



# 阳光电源 (300274.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 费用管控成效初现，年末确收有望加速

### 业绩简评

2024年10月31日，公司发布三季报，2024年前三季度实现营收499亿元，同比增长7.6%；归母净利润76亿元，同比增长5.2%。其中3Q24实现营收189亿元，同比增长6.4%，环比增长2.8%；归母净利润26.4亿元，同比下降8.0%，环比下降7.8%。

### 经营分析

**存货环比高增，年末确收加快公司高增有望兑现：**截至2024Q3末存货322亿元，环比Q2末增加40亿元，预计新增存货规模主要以储能及电站项目为主，进入年末交付旺季，储能及电站项目确收加速有望支持公司业务兑现高增长。

**业务拓展拉高短期费率，Q3费控初有成效：**公司前三季度销售/管理/研发费用率分别为5.56%/1.63%/4.76%，同比+1.28pct/+0.37pct/+1.00pct，主要系公司上半年加大业务拓展力度，人员薪酬等成本上升影响。三季度公司加强费用管控，期间费用率较上半年明显收窄，Q3销售/管理/研发费用率分别为5.30%/1.52%/4.70%，较上半年-0.41pct/-0.18pct/-0.09pct，随着Q4收入确认加速以及公司费用控制持续加强，全年期间费用率有望进一步收窄。

**经营现金流环比转正，Q4回款有望加速：**三季度经营活动现金流净额34亿元，同比增长36亿元，环比增长55亿元，销售回款幅度环比修复良好，主要系公司加大销售回款管控力度。随着年末交付确收加快，公司经营性现金流有望进一步增长。

**GDR申请获受理，全球布局再添新助力：**10月30日公司公告宣布境外发行全球存托凭证新增境内基础A股股份申请获得深圳证券交易所受理。本次GDR拟募集资金48.8亿元，将新增年产35GWh储能产品、50GW逆变设备产能，其中逆变器产能及15GWh储能产能位于海外地区，有望增强公司全球竞争力及抗风险能力。

### 盈利预测、估值与评级

根据公司三季报及我们对行业最新判断，微调2024-2026年归母净利润预测至119、149、180亿元，对应PE为16、13、10倍，维持“买入”评级和重点推荐。

### 风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；竞争加剧风险。

### 新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

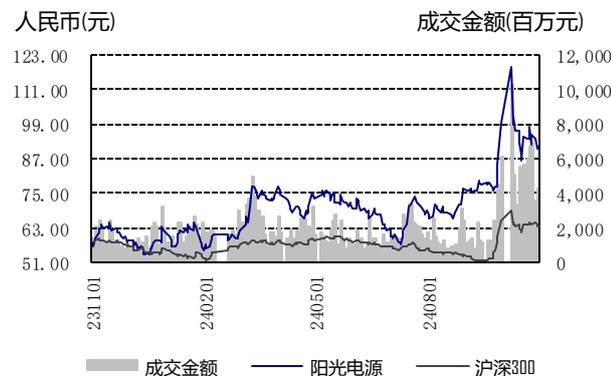
分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：90.62元

### 相关报告：

- 《阳光电源公司深度研究：逆境中绽放，质疑中成长》，2024.8.26
- 《阳光电源公司点评：盈利能力持续亮眼，下半年海外储能订单确认有...》，2024.8.24
- 《阳光电源公司点评：Q1业绩超预期，海外储能业务多点开花》，2024.4.23



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	90,049	111,229	135,448
营业收入增长率	66.79%	79.47%	24.63%	23.52%	21.77%
归母净利润(百万元)	3,593	9,440	11,913	14,906	18,035
归母净利润增长率	127.04%	162.69%	26.20%	25.13%	20.99%
摊薄每股收益(元)	2.42	6.36	5.75	7.19	8.70
每股经营性现金流净额	0.82	4.70	2.35	5.82	7.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.25%	34.07%	31.72%	29.95%	27.88%
P/E	46.21	13.78	15.77	12.60	10.42
P/B	8.90	4.70	5.00	3.77	2.90

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>24,137</b>	<b>40,257</b>	<b>72,251</b>	<b>90,049</b>	<b>111,229</b>	<b>135,448</b>
增长率	66.8%	79.5%	24.6%	23.5%	21.8%	
主营业务成本	-18,765	-30,376	-50,318	-63,969	-79,393	-97,118
%销售收入	77.7%	75.5%	69.6%	71.0%	71.4%	71.7%
毛利	5,371	9,881	21,933	26,080	31,837	38,329
%销售收入	22.3%	24.5%	30.4%	29.0%	28.6%	28.3%
营业税金及附加	-82	-143	-324	-495	-612	-745
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,583	-3,169	-5,167	-4,953	-6,006	-7,179
%销售收入	6.6%	7.9%	7.2%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用	-491	-612	-873	-1,351	-1,557	-1,761
%销售收入	2.0%	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%
研发费用	-1,161	-1,692	-2,447	-4,052	-5,005	-6,095
%销售收入	4.8%	4.2%	3.4%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	2,054	4,265	13,121	15,229	18,656	22,550
%销售收入	8.5%	10.6%	18.2%	16.9%	16.8%	16.6%
财务费用	-283	477	-21	-221	-87	-153
%销售收入	1.2%	-1.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-481	-831	-2,028	-812	-797	-889
公允价值变动收益	66	-30	36	0	0	0
投资收益	355	40	97	200	200	200
%税前利润	18.8%	1.0%	0.8%	1.4%	1.1%	0.9%
营业利润	1,898	4,141	11,466	14,397	17,972	21,708
营业利润率	7.9%	10.3%	15.9%	16.0%	16.2%	16.0%
营业外收支	-5	-7	-6	0	0	0
税前利润	1,893	4,134	11,460	14,397	17,972	21,708
利润率	7.8%	10.3%	15.9%	16.0%	16.2%	16.0%
所得税	-189	-439	-1,851	-2,303	-2,876	-3,473
所得税率	10.0%	10.6%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,704	3,695	9,609	12,093	15,096	18,235
少数股东损益	121	102	169	180	190	200
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,583</b>	<b>3,593</b>	<b>9,440</b>	<b>11,913</b>	<b>14,906</b>	<b>18,035</b>
净利率	6.6%	8.9%	13.1%	13.2%	13.4%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,704	3,695	9,609	12,093	15,096	18,235
少数股东损益	121	102	169	180	190	200
非现金支出	829	1,299	2,706	1,372	1,459	1,621
非经营收益	-544	-156	-652	374	1,396	198
营运资金变动	-3,627	-3,628	-4,682	-8,966	-5,879	-5,103
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,639</b>	<b>1,210</b>	<b>6,982</b>	<b>4,873</b>	<b>12,073</b>	<b>14,951</b>
资本开支	-1,653	-1,517	-2,743	-2,362	-926	-1,634
投资	-2,202	1,849	-1,178	-320	-80	-80
其他	142	14	100	0	100	100
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,713</b>	<b>346</b>	<b>-3,821</b>	<b>-2,682</b>	<b>-906</b>	<b>-1,614</b>
股权募资	4,179	15	1,013	40	0	0
债权募资	1,370	3,192	3,289	627	300	300
其他	-370	-1,460	-1,022	-2,597	-3,192	-3,608
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5,179</b>	<b>1,747</b>	<b>3,280</b>	<b>-1,930</b>	<b>-2,892</b>	<b>-3,308</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-193</b>	<b>3,242</b>	<b>6,465</b>	<b>261</b>	<b>8,275</b>	<b>10,030</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,790	11,667	18,031	18,155	26,257	36,105
应收款项	11,242	17,101	23,973	28,254	36,235	43,854
存货	10,768	19,060	21,442	30,210	37,978	47,255
其他流动资产	6,508	4,166	5,839	9,676	11,635	13,422
流动资产	36,307	51,994	69,284	86,296	112,104	140,636
%总资产	84.8%	84.4%	83.6%	84.4%	87.8%	89.3%
长期投资	368	884	1,260	1,580	1,760	1,940
固定资产	4,670	5,732	8,124	9,135	9,779	10,271
%总资产	10.9%	9.3%	9.8%	8.9%	7.7%	6.5%
无形资产	198	439	822	1,259	1,374	1,480
非流动资产	6,533	9,632	13,593	15,994	15,592	16,920
%总资产	15.2%	15.6%	16.4%	15.6%	12.2%	10.7%
<b>资产总计</b>	<b>42,840</b>	<b>61,626</b>	<b>82,877</b>	<b>102,289</b>	<b>127,696</b>	<b>157,556</b>
短期借款	1,730	2,232	4,135	1,300	1,800	2,300
应付款项	18,266	26,686	29,904	37,397	46,408	56,762
其他流动负债	3,512	6,550	11,898	13,256	16,395	19,851
流动负债	23,507	35,469	45,937	51,952	64,603	78,914
长期贷款	1,891	4,162	4,180	6,612	6,612	6,612
其他长期负债	738	2,259	3,305	4,239	4,594	5,018
负债	26,136	41,889	53,422	62,803	75,808	90,543
<b>普通股股东权益</b>	<b>15,655</b>	<b>18,666</b>	<b>27,705</b>	<b>37,557</b>	<b>49,769</b>	<b>64,694</b>
其中：股本	1,485	1,485	1,485	2,073	2,073	2,073
未分配利润	6,533	9,613	18,729	28,568	40,780	55,705
少数股东权益	1,049	1,071	1,749	1,929	2,119	2,319
<b>负债股东权益合计</b>	<b>42,840</b>	<b>61,626</b>	<b>82,877</b>	<b>102,289</b>	<b>127,696</b>	<b>157,556</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.066	2.419	6.356	5.75	7.19	8.70
每股净资产	10.541	12.568	18.655	18.116	24.006	31.205
每股经营现金净流	-1.103	0.815	4.701	2.351	5.823	7.212
每股股利	0.111	0.220	0.965	1.000	1.300	1.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.11%	19.25%	34.07%	31.72%	29.95%	27.88%
总资产收益率	3.69%	5.83%	11.39%	11.65%	11.67%	11.45%
投入资本收益率	9.09%	14.58%	29.12%	26.98%	25.98%	24.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	25.15%	66.79%	79.47%	24.63%	23.52%	21.77%
EBIT 增长率	-7.07%	107.66%	207.64%	16.07%	22.50%	20.87%
净利润增长率	-19.01%	127.04%	162.69%	26.20%	25.13%	20.99%
总资产增长率	52.98%	43.85%	34.48%	23.42%	24.84%	23.38%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	115.9	102.2	88.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	142.4	179.2	146.9	175.0	180.0	185.0
应付账款周转天数	160.8	139.7	105.2	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	64.2	41.2	32.5	28.6	23.9	19.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-47.78%	-34.27%	-40.02%	-31.19%	-38.38%	-43.67%
EBIT 利息保障倍数	7.3	-8.9	637.1	68.9	215.0	147.8
资产负债率	61.01%	67.97%	64.46%	61.40%	59.37%	57.47%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	32	72	129
增持	0	2	7	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.18	1.22	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-20	买入	120.10	N/A
2	2023-04-24	买入	110.00	N/A
3	2023-08-07	买入	110.74	N/A
4	2023-08-24	买入	94.43	N/A
5	2023-10-29	买入	82.86	N/A
6	2024-04-23	买入	93.99	N/A
7	2024-08-24	买入	68.12	N/A
8	2024-08-26	买入	68.12	101.16~101.16

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

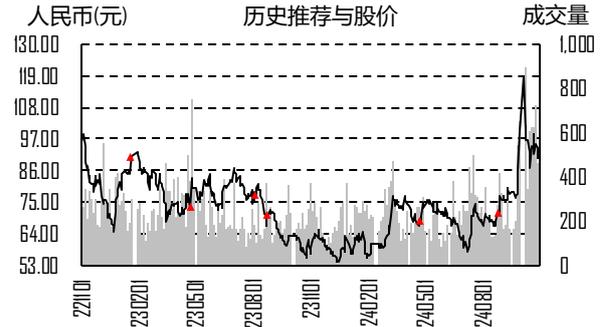
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究