

## 阳光电源 (300274.SZ)

## 销售费用投入加大, Q3 业绩略不及预期

2024 年 11 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

殷晟路 (分析师)

鞠爽 (分析师)

yinshenglu@kysec.cn

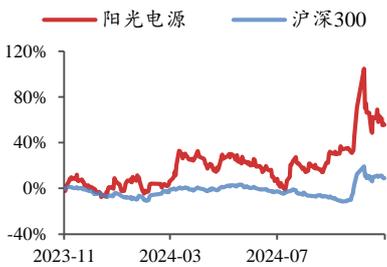
jushuang@kysec.cn

证书编号: S0790522080001

证书编号: S0790524070002

日期	2024/10/31
当前股价(元)	90.62
一年最高最低(元)	119.19/56.38
总市值(亿元)	1,878.74
流通市值(亿元)	1,440.86
总股本(亿股)	20.73
流通股本(亿股)	15.90
近 3 个月换手率(%)	112.9

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《发行 GDR 募投海外产能, 全球化布局再进一步——公司信息更新报告》-2024.10.15

《光储龙头地位稳固, 业绩稳定增长——公司信息更新报告》-2024.8.26

《业绩超预期, 盈利能力持续环比提升——公司信息更新报告》-2024.4.23

### ● 销售费用投入加大, Q3 业绩略不及预期

阳光电源发布 2024 年三季度报, 公司 2024 年前三季度实现营业收入 499.5 亿元, yoy+7.6%。实现归母净利润 76.0 亿元, yoy+5.2%, 实现扣非归母净利 73.8 亿元, yoy+4.3%。其中 2024Q3 公司实现营收 189.3 亿元, qoq+2.8%, yoy+6.4%。归母净利润 26.4 亿元, qoq-7.8%, yoy-8.0%。扣非归母净利 25.0 亿元, qoq-0.9%, yoy-10.7%。单 Q3 毛利率与净利率分别为 29.5%/14.2%, 分别环比+0.0/-1.8pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/1.5%/4.7%/0.7%, 分别环比+1.7/-0.1/+0.2/+0.3pct。单 Q3 销售费用为 10.0 亿元, 环比增加 3.5 亿元, 主要是销售团队规模扩大, 带来职工薪酬、股权激励以及相应的办公、差旅等费用同比增加。考虑费用有所加大、储能系统与新能源投资开发业务受原材料降价导致的价格下降, 我们小幅下调公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 111.3/134.4/158.6 亿元 (原 119.8/143.3/172.0 亿元), EPS 为 5.36/6.48/7.65 元, 对应当前股价 PE 为 16.9/14.0/11.8 倍, 维持“买入”评级。

### ● 光伏逆变器业务龙头地位稳固, 新能源投资开发项目丰富

公司逆变器业龙头地位稳固, 在技术实力、品牌影响力与服务响应能力方面均位于行业前列, 预计 2025 年公司光伏逆变器出货仍有望保持 15-20% 的行业增速。此外公司新能源投资开发业务项目积累深厚, 截至 2024Q3 拥有存货余额 322 亿元, 较年初增加 107 亿元, 主要是电站在建项目增加其次为家庭光伏业务存货, 随着公司电站项目陆续并网与家庭光伏项目陆续销售, 公司新能源投资开发业务收入有望实现稳定增长。

### ● 海外储能出货占比有望持续提升, 非欧美区域有望贡献重要增量

2024 年前三季度公司储能出货国内占比约 40%, 海外占比 60%, 其中三季度北美区域出货占比显著提升, 伴随公司北美区域出货占比提升, 公司储能系统集成业务盈利能力有望持续改善。同时, 公司积极拓展中东、拉美等新兴储能市场, 凭借强大的产品技术实力和品牌影响力, 新增订单获取卓有成效, 与 Algihaz 签约 7.8GWh 中东最大储能项目, 与 Atlas 签约 880MWh 拉美最大独立储能电站。

● **风险提示:** 储能系统集成产品毛利率下滑超预期; 海外贸易政策变动影响公司出货。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	77,761	96,625	113,372
YOY(%)	66.8	79.5	7.6	24.3	17.3
归母净利润(百万元)	3,593	9,440	11,113	13,441	15,863
YOY(%)	127.0	162.7	17.7	20.9	18.0
毛利率(%)	24.5	30.4	30.4	28.5	28.2
净利率(%)	9.2	13.3	14.5	14.1	14.1
ROE(%)	18.7	32.6	28.7	26.1	23.8
EPS(摊薄/元)	1.73	4.55	5.36	6.48	7.65
P/E(倍)	52.3	19.9	16.9	14.0	11.8
P/B(倍)	10.1	6.8	5.0	3.8	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	51994	69284	72344	104696	108384	<b>营业收入</b>	40257	72251	77761	96625	113372
现金	11667	18031	25099	30084	41076	营业成本	30376	50318	54133	69047	81450
应收票据及应收账款	14891	21791	17688	31369	26191	营业税金及附加	143	324	427	531	622
其他应收款	1172	1409	1369	2083	1967	营业费用	3169	5167	5561	6427	7427
预付账款	383	543	453	785	668	管理费用	612	873	1095	1168	1257
存货	19060	21442	22131	33446	32115	研发费用	1692	2447	3567	3949	4521
其他流动资产	4821	6069	5603	6930	6368	财务费用	-477	21	124	30	-131
<b>非流动资产</b>	9634	13593	14484	17310	19557	资产减值损失	-375	-1301	-312	0	0
长期投资	228	440	652	864	1075	其他收益	221	266	272	0	0
固定资产	4544	6438	7217	9673	11569	公允价值变动收益	-30	36	63	0	0
无形资产	340	732	808	896	999	投资净收益	40	97	352	0	0
其他非流动资产	4522	5982	5807	5878	5914	资产处置收益	-2	-5	-0	0	0
<b>资产总计</b>	61627	82877	86828	122007	127942	<b>营业利润</b>	4141	11466	12827	15474	18227
<b>流动负债</b>	35469	45937	40617	62846	53990	营业外收入	9	25	0	0	1
短期借款	1422	2793	2793	2793	2793	营业外支出	16	32	0	0	0
应付票据及应付账款	25926	28486	24101	44946	36503	<b>利润总额</b>	4134	11460	12827	15474	18228
其他流动负债	8120	14658	13724	15107	14693	所得税	438	1851	1539	1857	2187
<b>非流动负债</b>	6421	7485	6908	6985	6593	<b>净利润</b>	3696	9609	11288	13617	16041
长期借款	4162	4180	3602	3679	3288	少数股东损益	102	169	175	176	178
其他非流动负债	2259	3305	3305	3305	3305	<b>归属母公司净利润</b>	3593	9440	11113	13441	15863
<b>负债合计</b>	41889	53422	47525	69831	60583	EBITDA	4529	11937	13096	15705	18414
少数股东权益	1071	1749	1924	2101	2279	EPS(元)	1.73	4.55	5.36	6.48	7.65
股本	1485	1485	2073	2073	2073						
资本公积	7053	7606	7012	7012	7012	主要财务比率					
留存收益	10680	19795	29810	41864	56019	成长能力					
<b>归属母公司股东权益</b>	18667	27705	37379	50075	65080	营业收入(%)	66.8	79.5	7.6	24.3	17.3
<b>负债和股东权益</b>	61627	82877	86828	122007	127942	营业利润(%)	118.2	176.9	11.9	20.6	17.8
						归属于母公司净利润(%)	127.0	162.7	17.7	20.9	18.0
						毛利率(%)	24.5	30.4	30.4	28.5	28.2
						净利率(%)	9.2	13.3	14.5	14.1	14.1
						ROE(%)	18.7	32.6	28.7	26.1	23.8
						ROIC(%)	32.3	63.7	67.7	54.7	55.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	68.0	64.5	54.7	57.2	47.4
						净负债比率(%)	-22.6	-31.6	-44.3	-42.3	-49.4
						流动比率	1.5	1.5	1.8	1.7	2.0
						速动比率	0.9	1.0	1.2	1.1	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	3.6	4.1	4.1	4.1	4.1
						应付账款周转率	2.6	3.5	3.5	4.0	4.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.73	4.55	5.36	6.48	7.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	3.37	5.14	4.32	7.26
						每股净资产(最新摊薄)	9.00	13.36	18.03	24.16	31.39
						估值比率					
						P/E	52.3	19.9	16.9	14.0	11.8
						P/B	10.1	6.8	5.0	3.8	2.9
						EV/EBITDA	40.4	14.9	13.0	10.6	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn