

阳光电源(300274.SZ)

业绩表现稳健，拓展信心充足

推荐（维持）

股价:88.2元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.sungrowpower.com
大股东/持股	曹仁贤/30.46%
实际控制人	曹仁贤
总股本(百万股)	2,073
流通A股(百万股)	1,590
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,829
流通A股市值(亿元)	1,402
每股净资产(元)	16.48
资产负债率(%)	65.8

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】阳光电源（300274.SZ）*首次覆盖报告*光储双轮驱动，龙头昂扬奋发*推荐20240522

【平安证券】阳光电源（300274.SZ）*半年报点评*业绩稳步增长，出海步履强健*推荐20240825

证券分析师

张之尧 投资咨询资格编号
S1060524070005
zhangzhiyao757@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布2024年三季度报告。前三季度，公司实现营业收入499.46亿元，同比增长7.6%；实现归母净利润76.00亿元，同比增长5.2%。第三季度，公司实现营收189.26亿元，同/环比分别增长6.4%/2.8%；归母净利润26.4亿元，同/环比分别减少8.0%/7.8%。

平安观点：

- 公司营收稳健增长，收入确认存在滞后，有待后续释放。前三季度，公司实现营业收入499.46亿元，同比增长7.6%；第三季度，公司实现营收189.26亿元，同/环比分别增长6.4%/2.8%。公司光储业务进展顺利，收入确认进度滞后于实际发货，第三季度营收增幅较小，后续收入确认后业绩有望得到释放。根据公司公告，公司大储业务为项目制，收入确认周期较长，且不同项目确收周期存在较大差异，取决于具体合同条款。公司储能发货量同比持续增长的，由于收入确认的滞后性，第三季度发货的收入确认可能延后到四季度或2025年。
- 公司盈利能力保持优良。1）毛利率：公司前三季度销售毛利率31.3%，较2023年同期增长2.9pct（根据会计准则调整后），主要由于公司产品溢价、产品创新、规模效应及项目管理能力提高。单季度来看，公司前三季度毛利率分别为36.7%/29.5%/29.5%，二、三季度毛利率低于第一季度，我们推测主要由于收入结构变化所致，亚太市场增速高于欧美市场，公司国内和亚太逆变器收入占比增加，使得平均毛利率有所下降。2）费用端：前三季度，公司销售、管理、研发、财务四大费用率共计12.6%（根据会计准则调整后），较2023年同期增加3.3pct。公司前三季度销售费用率5.6%，较2023年同期增加1.3pct，主要系业务拓展，销售人员薪酬等增加所致；研发费用率增加1.0pct，主要系公司持续加大研发投入，材料及人力成本等增加所致；财务费用率增加0.7pct，主要系本期汇兑收益减少所致。各项费用率的增加也一定程度受到公司收入确认滞后性的影响，后续随着收入逐步确认，费用率有望逐步得到摊薄。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	89,206	112,875	131,070
YOY(%)	66.8	79.5	23.5	26.5	16.1
净利润(百万元)	3,593	9,440	11,891	14,559	16,195
YOY(%)	127.0	162.7	26.0	22.4	11.2
毛利率(%)	24.5	30.4	31.5	30.4	29.4
净利率(%)	8.9	13.1	13.3	12.9	12.4
ROE(%)	19.3	34.1	30.5	27.6	23.7
EPS(摊薄/元)	1.73	4.55	5.74	7.02	7.81
P/E(倍)	50.9	19.4	15.4	12.6	11.3
P/B(倍)	9.8	6.6	4.7	3.5	2.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

。3) **净利润**：2024年前三季度，公司实现归母净利润76.00亿元，同比增长5.2%。第三季度，公司实现归母净利润26.4亿元，同/环比分别减少8.0%/7.8%。公司第三季度归母净利润同环比有所下滑，主要由于收入结构变化导致的毛利率下降，以及费用率有所增加。

- **第三季度现金流环比回升明显，后续有望继续改善。**公司前三季度经营活动产生的净现金流净额为8.0亿元，较2023年同期减少37.5亿元，主要由于存货和应收账款增长，占用的资金增加；另外，上半年汇算清缴支付企业所得税，以及由于业务增长带来的各项税费增加，也对公司现金流情况有一定影响。截至第三季度末，公司存货余额322亿元，较年初增加107亿元，主要由于地面电站在建项目增加，建设、并网周期相对较长；其次是公司家庭光伏业务的存货增加。其余的增长主要来自于公司海外业务，为满足海外储能订单交付需求，工厂及海外在途库存增加。单季度来看，公司Q1-Q3经营净现金流分别为-4.9/-21.2/+34.1亿元，第三季度环比回正，较第二季度增加 55 亿，已大幅改善。随着Q4电站项目和海外项目的持续交付，回款增加，公司现金流有望继续改善。
- **计划发行境外存托凭证，扩充全球产能，巩固竞争优势。**10月30日，公司发行GDR新增境内基础A股股份申请文件获得深交所受理。公司拟发行GDR并申请在德交所挂牌上市，募集资金为美元，募集资金总额折算后不超过人民币49亿元，用于年产 20GWh 先进储能装备制造项目（总投资规模20亿元）、海外逆变设备及储能产品扩建项目（总投资规模18亿元）、数字化提升项目（总投资规模6亿元）、南京研发中心建设项目（总投资规模5亿元）。募投项目建设完成后，公司将新增年产 35GWh 储能产品、50GW 逆变设备产能，有助于巩固公司储能业务优势，形成生产端规模效应，并优化全球产能结构，增强公司全球交付的能力和灵活性，积极应对贸易风险。
- **投资建议：公司光储逆变器双轮驱动，未来盈利的稳定性和持续性仍优良。**公司作为全球光储逆变器领先企业，在手订单饱满，全球市场竞争力强。全球大储市场景气度较高，公司储能业务优势突出，光伏业务增长稳健，盈利能力有望保持优良，我们上调盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 118.91/145.59/161.95 亿元（前值为 118.84/137.83/146.17亿元），对应11月1日收盘价PE分别为15.4/12.6/11.3倍。我们认为，随着新兴市场光储需求继续放量，公司对个别市场的依赖程度有望进一步减小，未来盈利持续性优异，维持“推荐”评级。
- **风险提示：（1）储能市场需求增长不及预期的风险。**在全球碳中和愿景下，中国、美国、欧洲大储市场增势较为确定；但如果并网排队和产业链限制等因素导致装机不及预期，或减税补贴政策发生变化，可能导致储能市场增长不及预期，影响公司储能系统相关业绩。（2）**海外贸易政策收紧的风险。**近期，美国对中国光伏和锂电产业链部分环节的贸易政策有收紧迹象。若后续美国在光伏逆变器、储能系统等环节提出关税等形式的制裁，或欧洲市场效仿其做法收紧贸易政策，可能影响公司在上述市场的业务开展。（3）**全球市场竞争加剧的风险。**若后续光伏逆变器、储能系统市场竞争加剧，出现价格战等情形，公司市场开拓和盈利等可能受到一定影响。（4）**新能源电站项目收益模型发生变化的风险。**若市场或政策等因素导致公司新能源电站收益模型发生变化，可能对公司盈利产生一定影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69,284	95,258	122,510	146,241
现金	18,031	22,301	28,219	32,768
应收票据及应收账款	24,573	31,938	42,268	52,672
其他应收款	1,409	2,612	3,304	3,837
预付账款	543	759	961	1,116
存货	21,442	33,140	42,604	50,197
其他流动资产	3,287	4,508	5,154	5,651
非流动资产	13,593	13,202	12,977	13,216
长期投资	440	473	507	542
固定资产	6,836	7,205	7,806	7,882
无形资产	732	610	488	366
其他非流动资产	5,584	4,913	4,176	4,426
资产总计	82,877	108,460	135,487	159,457
流动负债	45,937	58,784	71,719	80,013
短期借款	2,793	6,302	4,441	934
应付票据及应付账款	28,486	35,985	46,261	54,507
其他流动负债	14,658	16,497	21,016	24,573
非流动负债	7,485	8,712	8,712	8,712
长期借款	4,504	5,730	5,730	5,730
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981
负债合计	53,422	67,495	80,431	88,725
少数股东权益	1,749	1,962	2,223	2,514
股本	1,485	2,073	2,073	2,073
资本公积	7,606	7,018	7,018	7,018
留存收益	18,614	29,910	43,741	59,127
归属母公司股东权益	27,705	39,002	52,833	68,218
负债和股东权益	82,877	108,460	135,487	159,457

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,876	844	9,561	10,285
净利润	9,609	12,104	14,820	16,486
折旧摊销	572	840	959	996
财务费用	21	307	347	212
投资损失	-97	-74	-75	-76
营运资金变动	-5,765	-12,366	-6,538	-7,380
其他经营现金流	2,537	32	48	49
投资活动现金流	-3,821	-407	-707	-1,207
资本支出	1,588	400	700	1,200
长期投资	-1,178	-30	-30	-30
其他投资现金流	-1055	23	23	23
筹资活动现金流	3,280	3,834	-2,936	-4,529
短期借款	1,371	3,509	-1,861	-3,507
长期借款	-89	1,227	0	0
其他筹资现金流	1,998	-902	-1,075	-1,022
现金净增加额	6,359	4,271	5,917	4,549

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	72,251	89,206	112,875	131,070
营业成本	50,318	61,091	78,537	92,535
税金及附加	324	491	508	524
营业费用	5,167	5,352	6,773	7,864
管理费用	873	1,472	1,693	1,966
研发费用	2,447	4,282	5,079	5,636
财务费用	21	307	347	212
资产减值损失	-1,301	-1,115	-1,355	-1,573
信用减值损失	-728	-892	-1,129	-1,311
其他收益	266	224	224	224
公允价值变动收益	36	0	0	0
投资净收益	97	74	75	76
资产处置收益	-5	0	0	0
营业利润	11,466	14,502	17,754	19,749
营业外收入	25	17	17	17
营业外支出	32	23	23	23
利润总额	11,460	14,496	17,748	19,743
所得税	1,851	2,392	2,928	3,258
净利润	9,609	12,104	14,820	16,486
少数股东损益	169	213	261	290
归属母公司净利润	9,440	11,891	14,559	16,195
EBITDA	12,053	15,643	19,054	20,951
EPS（元）	4.55	5.74	7.02	7.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	79.5	23.5	26.5	16.1
营业利润(%)	176.9	26.5	22.4	11.2
归属于母公司净利润(%)	162.7	26.0	22.4	11.2
获利能力				
毛利率(%)	30.4	31.5	30.4	29.4
净利率(%)	13.1	13.3	12.9	12.4
ROE(%)	34.1	30.5	27.6	23.7
ROIC(%)	42.9	36.2	30.0	26.6
偿债能力				
资产负债率(%)	64.5	62.2	59.4	55.6
净负债比率(%)	-36.4	-25.1	-32.8	-36.9
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.0	2.9	2.8	2.6
应付账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	4.55	5.74	7.02	7.81
每股经营现金流(最新摊薄)	3.32	0.41	4.61	4.96
每股净资产(最新摊薄)	13.36	18.81	25.48	32.90
估值比率				
P/E	19.4	15.4	12.6	11.3
P/B	6.6	4.7	3.5	2.7
EV/EBITDA	11.3	12.4	10.1	9.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层