

# 阳光电源 (300274)

## 2024 三季报点评: Q3 储能出货大幅增长, 欧美+新兴市场将全面开花

买入 (维持)

2024 年 11 月 03 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书: S0600524080010  
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	40257	72251	83825	101778	120637
同比 (%)	66.79	79.47	16.02	21.42	18.53
归母净利润 (百万元)	3593	9440	11021	14012	16877
同比 (%)	127.04	162.69	16.75	27.14	20.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.73	4.55	5.32	6.76	8.14
P/E (现价&最新摊薄)	50.89	19.37	16.59	13.05	10.83

### 投资要点

- **事件:** 公司 24Q1-3 营收 499.5 亿元, 同 7.6%, 归母净利润 76 亿元, 同 5.2%, 毛利率 31.3%, 同比持平, 归母净利率 15.2%, 同-0.3pct; 其中 24Q3 营收 189.3 亿元, 同环比 6.4%/2.8%, 归母净利润 26.4 亿元, 同环比-8%/-7.8%, 毛利率 29.5%, 同环比-4.9/0pct, 归母净利率 14%, 同环比-2.2/-1.6pct。
- **Q3 储能出货上量, 盈利能力维持稳定:** Q3 美国储能开始上量, 后续中东/智利等新市场订单有望放量。逆变器部分, 伴随国内外光伏装机景气度逐季提升, 公司逆变器出货环比继续增加; 各市场毛利率维持稳定。展望明年, 公司始终处于行业龙头地位, 有望继续实现超越行业的增速。
- **Q3 经营性现金流转正:** 公司 24Q1-3 期间费用 62.8 亿, 同 11.5%, 费用率 12.6%, 同 0.4pct, 其中 Q3 期间费用 23.1 亿元, 同环比-10.6%/25.1%, 费用率 12.2%, 同环比-2.3/2.2pct; 其中单 Q3 销售费用 10 亿元, 环比增加 3.4 亿元, 主要是股权激励费用/人员扩张费用/租赁费展位费等提升。24Q1-3 经营性净现金流 8 亿元, 同-82.3%, 其中 Q3 经营性现金流 34.1 亿元, 环比转正。随着 Q4 电站项目和海外项目的持续交付, 回款增加, 现金流有望继续改善。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 110/140/169 亿元, 同比+17%/27%/20%。考虑公司全球储能头部地位, 大储出货持续高增长, 我们给予公司 25 年 20xPE, 对应目标价 135 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	88.20
一年最低/最高价	56.38/119.19
市净率(倍)	5.35
流通 A 股市值(百万元)	140,238.10
总市值(百万元)	182,857.25

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.48
资产负债率(% ,LF)	65.77
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,590.00

### 相关研究

《阳光电源(300274): 境外发行 GDR 加速海外产能布局, 加强全球化品牌力建设》

2024-10-15

《阳光电源(300274): 深耕光储沉淀深厚, 品牌技术铸就龙头地位》

2024-09-09

阳光电源三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>69,284</b>	<b>103,457</b>	<b>123,592</b>	<b>153,425</b>	<b>营业总收入</b>	<b>72,251</b>	<b>83,825</b>	<b>101,778</b>	<b>120,637</b>
货币资金及交易性金融资产	20,103	30,622	36,602	52,685	营业成本(含金融类)	50,318	59,683	72,975	87,462
经营性应收款项	23,107	34,553	41,029	47,993	税金及附加	324	335	356	362
存货	21,442	31,776	38,324	43,399	销售费用	5,167	5,868	6,717	7,600
合同资产	2,009	3,253	3,348	4,001	管理费用	873	1,006	1,120	1,206
其他流动资产	2,624	3,253	4,289	5,347	研发费用	2,447	3,018	3,359	3,619
<b>非流动资产</b>	<b>13,593</b>	<b>14,888</b>	<b>16,013</b>	<b>17,028</b>	财务费用	21	32	18	54
长期股权投资	440	560	630	680	加:其他收益	266	220	224	265
固定资产及使用权资产	6,836	8,495	9,562	10,354	投资净收益	97	168	204	241
在建工程	1,686	927	596	477	公允价值变动	36	50	50	60
无形资产	732	1,011	1,347	1,654	减值损失	(2,028)	(1,100)	(900)	(650)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	0	0	0
长期待摊费用	89	66	54	31	<b>营业利润</b>	<b>11,466</b>	<b>13,220</b>	<b>16,811</b>	<b>20,250</b>
其他非流动资产	3,810	3,830	3,823	3,830	营业外净收支	(6)	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>82,877</b>	<b>118,345</b>	<b>139,605</b>	<b>170,453</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,460</b>	<b>13,230</b>	<b>16,821</b>	<b>20,260</b>
<b>流动负债</b>	<b>45,937</b>	<b>70,160</b>	<b>77,123</b>	<b>90,750</b>	减:所得税	1,851	1,985	2,523	3,039
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,135	5,335	6,635	8,595	<b>净利润</b>	<b>9,609</b>	<b>11,246</b>	<b>14,297</b>	<b>17,221</b>
经营性应付款项	28,486	53,143	56,192	64,913	减:少数股东损益	169	225	286	344
合同负债	6,565	5,551	6,787	8,134	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,440</b>	<b>11,021</b>	<b>14,012</b>	<b>16,877</b>
其他流动负债	6,751	6,132	7,509	9,108	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.55	5.32	6.76	8.14
非流动负债	7,485	7,485	7,485	7,485	EBIT	11,461	13,915	17,251	20,388
长期借款	4,180	4,180	4,180	4,180	EBITDA	12,139	14,697	18,129	21,363
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.36	28.80	28.30	27.50
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	13.07	13.15	13.77	13.99
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981	收入增长率(%)	79.47	16.02	21.42	18.53
<b>负债合计</b>	<b>53,422</b>	<b>77,645</b>	<b>84,608</b>	<b>98,235</b>	归母净利润增长率(%)	162.69	16.75	27.14	20.45
归属母公司股东权益	27,705	38,726	52,737	69,614					
少数股东权益	1,749	1,974	2,260	2,605					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,454</b>	<b>40,700</b>	<b>54,997</b>	<b>72,218</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>82,877</b>	<b>118,345</b>	<b>139,605</b>	<b>170,453</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,982	11,411	6,735	16,214	每股净资产(元)	18.65	26.08	35.51	46.87
投资活动现金流	(3,821)	(2,900)	(2,389)	(2,339)	最新发行在外股份(百万股)	2,073	2,073	2,073	2,073
筹资活动现金流	3,280	958	984	1,548	ROIC(%)	29.73	26.69	25.14	22.88
现金净增加额	6,465	9,469	5,330	15,423	ROE-摊薄(%)	34.07	28.46	26.57	24.24
折旧和摊销	678	782	878	975	资产负债率(%)	64.46	65.61	60.60	57.63
资本开支	(2,743)	(1,922)	(1,914)	(1,918)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.37	16.59	13.05	10.83
营运资本变动	(4,682)	(1,730)	(9,393)	(2,733)	P/B(现价)	4.73	3.38	2.48	1.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>