

研究所：

证券分析师：

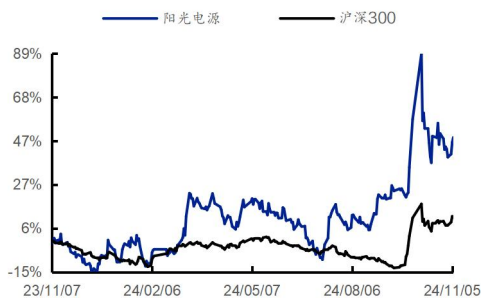
李航 S0350521120006

lih11@ghzq.com.cn

储能出货加速，行业地位明确

——阳光电源（300274）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/11/06

表现	1M	3M	12M
阳光电源	-5.5%	32.8%	52.5%
沪深 300	0.2%	20.4%	10.8%

市场数据

2024/11/06

当前价格 (元)	94.12
52 周价格区间 (元)	56.38-119.19
总市值 (百万)	195,130.66
流通市值 (百万)	149,650.91
总股本 (万股)	207,321.14
流通股本 (万股)	159,000.11
日均成交额 (百万)	6,021.16
近一月换手 (%)	3.25

相关报告

《阳光电源（300274）2024 年半年报点评：光储龙头强韧性，2024H1 储能毛利率同比高增（买入）*光伏设备*李航》——2024-08-28

事件：

阳光电源 2024 年 10 月 31 日发布 2024 年三季度报告：2024 年前三季度，公司实现营收 499 亿元，同比+8%；归母净利润 76.0 亿元，同比+5%；扣非归母净利润 73.8 亿元，同比+4%；销售毛利率 31.3%，同比基本持平；销售净利率 15.5%，同比-0.3pct。

其中，2024Q3，营收 189.3 亿元，同比+6%，环比+3%；归母净利润 26.4 亿元，同比-8%，环比-8%；扣非归母净利润 25.0 亿元，同比-11%，环比-11%；销售毛利率 29.5%，同比-4.9pct，环比基本持平；销售净利率 14.2%，同比-2.3pct，环比-1.8pct。

投资要点：

- **2024 年第三季度公司收入同环比略增，受区域出货结构及销售研发费用投入等因素影响，盈利能力略有下降。**2024 年第三季度，公司营收同/环比均实现正增长（+6%/+3%）；受区域出货结构等因素影响，公司 2024 年第三季度毛利率同比-4.9pct，环比基本持平；同时，因该季度海外营销布局及研发投入有所提升等因素影响，第三季度净利率同环比有所下降（分别-2.3pct/-1.8pct）。
- **公司 2024 年前三季度储能业务出货持续增长。**根据 SMM 储能，公司 2024 年前三季度储能发货 17GWh，同比增长 144%；相较 2023 全年 10.5GWh 的出货量，2024 年前三季度出货势头可观；其中 Q3 单季出货 9GWh。就出货区域而言，公司 2024 年前三季度储能国内出货占比约 40%，海外主要为美洲及欧洲地区；其中美洲 2024H1 出货较少，2024Q3 开始上量。此外，考虑到大储系项目制，一般为货到现场或调试完毕确收，收入确认周期较长，从而前三季度储能收入确认具备一定的滞后性，公司预计今年第三季度的发货确收会延至 2024Q4 或明年。
- **公司拟发行 GDR 深化全球布局。**欧美地区储能市场逐步成熟，亚非拉等新兴市场需求逐渐起量，中国风光储一体化正迈向平价，电化学储能市场广阔。随着公司全球化布局持续深化，2024 年 10 月，公司计划发行 GDR 募资 48.8 亿元人民币（折算后），其中 41%/36%/13%/10%分别拟投向年产 20GWh 先进储能装备制造项目、海外逆变设备及储能产品扩建项目、数字化提升项目、南京研

发中心建设项目。其中，海外逆变设备及储能产品扩建项目拟在海外设厂构建年产 50GW 逆变设备、15GWh 储能产品产能。当前海外市场已成为公司重要的收入来源，2024H1 海外业务销售收入占比达 43.44%。但公司逆变设备海外产能占整体产能的比例较低，截至 2023 年末，公司海外的印度生产基地和泰国工厂产能为 25GW；且储能产品目前尚无海外产能。本次募投或有助于为公司后续的海外业务开拓及市场销售提供更多选择和灵活性。

- **盈利预测和投资评级：** 公司为全球光储龙头企业，国内外市场并举发力，预计 2024-2026 年公司有望实现营业收入 832.9/1014.0/1199.7 亿元，同比增速分别为+15%、+22%、+18%；归母净利润为 111.7/137.5/161.7 亿元，同比增速分别为+18%、+23%、+18%；EPS 为 5.4/6.6/7.8 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、14X、12X。公司业绩稳健增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 世界能源格局变化，核心竞争力风险，经营风险，行业风险，宏观环境风险，海外市场拓展风险，原材料波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72251	83287	101402	119968
增长率(%)	79	15	22	18
归母净利润（百万元）	9440	11173	13748	16166
增长率(%)	163	18	23	18
摊薄每股收益（元）	4.55	5.39	6.63	7.80
ROE(%)	34	30	28	26
P/E	13.77	17.46	14.19	12.07
P/B	4.70	5.25	3.99	3.12
P/S	1.80	2.34	1.92	1.63
EV/EBITDA	9.94	12.57	9.84	8.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：阳光电源盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

证券代码：	300274				股价：	94.12				投资评级：	买入				日期：	2024/11/06			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	34%	30%	28%	26%	EPS	6.36	5.39	6.63	7.80										
毛利率	30%	29%	29%	28%	BVPS	18.65	17.94	23.58	30.20										
期间费率	8%	8%	7%	6%	估值														
销售净利率	13%	13%	14%	13%	P/E	13.77	17.46	14.19	12.07										
成长能力					P/B	4.70	5.25	3.99	3.12										
收入增长率	79%	15%	22%	18%	P/S	1.80	2.34	1.92	1.63										
利润增长率	163%	18%	23%	18%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.00	0.90	0.90	0.90	营业收入	72251	83287	101402	119968										
应收账款周转率	4.14	3.84	4.17	3.80	营业成本	50318	59134	72299	86617										
存货周转率	2.48	2.55	2.63	2.67	营业税金及附加	324	333	417	496										
偿债能力					销售费用	5167	4831	5678	6358										
资产负债率	64%	62%	58%	54%	管理费用	873	1499	1521	1680										
流动比	1.51	1.69	1.77	1.90	财务费用	21	-17	-166	-350										
速动比	0.96	1.09	1.17	1.26	其他费用/（-收入）	2447	4331	4969	5519										
					营业利润	11466	13280	16363	19294										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-6	0	0	0										
现金及现金等价物	20103	27469	36261	34071	利润总额	11460	13280	16363	19294										
应收款项	21791	23862	28233	43322	所得税费用	1851	1763	2256	2703										
存货净额	21442	24944	29977	34901	净利润	9609	11518	14107	16591										
其他流动资产	5948	8459	9557	11120	少数股东损益	169	344	359	425										
流动资产合计	69284	84734	104028	123415	归属于母公司净利润	9440	11173	13748	16166										
固定资产	6438	9144	9926	10675															
在建工程	1686	487	621	793	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	5029	7269	7562	7850	经营活动现金流	6982	6606	13437	2956										
长期股权投资	440	440	440	440	净利润	9440	11173	13748	16166										
资产总计	82877	102073	122578	143172	少数股东损益	169	344	359	425										
短期借款	2793	2793	2793	2793	折旧摊销	678	985	1063	1202										
应付款项	28486	38003	44928	49805	公允价值变动	-36	0	0	0										
合同负债	6565	0	0	0	营运资金变动	-4682	-5431	-2726	-15930										
其他流动负债	8093	9416	10954	12511	投资活动现金流	-3821	-2953	-1779	-2064										
流动负债合计	45937	50211	58675	65109	资本支出	-2743	-2833	-2314	-2456										
长期借款及应付债券	4180	4180	4180	4180	长期投资	-1178	483	435	282										
其他长期负债	3305	8387	8387	8387	其他	100	-603	100	110										
长期负债合计	7485	12567	12567	12567	筹资活动现金流	3280	4230	-2431	-2800										
负债合计	53422	62778	71242	77676	债务融资	3289	5309	-13	-18										
股本	1485	2073	2073	2073	权益融资	1013	262	0	0										
股东权益	29454	39295	51336	65497	其它	-1022	-1342	-2418	-2782										
负债和股东权益总计	82877	102073	122578	143172	现金净增加额	6465	7850	9227	-1908										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

李铭全，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向

王刚，电新研究助理，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备与储能等方向。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。