阳光电源(300274)

报告日期：2023 年 05 月 03 日

全球光伏逆变器龙头，储能业务全球扩张加速

——阳光电源 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

投资要点

- **2022 年及 2023Q1 业绩超预期，光储业务加速放量**

  2022 年，公司实现营业收入 402.57 亿元，同比增长 66.79%；实现归母净利润 35.93 亿元，同比增长 127.04%。2023 年一季度，公司实现营业总收入 125.80 亿元，同比增长 175.42%；实现归母净利润 15.08 亿元，同比增长 266.90%。公司业绩大幅增长主要原因系公司光伏及储能业务规模持续扩张。

- **逆变器业务：分布式市场高速增长，逆变器业务量利齐升**

  2022 年，公司逆变器收入 157.17 亿元，同比增长 73.66%，毛利率 33.22%。公司光伏逆变器远销全球 150 多个国家和地区，2022 年在全球出货量 77GW，同比增长 63.83%。从具体应用场景来看，公司分布式市场业绩继续保持高势增长，全球主流市场占有率稳居第一。报告期内，公司加码布局欧洲、美洲、澳洲、中国渠道市场，连续签约数个 GW 级逆变器订单。

- **储能业务：储能系统出货量超预期，大储、户储双轮驱动**

  2022 年，公司储能系统收入 101.26 亿元，同比增长 222.74%，毛利率 23.24%。目前公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场，不断强化风光储深度融合。2022 年，公司储能系统全球发货量 7.7GWh，出货量连续七年位居中国企业第一。面向户储，公司推出新一代户用光储充一体化解决方案，发布光储充全屋绿电解决方案。面向大型地面、工商业电站，推出业界首款“三电融合 专业集成”的全系列液冷储能解决方案 PowerTitan、PowerStack。

- **盈利预测及估值**

  上调盈利预测，维持“买入”评级。公司是逆变器全球龙头，光伏逆变器及储能业务持续扩张，考虑到 2023 年公司储能系统全球出货量超预期以及户储占比提升拉高平均毛利率，我们上调公司盈利预测，预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 65.15、85.41 亿元（上调前为 30.06、40.19 亿元），新增 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司归母净利润为 112.63 亿元，2023-2025 年归母净利润同比分别增长 81.30%、31.10%、31.87%，对应 EPS 分别为 4.39、5.75、7.58 元/股，对应 PE 分别为 26、20、15 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示**

  光伏装机需求不及预期；原材料供应紧缺；竞争风险加剧。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	40257.24	67986.10	84972.72	105492.89
(+/-) (%)	66.79%	68.88%	24.99%	24.15%
归母净利润	3593.41	6514.88	8540.79	11262.64
(+/-) (%)	127.04%	81.30%	31.10%	31.87%
每股收益(元)	2.42	4.39	5.75	7.58
P/E	47	26	20	15
ROE	19.72%	28.06%	27.61%	27.62%

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：张雷
执业证书号：S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：陈明雨
执业证书号：S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理：尹仕昕
yinshixin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥112.74
总市值(百万元)	167,440.43
总股本(百万股)	1,485.19

股票走势图

相关报告

1 《逆变器出货高增，储能业务持续放量——阳光电源 2022 年半年报点评报告》 2022.09.13
2 《【浙商电新】阳光电源（300274）2021 年报及 2022 一季报点评：业绩低于预期，逆变器龙头加速全球战略部署 20220507》 2022.05.07

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51994	77251	97074	122071
现金	11667	18069	23859	31964
交易性金融资产	1490	1490	1490	1490
应收账项	14891	25798	32901	41517
其它应收款	1144	1933	2416	2999
预付账款	383	654	813	1002
存货	19060	25951	32239	39742
其他	3358	3356	3356	3356
非流动资产	9632	10666	11575	12387
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	228	228	228	228
固定资产	4544	5473	6281	6965
无形资产	340	403	484	582
在建工程	1189	1191	1193	1194
其他	3332	3370	3389	3418
资产总计	61626	87917	108650	134458
流动负债	35469	54983	66866	80980
短期借款	1422	2000	2500	3000
应付款项	25926	44299	55033	67840
预收账款	0	0	0	0
其他	8120	8684	9333	10140
非流动负债	6421	6244	6607	7090
长期借款	4162	4362	4662	5062
其他	2259	1882	1945	2029
负债合计	41889	61226	73473	88070
少数股东权益	1071	1256	1498	1818
归属母公司股东权益	18666	25435	33678	44570
负债和股东权益	61626	87917	108650	134458

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1210	7441	6850	9011
净利润	3695	6700	8783	11582
折旧摊销	384	392	516	642
财务费用	(477)	367	317	259
投资损失	(40)	(100)	(100)	(150)
营运资金变动	6769	7662	4462	5235
其它	(9120)	(7579)	(7128)	(8557)
投资活动现金流	346	(1285)	(1306)	(1275)
资本支出	(1062)	(1300)	(1300)	(1300)
长期投资	(113)	0	0	0
其他	1521	15	(6)	25
筹资活动现金流	1747	245	246	369
短期借款	(102)	578	500	500
长期借款	2270	200	300	400
其他	(421)	(533)	(554)	(531)
现金净增加额	3303	6402	5791	8105

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	40257	67986	84973	105493
营业成本	30376	51902	64479	79484
营业税金及附加	143	222	277	316
营业费用	3169	4283	5353	6646
管理费用	612	1020	1275	1582
研发费用	1692	2380	2974	3692
财务费用	(477)	367	317	259
资产减值损失	(831)	(680)	(850)	(1055)
公允价值变动损益	(30)	(30)	(30)	(30)
投资净收益	40	100	100	150
其他经营收益	219	248	248	298
营业利润	4141	7451	9766	12877
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	4134	7444	9759	12869
所得税	439	744	976	1287
净利润	3695	6700	8783	11582
少数股东损益	102	185	242	320
归属母公司净利润	3593	6515	8541	11263
EBITDA	4664	8003	10393	13570
EPS（最新摊薄）	2.42	4.39	5.75	7.58

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	66.79%	68.88%	24.99%	24.15%
营业利润	118.23%	79.94%	31.07%	31.85%
归属母公司净利润	127.04%	81.30%	31.10%	31.87%
获利能力				
毛利率	24.55%	23.66%	24.12%	24.65%
净利率	9.18%	9.85%	10.34%	10.98%
ROE	19.72%	28.06%	27.61%	27.62%
ROIC	14.61%	20.79%	21.11%	21.52%
偿债能力				
资产负债率	67.97%	69.64%	67.62%	65.50%
净负债比率	15.26%	11.09%	10.40%	9.80%
流动比率	1.47	1.41	1.45	1.51
速动比率	0.93	0.93	0.97	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.91	0.86	0.87
应收账款周转率	3.57	3.66	3.24	3.23
应付账款周转率	2.61	2.85	2.51	2.50
每股指标(元)				
每股收益	2.42	4.39	5.75	7.58
每股经营现金	0.82	5.01	4.61	6.07
每股净资产	12.57	17.13	22.68	30.01
估值比率				
P/E	46.60	25.70	19.60	14.87
P/B	8.97	6.58	4.97	3.76
EV/EBITDA	34.62	19.57	14.63	10.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn