阳光电源（300274.SZ）

光储业务持续领先，新能源行业平台化龙头多点并进

买入

核心观点

公司2022年实现净利润36.9亿元，同比+127%；2023Q1实现净利润15.1亿元，同比+267%。公司2022年实现营收402.57亿元，同比+67%；公司2022年实现归母净利润35.93亿元,同比+127%。2023Q1实现营收125.80亿元，同比+175%，环比-30%；实现归母净利润15.10亿元，同比+267%，环比-2%。公司2023Q1毛利率为28.00%，同比-1.50pct，环比+4.45pct。

公司各业务协同发展，光伏逆变器、储能系统出货持续领先。2022年光伏逆变器产品实现营业收入157.17亿元，同比增长73.66%，光伏逆变器出货量达77GW，同比增长68.83%。公司被彭博新能源财经连续四年评为“全球最具融资价值的逆变品牌”，截至2022年12月，阳光电源在全球市场已累计实现逆变设备装机超340GW，公司光伏逆变器行业龙头地位稳固。2022年公司储能业务实现营业收入101.26亿元，同比增长222.74%，毛利率达到23.24%，同比增长9.13pct，储能系统出货达7.7GWh，同比增长156.7%。根据中关村储能产业技术联盟2023年4月发布的《储能产业研究白皮书2023》，2022阳光电源储能系统出货量连续七年位居中国企业第一。同时，公司大储产品在2022年实现了平台化升级，推出了业界领先的“三电融合集成”液冷储能系统，产品竞争力持续领先，在美国、欧洲、澳大利亚高端市场地位进一步提高。

公司研发实力突出，全球渠道服务网络领先。2022年度，公司投入研发费用16.92亿元，同比增长45.70%。公司共有研发人员3,647人，研发人员占比约40%，同时公司在合肥、上海、南京、深圳、德国、荷兰设立六大研发中心，为公司打造具有全球竞争力的新能源设备提供领先的技术支持；公司已在海外建设了超20家分子公司，全球六大服务区域，85+全球服务中心，280+认证授权服务商和数百家重要的渠道合作伙伴，产品已批量销往全球150多个国家和地区，公司拥有行业中稀缺的全球范围+全产品覆盖的销售渠道网络优势。

风险提示：光储需求不及预期；客户开拓不及预期；新品开发不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。基于光储行业进入爆发期，我们上调2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为70.9/97.0/117.4亿元（原预测2023-2025年净利润为62.31/85.61/105.3亿元），同比增速97.2%/36.9%/21%。，EPS分别为4.77/6.53/7.91元，当前PE为24/17/14倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	64,920	85,349	104,470
(+/-%)	25.2%	66.8%	61.3%	31.5%	22.4%
净利润(百万元)	1583	3593	7085	9702	11741
(+/-%)	-19.0%	127.0%	97.2%	36.9%	21.0%
每股收益（元）	1.07	2.42	4.77	6.53	7.91
EBIT Margin	8.5%	10.6%	13.6%	13.8%	13.6%
净资产收益率（ROE）	12.4%	20.3%	31.3%	32.5%	30.2%
市盈率（PE）	105.8	46.6	23.6	17.3	14.3
EV/EBITDA	82.3	45.2	21.9	17.0	14.5
市净率（PB）	10.02	8.48	6.39	4.83	3.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

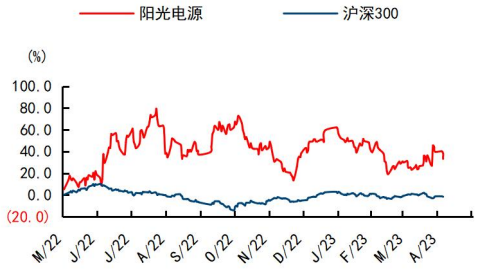
证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：李恒源
021-60875174
lihengyuan@guosen.com.cn
S0980520080009

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	107.51元
总市值/流通市值	159673/121403百万元
52周最高价/最低价	149.00/61.57元
近3个月日均成交额	2754.37百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《阳光电源（300274.SZ）-逆变器全球引领者，深耕储能赛道迎来收获期》 ——2023-03-28

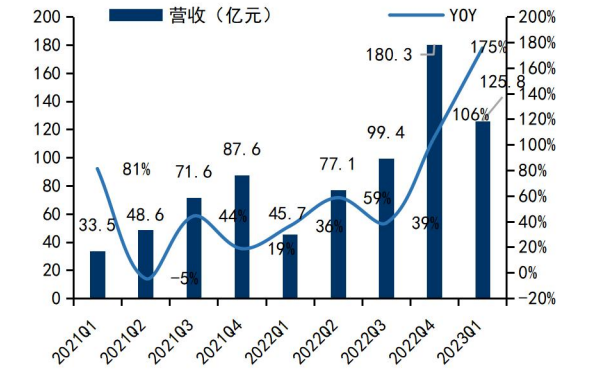
公司 2022 年实现营收 402.57 亿元，同比+67%，对应 Q4 实现营收 180.33 亿元，同比+106%，环比+81%；公司 2022 年实现归母净利润 35.93 亿元，同比+127%，对应 Q4 实现归母净利润 15.33 亿元，同比+1867%，环比+32%。公司 2022 年毛利率为 24.5%，同比+2.29pct；对应 Q4 毛利率为 18.20%，同比+1.29pct，环比-1.59pct。

公司 2023Q1 实现营收 125.80 亿元，同比+175%，环比-30%；实现归母净利润 15.10 亿元，同比+267%，环比-2%。公司 2023Q1 毛利率为 28.00%，同比-1.50pct，环比+4.45pct。公司 2023 年一季度整体净利润率同比提升比较明显，主要系光伏逆变器一季度海外收入占比高、地面电站产品的毛利率有所改善。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

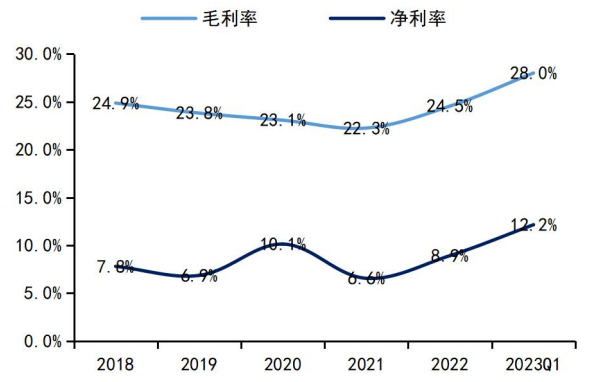
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比略降。公司 2022 年期间费用率为 12.41%，同比-2.17pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 7.87%（+1.32pct）、1.52%（-0.51pct）、4.20%（+0.61pct）、-1.19%（-2.36pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 12.96%，同比-7.19pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 7.15%（-1.05pct）、1.51%（-1.77pct）、3.43%（-3.14pct）、0.88%（-1.24pct）。

公司 2022 年底存货为 196.83 亿元，其中原材料/在产品/库存商品/合同履约成本分别为 57.97/6.01/65.10/67.75 亿元。公司 2023Q1 存货为 183.71 亿元，较 2022

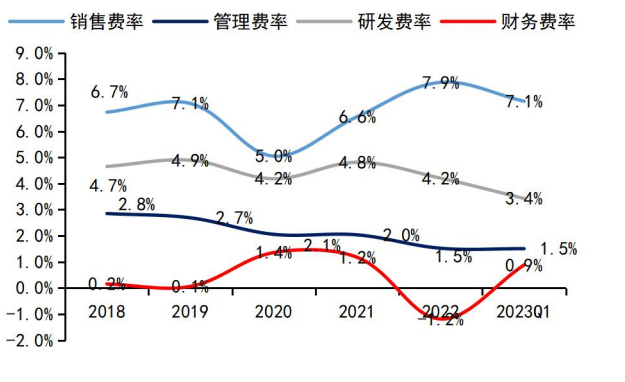
年末下降近 7%。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况

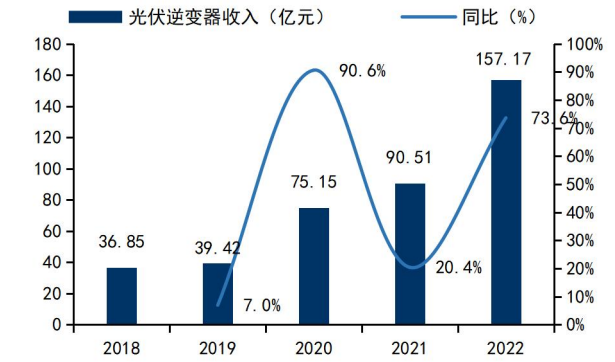


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司光伏逆变器、储能系统出货持续领先。2022 年光伏逆变器产品实现营业收入 157.17 亿元，同比增长 73.66%，光伏逆变器出货量达 77GW，同比增长 68.83%。公司光伏逆变器远销全球 150 多个国家和地区，被彭博新能源财经连续四年评为“全球最具融资价值的逆变品牌”。截至 2022 年 12 月，阳光电源在全球市场已累计实现逆变设备装机超 340GW，公司光伏逆变器行业龙头地位稳固。

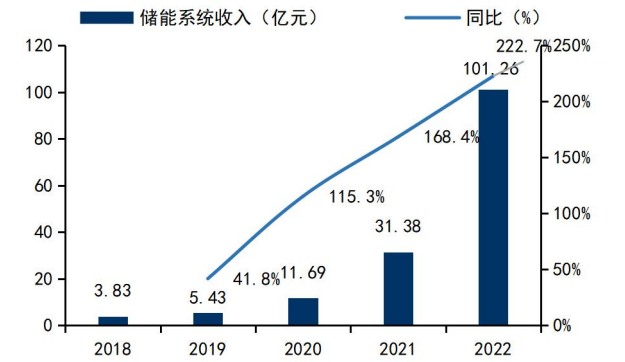
2022 年公司储能业务实现营业收入 101.26 亿元，同比增长 222.74%，毛利率达到 23.24%，同比增长 9.13pct，储能系统出货达 7.7GWh，同比增长 156.7%。根据中关村储能产业技术联盟 2023 年 4 月发布的《储能产业研究白皮书 2023》，2022 阳光电源储能系统出货量连续七年位居中国企业第一。同时，公司大储产品在 2022 年实现了平台化升级，推出了业界领先的“三电融合集成”液冷储能系统，产品竞争力持续领先，在美国、欧洲、澳大利亚高端市场地位进一步提高。

图7：公司光伏逆变器业务收入及其增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司储能业务收入及其增速单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源电站系统集成及风电等业务持续贡献业绩，增长显著。2022 年公司电站系统集成开发业务覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市，国际市场深入“一带一路”沿线国家和地区，截止 22 年底在全球累计开发建设光伏、风力发电站超 31GW，公司蝉联光伏电站开发商序列全球第一；2022 年公司风电变流器发货 23GW，同比增长 53%，海上风电变流器、风电后市场及传动等业务实现业绩重大突破。

表1：公司各主营业务收入（亿元）及占比

	2020 年		2021 年		2022 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
光伏逆变器	75.15	39%	90.51	37%	157.17	39%
电站系统集成	82.27	43%	96.79	40%	116.04	29%
储能系统	11.69	6%	31.38	13%	101.26	25%
风能变流器	14.15	7%	11.77	5%	14.61	4%
其他业务	9.60	5%	10.92	5%	13.49	3%
合计	192.86	100%	241.37	100%	402.57	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司研发实力突出，全球渠道服务网络领先。2022 年度，公司投入研发费用 16.92 亿元，同比增长 45.70%。公司共有研发人员 3,647 人，研发人员占比约 40%，同时公司在合肥、上海、南京、深圳、德国、荷兰设立六大研发中心，为公司打造具有全球竞争力的新能源设备提供领先的技术支持；公司已在海外建设了超 20 家分子公司，全球六大服务区域，85+全球服务中心，280+认证授权服务商和数百家重要的渠道合作伙伴，产品已批量销往全球 150 多个国家和地区，公司拥有行业中稀缺的全球范围+全产品覆盖的销售渠道网络优势。

我们预计公司 2023-2025 年光伏逆变器出货量分别达到 110.0/143.2/160.0GW，储能系统出货量分别达到 16.5/32.5/44.1GWh。新能源电站开发装机量分别达到 4.1/4.5/5.0GW，预计公司 2023-2025 年合计实现营业收入 649/853/1045 亿元，同比增速 61.3%/31.5%/22.4%；归母净利润 70.9/97.0/117.4 亿元，同比增速 97.2%/36.9%/21%。

表2：公司分部收入及盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
光伏逆变器出货量（GW）	74.00	110.00	143.15	159.80
储能系统出货量（GWh）	6.00	16.50	32.45	44.12
新能源电站开发装机（GW）	3.50	4.10	4.50	5.00
光伏逆变器毛利率（%）	30.07%	30.37%	28.63%	27.86%
储能系统毛利率（%）	23.11%	25.87%	23.09%	22.09%
新能源电站开发毛利率（%）	15.00%	15.00%	13.00%	13.00%
其他业务毛利率（%）	31.56%	25.00%	20.00%	20.00%
营业收入增长率（%）	66.41%	61.26%	31.47%	22.40%
营业成本/营业收入（%）	76.54%	73.37%	75.01%	76.29%
销售费用/销售收入（%）	5.50%	6.50%	5.50%	5.00%
管理费用/营业收入（%）	2.00%	2.00%	1.80%	1.70%
研发费用/营业收入（%）	4.20%	4.20%	3.50%	3.00%
财务费用/营业收入（%）	1.17%	0.22%	0.16%	0.13%
营业税及附加/营业收入（%）	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
所得税税率（%）	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率（%）	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
期间费用率（%）	12.87%	12.92%	11.16%	10.13%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：基于光储行业进入爆发期，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 70.9/97.0/117.4 亿元（原预测 2023-2025 年净利润为 62.31/85.61/105.3 亿元），同比增速 97.2%/36.9%/21%。，EPS 分别为 4.77/6.53/7.91 元，当前 PE 为 24/17/14 倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7790	11667	5000	8260	14516
应收款项	9532	14891	17786	21045	25760
存货净额	10768	19060	26679	32737	37208
其他流动资产	2680	3211	2381	3201	3985
流动资产合计	**36307**	**51994**	**54279**	**68001**	**84542**
固定资产	4670	5732	5337	4896	4449
无形资产及其他	174	340	304	267	230
投资性房地产	1573	3332	3246	4267	3134
长期股权投资	115	228	228	228	228
资产总计	**42840**	**61626**	**63394**	**77660**	**92584**
短期借款及交易性金融负债	1730	2232	3906	100	100
应付款项	17765	25926	23216	31278	34675
其他流动负债	2299	3522	2630	3483	4305
流动负债合计	**23507**	**35469**	**31699**	**37421**	**42214**
长期借款及应付债券	1891	4162	4242	4322	4402
其他长期负债	738	2259	1247	1247	1247
长期负债合计	**2629**	**6421**	**5489**	**5569**	**5649**
负债合计	**26136**	**41889**	**37188**	**42989**	**47862**
少数股东权益	1049	1071	1173	1353	1603
股东权益	15655	18666	25033	33318	43119
负债和股东权益总计	**42840**	**61626**	**63394**	**77660**	**92584**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.07	2.42	4.77	6.53	7.91
每股红利	0.11	0.48	0.95	1.31	1.58
每股净资产	11.25	13.29	17.64	23.34	30.11
ROIC	14%	20%	28%	32%	37%
ROE	12%	20%	31%	32%	30%
毛利率	22%	25%	27%	25%	24%
EBIT Margin	9%	11%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	10%	12%	14%	15%	14%
收入增长	25%	67%	61%	31%	22%
净利润增长率	-19%	127%	97%	37%	21%
资产负债率	61%	68%	59%	55%	52%
息率	3.3%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%
P/E	105.80	46.60	23.63	17.26	14.26
P/B	10.02	8.48	6.39	4.83	3.74
EV/EBITDA	82.31	45.16	21.85	16.97	14.49

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**24137**	**40257**	**64920**	**85349**	**104470**
营业成本	18765	30376	47630	64021	79705
营业税金及附加	82	143	234	307	376
销售费用	1583	3169	4220	4694	5223
管理费用	491	612	1355	1593	1833
研发费用	1161	1692	2727	2987	3134
财务费用	283	(477)	144	173	29
投资收益	355	40	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(481)	(831)	(500)	(400)	(600)
其他收入	734	1021	557	457	657
营业利润	1898	4141	8168	11230	13626
营业外净收支	(5)	(7)	0	0	0
利润总额	**1893**	**4134**	**8168**	**11230**	**13626**
所得税费用	189	439	980	1348	1635
少数股东损益	121	102	102	180	250
归属于母公司净利润	**1583**	**3593**	**7085**	**9702**	**11741**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1583	3593	7085	9702	11741
资产减值准备	66	(82)	(100)	0	0
折旧摊销	298	370	552	597	604
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	283	(477)	144	173	29
营运资本变动	(2396)	(2673)	(14395)	(935)	(5491)
其它	(1189)	2	(666)	353	279
经营活动现金流	**(1639)**	**1210**	**(7523)**	**9717**	**7132**
资本开支	(1666)	(1527)	(120)	(120)	(120)
其它投资现金流	(2048)	1872	86	(1021)	1133
投资活动现金流	**(3713)**	**346**	**(34)**	**(1141)**	**1013**
权益性融资	3820	(419)	0	0	0
负债净变化	1845	1852	1754	(3726)	80
支付股利、利息	(204)	(163)	(719)	(1417)	(1940)
其它融资现金流	(283)	477	(144)	(173)	(29)
融资活动现金流	**5179**	**1747**	**891**	**(5316)**	**(1890)**
现金净变动	**(173)**	**3303**	**(6667)**	**3260**	**6256**
货币资金的期初余额	7417	7790	11667	5000	8260
货币资金的期末余额	7790	11667	5000	8260	14516
企业自由现金流	(1915)	(17)	(6208)	9928	7537
权益自由现金流	(324)	2261	(4581)	6050	7591

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032