

证券研究报告

阳光电源(300274)2022年报及2023年一季报点评

一季度业绩亮眼,光储齐头并进

事项:

❖ 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 402.57 亿元, 同比+66.79%; 归母净利润 35.93 亿元,同比+127.04%; 毛利率 24.55%,同比 +2.29pct; 归母净利率 8.93%,同比+2.37%。22 年业绩符合市场预期。2023Q1 公司实现营收 125.80 亿元,同比+175.42%,环比-30.24%;归母净利润 15.08 亿元,同比+266.9%,环比-1.64%;毛利率 28.00%,同比-1.48pct,环比+3.46pct; 归母净利率 11.98%,同比+2.99pct,环比+3.06pct。一季度业绩略超市场预期。

评论:

- ❖ 光伏装机需求强劲,逆变器出货高增。2022年公司光伏逆变器出货77GW,超出原先预期70GW,实现营收157.2亿元,同比增长73.7%。主要原因系公司实施大客户加渠道的双轮驱动战略,公司在国内、欧洲、澳洲市场的渠道业务上处于领先地位,渠道发货超90万台。2023Q1光伏逆变器实现营收46亿,随着硅料价格进入下行周期,受到抑制的地面需求得到释放,公司逆变器业务充分受益,预计2023年公司光伏逆变器出货120-140GW,同比增长约60%。
- ❖ 储能市场爆发,储能业务进入发展快车道。2022年公司储能出货7.7GWh,实现营收101.3亿,同比增长222.7%,公司储能系统全球发货量连续七年占据国内龙一位置。2023Q1公司储能系统实现营收36亿元,碳酸锂价格下行推动公司储能系统盈利能力上行,叠加中美大储市场需求维持强劲,预计2023年公司储能出货16-20GWh,实现翻倍以上增长。2022年公司推出业界领先的液冷储能系统,持续稳固公司行业龙头地位。
- ◆ EPC 收益持续提升,量利拐点将至。2022 年公司电站业务实现营收 116.0 亿元,同比增长 19.9%; 2023 年一季度实现营收 36 亿元。随着组件价格下降带动电站收益率上行,地面电站装机需求有望爆发,公司 EPC 业务有望迎来价量双升。
- ❖ 公司盈利修复明显,上游保供交付能力出色。公司 2022 年全年和 2023 年一季度盈利能力修复明显;费用端来看,2023Q1 期间费用率为 12.96%,同比-7.19pct。公司上游 IGBT 模块保供能力优秀且超前布局国产化,下游在手订单充足,产能扩建提速,持续看好公司订单交付能力。
- ❖ 投資建议:公司光储龙头地位稳固,电站业务高速发展,三大板块齐头并进有望贡献可观业绩。考虑公司盈利改善,叠加储能业务贡献增量,我们上调盈利预测,预计公司 2023-2025公司归母净利润分别为 67.40/93.76/115.80 亿元(前值 52.36/71.89/-亿元),当前市值对应 PE 分别为 25/18/14 倍。参考可比公司估值,给予 2023 年 32x PE,对应目标价 145.22 元,维持"强推"评级。
- ❖ 风险提示: 需求不达预期,原材料供应紧张,行业竞争加剧等。

主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入(百万) | 40,257 | 68,800 | 97,116 | 115,201 |
| 同比增速(%) | 66.8% | 70.9% | 41.2% | 18.6% |
| 归母净利润(百万) | 3,593 | 6,740 | 9,376 | 11,580 |
| 同比增速(%) | 127.0% | 87.6% | 39.1% | 23.5% |
| 每股盈利(元) | 2.42 | 4.54 | 6.31 | 7.80 |
| 市盈率(倍) | 47 | 25 | 18 | 14 |
| 市净率(倍) | 9.0 | 6.6 | 4.8 | 3.6 |

资料来源:公司公告,华创证券预测 注:股价为2023年4月28日收盘价

太阳能 2023年05月04日

强推(维持)

目标价: 145.22 元

当前价: 112.74元

华创证券研究所

证券分析师: 黄麟

邮箱: huanglin1@hcyjs.com 执业编号: S0360522080001

证券分析师: 盛炜

邮箱: shengwei@hcyjs.com 执业编号: S0360522100003

公司基本数据

| 总股本(万股) | 148,519.10 |
|--------------|--------------|
| 已上市流通股(万股) | 112,922.27 |
| 总市值(亿元) | 1,674.40 |
| 流通市值(亿元) | 1,273.09 |
| 资产负债率(%) | 66.85 |
| 每股净资产(元) | 13.59 |
| 12 个月内最高/最低价 | 144.70/62.36 |

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《阳光电源(300274)2022 三季报点评:主营业 务增长稳健,盈利水平持续修复》

2022-10-28

《阳光电源(300274)2022中报点评:光储龙头业绩稳步向上,储能业务未来可期》

2022-09-08

《阳光电源(300274)2021年报及2022年一季报点评:21年业绩略低于预期,储能业务爆发式增长》

2022-04-21



附录: 财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---|--------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位: 百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 11,667 | 17,138 | 30,146 | 39,822 | 营业总收入 | 40,257 | 68,800 | 97,116 | 115,201 |
| 应收票据 | 1,087 | 2,667 | 3,412 | 3,841 | 营业成本 | 30,376 | 51,413 | 73,025 | 85,911 |
| 应收账款 | 13,804 | 26,876 | 34,904 | 41,926 | 税金及附加 | 143 | 239 | 341 | 403 |
| 预付账款 | 383 | 1,011 | 1,317 | 1,493 | 销售费用 | 3,169 | 4,472 | 6,123 | 7,376 |
| 存货 | 19,060 | 27,802 | 36,537 | 48,146 | 管理费用 | 612 | 1,507 | 2,127 | 2,524 |
| 合同资产 | 1,292 | 2,391 | 4,219 | 4,804 | 研发费用 | 1,692 | 3,209 | 4,370 | 5,279 |
| 其他流动资产 | 4,702 | 9,260 | 12,151 | 13,388 | 财务费用 | -477 | 169 | 49 | 57 |
| 流动资产合计 | 51,994 | 87,145 | 122,686 | 153,420 | 信用减值损失 | -456 | -133 | -211 | -252 |
| 其他长期投资 | 352 | 602 | 850 | 1,009 | 资产减值损失 | -375 | -226 | -291 | -297 |
| 长期股权投资 | 228 | 228 | 228 | 228 | 公允价值变动收益 | -30 | 13 | 17 | 0 |
| 固定资产 | 4,544 | 4,981 | 5,384 | 5,767 | 投资收益 | 40 | 177 | 191 | 136 |
| 在建工程 | 1,189 | 2,155 | 2,770 | 3,481 | 其他收益 | 221 | 204 | 204 | 209 |
| 无形资产 | 340 | 369 | 405 | 447 | 营业利润 | 4,141 | 7,825 | 10,988 | 13,447 |
| 其他非流动资产 | 2,979 | 2,980 | 2,988 | 2,998 | 营业外收入 | 9 | 21 | 16 | 15 |
| 非流动资产合计 | 9,632 | 11,316 | 12,625 | 13,929 | 营业外支出 | 16 | 20 | 20 | 19 |
| 资产合计 | 61,626 | 98,461 | 135,311 | 167,349 | 利润总额 | 4,134 | 7,826 | 10,984 | 13,444 |
| 短期借款 | 1,422 | 1,320 | 1,217 | 1,115 | 所得税 | 439 | 830 | 1,165 | 1,426 |
| 应付票据 | 12,502 | 19,911 | 28,936 | 34,756 | 净利润 | 3,695 | 6,995 | 9,819 | 12,018 |
| 应付账款 | 13,424 | 25,819 | 35,045 | 41,830 | 少数股东损益 | 102 | 255 | 443 | 437 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 3,593 | 6,740 | 9,376 | 11,580 |
| 合同负债 | 3,788 | 6,475 | 9,139 | 10,841 | NOPLAT | 3,269 | 7,146 | 9,862 | 12,068 |
| 其他应付款 | 760 | 760 | 760 | 760 | EPS(摊薄)(元) | 2.42 | 4.54 | 6.31 | 7.80 |
| 一年内到期的非流动负债 | 810 | 810 | 810 | 810 | | | | | |
| 其他流动负债 | 2,762 | 5,304 | 7,471 | 8,908 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 35,469 | 60,398 | 83,379 | 99,019 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 4,162 | 8,927 | 12,806 | 16,989 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 66.8% | 70.9% | 41.2% | 18.6% |
| 其他非流动负债 | 2,259 | 2,259 | 2,259 | 2,259 | EBIT 增长率 | 68.1% | 118.6% | 38.0% | 22.4% |
| 非流动负债合计 | 6,421 | 11,186 | 15,064 | 19,248 | 归母净利润增长率 | 127.0% | 87.6% | 39.1% | 23.5% |
| 负债合计 | 41,889 | 71,584 | 98,444 | 118,267 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 18,666 | 25,406 | 34,782 | 46,362 | 毛利率 | 24.5% | 25.3% | 24.8% | 25.4% |
| 少数股东权益 | 1,071 | 1,470 | 2,085 | 2,719 | 净利率 | 9.2% | 10.2% | 10.1% | 10.4% |
| 所有者权益合计 | 19,737 | 26,876 | 36,868 | 49,082 | ROE | 19.3% | 26.5% | 27.0% | 25.0% |
| 负债和股东权益 | 61,626 | 98,461 | 135,311 | 167,349 | ROIC | 15.7% | 23.0% | 22.9% | 21.0% |
| | | , | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 68.0% | 72.7% | 72.8% | 70.7% |
| 单位: 百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比 | 43.8% | 49.5% | 46.4% | 43.1% |
| 经营活动现金流 | 1,211 | 2,694 | 10,461 | 6,982 | 流动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| 现金收益 | 3,602 | 7,581 | 10,323 | 12,567 | 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 存货影响 | -8,293 | -8,742 | -8,735 | -11,609 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -5,007 | -15,054 | -8,788 | -7,330 | 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 经营性应付影响 | 8,421 | 19,803 | 18,253 | 12,604 | 应收账款周转天数 | 101 | 106 | 115 | 120 |
| 其他影响 | 2,487 | -894 | -592 | 752 | 应付账款周转天数 | 138 | 137 | 150 | 161 |
| 投资活动现金流 | 346 | -1,707 | -1,344 | -1,441 | 存货周转天数 | 177 | 164 | 159 | 177 |
| 资本支出 | -1,612 | -1,850 | -1,509 | -1,628 | 毎股指标(元) | 277 | 10. | 10) | 111 |
| 股权投资 | -113 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.42 | 4.54 | 6.31 | 7.80 |
| 其他长期资产变化 | 2,070 | 143 | 165 | 186 | 每股经营现金流 | 0.82 | 1.81 | 7.04 | 4.70 |
| / · · - · · · · / / / / / / / / / / / / | 1,747 | 4,484 | 3,891 | 4,134 | 每股净资产 | 12.57 | 17.11 | 23.42 | 31.22 |
| 融资活动现金流 | | -, | - ,0- 1 | | | | | | 51.22 |
| 融资活动现金流 借款增加 | | 4.663 | 3,776 | 4.081 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | 2,772 | 4,663 -125 | 3,776 -133 | 4,081 -138 | 估值比率 P/E | 47 | 25 | 18 | 14 |
| | | 4,663 -125 15 | 3,776 -133 15 | 4,081 -138 15 | 估值比率 P/E P/B | 47 9 | 25 7 | 18 5 | 14 4 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测



电力设备新能源小组团队介绍

中游制造组组长, 电力设备新能源首席研究员: 黄麟

吉林大学材料化学博士,深圳大学材料学博士后,曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师: 盛炜

墨尔本大学金融专业硕士,入行5年,其中买方经验2年。2022年加入华创证券研究所。

高级研究员: 苏千叶

中南大学硕士,研究方向锂电池,曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员,2022年加入华创证券研究所。

高级研究员:何家金

上海大学硕士。2年电新研究经验,曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所,2022年加入华创证券研究所。

高级研究员: 吴含

中山大学金融学学士,伦敦大学国王学院金融硕士。1年产业,2年电新研究经验,曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

研究员: 梁旭

武汉大学物理学本科,港中文金融硕士,曾任职于德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员: 代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士,曾任职于德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。



华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------------------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 北京机构副总监 | 010-63214682 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 副总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houbin@hcyjs.com |
| 比京机构销售部 | 过云龙 | 高级销售经理 | 010-63214682 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 蔡依林 | 高级销售经理 | 010-66500808 | caiyilin@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 高级销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 高级销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| z Inl ba la kv 在 in | 张嘉慧 | 高级销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| ド圳机构销售部 | 董姝彤 | 销售经理 | 0755-82871425 | dongshutong@hcyjs.com |
| | 巢莫雯 | 销售经理 | 0755-83024576 | chaomowen@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 官逸超 | 上海机构销售副总监 | 021-20572555 | guanyichao@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 上海机构销售副总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 邵婧 | 高级销售经理 | 021-20572560 | shaojing@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 高级销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 销售助理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 销售助理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| 州机构销售部 | 周玮 | 销售经理 | | zhouwei@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 总监 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| 山募销售组 | 江赛专 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 高级销售经理 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹玙 | 销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |



华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来6个月内超越基准指数20%以上;

推荐: 预期未来6个月内超越基准指数10%-20%;

中性: 预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间;

回避: 预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10%-20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为"华创证券研究",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---------------------|---------------------------|-----------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 |
| 恒奥中心 C 座 3A | 商务中心 A 座 19 楼 | 花旗大厦 12 层 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-20572500 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572522 |