东兴证券 DONGXING SECURITIES

阳光电源（300274）：光伏逆变器龙头，储能、风电变流器多点开花

——2021 年三季报点评

2021 年 11 月 1 日

推荐/维持

阳光电源 公司报告

财务要点：公司披露 2021 年三季报，前三季度实现收入 153.74 亿元，同比增长 29.09%；归属母公司净利润 15.05 亿元，同比增长 25.89%；2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 38.55 亿元，同比下降 858.43%。

逆变器和储能产品出货快速增长，业绩增长符合预期。公司营收和净利润快速增长主要得益于主业光伏逆变器与储能系统出货的快速提升，我们预计 2021 年公司逆变器出货 46-50GW、储能出货 3GWh 以上，出较去年将分别增长 30%与 200%以上。Q1-3 毛利率为 27.42%，同比上升 2.64pct，主要得益于今年产品结构变化，海外的出货占比提升，以及户用逆变器出货增长较快，预计今年全年户用逆变器出货将达 50 万台以上。公司的期间费用率小幅提升，导致利润率增速慢于营收增速，Q1-Q3 销售、管理、研发、财务费用分别上升 17.49%、21.15%、62.75%、75.87%。

物料紧缺背景下，保供能力可期。公司经营活动现金流由正转负，主要是由于今年逆变器行业面临 IGBT 等物料紧张，公司强化物料保障，增加了采购付款支出，导致经营活动现金流转流出。我们认为，随着公司积极推进部分物料的国产化替代工作，公司将持续拥有领先的出货保障能力。

看好公司主业长期发展。1）公司占据光伏优质赛道，下游发展潜力大，据中国光伏行业协会预测，2021-2025 年全球将年新增光伏装机 210-260GW，较 2020 年约 130GW 明显提高。2）公司凭借低成本创新能力，不断推出性价比优势突出的电能变换产品，已在全球建立声誉，目前市占率将近全球 30%，公司已建立的渠道、品牌、产品力壁垒，构成了竞争护城河。3）公司也将发力储能系统、风电变流器等领域，技术、效应等方面的协同将支持各项主业共同发展，海外市场将贡献重要业务增量。

盈利预测：预计公司归母净利润 28.25/39.27/51.91 亿元，EPS 分别为 1.90/2.64/3.50 元，对应 2021.10.29 收盘价 164.10 元，PE 分别为 86X/62X/47X。维持公司“推荐”评级。

风险提示：光伏行业发展或不及预期；公司业务发展及成本管控或低于预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,003.33	19,285.64	25,506.18	33,569.33	43,180.91
增长率（%）	25.41%	48.31%	32.25%	31.61%	28.63%
归母净利润（百万元）	892.55	1,954.31	2,824.67	3,926.64	5,191.03
增长率（%）	11.53%	116.73%	44.54%	39.01%	32.20%
净资产收益率（%）	10.39%	18.69%	21.64%	23.68%	24.44%
每股收益(元)	0.61	1.34	1.90	2.64	3.50
PE	269.02	122.46	86.28	62.07	46.95
PB	27.82	22.87	18.67	14.70	11.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

据 2020 年年报披露，公司主要产品与业务有光伏逆变器、风电变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏设备、智慧能源运维服务等，是国内最大的光伏逆变器制造商。（资料来源：公司 2020 年年报）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	180.16/30.85
总市值（亿元）	2437
流通市值（亿元）	1799
总股本/流通 A 股(万股)	148522/109614
流通 B 股/H 股（万股）	
52 周日均换手率	4.2854

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480516110001

分析师：沈一凡

010-66554108 shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520090001

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	18429	23253	30194	38670	48810	**营业收入**	13003	19286	25506	33569	43181
货币资金	4457	7417	7652	10071	12954	**营业成本**	9907	14837	19209	25124	32332
应收账款	6672	6585	8710	11463	14745	营业税金及附加	47	63	83	109	141
应收款项融资	792	1430	1716	1887	2076	营业费用	918	973	1207	1569	1961
其他应收款	560	799	1057	1391	1790	管理费用	349	396	529	688	860
预付款项	260	307	307	307	307	研发费用	636	806	1190	1547	1934
存货	3339	3873	7631	9981	12844	财务费用	8	261	248	147	127
合同资产	0	972	1069	1176	1294	其他收益	145	158	189	208	229
其他流动资产	189	301	301	301	301	资产减值损失	-29	-29	-31	-35	-38
非流动资产合计	4390	4750	5637	5894	6086	信用减值损失	-176	-48	-200	-240	-288
其他权益投资工具	693	146	146	146	146	公允价值变动收益	-53	2	2	2	2
长期股权投资	170	406	406	406	406	投资净收益	22	136	140	50	50
长期应收款	258	211	211	211	211	**营业利润**	1048	2168	3140	4370	5781
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业外收入	17	36	36	36	36
固定资产	2936	3241	4125	4378	4567	营业外支出	33	22	22	22	22
无形资产	108	129	136	142	148	**利润总额**	1032	2182	3153	4383	5795
商誉	0	0	0	0	0	所得税	120	206	298	414	547
递延所得税资产	172	359	359	359	359	**净利润**	912	1976	2855	3969	5247
其他非流动资产	11	11	11	11	11	少数股东损益	19	21	31	43	56
资产总计	22819	28003	35832	44564	54896	归属母公司净利润	893	1954	2825	3927	5191
流动负债合计	12193	15027	20017	25057	30533	**EPS（元）**	0.61	1.34	1.90	2.64	3.50
短期借款	333	135	1814	1999	1578						
应付票据	3480	5386	6842	8948	11516	**主要财务比率**	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付账款	5858	6706	8420	11013	14173	**成长能力**					
预收款项	1562	0	0	0	0	营业收入增长	25.41%	48.31%	32.25%	31.61%	28.63%
合同负债	0	1408	1549	1704	1874	营业利润增长	14.84%	106.94%	44.81%	39.18%	32.30%
一年内到期的非流动负债	183	261	261	261	261	归属于母公司净利润增长	44.54%	39.01%	44.54%	39.01%	32.20%
非流动负债合计	1871	2111	2124	2139	2156	**获利能力**					
长期借款	1596	1781	1781	1781	1781	毛利率(%)	23.81%	23.07%	24.69%	25.16%	25.12%
应付债券	0	0	0	0	0	净利率(%)	7.01%	10.24%	11.19%	11.82%	12.15%
递延收益-非流动负债	132	136	150	164	181	总资产净利润（%）	3.91%	6.98%	7.88%	8.81%	9.46%
负债合计	14064	17138	22142	27196	32688	ROE(%)	10.39%	18.69%	21.64%	23.68%	24.44%
少数股东权益	161	409	439	482	538	**偿债能力**					
实收资本（或股本）	1457	1457	1485	1485	1485	资产负债率(%)	62%	61%	62%	61%	60%
资本公积	3243	3218	3218	3218	3218	流动比率	1.51	1.55	1.51	1.54	1.60
未分配利润	3596	5277	7589	10802	15050	速动比率	1.24	1.29	1.13	1.14	1.18
归属母公司股东权益合计	8594	10456	13054	16581	21244	**营运能力**					
负债和所有者权益	22819	28003	35832	44564	54896	总资产周转率	0.63	0.76	0.80	0.84	0.87
现金流量表				单位:百万元		应收账款周转率	2	3	3	3	3
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付账款周转率	2.65	3.07	3.37	3.45	3.43
经营活动净现金流	2480	3089	330	3715	4889	**每股指标（元）**					
投资活动净现金流	-1605	-114	-1268	-933	-930	每股收益(最新摊薄)	0.61	1.34	1.90	2.64	3.50
筹资活动净现金流	-20	-193	1172	-362	-1076	每股净现金流(最新摊薄)	0.59	1.91	0.16	1.63	1.94
						每股净资产(最新摊薄)	5.90	7.18	8.79	11.16	14.30
						估值比率					
						P/E	269.02	122.46	86.28	62.07	46.95
						P/B	27.82	22.87	18.67	14.70	11.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

分析师：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526