

# 阳光电源 (300274)

## 境外发行 GDR 加速海外产能布局, 加强全球化品牌力建设

买入 (维持)

2024 年 10 月 15 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003  
yuhy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	40257	72251	83825	101778	120637
同比 (%)	66.79	79.47	16.02	21.42	18.53
归母净利润 (百万元)	3593	9440	11021	14012	16877
同比 (%)	127.04	162.69	16.75	27.14	20.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.73	4.55	5.32	6.76	8.14
P/E (现价&最新摊薄)	55.82	21.25	18.20	14.32	11.89

### 投资要点

- **事件:** 2024 年 10 月 14 日晚, 公司发布公告拟在德交所发行境外 GDR, 预计新增基础证券 A 股股票不超过总股本 10%, 拟募集资金 48.8 亿元。发行价格将不低于定价基准日前 20 交易日收盘价均价的 90%, 考虑募集资金情况预计实际发行股本约占总股本 3% 左右。
- **加大海外产能布局, 加强全球化品牌建设。** 公司此次募资拟使用 20 亿元用于合肥 20GWh 先进储能装备制造项目提升国内储能产能; 同时在海外进行产能扩建, 拟使用 17.6 亿元用于海外 50GW 逆变器设备及 15GWh 储能产品扩建项目, 项目建设地点将根据海外形势进一步确定, 此次海外产能的扩张可有助于满足海外客户对供应链稳定的要求, 积极应对国际贸易保护和摩擦风险, 提升公司全球交付能力及灵活性, 同时高集成化及数字化工厂可提升与优化公司全球化的品牌形象, 利于进一步获客与争取海外订单, 提升公司全球市占率。
- **海外需求旺盛、公司大储出货持续高增长。** 美国 1-8 月累计装机 16gwh, 同增 61%, 全年预计储能装机达 35-40gwh, 同比翻倍以上增长, 阳光在美国市场市占率维持前二, 品牌力强劲; 欧洲、智利、澳大利亚大储需求起量爆发, 中东市场需求高度旺盛, 阳光 7 月已中标 7.8gwh, 市场未来仍有 70-90gwh 项目在进行中, 新兴市场需求有望连年翻倍增长, 阳光在中东市场份额处于第一梯队。受益需求旺盛, 公司大储出货持续高增长, Q3 环比持续高增, 全年出货有望达 25gwh+, 25 预计翻倍增长, 26 年持续保持 50%+ 增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 110/140/169 亿元, 同比+17%/27%/20%。考虑公司全球储能龙头地位, 大储出货持续高增长, 我们给予公司 25 年 20xPE, 对应目标价 135 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	96.75
一年最低/最高价	56.38/119.19
市净率(倍)	6.38
流通 A 股市值(百万元)	153,832.61
总市值(百万元)	200,583.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.15
资产负债率(% ,LF)	64.67
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,590.00

### 相关研究

《阳光电源(300274): 深耕光储沉淀深厚, 品牌技术铸就龙头地位》

2024-09-09

《阳光电源(300274): 2024 年中报点评: Q2 业绩超预期, 储能毛利率创新高》

2024-08-26

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>69,284</b>	<b>103,457</b>	<b>123,592</b>	<b>153,425</b>	<b>营业总收入</b>	<b>72,251</b>	<b>83,825</b>	<b>101,778</b>	<b>120,637</b>
货币资金及交易性金融资产	20,103	30,622	36,602	52,685	营业成本(含金融类)	50,318	59,683	72,975	87,462
经营性应收款项	23,107	34,553	41,029	47,993	税金及附加	324	335	356	362
存货	21,442	31,776	38,324	43,399	销售费用	5,167	5,868	6,717	7,600
合同资产	2,009	3,253	3,348	4,001	管理费用	873	1,006	1,120	1,206
其他流动资产	2,624	3,253	4,289	5,347	研发费用	2,447	3,018	3,359	3,619
<b>非流动资产</b>	<b>13,593</b>	<b>14,888</b>	<b>16,013</b>	<b>17,028</b>	财务费用	21	32	18	54
长期股权投资	440	560	630	680	加:其他收益	266	220	224	265
固定资产及使用权资产	6,836	8,495	9,562	10,354	投资净收益	97	168	204	241
在建工程	1,686	927	596	477	公允价值变动	36	50	50	60
无形资产	732	1,011	1,347	1,654	减值损失	(2,028)	(1,100)	(900)	(650)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	0	0	0
长期待摊费用	89	66	54	31	<b>营业利润</b>	<b>11,466</b>	<b>13,220</b>	<b>16,811</b>	<b>20,250</b>
其他非流动资产	3,810	3,830	3,823	3,830	营业外净收支	(6)	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>82,877</b>	<b>118,345</b>	<b>139,605</b>	<b>170,453</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,460</b>	<b>13,230</b>	<b>16,821</b>	<b>20,260</b>
<b>流动负债</b>	<b>45,937</b>	<b>70,160</b>	<b>77,123</b>	<b>90,750</b>	减:所得税	1,851	1,985	2,523	3,039
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,135	5,335	6,635	8,595	<b>净利润</b>	<b>9,609</b>	<b>11,246</b>	<b>14,297</b>	<b>17,221</b>
经营性应付款项	28,486	53,143	56,192	64,913	减:少数股东损益	169	225	286	344
合同负债	6,565	5,551	6,787	8,134	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,440</b>	<b>11,021</b>	<b>14,012</b>	<b>16,877</b>
其他流动负债	6,751	6,132	7,509	9,108	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.55	5.32	6.76	8.14
非流动负债	7,485	7,485	7,485	7,485	EBIT	11,461	13,915	17,251	20,388
长期借款	4,180	4,180	4,180	4,180	EBITDA	12,139	14,697	18,129	21,363
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.36	28.80	28.30	27.50
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	13.07	13.15	13.77	13.99
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981	收入增长率(%)	79.47	16.02	21.42	18.53
<b>负债合计</b>	<b>53,422</b>	<b>77,645</b>	<b>84,608</b>	<b>98,235</b>	归母净利润增长率(%)	162.69	16.75	27.14	20.45
归属母公司股东权益	27,705	38,726	52,737	69,614					
少数股东权益	1,749	1,974	2,260	2,605					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,454</b>	<b>40,700</b>	<b>54,997</b>	<b>72,218</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>82,877</b>	<b>118,345</b>	<b>139,605</b>	<b>170,453</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,982	11,411	6,735	16,214	每股净资产(元)	18.65	26.08	35.51	46.87
投资活动现金流	(3,821)	(2,900)	(2,389)	(2,339)	最新发行在外股份(百万股)	2,073	2,073	2,073	2,073
筹资活动现金流	3,280	958	984	1,548	ROIC(%)	29.73	26.69	25.14	22.88
现金净增加额	6,465	9,469	5,330	15,423	ROE-摊薄(%)	34.07	28.46	26.57	24.24
折旧和摊销	678	782	878	975	资产负债率(%)	64.46	65.61	60.60	57.63
资本开支	(2,743)	(1,922)	(1,914)	(1,918)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.25	18.20	14.32	11.89
营运资本变动	(4,682)	(1,730)	(9,393)	(2,733)	P/B (现价)	5.19	3.71	2.72	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>