电力设备及新能源行业点评：Solaredge一季度续亏，欧美户用逆变器市场较弱

事项：

　　Solaredge（SEDG.O）是海外户用光伏逆变器领先企业，总部位于以色列，业务聚焦美国和欧洲市场，在美国市场地位领先。5月9日，Solaredge公布2024年一季度业绩。

　　平安观点：

　　业绩回顾：营收环比继续下滑，毛利率仍为负。公司第一季度实现营收2.04亿美元，同/环比分别减少78.4%/35.3%；光伏业务收入1.9亿美元。第一季度，公司出货逆变器6.9万台，优化器110万台（同/环比-83%/-51%），电池128MWh（同/环比-42%/-4%）。公司GAAP毛利率连续两个季度为负，23Q4/24Q1分别为-17.9%和-12.8%；非GAAP毛利率下降程度较大，环比由正转负（3.3%→-6.5%），其中太阳能业务由正转负（4.0%→-3.5%），非太阳能业务毛利率大幅减少（-2.2%→-47.2%）。公司非太阳能业务毛利率降幅较大，主要原因是电池产品结构发生变化，单相电池占比增加，单相电池产品使用的电芯为前期价格较高的库存，导致毛利率降幅较大。

　　市场回顾：美、欧户用光伏市场疲弱，美国户储和工商业光伏市场相对较好。（1）美国户用光伏市场：加州NEM3.0影响下，户用光伏装机需求整体下降；加上季节性因素，逆变器和优化器销量同环比均有下滑。（2）美国户储市场：公司单相电池产品需求增加，销售额环比增长26%；加州和波多黎各市场，表现强劲，主要由于加州NEM3.0提高配储率，以及波多黎各地区备电的需求。（3）美国工商业市场：季节性因素导致销售额环比下降，但同比增长了42%，美国工商业市场呈现增势。（4）欧洲市场：受到季节性和监管变化的影响，销售额有所下降。德国市场的启动较慢，但预计随着Solarpaket I的通过，需求有望得到改善。

　　库存积压问题仍存，公司采取降价策略。公司库存水平较高，特别是在美国市场。2024年第一季度末，公司账面存货15.5万美元，同环比分别增加77%/7%。第一季度，公司计提了900万美元库存减值准备，以抵御减值风险。为了帮助分销渠道伙伴平衡库存水平，公司产品均有降价。公司24Q1电池平均售价0.38美元/Wh（23Q4为0.40美元/Wh）；公司降低了欧洲市场优化器的价格，以协助渠道伙伴平衡优化器和逆变器库存比例。公司未直接提及逆变器降价，但考虑到公开数据中成本和毛利率均有下滑，推测逆变器价格很可能也有所下降。公司预计，年初的产成品库存中，约2/3将在年底前清理完毕。

　　业绩展望：营收环比改善，毛利率仍承压。公司预计第二季度收入2.50-2.80亿美元，环比增长33%-47%（纯季节因素下，公司Q5营收水平通常比Q1高15-20%）；非GAAP毛利率在-4%到0%之间。预计太阳能业务收入2.25-2.55亿美元，毛利率在-3%到+1%之间。公司毛利率从2023年第三季度开始逐季下滑严重，主要由于前期业务扩张产生大量固定成本，收入规模的下降导致毛利率持续下降。由于公司产品降价、以及第二、三季度季节性的保修支出增加，公司毛利率短期仍将承压；公司预计随着后续产品销量增加和库存消耗，毛利率有望逐步恢复，长期毛利率目标在25-27%（不含IRA补贴）。

　　投资建议：Solaredge一季度业绩续亏，欧美户用光伏市场较弱。受到欧美户用光伏市场需求较弱和库存积压的影响，Solaredge营收和毛利率承压。我们认为，虽然欧美户用光伏市场短期表现较弱，但国内企业在市场布局和生产成本方面较海外竞争者具有比较优势，具有一定的抗风险能力。一方面，国内头部企业覆盖市场更广、涉猎新兴市场，抵御个别市场波动的能力相对更强。Q1以来，东南亚、印度、巴基斯坦、巴西等新兴市场在户储/户用光伏逆变器方面表现较好；同时，德国微逆有望受益于Solarpaket I获批，后续季度需求回暖。另一方面，国内企业成本控制能力较海外竞争者更优，一季度国内多家户用逆变器/户储企业毛利率在35%以上，成本优势下，国内企业对个别市场的降价风险也具备一定抵御能力。建议关注：新兴市场布局扎实、业绩表现亮眼的德业股份；国内外订单饱满、发力工商业储市场的固德威。

　　风险提示：1.户用光储去库存进度不及预期的风险。2023年第二季度以来，海外户用光伏和储能系统库存积压问题较为严重，压制了户用光储厂商的出货。若户用光储需求复苏不及预期、去库存进展缓慢，可能导致相关企业业绩承压。2.全球市场竞争加剧的风险。户用光储赛道成长性高，已有较多企业试图进入，可能导致全球市场竞争加剧，对相关企业市场份额和盈利能力造成负面影响。3.市场准入限制政策收紧的风险。若美国、欧洲等市场对我国企业市场准入限制收紧，可能影响相关公司在海外市场的业务开展。