

阳光电源（300274）

光储需求旺盛，全球龙头增长确定

买入（维持）

2025 年 03 月 25 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 胡隽颖

执业证书：S0600524080010

hujunying@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	100078	115637
同比（%）	66.79	79.47	16.02	19.39	15.55
归母净利润（百万元）	3593	9440	11021	13015	15478
同比（%）	127.04	162.69	16.75	18.09	18.93
EPS-最新摊薄（元/股）	1.73	4.55	5.32	6.28	7.47
P/E（现价&最新摊薄）	38.56	14.68	12.57	10.65	8.95

投资要点

- **深耕逆变二十载，品牌沉淀深厚，铸就光储龙头：**公司深耕光储赛道、业绩持续成长：23 年营收/归母净利润 722.5/94.4 亿元，同增 80%/163%，其中光伏逆变器占比 38.3%，储能系统 24.6%；光伏逆变器/储能系统毛利率较高，23 年分别为 37.93%/37.47%。24H1 营收/归母净利润 310/50 亿元，持续增长。
- **营收稳健增长，保持较高盈利能力：**公司 24Q1-3 营收 499.5 亿元，同比+7.6%，归母净利润 76.0 亿元，同比+5.2%，毛利率 31.3%，同比持平，归母净利率 15.2%，同比-0.3pct；其中 24Q3 营收 189.3 亿元，同环比 6.4%/2.8%，归母净利润 26.4 亿元，同环比-8%/-7.8%，毛利率 29.5%，同环比-4.9/0pct，归母净利率 14%，同环比-2.2/-1.6pct。
- **大储市场爆发确定性高，美国维持高增，欧洲、新兴市场进入并网高峰期。**①美国：24 年 12 月并网力度不及预期，装机 4.1GWh，同环比-2%/+155%；全年 28GWh，同比+50%；大储备案量屡创新高，看好 25 年装机。②国内：24 年装机 43.7GW/109.8GWh，同增 103%/136%，超市场预期；招标量高达 121GWh，同比增长 76%。③欧洲：预计 24 年装机 8GWh，同增 125%，预计 25 年继续爆发。④中东：继阳光中标沙特 SEC 二期 7.8GWh 项目之后，比亚迪中标 SEC 三期 12.5GWh 订单，宁德中标阿布扎比 Masdar 数据中心项目 20GWh，预计 25 年中东储能市场装机爆发。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司美国相关业务可能受关税影响，我们下调 24~26 年归母净利润至 110/130/155 亿元（原值为 110/140/169 亿元），同比 17%/18%/19%，对应 PE 为 13/11/9X，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，给予公司 2025 年 18xPE，对应目标价 113 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)	66.84
一年最低/最高价	56.38/119.19
市净率(倍)	4.06
流通 A 股市值(百万元)	106,275.68
总市值(百万元)	138,573.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.48
资产负债率(% ,LF)	65.77
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)：发布 25 年股权激励草案，光储龙头蓄力前行》

2025-02-26

《阳光电源(300274)：2024 三季报点评：Q3 储能出货大幅增长，欧美+新兴市场将全面开花》

2024-11-03

内容目录

1. 营收稳健增长，盈利维持较高水平 4

2. 储能行业：看好欧美及新兴市场储能需求爆发 4

3. 盈利预测与风险提示 6

图表目录

图 1: 公司年度营业收入（亿元） 4

图 2: 公司年度归母净利润（亿元） 4

图 3: 美国月度大储装机情况（MWh, %） 5

图 4: 美国年度大储装机情况（MWh, %） 5

图 5: 欧洲储能装机（GWh）及大储装机增速（%） 5

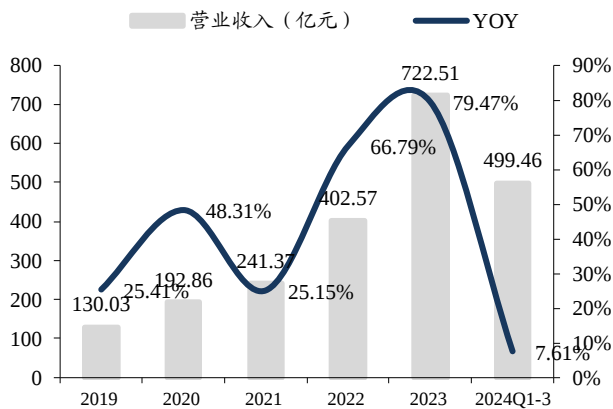
图 6: 意大利大储装机（MWh） 5

1. 营收稳健增长，盈利维持较高水平

公司深耕光储赛道、业绩持续成长：23 年营收/归母净利润 722.5/94.4 亿元，同增 80%/163%，其中光伏逆变器占比 38.3%，储能系统 24.6%；光伏逆变器/储能系统毛利率较高，23 年分别为 37.93%/37.47%。24H1 营收/归母净利润 310/ 50 亿元，持续增长。

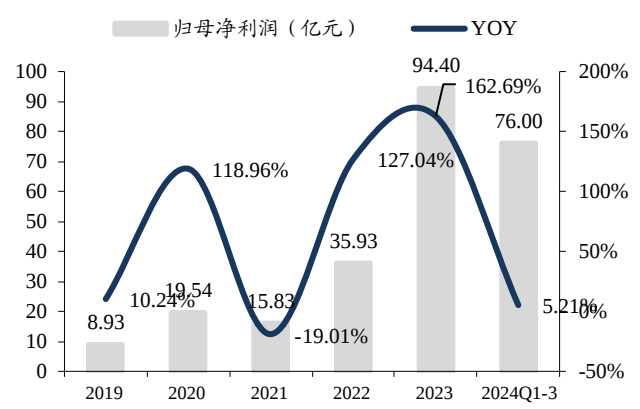
公司 24Q1-3 营收 499.5 亿元，同比+7.6%，归母净利润 76.0 亿元，同比+5.2%，毛利率 31.3%，同比持平，归母净利率 15.2%，同比-0.3pct；其中 24Q3 营收 189.3 亿元，同环比 6.4%/2.8%，归母净利润 26.4 亿元，同环比-8%/-7.8%，毛利率 29.5%，同环比-4.9/0pct，归母净利率 14%，同环比-2.2/-1.6pct。

图1：公司年度营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度归母净利润（亿元）



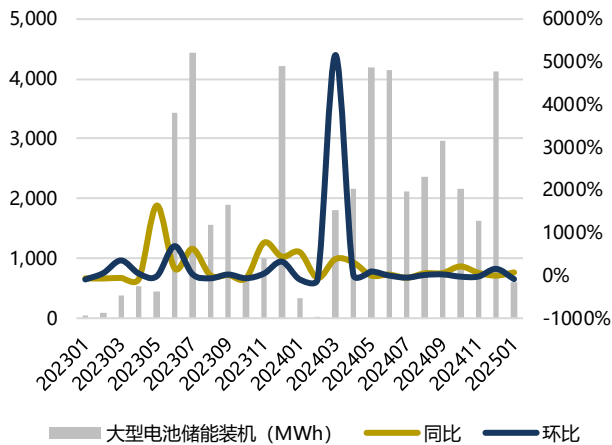
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 储能行业：看好欧美及新兴市场储能需求爆发

25 年 1 月美国大储并网偏淡，预计全年增长超 50%。根据 EIA 数据，25 年 1 月美国大储装机 216MW，同环比+24%/-90%，对应 593MWh，同环比+73%/-86%，平均配储时长 2.7h。24 年美国大储累计装机 10.4GW，同比+57%，对应 28GWh，同比+50%，配储时长 2.7h，同比-5%。

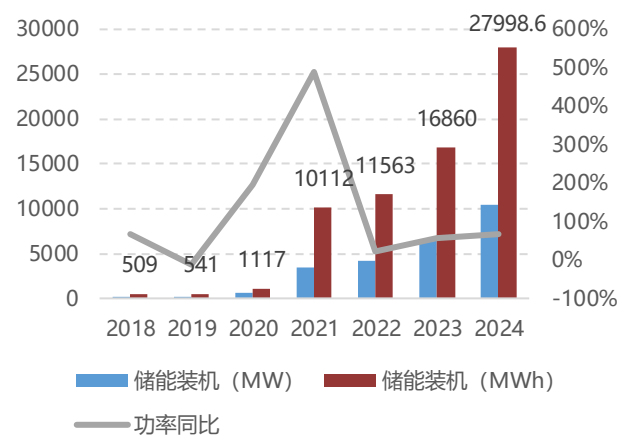
美国大储备案量屡创新高，看好 25 年装机增速。1 月末美国大储备案量 65.2GW，较 12 月末增 8%，较年初大增 98%。备案量中，计划 2 月并网规模 1.2GW，25 年新增并网量 19-20GW，同比增 75%，即使考虑一定项目延期，预计 25 年仍可实现 50%+增长，考虑抢装实际出货增速将大幅提升。

图3: 美国月度大储装机情况 (MWh, %)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

图4: 美国年度大储装机情况 (MWh, %)



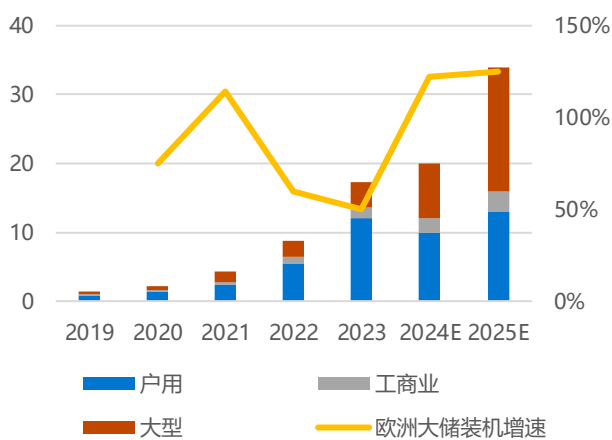
数据来源: EIA, 东吴证券研究所

24 年欧洲储能装机爆发，预计装机 8GWh，同增 122%：23 年欧盟通过欧盟电力市场设计改革提案，且伴随着英国上修大储装机、意大利加码 177 亿欧元储能补贴，24 年起欧洲大储装机爆发，预计欧洲大储装机 8GWh，同增 122%；预计 25 年装机 18GWh，同增 125%。

英国：截至 24 年 9 月底，英国已投运电池储能累计装机已达 4.3GW/5.8GWh，平均持续时长为 1.33 小时。其中，24Q1-3 英国新增投运 19 个电池储能项目，装机规模总计 579MW，同比-52%。

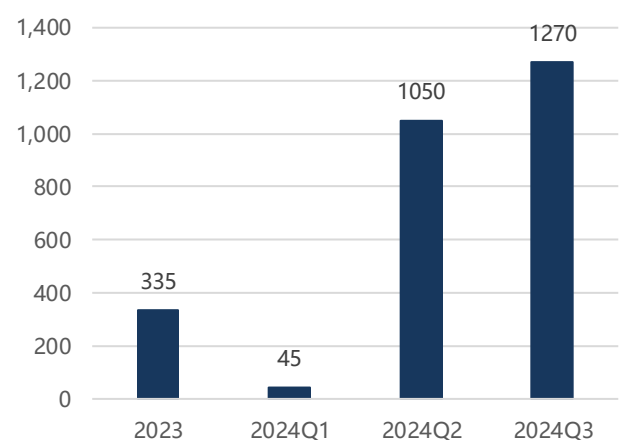
意大利：23 年新增大储装机仅 335MWh；受意大利补贴加码影响，24Q1-3 新增大储装机 2.4GWh，同比大幅增长，预计 25 年意大利储能装机继续加码。

图5: 欧洲储能装机 (GWh) 及大储装机增速 (%)



数据来源: SolarPower Europe, 东吴证券研究所

图6: 意大利大储装机 (MWh)



数据来源: ANIE, 东吴证券研究所

中东市场方面，预计 2025-2026 年装机爆发：24 年阳光获得沙特二期 7.8GWh 项

目，将于 25 年并网。25 年 1 月中东储能大项目订单陆续落地，比亚迪中标 SEC 三期 12.5GWh 订单，宁德中标阿布扎比 Masdar 数据中心项目 20GWh，天合光能与浙江火电达成战略合作共同建设埃及南部 Abydos 300MWh 储能项目。我们预计 24 年中东储能装机 4GWh 左右，25 年有望达到 20GWh，26 年翻番至 40GWh，此后平稳增长。

3. 盈利预测与风险提示

盈利预测与投资评级：考虑到公司美国相关业务可能受关税影响，我们下调 24~26 年归母净利润至 110/130/155 亿元（原值为 110/140/169 亿元），同比 17%/18%/19%，对应 PE 为 12.6/10.7/9.0X，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69,284	103,457	122,616	149,213	营业总收入	72,251	83,825	100,078	115,637
货币资金及交易性金融资产	20,103	30,622	36,355	51,686	营业成本(含金融类)	50,318	59,683	73,057	85,571
经营性应收款项	23,107	34,553	40,353	46,013	税金及附加	324	335	350	347
存货	21,442	31,776	38,368	42,453	销售费用	5,167	5,868	6,205	6,360
合同资产	2,009	3,253	3,292	3,835	管理费用	873	1,006	1,101	1,156
其他流动资产	2,624	3,253	4,248	5,226	研发费用	2,447	3,018	3,303	3,469
非流动资产	13,593	14,888	16,013	17,028	财务费用	21	32	19	58
长期股权投资	440	560	630	680	加:其他收益	266	220	220	254
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	200	231
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	营业利润	11,466	13,220	15,614	18,571
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
资产总计	82,877	118,345	138,629	166,241	利润总额	11,460	13,230	15,624	18,581
流动负债	45,937	70,160	77,163	88,982	减:所得税	1,851	1,985	2,344	2,787
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,135	5,335	6,635	8,595	净利润	9,609	11,246	13,280	15,794
经营性应付款项	28,486	53,143	56,255	63,510	减:少数股东损益	169	225	266	316
合同负债	6,565	5,551	6,794	7,958	归属母公司净利润	9,440	11,021	13,015	15,478
其他流动负债	6,751	6,132	7,479	8,919	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.55	5.32	6.28	7.47
非流动负债	7,485	7,485	7,485	7,485	EBIT	11,461	13,915	16,063	18,733
长期借款	4,180	4,180	4,180	4,180	EBITDA	12,139	14,697	16,940	19,708
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.36	28.80	27.00	26.00
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	13.07	13.15	13.00	13.38
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981	收入增长率(%)	79.47	16.02	19.39	15.55
负债合计	53,422	77,645	84,648	96,467	归母净利润增长率(%)	162.69	16.75	18.09	18.93
归属母公司股东权益	27,705	38,726	51,741	67,218					
少数股东权益	1,749	1,974	2,240	2,556					
所有者权益合计	29,454	40,700	53,980	69,774					
负债和股东权益	82,877	118,345	138,629	166,241					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,982	11,411	6,491	15,471	每股净资产(元)	18.65	26.08	34.84	45.26
投资活动现金流	(3,821)	(2,900)	(2,392)	(2,349)	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	23.61	21.52
现金净增加额	6,465	9,469	5,083	14,670	ROE-摊薄(%)	34.07	28.46	25.15	23.03
折旧和摊销	678	782	878	975	资产负债率(%)	64.46	65.61	61.06	58.03
资本开支	(2,743)	(1,922)	(1,914)	(1,918)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.68	12.57	10.65	8.95
营运资本变动	(4,682)	(1,730)	(8,623)	(2,058)	P/B (现价)	3.58	2.56	1.92	1.48

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>