

阳光电源 (300274)

2024 年报及 2025 年一季报点评：储能持续高增，逆变器稳增，尽显全球龙头风范

买入 (维持)

2025 年 04 月 27 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	72251	77857	87698	97445	108926
同比 (%)	79.47	7.76	12.64	11.11	11.78
归母净利润 (百万元)	9440	11036	12021	14138	16122
同比 (%)	162.69	16.92	8.92	17.61	14.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.55	5.32	5.80	6.82	7.78
P/E (现价&最新摊薄)	12.92	11.05	10.14	8.63	7.56

投资要点

- **事件：**公司 24 年营收 778.6 亿元，同比+7.8%，归母净利润 110.4 亿元，同比+16.9%，毛利率 29.9%，同比-0.4pct；其中 24Q4 营收 279.1 亿元，同环比+8%/+47.5%，归母净利润 34.4 亿元，同环比+55%/+30.2%，毛利率 27.5%。25Q1 营收 190.4 亿元，同环比+50.9%/-31.8%，归母净利润 38.3 亿元，同环比+82.5%/+11.3%，毛利率 35.1%。
- **光伏逆变器格局维持稳定：**24 年光伏逆变器营收 291.3 亿元，同增 5.3%，毛利率 30.9%，同降 1.9pct；24 年发货 147gw，同增 13%，格局及盈利稳定。国内光伏抢装+海外春节后开始补库，25Q1 发货同比稳增。
- **储能海外需求高增，Q1 发货超预期：**24 年储能营收 249.6 亿元，同增 40.2%，毛利率 36.7%，同增 4pct；24 年发货 28gwh，同增 167%。25Q1 公司中东、欧洲、亚太、美国均正常发货，且关税不确定性较高情况下公司 25Q1 抢发货美储产品，致 Q1 发货实现较高增速。当前节点来看，美国在关税确定前暂停发货，通过投建海外储能厂+采购海外电芯来规避，我们预计在今年底或者明年初将逐步打通。欧洲、亚太等均是翻倍增长的市场，盈利高且阳光市占率遥遥领先，户储+工商储也开始发力。
- **风电高增，电站电驱等继续协同发展：**24 年新能源投资开发营收 210 亿元，同降 15%，毛利率 19.4%，同增 3pct。风电变流器 24 年发货约 44gw，同增 37.5%。公司也在积极布局 AIDC 相关的电源系统，微电网、海外充电桩、电驱、氢能等一直在前瞻布局和协同发展。
- **规模效应下费用率稳步下降，现金流改善明显，在手订单再创新高：**公司 24 年期间费用 84.2 亿元，同比-1.1%，费用率 10.8%，同比-1pct，25Q1 期间费用 20.3 亿元，同环比-4.4%/-4.6%，费用率 10.7%，同环比-6.2/+3pct，部分规模效应部分因为会计准则要求部分费用进入营业成本。优化应收账款管理和提升订单质量，24 年经营性净现金流 120.7 亿元，同比+72.9%，其中 Q4 经营性现金流 112.6 亿元，同增 364%；25Q1 经营性现金流 17.9 亿元，同比转正。25Q1 存货 312 亿元，相较年初增长 7.4%。25Q1 合同负债 113 亿元，相较年初增长 12%，在手订单持续新高。
- **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 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润分别为 120/141 亿元（前值为 130/155 亿元），同比增长 8.9%/17.6%，预计 27 年归母净利润为 161 亿元，同比增长 14.0%，25~27 年对应 PE 为 10.1/8.6/7.6x，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	58.82
一年最低/最高价	52.98/119.19
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	93,521.38
总市值(百万元)	121,946.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.67
资产负债率(%LF)	64.16
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,589.96

相关研究

- 《阳光电源(300274)：光储需求旺盛，全球龙头增长确定》
2025-03-25
- 《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

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	95,149	122,116	131,847	161,522	营业总收入	77,857	87,698	97,445	108,926
货币资金及交易性金融资产	29,964	47,287	50,806	67,109	营业成本(含金融类)	54,545	62,791	70,101	78,641
经营性应收款项	30,064	35,707	39,457	45,340	税金及附加	403	395	439	490
存货	29,028	32,202	33,765	40,220	销售费用	3,761	4,210	4,434	4,793
合同资产	1,615	2,357	2,450	2,642	管理费用	1,201	1,403	1,364	1,362
其他流动资产	4,478	4,564	5,369	6,211	研发费用	3,164	3,508	3,703	4,030
非流动资产	19,925	21,003	21,933	22,782	财务费用	290	188	175	250
长期股权投资	484	604	674	724	加:其他收益	366	351	390	436
固定资产及使用权资产	9,349	11,072	12,024	12,606	投资净收益	420	175	195	218
在建工程	2,265	1,121	672	488	公允价值变动	64	50	50	60
无形资产	1,122	1,513	1,904	2,295	减值损失	(1,780)	(1,100)	(700)	(500)
商誉	297	297	297	297	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	119	87	61	64	营业利润	13,564	14,680	17,164	19,574
其他非流动资产	6,288	6,308	6,301	6,308	营业外净收支	(20)	10	10	10
资产总计	115,074	143,119	153,780	184,303	利润总额	13,544	14,690	17,174	19,584
流动负债	60,298	76,077	72,311	86,385	减:所得税	2,280	2,424	2,748	3,133
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,139	7,339	8,639	10,599	净利润	11,264	12,266	14,426	16,451
经营性应付款项	36,758	55,910	49,204	59,406	减:少数股东损益	228	245	289	329
合同负债	10,026	5,840	6,519	7,314	归属母公司净利润	11,036	12,021	14,138	16,122
其他流动负债	7,374	6,989	7,949	9,066	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	5.80	6.82	7.78
非流动负债	14,577	14,577	14,577	14,577	EBIT	13,454	15,392	17,405	19,611
长期借款	4,863	4,863	4,863	4,863	EBITDA	14,319	16,438	18,562	20,818
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.94	28.40	28.06	27.80
租赁负债	315	315	315	315	归母净利率(%)	14.18	13.71	14.51	14.80
其他非流动负债	9,399	9,399	9,399	9,399	收入增长率(%)	7.76	12.64	11.11	11.78
负债合计	74,875	90,654	86,889	100,962	归母净利润增长率(%)	16.92	8.92	17.61	14.03
归属母公司股东权益	36,905	48,926	63,064	79,185					
少数股东权益	3,294	3,539	3,828	4,157					
所有者权益合计	40,199	52,465	66,891	83,342					
负债和股东权益	115,074	143,119	153,780	184,303					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,068	18,343	4,458	16,613	每股净资产(元)	17.80	23.60	30.42	38.19
投资活动现金流	(10,853)	(2,938)	(2,482)	(2,428)	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	259	867	894	1,457	ROIC(%)	24.97	22.06	20.07	18.32
现金净增加额	1,450	16,273	2,869	15,643	ROE-摊薄(%)	29.90	24.57	22.42	20.36
折旧和摊销	865	1,046	1,157	1,207	资产负债率(%)	65.07	63.34	56.50	54.78
资本开支	(2,785)	(1,969)	(2,000)	(1,984)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.05	10.14	8.63	7.56
营运资本变动	(925)	3,834	(11,977)	(1,759)	P/B (现价)	3.30	2.49	1.93	1.54

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>