

阳光电源 (300274.SZ)

储能盈利韧性超预期，25Q1 抢发货驱动放量

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	72,251	77,857	87,955	98,246	111,509
增长率 yoy (%)	79.5	7.8	13.0	11.7	13.5
归母净利润 (百万元)	9,440	11,036	11,416	13,267	15,867
增长率 yoy (%)	162.7	16.9	3.4	16.2	19.6
ROE (%)	32.6	28.0	23.5	22.0	21.4
EPS 最新摊薄 (元)	4.55	5.32	5.51	6.40	7.65
P/E (倍)	12.9	11.0	10.7	9.2	7.7
P/B (倍)	4.4	3.3	2.6	2.1	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：4月26日，公司发布2024年年报与2025年一季报。2024年公司实现营业收入778.57亿元，同比增加7.76%；实现归属上市公司股东的净利润110.36亿元，同比增长16.92%；对应24Q4实现营业收入279.11亿元，环比+47.47%，实现归母净利润34.37亿元，环比+30.16%，Q4单季度毛利率/净利率27.48%/12.68%，环比变化-2.04/-1.48个pct，主要受年末收入结构变化影响。

2025年第一季度，公司实现营业收入190.36亿元，同比/环比+50.92%/-31.8%，实现归母净利润38.26亿元，同比/环比+82.52%/+11.33%，单季度毛利率/净利率35.13%/19.93%，环比增长7.65/7.25个pct，盈利能力超预期。

逆变器量利表现受冲击，25Q1逐步回暖复苏。2024年公司实现光伏逆变器出货147GW，同比+13.08%，风电变流器发货超44GW，同比增长37.5%，整体光伏逆变器等电力电子转换设备板块贡献营收291.27亿元，同比+5.33%，板块毛利率30.9%，同比下降1.94个pct；预计24Q4对应光伏逆变器出货约39GW，环比小幅下降，主要系欧洲等部分海外市场逆变器库存去库节奏不及预期，公司调整产品与地区结构，毛利率表现受到冲击，测算单季度逆变器板块单位盈利约为0.014元，环比小幅下滑。25Q1海外市场补库节奏复苏，叠加抢出货拉动，光伏逆变器实现出货约34GW，同比增长约19%，盈利能力同比持平，环比修复显著。

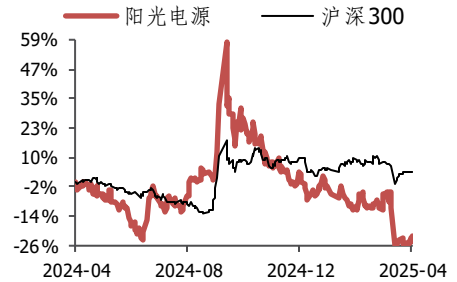
储能盈利韧性超预期，静候非美国市场放量表现。公司24年全年实现储能出货28GWh，同比+167%，贡献营业收入249.59亿元，同比+40.21%，板块毛利率36.69%，同比提升4.07个pct，对应24Q4出货约11GWh，环比增长约20%，测算单季度大储产品单位盈利0.15元/Wh，在全球储能系统产品价格下降的趋势下盈利能力仍有一定韧性，主要受益于公司全球储能龙头带来的品牌规模效应与前期高盈利订单交付红利。25Q1海外高盈利市场在关税未明的情况下，抢发货动作强势，预计单季度发货12GWh，环比增长约10%，单位盈利继续保持相对坚挺。近期受到政策未明的影响，对美国市场已暂停发货，但公司大储业务已完成全球各大市场的布局，在需求旺盛的欧洲、中东、东南亚地区均收获当地标杆性大项目订单，25年有望加速放量对

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2025年4月25日收盘价 (元)	58.82
总市值 (百万元)	121,946.30
流通市值 (百万元)	93,521.38
总股本 (百万股)	2,073.21
流通股本 (百万股)	1,589.96
近3月日均成交额 (百万元)	2,761.93

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003

邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 吴念峻

执业证书编号：S1070524070003

邮箱：wunianjun@cgws.com

分析师 于振洋

执业证书编号：S1070524080002

邮箱：yuzhenyang@cgws.com

相关研究

- 《结构变化扰动逆变器盈利，储能龙头标签鲜明》
2024-11-05
- 《业绩表现如期兑现，储能高景气持续》
2024-08-28

冲美国市场风险，虽然低价电芯红利减弱与出货结构变化可能导致大储盈利能力震荡，但在赛道竞争壁垒高的本质有望支撑产品盈利中枢相对坚挺，储能板块增速与盈利正逐步趋向稳定合理，成为公司可靠的支柱业务。

订单、项目储备旺盛，持续投入拓宽护城河。截至 25Q1，公司存货规模为 311.62 亿元，同比/环比增加约 80/20 亿元，预计是在建的新能源电站项目以及光储业务为执行订单进行备货增加，合同负债 112.77 亿元，同比/环比增加约 30/12 亿元，订单旺盛带来成长动力。公司 24 年销售费用/研发费用分别为 37.6/31.6 亿，同比分别增加 9/7.1 亿，持续拓展海外市场，加大全球营销布局，加速新产品升级迭代，在渠道、产品端持续投入巩固竞争力。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营收分别为 879.55 亿元、982.46 亿元和 1115.09 亿元，实现归母净利润分别为 114.16 亿元、132.67 亿元和 158.67 亿元，同比增长 3.4%、16.2%、19.6%，对应 EPS 分别为 5.51、6.4、7.65 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 10.7X、9.2X、7.7X，维持“增持”评级。

风险提示：项目进度不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69284	95149	107644	127034	145621
现金	18031	19799	24353	36936	43161
应收票据及应收账款	21791	28486	30189	33258	36704
其他应收款	1409	1761	1829	2101	2360
预付账款	543	411	655	708	906
存货	21442	29028	32996	34195	38043
其他流动资产	6069	15664	17621	19838	24447
非流动资产	13593	19925	21768	22725	23943
长期股权投资	440	484	528	572	615
固定资产	6438	9002	10875	11790	12862
无形资产	732	1122	1258	1419	1604
其他非流动资产	5982	9317	9107	8944	8862
资产总计	82877	115074	129412	149759	169565
流动负债	45937	60298	64377	72148	77826
短期借款	2793	4214	4832	5473	6238
应付票据及应付账款	28486	36757	39643	45319	49477
其他流动负债	14658	19327	19902	21355	22112
非流动负债	7485	14577	14964	15275	14717
长期借款	4180	4863	4595	4345	4067
其他非流动负债	3305	9714	10369	10930	10650
负债合计	53422	74875	79342	87423	92543
少数股东权益	1749	3294	3548	3818	4152
股本	1485	2073	2073	2073	2073
资本公积	7606	7013	7013	7013	7013
留存收益	19795	29412	39350	50615	64013
归属母公司股东权益	27705	36905	46522	58518	72869
负债和股东权益	82877	115074	129412	149759	169565

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6982	12068	10567	17068	13026
净利润	9609	11264	11671	13536	16202
折旧摊销	572	764	771	927	1069
财务费用	21	290	509	321	115
投资损失	-97	-420	-52	-56	-56
营运资金变动	-5765	-1434	-3580	1043	-5636
其他经营现金流	2642	1603	1249	1297	1332
投资活动现金流	-3821	-10853	-3577	-3776	-5231
资本支出	2741	2786	2652	1840	2244
长期投资	-1188	-8312	-44	-44	-44
其他投资现金流	108	245	-881	-1892	-2944
筹资活动现金流	3280	259	-2436	-710	-1569
短期借款	1371	1421	618	641	765
长期借款	18	684	-269	-250	-277
普通股增加	-0.04	588.06	0	0	0
资本公积增加	553	-593	0	0	0
其他筹资现金流	1337	-1840	-2786	-1101	-2056
现金净增加额	6465	1450	4554	12582	6226

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72251	77857	87955	98246	111509
营业成本	52613	54545	63574	70550	79461
营业税金及附加	324	403	387	354	446
销售费用	2872	3761	4134	4814	5390
管理费用	873	1201	1210	1433	1580
研发费用	2447	3164	3782	4225	4795
财务费用	21	290	509	321	115
资产和信用减值损失	-2028	-1780	-1381	-1315	-1366
其他收益	266	366	284	305	213
公允价值变动收益	36	64	50	19	34
投资净收益	97	420	52	56	56
资产处置收益	-5	1	0	0	0
营业利润	11466	13564	13365	15613	18659
营业外收入	25	24	19	23	22
营业外支出	32	44	31	35	37
利润总额	11460	13544	13354	15600	18644
所得税	1851	2280	1683	2064	2442
净利润	9609	11264	11671	13536	16202
少数股东损益	169	228	255	269	335
归属母公司净利润	9440	11036	11416	13267	15867
EBITDA	12153	14443	14369	16554	19494
EPS (元/股)	4.55	5.32	5.51	6.40	7.65

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	79.5	7.8	13.0	11.7	13.5
营业利润 (%)	176.9	18.3	-1.5	16.8	19.5
归属母公司净利润 (%)	162.7	16.9	3.4	16.2	19.6
获利能力					
毛利率 (%)	27.2	29.9	27.7	28.2	28.7
净利率 (%)	13.3	14.5	13.3	13.8	14.5
ROE (%)	32.6	28.0	23.5	22.0	21.4
ROIC (%)	26.7	21.5	19.1	18.0	17.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.5	65.1	61.3	58.4	54.6
净负债比率 (%)	-31.6	-9.6	-16.3	-31.7	-33.3
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.1	3.2	3.1	3.2	3.3
应付账款周转率	3.6	3.0	2.9	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.55	5.32	5.51	6.40	7.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.37	5.82	5.10	8.23	6.28
每股净资产 (最新摊薄)	13.36	17.80	22.23	27.87	34.59
估值比率					
P/E	12.9	11.0	10.7	9.2	7.7
P/B	4.4	3.3	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.2	7.7	7.4	5.6	4.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686