

公司研究

储能业务高速发展，光储龙头地位稳固

——阳光电源（300274.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 778.57 亿元，同比+7.76%；实现归母净利润 110.36 亿元，同比+16.92%；实现扣非归母净利润 106.93 亿元，同比+16.03%。2025 年 Q1 公司实现营收 190.36 亿元，同比+50.92%；实现归母净利润 38.26 亿元，同比+82.52%；实现扣非归母净利润 36.76 亿元，同比+76.46%。

点评：

技术进步叠加渠道拓展，光伏逆变器业务营收稳健增长。2024 年，公司光伏逆变器业务全球发货量 147GW，实现营收 291.27 亿元，同比+5.33%；毛利率为 30.9%，同比-1.94pct。2024 年，公司大功率组串逆变器 SG320HX、1+X 模块化逆变器在全球各类场景中得到广泛深入应用；公司面向国内工商业用户发布了新一代大功率组串逆变器 SG150CX-CN 和户用逆变器 SGT-P2-CN；公司加码布局欧洲、美洲、亚太、中东非等市场，加速推进全球渠道业务发展。

深耕海外市场，储能业务营收高速增长。2024 年，公司储能系统业务全球发货量 28GWh，实现营收 249.6 亿元，同比+40.21%；毛利率为 36.69%，同比+4.07pct，毛利率的同比提升主要系规模效应。作为储能系统龙头，公司深度受益于储能行业的快速发展。公司全球首发的 10MWh “交直流一体”全液冷储能系统 PowerTitan 2.0 及工商业液冷储能系统 PowerStack 200CS 在全球范围内广泛应用。

新能源投资开发业务盈利能力改善。2024 年，公司新能源投资开发业务实现营收 210.03 亿元，同比-15.08%；毛利率为 19.4%，同比+3.06pct。毛利率的提升主要系电站产品的创新优化。公司的新能源开发业务在地面电站、工商业和户用领域全面布局，同时也在持续开拓海外市场。截至 2024 年底，阳光新能源业务覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市，国际市场深入“一带一路”沿线国家和地区，全球累计开发建设光伏、风力发电站超 5400 万千瓦。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司美国业务受到关税政策变动影响，我们下调公司 25-26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 121/139/155 亿元（下调 4%/下调 4%/新增），当前股价对应 25-27 年 PE 为 11/9/8 倍。公司储能业务仍维持高速增长态势，我们持续看好公司长远发展，维持“买入”评级。

风险提示：光伏装机、海外市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险；美国关税政策变动风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72,251	77,857	87,782	101,576	117,099
营业收入增长率	79.47%	7.76%	12.75%	15.71%	15.28%
净利润（百万元）	9,440	11,036	12,062	13,879	15,498
净利润增长率	162.69%	16.92%	9.29%	15.07%	11.66%
EPS（元）	6.36	5.32	5.82	6.69	7.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.07%	29.90%	24.87%	23.16%	21.34%
P/E	10	12	11	9	8
P/B	3.3	3.4	2.6	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29；2023 年底公司总股本为 14.85 亿股，2024 年由于转增原因总股本变为 20.73 亿股

买入（维持）

当前价：61.30 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：和霖

执业证书编号：S0930523070006

021-52523853

helin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.73
总市值(亿元):	1270.88
一年最低/最高(元):	52.98/119.19
近 3 月换手率:	117.97%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.80	-12.89	-22.88
绝对	-11.68	-13.42	-18.71

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,251	77,857	87,782	101,576	117,099
营业成本	50,318	54,545	62,694	73,219	85,418
折旧和摊销	505	719	944	1,137	1,332
税金及附加	324	403	454	526	606
销售费用	5,167	3,761	5,442	6,196	7,143
管理费用	873	1,201	1,405	1,422	1,639
研发费用	2,447	3,164	3,687	4,063	4,450
财务费用	21	290	-68	39	-182
投资收益	97	420	420	420	420
营业利润	11,466	13,564	14,800	17,008	18,994
利润总额	11,460	13,544	14,803	17,033	19,020
所得税	1,851	2,280	2,492	2,867	3,202
净利润	9,609	11,264	12,311	14,166	15,818
少数股东损益	169	228	249	287	320
归属母公司净利润	9,440	11,036	12,062	13,879	15,498
EPS(元)	6.36	5.32	5.82	6.69	7.48

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,982	12,068	17,089	15,608	17,609
净利润	9,440	11,036	12,062	13,879	15,498
折旧摊销	505	719	944	1,137	1,332
净营运资金增加	9,146	5,465	-2,037	2,406	2,482
其他	-12,109	-5,152	6,120	-1,814	-1,704
投资活动产生现金流	-3,821	-10,853	-4,550	-2,665	-2,665
净资本支出	-2,743	-2,785	-2,806	-3,085	-3,085
长期投资变化	440	484	0	0	0
其他资产变化	-1,519	-8,552	-1,744	420	420
融资活动现金流	3,280	259	469	4,540	5,260
股本变化	0	588	0	0	0
债务净变化	1,921	2,688	-4,114	100	100
无息负债变化	9,612	18,765	21,985	17,232	19,452
净现金流	6,465	1,450	13,009	17,483	20,204

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	30.4%	29.9%	28.6%	27.9%	27.1%
EBITDA 率	21.1%	21.4%	17.6%	17.5%	16.8%
EBIT 率	20.3%	20.5%	16.5%	16.4%	15.7%
税前净利润率	15.9%	17.4%	16.9%	16.8%	16.2%
归母净利润率	13.1%	14.2%	13.7%	13.7%	13.2%
ROA	11.6%	9.8%	8.5%	8.1%	7.7%
ROE (摊薄)	34.1%	29.9%	24.9%	23.2%	21.3%
经营性 ROIC	37.2%	35.0%	34.7%	43.0%	53.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	64%	65%	64%	63%	63%
流动比率	1.51	1.58	1.65	1.78	1.88
速动比率	1.04	1.10	1.18	1.29	1.39
归母权益/有息债务	3.33	3.35	7.04	8.58	10.24
有形资产/有息债务	9.62	10.05	20.38	24.25	28.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	82,877	115,074	144,789	173,840	206,394
货币资金	18,031	19,799	32,808	50,291	70,495
交易性金融资产	2,072	10,165	10,165	10,165	10,165
应收账款	21,098	27,640	30,724	33,520	36,301
应收票据	694	846	953	1,103	1,272
其他应收款 (合计)	1,409	1,761	1,985	2,297	2,648
存货	21,442	29,028	34,482	40,270	46,980
其他流动资产	1,934	3,830	7,187	7,187	7,187
流动资产合计	69,284	95,149	121,414	148,601	179,497
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	440	484	484	484	484
固定资产	6,438	9,002	11,375	13,757	15,785
在建工程	1,686	2,265	1,699	1,189	832
无形资产	732	1,122	1,055	993	936
商誉	0	297	297	297	297
其他非流动资产	918	1,956	3,795	3,795	3,795
非流动资产合计	13,593	19,925	23,375	25,239	26,897
总负债	53,422	74,875	92,747	110,079	129,631
短期借款	2,793	4,214	0	0	0
应付账款	15,571	20,957	27,585	32,216	37,584
应付票据	12,915	15,801	25,705	30,020	35,021
预收账款	0	1	1	1	1
其他流动负债	1,372	2,034	2,034	2,034	2,034
流动负债合计	45,937	60,298	73,401	83,708	95,366
长期借款	4,180	4,863	4,963	5,063	5,163
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,777	5,592	10,575	17,501	25,295
非流动负债合计	7,485	14,577	19,345	26,371	34,265
股东权益	29,454	40,199	52,042	63,761	76,763
股本	1,485	2,073	2,073	2,073	2,073
公积金	8,672	8,079	8,079	8,079	8,079
未分配利润	18,729	28,346	38,169	49,601	62,283
归属母公司权益	27,705	36,905	48,499	59,931	72,613
少数股东权益	1,749	3,294	3,543	3,829	4,150

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.15%	4.83%	6.20%	6.10%	6.10%
管理费用率	1.21%	1.54%	1.60%	1.40%	1.40%
财务费用率	0.03%	0.37%	-0.08%	0.04%	-0.16%
研发费用率	3.39%	4.06%	4.20%	4.00%	3.80%
所得税率	16%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.97	1.08	1.18	1.36	1.52
每股经营现金流	4.70	5.82	8.24	7.53	8.49
每股净资产	18.65	17.80	23.39	28.91	35.02
每股销售收入	48.65	37.55	42.34	48.99	56.48

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	10	12	11	9	8
PB	3.3	3.4	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.6	8.0	7.8	6.0	4.6
股息率	1.6%	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP