

阳光电源 (300274.SZ)

光储龙头地位稳固，储能系统营收、盈利能力稳步提升

事件：公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营收 778.57 亿元，同增 7.76%；归母净利润 110.36 亿元，同增 16.92%；扣非归母净利润 106.93 亿元，同增 16.03%。2024 年资产减值损失 7.8 亿元，主要系计提存货跌价准备 6.9 亿元，包括新能源对暂未开工电站项目的前期投入，以及库存材料计提减值等。**24Q4 单季：**营收 279.11 亿元，同增 8.03%；归母净利润 34.37 亿元，同增 55.05%；扣非归母净利润 33.12 亿元，同增 54.75%。**25Q1 单季：**公司实现营收 190.36 亿元，同增 50.92%；归母净利润 38.26 亿元，同增 82.52%；扣非归母净利润 36.76 亿元，同增 76.46%。

海外营收占比约 47%，储能系统营收、盈利能力均稳步提升。2024 年

- 分产品看，光伏逆变器营收 291.27 亿元，同增 5.33%，毛利率 30.90%，同比-1.94pct。2024 年，公司光伏逆变器发货 147GW，同增 13%；储能系统营收 249.59 亿元，同增 40.21%，毛利率 36.69%，同比+4.07pct。2024 年，公司储能发货 28GWh，同比增长 167%；新能源投资开发营收 210.03 亿元，同比-15.08%；光伏电站发电营收 11.39 亿元，同增 100.82%；其他营收 16.29 亿元，同增 8.95%。
- 分地区看，中国大陆、海外（含中国港澳台）营收分别为 415.63/362.94 亿元，同比+6.90%/+8.76%，占营收比重 53%/47%。

公司 25Q1 净利率同环比提升。

- ✓ **毛利端：**24 年公司毛利率同比-0.41pct 至 29.94%；24Q4 毛利率 27.48%，同比-1.15pct，环比-2.03pct；25Q1 毛利率 35.13%，同比-1.54pct，环比+7.65pct。
- ✓ **费率端：**24 年公司销售/管理/研发/财务费率为 4.83%/1.54%/4.06%/0.37%，同比变动为-2.32pct/+0.33pct/+0.68pct/+0.34pct。
- ✓ **净利率：**24 年公司净利率同增 1.17pct 至 14.47%；24Q4 净利率 12.68%，同增 3.86pct，环比-1.48pct；25Q1 净利率 19.93%，同增 3.22pct，环比+7.25pct。

投资建议：维持“增持”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 124.42/140.29/153.58 亿元，同比+12.7%/+12.7%/+9.5%，维持“增持”评级。

风险提示：海外光储需求不及预期、政策变化风险、预测偏差和估值风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72,251	77,857	92,529	106,152	118,613
增长率 yoy（%）	79.5	7.8	18.8	14.7	11.7
归母净利润（百万元）	9,440	11,036	12,442	14,029	15,358
增长率 yoy（%）	162.7	16.9	12.7	12.7	9.5
EPS 最新摊薄（元/股）	4.55	5.32	6.00	6.77	7.41
净资产收益率（%）	34.1	29.9	26.7	24.3	21.9
P/E（倍）	13.6	11.7	10.3	9.2	8.4
P/B（倍）	4.6	3.5	2.8	2.2	1.8

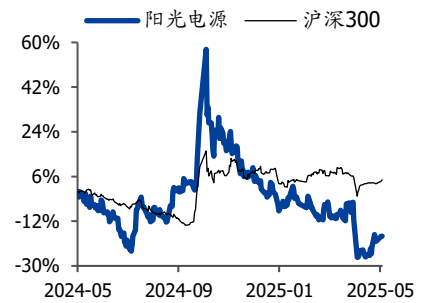
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 07 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
05 月 07 日收盘价（元）	62.10
总市值（百万元）	128,746.43
总股本（百万股）	2,073.21
其中自由流通股（%）	76.69
30 日日均成交量（百万股）	39.99

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

分析师 杨凡仪

执业证书编号：S0680522070008

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 1、《阳光电源（300274.SZ）：Q2 盈利能力超预期，光储业务稳健增长》 2024-09-01
- 2、《阳光电源（300274.SZ）：光储龙头业绩持续超预期，24Q1 仍处较高盈利水平》 2024-05-05
- 3、《阳光电源（300274.SZ）：光储龙头业绩持续超预期，单季盈利能力同环比提升》 2023-11-02

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	115209	135222	155254
现金	18031	19799	26206	33567	41602
应收票据及应收账款	21791	28486	33854	38838	43398
其他应收款	1409	1761	2092	2401	2682
预付账款	543	411	169	196	221
存货	21442	29028	35047	40241	45274
其他流动资产	6069	15664	17840	19979	22076
非流动资产	13593	19925	23286	25760	27914
长期投资	440	484	528	572	615
固定资产	6438	9002	10936	12560	13873
无形资产	732	1122	1075	1028	980
其他非流动资产	5982	9317	10747	11601	12446
资产总计	82877	115074	138496	160982	183168
流动负债	45937	60298	72168	82582	91664
短期借款	2793	4214	5634	6623	6623
应付票据及应付账款	28486	36757	44652	51186	57586
其他流动负债	14658	19327	21882	24773	27456
非流动负债	7485	14577	16150	16715	17220
长期借款	4180	4863	5497	6081	6615
其他非流动负债	3305	9714	10653	10634	10605
负债合计	53422	74875	88318	99297	108884
少数股东权益	1749	3294	3551	3840	4158
股本	1485	2073	2073	2073	2073
资本公积	7606	7013	6994	6994	6994
留存收益	19795	29412	39383	50602	62883
归属母公司股东权益	27705	36905	46627	57845	70126
负债和股东权益	82877	115074	138496	160982	183168

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	11937	13480	15577
净利润	9609	11264	12699	14318	15675
折旧摊销	678	865	1554	1865	2176
财务费用	485	345	609	708	768
投资损失	-67	-420	-336	-369	-351
营运资金变动	-4682	-925	-2947	-3412	-3049
其他经营现金流	959	938	358	370	358
投资活动现金流	-3821	-10853	-4567	-4124	-4172
资本支出	-2743	-2785	-4325	-4300	-4330
长期投资	-1178	-8467	-173	-173	-173
其他投资现金流	100	399	-70	349	331
筹资活动现金流	3280	259	-984	-1995	-3370
短期借款	1371	1421	1421	989	0
长期借款	18	684	634	584	534
普通股增加	0	588	0	0	0
资本公积增加	553	-593	-19	0	0
其他筹资现金流	1337	-1840	-3020	-3567	-3904
现金净增加额	6465	1450	6407	7361	8035

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72251	77857	92529	106152	118613
营业成本	52613	54545	66811	77230	87251
营业税金及附加	324	403	479	550	614
营业费用	2872	3761	4377	5074	5551
管理费用	873	1201	1890	2168	2067
研发费用	2447	3164	3760	4313	4820
财务费用	21	290	15	-78	-239
资产减值损失	-1301	-778	-521	-360	-318
其他收益	266	366	292	322	306
公允价值变动收益	36	64	45	45	45
投资净收益	97	420	336	369	351
资产处置收益	-5	1	0	0	0
营业利润	11466	13564	15350	17271	18933
营业外收入	25	24	-36	-11	-41
营业外支出	32	44	44	44	44
利润总额	11460	13544	15270	17217	18848
所得税	1851	2280	2571	2898	3173
净利润	9609	11264	12699	14318	15675
少数股东损益	169	228	257	290	317
归属母公司净利润	9440	11036	12442	14029	15358
EBITDA	12139	14319	16838	19003	20785
EPS (元/股)	4.55	5.32	6.00	6.77	7.41

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	18.8	14.7	11.7
营业利润(%)	176.9	18.3	13.2	12.5	9.6
归属母公司净利润(%)	162.7	16.9	12.7	12.7	9.5
获利能力					
毛利率(%)	27.2	29.9	27.8	27.2	26.4
净利率(%)	13.1	14.2	13.4	13.2	12.9
ROE(%)	34.1	29.9	26.7	24.3	21.9
ROIC(%)	25.2	21.7	20.2	18.8	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	65.1	63.8	61.7	59.4
净负债比率(%)	-31.9	-21.1	-26.8	-31.2	-36.1
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
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	3.0	3.0
应付账款周转率	3.6	3.0	2.9	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.55	5.32	6.00	6.77	7.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.37	5.82	5.76	6.50	7.51
每股净资产(最新摊薄)	13.36	17.80	22.49	27.90	33.82
估值比率					
P/E	13.6	11.7	10.3	9.2	8.4
P/B	4.6	3.5	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	9.9	10.1	6.8	5.8	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 07 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com