

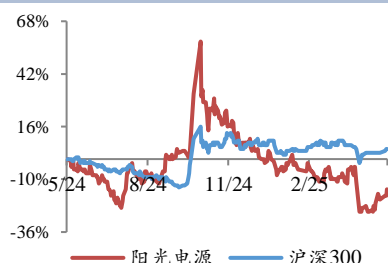
## 光储行业领军者，25Q1 业绩超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-09

收盘价（元）	60.60
近 12 个月最高/最低（元）	119.19/52.98
总股本（百万股）	2,073
流通股本（百万股）	1,590
流通股比例（%）	76.69
总市值（亿元）	1,256
流通市值（亿元）	964

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

### 相关报告

1. 储能系统出货高增，全球竞争力强劲 2024-11-05
2. 光储盈利能力优异，竞争实力彰显 2024-08-27
3. 报表稳健业绩高增，彰显强劲实力 2024-05-08

### 主要观点：

#### ● 业绩情况：2024 年及 25Q1 持续超预期，储能业务快速起量

公司 2024 年实现营收 778.57 亿元，YoY+7.76%；归母净利润 110.36 亿元，YoY+16.92%；扣非归母净利 106.93 亿元，YoY+16.03%。毛利率为 29.94%，同比-0.42Pct。公司 24Q4 实现营收 279.11 亿元，同比+8.03%；归母净利润 34.36 亿元，同比+54.98%；扣非归母净利 33.13 亿元，同比+54.74%。毛利率为 27.48%，同比下降 1.15Pct。公司 25Q1 实现营收 190.36 亿元，YoY+50.92%；归母净利润 38.26 亿元，YoY+82.52%；扣非归母净利 36.76 亿元，YoY+76.46%。毛利率为 35.13%，同比下降 1.54Pct，远期外汇产品带动公司投资收益 1.67 亿元。25Q1 业绩超预期，主要系一季度公司加快海外储能系统出货节奏，实现营收快速增长。

#### ● 光伏逆变器业务：发货量全球领先，业务稳定增长

2024 年公司光伏逆变器发货量为 147GW，同比+13.08%；实现收入 291.27 亿元，同比+5.33%；毛利率为 30.90%，同比-7.03Pct。公司持续推进全球化品牌战略，产品销往全球 180+ 国家和地区，光伏逆变器出货蝉联全球第一，光伏逆变器可融资性排名全球第一。

#### ● 储能系统业务：需求和盈利水平共振，储能业务表现亮眼

2024 年公司储能系统发货量为 28GWh，同比+167%；实现收入 249.59 亿元，同比+40.21%；毛利率为 36.69%，同比-0.78pct。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。此外，阳光电源发布首款面向 10/20kV 大工业场景的工商业液冷储能系统 PowerStack 835CS，引领工商储迈入场景化定制时代。从核心竞争力来看，公司产品、成本、品牌优势构筑高壁垒，随大容量电芯迭代、构网型等技术升级、海外产能扩建推进，我们认为公司全球竞争力与份额有望进一步夯实，充分受益于光储需求高增。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 126/141/157 亿元，对应 PE10/9/8x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

全球光储需求不及预期；公司订单交付不及预期；海外贸易政策变化。

## ● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	779	1030	1159	1312
收入同比 (%)	7.8%	32.3%	12.5%	13.2%
归属母公司净利润	110	126	141	157
净利润同比 (%)	16.9%	14.3%	11.6%	11.4%
毛利率 (%)	29.9%	27.6%	27.5%	27.4%
ROE (%)	29.9%	25.4%	22.1%	19.7%
每股收益 (元)	5.32	6.08	6.79	7.56
P/E	13.88	9.96	8.93	8.02
P/B	4.15	2.53	1.97	1.58
EV/EBITDA	10.10	6.68	5.44	4.33

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	951	1194	1415	1652					
现金	198	293	417	540					
应收账款	276	343	386	437					
其他应收款	18	22	24	28					
预付账款	4	7	7	8					
存货	290	350	395	447					
其他流动资产	165	179	185	192					
非流动资产	199	232	257	275					
长期投资	5	5	5	5					
固定资产	90	117	141	161					
无形资产	11	11	11	11					
其他非流动资产	93	100	100	99					
资产总计	1151	1426	1672	1928					
流动负债	603	731	825	921					
短期借款	42	57	70	70					
应付账款	210	254	286	324					
其他流动负债	351	421	469	527					
非流动负债	146	163	171	171					
长期借款	49	57	65	65					
其他非流动负债	97	107	107	107					
负债合计	749	895	996	1092					
少数股东权益	33	36	38	42					
股本	21	21	21	21					
资本公积	70	70	70	70					
留存收益	278	406	546	703					
归属母公司股东权	369	496	637	794					
负债和股东权益	1151	1426	1672	1928					

现金流量表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	121	113	144	160					
净利润	113	129	144	160					
折旧摊销	9	11	13	15					
财务费用	3	3	4	4					
投资损失	-4	0	0	0					
营运资金变动	-9	-28	-16	-19					
其他经营现金流	131	155	160	179					
投资活动现金流	-109	-42	-38	-33					
资本支出	-28	-38	-38	-33					
长期投资	-85	0	0	0					
其他投资现金流	4	-4	0	0					
筹资活动现金流	3	24	17	-4					
短期借款	14	15	13	0					
长期借款	7	8	8	0					
普通股增加	6	0	0	0					
资本公积增加	-6	0	0	0					
其他筹资现金流	-18	1	-4	-4					
现金净增加额	15	95	123	123					

利润表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	779	1030	1159	1312					
营业成本	545	746	840	952					
营业税金及附加	4	6	7	8					
销售费用	38	54	61	70					
管理费用	12	19	21	26					
财务费用	3	-2	-4	-7					
资产减值损失	-8	0	0	0					
公允价值变动收益	1	0	0	0					
投资净收益	4	0	0	0					
营业利润	136	155	173	193					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	135	155	173	192					
所得税	23	26	29	32					
净利润	113	129	144	160					
少数股东损益	2	3	3	3					
归属母公司净利润	110	126	141	157					
EBITDA	143	164	182	201					
EPS（元）	5.32	6.08	6.79	7.56					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.8%	32.3%	12.5%	13.2%
营业利润	18.3%	14.2%	11.6%	11.4%
归属于母公司净利	16.9%	14.3%	11.6%	11.4%
获利能力				
毛利率（%）	29.9%	27.6%	27.5%	27.4%
净利率（%）	14.2%	12.2%	12.1%	11.9%
ROE（%）	29.9%	25.4%	22.1%	19.7%
ROIC（%）	21.7%	19.2%	17.0%	15.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	65.1%	62.7%	59.6%	56.7%
净负债比率（%）	186.3%	168.2%	147.5%	130.8%
流动比率	1.58	1.63	1.71	1.79
速动比率	1.02	1.07	1.16	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.80	0.75	0.73
应收账款周转率	3.19	3.32	3.18	3.19
应付账款周转率	2.99	3.22	3.12	3.12
每股指标（元）				
每股收益	5.32	6.08	6.79	7.56
每股经营现金流薄）	5.82	5.44	6.95	7.70
每股净资产	17.80	23.94	30.72	38.28
估值比率				
P/E	13.88	9.96	8.93	8.02
P/B	4.15	2.53	1.97	1.58
EV/EBITDA	10.10	6.68	5.44	4.33

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。