

业绩实现高增，储能业务全球多点开花

核心观点

阳光电源 2024 年以储能业务爆发式增长成为公司业绩快速提升的核心驱动力，全年储能收入增速 40% 远超行业，毛利率 36.7% 印证龙头溢价实力。公司推出的 PowerTitan 2.0 液冷系统斩获中东 7.8GWh+英国 4.4GWh 超级订单奠定高弹性。我们预计 2025 年公司储能系统出货有望达到 40GWh 以上，有望进一步实现高增。逆变器业务方面，目前行业格局稳定，公司通过技术代差与全球化产能塑造多维壁垒，市场地位稳固，预计后续毛利率保持平稳。

事件

公司发布 2024 年报&2025 一季报

公司全年实现营业收入 778.57 亿元（同比+7.76%）；归母净利润 110.36 亿元（同比+16.92%）；扣非后归母净利润 109.92 亿元（同比+16.03%）。Q4 单季收入 279.11 亿元（同比+8.03%，环比+47.50%）；归母净利润 34.37 亿元（同比+55.05%，环比+30.16%）；扣非后归母净利润 34.37 亿元（同比+54.80%，环比+30.16%）。

2025Q1，公司实现营业收入 190.36 亿元（同比+50.92%，环比-31.79%）；归母净利润 38.26 亿元（同比+82.52%，环比+11.32%）；扣非后归母净利润 38.03 亿元（同比+76.50%，环比+10.65%）。

简评

储能：出货及收入维持高增，订单全球多点开花

2024 年全球储能行业需求保持高速增长，公司作为全球储能龙头之一，全年储能系统发货量 28GWh，同比+167%，收入 249.59 亿元，同比+40.21%，增速大幅领先全球储能行业平均水平。公司在高压直流侧集成领域的技术优势推动毛利率升至 36.69%（同比+4.07pct），盈利能力领跑同业。核心产品 PowerTitan 2.0 液冷系统凭借高能量密度设计在中东及欧洲市场快速渗透，接连中标英国最大储能项目（规模 4.4GWh）及中东 7.8GWh 标杆项目，全球订单多点开花，印证全链条成本控制和技术溢价能力。截至 2025Q1，公司储能系统出货 12GWh，同比实现大幅增长。我们预计公司 2025 年储能系统出货目标有望达到 40-50GWh 规模，继续保持高速增长。

阳光电源 (300274.SZ)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025 年 05 月 25 日

当前股价：60.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.75/6.28	-10.18/-9.27	-42.22/-48.23
12 月最高/最低价 (元)		119.19/55.70
总股本 (万股)		207,321.14
流通 A 股 (万股)		158,970.94
总市值 (亿元)		1,256.37
流通市值 (亿元)		963.36
近 3 月日均成交量 (万)		4078.83
主要股东		
曹仁贤		30.46%

股价表现



逆变器：行业格局稳定，龙头优势明显

光伏逆变器业务 2024 年全球发货量 147GW（同比+13%），全球市占率第一的优势进一步扩大。但受分销渠道占比提升及欧洲货币贬值冲击，整体毛利率下滑至 30.90%（同比-1.94pct）。公司通过 2000V 高压逆变器率先适配大型地面电站需求，在欧洲阳台光伏市场推出微逆产品（MLPE 系列）实现单品毛利率超 40%，支撑高潜力细分场景渗透率提升。技术端构建的“高压+模块化”壁垒，叠加供应链国产化降本（IGBT 自供率提至 60%），以及行业格局稳固，有助于公司逆变器业务毛利率保持稳定。

现金流现金流改善明显，资产负债结构进一步优化，产品优势有望推动订单进一步增长

2024 年经营性净现金流 120.68 亿元（同比+72.9%），存货周转天数降至 98 天，资产负债率连续下行至 64.16%。研发投入 31.64 亿元（同比+29.3%）。公司聚焦电力电子技术研发，专注构网型储能、2000V 高压系统等前沿技术，新增专利 9401 项（发明专利占比 54%），持续加固技术护城河。随着新能源渗透率的不断提升，储能系统的构网能力愈发重要。

盈利预测及投资建议

公司作为全球大储龙头，品牌、研发、渠道优势明显，2025 年储能系统出货有望实现高增。我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 934.52、1077.31、1195.17 亿元，归母净利润 120.35、131.40、139.47 亿元，对应当前 PE 估值 10.44、9.56、9.01 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,250.67	77,856.97	93,451.72	107,731.14	119,516.93
YoY(%)	79.47	7.76	20.03	15.28	10.94
净利润(百万元)	9,439.56	11,036.28	12,035.23	13,139.97	13,947.11
YoY(%)	162.69	16.92	9.05	9.18	6.14
毛利率(%)	30.36	29.94	26.80	25.98	25.33
净利率(%)	13.07	14.18	12.88	12.20	11.67
ROE(%)	34.07	29.90	25.09	21.88	19.14
EPS(摊薄/元)	4.55	5.32	5.81	6.34	6.73
P/E(倍)	13.31	11.38	10.44	9.56	9.01
P/B(倍)	4.53	3.40	2.62	2.09	1.72

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、全球光储需求放缓与行业价格战风险：全球经济周期与政策调整导致光储需求增速放缓，叠加光伏逆变器及储能领域产能过剩，市场竞争可能进一步加剧。公司核心产品价格若持续承压，高毛利市场的盈利空间或受挤压，存货周转效率下滑风险提升。2、美国关税升级与地缘产能布局风险：美国对中国储能产品的关税壁垒及本土化条款趋严，公司尽管通过东南亚产能规避风险，但国际物流与政策变动的潜在阻力可能推高出口成本，海外高利润市场订单增长或显著放缓，影响整体出海战略的推进。3、储能成本波动与技术替代压力：碳酸锂等原材料价格反弹与关键部件依赖进口的供应链风险，可能削弱公司成本管控优势；同时头部企业通过技术迭代加速行业降本，若差异化竞争力不足，产品溢价能力及市场份额或面临双重挑战。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk