2025 年 08 月 25 日

阳光电源（300274.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

储能盈利保持高位，经营现金流持续改善

业绩简评

8 月 25 日公司披露半年报，上半年实现营收 435 亿元，同比增长 40.34%；实现归母净利润 77.35 亿元，同比增长 55.97%。其中，Q2 实现营收 245 亿元，同比增长 192.46%；实现归母净利润 39.08 亿元，同比增长 36.50%，符合预期。

经营分析

国内出货占比提升略影响逆变器盈利水平。逆变器实现营收 153.27 亿元，同比增长 17.06%，毛利率为 35.74%，同比下降 1.88pct。上半年全球光伏新增装机 310GW，同比+60%，国内新增装机 212GW，同比+107%，受到国内光伏抢装高增速影响，公司上半年低价、低毛利产品提升，略微拖累公司收入增速和毛利率水平。

储能收入同比大增，盈利保持高位。储能系统实现营收 178.03 亿元，同比增长 127.78%，毛利率 39.92%，同比微降 0.16pct。上半年全球储能装机 109GWh，同比增长 68%，需求拉动下公司收入同比实现翻倍以上增长，同时凭借优秀的供应链管理能力，公司毛利率同比保持高位。

资产及信用减值合计 9.56 亿元。上半年公司资产减值损失 6.93 亿元，其中存货跌价损失 5.77 亿元。信用减值损失 2.63 亿元，其中应收账款坏账损失 2.65 亿元。

经营现金流持续改善。上半年公司经营活动现金流净额 34.34 亿元，较去年同期增加 60.38 亿元，连续四个季度经营现金流为正，体现回款能力增强及运营效率提升。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 144、172、203 亿元，对应 PE 为 15、12、10 倍，维持“买入”评级和重点推荐。

风险提示

人民币汇率波动；国际贸易政策风险。

新能源与电力设备组

分析师：**姚遥**（**执业 S1130512080001**）

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：**宇文甸**（**执业 S1130522010005**）

yuwendian@gjzq.com.cn

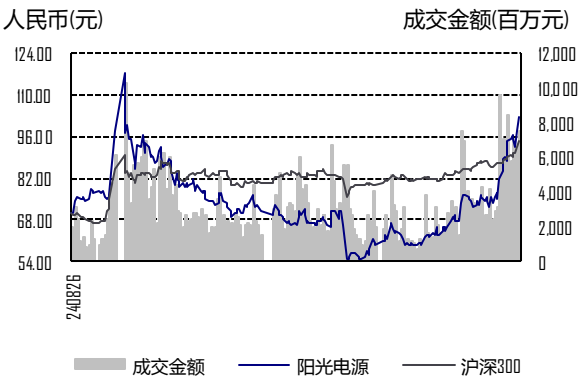
市价（人民币）：102.60 元

相关报告：

1.《阳光电源公司点评：Q1 业绩大超预期，经营现金流创历史新高》，2025.4.27

2.《阳光电源公司点评：费用管控成效初现，年末确收有望加速》，2024.11.1

3.《阳光电源公司深度研究：逆境中绽放，质疑中成长》，2024.8.26



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,251	77,857	113,753	132,913	152,625
营业收入增长率	79.47%	7.76%	46.11%	16.84%	14.83%
归母净利润(百万元)	9,440	11,036	14,413	17,178	20,281
归母净利润增长率	162.69%	16.92%	30.60%	19.18%	18.06%
摊薄每股收益(元)	6.36	5.32	6.95	8.29	9.78
每股经营性现金流净额	4.70	5.82	2.69	5.39	6.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.07%	29.90%	28.62%	26.81%	25.24%
P/E	13.78	13.87	14.76	12.38	10.49
P/B	4.70	4.15	4.22	3.32	2.65

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**40,257**	**72,251**	**77,857**	**113,753**	**132,913**	**152,625**
增长率		79.5%	7.8%	46.1%	16.8%	14.8%
主营业务成本	-30,376	-50,318	-54,545	-83,739	-98,763	-113,306
%销售收入	75.5%	69.6%	70.1%	73.6%	74.3%	74.2%
毛利	9,881	21,933	23,312	30,014	34,151	39,319
%销售收入	24.5%	30.4%	29.9%	26.4%	25.7%	25.8%
营业税金及附加	-143	-324	-403	-626	-731	-839
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-3,169	-5,167	-3,761	-4,550	-5,317	-6,105
%销售收入	7.9%	7.2%	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-612	-873	-1,201	-1,706	-1,861	-1,984
%销售收入	1.5%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
研发费用	-1,692	-2,447	-3,164	-4,323	-4,652	-5,037
%销售收入	4.2%	3.4%	4.1%	3.8%	3.5%	3.3%
息税前利润（EBIT）	4,265	13,121	14,784	18,810	21,590	25,353
%销售收入	10.6%	18.2%	19.0%	16.5%	16.2%	16.6%
财务费用	477	-21	-290	-281	-81	-158
%销售收入	-1.2%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-831	-2,028	-1,780	-1,046	-934	-913
公允价值变动收益	-30	36	64	0	0	0
投资收益	40	97	420	100	100	100
%税前利润	1.0%	0.8%	3.1%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	4,141	11,466	13,564	17,582	20,676	24,382
营业利润率	10.3%	15.9%	17.4%	15.5%	15.6%	16.0%
营业外收支	-7	-6	-20	0	0	0
税前利润	4,134	11,460	13,544	17,582	20,676	24,382
利润率	10.3%	15.9%	17.4%	15.5%	15.6%	16.0%
所得税	-439	-1,851	-2,280	-2,989	-3,308	-3,901
所得税率	10.6%	16.2%	16.8%	17.0%	16.0%	16.0%
净利润	3,695	9,609	11,264	14,593	17,368	20,481
少数股东损益	102	169	228	180	190	200
归属于母公司的净利润	**3,593**	**9,440**	**11,036**	**14,413**	**17,178**	**20,281**
净利率	8.9%	13.1%	14.2%	12.7%	12.9%	13.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,695	9,609	11,264	14,593	17,368	20,481
少数股东损益	102	169	228	180	190	200
非现金支出	1,299	2,706	2,645	1,797	1,788	1,837
非经营收益	-156	-652	-917	1,378	1,543	345
营运资金变动	-3,628	-4,682	-925	-10,618	-6,366	-4,329
经营活动现金净流	**1,210**	**6,982**	**12,068**	**7,151**	**14,333**	**18,334**
资本开支	-1,517	-2,743	-2,785	-1,270	-980	-1,580
投资	1,849	-1,178	-8,467	-320	-80	-80
其他	14	100	399	-100	0	0
投资活动现金净流	**346**	**-3,821**	**-10,853**	**-1,690**	**-1,060**	**-1,660**
股权募资	15	1,013	146	1,771	0	0
债权募资	3,192	3,289	897	-5,910	300	300
其他	-1,460	-1,022	-783	-3,325	-4,003	-4,537
筹资活动现金净流	**1,747**	**3,280**	**259**	**-7,464**	**-3,703**	**-4,237**
现金净流量	**3,242**	**6,465**	**1,450**	**-2,003**	**9,570**	**12,437**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,667	18,031	19,799	17,662	27,060	39,317
应收款项	17,101	23,973	31,414	35,692	43,299	49,415
存货	19,060	21,442	29,028	39,547	47,244	55,132
其他流动资产	4,166	5,839	14,908	19,533	21,455	22,872
流动资产	51,994	69,284	95,149	112,434	139,058	166,736
%总资产	84.4%	83.6%	82.7%	84.8%	87.6%	88.9%
长期投资	884	1,260	1,864	2,184	2,364	2,544
固定资产	5,732	8,124	11,267	12,098	12,563	12,875
%总资产	9.3%	9.8%	9.8%	9.1%	7.9%	6.9%
无形资产	439	822	1,539	1,963	2,062	2,153
非流动资产	9,632	13,593	19,925	20,217	19,622	20,759
%总资产	15.6%	16.4%	17.3%	15.2%	12.4%	11.1%
资产总计	**61,626**	**82,877**	**115,074**	**132,651**	**158,680**	**187,495**
短期借款	2,232	4,135	6,139	1,300	1,800	2,300
应付款项	26,686	29,904	38,208	48,895	57,654	66,135
其他流动负债	6,550	11,898	15,951	16,509	19,064	22,095
流动负债	35,469	45,937	60,298	66,704	78,518	90,531
长期贷款	4,162	4,180	4,863	7,295	7,295	7,295
其他长期负债	2,259	3,305	9,714	4,825	5,131	5,444
负债	41,889	53,422	74,875	78,824	90,945	103,271
普通股股东权益	18,666	27,705	36,905	50,353	64,071	80,361
其中：股本	1,485	1,485	2,073	2,661	2,661	2,661
未分配利润	9,613	18,729	28,346	40,098	53,816	70,105
少数股东权益	1,071	1,749	3,294	3,474	3,664	3,864
负债股东权益合计	**61,626**	**82,877**	**115,074**	**132,651**	**158,680**	**187,495**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.419	6.356	5.323	6.95	8.29	9.78
每股净资产	12.568	18.655	17.801	24.287	30.904	38.761
每股经营现金净流	0.815	4.701	5.821	2.687	5.386	6.889
每股股利	0.111	0.220	0.965	1.000	1.300	1.500
回报率						
净资产收益率	19.25%	34.07%	29.90%	28.62%	26.81%	25.24%
总资产收益率	5.83%	11.39%	9.59%	10.87%	10.83%	10.82%
投入资本收益率	14.58%	29.12%	23.98%	25.00%	23.60%	22.69%
增长率						
主营业务收入增长率	66.79%	79.47%	7.76%	46.11%	16.84%	14.83%
EBIT增长率	107.66%	207.64%	12.67%	27.23%	14.78%	17.43%
净利润增长率	127.04%	162.69%	16.92%	30.60%	19.18%	18.06%
总资产增长率	43.85%	34.48%	38.85%	15.27%	19.62%	18.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	102.2	88.2	114.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	179.2	146.9	168.9	175.0	180.0	185.0
应付账款周转天数	139.7	105.2	122.2	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	41.2	32.5	42.2	30.3	26.1	22.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.27%	-40.02%	-47.17%	-35.73%	-41.53%	-47.36%
EBIT利息保障倍数	-8.9	637.1	50.9	66.8	268.0	160.4
资产负债率	67.97%	64.46%	65.07%	59.42%	57.31%	55.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	12	23	32	72
增持	0	1	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.08**	**1.12**	**1.16**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究