

阳光电源（300274）

2025 年中报点评：全球光储龙头增长强劲，布局 AIDC 开拓第三增长曲线

买入（维持）

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书：S0600524080010

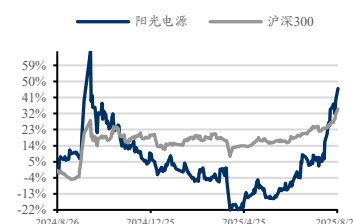
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	72,251	77,857	92,120	102,769	113,046
同比（%）	79.47	7.76	18.32	11.56	10.00
归母净利润（百万元）	9,440	11,036	14,040	16,201	17,894
同比（%）	162.69	16.92	27.22	15.39	10.45
EPS-最新摊薄（元/股）	4.55	5.32	6.77	7.81	8.63
P/E（现价&最新摊薄）	22.53	19.27	15.15	13.13	11.89

投资要点

- **事件：**公司 25H1 营收 435.3 亿元，同比+40.3%，归母净利润 77.3 亿元，同比+56%，毛利率 34.4%，同比+1.9pct，归母净利率 17.8%，同比+1.8pct。单 Q2 来看，25Q2 营收 245 亿元，同环比+33.1%/+28.7%，归母净利润 39.1 亿元，同环比+36.5%/+2.1%，毛利率 33.8%，同环比+4.3/-1.4pct，归母净利率 16%，同环比+0.4/-4.1pct。公司注重股东回报，25H1 拟向全体股东派发现金股利 19.5 亿元，占总利润的 25%。
- **上半年光伏逆变器业务稳健、储能业务高增长：**①25H1 光伏逆变器收入 153 亿元，同比+17.1%，毛利率 35.7%，同比-1.9pct。②25H1 储能系统收入 178 亿元，同比+127.8%，毛利率 39.9%，同比-0.2pct。③25H1 新能源投资开发收入 84.0 亿元，同比-6.2%，毛利率 18.1%，同比+1.2pct。
- **销售及研发费用有所提升、谨慎计提减值促稳健发展：**公司 25H1 期间费用 49 亿元，同比+23.4%，费用率 11.3%，同比-1.5pct；其中 Q2 期间费用 28.7 亿元，同环比+55.3%/+41%，费用率 11.7%，同环比+1.7/+1pct，其中销售/研发费用增长较多，销售费用 13.3 亿元同比+103%，研发费用 12.4 亿元同比+49%。25H1 经营性净现金流 34.3 亿元，同比增加 60.4 亿元；25H1 资本开支 14.6 亿元，同比+25.1%；25H1 末存货 297.1 亿元，较年初+2.3%。此外，公司计提资产减值损失 6.9 亿元、信用减值损失 2.6 亿元。
- **布局 AIDC 打造第三增长曲线：**公司把握 AIDC 快速发展机遇，依托电力电子技术优势，设立相关事业部开展 AIDC 电源业务，争取明年推出产品，有望打造第三增长曲线。
- **盈利预测与投资评级：**考虑美国关税及相关政策缓和，公司短期美国储能出货及关税有望恢复正常，我们上调 25~27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润分别为 140/162/179 亿元（前值为 120/141/161 亿元），同比增长 27.2%/15.4%/10.5%，对应 PE 为 15.2/13.1/11.9x，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，给定 26 年 18 倍 PE，对应目标价 140 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	102.60
一年最低/最高价	52.98/119.19
市净率(倍)	5.22
流通 A 股市值(百万元)	163,104.19
总市值(百万元)	212,711.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.67
资产负债率(% ,LF)	64.16
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,589.71

相关研究

《阳光电源(300274)：2024 年报及 2025 年一季报点评：储能持续高增，逆变器稳增，尽显全球龙头风范》

2025-04-27

《阳光电源(300274)：光储需求旺盛，全球龙头增长确定》

2025-03-25

阳光电源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	95,149	124,216	137,233	168,261	营业总收入	77,857	92,120	102,769	113,046
货币资金及交易性金融资产	29,964	47,207	52,852	71,287	营业成本(含金融类)	54,545	62,743	71,424	79,358
经营性应收款项	30,064	37,500	41,706	47,246	税金及附加	403	415	462	509
存货	29,028	32,377	34,610	40,689	销售费用	3,761	4,882	5,138	5,426
合同资产	1,615	2,476	2,584	2,742	管理费用	1,201	1,842	1,850	1,809
其他流动资产	4,478	4,657	5,481	6,298	研发费用	3,164	4,606	4,316	4,522
非流动资产	19,925	21,003	21,933	22,741	财务费用	290	187	174	233
长期股权投资	484	604	674	724	加:其他收益	366	368	411	452
固定资产及使用权资产	9,349	11,072	12,024	12,606	投资净收益	420	184	206	226
在建工程	2,265	1,121	672	488	公允价值变动	64	50	50	60
无形资产	1,122	1,513	1,904	2,295	减值损失	(1,780)	(900)	(400)	(200)
商誉	297	297	297	297	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	119	87	61	24	营业利润	13,564	17,148	19,670	21,727
其他非流动资产	6,288	6,308	6,301	6,308	营业外净收支	(20)	10	10	10
资产总计	115,074	145,219	159,166	191,002	利润总额	13,544	17,158	19,680	21,737
流动负债	60,298	76,116	73,532	87,109	减:所得税	2,280	2,831	3,149	3,478
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,139	7,339	8,639	10,599	净利润	11,264	14,327	16,531	18,259
经营性应付款项	36,758	55,867	50,134	59,948	减:少数股东损益	228	287	331	365
合同负债	10,026	5,835	6,642	7,380	归属母公司净利润	11,036	14,040	16,201	17,894
其他流动负债	7,374	7,075	8,117	9,182	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	6.77	7.81	8.63
非流动负债	14,577	14,577	14,577	14,577	EBIT	13,454	17,632	19,577	21,422
长期借款	4,863	4,863	4,863	4,863	EBITDA	14,319	18,678	20,735	22,670
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.94	31.89	30.50	29.80
租赁负债	315	315	315	315	归母净利率(%)	14.18	15.24	15.76	15.83
其他非流动负债	9,399	9,399	9,399	9,399	收入增长率(%)	7.76	18.32	11.56	10.00
负债合计	74,875	90,693	88,109	101,686	归母净利润增长率(%)	16.92	27.22	15.39	10.45
归属母公司股东权益	36,905	50,945	67,146	85,040					
少数股东权益	3,294	3,580	3,911	4,276					
所有者权益合计	40,199	54,526	71,057	89,316					
负债和股东权益	115,074	145,219	159,166	191,002					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,068	18,255	6,573	18,737	每股净资产(元)	17.80	24.57	32.39	41.02
投资活动现金流	(10,853)	(2,929)	(2,472)	(2,420)	最新发行在外股份(百万股)	2,073	2,073	2,073	2,073
筹资活动现金流	259	867	894	1,457	ROIC(%)	24.97	24.84	21.65	18.94
现金净增加额	1,450	16,192	4,995	17,775	ROE-摊薄(%)	29.90	27.56	24.13	21.04
折旧和摊销	865	1,046	1,157	1,248	资产负债率(%)	65.07	62.45	55.36	53.24
资本开支	(2,785)	(1,969)	(2,000)	(1,984)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.27	15.15	13.13	11.89
营运资本变动	(925)	1,893	(11,656)	(1,176)	P/B(现价)	5.76	4.18	3.17	2.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>