

新能源

| | | |
|------------|-------------|--------|
| 收盘价 | 目标价 | 潜在涨幅 |
| 人民币 102.60 | 人民币 119.00个 | +16.0% |

2025年8月26日

阳光电源 (300274 CH)

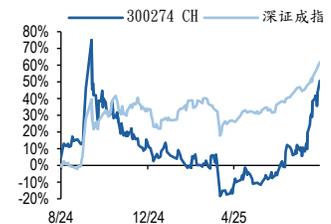
业绩大超预期，美国业务风险下降，布局 AIDC 打开估值提升空间

- 业绩大超预期，拟发行 H 股：2Q25 营收/盈利 245/39.1 亿元（人民币，下同），同比增 33%/37%，环比增 29%/2%，大超市场预期，或受对美抢出口一定程度拉动；毛利率 33.8%，同/环比+2.2/-1.4 个百分点，保持较高水平；销售/管理/研发/财务费用率 5.4%/2.1%/5.1%/-0.8%，同比 -0.2/+0.4/+0.5/-1.2 个百分点，研发投入力度加大。2 季度末合同负债环比降 9%，我们认为或预示下半年收入有所转弱。公司公告拟发行 H 股。
- 1H25 储能收入大增，储能/逆变器毛利率环比大幅回升：1H25 逆变器收入 153 亿元，同比增 17%，毛利率 35.7%，同/环比-1.9/+10.3 个百分点；储能系统收入 178 亿元，大增 128%，毛利率 39.9%，同/环比-0.2/+4.8 个百分点；新能源投资开发收入 84 亿元，下降 6%，毛利率 18.1%，同/环比+1.2/-3.2 个百分点。1H25 高毛利的境外收入大增 88%，收入占比 58%，同比提高 15 个百分点，推动综合毛利率同比提升 1.9 个百分点。
- 关税形势大幅改善，美国业务风险下降：5 月 12 日中美联合声明，美方暂停对华 24% 的“对等关税”90 天，8 月 12 日声明再次暂停 90 天，关税形势大幅改善。公司 5 月 12 日起已恢复对美正常发货，并在关税暂停期抓紧发货，即使后续关税出现波动对短期业绩影响也将较小。7 月 4 日大而美法案正式生效，将储能投资税收抵免期限从 2032 年延长至 2036 年，利好美国储能需求，同时 2025 年开工项目不受对受关注外国实体的限制，抢开工下这些项目仍有望提供未来几年需求。
- 布局 AIDC 打开估值提升空间，维持买入：公司正大力布局需求爆发式增长的 AIDC 电源业务，凭借在电力电子技术上的深入积累，我们预计该业务有望成为公司新的重要增长点，打开估值提升空间。我们上调 2025-27 年盈利 16%/17%/14%，估值基准由 12 倍 2025 年市盈率上调至 17 倍，目标价上调至 119.00 元（原 72.50 元），维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

| | |
|--------------|------------|
| 52周高位(人民币) | 119.19 |
| 52周低位(人民币) | 55.70 |
| 市值(百万人民币) | 162,148.01 |
| 日均成交量(百万) | 74.19 |
| 年初至今变化(%) | 38.97 |
| 200天平均价(人民币) | 69.02 |

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 收入(百万人民币) | 72,251 | 77,857 | 99,443 | 107,774 | 115,947 |
| 同比增长(%) | 79.5 | 7.8 | 27.7 | 8.4 | 7.6 |
| 净利润(百万人民币) | 9,440 | 11,036 | 14,510 | 14,709 | 15,282 |
| 每股盈利(人民币) | 4.55 | 5.32 | 7.00 | 7.09 | 7.37 |
| 同比增长(%) | 162.7 | 16.9 | 31.5 | 1.4 | 3.9 |
| 前EPS预测值(人民币) | | | 6.05 | 6.06 | 6.49 |
| 调整幅度(%) | | | 15.8 | 17.1 | 13.6 |
| 市盈率(倍) | 22.5 | 19.3 | 14.7 | 14.5 | 13.9 |
| 每股账面净值(人民币) | 13.36 | 17.80 | 23.40 | 29.08 | 34.97 |
| 市账率(倍) | 7.68 | 5.76 | 4.38 | 3.53 | 2.93 |
| 股息率(%) | 0.7 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

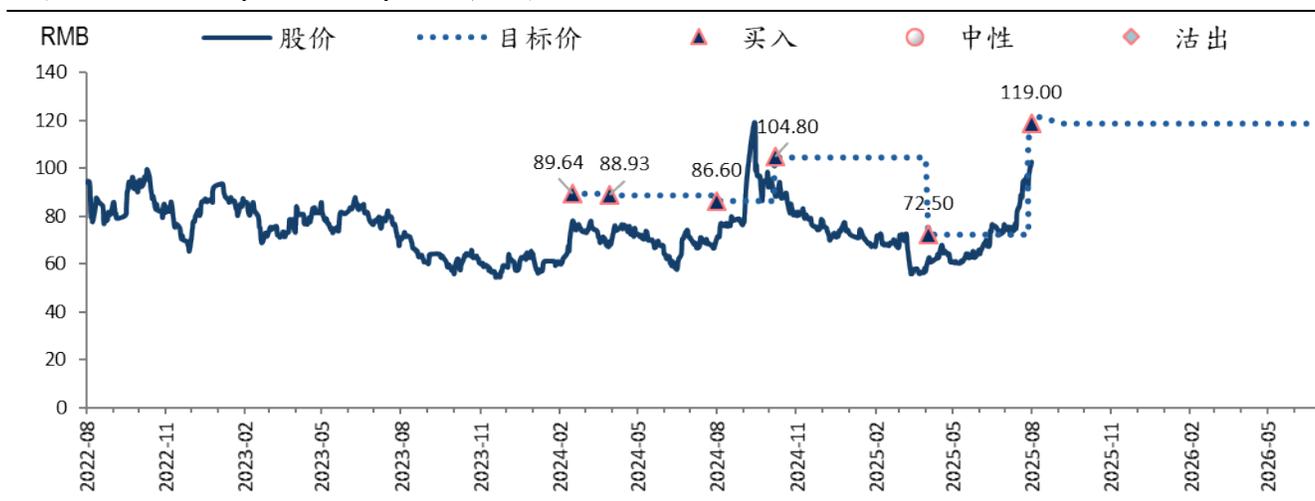
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：业绩概要

| 年结 12 月 31 日 (人民币百万元) | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 同比 (%) | 环比 (%) |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 18,406.2 | 18,926.2 | 27,911.0 | 19,036.4 | 24,496.7 | 33.1 | 28.7 |
| 营业成本 | -12,593.9 | -13,339.8 | -20,240.6 | -12,348.2 | -16,227.8 | 28.9 | 31.4 |
| 毛利 | 5,812.3 | 5,586.4 | 7,670.4 | 6,688.3 | 8,268.8 | 42.3 | 23.6 |
| 税金及附加 | -92.3 | -112.0 | -116.1 | -116.0 | -149.8 | 62.2 | 29.1 |
| 销售费用 | -1,037.1 | -1,004.0 | -983.3 | -960.7 | -1,329.2 | 28.2 | 38.4 |
| 管理费用 | -299.3 | -287.0 | -387.9 | -332.8 | -504.9 | 68.7 | 51.7 |
| 研发费用 | -830.0 | -890.0 | -787.3 | -799.3 | -1,238.0 | 49.2 | 54.9 |
| 财务费用 | -62.7 | -129.7 | 27.4 | 59.1 | 204.0 | NM | 245.0 |
| 其他收益 | 104.6 | 83.5 | 93.1 | 92.8 | 110.2 | 5.3 | 18.6 |
| 投资收益 | 163.7 | 114.4 | 67.5 | 166.0 | 126.1 | -23.0 | -24.1 |
| 资产减值损失 | -0.1 | -195.5 | -466.2 | -249.0 | -444.3 | NM | 78.4 |
| 信用减值损失 | -306.2 | -129.3 | -600.6 | -10.0 | -253.4 | -17.2 | NM |
| 资产处置收益 | 0.1 | -0.2 | 0.9 | 1.1 | 0.1 | 16.9 | -87.2 |
| 营业外收支 | -7.5 | -11.3 | -1.9 | -13.5 | 1.6 | NM | NM |
| 税前利润 | 3,453.8 | 3,078.2 | 4,517.5 | 4,562.8 | 4,805.7 | 39.1 | 5.3 |
| 所得税 | -514.9 | -398.8 | -979.4 | -769.5 | -768.8 | 49.3 | -0.1 |
| 净利润 | 2,938.9 | 2,679.4 | 3,538.2 | 3,793.3 | 4,036.9 | 37.4 | 6.4 |
| 少数股东损益 | -76.2 | -38.9 | -101.5 | 32.8 | -128.5 | 68.7 | NM |
| 归母净利润 | 2,862.8 | 2,640.5 | 3,436.7 | 3,826.2 | 3,908.4 | 36.5 | 2.1 |
| 扣非归母净利润 | 2,799.0 | 2,497.9 | 3,312.5 | 3,676.4 | 3,818.8 | 36.4 | 3.9 |

资料来源：公司资料，交银国际

图表2：阳光电源 (300274 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表3：交银国际新能源行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/评级 发表日期 | 子行业 |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------------|
| 2380 HK | 中国电力 | 买入 | 3.14 | 3.75 | 19.4% | 2025年08月22日 | 运营商 |
| 836 HK | 华润电力 | 买入 | 18.43 | 21.82 | 18.4% | 2025年08月21日 | 运营商 |
| 916 HK | 龙源电力 | 买入 | 6.87 | 8.23 | 19.8% | 2025年08月21日 | 运营商 |
| 579 HK | 京能清洁能源 | 买入 | 2.39 | 3.03 | 26.8% | 2025年05月02日 | 运营商 |
| 1798 HK | 大唐新能源 | 买入 | 2.36 | 2.65 | 12.3% | 2025年03月31日 | 运营商 |
| 300274 CH | 阳光电源 | 买入 | 102.60 | 119.00 | 16.0% | 2025年08月26日 | 光伏制造 (逆变器) |
| 688390 CH | 固德威 | 中性 | 49.40 | 43.30 | -12.3% | 2025年04月29日 | 光伏制造 (逆变器) |
| 1799 HK | 新特能源 | 买入 | 7.15 | 6.28 | -12.2% | 2025年04月02日 | 光伏制造 (多晶硅) |
| 3800 HK | 协鑫科技 | 买入 | 1.24 | 1.49 | 20.2% | 2025年03月31日 | 光伏制造 (多晶硅) |
| 968 HK | 信义光能 | 买入 | 3.29 | 3.70 | 12.5% | 2025年08月04日 | 光伏制造 (光伏玻璃) |
| 6865 HK | 福莱特玻璃 | 买入 | 10.53 | 11.45 | 8.7% | 2025年07月18日 | 光伏制造 (光伏玻璃) |
| 1108 HK | 凯盛新能 | 中性 | 4.70 | 3.47 | -26.2% | 2025年04月01日 | 光伏制造 (光伏玻璃) |
| 002865 CH | 钧达股份 | 买入 | 49.68 | 57.70 | 16.1% | 2025年08月26日 | 光伏制造 (电池片) |

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2025年8月25日

财务数据

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 72,251 | 77,857 | 99,443 | 107,774 | 115,947 |
| 主营业务成本 | (52,613) | (54,545) | (69,527) | (77,081) | (84,163) |
| 毛利 | 19,638 | 23,312 | 29,916 | 30,693 | 31,784 |
| 销售及管理费用 | (3,745) | (4,961) | (6,663) | (7,113) | (7,537) |
| 研发费用 | (2,447) | (3,164) | (4,475) | (4,742) | (4,986) |
| 其他经营净收入/费用 | (58) | (38) | (76) | (32) | 31 |
| 经营利润 | 13,387 | 15,150 | 18,702 | 18,806 | 19,293 |
| 财务成本净额 | (21) | (290) | (308) | (326) | (83) |
| 应占联营公司利润及亏损 | 97 | 420 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营净收入/费用 | (2,003) | (1,735) | (1,150) | (1,000) | (1,050) |
| 税前利润 | 11,460 | 13,544 | 17,243 | 17,480 | 18,160 |
| 税费 | (1,851) | (2,280) | (2,586) | (2,622) | (2,724) |
| 非控股权益 | (169) | (228) | (147) | (149) | (154) |
| 净利润 | 9,440 | 11,036 | 14,510 | 14,709 | 15,282 |
| 作每股收益计算的净利润 | 9,440 | 11,036 | 14,510 | 14,709 | 15,282 |

| 截至12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 16,267 | 17,717 | 19,889 | 21,555 | 24,917 |
| 有价证券 | 2,072 | 10,165 | 10,165 | 10,165 | 10,165 |
| 应收账款及票据 | 22,564 | 29,653 | 37,874 | 41,047 | 44,160 |
| 存货 | 21,442 | 29,028 | 34,764 | 38,541 | 42,082 |
| 其他流动资产 | 6,939 | 8,586 | 8,586 | 8,586 | 8,586 |
| 总流动资产 | 69,284 | 95,149 | 111,277 | 119,893 | 129,910 |
| 物业、厂房及设备 | 6,438 | 9,002 | 10,622 | 12,072 | 13,354 |
| 无形资产 | 822 | 1,539 | 1,595 | 1,654 | 1,716 |
| 合资企业/联营公司投资 | 440 | 484 | 484 | 484 | 484 |
| 长期应收收入 | 320 | 286 | 286 | 286 | 286 |
| 其他长期资产 | 5,572 | 8,614 | 8,614 | 8,614 | 8,614 |
| 总长期资产 | 13,593 | 19,925 | 21,601 | 23,111 | 24,454 |
| 总资产 | 82,877 | 115,074 | 132,879 | 143,004 | 154,364 |
| 短期贷款 | 2,793 | 4,214 | 6,480 | 2,704 | 0 |
| 应付账款 | 28,486 | 36,757 | 45,193 | 50,103 | 54,706 |
| 其他短期负债 | 14,658 | 19,327 | 19,400 | 19,476 | 19,556 |
| 总流动负债 | 45,937 | 60,298 | 71,073 | 72,282 | 74,262 |
| 长期贷款 | 4,180 | 4,863 | 4,863 | 2,863 | 863 |
| 其他长期负债 | 3,305 | 9,714 | 4,989 | 3,989 | 2,989 |
| 总长期负债 | 7,485 | 14,577 | 9,853 | 6,853 | 3,853 |
| 总负债 | 53,422 | 74,875 | 80,925 | 79,135 | 78,114 |
| 股本 | 1,485 | 2,073 | 2,073 | 2,073 | 2,073 |
| 储备及其他资本项目 | 26,220 | 34,832 | 46,440 | 58,208 | 70,433 |
| 股东权益 | 27,705 | 36,905 | 48,513 | 60,281 | 72,506 |
| 非控股权益 | 1,749 | 3,294 | 3,440 | 3,589 | 3,743 |
| 总权益 | 29,454 | 40,199 | 51,953 | 63,870 | 76,249 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 9,609 | 11,264 | 14,657 | 14,858 | 15,436 |
| 折旧及摊销 | 505 | 719 | 880 | 1,049 | 1,219 |
| 营运资本变动 | (6,879) | (2,636) | (10,174) | (2,964) | (2,971) |
| 其他经营活动现金流 | 3,746 | 2,721 | 308 | 326 | 83 |
| 经营活动现金流 | 6,982 | 12,068 | 5,671 | 13,270 | 13,767 |
| 资本开支 | (2,741) | (2,786) | (2,556) | (2,559) | (2,562) |
| 其他投资活动现金流 | (1,080) | (8,067) | 0 | 0 | 1 |
| 投资活动现金流 | (3,821) | (10,853) | (2,556) | (2,559) | (2,561) |
| 负债净变动 | 3,289 | 897 | 2,267 | (5,777) | (4,705) |
| 其他融资活动现金流 | (10) | (638) | (3,211) | (3,268) | (3,139) |
| 融资活动现金流 | 3,280 | 259 | (944) | (9,045) | (7,844) |
| 汇率收益/损失 | 25 | (24) | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金 | 9,802 | 16,267 | 17,717 | 19,889 | 21,555 |
| 年末现金 | 16,267 | 17,717 | 19,889 | 21,555 | 24,917 |

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标(人民币) | | | | | |
| 核心每股收益 | 4.553 | 5.323 | 6.999 | 7.095 | 7.371 |
| 全面摊薄每股收益 | 4.553 | 5.323 | 6.999 | 7.095 | 7.371 |
| 每股股息 | 0.689 | 1.080 | 1.400 | 1.419 | 1.474 |
| 每股账面值 | 13.363 | 17.801 | 23.400 | 29.076 | 34.973 |
| 利润率分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 27.2 | 29.9 | 30.1 | 28.5 | 27.4 |
| EBITDA利润率 | 16.7 | 18.5 | 18.2 | 17.2 | 16.7 |
| EBIT利润率 | 16.0 | 17.6 | 17.3 | 16.2 | 15.7 |
| 净利率 | 13.1 | 14.2 | 14.6 | 13.6 | 13.2 |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| ROA | 13.1 | 11.2 | 11.7 | 10.7 | 10.3 |
| ROE | 38.4 | 31.7 | 31.5 | 25.4 | 21.8 |
| 其他 | | | | | |
| 净负债权益比(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 存货周转天数 | 140.5 | 168.9 | 167.4 | 173.6 | 174.8 |
| 应收账款周转天数 | 97.2 | 122.4 | 123.9 | 133.6 | 134.1 |
| 应付账款周转天数 | 188.7 | 218.3 | 215.1 | 225.6 | 227.3 |

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。