

公司业绩有望迎来收获期，AI 建设浪潮提升估值

电力设备

——阳光电源首次覆盖报告

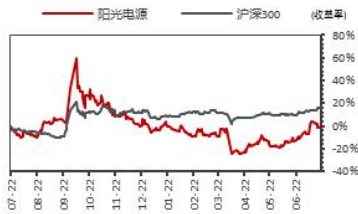
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 08 月 26 日
收盘价 (元)	97.01
一年内最高/最低 (元)	119.19/52.98
市净率	4.7
股息率 (分红/股价)	1.10
流通 A 股市值 (百万元)	154,218
上证指数/深证成指	3,868/12,473
注: "股息率" 以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2025 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	20.5
资产负债率%	61.33
总股本/流通 A 股 (百万)	2,073/1,590
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势:



资料来源: 聚源数据

相关研究

证券分析师

朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

投资要点:

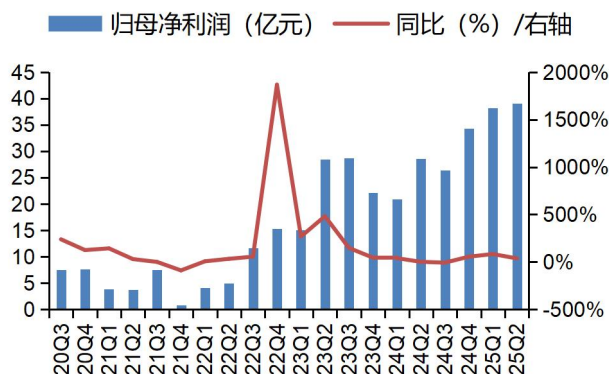
- **投资建议:** 首次覆盖, 给予"买入"评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 142 /154/163 亿元, 对应 PE 分别为 15/14/13 倍。考虑公司业绩有望迎来收获期, AI 建设浪潮提升估值, 给予"买入"评级。
- **关键假设点:** 1) 逆变器业务: 随着全球光伏需求稳步增长, 考虑公司在全球份额稳固, 叠加行业稳步降价, 预计公司 25-27 年逆变器业务收入增速为 15%/10%/5%。2) 储能业务: 全球储能需求快速增长, 公司处于领先地位, 考虑竞争逐渐加剧, 预计公司 25-27 年储能业务收入增速为 30%/20%/10%。
- **有别于大众的认识:** (1) 光储产品出海壁垒高, 叠加国内市场化改革, 公司毛利率表现有望超预期。市场担心光伏逆变器和储能内卷加剧, 公司毛利率会逐步降低。我们认为, 1) 逆变器: 格局一直比较稳定, 公司盈利能力也较稳定。2024 年全球光伏逆变器出货量华为和阳光电源连续第十年位列第一和第二, 两家合计占据了全球逆变器市场超 50%的份额。2) 储能: 海外主要市场竞争格局基本稳定, 国内市场有望进一步优化。随着中国电力市场化的推进, 储能使用率会提升, 下游客户对产品的要求提高, 从仅仅关注 capex 到更加注重 opex, 对产品安全性、在线率、充放电效率、循环次数等指标要求更高, 预计格局会进一步优化。(2) 短期政策不确定性被充分定价, 长期盈利能力有望保持较高水平。市场担心美国关税壁垒加剧, 公司海外业务占比超过 50%, 影响较大。我们认为, 1) 短期看, 公司估值仍然处于行业偏低水平, 短期政策不确定性被充分定价, 甚至过度悲观。2) 长远来看, 公司的长期盈利水平取决于公司综合实力, 公司一方面会加大研发创新力度, 与上游电芯企业紧密配合绑定, 提高产业链一体化能力; 另一方面公司深耕全球市场, 已经形成了面向 180+个国家的营销及服务能力, 并积累了海外工厂的建设运营经验, 在行业竞争中处于领先地位。(3) AIDC 旺盛的需求给储能行业带来了新增长极, 公司或受益 AI 建设浪潮。市场未充分预期 AI 行业对公司的正面影响, 我们预计: 1) 行业: AIDC 产业链与储能产业链高度相关, 均需使用电力电子、电池、温控等设备, AIDC 旺盛的需求给储能行业带来了新增长极, 预计储能行业估值上限会被进一步打开。2) 公司: 目前已成立 AIDC 事业部, 正在抓紧研发相关产品, 未来 AIDC 业务潜力值得期待。
- **催化剂:** 1) 受美国抢装、欧洲工商储需求旺盛、中东大储需求爆发等因素影响, 公司 2025 年业绩有望迎来收获期。2) 公司 AIDC 产品逐渐形成销售。
- **风险提示:** 竞争加剧导致毛利率降低; 政策风险导致需求不及预期; 国际贸易摩擦风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	72,251	77,857	90,531	102,919	111,656
同比增长率 (%)	79.5%	7.8%	16.3%	13.7%	8.5%
归母净利润 (百万元)	9,440	11,036	14,161	15,387	16,304
同比增长 (%)	162.7%	16.9%	28.3%	8.7%	6.0%
每股收益 (元/股)	4.55	5.32	6.83	7.42	7.86
毛利率 (%)	30.4%	29.9%	27.4%	26.4%	25.9%
ROE (%)	34.1%	29.9%	27.7%	23.1%	19.7%
市盈率	16.1	19.3	15.0	13.8	13.0

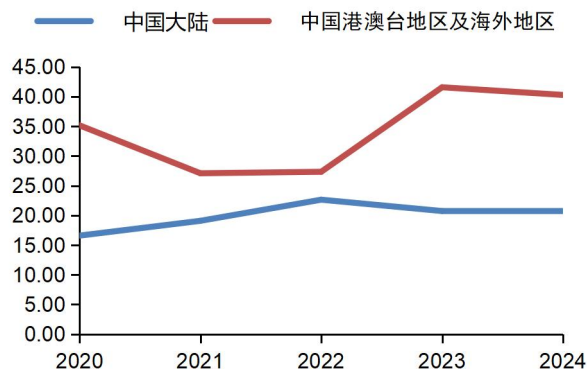
注: "市盈率" 是指目前股价除以各年每股收益; "净资产收益率" 是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1：阳光电源 25Q2 净利润创新高



资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 2：阳光电源海外毛利率 (%) 远超国内



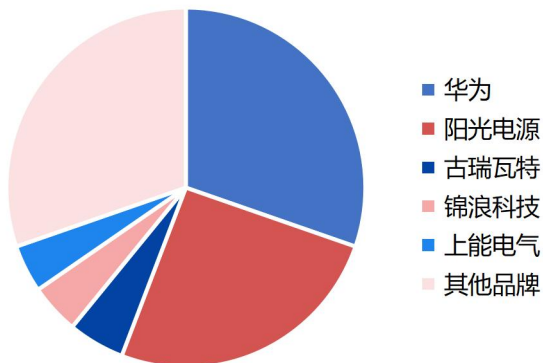
资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 3：2024 年全球前十储能集成商（交流侧）中，阳光电源处于领先地位

2022			2023			2024		
排名	供应商		排名	供应商	同比变化	排名	供应商	同比变化
1	阳光电源		1	Tesla	2	1	Tesla	持平
2	Fluence		2	阳光电源	-1	2	阳光电源	持平
3	Tesla		3	中车	3	3	中车	持平
4	华为		4	Fluence	-2	4	远景能源	2
5	比亚迪		5	海博思创	3	4	华为	2023 未上榜
6	中车		6	远景能源	2022 未上榜	5	海博思创	持平
7	Powin		7	新源智储	2022 未上榜	6	Fluence	-2
8	海博思创		8	Wärtsilä	3	7	比亚迪*	2
9	天合光能		9	比亚迪*	-4	8	新源智储	-1
10	Saft		10	Powin	-3	9	Powin	1

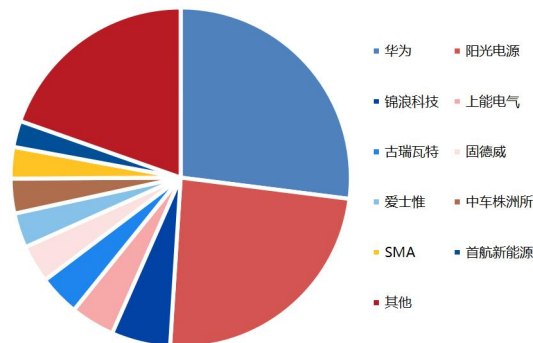
资料来源：Wood Mackenzie，爱建证券研究所

图表 4：2024 年全球逆变器出货份额华为和阳光电源合计占 55%



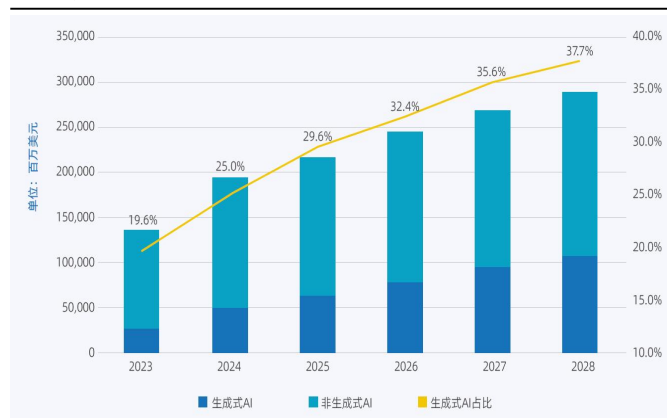
资料来源：Wood Mackenzie，爱建证券研究所

图表 5：2023 年全球逆变器出货份额中腰部企业竞争激烈，头部份额稳固



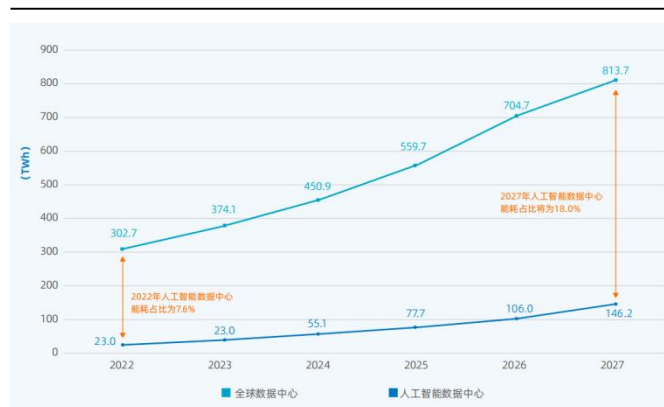
资料来源：Wood Mackenzie，爱建证券研究所

图表 6：全球生成式人工智能和非生成式人工智能服务器市场规模预计持续增长



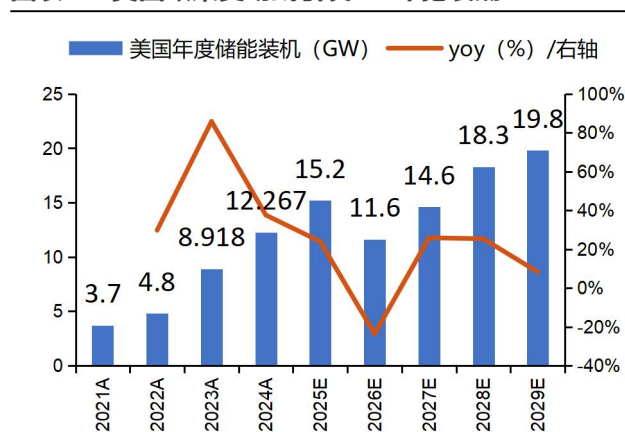
资料来源：IDC，爱建证券研究所

图表 7：全球数据中心及人工智能数据中心能耗预计将持续增长



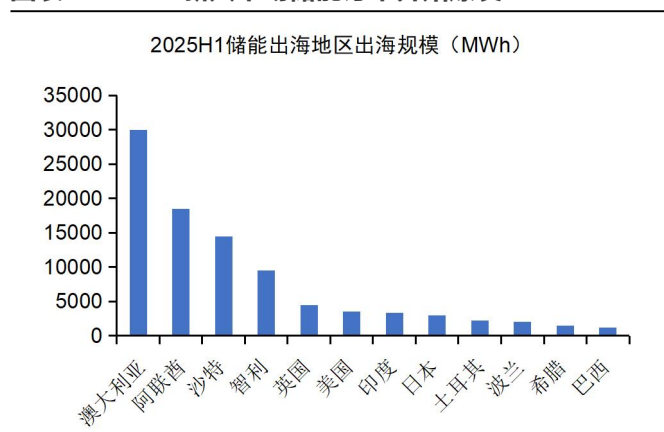
资料来源：IDC，爱建证券研究所

图表 8：美国政策变动或引发 25 年抢装潮



资料来源：Wood Mackenzie，爱建证券研究所

图表 9：25H1 新兴市场储能订单开始爆发



资料来源：GGII，爱建证券研究所

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,031	19,799	25,204	45,808	49,453	净利润	9,609	11,264	14,453	15,704	16,640
应收款项	22,564	29,653	30,956	37,784	36,792	折旧摊销	505	719	1,102	1,326	1,509
存货	21,442	29,028	36,698	35,455	47,230	营运资本变动	20,024	37,036	16,337	22,529	16,380
流动资产	69,284	95,149	113,687	144,248	163,193	经营活动现金流	6,982	12,068	12,070	25,753	8,892
长期股权投资	440	484	489	493	497	资本开支	2,741	2,786	3,002	2,850	2,850
固定资产	6,438	9,002	11,437	13,402	15,020	投资变动	0	0	4,295	4,524	4,754
在建工程	1,686	2,265	1,510	1,007	671	投资活动现金流	-3,821	-10,853	-7,639	-7,716	-7,946
无形资产	732	1,122	1,193	1,258	1,319	银行借款	6,973	9,077	7,863	7,863	7,863
非流动资产	13,593	19,925	23,105	25,869	28,742	筹资活动现金流	3,280	259	1,154	2,773	2,923
资产合计	82,877	115,074	136,792	170,117	191,935	现金净增加额	6,465	1,450	5,404	20,604	3,646
短期借款	2,793	4,214	3,000	3,000	3,000	期初现金	11,667	18,031	19,799	25,204	45,808
应付款项	28,486	36,757	36,271	43,477	39,208	期末现金	18,031	19,799	25,204	45,808	49,453
流动负债	28,486	36,757	36,271	43,477	39,208						
长期借款	4,180	4,863	4,863	4,863	4,863						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	7,485	14,577	19,751	24,780	28,847						
负债合计	53,422	74,875	82,038	99,639	104,787						
股本	1,485	2,073	2,073	2,073	2,073						
资本公积	7,606	7,013	7,013	7,013	7,013						
留存收益	19,795	29,412	43,573	58,960	75,264						
归母股东权益	27,705	36,905	51,168	66,575	82,909						
少数股东权益	1,749	3,294	3,586	3,903	4,239						
负债和权益总计	82,877	115,074	136,792	170,117	191,935						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,251	77,857	90,531	102,919	111,656	成长能力指标					
营业成本	50,318	54,545	65,725	75,760	82,684	营业收入增速	79.5%	7.8%	16.3%	13.7%	8.5%
税金及附加	324	403	507	628	748	营业利润增速	176.9%	18.3%	28.3%	8.7%	6.0%
销售费用	5,167	3,761	4,345	4,940	5,359	归母净利润增速	162.7%	16.9%	28.3%	8.7%	6.0%
管理费用	873	1,201	1,358	1,544	1,675	盈利能力指标					
研发费用	2,447	3,164	3,712	4,220	4,578	毛利率	30.4%	29.9%	27.4%	26.4%	25.9%
财务费用	21	290	247	96	-22	净利率	13.3%	14.5%	16.0%	15.3%	14.9%
资产减值损失	-1,301	-778	-928	-1,086	-1,284	ROE	32.6%	28.0%	26.4%	22.3%	19.1%
公允价值变动	36	64	90	120	150	ROIC	25.2%	21.9%	22.1%	19.1%	16.7%
投资净收益	97	420	440	444	447	偿债能力					
营业利润	11,466	13,564	17,397	18,902	20,027	资产负债率	64.5%	65.1%	60.0%	58.6%	54.6%
营业外收支	-6	-20	-20	-20	-20	净负债比率	1.81	1.86	1.50	1.41	1.20
利润总额	11,460	13,544	17,377	18,882	20,007	流动比率	1.51	1.58	1.83	1.93	2.15
所得税	1,851	2,280	2,925	3,178	3,367	速动比率	1.00	1.04	1.19	1.41	1.48
净利润	9,609	11,264	14,453	15,704	16,640	营运能力					
少数股东损益	169	228	292	317	336	总资产周转率	0.87	0.68	0.66	0.60	0.58
归母净利润	9,440	11,036	14,161	15,387	16,304	应收账款周转率	3.20	2.63	2.92	2.72	3.03
EBITDA	12,284	14,655	19,132	21,024	22,512	存货周转率	3.37	2.68	2.47	2.90	2.36
						每股指标					
						每股收益	6.36	5.32	6.83	7.42	7.86
						每股经营性现金流	4.70	5.82	5.82	12.42	4.29
						每股净资产	19.83	19.39	26.41	33.99	42.04
						估值比率					
						市盈率	16.14	19.27	15.02	13.82	13.05
						市销率	2.11	2.73	2.35	2.07	1.91
						市净率	5.17	5.29	3.88	3.02	2.44
						EV/EBIT	15.94	19.22	14.95	13.53	12.76
						EV/EBITDA	15.29	18.27	14.09	12.68	11.91

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。