

## 公司研究 | 点评报告 | 阳光电源 (300274.SZ)

# 减值&费用难掩业绩强势，AIDC 全面入局

### 报告要点

阳光电源发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 435.33 亿元，同比增长 40.34%；归母净利润 77.35 亿元，同比增长 55.97%；其中，2025Q2 实现收入 244.97 亿元，同比增长 33.09%，环比增长 28.68%；归母净利润 39.08 亿元，同比增长 36.53%，环比增长 2.15%。此外，公司董事会会议通过，拟发行 H 股股票。

### 分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006

阳光电源 (300274.SZ)

2025-08-27

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 减值&费用难掩业绩强势，AIDC 全面入局

### 事件描述

阳光电源发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 435.33 亿元，同比增长 40.34%；归母净利润 77.35 亿元，同比增长 55.97%；其中，2025Q2 实现收入 244.97 亿元，同比增长 33.09%，环比增长 28.68%；归母净利润 39.08 亿元，同比增长 36.53%，环比增长 2.15%。此外，公司经董事会会议通过，拟发行 H 股股票。

### 事件评论

- 逆变器业务，25H1 实现收入 153 亿，同比增长 17%；出货量预计同比增长，其中 Q2 环增明显，得益于国内政策抢装及海外季节性增长。2025H1 逆变器毛利率 35.7%，同比下降 1.9pct，我们预计单瓦净利处于正常水平。
- 储能业务，25H1 实现收入 178 亿，同比增长 128%；预计实际发货量高于确收量。25H1 储能毛利率高达 39.9%，同比基本持平，预计 Q2 环比平稳并显著优于预期。公司储能盈利能力维持高位，预计原因包括海外占比提升、品牌溢价、规模效应等。
- 电站业务，25H1 电站开发实现收入 84 亿，同比下降 6%，其中 Q2 预计环比 Q1 大幅增长。25H1 毛利率 18.1%，同比提升 1.2pct，主要系公司加大风电开发力度，进一步加强精细化管理，开发项目质量提升。
- 其它财务数据上看，公司 Q2 发生资产减值损失 4.4 亿，信用减值损失 2.5 亿，加回后实际经营业绩更强。Q2 公司研发费用高达 12.4 亿，创历史新高，公司大力投入研发，除了保持光储高强度研发投入之外，也重点布局 AIDC，公司 Q2 已成立 AIDC 事业部，柜外柜内产品全方位布局，明年预计推出产品。
- 展望后续，我们认为公司有望迎来业绩和估值的双重修复。估值层面，未来随着美国政策靴子落地，海外盈利企稳，辅以光储贝塔修复，公司估值有望修复。业绩层面，在中美关税推迟窗口期内，公司加快向美发货，构成良好业绩支撑。2026 年公司提前储备出口美国方案，利润仍存且趋稳，同时考虑到今年以来公司海外新签订单的量利均优于预期，国内外工商储、国内大储贡献更多增量，业绩存在进一步上修的可能。此外，公司 AIDC 业务发展信心决心十足，有望进一步打开成长空间。
- 我们预计公司 2025-2026 年实现净利润 140、150 亿，对应 PE 为 14、13 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、市场竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	97.01
总股本(万股)	207,321
流通A股/B股(万股)	158,971/0
每股净资产(元)	20.52
近12月最高/最低价(元)	119.19/52.98

注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《阳光电源深度之四——估值修复可期，业绩强势依然》 2025-07-29
- 《光储行业的破局者，用强势业绩再证龙头实力》 2025-05-05
- 《Q3 储能发货数据亮眼，全年发货预期上修》 2024-11-14



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、市场竞争格局恶化：逆变器及储能集成行业资产较轻，行业增速较高，吸引较多新进入者参与，后续如果竞争格局恶化，或对公司盈利能力产生负面影响。
- 2、光伏装机不及预期：我们预计 2025 年全球光伏装机增速在 10%-15%左右，如果因消纳压力、政策波动等因素导致装机不达预期，各环节企业出货将相应减少。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>77857</b>	<b>85844</b>	<b>98602</b>	<b>111961</b>	货币资金	19799	28750	43447	59432
营业成本	54545	57819	69023	80160	交易性金融资产	10165	10165	10165	10165
<b>毛利</b>	<b>23312</b>	<b>28025</b>	<b>29580</b>	<b>31801</b>	应收账款	27640	30176	34305	38548
%营业收入	30%	33%	30%	28%	存货	29028	30270	35632	40860
营业税金及附加	403	444	510	580	预付账款	411	435	520	604
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	8106	8659	9542	10466
销售费用	3761	4636	4930	5038	<b>流动资产合计</b>	<b>95149</b>	<b>108454</b>	<b>133611</b>	<b>160074</b>
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	484	534	584	634
管理费用	1201	1717	1479	1567	投资性房地产	88	177	265	353
%营业收入	2%	2%	2%	1%	固定资产合计	9002	10172	11110	11816
研发费用	3164	3863	3944	4478	无形资产	1122	1512	1902	2292
%营业收入	4%	5%	4%	4%	商誉	297	297	297	297
财务费用	290	247	293	339	递延所得税资产	2951	3005	3005	3005
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	5980	7048	7628	8208
加: 资产减值损失	-778	-500	-600	-700	<b>资产总计</b>	<b>115074</b>	<b>131200</b>	<b>158403</b>	<b>186679</b>
信用减值损失	-1002	-300	-400	-500	短期贷款	4214	5414	6614	7814
公允价值变动收益	64	0	0	0	应付款项	20957	22215	26519	30798
投资收益	420	463	531	603	预收账款	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>13564</b>	<b>17185</b>	<b>18419</b>	<b>19651</b>	应付职工薪酬	1358	1439	1718	1995
%营业收入	17%	20%	19%	18%	应交税费	2532	2791	3206	3640
营业外收支	-20	0	0	0	其他流动负债	31237	31931	37117	42361
<b>利润总额</b>	<b>13544</b>	<b>17185</b>	<b>18419</b>	<b>19651</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>60298</b>	<b>63791</b>	<b>75176</b>	<b>86610</b>
%营业收入	17%	20%	19%	18%	长期借款	4863	5363	5863	6363
所得税费用	2280	2893	3101	3308	应付债券	0	0	0	0
净利润	11264	14292	15318	16343	递延所得税负债	82	84	84	84
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>11036</b>	<b>14003</b>	<b>15008</b>	<b>16012</b>	其他非流动负债	9631	9671	9671	9671
少数股东损益	228	289	310	331	<b>负债合计</b>	<b>74875</b>	<b>78910</b>	<b>90795</b>	<b>102729</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>5.32</b>	<b>6.75</b>	<b>7.24</b>	<b>7.72</b>	归属于母公司所有者权益	36905	48707	63715	79727
					少数股东权益	3294	3583	3893	4224
					<b>股东权益</b>	<b>40199</b>	<b>52290</b>	<b>67608</b>	<b>83951</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>115074</b>	<b>131200</b>	<b>158403</b>	<b>186679</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>基本指标</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>12068</b>	<b>14805</b>	<b>16510</b>	<b>17771</b>		2024A	2025E	2026E	2027E
取得投资收益收回现金	404	463	531	603	每股收益	5.32	6.75	7.24	7.72
长期股权投资	-44	-50	-50	-50	每股经营现金流	5.82	7.14	7.96	8.57
资本性支出	-2785	-3590	-3590	-3590	市盈率	13.88	14.36	13.40	12.56
其他	-8429	-599	-111	-111	市净率	4.15	4.13	3.16	2.52
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10853</b>	<b>-3776</b>	<b>-3220</b>	<b>-3148</b>	EV/EBITDA	10.10	9.73	8.38	7.15
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	9.6%	10.7%	9.5%	8.6%
股权融资	146	-195	0	0	净资产收益率	29.9%	28.7%	23.6%	20.1%
银行贷款增加(减少)	2104	1700	1700	1700	净利率	14.2%	16.3%	15.2%	14.3%
筹资成本	-1738	-2463	-293	-339	资产负债率	65.1%	60.1%	57.3%	55.0%
其他	-253	-1153	0	0	总资产周转率	0.79	0.70	0.68	0.65
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>259</b>	<b>-2111</b>	<b>1407</b>	<b>1361</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>1474</b>	<b>8918</b>	<b>14698</b>	<b>15984</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。