



光储龙头业绩高增，全球化布局持续深化

——阳光电源（300274.SZ）25H1 业绩点评

2025 年 9 月 1 日

- **事件：**8 月 25 日，公司发布公告，25H1 营收 435.33 亿元，同比+40.34%，归母净利润 77.35 亿元，同比+55.97%，扣非净利润 74.95 亿元，同比+53.52%。25Q2 单季营收 244.97 亿元，同比+33.09%，环比+28.68%，归母净利润 39.08 亿元，同比+36.53%，环比+2.15%，扣非净利润 38.19 亿元，同比+36.44%，环比+3.87%，高于预期。
- **储能持续高增，新产品持续推出。**25H1 储能系统营收 178.03 亿元，同比+127.78%，占比 40.89%，毛利率 39.92%，同比-0.16pcts，主要是因为全球储能需求旺盛，公司持续开拓海外市场。产品方面，25H1 公司最新发布了 PowerTitan3.0AC 智储平台，首创的“交直流一体”10MWh 全液冷储能系统 PowerTitan2.0 在全球范围内广泛应用，PowerStack255CS 系统容量升级至 257kWh。我们认为欧洲大储及工商储高增，美国储能需求刚性且退坡好于预期，国内强制配储政策取消后向价值驱动发展，公司全球营销渠道和服务网络体系完善，持续打造品类全场景覆盖储能产品，有望巩固龙头优势地位。
- **逆变器发展稳健，新能源开发毛利率修复。**25H1 光伏逆变器等电力电子转换设备营收 153.27 亿元，同比+17.06%，占比 35.21%，毛利率 35.74%，同比-1.88pcts。公司加码布局欧洲、美洲、亚太、中东非、中国市场，25H1 发布全球首款功率达到 400kW+ 的组串式逆变器 SG465HX 和全球首款分体式模块化逆变器 1+X 2.0，满足构网需求。25H1 新能源投资开发营收 83.98 亿元，同比-6.22%，占比 19.29%，毛利率 18.06%，同比+1.18pcts，收入同比下滑主要是因为受 136 号文影响，毛利率有所提升主要受益于公司加大风电场开发力度以及提升项目绩效管理能力。
- **深化海外产能及营销布局，海外营收占比约 60%。**25H1 海外地区营收 253.79 亿元，同比+88.32%，占比 58.30%，提升 5.86pcts，主要得益于欧洲、美洲、中东非等新兴市场拓展及渠道建设完善。公司坚定全球化战略，海外光伏逆变器产能已达 50GW；建设了超 20 家分支机构和 60 多家代表处，超 520 家服务网点和数百家重要的渠道合作伙伴，产品销往全球 100 多个国家。
- **持续加大研发投入。**25Q2 毛利率 33.75%，同比+4.25pcts/环比-1.38pcts。25Q2 年销售/管理/研发/财务费用率为 5.43%/2.06%/5.05%/-0.83%，同比+1.87%/+0.43%/+0.54%/-1.17pcts，环比+0.38%/+0.31%/+0.86%/-0.52pcts。25Q2 净利率 15.95%，同比+0.4pcts/环比-4.14pcts，主要受信用减值以及资产减值影响，25H1 资产及信用减值合计 9.56 亿元。
- **投资建议：**公司作为光储龙头，深化全球化产能及销售布局，持续推出电力电子产品，盈利能力维持高位。我们预计公司 2025/2026 年营收 901.80 亿元/1084.24 亿元，归母净利润 139.66 亿元/160.44 亿元，EPS 为 6.74 元/7.74 元，对应当前股价 PE 为 14.73 倍/12.82 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**储能政策变化带来的风险；市场竞争格局恶化导致产品利润率大幅下滑的风险；海外进展不及预期的风险。

阳光电源（股票代码：300274.SZ）

推荐 维持评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

☎：010-8092-7627

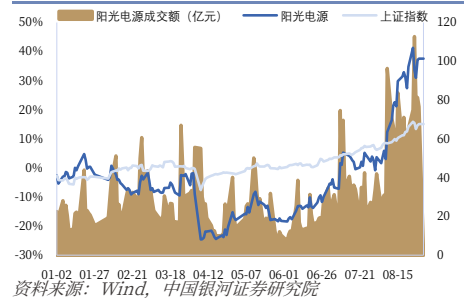
✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

市场数据

股票代码	300274.SZ
收盘价 (元)	99.87
上证指数	3857.93
总股本 (亿股)	20.73
实际流通股 (亿股)	15.90
流通股市值 (亿元)	1587.64

相对上证指数表现图



相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	77856.97	90180.18	108423.81	123493.42
收入增长率%	7.76	15.83	20.23	13.90
净利润 (百万元)	11036.28	13966.03	16044.11	16953.79
利润增速%	16.92	26.55	14.88	5.67
毛利率%	29.94	31.60	30.84	29.59
摊薄 EPS(元)	5.32	6.74	7.74	8.18
PE	18.64	14.73	12.82	12.13
PB	5.57	4.37	3.38	2.72
PS	2.64	2.28	1.90	1.67

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	95148.60	109037.51	131934.64	160214.67
现金	19799.45	27877.89	43038.34	57184.63
应收账款	27640.24	28704.49	32478.04	37973.95
其它应收款	1760.69	2140.95	2380.08	2811.81
预付账款	410.83	626.22	699.89	783.11
存货	29027.56	31408.43	34870.78	42076.62
其他	16509.84	18279.53	18467.52	19384.55
非流动资产	19925.17	20835.73	21062.46	21313.08
长期投资	483.90	483.90	483.90	483.90
固定资产	9001.69	9720.08	10136.76	10576.61
无形资产	1122.40	1057.20	992.00	926.80
其他	9317.19	9574.55	9449.79	9325.78
资产总计	115073.77	129873.24	152997.10	181527.75
流动负债	60297.88	64567.16	73559.52	87145.28
短期借款	4213.71	4213.71	4213.71	4213.71
应付账款	20956.59	23072.81	26349.32	32163.44
其他	35127.58	37280.64	42996.48	50768.13
非流动负债	14577.15	14619.07	14619.07	14619.07
长期借款	4863.43	4863.43	4863.43	4863.43
其他	9713.71	9755.64	9755.64	9755.64
负债合计	74875.02	79186.23	88178.59	101764.35
少数股东权益	3293.68	3605.31	3932.74	4290.88
归属母公司股东权益	36905.06	47081.70	60885.77	75472.52
负债和股东权益	115073.77	129873.24	152997.10	181527.75

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12068.33	14557.96	18107.38	17217.01
净利润	11264.23	14277.66	16371.54	17311.93
折旧摊销	865.35	524.21	604.59	695.85
财务费用	344.86	196.13	196.13	196.13
投资损失	-419.57	-232.29	-336.16	-455.50
营运资金变动	-924.59	-2039.56	-706.83	-2706.73
其它	938.05	1831.82	1978.11	2175.33
投资活动现金流	-10853.07	-1163.13	-510.77	-507.55
资本支出	-2785.09	-1065.95	-846.93	-963.05
长期投资	-8466.63	0.00	0.00	0.00
其他	398.65	-97.19	336.16	455.50
筹资活动现金流	258.80	-3599.00	-2436.17	-2563.17
短期借款	1420.69	0.00	0.00	0.00
长期借款	683.73	0.00	0.00	0.00
其他	-1845.62	-3599.00	-2436.17	-2563.17
现金净增加额	1450.21	9828.55	15160.45	14146.29

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77856.97	90180.18	108423.81	123493.42
营业成本	54544.61	61686.97	74983.96	86956.42
营业税金及附加	403.07	495.99	650.54	778.01
营业费用	3760.60	4779.55	5854.89	6730.39
管理费用	1200.83	1284.13	1508.84	1793.92
财务费用	290.41	-199.86	-361.42	-664.63
资产减值损失	-777.80	-816.69	-857.52	-943.28
公允价值变动收益	64.32	0.00	0.00	0.00
投资净收益	419.57	232.29	336.16	455.50
营业利润	13564.21	17213.20	19856.82	21075.30
营业外收入	23.93	19.42	22.84	22.06
营业外支出	43.86	30.62	35.37	36.61
利润总额	13544.29	17202.00	19844.29	21060.74
所得税	2280.06	2924.34	3472.75	3748.81
净利润	11264.23	14277.66	16371.54	17311.93
少数股东损益	227.95	311.62	327.43	358.14
归属母公司净利润	11036.28	13966.03	16044.11	16953.79
EBITDA	14319.13	17526.35	20087.45	21091.96
EPS (元)	5.32	6.74	7.74	8.18

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7.76%	15.83%	20.23%	13.90%
营业利润	18.29%	26.90%	15.36%	6.14%
归属母公司净利润	16.92%	26.55%	14.88%	5.67%
毛利率	29.94%	31.60%	30.84%	29.59%
净利率	14.18%	15.49%	14.80%	13.73%
ROE	29.90%	29.66%	26.35%	22.46%
ROIC	21.72%	23.27%	21.50%	18.69%
资产负债率	65.07%	60.11%	56.23%	54.27%
净负债比率	-21.10%	-35.38%	-51.05%	-59.22%
流动比率	1.58	1.72	1.85	1.91
速动比率	1.02	1.13	1.27	1.32
总资产周转率	0.79	0.73	0.75	0.72
应收账款周转率	3.19	3.14	3.37	3.25
应付账款周转率	2.99	2.80	3.03	2.97
每股收益	5.32	6.74	7.74	8.18
每股经营现金	5.82	7.02	8.73	8.30
每股净资产	17.80	22.71	29.37	36.40
P/E	18.64	14.73	12.82	12.13
P/B	5.57	4.37	3.38	2.72
EV/EBITDA	10.10	10.71	8.59	7.51
PS	2.64	2.28	1.90	1.67

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名。2016 年《新财富》分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022 年 7 月加入银河证券。曾任职于中国联通，从事 5G 行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn