

阳光电源 (300274.SZ)

强烈推荐 (维持)

储能业务强势增长, AIDC 领域发展潜力大

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 143.54 元

公司披露, 2025 上半年公司实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 435.33、77.35、74.95 亿元, 同比提升 40%、56%、54%。其中 Q2 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润为 244.97、39.08、38.19 亿元, 同比提升 33%、37%、36%。

基础数据

总股本(百万股)	2073
已上市流通股(百万股)	1590
总市值(十亿元)	297.6
流通市值(十亿元)	228.2
每股净资产(MRQ)	20.5
ROE(TTM)	32.5
资产负债率	61.3%
主要股东	曹仁贤
主要股东持股比例	30.46%

□ 2025 上半年业绩情况。公司发布 2025 年中报, 上半年公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 435.33、77.35、74.95 亿元, 同比提升 40%、56%、54%。Q2 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润为 244.97、39.08、38.19 亿元, 同比提升 33%、37%、36%。公司上半年综合毛利率 34.36%、同比提升 1.94pct; 净利率 17.99, 同比提升 1.72pct。各项费用率 11.26%, 同比下降 1.55pct。资产及信用减值合计 9.5 亿元, 主要系存货跌价损失以及应收账款坏账。资产负债率 61.33%, 较期初下降 3.74pct。在手现金及交易性金融资产超 270 亿, 对应有息负债 102 亿, 报表稳健。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	48	104	78
相对表现	45	88	37

资料来源: 公司数据、招商证券

□ 逆变器稳健增长, 储能业务强势增长。上半年公司光伏逆变器收入 153.27 亿元, 同比提升 17%; 毛利率 35.74%, 同比下滑 1.88pct。公司光伏逆变器处于全球领先地位, 服务网络健全, 全场景覆盖。储能系统收入 178.03 亿元, 同比大幅提升 128%, 占营收占比已经达到 41%; 利润贡献更高, 储能业务毛利额在公司整体占比已达到 48%; 毛利率 39.92%, 同比下滑 0.16pct。上半年全球储能需求强劲增长, 公司持续加大研发投入, 产品持续迭代, 储能规模同比大幅提升, 在美国大储、欧洲大储、工商储、澳洲户储等市场表现亮眼。最新推出的 PowerTitan 3.0 AC 平台, 采用 684Ah 叠片电芯, 碳化硅 PCS, Plus 版能量密度超过 500kWh/m³, 全球最高。面向工商业场景的 PowerStack 835CS 系统, 在不同领域获得批量应用。

相关报告

- 1、《阳光电源 (300274) —Q1 业绩超预期, 逆变器稳健增长, 储能多点开花》2025-05-06
- 2、《阳光电源 (300274) 一业绩稳步增长, 在光储领域引领》2024-08-27
- 3、《阳光电源 (300274) 一业绩高速增长, 在光储领域持续引领》2024-05-06

□ AIDC 领域加大投入。公司在电源端技术积累深厚, AIDC 电源产品与公司技术协同性强, 并在 AIDC 电源+绿电领域有一揽子解决方案。同时, 公司具有完善的全球服务网络, 本地服务能力强, 是国内少有的、能够直接触达海外主要客户的 tier 1 级别公司。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

□ 投资建议: 公司是全球光储龙头企业, 产品力、品牌力以及全球渠道布局领先。过去几年重点发力的储能业务, 收入规模已近半, 利润贡献占比更高, 目前国内外储能订单饱满。同时, 公司在 AIDC 领域正加大布局力度。综上, 公司未来几年的发展路线清晰, 成长空间大。上修 2025-2026 年归母净利润至 136.57、157.96 亿元, 维持“强烈推荐”。

□ 风险提示: 行业需求波动风险、储能支持政策不及预期、贸易壁垒加剧、行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	72251	77857	94689	111781	127187
同比增长	79%	8%	22%	18%	14%
营业利润(百万元)	11466	13564	16869	19511	21158
同比增长	177%	18%	24%	16%	8%
归母净利润(百万元)	9440	11036	13657	15796	17129
同比增长	163%	17%	24%	16%	8%
每股收益(元)	4.55	5.32	6.59	7.62	8.26

PE	31.5	27.0	21.8	18.8	17.4
PB	10.7	8.1	6.1	4.7	3.8

资料来源：公司数据、招商证券

一、2025 年中报分析

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
营业收入	40257.2	72250.7	77857.0	18406.2	24496.7	33.09
营业成本	30375.8	50317.6	54544.6	12976.1	16227.8	25.06
毛利润	9881.4	21933.1	23312.4	5430.1	8268.8	52.28
销售税金	142.6	324.5	403.1	92.3	149.8	62.16
销售费用	3169.3	5166.8	3760.6	654.9	1329.2	102.95
管理费用	612.3	873.2	1200.8	299.3	504.9	68.65
研发费用	1692.2	2447.4	3163.5	830.0	1238.0	49.16
经营利润	4265.1	13121.2	14784.3	3553.5	5047.1	42.03
资产和信用减值损失	-831.1	-2028.5	-1780.0	-306.3	-697.7	127.74
财务费用	-477.2	20.6	290.4	62.7	-204.0	-425.29
投资收益	40.3	96.6	419.6	163.7	126.1	-22.96
资产处置收益	-1.7	-4.6	0.9	0.1	0.1	16.87
公允价值变动净收益	-29.6	36.2	64.3	8.5	14.3	68.78
其他收益	220.9	266.1	365.6	104.6	110.2	5.27
营业外收入	9.2	25.2	23.9	1.0	9.8	912.80
营业外支出	16.3	31.7	43.9	8.5	8.2	-3.55
利润总额	4134.0	11460.0	13544.3	3453.8	4805.7	39.14
所得税	438.5	1851.2	2280.1	514.9	768.8	49.31
税后净利润	3695.4	9608.7	11264.2	2938.9	4036.9	37.36
少数股东损益	102.0	169.2	227.9	76.2	128.5	68.72
归母净利润	3593.4	9439.6	11036.3	2862.8	3908.4	36.53
非经常性损益	207.6	224.0	343.5	63.8	89.6	40.47
扣非归母净利润	3385.8	9215.6	10692.7	2799.0	3818.8	36.44
主要比率						百分点变化
毛利率	24.5	30.4	29.9	29.5	33.8	4.25
销售费用率	7.9	7.2	4.8	3.6	5.4	1.87
管理费用率	1.5	1.2	1.5	1.6	2.1	0.43
研发费用率	4.2	3.4	4.1	4.5	5.1	0.54
财务费用率	-1.2	0.0	0.4	0.3	-0.8	-1.17
所得税率	10.7	16.3	17.4	15.6	16.4	0.78
净利率	9.2	13.3	14.5	16.0	16.5	0.51
扣非净利率	8.4	12.8	13.7	15.2	15.6	0.38

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	百分点变化 (%)
负债率%	67.97	64.46	65.07	61.33	-3.74
短期借款 (百万元)	1422.19	2793.02	4213.71	5269.72	25.06
一年内到期的非流动负债 (百万元)	809.88	1342.09	1925.24	554.57	-71.19
长期借款 (百万元)	4161.65	4179.70	4863.43	4345.33	-10.65
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	596.10	191.82	3724.55	2944.64	-20.94
在手现金 (百万元)	11666.60	18030.62	19799.45	19870.01	0.36

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化
赊销比	36.99	30.16	36.59	86.90	93.82	6.91

敬请阅读末页的重要说明

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化
存货营收比	47.35	29.68	37.28	98.31	95.77	-2.54
销售商品、劳务获现金/营收	94.67	85.68	90.57	92.96	83.80	-9.16
经营性现金流净额(百万元)	1210.50	6981.84	12068.33	-2603.71	3434.47	-231.91
经营现金流净额/税后净利润	32.76	72.66	107.14	-59.02	68.05	127.07

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化(%)
归上净利率(%)	8.93	13.07	14.18	15.55	15.95	0.40
总资产周转率(%)	0.77	1.00	0.79	0.35	0.37	0.02
权益乘数	3.04	3.12	3.06	3.00	2.94	-0.06
ROE(%)	20.94	40.71	34.16	16.78	19.47	2.70
ROA(%)	7.07	13.30	11.38	5.69	6.71	1.01
ROIC(%)	16.15	30.01	25.39	12.08	14.53	2.45

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	报告期变化(%)
固定资产	4543.56	6438.18	9001.69	10392.72	15.45
在建工程	1188.67	1685.76	2264.85	1673.26	-26.12

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 公司营收结构

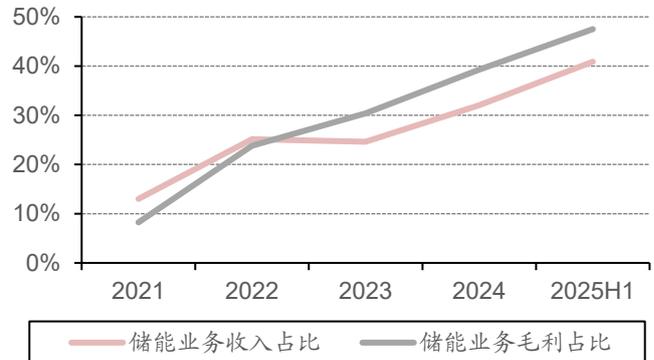
亿元		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
光伏	营收	90.51	157.17	276.53	291.27	153.27
	毛利率	33.80%	33.22%	37.93%	30.90%	35.74%
储能	营收	31.38	101.26	178.02	249.59	178.03
	毛利率	14.11%	23.24%	37.47%	36.69%	39.92%
新能源开发	营收	96.79	116.04	247.34	210.03	83.98
	毛利率	11.91%	12.75%	16.36%	19.40%	18.06%
合计	营收	241.37	402.57	722.51	778.57	435.33
	毛利率	22.25%	24.55%	30.36%	29.94%	34.36%

资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 公司储能业务出货量



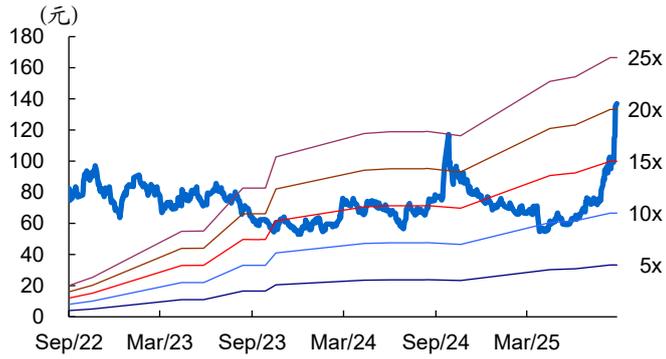
图 2: 公司储能系统经营情况



资料来源：公司官网、招商证券

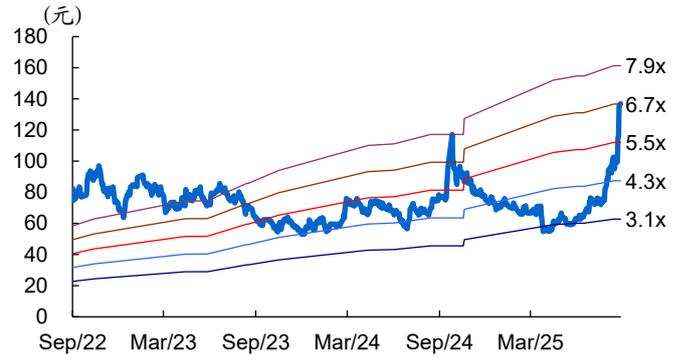
资料来源：公司官网、招商证券

图 3: 阳光电源历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 阳光电源历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、阳光电源（300274）—Q1 业绩超预期，逆变器稳健增长，储能多点开花 2025-05-06
- 2、阳光电源（300274）—业绩稳步增长，在光储领域引领 2024-08-27
- 3、阳光电源（300274）—业绩高增长，在光储领域持续引领 2024-05-06
- 4、阳光电源（300274）—Q3 超预期高增长，经营持续优化 2023-10-30
- 5、阳光电源（300274）—光储业务高增长，经营持续优化 2023-08-29
- 6、阳光电源（300274）—业绩预告符合预期，2021 年有望维持高增长 2021-01-29
- 7、阳光电源（300274）—三季报超预期，全年业绩有望高增长 2020-10-30
- 8、阳光电源（300274）—逆变器加速渗透海外，储能有望成为新增长点 2020-09-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69284	95149	108807	131862	155531
现金	18031	19799	19894	28431	38744
交易性投资	2072	10165	10165	10165	10165
应收票据	694	846	1028	1214	1381
应收款项	21098	27640	33616	39684	45153
其它应收款	1409	1761	2141	2528	2876
存货	21442	29028	34782	41360	47555
其他	4540	5910	7181	8481	9657
非流动资产	13593	19925	22251	24334	26198
长期股权投资	440	484	484	484	484
固定资产	6438	9002	11294	13343	15175
无形资产商誉	732	1419	1477	1530	1577
其他	5982	9020	8996	8977	8962
资产总计	82877	115074	131059	156196	181729
流动负债	45937	60298	63837	74900	85319
短期借款	2793	4214	0	0	0
应付账款	28486	36757	44044	52374	60219
预收账款	6565	10027	12015	14288	16428
其他	8093	9300	7778	8238	8673
长期负债	7485	14577	14577	14577	14577
长期借款	4180	4863	4863	4863	4863
其他	3305	9714	9714	9714	9714
负债合计	53422	74875	78414	89477	99896
股本	1485	2073	2073	2073	2073
资本公积金	6225	5242	5242	5242	5242
留存收益	19995	29590	41754	55502	70262
少数股东权益	1749	3294	3576	3902	4256
归属于母公司所有者权益	27705	36905	49069	62817	77577
负债及权益合计	82877	115074	131059	156196	181729

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6982	12068	11072	14031	16178
净利润	9609	11264	13939	16123	17483
折旧摊销	572	764	1119	1363	1582
财务费用	485	345	350	450	500
投资收益	(67)	(420)	(450)	(450)	(450)
营运资金变动	(2571)	897	(3886)	(3455)	(2937)
其它	(1046)	(782)	0	0	0
投资活动现金流	(3821)	(10853)	(2995)	(2995)	(2995)
资本支出	(2741)	(2786)	(3445)	(3445)	(3445)
其他投资	(1080)	(8067)	450	450	450
筹资活动现金流	3280	259	(7982)	(2499)	(2869)
借款变动	3466	(4503)	(6139)	0	0
普通股增加	(0)	588	0	0	0
资本公积增加	(307)	(983)	0	0	0
股利分配	(906)	(891)	(1493)	(2049)	(2369)
其他	1027	6048	(350)	(450)	(500)
现金净增加额	6440	1474	95	8537	10313

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	72251	77857	94689	111781	127187
营业成本	50318	54545	65357	77718	89360
营业税金及附加	324	403	490	579	658
营业费用	5167	3761	5965	6707	7631
管理费用	873	1201	1460	1724	1962
研发费用	2447	3164	3847	4542	5168
财务费用	21	290	350	450	500
资产减值损失	(2033)	(1779)	(800)	(1000)	(1200)
公允价值变动收益	36	64	50	50	50
其他收益	266	366	300	300	300
投资收益	97	420	100	100	100
营业利润	11466	13564	16869	19511	21158
营业外收入	25	24	24	24	24
营业外支出	32	44	44	44	44
利润总额	11460	13544	16849	19491	21138
所得税	1851	2280	2910	3369	3655
少数股东损益	169	228	282	326	354
归属于母公司净利润	9440	11036	13657	15796	17129

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	79%	8%	22%	18%	14%
营业利润	177%	18%	24%	16%	8%
归母净利润	163%	17%	24%	16%	8%
获利能力					
毛利率	30.4%	29.9%	31.0%	30.5%	29.7%
净利率	13.1%	14.2%	14.4%	14.1%	13.5%
ROE	40.7%	34.2%	31.8%	28.2%	24.4%
ROIC	30.1%	25.7%	26.2%	25.6%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	65.1%	59.8%	57.3%	55.0%
净负债比率	10.0%	9.6%	3.7%	3.1%	2.7%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.5	2.2	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	3.9	3.1	3.0	3.0	2.9
应付账款周转率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	4.55	5.32	6.59	7.62	8.26
每股经营净现金	3.37	5.82	5.34	6.77	7.80
每股净资产	13.36	17.80	23.67	30.30	37.42
每股股利	0.43	0.72	0.99	1.14	1.24
估值比率					
PE	31.5	27.0	21.8	18.8	17.4
PB	10.7	8.1	6.1	4.7	3.8
EV/EBITDA	28.6	23.6	18.7	16.1	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。