

阳光电源(300274.SZ)

盈利表现优良，现金回款改善

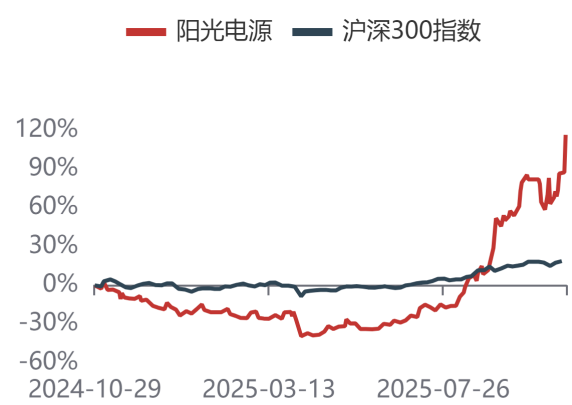
推荐（维持）

股价:191.49元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.sungrowpower.com
大股东/持股	曹仁贤/30.46%
实际控制人	曹仁贤
总股本(百万股)	2,073
流通A股(百万股)	1,590
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	3,970
流通A股市值(亿元)	3,044
每股净资产(元)	21.69
资产负债率(%)	60.1

行情走势图



证券分析师

李梦强 投资咨询资格编号
S1060525090001
LIMENGQIANG340@pingan.com.cn

张之尧 投资咨询资格编号
S1060524070005
zhangzhiyao757@pingan.com.cn



事项:

公司发布2025年三季报。2025年前三季度，公司实现营收664.02亿元，同比增长32.95%；归母净利润118.81亿元，同比增长56.34%。

平安观点:

- **营收和盈利增长强劲，海外储能业务占比提升。**2025年前三季度，公司实现营收664.02亿元，同比增长32.95%。前三季度，公司销售毛利率34.88%，较上年同期增长3.56pct。分业务板块来看，公司储能业务增长迅速，毛利率稳定；光伏逆变器营收同比略增，毛利率提升；新能源投资开发业务有所下降。储能方面，前三季度公司储能发货同比增长70%，与市场装机增速基本一致；储能发货结构显著变化，海外发货占比从去年同期的63%攀升到83%，海外占比提升，这也是储能毛利率保持稳定的主要原因。光伏逆变器方面，前三季度公司光伏逆变器收入同比增长约6%，毛利率同比有所提升，主要由于市场结构变化，国内发货占比从去年同期的48%下降到今年的40%；各细分市场毛利率保持基本稳定。新能源投资开发业务方面，前三季度板块收入113亿元，同比有所下降，主要由于136号文对家庭光伏业务产生一定影响。
- **经营现金流明显改善，回款能力优良。**前三季度,公司经营活动现金流净额达99.14亿元，同比大幅增长1133.14%，反映销售回款能力强劲，经营质量持续优化。前三季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金600.65亿元，同比增加143亿元（yoy+31%）；同时采购付款、人力成本和税费等现金支出有所增加，整体而言，经营活动现金流净额增加91亿元。公司现金流改善一方面由于海外营收占比增加，国内和海外的商业模式和交付条件有所差异，海外回款效率整体更高;另一方面，公司自身努力改善应收账款，通过加强客户信用管理、催收预警及优化合同条款，提升回款效率，应收账款周转速度加快。
- **AIDC前景广阔，公司技术积累深厚，2026年争取小规模交付。**数据中心

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,251	77,857	101,059	125,902	145,952
YOY(%)	79.5	7.8	29.8	24.6	15.9
净利润(百万元)	9,440	11,036	15,858	19,847	22,944
YOY(%)	162.7	16.9	43.7	25.1	15.6
毛利率(%)	30.4	29.9	33.0	32.9	32.4
净利率(%)	13.1	14.2	15.7	15.8	15.7
ROE(%)	34.1	29.9	31.4	29.5	26.4
EPS(摊薄/元)	4.55	5.32	7.65	9.57	11.07
P/E(倍)	42.1	36.0	25.0	20.0	17.3
P/B(倍)	14.3	10.8	7.9	5.9	4.6

资料来源: 同花顺 iFinD，平安证券研究所

电源正在从原来UPS 为主的交流供电系统，向 800V 直流供电系统演进。根据公司投资者关系活动记录表，公司在AIDC电源领域具有三方面技术优势：一是高压技术优势，公司逆变器、储能系统电压范围普遍在1500V，数据中心电源所需的800V 是公司擅长的领域；二是固态变压器技术沉淀，公司已经在 35KV 固态变压器技术上预研10 年左右，有深厚技术积累；三是绿电直供能力，公司可以提供绿电到高压直流到机柜到板上的整个电源架构，实现精准供电解决方案。公司表示，会努力与国际头部云厂商、国内头部的互联网企业开展合作，开展产品立项和开发，争取在 2026 年实现产品的落地和小规模的交付。

- **投资建议：全球大储市场高景气，公司盈利持续性优良。**公司储能系统和光伏逆变器业务全球领先，市场竞争力强；公司第三季度业绩亮眼，盈利能力进一步提升，我们上调公司2025/2026/2027年归母净利润预测至158.58/198.47/229.44亿元（前值为147.96/167.44/188.74亿元），对应10月29日收盘价PE分别为25.0/20.0/17.3倍。我们认为，全球大储市场全面开花，AIDC电源和配储有望形成新的增长点，公司实力强劲，未来盈利持续性优良，维持“推荐”评级。
- **风险提示：（1）储能市场需求增长不及预期的风险。**中国、美国、欧洲是全球大储主要市场。如果并网排队和产业链限制等因素导致装机不及预期，或补贴政策发生变化，可能导致储能市场增长不及预期，影响公司储能系统相关业绩。**（2）海外贸易政策相关风险。**海外市场对我国新能源相关贸易政策存在不确定性，可能影响部分区域市场需求，进而影响全球光储市场总需求和竞争格局。**（3）全球市场竞争加剧的风险。**若后续光伏逆变器、储能赛道市场竞争加剧，出现价格战等情形，公司市场开拓和盈利等可能受到一定影响。

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	95,149	146,639	180,254	207,748	
现金	19,799	55,583	69,246	80,274	
应收票据及应收账款	31,268	39,395	49,080	56,896	
其他应收款	1,761	2,399	2,989	3,465	
预付账款	411	751	936	1,085	
存货	29,028	35,766	44,624	52,137	
其他流动资产	12,882	12,745	13,379	13,891	
非流动资产	19,925	19,584	19,222	19,014	
长期投资	484	486	488	490	
固定资产	9,349	10,363	11,391	11,379	
无形资产	1,122	935	748	561	
其他非流动资产	8,969	7,799	6,595	6,583	
资产总计	115,074	166,223	199,477	226,762	
流动负债	60,298	91,025	106,911	114,118	
短期借款	4,214	22,568	21,541	14,518	
应付票据及应付账款	36,757	47,218	58,912	68,831	
其他流动负债	19,327	21,239	26,458	30,769	
非流动负债	14,577	21,122	21,122	21,122	
长期借款	5,178	11,723	11,723	11,723	
其他非流动负债	9,399	9,399	9,399	9,399	
负债合计	74,875	112,147	128,033	135,240	
少数股东权益	3,294	3,647	4,090	4,602	
股本	2,073	2,073	2,073	2,073	
资本公积	7,013	7,013	7,013	7,013	
留存收益	27,819	41,343	58,267	77,834	
归属母公司股东权益	36,905	50,429	67,353	86,920	
负债和股东权益	115,074	166,223	199,477	226,762	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	11,967	14,700	19,699	23,497	
净利润	11,264	16,212	20,289	23,456	
折旧摊销	764	1,227	1,413	1,460	
财务费用	290	748	1,154	935	
投资损失	-420	-185	-185	-185	
营运资金变动	-1,434	-3,335	-3,038	-2,236	
其他经营现金流	1,502	33	67	67	
投资活动现金流	-10,853	-733	-933	-1,133	
资本支出	-3,631	850	1,050	1,250	
长期投资	-8,467	0	0	0	
其他投资现金流	1,245	-1,583	-1,983	-2,383	
筹资活动现金流	259	21,817	-5,102	-11,336	
短期借款	1,421	18,354	-1,027	-7,023	
长期借款	675	6,545	0	0	
其他筹资现金流	-1,837	-3,083	-4,076	-4,313	
现金净增加额	1,349	35,783	13,664	11,028	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	77,857	101,059	125,902	145,952	
营业成本	54,545	67,662	84,420	98,634	
税金及附加	403	445	554	643	
营业费用	3,761	5,053	6,043	6,860	
管理费用	1,201	1,920	2,266	2,481	
研发费用	3,164	4,548	5,666	6,568	
财务费用	290	748	1,154	935	
资产减值损失	-778	-1,213	-1,385	-1,605	
信用减值损失	-1,002	-960	-1,133	-1,241	
其他收益	366	284	284	284	
公允价值变动收益	64	0	0	0	
投资净收益	420	185	185	185	
资产处置收益	1	0	0	0	
营业利润	13,564	18,980	23,750	27,456	
营业外收入	24	19	19	19	
营业外支出	44	31	31	31	
利润总额	13,544	18,969	23,739	27,444	
所得税	2,280	2,757	3,450	3,988	
净利润	11,264	16,212	20,289	23,456	
少数股东损益	228	354	443	512	
归属母公司净利润	11,036	15,858	19,847	22,944	
EBITDA	14,599	20,944	26,306	29,840	
EPS（元）	5.32	7.65	9.57	11.07	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		7.8	29.8	24.6	15.9
营业利润(%)		18.3	39.9	25.1	15.6
归属于母公司净利润(%)		16.9	43.7	25.1	15.6
获利能力					
毛利率(%)		29.9	33.0	32.9	32.4
净利率(%)		14.2	15.7	15.8	15.7
ROE(%)		29.9	31.4	29.5	26.4
ROIC(%)		33.6	43.9	27.6	25.9
偿债能力					
资产负债率(%)		65.1	67.5	64.2	59.6
净负债比率(%)		-25.9	-39.4	-50.4	-59.0
流动比率		1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率		1.0	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率		0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率		2.6	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率		2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)		5.32	7.65	9.57	11.07
每股经营现金流(最新摊薄)		5.77	7.09	9.50	11.33
每股净资产(最新摊薄)		17.80	24.32	32.49	41.93
估值比率					
P/E		36.0	25.0	20.0	17.3
P/B		10.8	7.9	5.9	4.6
EV/EBITDA		10.6	20.2	16.1	14.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层