

新能源

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 191.49 人民币 220.00个 +14.9%

2025 年 10 月 30 日

阳光电源 (300274 CH)

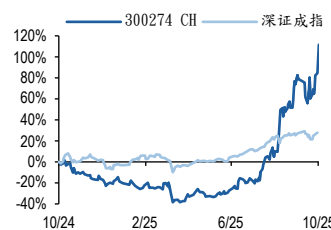
毛利率提升推动业绩超预期，储能和 AIDC 需求高增支撑未来增长

- ⊕ **毛利率提升推动业绩超预期：**2025 年前三季度收入/盈利 664/119 亿元（人民币，下同），同比增 33%/56%；3 季度收入/盈利 229/41.5 亿元，同比增 21%/57%，环比-7%/+6%，盈利超出我们和市场预期。3 季度毛利率 35.9%，同/环比提高 6.4/2.1 个百分点，创出近年新高；销售/管理/研发/财务费用率 5.4%/1.9%/4.8%/0.6%，同比+0.1/+0.4/+0.1/-0.1 个百分点；经营活动现金流 64.8 亿元，同比大增 90%；期末合同负债环比降 3%。
- ⊕ **储能出货爆发式增长，海外占比大幅提升：**前三季度储能系统收入 288 亿元，同比大增 105%，发货 29GWh，大增 70%，海外发货占比由去年同期的 63%大幅提升至 83%，公司指引全年发货 40-50GWh；逆变器收入 234 亿元，增长 12%，海外发货占比由去年同期的 52%提升至 60%；海外收入占比提升推动储能和逆变器毛利率同比提高；新能源投资开发收入 113 亿元，下降 13%，主要由于 136 号文对户用光伏业务产生一定影响。
- ⊕ **储能需求超预期高增，毛利率有望保持高位：**在新能源占比提升、储能经济性提高等因素推动下，前三季度全球储能新增装机增速高达 68%，超出市场预期，其中公司出货占比较高的海外大储增速更快。公司预计 2026 年全球增速仍将高达 40-50%，公司增速将更快。在需求持续旺盛的背景下，我们预计公司凭借全球领先的市场地位和品牌溢价能力，储能系统毛利率将保持高位。
- ⊕ **AIDC 业务进展顺利：**公司 AIDC 业务聚焦 800V 直流供电系统，依托 1500V 逆变器/储能技术及 35kV 固态变压器优势，正与国内外头部云厂商、互联网企业合作开发产品，目标 2026 年实现产品落地及小规模交付。IEA 预计 2025-30 年仅美国 AIDC 配储需求就高达 230GWh。
- ⊕ **维持买入：**我们上调 2025-27 年盈利 14%/34%/54%，2024-27 年复合增速高达 29%。由于业绩增速大幅提高，我们将估值基准由 17 倍市盈率上调至 22 倍，并切换至 2026 年，目标价上调至 220.00 元（原 119.00 元），维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	191.49
52周低位 (人民币)	55.70
市值 (百万人民币)	300,509.09
日均成交量 (百万)	145.29
年初至今变化 (%)	159.37
200天平均价 (人民币)	91.19

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	72,251	77,857	97,343	115,674	138,847
同比增长 (%)	79.5	7.8	25.0	18.8	20.0
净利润 (百万人民币)	9,440	11,036	16,572	19,735	23,526
每股盈利 (人民币)	4.55	5.32	7.99	9.52	11.35
同比增长 (%)	162.7	16.9	50.2	19.1	19.2
前EPS预测值 (人民币)			7.00	7.09	7.37
调整幅度 (%)			14.2	34.2	53.9
市盈率 (倍)	42.1	36.0	24.0	20.1	16.9
每股账面净值 (人民币)	13.36	17.80	24.20	31.81	40.89
市账率 (倍)	14.33	10.76	7.91	6.02	4.68
股息率 (%)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	18,926.2	27,911.0	19,036.4	24,496.7	22,868.8	20.8	-6.6
营业成本	-13,339.8	-20,240.6	-12,348.2	-16,227.8	-14,666.4	9.9	-9.6
毛利	5,586.4	7,670.4	6,688.3	8,268.8	8,202.4	46.8	-0.8
税金及附加	-112.0	-116.1	-116.0	-149.8	-132.6	18.4	-11.4
销售费用	-1,004.0	-983.3	-960.7	-1,329.2	-1,244.7	24.0	-6.4
管理费用	-287.0	-387.9	-332.8	-504.9	-434.8	51.5	-13.9
研发费用	-890.0	-787.3	-799.3	-1,238.0	-1,103.2	24.0	-10.9
财务费用	-129.7	27.4	59.1	204.0	-141.3	8.9	NM
其他收益	83.5	93.1	92.8	110.2	209.8	151.2	90.5
投资收益	114.4	67.5	166.0	126.1	169.6	48.2	34.5
资产减值损失	-195.5	-466.2	-249.0	-444.3	-264.0	35.1	-40.6
信用减值损失	-129.3	-600.6	-10.0	-253.4	-59.7	-53.8	-76.4
资产处置收益	-0.2	0.9	1.1	0.1	2.2	NM	NM
营业外收支	-11.3	-1.9	-13.5	1.6	1.4	NM	-13.0
税前利润	3,078.2	4,517.5	4,562.8	4,805.7	5,212.0	69.3	8.5
所得税	-398.8	-979.4	-769.5	-768.8	-1,087.8	172.8	41.5
净利润	2,679.4	3,538.2	3,793.3	4,036.9	4,124.2	53.9	2.2
少数股东损益	-38.9	-101.5	32.8	-128.5	22.4	NM	NM
归母净利润	2,640.5	3,436.7	3,826.2	3,908.4	4,146.6	57.0	6.1
扣非归母净利润	2,497.9	3,312.5	3,676.4	3,818.8	3,990.6	59.8	4.5

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：阳光电源 (300274 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际新能源及公用事业行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2688 HK	新奥能源	买入	68.00	73.66	8.3%	2025 年 08 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.26	8.85	21.9%	2025 年 08 月 20 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	20.84	16.50	-20.8%	2025 年 08 月 29 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	8.15	6.80	-16.6%	2025 年 06 月 30 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.79	8.40	7.8%	2025 年 08 月 27 日	能源设备
1798 HK	大唐新能源	买入	2.49	2.75	10.4%	2025 年 08 月 29 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.49	3.12	25.3%	2025 年 08 月 27 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.39	3.75	10.6%	2025 年 08 月 22 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.26	21.82	19.5%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.46	8.23	10.3%	2025 年 08 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	191.49	220.00	14.9%	2025 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	59.20	58.00	-2.0%	2025 年 10 月 29 日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.32	1.54	16.7%	2025 年 10 月 20 日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	7.89	8.62	9.3%	2025 年 09 月 01 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.66	3.70	1.1%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	12.15	12.05	-0.8%	2025 年 10 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.28	3.71	-13.3%	2025 年 09 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	42.03	46.34	10.3%	2025 年 10 月 28 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	16.43	16.50	0.4%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.29	1.28	-0.8%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 10 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	72,251	77,857	97,343	115,674	138,847
主营业务成本	(52,613)	(54,545)	(65,272)	(78,184)	(94,738)
毛利	19,638	23,312	32,070	37,489	44,109
销售及管理费用	(3,745)	(4,961)	(6,522)	(7,634)	(9,025)
研发费用	(2,447)	(3,164)	(4,380)	(5,090)	(5,970)
其他经营净收入/费用	(58)	(38)	(65)	(72)	(87)
经营利润	13,387	15,150	21,103	24,693	29,026
财务成本净额	(21)	(290)	(260)	(240)	(19)
应占联营公司利润及亏损	97	420	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(2,003)	(1,735)	(1,150)	(1,000)	(1,050)
税前利润	11,460	13,544	19,693	23,453	27,958
税费	(1,851)	(2,280)	(2,954)	(3,518)	(4,194)
非控股权益	(169)	(228)	(167)	(199)	(238)
净利润	9,440	11,036	16,572	19,735	23,526
作每股收益计算的净利润	9,440	11,036	16,572	19,735	23,526

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16,267	17,717	19,469	23,135	30,202
有价证券	2,072	10,165	10,165	10,165	10,165
应收账款及票据	22,564	29,653	37,074	44,056	52,882
存货	21,442	29,028	32,636	39,092	47,369
其他流动资产	6,939	8,586	8,586	8,586	8,586
总流动资产	69,284	95,149	107,930	125,034	149,204
物业、厂房及设备	6,438	9,002	10,622	12,072	13,354
无形资产	822	1,539	1,595	1,654	1,716
合资企业/联营公司投资	440	484	484	484	484
长期应收收入	320	286	286	286	286
其他长期资产	5,572	8,614	8,614	8,614	8,614
总长期资产	13,593	19,925	21,601	23,111	24,454
总资产	82,877	115,074	129,531	148,145	173,658
短期贷款	2,793	4,214	4,229	1,385	0
应付账款	28,486	36,757	42,427	50,820	61,580
其他短期负债	14,658	19,327	19,400	19,476	19,556
总流动负债	45,937	60,298	66,055	71,681	81,135
长期贷款	4,180	4,863	4,863	2,863	863
其他长期负债	3,305	9,714	4,989	3,989	2,989
总长期负债	7,485	14,577	9,853	6,853	3,853
总负债	53,422	74,875	75,908	78,533	84,988
股本	1,485	2,073	2,073	2,073	2,073
储备及其他资本项目	26,220	34,832	48,089	63,877	82,698
股东权益	27,705	36,905	50,162	65,951	84,772
非控股权益	1,749	3,294	3,461	3,660	3,898
总权益	29,454	40,199	53,623	69,611	88,670

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	9,609	11,264	16,739	19,935	23,764
折旧及摊销	505	719	880	1,049	1,219
营运资本变动	(6,879)	(2,636)	(10,012)	(5,969)	(7,263)
其他经营活动现金流	3,746	2,721	260	240	19
经营活动现金流	6,982	12,068	7,867	15,256	17,738
资本开支	(2,741)	(2,786)	(2,556)	(2,559)	(2,562)
其他投资活动现金流	(1,080)	(8,067)	0	0	1
投资活动现金流	(3,821)	(10,853)	(2,556)	(2,559)	(2,561)
负债净变动	3,289	897	15	(4,843)	(3,386)
其他融资活动现金流	(10)	(638)	(3,574)	(4,187)	(4,724)
融资活动现金流	3,280	259	(3,559)	(9,030)	(8,110)
汇率收益/损失	25	(24)	0	0	0
年初现金	9,802	16,267	17,717	19,469	23,135
年末现金	16,267	17,717	19,469	23,135	30,202

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	4.553	5.323	7.993	9.519	11.348
全面摊薄每股收益	4.553	5.323	7.993	9.519	11.348
每股股息	0.689	1.080	1.599	1.904	2.270
每股账面值	13.363	17.801	24.195	31.811	40.889
利润率分析(%)					
毛利率	27.2	29.9	32.9	32.4	31.8
EBITDA利润率	16.7	18.5	21.1	21.2	21.0
EBIT利润率	16.0	17.6	20.2	20.3	20.1
净利率	13.1	14.2	17.0	17.1	16.9
盈利能力(%)					
ROA	13.1	11.2	13.5	14.2	14.6
ROE	38.4	31.7	35.3	32.0	29.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
存货周转天数	140.5	168.9	172.4	167.4	166.6
应收账款周转天数	97.2	122.4	125.1	128.0	127.4
应付账款周转天数	188.7	218.3	221.4	217.7	216.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。