

# 阳光电源（300274.SZ）

## 储能盈利韧性超预期，静候 AIDC 布局收获

| 财务指标        | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）   | 72,251 | 77,857 | 94,791 | 113,939 | 131,599 |
| 增长率 yoy（%）  | 79.5   | 7.8    | 21.8   | 20.2    | 15.5    |
| 归母净利润（百万元）  | 9,440  | 11,036 | 14,690 | 17,248  | 18,728  |
| 增长率 yoy（%）  | 162.7  | 16.9   | 33.1   | 17.4    | 8.6     |
| ROE（%）      | 32.6   | 28.0   | 28.3   | 25.5    | 22.2    |
| EPS 最新摊薄（元） | 4.55   | 5.32   | 7.09   | 8.32    | 9.03    |
| P/E（倍）      | 44.0   | 37.7   | 28.3   | 24.1    | 22.2    |
| P/B（倍）      | 15.0   | 11.3   | 8.4    | 6.4     | 5.1     |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**10 月 29 日，公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 664.02 亿元，同比增加 32.95%；实现归母净利润 118.81 亿元，同比增长 56.34%；对应 25Q3 实现营业收入 228.69 亿元，同比/环比 +20.83%/-6.65%，实现归母净利润 41.47 亿元，同比/环比 +57.04%/+6.1%，Q3 单季度毛利率/净利率 35.87%/18.03%，环比增长 2.12/1.55 个 pct，业绩持续超预期。

**逆变器表现稳健，海外市场带动毛利修复。**得益于公司在全球的领先地位、优秀的品牌溢价能力、质量稳定可靠的产品与售后服务，前三季度公司光伏逆变器业务持续保持增长，收入同比增长约 6%，板块毛利率相比去年同期继续回升，主要系海外渠道状态逐步恢复健康、各国市场需求活力涌现，公司逆变器海外发货占比回升至 60%，预计本季度逆变器毛利率仍在维持在 30-35% 的水平区间，测算单瓦盈利约为 0.02-0.025 元，成为公司稳定的业绩基石。

**拉货抢装动作活跃，支撑储能盈利稳定。**2025 年前三季度公司储能发货同比增长约 70%，预计实现收入约 288 亿元，同比增长超 100%，测算 Q3 单季度储能出货约为 9-10GWh，对应出货均价、产品毛利率环比 Q2 在高位维持稳定，主要系海外高盈利市场受政策摇摆、装机周期等因素影响，客户要货诉求强烈，公司储能海外市场发货占比提升至 83%，支撑板块盈利能力向好，测算 Q3 储能单位盈利仍在 0.25 元/Wh 以上，对于完成全年 40-50GWh 发货目标的信心持续强化。

**AIDC 持续布局，积累深厚、有的放矢。**结合当前 AI 数据中心电源的发展趋势，得益于原先逆变器与储能的产业积累，公司在高压、固态变压器、电源架构等方面已有技术积累，目前优先突破一次电源，争取 2026 年实现产品的落地和小规模交付，并与国际头部云厂商、国内头部的互联网企业开展合作，有望成为公司新的增长曲线、打开成长天花板。

**投资建议：**考虑到海外高盈利市场的需求旺盛，上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营收分别为 947.91 亿元、1139.39 亿元和 1315.99 亿元，实现归母净利润分别为 146.9 亿元、172.48 亿元和 187.28 亿元，同比增长 33.1%、17.4%、8.6%，对应 EPS 分别为 7.09、8.32、9.03 元，当前股价对

### 增持（维持评级）

#### 股票信息

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| 行业                    | 电力设备及新能源   |
| 2025 年 11 月 6 日收盘价（元） | 205.40     |
| 总市值（百万元）              | 425,837.63 |
| 流通市值（百万元）             | 326,526.32 |
| 总股本（百万股）              | 2,073.21   |
| 流通股本（百万股）             | 1,589.71   |
| 近 3 月日均成交额（百万元）       | 13,872.96  |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张磊

执业证书编号：S1070525100001

邮箱：zhanglei2@cgws.com

分析师 吴念峻

执业证书编号：S1070524070003

邮箱：wunianjun@cgws.com

#### 相关研究

- 《海外储能高盈利订单兑现，扰动不改全年目标》  
2025-08-27
- 《储能盈利韧性超预期，25Q1 抢发货驱动放量》  
2025-04-29

应的 PE 倍数分别为 28.3X、24.1X、22.2X，维持“增持”评级。

**风险提示：**项目进度不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 69284 | 95149  | 112134 | 140446 | 160446 |
| 现金             | 18031 | 19799  | 21562  | 37369  | 44529  |
| 应收票据及应收账款      | 21791 | 28486  | 34749  | 38832  | 43735  |
| 其他应收款          | 1409  | 1761   | 2108   | 2449   | 2815   |
| 预付账款           | 543   | 411    | 738    | 842    | 1062   |
| 存货             | 21442 | 29028  | 35042  | 40711  | 43345  |
| 其他流动资产         | 6069  | 15664  | 17934  | 20242  | 24960  |
| <b>非流动资产</b>   | 13593 | 19925  | 23269  | 25406  | 27065  |
| 长期股权投资         | 440   | 484    | 528    | 572    | 615    |
| 固定资产           | 6438  | 9002   | 12232  | 14161  | 15640  |
| 无形资产           | 732   | 1122   | 1258   | 1419   | 1604   |
| 其他非流动资产        | 5982  | 9317   | 9250   | 9255   | 9205   |
| <b>资产总计</b>    | 82877 | 115074 | 135402 | 165852 | 187511 |
| <b>流动负债</b>    | 45937 | 60298  | 66986  | 80751  | 85287  |
| 短期借款           | 2793  | 4214   | 4832   | 5473   | 6238   |
| 应付票据及应付账款      | 28486 | 36757  | 42163  | 53626  | 56679  |
| 其他流动负债         | 14658 | 19327  | 19991  | 21652  | 22369  |
| <b>非流动负债</b>   | 7485  | 14577  | 14964  | 15275  | 14717  |
| 长期借款           | 4180  | 4863   | 4595   | 4345   | 4067   |
| 其他非流动负债        | 3305  | 9714   | 10369  | 10930  | 10650  |
| <b>负债合计</b>    | 53422 | 74875  | 81951  | 96026  | 100004 |
| 少数股东权益         | 1749  | 3294   | 3621   | 3971   | 4366   |
| 股本             | 1485  | 2073   | 2073   | 2073   | 2073   |
| 资本公积           | 7606  | 7013   | 7013   | 7013   | 7013   |
| 留存收益           | 19795 | 29412  | 42199  | 56845  | 72658  |
| 归属母公司股东权益      | 27705 | 36905  | 49830  | 65854  | 83141  |
| <b>负债和股东权益</b> | 82877 | 115074 | 135402 | 165852 | 187511 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 6982  | 12068  | 9385  | 21682 | 14618 |
| 净利润            | 9609  | 11264  | 15018 | 17598 | 19123 |
| 折旧摊销           | 572   | 764    | 816   | 1055  | 1253  |
| 财务费用           | 21    | 290    | 571   | 403   | 148   |
| 投资损失           | -97   | -420   | -52   | -56   | -56   |
| 营运资金变动         | -5765 | -1434  | -8324 | 1175  | -7428 |
| 其他经营现金流        | 2642  | 1603   | 1356  | 1507  | 1578  |
| <b>投资活动现金流</b> | -3821 | -10853 | -5124 | -5084 | -5856 |
| 资本支出           | 2741  | 2786   | 4198  | 3148  | 2868  |
| 长期投资           | -1188 | -8312  | -44   | -44   | -44   |
| 其他投资现金流        | 108   | 245    | -881  | -1892 | -2944 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3280  | 259    | -2499 | -792  | -1602 |
| 短期借款           | 1371  | 1421   | 618   | 641   | 765   |
| 长期借款           | 18    | 684    | -269  | -250  | -277  |
| 普通股增加          | -0.04 | 588.06 | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 553   | -593   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 1337  | -1840  | -2848 | -1183 | -2089 |
| <b>现金净增加额</b>  | 6465  | 1450   | 1763  | 15806 | 7161  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 72251 | 77857 | 94791 | 113939 | 131599 |
| 营业成本            | 52613 | 54545 | 65671 | 79541  | 92462  |
| 营业税金及附加         | 324   | 403   | 417   | 410    | 526    |
| 销售费用            | 2872  | 3761  | 4455  | 5583   | 6580   |
| 管理费用            | 873   | 1201  | 1304  | 1662   | 1974   |
| 研发费用            | 2447  | 3164  | 4076  | 4899   | 6580   |
| 财务费用            | 21    | 290   | 571   | 403    | 148    |
| 资产和信用减值损失       | -2028 | -1780 | -1489 | -1526  | -1612  |
| 其他收益            | 266   | 366   | 284   | 305    | 213    |
| 公允价值变动收益        | 36    | 64    | 50    | 19     | 34     |
| 投资净收益           | 97    | 420   | 52    | 56     | 56     |
| 资产处置收益          | -5    | 1     | 0     | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 11466 | 13564 | 17194 | 20294  | 22020  |
| 营业外收入           | 25    | 24    | 19    | 23     | 22     |
| 营业外支出           | 32    | 44    | 31    | 35     | 37     |
| <b>利润总额</b>     | 11460 | 13544 | 17183 | 20281  | 22005  |
| 所得税             | 1851  | 2280  | 2165  | 2684   | 2883   |
| <b>净利润</b>      | 9609  | 11264 | 15018 | 17598  | 19123  |
| 少数股东损益          | 169   | 228   | 328   | 350    | 395    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 9440  | 11036 | 14690 | 17248  | 18728  |
| EBITDA          | 12153 | 14443 | 18286 | 21398  | 23011  |
| EPS (元/股)       | 4.55  | 5.32  | 7.09  | 8.32   | 9.03   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 79.5  | 7.8   | 21.8  | 20.2  | 15.5  |
| 营业利润 (%)        | 176.9 | 18.3  | 26.8  | 18.0  | 8.5   |
| 归属母公司净利润 (%)    | 162.7 | 16.9  | 33.1  | 17.4  | 8.6   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 27.2  | 29.9  | 30.7  | 30.2  | 29.7  |
| 净利率 (%)         | 13.3  | 14.5  | 15.8  | 15.4  | 14.5  |
| ROE (%)         | 32.6  | 28.0  | 28.3  | 25.5  | 22.2  |
| ROIC (%)        | 26.7  | 21.5  | 23.3  | 21.4  | 19.0  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 64.5  | 65.1  | 60.5  | 57.9  | 53.3  |
| 净负债比率 (%)       | -31.6 | -9.6  | -10.0 | -28.9 | -30.9 |
| 流动比率            | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.9   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 4.1   | 3.2   | 3.1   | 3.2   | 3.3   |
| 应付账款周转率         | 3.6   | 3.0   | 2.9   | 3.0   | 3.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 4.55  | 5.32  | 7.09  | 8.32  | 9.03  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 3.37  | 5.82  | 4.53  | 10.46 | 7.05  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 13.36 | 17.80 | 23.81 | 31.37 | 39.47 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 44.0  | 37.7  | 28.3  | 24.1  | 22.2  |
| P/B             | 15.0  | 11.3  | 8.4   | 6.4   | 5.1   |
| EV/EBITDA       | 33.4  | 28.0  | 22.0  | 18.1  | 16.4  |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033  
 传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126  
 传真：021-31829681  
 网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
 邮编：100031  
 传真：86-10-88366686