

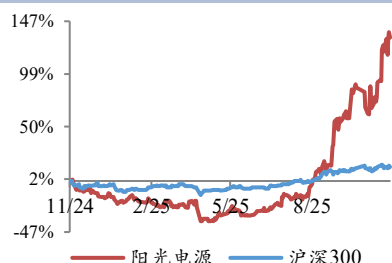
盈利高增，单季毛利率创年内新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-10

收盘价（元）	201.00
近 12 个月最高/最低（元）	209.88/52.98
总股本（百万股）	2,073
流通股本（百万股）	1,590
流通股比例（%）	76.68
总市值（亿元）	4,167
流通市值（亿元）	3,195

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

1. 储能业务翻倍增长，盈利能力持续提升 2025-08-29

2. 【华安电新】阳光电源点评：光储行业领军者，25Q1 业绩超预期 2025-05-12

主要观点：

● 业绩情况：2025 年前三季度盈利高增，单季毛利率创年内新高

公司 2025 年前三季度实现营收 664.02 亿元，YoY+32.95%；归母净利润 118.81 亿元，YoY+56.3%；扣非归母净利 114.86 亿元，YoY+55.6%。毛利率 34.88%，同比+3.56pct；净利率 18.00%，同比+2.53 pct。若加回资产及信用减值 12.80 亿元，经营性净利润约 131.61 亿元。

公司 2025Q3 单季营收 228.69 亿元，YoY+20.83%；归母净利润 41.47 亿元，YoY+57.04%；扣非归母净利 39.91 亿元，YoY+59.76%。单季毛利率 35.87%，同比+6.35pct，环比+2.12pct，创年内新高，主要系海外高毛利市场出货占比提升，支撑毛利率提升。

● 光伏逆变器业务：业务稳健增长，新品引领行业发展

2025 年前三季度公司光伏逆变器业务同比增长 6%，收入结构同比改善带动毛利率增长。2025 年前三季度逆变器国内市场发货占比从去年同期 48% 下降到今年 40%。公司产品远销全球 100 多个国家和地区，具备优秀的全球品牌溢价能力。报告期内发布全球首款 400kW+ 组串逆变器 SG465HX 和分体式模块化逆变器 1+X 2.0，持续引领行业技术创新。

● 储能系统业务：营收高增，海外高毛利订单占比持续提升

2025 年前三季度公司储能发货同比增长 70%，储能发货结构变化显著，海外发货占比从去年同期 63% 攀升至 83%。公司持续看好储能领域增长，预计 2025 年公司储能出货 40-50GWh。预计明年全球储能市场维持 40%-50% 高增速。当前中国储能市场从强制配储逐渐转向价值驱动市场，明年中国储能有望新增 150-200GWh；欧洲市场储能盈利模式逐渐完善，预计欧洲未来三年有 50% 增速；美国 AI 发展带来大量新增电力负荷需求，光储一体共建将成为重要解决方案。

● AIDC：新业务布局加速，打造第三增长极

公司依托在电能转换领域的技术积累，切入 AIDC 市场，重点布局海外高端市场。当前数据中心电源正从原来 UOS 为主的交流供电系统向 800V 直流供电系统演进。公司在高压方面具备优势，公司逆变器、储能系统普遍 1500V，同时公司在固态变压器有技术沉淀，已经在 35kV 固态变压器技术上预研 10 年左右。目前公司正积极与国际头部云厂商，国内头部互联网企业展开合作，2026 年有望产品落地交付。

● 投资建议

考虑全球储能市场高增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 154.5/183.4/206.0 亿元（前值分别为 149/160/178 亿元），对应 PE27/23/20x，维持“买入”评级。

● 风险提示

全球光储需求不及预期；公司订单交付不及预期；海外贸易政策变化。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	778.6	910.9	1081.1	1225.8
收入同比 (%)	7.8%	17.0%	18.7%	13.4%
归属母公司净利润	110.4	154.5	183.4	206.0
净利润同比 (%)	16.9%	40.0%	18.8%	12.3%
毛利率 (%)	29.9%	32.3%	31.0%	30.5%
ROE (%)	29.9%	30.5%	26.6%	23.0%
每股收益 (元)	5.32	7.45	8.85	9.94
P/E	13.88	26.98	22.72	20.23
P/B	4.15	8.22	6.04	4.65
EV/EBITDA	10.10	20.14	16.44	14.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	951.5	1085.4	1378.8	1661.4	营业收入	778.6	910.9	1081.1	1225.8
现金	198.0	294.5	457.3	631.1	营业成本	545.4	616.8	746.4	852.1
应收账款	276.4	303.6	360.4	408.6	营业税金及附加	4.0	4.7	5.6	6.4
其他应收款	17.6	19.2	22.8	25.8	销售费用	37.6	48.3	50.8	57.6
预付账款	4.1	5.5	6.7	7.6	管理费用	12.0	15.9	16.8	19.0
存货	290.3	289.8	350.7	400.4	财务费用	2.9	(2.0)	(3.8)	(7.6)
其他流动资产	165.1	172.7	181.0	187.9	资产减值损失	(7.8)	0.0	0.0	0.0
非流动资产	199.3	231.2	256.0	274.2	公允价值变动收益	0.6	0.0	0.0	0.0
长期投资	4.8	4.8	4.8	4.8	投资净收益	4.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	90.0	116.6	141.4	161.0	营业利润	135.6	189.8	225.3	253.0
无形资产	11.2	10.9	10.6	10.6	营业外收入	0.2	0.2	0.2	0.2
其他非流动资产	93.2	98.9	99.2	97.7	营业外支出	0.4	0.4	0.4	0.4
资产总计	1150.7	1316.6	1634.8	1935.6	利润总额	135.4	189.6	225.1	252.8
流动负债	603.0	623.2	746.2	836.8	所得税	22.8	31.9	37.9	42.6
短期借款	42.1	57.1	70.1	70.1	净利润	112.6	157.7	187.2	210.3
应付账款	209.6	209.8	253.8	289.8	少数股东损益	2.3	3.2	3.8	4.3
其他流动负债	351.3	356.3	422.2	476.9	归属母公司净利润	110.4	154.5	183.4	206.0
非流动负债	145.8	150.4	158.4	158.4	EBITDA	143.2	198.4	234.5	260.0
长期借款	48.6	56.6	64.6	64.6	EPS (元)	5.3	7.5	8.8	9.9
其他非流动负债	97.1	93.8	93.8	93.8					
负债合计	748.8	773.6	904.6	995.2					
少数股东权益	32.9	36.1	39.9	44.2					
股本	20.7	20.7	20.7	20.7					
资本公积	70.1	70.7	70.7	70.7					
留存收益	278.2	415.4	598.9	804.9					
归属母公司股东权益	369.1	506.8	690.3	896.3					
负债和股东权益	1150.7	1316.6	1634.8	1935.6					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	120.7	151.1	183.6	210.8	成长能力				
净利润	112.6	157.7	187.2	210.3	营业收入	7.8%	17.0%	18.7%	13.4%
折旧摊销	8.7	10.9	13.2	14.8	营业利润	18.3%	39.9%	18.7%	12.3%
财务费用	3.4	2.9	3.5	3.8	归属于母公司净利润	16.9%	40.0%	18.8%	12.3%
投资损失	(4.2)	0.0	0.0	0.0	润				
营运资金变动	(9.2)	(20.3)	(20.6)	(18.3)	获利能力				
其他经营现金流	131.3	177.8	208.0	228.7	毛利率 (%)	29.9%	32.3%	31.0%	30.5%
投资活动现金流	(108.5)	(42.7)	(38.2)	(33.2)	净利率 (%)	14.2%	17.0%	17.0%	16.8%
资本支出	(27.9)	(38.2)	(38.2)	(33.2)	ROE (%)	29.9%	30.5%	26.6%	23.0%
长期投资	(84.7)	0.0	0.0	0.0	ROIC (%)	21.7%	23.4%	21.0%	18.8%
其他投资现金流	4.0	(4.5)	0.0	0.0	偿债能力				
筹资活动现金流	2.6	(12.8)	17.5	(3.8)	资产负债率 (%)	65.1%	58.8%	55.3%	51.4%
短期借款	14.2	15.0	13.0	0.0	净负债比率 (%)	186.3%	142.5%	123.9%	105.8%
长期借款	6.8	8.0	8.0	0.0	流动比率	1.58	1.74	1.85	1.99
普通股增加	5.9	0.0	0.0	0.0	速动比率	1.02	1.19	1.30	1.43
资本公积增加	(5.9)	0.5	0.0	0.0	营运能力				
其他筹资现金流	(18.4)	(36.3)	(3.5)	(3.8)	总资产周转率	0.79	0.74	0.73	0.69
现金净增加额	14.5	96.5	162.8	173.8	应收账款周转率	3.19	3.14	3.26	3.19
					应付账款周转率	2.99	2.94	3.22	3.13

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	5.32	7.45	8.85	9.94	P/E	13.88	26.98	22.72	20.23
每股经营现金流 (摊薄)	5.82	7.29	8.85	10.17	P/B	4.15	8.22	6.04	4.65
每股净资产	17.80	24.45	33.29	43.23	EV/EBITDA	10.10	20.14	16.44	14.16

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。