

信义山证汇通天下

证券研究报告

太阳能

阳光电源（300274.SZ）

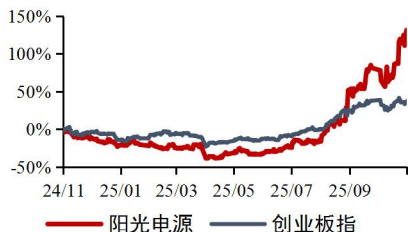
买入-A(维持)

前三季度经营现金流同比高增，AIDC 产品未来可期

2025 年 11 月 11 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 6 日

收盘价（元）：	205.40
年内最高/最低（元）：	209.88/52.98
流通 A 股/总股本（亿）：	15.90/20.73
流通 A 股市值（亿）：	3,265.26
总市值（亿）：	4,258.38

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	5.73
摊薄每股收益(元)：	5.73
每股净资产(元)：	23.25
净资产收益率(%)：	24.80

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

贾惠淋

执业登记编码：S0760523070001

邮箱：jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025 年三季报，2025 年上半年公司实现营收 664.0 亿元，同比+33.0%；实现归母净利润 118.8 亿元，同比+56.3%。Q3 单季度，公司实现营收 228.7 亿元，同比+20.8%，环比-6.6%；实现归母净利润 41.5 亿元，同比+57.0%，环比+6.1%。

事件点评

➢ 坚持全球市场布局，逆变器、储能海外发货占比提升：2025 年前三季度，公司光伏逆变器业务营收同比增长 6%；毛利率同比有所提升，主要因为国内发货占比由去年同期 48%下降至 40%。2025 年前三季度，公司储能发货同比增长 70%，海外发货占比从去年同期的 63%提升至 83%，储能毛利率保持稳定。公司坚持长期深耕全球市场，已在海外建设了超 20 家分支机构和 60 多家代表处，520+服务网点，为全球客户提供全链服务。

➢ 布局 AIDC 打开新的增长曲线：凭借公司在高压等领域的技术沉淀，公司布局 SST 等 AIDC 产品。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。

➢ 持续加大研发投入，经营性现金流大幅改善：公司重视技术创新，继续加大研发投入，前三季度投入 31.4 亿元，同比增长 32%；截至 2025 年三季度末，公司研发人员超 7000 人。2025 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额 99 亿元，同比大幅改善。

投资建议

➢ 考虑公司作为光储双龙头，AIDC 进一步打开远期空间，全球竞争力显著。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 7.15/9.47/11.22，对应公司 11 月 6 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 28.7/21.7/18.3，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 海内外政策变动风险；原材料价格波动风险；需求不及预期；市场竞争加剧等风险；汇率波动风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
------	-------	-------	-------	-------	-------



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

营业收入(百万元)	72,251	77,857	91,594	113,601	126,961
YoY(%)	79.5	7.8	17.6	24.0	11.8
净利润(百万元)	9,440	11,036	14,829	19,626	23,270
YoY(%)	162.7	16.9	34.4	32.3	18.6
毛利率(%)	30.4	29.9	33.1	33.8	34.3
EPS(摊薄/元)	4.55	5.32	7.15	9.47	11.22
ROE(%)	32.6	28.0	28.8	28.1	25.4
P/E(倍)	45.1	38.6	28.7	21.7	18.3
P/B(倍)	15.4	11.5	8.6	6.3	4.7
净利率(%)	13.1	14.2	16.2	17.3	18.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69284	95149	107539	126582	149477
现金	18031	19799	27413	44786	57172
应收票据及应收账款	21791	28486	28760	28040	35440
预付账款	543	411	667	848	563
存货	21442	29028	39013	40196	43210
其他流动资产	7478	17425	11687	12711	13092
非流动资产	13593	19925	20139	21125	21493
长期投资	440	484	532	578	625
固定资产	6438	9002	9469	10202	10479
无形资产	732	1122	1258	1419	1604
其他非流动资产	5982	9317	8880	8926	8784
资产总计	82877	115074	127678	147707	170970
流动负债	45937	60298	60795	62733	64386
短期借款	2793	4214	3740	3898	3845
应付票据及应付账款	28486	36757	39788	35461	40363
其他流动负债	14658	19327	17267	23374	20177
非流动负债	7485	14577	13604	12632	11659
长期借款	4180	4863	3891	2918	1945
其他非流动负债	3305	9714	9714	9714	9714
负债合计	53422	74875	74400	75364	76045
少数股东权益	1749	3294	3784	4454	5248
股本	1485	2073	2073	2073	2073
资本公积	7606	7013	7013	7013	7013
留存收益	19795	29412	42627	59965	80192
归属母公司股东权益	27705	36905	49495	67889	89677
负债和股东权益	82877	115074	127678	147707	170970

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6982	12068	7512	21632	16881
净利润	9609	11264	15319	20295	24064
折旧摊销	572	764	722	821	923
财务费用	21	290	150	329	-5
投资损失	-97	-420	-36	-58	-47
营运资金变动	-5765	-1434	-8634	254	-8044
其他经营现金流	2642	1603	-9	-9	-10
投资活动现金流	-3821	-10853	4888	-1883	-1994
筹资活动现金流	3280	259	-4788	-2375	-2502

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	4.55	5.32	7.15	9.47	11.22
每股经营现金流(最新摊薄)	3.37	5.82	3.62	10.43	8.14
每股净资产(最新摊薄)	13.36	17.80	23.87	32.75	43.25

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72251	77857	91594	113601	126961
营业成本	50318	54545	61236	75249	83406
营业税金及附加	324	403	412	511	571
营业费用	5167	3761	5038	5680	6094
管理费用	873	1201	1374	1590	1650
研发费用	2447	3164	3664	4544	5078
财务费用	21	290	150	329	-5
资产减值损失	-2028	-1780	-1649	-1704	-1650
公允价值变动收益	36	64	10	11	12
投资净收益	97	420	36	58	47
营业利润	11466	13564	18355	24317	28842
营业外收入	25	24	19	19	11
营业外支出	32	44	28	30	34
利润总额	11460	13544	18346	24306	28819
所得税	1851	2280	3027	4010	4755
税后利润	9609	11264	15319	20295	24064
少数股东损益	169	228	490	670	794
归属母公司净利润	9440	11036	14829	19626	23270
EBITDA	11840	14168	18668	24320	28467

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	79.5	7.8	17.6	24.0	11.8
营业利润(%)	176.9	18.3	35.3	32.5	18.6
归属于母公司净利润(%)	162.7	16.9	34.4	32.3	18.6
获利能力					
毛利率(%)	30.4	29.9	33.1	33.8	34.3
净利率(%)	13.1	14.2	16.2	17.3	18.3
ROE(%)	32.6	28.0	28.8	28.1	25.4
ROIC(%)	25.7	21.0	23.7	24.2	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	65.1	58.3	51.0	44.5
流动比率	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.9	3.1	3.2	4.0	4.0
应付账款周转率	1.8	1.7	1.6	2.0	2.2
估值比率					
P/E	45.1	38.6	28.7	21.7	18.3
P/B	15.4	11.5	8.6	6.3	4.7
EV/EBITDA	35.2	29.3	22.1	16.2	13.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

