

新能源	收盘价 人民币 134.45	目标价 人民币 155.00↓	潜在涨幅 +15.3%
-----	-------------------	--------------------	----------------

2026年4月2日

阳光电源 (300274 CH)

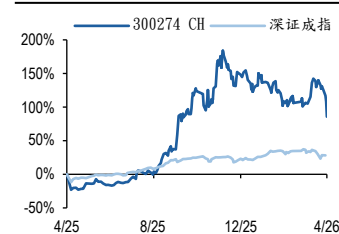
4Q25 业绩承压，长期成长逻辑未变

- ⊕ **4Q25 业绩低于预期，毛利率承压：**公司4Q25收入/盈利228/15.8亿元（人民币，下同），同比降18%/54%，环比降0.4%/62%，低于我们和市场预期。收入下降或一定程度上受到部分项目收入确认节奏波动的影响。期内毛利率同/环比降4.5/12.9ppts至23.0%，除毛利较低的新能源投资开发业务收入占比提升的因素外，同时储能业务毛利率环比降17ppts至24%，原因包括：**1）**3Q25英国等一些高毛利的项目确认收入，导致基数偏高；**2）**期内碳酸锂成本的上涨在部分存量项目未及时顺价；**3）**新签单价格环比下降；**4）**低毛利的中国内地和南美业务收入占比提升。在收入同比下降的情况下，经营费用增长较快，销售/管理/研发/财务费用率同比提高2.2/0.6/1.7/0.8ppts。
- ⊕ **储能出货高质量增长，海外占比大幅提升：**2025年储能系统分部收入373亿元，同比大增49%，发货43GWh，同比大增54%，增长完全来自海外，海外发货占比同比大幅提升16个百分点至83%，分部毛利率同比降0.2ppts至36.5%。**逆变器**分部收入311亿元，同比增7%，发货143GW，同比降3%，主因公司策略性放弃了负毛利的国内户用项目，海外发货占比同比提高8ppts至60%，分部毛利率同比提高3.8ppts至34.7%。另外，**新能源投资开发**分部收入166亿元，同比降21%，毛利率14.5%，同比降4.9ppts，主因“136号文”对户用光伏需求产生较大影响。
- ⊕ **单季承压不改储能业务长期成长逻辑，维持买入：**受新能源渗透率提升以及经济性改善等驱动，2025年全球储能装机同比增速高达74%，尽管面临原材料涨价，但公司预计2026年增速仍高达30-50%。公司2026年出货将以需求增长预测上限为目标，即在60GWh以上。我们下调2026/27年盈利预测，将估值基准由22倍2026年市盈率下调至20倍（过去4年平均为19.4倍），下调目标价至155.00元人民币（原220.00元）。我们认为业绩单季承压不改储能业务长期成长逻辑，同时AIDC电源业务有望成为新增长点，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)	205.40
52周低位(人民币)	55.70
市值(百万人民币)	210,995.07
日均成交量(百万)	166.73
年初至今变化(%)	(21.39)
200天平均价(人民币)	164.99

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	77,857	89,184	113,129	134,381	157,284
同比增长(%)	7.8	14.5	26.8	18.8	17.0
净利润(百万人民币)	11,036	13,461	16,058	19,232	23,191
每股盈利(人民币)	5.32	6.49	7.75	9.28	11.19
同比增长(%)	16.9	22.0	19.3	19.8	20.6
前EPS预测值(人民币)			9.52	11.35	
调整幅度(%)			-18.6	-18.3	
市盈率(倍)	25.3	20.7	17.4	14.5	12.0
每股账面净值(人民币)	17.80	22.48	28.29	35.25	43.64
市账率(倍)	7.55	5.98	4.75	3.81	3.08
股息率(%)	0.8	1.2	1.4	1.7	2.1

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>

2026 年 4 月 2 日

阳光电源 (300274 CH)

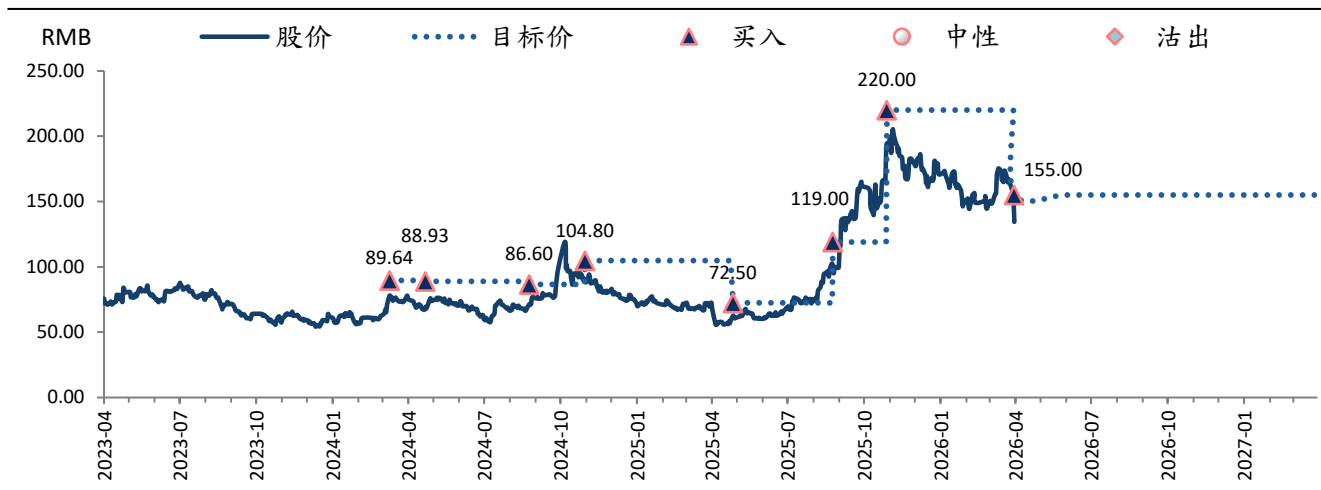
股价波动后估值吸引：业绩公布后公司股价大幅波动，我们认为已基本释放利空，市场关注点将转向储能业务毛利率能否回升。尽管短期内面临原材料涨价和竞争加剧，但我们认为凭借技术优势和在海外高毛利市场的长期积累，公司储能业务毛利率仍可回升到约 30%。AIDC 电源方面，公司提供固态变压器 SST 及电源解决方案，目前已经与部分国际头部云服务厂家及中国内地头部互联网企业开展合作，目标是今年有产品落地和小规模交付，明年开始批量交付。目前股价对应 17.4 倍 2026 年市盈率，低于过去 4 年平均的 19.4 倍，为逆变器/储能板块最低，且包含 AIDC 电源业务这一期权，具备逢低布局吸引力。我们认为近期**重点关注信号**包括：1Q26 毛利率能否明显回升，公司 H 股发行价相对 A 股股价的折让幅度。

图表 1：业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	27,911.0	19,036.4	24,496.7	22,868.8	22,782.4	-18.4	-0.4
营业成本	-20,240.6	-12,348.2	-16,227.8	-14,666.4	-17,553.0	-13.3	19.7
毛利	7,670.4	6,688.3	8,268.8	8,202.4	5,229.4	-31.8	-36.2
税金及附加	-116.1	-116.0	-149.8	-132.6	-110.4	-4.9	-16.8
销售费用	-983.3	-960.7	-1,329.2	-1,244.7	-1,297.2	31.9	4.2
管理费用	-387.9	-332.8	-504.9	-434.8	-442.2	14.0	1.7
研发费用	-787.3	-799.3	-1,238.0	-1,103.2	-1,034.5	31.4	-6.2
财务费用	27.4	59.1	204.0	-141.3	-161.4	NM	14.2
其他收益	93.1	92.8	110.2	209.8	212.1	127.8	1.1
投资收益	67.5	166.0	126.1	169.6	209.8	210.9	23.7
公允价值变动收益	1.5	36.8	14.3	7.0	3.9	167.8	-44.5
资产减值损失	-466.2	-249.0	-444.3	-264.0	-425.4	-8.7	61.1
信用减值损失	-600.6	-10.0	-253.4	-59.7	-478.7	-20.3	701.8
资产处置收益	0.9	1.1	0.1	2.2	-1.1	NM	NM
营业外收支	-1.9	-13.5	1.6	1.4	-24.8	1,226.0	NM
税前利润	4,517.5	4,562.8	4,805.7	5,212.0	1,679.5	-62.8	-67.8
所得税	-979.4	-769.5	-768.8	-1,087.8	-101.1	-89.7	-90.7
净利润	3,538.2	3,793.3	4,036.9	4,124.2	1,578.4	-55.4	-61.7
少数股东损益	-101.5	32.8	-128.5	22.4	1.6	NM	-92.7
归母净利润	3,436.7	3,826.2	3,908.4	4,146.6	1,580.1	-54.0	-61.9
扣非归母净利润	3,312.5	3,676.4	3,818.8	3,990.6	1,343.2	-59.5	-66.3

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	63.40	73.66	16.2%	2025 年 08 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.18	8.85	23.3%	2025 年 08 月 20 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	18.95	16.50	-12.9%	2025 年 08 月 29 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.20	6.80	-5.6%	2025 年 06 月 30 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	10.24	8.40	-18.0%	2025 年 08 月 27 日	能源设备
1798 HK	大唐新能源	买入	1.57	1.81	15.3%	2026 年 04 月 01 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.24	2.68	19.6%	2026 年 04 月 01 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.48	21.05	13.9%	2026 年 01 月 23 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.17	3.75	18.3%	2025 年 08 月 22 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.00	8.23	17.6%	2025 年 08 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	134.45	155.00	15.3%	2026 年 04 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	91.48	58.00	-36.6%	2025 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	0.93	1.19	28.0%	2026 年 04 月 01 日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	5.48	6.30	15.0%	2026 年 04 月 01 日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	9.01	10.65	18.2%	2026 年 03 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	2.99	3.67	22.7%	2026 年 03 月 02 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.77	3.71	-1.6%	2025 年 09 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
600732 CH	爱旭股份	买入	14.47	18.80	29.9%	2025 年 10 月 31 日	光伏制造 (电池片)
002865 CH	钧达股份	买入	73.18	46.34	-36.7%	2025 年 10 月 28 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.21	1.31	8.3%	2026 年 03 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2026 年 4 月 1 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	77,857	89,184	113,129	134,381	157,284
主营业务成本	(54,545)	(60,795)	(80,475)	(95,649)	(111,971)
毛利	23,312	28,389	32,655	38,733	45,313
销售及管理费用	(4,961)	(6,546)	(7,580)	(8,869)	(10,223)
研发费用	(3,164)	(4,175)	(4,978)	(5,778)	(6,606)
其他经营净收入/费用	(38)	116	105	133	183
经营利润	15,150	17,784	20,202	24,219	28,666
财务成本净额	(290)	(40)	(209)	(172)	63
应占联营公司利润及亏损	420	671	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(1,735)	(2,156)	(1,000)	(1,300)	(1,300)
税前利润	13,544	16,260	18,993	22,747	27,429
税费	(2,280)	(2,727)	(2,849)	(3,412)	(4,114)
非控股权益	(228)	(72)	(85)	(102)	(123)
净利润	11,036	13,461	16,058	19,232	23,191
作每股收益计算的净利润	11,036	13,461	16,058	19,232	23,191

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	17,717	21,998	27,904	33,146	38,845
有价证券	10,165	10,998	10,998	10,998	10,998
应收账款及票据	29,653	26,516	36,201	43,002	50,331
存货	29,028	27,255	36,078	42,881	50,198
其他流动资产	8,586	8,661	8,661	8,661	8,661
总流动资产	95,149	95,428	119,843	138,688	159,033
物业、厂房及设备	9,002	10,831	13,063	15,021	16,705
无形资产	1,539	1,705	1,828	1,963	2,112
合资企业/联营公司投资	484	637	637	637	637
长期应收收入	286	269	269	269	269
其他长期资产	8,614	9,809	8,966	8,966	8,966
总长期资产	19,925	23,251	24,763	26,857	28,690
总资产	115,074	118,679	144,606	165,545	187,723
短期贷款	4,214	2,422	6,018	4,232	0
应付账款	36,757	36,636	48,495	57,639	67,475
其他短期负债	19,327	18,169	18,221	18,275	18,332
总流动负债	60,298	57,228	72,734	80,146	85,807
长期贷款	4,863	3,065	3,065	2,065	1,065
其他长期负债	9,714	8,615	6,906	6,906	6,906
总长期负债	14,577	11,680	9,971	8,971	7,971
总负债	74,875	68,908	82,705	89,117	93,778
股本	2,073	2,073	2,073	2,073	2,073
储备及其他资本项目	34,832	44,538	56,581	71,006	88,399
股东权益	36,905	46,611	58,655	73,079	90,473
非控股权益	3,294	3,161	3,246	3,349	3,472
总权益	40,199	49,772	61,901	76,428	93,945

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	11,264	13,533	16,144	19,335	23,315
折旧及摊销	719	1,072	1,268	1,542	1,816
营运资本变动	(2,636)	(1,057)	(8,306)	(4,405)	(4,753)
其他经营活动现金流	2,721	3,369	209	172	(63)
经营活动现金流	12,068	16,918	9,315	16,643	20,314
资本开支	(2,786)	(3,008)	(2,780)	(3,635)	(3,649)
其他投资活动现金流	(8,067)	(263)	0	0	0
投资活动现金流	(10,853)	(3,271)	(2,780)	(3,635)	(3,649)
负债净变动	897	(2,713)	3,596	(2,786)	(5,232)
其他融资活动现金流	(638)	(6,581)	(4,224)	(4,980)	(5,735)
融资活动现金流	259	(9,294)	(628)	(7,766)	(10,967)
汇率收益/损失	(24)	(72)	0	0	0
年初现金	16,267	17,717	21,998	27,904	33,146
年末现金	17,717	21,998	27,904	33,146	38,845

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	5.323	6.493	7.746	9.277	11.186
全面摊薄每股收益	5.323	6.493	7.746	9.277	11.186
每股股息	1.080	1.640	1.936	2.319	2.797
每股账面值	17.801	22.482	28.292	35.249	43.639
利润率分析(%)					
毛利率	29.9	31.8	28.9	28.8	28.8
EBITDA利润率	18.5	19.4	17.9	18.1	18.6
EBIT利润率	17.6	18.2	16.8	16.9	17.4
净利率	14.2	15.1	14.2	14.3	14.7
盈利能力(%)					
ROA	11.2	11.5	12.2	12.4	13.1
ROE	31.7	29.9	28.8	27.8	27.2
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	1.6	1.7	1.6	1.7	1.9
存货周转天数	168.9	169.0	143.6	150.7	151.7
应收账款周转天数	122.4	114.9	101.2	107.6	108.3
应付账款周转天数	218.3	220.3	193.1	202.5	203.9

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有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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、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、拔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、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司及南京埃斯顿自动化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及光大证券股份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，或可能以委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，并可能受递送延误、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，在参与有关报告中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。