

公司研究

25Q4 业绩短期承压，储能行业高增趋势不改

——阳光电源（300274.SZ）2025 年年度报告点评

要点

事件：公司发布 2025 年年度报告，2025 年公司实现营收 891.84 亿元，同比增长 14.55%；实现归母净利润 134.61 亿元，同比增长 21.97%；实现扣非归母净利润 128.29 亿元，同比增长 19.98%。其中，2025Q4 公司实现营收 227.82 亿元，同比减少 18.37%；实现归母净利润 15.8 亿元，同比减少 54.02%；实现扣非归母净利润 13.43 亿元，同比减少 59.45%。

点评：

25Q4 业绩短期承压。公司 25Q4 净利润同环比均大幅下滑，主要系营收下滑和毛利率下滑两方面因素的影响。营收方面，由于确收节奏受到大项目交付周期的影响，25Q4 确认的收入出现同比下滑。毛利率方面，公司 25Q4 销售毛利率为 22.95%，同比-4.53pct，环比-12.92pct。大幅下滑主要系 Q4 毛利率较低的新能源投资开发业务占比较高，以及储能业务行业竞争加剧、原材料价格上涨带来的毛利率下滑。

全球市场深化布局，储能业务营收高速增长。2025 年，公司储能业务实现营收 372.87 亿元，同比增长 49.39%；毛利率为 36.49%，同比下降 0.2pcts。营收的大幅增长主要得益于储能系统的全球规模化应用。2025 年，公司首创的“交直流一体”10MWh 全液冷储能系统 PowerTitan 2.0 在全球范围内广泛应用，此外，公司最新发布了全球最大容量 PowerTitan 3.0 交流智储平台，采用 600Ah+叠片电芯、碳化硅 PCS。

技术进步叠加渠道拓展，光伏逆变器业务营收稳步增长。2025 年，公司光伏逆变器业务实现营收 311.36 亿元，同比增长 6.9%；毛利率为 34.66%，同比增长 3.76pcts。2025 年，为持续提升度电成本、适应构网等新需求，公司发布了新一代大功率组串逆变器 SG465HX 和全球首款分体式模块化逆变器 1+X2.0。渠道方面，公司持续完善全球布局，加码布局欧洲、美洲、亚太、中东非及中国市场，全球竞争力及影响力持续提升。

盈利预测、估值与评级：综合考虑储能需求的持续景气、行业竞争的加剧以及原材料涨价的影响，我们调整公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润 162/189/213 亿元（上调 2%/上调 8%/新增），当前股价对应 26-28 年 PE 为 16/14/12 倍。公司储能业务仍维持高速增长态势，我们持续看好公司长远发展，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏装机、海外市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险；美国关税政策变动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	77,857	89,184	110,180	126,176	138,543
营业收入增长率	7.76%	14.55%	23.54%	14.52%	9.80%
净利润（百万元）	11,036	13,461	16,161	18,929	21,333
净利润增长率	16.92%	21.97%	20.05%	17.13%	12.70%
EPS（元）	5.32	6.49	7.80	9.13	10.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.90%	28.88%	25.67%	23.61%	21.44%
P/E	24	20	16	14	12
P/B	7.1	5.7	4.2	3.3	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-02

买入（维持）

当前价：127.25 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：和霖

执业证书编号：S0930523070006

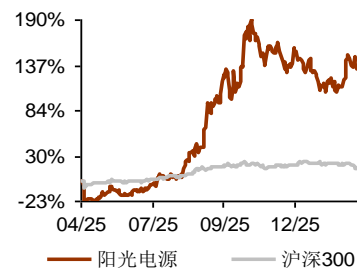
021-52523853

helin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.73
总市值(亿元)	2638.16
一年最低/最高(元)	51.76/209.88
近 3 月换手率	254.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.64	-20.88	77.84
绝对	-15.44	-25.94	93.82

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	77,857	89,184	110,180	126,176	138,543
营业成本	54,545	60,795	76,335	88,334	97,610
折旧和摊销	719	1,072	967	1,181	1,396
税金及附加	403	509	629	720	790
销售费用	3,761	4,832	6,280	6,940	7,204
管理费用	1,201	1,715	2,118	2,426	2,521
研发费用	3,164	4,175	5,158	5,907	6,208
财务费用	290	40	-94	174	-61
投资收益	420	671	671	671	671
营业利润	13,564	16,295	19,520	22,842	25,746
利润总额	13,544	16,260	19,521	22,865	25,768
所得税	2,280	2,727	3,274	3,835	4,322
净利润	11,264	13,533	16,247	19,030	21,446
少数股东损益	228	72	86	101	113
归属母公司净利润	11,036	13,461	16,161	18,929	21,333
EPS(元)	5.32	6.49	7.80	9.13	10.29

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,068	16,918	7,305	18,791	22,295
净利润	11,036	13,461	16,161	18,929	21,333
折旧摊销	719	1,072	967	1,181	1,396
净营运资金增加	5,475	-679	14,251	4,542	2,499
其他	-5,161	3,063	-24,074	-5,861	-2,933
投资活动产生现金流	-10,853	-3,271	-3,396	-2,657	-2,657
净资本支出	-2,785	-2,986	-3,028	-3,329	-3,329
长期投资变化	484	637	0	0	0
其他资产变化	-8,552	-921	-367	671	671
融资活动现金流	259	-9,294	1,465	-2,497	-914
股本变化	588	0	0	0	0
债务净变化	2,688	-5,010	-405	-1,817	100
无息负债变化	18,765	-958	19,254	10,770	8,406
净现金流	1,450	4,281	5,375	13,636	18,724

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	29.9%	31.8%	30.7%	30.0%	29.5%
EBITDA 率	21.4%	22.7%	19.4%	19.0%	19.2%
EBIT 率	20.5%	21.5%	18.5%	18.0%	18.2%
税前净利润率	17.4%	18.2%	17.7%	18.1%	18.6%
归母净利润率	14.2%	15.1%	14.7%	15.0%	15.4%
ROA	9.8%	11.4%	10.6%	10.6%	10.3%
ROE (摊薄)	29.9%	28.9%	25.7%	23.6%	21.4%
经营性 ROIC	34.9%	38.4%	29.8%	30.3%	31.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	65%	58%	57%	54%	51%
流动比率	1.58	1.67	1.72	1.85	1.99
速动比率	1.10	1.19	1.16	1.26	1.39
归母权益/有息债务	3.35	7.78	11.27	21.26	25.71
有形资产/有息债务	10.05	18.99	26.69	46.54	52.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	115,074	118,679	153,961	180,226	208,167
货币资金	19,799	22,831	28,206	41,842	60,565
交易性金融资产	10,165	10,998	10,998	10,998	10,998
应收账款	27,640	23,500	33,675	36,360	37,504
应收票据	846	1,234	1,524	1,745	1,916
其他应收款 (合计)	1,761	1,824	2,241	2,560	2,807
存货	29,028	27,255	41,984	48,584	53,685
其他流动资产	3,830	4,741	6,429	6,429	6,429
流动资产合计	95,149	95,428	128,407	152,549	178,576
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	484	637	637	637	637
固定资产	9,002	10,831	13,549	16,261	18,560
在建工程	2,265	2,843	2,132	1,492	1,045
无形资产	1,122	1,231	1,156	1,086	1,022
商誉	297	297	297	297	297
其他非流动资产	1,956	2,206	2,669	2,669	2,669
非流动资产合计	19,925	23,251	25,554	27,677	29,591
总负债	74,875	68,908	87,756	96,709	105,215
短期借款	4,214	2,422	1,917	0	0
应付账款	20,957	21,074	33,587	38,867	42,948
应付票据	15,801	15,562	19,540	22,611	24,986
预收账款	1	0	1	1	1
其他流动负债	2,034	1,886	1,886	1,886	1,886
流动负债合计	60,298	57,228	74,760	82,401	89,870
长期借款	4,863	3,065	3,165	3,265	3,365
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5,592	6,450	8,040	9,251	10,188
非流动负债合计	14,577	11,680	12,996	14,308	15,344
股东权益	40,199	49,772	66,205	83,517	102,952
股本	2,073	2,073	2,073	2,073	2,073
公积金	8,079	8,331	8,331	8,331	8,331
未分配利润	28,346	37,640	52,371	69,582	88,904
归属母公司权益	36,905	46,611	62,958	80,170	99,491
少数股东权益	3,294	3,161	3,247	3,348	3,461

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.83%	5.42%	5.70%	5.50%	5.20%
管理费用率	1.54%	1.92%	1.92%	1.92%	1.82%
财务费用率	0.37%	0.04%	-0.09%	0.14%	-0.04%
研发费用率	4.06%	4.68%	4.68%	4.68%	4.48%
所得税率	17%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.08	0.69	0.83	0.97	1.09
每股经营现金流	5.82	8.16	3.52	9.06	10.75
每股净资产	17.80	22.48	30.37	38.67	47.99
每股销售收入	37.55	43.02	53.14	60.86	66.83

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	24	20	16	14	12
PB	7.1	5.7	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA	16.3	13.1	12.3	10.6	8.9
股息率	0.8%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼