

阳光电源 (300274)

26 一季报点评: 高基数+汇兑致 Q1 同比下滑, 储能持续高增, AI 储能及 AIDC 潜力可期

买入 (维持)

2026 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书: S0600524080010
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	77,857	89,184	83,949	101,648	121,682
同比 (%)	7.76	14.55	(5.87)	21.08	19.71
归母净利润 (百万元)	11,036	13,461	14,033	17,017	22,136
同比 (%)	16.92	21.97	4.25	21.26	30.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.32	6.49	6.77	8.21	10.68
P/E (现价&最新摊薄)	24.68	20.24	19.41	16.01	12.31

投资要点

- **事件:** 公司 26 年 Q1 实现营收 156 亿元, 同比-18.3%, 归母净利润 22.9 亿元, 同比-40.1%, 主要系汇兑损失影响约 4 亿元+25 年同期中东 7.8gwh 储能大项目交付 (利润约 10 亿元) 拉高盈利基数。
- **国内抢装+关税影响 Q1 逆变器发货同比略有下滑、盈利环比改善:** 26Q1 实现营收约 50 亿元, 发货 31GW, 同降约 10%, 主要系 25 年同期国内光伏抢装+美国关税影响发货及确收节奏, 毛利率约 40%, 同增 2-3pct, 环增约 10pct, 主要系低毛利国内户用项目占比有所减少。我们预计全年出货略有下滑, 同时随海外占比提升, 毛利率预计略有提升, 利润有望保持稳定水平。
- **25 年高基数下 Q1 储能出货同比略降、盈利结构性改善、26 年持续高增:** 26Q1 实现营收 87 亿元, 同比下滑 10-15%, 实现发货 11.4gwh, 同比略有下滑, 主要系 25Q1 中东储能大项目交付拉高基数。毛利率约 30%, 同降约 10pct, 主要系欧洲拉美等储能价格同比有所下滑, 环增约 5-6pct, 主要系 26Q1 国内占比下滑, 高毛利欧洲占比有所提升。全年保持 60gwh+出货预期, 其中欧洲占比有望提升。同时公司仍需时间逐步传导原材料的成本上涨, 短期毛利率略有承压, 后续有望有所改善。
- **26 年底发布样机、AIDC 及 AI 储能潜力可期:** AIDC 获得头部客户样机需求, 计划 27 年实现批量生产, 产品覆盖 800V 场景及传统场景, 同时同步开发二次电源、三次电源。中期维度看公司有望成为 AIDC 电源领域千亿市场的核心供应商之一。此外 25 年 AI 储能需求逐步兴起, 阳光同时卡位 AI 储能与 AIDC, 共同开发方案受海外大厂认可, 公司逐步拿到少量订单, 公司预计 2030 年当年新增 AI 储能需求可达 50gwh, AI 储能及 AIDC 增长潜力可期。
- **盈利压力下电站开发项目营收同比下滑:** 我们估计新能源开发 26Q1 营收约 4-5 亿元, 同比大幅下滑, 主要系国内盈利下行, 开发项目有所减少。
- **营收下滑叠加费用增加致期间费率有所提升。** 公司 26Q1 期间费用 26.46 亿元, 期间费率约 17.01%, 同环比+6.3/+4.1pct, 主要系营收下滑叠加研发投入加大及财务费用受汇兑影响增长较多所致。26Q1 经营性净现金流约 12 亿元, 同比下降 5.8 亿元, 26Q1 末存货为 277.6 亿元, 较 26 年初增加 5 亿元。26Q1 末合同负债约 122 亿元, 较年初增加 15.5 亿元。26Q1 末预付款项约 40.4 亿元, 较年初增加 27 亿元, 主要系提前锁定电芯供应。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑光伏逆变器及电站业务营收略有下降, 我们略微下调此前盈利预测, 预计公司 26-28 年归母净利润为 140/170/221 亿元 (前值为 150/182/228 亿元), 同比+4%/+21%/+30%, 对应 PE 为 19/16/12 倍, 由于储能行业高增, AI 储能和 AIDC 业务贡献弹性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 储能行业竞争加剧、电芯价格波动影响盈利。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	131.39
一年最低/最高价	59.87/209.88
市净率(倍)	5.84
流通 A 股市值(百万元)	208,912.04
总市值(百万元)	272,399.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.48
资产负债率(%LF)	58.06
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,590.01

相关研究

《阳光电源(300274): 2025 年报点评: 毛利率短期略有承压, 储能高增持续, AIDC 潜力可期》

2026-04-01

《阳光电源(300274): 2025 年三季报点评: 储能发货高增盈利向好, AIDC 布局持续推进》

2025-10-29

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,428	118,928	138,307	174,931	营业总收入	89,184	83,949	101,648	121,682
货币资金及交易性金融资产	33,829	53,470	57,369	82,098	营业成本(含金融类)	60,795	57,648	69,903	82,500
经营性应收款项	27,856	32,293	39,726	45,630	税金及附加	509	378	457	548
存货	27,255	26,472	33,327	37,881	销售费用	4,832	4,197	5,082	5,354
合同资产	1,659	1,879	2,091	2,497	管理费用	1,715	1,427	1,830	2,069
其他流动资产	4,829	4,813	5,794	6,825	研发费用	4,175	3,694	4,371	4,867
非流动资产	23,251	24,012	24,544	25,048	财务费用	40	30	(3)	65
长期股权投资	637	757	827	877	加:其他收益	625	588	712	852
固定资产及使用权资产	11,256	13,152	14,063	14,525	投资净收益	671	168	203	243
在建工程	2,843	1,368	779	543	公允价值变动	62	50	50	60
无形资产	1,231	1,481	1,660	1,874	减值损失	(2,185)	(500)	(500)	(800)
商誉	297	297	297	297	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	176	127	87	90	营业利润	16,295	16,881	20,473	26,634
其他非流动资产	6,810	6,830	6,831	6,842	营业外净收支	(35)	10	10	10
资产总计	118,679	142,940	162,851	199,980	利润总额	16,260	16,891	20,483	26,644
流动负债	57,228	67,384	70,193	85,073	减:所得税	2,727	2,787	3,380	4,396
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,928	4,128	5,428	7,388	净利润	13,533	14,104	17,103	22,248
经营性应付款项	36,636	51,330	50,491	60,922	减:少数股东损益	72	71	86	111
合同负债	10,655	5,361	6,501	7,673	归属母公司净利润	13,461	14,033	17,017	22,136
其他流动负债	7,008	6,565	7,773	9,091	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.49	6.77	8.21	10.68
非流动负债	11,680	11,680	11,680	11,680	EBIT	15,764	16,605	20,004	26,344
长期借款	3,065	3,065	3,065	3,065	EBITDA	16,976	17,876	21,367	27,754
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.83	31.33	31.23	32.20
租赁负债	373	373	373	373	归母净利率(%)	15.09	16.72	16.74	18.19
其他非流动负债	8,242	8,242	8,242	8,242	收入增长率(%)	14.55	(5.87)	21.08	19.71
负债合计	68,908	79,064	81,873	96,753	归母净利润增长率(%)	21.97	4.25	21.26	30.08
归属母公司股东权益	46,611	60,644	77,662	99,798					
少数股东权益	3,161	3,232	3,317	3,428					
所有者权益合计	49,772	63,876	80,979	103,226					
负债和股东权益	118,679	142,940	162,851	199,980					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16,918	20,454	4,513	24,749	每股净资产(元)	22.48	29.25	37.46	48.14
投资活动现金流	(3,271)	(2,854)	(2,282)	(2,261)	最新发行在外股份(百万股)	2,073	2,073	2,073	2,073
筹资活动现金流	(9,294)	991	1,017	1,581	ROIC(%)	24.37	21.74	20.71	21.58
现金净增加额	4,281	18,591	3,248	24,069	ROE-摊薄(%)	28.88	23.14	21.91	22.18
折旧和摊销	1,212	1,271	1,363	1,410	资产负债率(%)	58.06	55.31	50.27	48.38
资本开支	(2,986)	(1,877)	(1,800)	(1,838)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.24	19.41	16.01	12.31
营运资本变动	617	4,598	(14,472)	225	P/B (现价)	5.84	4.49	3.51	2.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>