

# 项目交付节奏与汇兑短期扰动盈利

华泰研究

季报点评

2026年4月28日 | 中国内地

公司公布 2026 年一季度业绩，1Q26 公司实现营收 155.61 亿元，同比-18.26%，归母净利润 22.91 亿元，同比-40.12%，扣非净利润 20.32 亿元，同比-44.72%，归母净利润低于我们此前预测 23%，主要系公司项目交付节奏扰动，以及汇兑损益和研发费用有所提升。公司 1Q26 储能毛利率已经呈现修复状态，我们看好未来随海外市场订单交付和 AIDC 配储需求上升，叠加公司 AIDC 电源产品布局，有望打开成长空间。我们给予公司 2026E PE 23.5x，目标价 184.9 元/股，维持“买入”评级。

## 毛利率环比改善，项目交付节奏和汇兑因素导致利润同比承压

公司 1Q26 实现毛利率 33.26%，环比+10.31 pct，主要系公司产品结构优化，国内逆变器和储能系统出货占比下滑，同时低毛利新能源电站开发业务规模收缩。公司 1Q26 销售/管理/研发费率分别为 6.33%/2.31%/6.26%，同比+1.29/0.56/2.06 pct；其中销售和管理费用绝对规模同比持平，费率上行主要系 1Q26 营收下降，研发费用率提升系公司储能研发投入增加。1Q26 公司归母净利润实现 22.91 亿，相比 1Q25 的 38.26 亿下滑约 15 亿元，根据公司业绩会，下滑主要系 1Q25 中东储能大单高基数（影响净利约 10 亿）、美元欧元贬值带来汇兑损失（约 4 亿）、以及研发费用有所提升（约 1 亿）。

## 光伏逆变器略有下滑，储能出货高景气延续

1. 光伏逆变器：根据公司业绩会，1Q26 公司逆变器收入实现约 50 亿，同比-15%，主要系 25 年美国关税政策波动导致部分客户签单观望，叠加国内光伏需求在“531”政策调整后有所下滑，导致 1Q26 交付和确收阶段性受到影响。1Q26 逆变器毛利率约 40%，同比+2-3pct，主要系国内户用等低毛利项目占比下降。
2. 储能：根据公司业绩会，1Q26 公司储能收入实现约 87 亿，同比有所下滑，主要系 1Q25 中东 7.8GWh 大项目集中确收高基数，若剔除 1Q25 中东一次性项目影响（约 40 亿元收入贡献），1Q26 储能业务同比增长近 60%。从发货端看，1Q26 公司储能发货 11.4GWh，与 1Q25 基本持平。1Q26 储能毛利率由 4Q25 的 24%环比回升至 30%，主要系国内项目占比下降、欧洲确收增加，产品结构向高毛利区域倾斜。公司维持全年 60GWh 储能出货指引，区域结构上预计欧洲占比提升、中东占比下降，美欧市场规模整体保持稳定。

## 数据中心配储+AIDC 电源布局有望打开成长空间

根据公司业绩会，目前公司已陆续拜访多家 AIDC 配储客户，数据中心微电网场景已在美国实现订单落地。公司 2026 年目标拓展三大储能应用场景，包括工商业源网荷储一体化、AIDC 算力负荷配储和矿山微电网。AIDC 电源方面，预计 SST2026 年底完成测试验证，2027 年实现批量化。公司产品布局进一步从 800V 延伸至二次/三次电源体系，持续打开增量成长空间。

## 盈利预测与估值

我们下调 2026/27/28 年归母净利润预测至 163/203/232 亿元（前值：172/209/237 亿元，下修 5%/3%/2%），主要系下修公司光伏逆变器出货并上修费率，对应 2026-28 年 EPS 为 7.87/9.78/11.18 元。可比公司 2026E 平均 PE 24.78x，考虑公司 1Q26 毛利率已有所修复，但下游成本传导仍具有不确定性，按 95%估值折价，给予公司 2026E PE 23.5x（前值：23.7x），目标价 184.9 元/股（前值：196.2 元/股），维持“买入”评级。

风险提示：储能需求不及预期、政策不确定性、上游原材料成本上涨。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

184.90

刘俊

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004  
SFC No. BJS399

研究员

bianwenjiao@htsc.com  
+(86) 755 8277 6411

苗雨菲

SAC No. S0570523120005  
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

王嵩

SAC No. S0570525110001  
SFC No. BLE051

研究员

alanwang@htsc.com  
+(852) 3658 6000

徐嘉欣\*

SAC No. S0570125070136

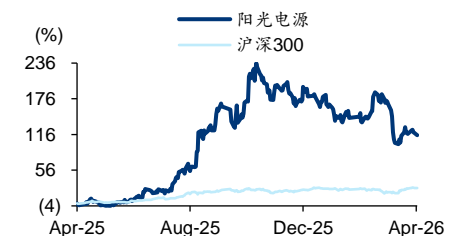
联系人

xujiexin@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 27 日)	131.39
市值(人民币百万)	272,399
6 个月平均日成交额(人民币百万)	11,657
52 周价格范围(人民币)	60.20-205.40

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	89,184	110,660	129,011	149,943
+/-%	14.55	24.08	16.58	16.22
归属母公司净利润(百万)	13,461	16,323	20,285	23,180
+/-%	21.97	21.26	24.27	14.27
EPS(最新摊薄)	6.49	7.87	9.78	11.18
ROE(%)	32.24	30.35	29.21	26.50
PE(倍)	20.24	16.69	13.43	11.75
PB(倍)	5.84	4.47	3.50	2.81
EV EBITDA(倍)	14.37	11.46	8.77	7.08
股息率(%)	0.72	1.22	1.51	1.73

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 分季度预测表

阳光电源	24Q1	24Q2	24H1	24H2	2024	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	2025A	26Q1	26Q2E	26Q3E
<b>光伏逆变器</b>														
营业收入(百万元)			13,093	16,034	29,127	6,080	9,247	15,327	8,073	7,736	31,136	5,000	7,000	7,600
销售量(GW)			65	82	147	32	42	74	35	34	143	25	35	38
均价(元/W)						0.190	0.220	0.21	0.230	0.23	0.22	0.20	0.20	0.20
毛利率			37.62%	25.41%	30.90%	35.00%	36.23%	35.74%	36.00%	31.14%	34.66%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>储能系统</b>														
营业收入(百万元)			7,816	17,143	24,959	9,350	8,453	17,803	10,997	8,487	37,287	8,700	13,860	16,000
发货量(GWh)			8	20	28	11	9	20	12	11	43	12	14	16
销量(GWh)			7.5	17.5	25	11	7	18	11	9	38	9	14	16
均价(元/Wh)						0.85	1.21	0.99	0.99	0.96	0.98	0.97	0.99	1.00
毛利率			40.08%	35.14%	36.69%	39.50%	40.38%	39.92%	39.9%	24.8%	36.5%	30.0%	32.00%	33.00%
<b>新能源投资开发</b>														
营业收入(百万元)			8,955	12,048	21,003	3,000	5,398	8,398	2,902	3,047	16,559	2,500	4,858	7,558
毛利(百万元)			1,512	2,563	4,075	570	946	1,516	522	362	2,401	425	826	1,285
毛利率			16.88%	21.27%	19.40%	19.00%	17.5%	18.1%	18.00%	11.89%	14.50%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>光伏电站发电与其他</b>														
营业收入(百万元)			1,156	1,612	2,768	606	1,399	2,005	897	1,300	4,202	728	1,538	2,206
毛利(百万元)			486	594	1,080	297	559	856	384	351	1,590	241	509	730
毛利率			42.00%	36.90%	39.04%	48.98%	39.95%	42.68%	42.79%	26.98%	37.85%	33.11%	33.11%	33.11%
<b>公司整体</b>														
营业收入(百万元)	12,614	18,406	31,020	46,837	77,857	19,036	24,497	43,533	22,869	22,782	89,184	15,561	27,257	33,364
毛利(百万元)	4,625	5,430	10,056	13,257	23,312	6,688	8,269	14,957	8,202	5,229	28,389	5,176	8,430	10,183
毛利率	36.67%	29.50%	32.42%	28.30%	29.94%	35.13%	33.75%	34.36%	35.87%	22.95%	31.83%	33.26%	30.93%	30.52%
销售费用率	8.87%	3.56%	5.72%	4.24%	4.83%	5.05%	5.43%	5.26%	5.44%	5.69%	5.42%	6.33%	5.60%	5.40%
管理费用率	1.80%	1.63%	1.70%	1.44%	1.54%	1.75%	2.06%	1.92%	1.90%	1.94%	1.92%	2.31%	2.10%	2.00%
研发费用率	5.20%	4.51%	4.79%	3.58%	4.06%	4.20%	5.05%	4.68%	4.82%	4.54%	4.68%	6.26%	5.70%	5.30%
期间费用率及其他	20.05%	13.95%	16.43%	15.33%	15.77%	15.03%	17.80%	16.59%	17.73%	16.02%	16.74%	18.54%	16.50%	16.00%
归母净利润(百万元)	2,096	2,863	4,959	6,077	11,036	3,826	3,908	7,735	4,147	1,580	13,461	2,291	3,933	4,845
归母净利率	16.62%	15.55%	15.99%	12.98%	14.18%	20.10%	15.95%	17.77%	18.13%	6.94%	15.09%	14.72%	14.43%	14.52%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 季度经营情况总结表

季度财报数据总结		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ	
总收入	Net Revenue	Rmb mn	12,614	18,406	18,926	27,911	19,036	24,497	22,869	22,782	15,561	-18%	-32%	27,257	11%	75%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	7,988	12,976	13,340	20,241	12,348	16,228	14,666	17,553	10,385	-16%	-41%	18,826	16%	81%
毛利率	Gross margin		36.7%	29.5%	29.5%	27.5%	35.1%	33.8%	35.9%	23.0%	33.3%	-1.87 pct	10.31 pct	30.9%	-2.83 pct	-2.33 pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1,345	954	1,291	1,371	1,294	1,834	1,679	1,739	1,345	4%	-23%	1,526	-17%	14%
研发费用	R&D	Rmb mn	656	830	890	787	799	1,238	1,103	1,034	974	22%	-6%	572	-54%	-41%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	125	63	130	(27)	(59)	(204)	141	161	328	-654%	103%	1,554	-862%	374%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	2,494	3,461	3,090	4,519	4,576	4,804	5,211	1,704	2,660	-42%	56%	4,751	-1%	79%
税前利润	PBT	Rmb mn	2,495	3,454	3,078	4,518	4,563	4,806	5,212	1,679	2,658	-42%	58%	4,751	-1%	79%
所得税	Tax	Rmb mn	387	515	399	979	769	769	1,088	101	412	-46%	307%	797	4%	94%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	11	76	39	101	(33)	129	(22)	(2)	(45)	38%	2665%	21	-84%	-146%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	2,096	2,863	2,640	3,437	3,826	3,908	4,147	1,580	2,291	-40%	45%	3,933	1%	72%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	13	64	143	124	150	90	156	237	259	73%	9%	185	106%	-29%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	2,083	2,799	2,498	3,312	3,676	3,819	3,991	1,343	2,032	-45%	51%	3,748	-2%	84%
EPS	EPS	Rmb/sh	1.41	1.38	1.27	1.66	1.85	1.89	2.00	0.76	1.11	-40%	46%	1.90	0%	71%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	1.40	1.35	1.20	1.60	1.78	1.85	1.92	0.65	0.98	-45%	52%	1.81	-2%	84%
<b>核心财务指标</b>																
应收账款周转天数	A/R days	days	572	470	482	357	489	404	428	371	519	6%	40%			
应付账款周转天数	A/P days	days	557	493	539	373	591	420	436	432	596	1%	38%			
存货周转天数	Inv days	days	1,041	781	868	516	909	659	735	559	962	6%	72%			
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	(488)	(2,116)	3,408	11,264	1,790	1,644	6,479	7,004	1,208	-33%	-83%			
资本支出	Capex	Rmb mn	478	691	866	751	855	607	597	949	654	-23%	-31%			
自由现金流	FCF	Rmb mn	(965)	(2,807)	2,542	10,513	936	1,037	5,882	6,055	554	-41%	-91%			
净负债	Net debt	Rmb mn	(12,189)	(8,008)	(10,720)	(20,887)	(19,975)	(18,141)	(23,311)	(28,342)	(28,549)	43%	1%			
净负债率	Net Gearing		-38.5%	-24.0%	-29.7%	-52.0%	-45.4%	-39.6%	-48.4%	-56.9%	-55.1%	-9.75 pct	1.80 pct			

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 核心假设和财务预测表

			2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>驱动概览</b>								
国内储能系统需求量	China's ESS Demand	GWh	47	110	178	250	364	455
海外储能系统需求量	Overseas ESS Demand	GWh	49	82	139	290	350	474
储能系统收入	ESS Revenue	Rmb mn	17,802	24,959	37,287	61,912	78,660	97,240
<b>分部收入</b>								
光伏逆变器	PV Inverter	Rmb mn	27,653	29,127	31,136	28,000	28,000	28,000
储能系统	ESS System	Rmb mn	17,802	24,959	37,287	61,912	78,660	97,240
新能源投资开发	New Energy Investment and	Rmb mn	24,734	21,003	16,559	14,903	14,903	15,202
其他	Others	Rmb mn	2,062	2,768	4,202	5,845	7,448	9,501
<b>分部毛利率</b>								
光伏逆变器	PV Inverter		37.9%	30.9%	34.7%	37.0%	37.0%	37.0%
储能系统	ESS System		37.5%	36.7%	36.5%	32.2%	33.6%	32.8%
新能源投资开发	New Energy Investment and		16.4%	19.4%	14.5%	18.0%	18.0%	18.0%
其他	Others		35.2%	39.0%	37.8%	36.7%	36.3%	36.0%
<b>核心财务指标</b>								
EBIT	EBIT	Rmb mn	11,581	13,679	16,214	19,473	24,064	27,327
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	12,258	14,545	17,426	20,732	25,620	29,197
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	-3	11	50	50	50	50
净利润	Net Profit	Rmb mn	9,440	11,036	13,461	16,323	20,285	23,180
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	9,216	10,693	12,829	15,507	19,271	22,021
EPS	EPS	Rmb/sh	6.36	5.32	6.49	7.87	9.78	11.18
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	6.21	5.15	6.19	7.48	9.29	10.62
BVPS	BVPS	Rmb/sh	13.4	17.8	22.5	29.8	38.3	47.6
应收账款周转天数	A/R days	days	105.1	127.8	94.9			
应付账款周转天数	A/P days	days	111.4	138.3	124.8			
存货周转天数	Inv days	days	153.4	191.6	161.4			
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	6,982	12,068	16,918			
资本支出	Capex	Rmb mn	2,741	2,786	3,008			
自由现金流	FCF	Rmb mn	4,241	9,282	13,910			

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4：实际和预测比较-季度

核心驱动			2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 E	A vs E
国内储能系统需求量	China's ESS Demand	GWh	35.6	53.4	26.7	62.3	50.0	45.0	5.0
海外储能系统需求量	Oversea's ESS Demand	GWh	20.9	41.7	41.7	34.8	43.5	39.0	4.5
储能系统收入	ESS Revenue	Rmb mn	9,350	8,453	10,997	8,487	8,700	15375	-6675
<b>财报数据总结</b>									
总收入	Net Revenue	Rmb mn	19,036	24,497	22,869	22,782	15,561	22,888	-7,327
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	12,348	16,228	14,666	17,553	10,385	15,834	-5,449
毛利率	Gross margin	%	35.1%	33.8%	35.9%	23.0%	33.3%	30.8%	2.44 pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1,294	1,834	1,679	1,739	1,345	1,680	-335
研发费用	R&D	Rmb mn	799	1,238	1,103	1,034	974	1,071	-97
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-59	-204	141	161	328	10	317
期间费用	Period expense	Rmb mn	2,034	2,868	2,924	2,935	2,646	2,762	-115
营业利润	Operating profit	Rmb mn	4,576	4,804	5,211	1,704	2,660	3,821	-1,161
税前利润	PBT	Rmb mn	4,563	4,806	5,212	1,679	2,658	3,821	-1,163
所得税	Tax	Rmb mn	769	769	1,088	101	412	641	-229
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-33	129	-22	-2	-45	17	-62
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	3,826	3,908	4,147	1,580	2,291	3,163	-872
非经常性损益	One offs	Rmb mn	150	90	156	237	259	149	110
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	3,676	3,819	3,991	1,343	2,032	3,015	-982
EPS	EPS	Rmb/sh	1.9	1.9	2.0	0.8	1.1	1.5	-0.4
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	1.8	1.8	1.9	0.6	1.0	1.5	-0.5
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh	0.0	1.0	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
<b>核心财务指标</b>									
有效税率	Effective tax rate	%	16.9%	16.0%	20.9%	6.0%	15.5%		
少数股东损益占比	Minorities %	%	-0.9%	3.2%	-0.5%	-0.1%	-2.0%		
分红比例	Dividend payout	%	0.00%	25.13%	0.00%	45.39%	0.00%		
应收账款周转天数	A/R days	days	489.4	404.1	427.9	371.3	518.8		
应付账款周转天数	A/P days	days	590.9	419.7	436.5	432.2	595.7		
存货周转天数	Inv days	days	908.5	659.0	734.5	559.0	962.3		
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	1,790	1,644	6,479	7,004	1,208		
资本支出	Capex	Rmb mn	855	607	597	949	654		
自由现金流	FCF	Rmb mn	936	1,037	5,882	6,055	554		
净负债	Net debt	Rmb mn	-19,975	-18,141	-23,311	-28,342	-28,549		
净负债率	Net Gearing	%	-45.4%	-39.6%	-48.4%	-56.9%	-55.1%		

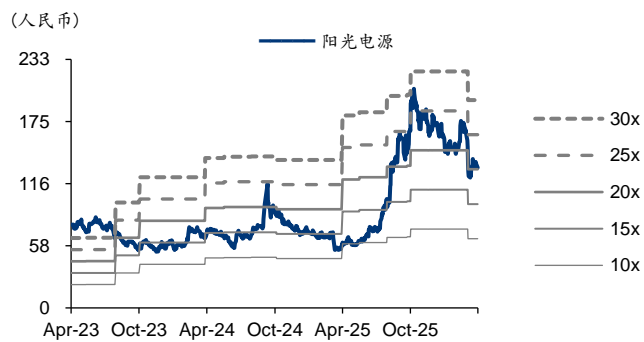
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：阳光电源可比公司估值表（截至2026年4月27日）

证券代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿）	EPS（元/股）			PE（倍）		
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
688411 CH	海博思创	226.89	408.61	5.41	11.98	17.87	41.94	18.94	12.70
300827 CH	上能电气	36.92	205.53	0.92	1.31	1.66	40.13	28.22	22.25
300763 CH	锦浪科技	83.60	332.78	1.88	3.56	4.25	44.47	23.48	19.67
688390 CH	固德威	85.49	207.79	0.56	2.71	3.93	152.66	31.50	21.73
300014 CH	亿纬锂能	71.43	1,537.41	2.02	3.26	4.36	35.36	21.88	16.37
300750 CH	宁德时代	434.88	19,848.27	16.14	20.51	25.22	26.94	21.21	17.24
603063 CH	禾望电气	42.35	194.30	1.17	1.50	1.74	36.20	28.22	24.31
	均值						53.96	24.78	19.18

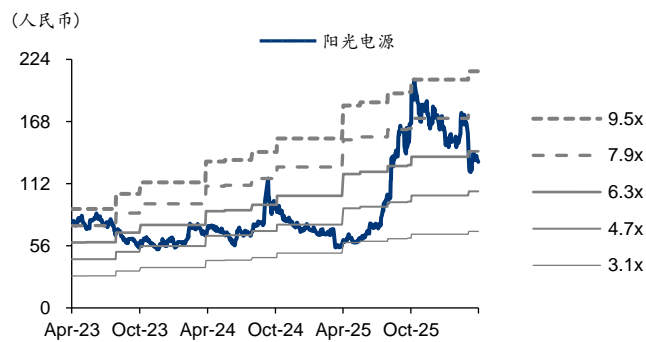
资料来源：Wind 一致预期，华泰研究

图表6: 阳光电源 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 阳光电源 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	95,149	95,428	130,566	140,020	185,567
现金	19,799	22,831	35,679	48,142	65,771
应收账款	27,640	23,500	29,196	30,120	38,036
其他应收账款	1,761	1,824	2,624	2,561	3,465
预付账款	410.83	1,340	832.54	1,701	1,244
存货	29,028	27,255	42,699	37,716	56,258
其他流动资产	16,510	18,678	19,536	19,780	20,793
<b>非流动资产</b>	19,925	23,251	25,810	27,596	29,454
长期投资	483.90	637.12	817.56	1,002	1,168
固定投资	9,002	10,831	13,126	14,766	16,466
无形资产	1,122	1,231	1,284	1,333	1,376
其他非流动资产	9,317	10,551	10,583	10,495	10,445
<b>资产总计</b>	115,074	118,679	156,376	167,616	215,021
<b>流动负债</b>	60,298	57,228	80,779	75,416	104,153
短期借款	4,214	2,422	2,422	2,422	2,422
应付账款	20,957	21,074	31,166	28,886	41,292
其他流动负债	35,128	33,731	47,191	44,108	60,439
<b>非流动负债</b>	14,577	11,680	11,385	10,907	10,387
长期借款	4,863	3,065	2,770	2,292	1,772
其他非流动负债	9,714	8,615	8,615	8,615	8,615
<b>负债合计</b>	74,875	68,908	92,164	86,322	114,540
少数股东权益	3,294	3,161	3,248	3,356	3,479
股本	2,073	2,073	2,073	2,073	2,073
资本公积	7,013	7,265	7,265	7,265	7,265
留存公积	29,412	38,707	51,787	68,043	86,618
归属母公司股东权益	36,905	46,611	60,964	77,938	97,002
<b>负债和股东权益</b>	115,074	118,679	156,376	167,616	215,021

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	12,068	16,918	17,877	18,500	24,685
净利润	11,264	13,533	16,410	20,393	23,303
折旧摊销	865.35	1,212	1,259	1,556	1,869
财务费用	290.41	39.55	(133.03)	(309.31)	(522.06)
投资损失	(419.57)	(671.48)	(671.48)	(671.48)	(671.48)
营运资金变动	(1,434)	(144.00)	1,877	(1,606)	1,565
其他经营现金	1,502	2,949	(863.86)	(861.86)	(858.86)
<b>投资活动现金</b>	(10,853)	(3,271)	(3,085)	(2,610)	(2,999)
资本支出	(2,786)	(3,008)	(3,530)	(3,032)	(3,421)
长期投资	(8,312)	(814.18)	(180.43)	(184.78)	(165.54)
其他投资现金	244.53	551.63	625.38	606.69	587.01
<b>筹资活动现金</b>	258.80	(9,294)	(1,944)	(3,427)	(4,056)
短期借款	1,421	(1,791)	0.00	0.00	0.00
长期借款	683.73	(1,799)	(294.90)	(478.43)	(519.65)
普通股增加	588.06	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(593.42)	251.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,840)	(5,956)	(1,649)	(2,949)	(3,537)
现金净增加额	1,450	4,281	12,848	12,463	17,629

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	77,857	89,184	110,660	129,011	149,943
营业成本	54,545	60,795	75,563	86,862	101,509
营业税金及附加	403.07	508.77	631.28	735.96	855.37
营业费用	3,761	4,832	5,998	6,838	7,947
管理费用	1,201	1,715	2,324	2,709	3,149
财务费用	290.41	39.55	(133.03)	(309.31)	(522.06)
资产减值损失	(777.80)	(1,383)	(1,107)	(1,290)	(1,499)
公允价值变动收益	64.32	62.01	62.01	62.01	62.01
投资净收益	419.57	671.48	671.48	671.48	671.48
<b>营业利润</b>	13,564	16,295	19,752	24,538	28,035
营业外收入	23.93	21.00	21.00	21.00	21.00
营业外支出	43.86	56.26	56.26	56.26	56.26
<b>利润总额</b>	13,544	16,260	19,717	24,502	27,999
所得税	2,280	2,727	3,307	4,110	4,696
<b>净利润</b>	11,264	13,533	16,410	20,393	23,303
少数股东损益	227.95	71.57	86.79	107.86	123.25
归属母公司净利润	11,036	13,461	16,323	20,285	23,180
EBITDA	14,545	17,426	20,732	25,620	29,197
EPS (人民币, 基本)	5.32	6.55	7.87	9.78	11.18

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.76	14.55	24.08	16.58	16.22
营业利润	18.29	20.13	21.21	24.23	14.25
归属母公司净利润	16.92	21.97	21.26	24.27	14.27
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	29.94	31.83	31.72	32.67	32.30
净利率	14.47	15.17	14.83	15.81	15.54
ROE	34.16	32.24	30.35	29.21	26.50
ROIC	25.49	24.97	25.98	25.75	23.85
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	65.07	58.06	58.94	51.50	53.27
净负债比率 (%)	(9.61)	(28.51)	(42.27)	(49.25)	(57.85)
流动比率	1.58	1.67	1.62	1.86	1.78
速动比率	1.04	1.12	1.04	1.29	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.76	0.80	0.80	0.78
应收账款周转率	3.19	3.49	4.20	4.35	4.40
应付账款周转率	2.99	2.89	2.89	2.89	2.89
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	5.32	6.49	7.87	9.78	11.18
每股经营现金流(最新摊薄)	5.82	8.16	8.62	8.92	11.91
每股净资产(最新摊薄)	17.80	22.48	29.41	37.59	46.79
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	24.68	20.24	16.69	13.43	11.75
PB (倍)	7.38	5.84	4.47	3.50	2.81
EV EBITDA (倍)	17.99	14.37	11.46	8.77	7.08

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 刘俊、边文姣、苗雨菲、王嵩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 阳光电源（300274 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、苗雨菲、王嵩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 阳光电源（300274 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司