

阳光电源 (300274.SZ)

26Q1 盈利能力环比明显修复，中长期成长趋势向好

事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现营收 891.84 亿元，同比+14.55%；归母净利润 134.61 亿元，同比+21.97%。其中，25Q4 单季营收为 227.82 亿元，同比-18.37%；归母净利润为 15.8 亿元，同比-54.02%。26Q1 公司实现营收 155.61 亿元，同比-18.26%，环比-31.70%；归母净利润 22.91 亿元，同比-40.12%，环比+45.01%。

光储确收及签单节奏短期影响 26Q1 营收，期待后续季度环比改善。

- **分品类看**，2025 年公司光伏逆变器¹等电力电子转换设备收入 311.36 亿元，同增 6.90%，毛利率 34.66%，同比+3.76pct；**储能系统**收入 372.87 亿元，同增 49.39%，毛利率 36.49%，同比-0.20pct；**新能源投资开发**收入 165.59 亿元，同降 21.16%，毛利率 14.50%。
- **分地区看**，2025 年公司中国大陆收入 351.93 亿元，同降 15.33%，毛利率 18.75%，同比-2.16pct。海外地区(含中国港澳台)收入 539.92 亿元，同增 48.76%，毛利率 40.36%，同比+0.07pct。
- **26Q1** 公司营收同比下滑，主要系 1) 新能源家庭光伏业务减少，新项目开发速度放缓；2) 光储业务大项目确收节奏影响，去年 Q1 沙特大项目确收 40 亿元左右。此外，25H1 美国关税政策不明朗，行业签单处于观望中，且发货相应顺延，影响 26Q1 交付量。

26Q1 毛利率环比回升明显，期待盈利能力持续改善。

- **毛利端**：25 年公司毛利率同比+1.89pct 至 31.83%；25Q4 毛利率 22.95%，同比-4.53pct，环比-12.91pct；26Q1 毛利率 33.26%，同比-1.87pct，环比+10.31pct。Q1 同比下降主要系储能价格下滑，但环比回升明显主要系 1) 新能源投资开发收入占比下降，收入结构变化影响；2) 欧洲及澳洲的市场储能收入增加，储能业务产品毛利率较 Q4 得到改善。此外，公司加强质量成本管理，售后成本下降。
- **费率端**：26Q1 公司销售/管理/研发/财务费率为 6.33%/2.31%/6.26%/2.11%，同比+1.29/+0.56/+2.06/+2.42pct。2026 年欧元、美元持续贬值，致 26Q1 汇兑损失同增约 4 亿元+。
- **净利率**：25 年公司净利率同比+2.29pct 至 16.76%；25Q4 净利率 6.93%，同比-5.75pct，环比-11.11pct；26Q1 净利率 14.43%，同比-5.49pct，环比+7.51pct。

盈利预测及投资建议。未来三年全球储能需求增速预计 30%-50%，2026 年受原材料价格上涨影响，项目端收益有所承压，但长期储能装机景气仍高，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 147.94/180.28/221.51 亿元，同增 9.9%/21.9%/22.9%，维持“增持”评级。

风险提示：政策变化风险、原材料价格上涨风险、竞争格局恶化风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,857	89,184	92,400	109,692	133,644
增长率 yoy (%)	7.8	14.5	3.6	18.7	21.8
归母净利润(百万元)	11,036	13,461	14,794	18,028	22,151
增长率 yoy (%)	16.9	22.0	9.9	21.9	22.9
EPS 最新摊薄(元/股)	5.32	6.49	7.14	8.70	10.68
净资产收益率(%)	29.9	28.9	25.8	25.5	25.4
P/E(倍)	25.8	21.2	19.3	15.8	12.9
P/B(倍)	7.7	6.1	5.0	4.0	3.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
04 月 30 日收盘价(元)	137.41
总市值(百万元)	284,879.98
总股本(百万股)	2,073.21
其中自由流通股(%)	76.69
30 日日均成交量(百万股)	79.80

股价走势



作者

分析师 杨润思
执业证书编号：S0680520030005
邮箱：yangrunsi@gszq.com

分析师 杨凡仪
执业证书编号：S0680522070008
邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《阳光电源(300274.SZ)：光储龙头地位稳固，储能系统营收、盈利能力稳步提升》 2025-05-08
- 《阳光电源(300274.SZ)：Q2 盈利能力超预期，光储业务稳健增长》 2024-09-01
- 《阳光电源(300274.SZ)：光储龙头业绩持续超预期，24Q1 仍处较高盈利水平》 2024-05-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95149	95428	109023	129974	158803
现金	19799	22831	36759	50853	69429
应收票据及应收账款	28486	24733	21775	22803	24070
其他应收款	1761	1824	1889	2243	2733
预付账款	411	1340	1455	1678	2027
存货	29028	27255	29443	33895	40986
其他流动资产	15664	17445	17702	18502	19558
非流动资产	19925	23251	26233	28836	31437
长期投资	484	637	638	638	638
固定资产	9002	10831	12796	14694	16591
无形资产	1122	1231	1242	1253	1244
其他非流动资产	9317	10551	11557	12252	12964
资产总计	115074	118679	135256	158810	190239
流动负债	60298	57228	63395	72960	86955
短期借款	4214	2422	2838	3153	3153
应付票据及应付账款	36757	36636	39777	45863	55394
其他流动负债	19327	18169	20780	23944	28408
非流动负债	14577	11680	11375	11750	12115
长期借款	4863	3065	3429	3784	4139
其他非流动负债	9714	8615	7946	7966	7976
负债合计	74875	68908	74771	84710	99070
少数股东权益	3294	3161	3240	3336	3793
股本	2073	2073	2073	2073	2073
资本公积	7013	7265	7330	7330	7330
留存收益	29412	38707	49583	63102	79714
归属母公司股东权益	36905	46611	57246	70765	87376
负债和股东权益	115074	118679	135256	158810	190239

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12068	16918	21170	22457	28307
净利润	11264	13533	14872	18124	22609
折旧摊销	865	1212	1388	1455	1456
财务费用	345	336	371	415	447
投资损失	-420	-671	-671	0	0
营运资金变动	-925	617	5082	2337	3763
其他经营现金流	938	1891	128	126	32
投资活动现金流	-10853	-3271	-3667	-4099	-4078
资本支出	-2785	-2986	-4052	-4052	-4031
长期投资	-8467	-747	0	0	0
其他投资现金流	399	463	385	-47	-47
筹资活动现金流	259	-9294	-3358	-4264	-5653
短期借款	1421	-1791	415	315	0
长期借款	684	-1799	365	355	355
普通股增加	588	0	0	0	0
资本公积增加	-593	252	66	0	0
其他筹资现金流	-1840	-5956	-4203	-4934	-6007
现金净增加额	1450	4281	13928	14094	18576

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	77857	89184	92400	109692	133644
营业成本	54545	60795	66009	76108	91924
营业税金及附加	403	509	527	626	762
营业费用	3761	4832	4452	5833	7374
管理费用	1201	1715	1037	1890	2569
研发费用	3164	4175	3864	4587	5588
财务费用	290	40	-313	-688	-1078
资产减值损失	-778	-1383	-160	-93	0
其他收益	366	625	434	404	492
公允价值变动收益	64	62	0	0	0
投资净收益	420	671	671	0	0
资产处置收益	1	2	2	3	3
营业利润	13564	16295	17773	21651	27000
营业外收入	24	21	21	21	21
营业外支出	44	56	56	56	56
利润总额	13544	16260	17738	21616	26965
所得税	2280	2727	2865	3492	4356
净利润	11264	13533	14872	18124	22609
少数股东损益	228	72	79	96	458
归属母公司净利润	11036	13461	14794	18028	22151
EBITDA	14319	16976	18812	22384	27343
EPS (元/股)	5.32	6.49	7.14	8.70	10.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	7.8	14.5	3.6	18.7	21.8
营业利润(%)	18.3	20.1	9.1	21.8	24.7
归属母公司净利润(%)	16.9	22.0	9.9	21.9	22.9
获利能力					
毛利率(%)	29.9	31.8	28.6	30.6	31.2
净利率(%)	14.2	15.1	16.0	16.4	16.6
ROE(%)	29.9	28.9	25.8	25.5	25.4
ROIC(%)	21.7	23.4	21.3	21.2	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	65.1	58.1	55.3	53.3	52.1
净负债比率(%)	-21.1	-33.1	-47.5	-56.8	-66.2
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.2	3.5	4.2	5.3	6.1
应付账款周转率	3.0	2.9	3.0	3.1	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.32	6.49	7.14	8.70	10.68
每股经营现金流(最新摊薄)	5.82	8.16	10.21	10.83	13.65
每股净资产(最新摊薄)	17.80	22.48	27.61	34.13	42.15
估值比率					
P/E	25.8	21.2	19.3	15.8	12.9
P/B	7.7	6.1	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	10.1	19.9	13.6	10.8	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com