

电力设备

报告日期：2025 年 11 月 06 日

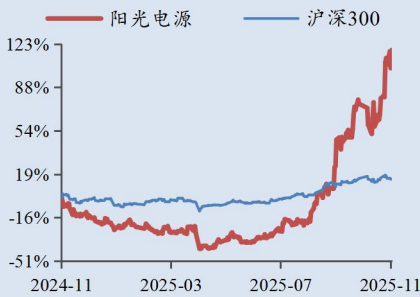
盈利能力提升，全面布局 aicd 产品

——阳光电源（300274.SZ）2025 年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 11 月 05 日

当前价格（元）	200.50
52 周价格区间（元）	52.98-203.88
总市值（百万元）	415,678.89
流通市值（百万元）	318,736.74
总股本（万股）	207,321.14
流通股（万股）	158,970.94
近一月换手（%）	125.26

分析师：杨阳
执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆
执业证书编号：S0230524080001
邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

《业绩短期承压，长期增长空间广阔——阳光电源（300274.SZ）2024 年三季度报点评报告》2024.11.04

《盈利能力提升，2024H1 储能毛利率达 40.8%——阳光电源（300274.SZ）2024 年半年报点评报告》2024.08.28

请认真阅读文后免责声明

事件：

公司发布 2025 年三季度报：

2025 年前三季度，公司实现营收 664.02 亿元，同比+32.95%，实现归母净利润 118.81 亿元，同比+56.34%；2025Q3 实现营收 228.69 亿元，同比+20.83%，实现归母净利润 41.47 亿元，同比+57.04%。

观点：

- **公司利润率不断提升，业绩超预期。**公司发布 2025 年 Q3 业绩，实现收入为 228.69 亿，同比+20.83%，环比-6.65%，实现归母净利润为 41.47 亿，同比+57.04%，环比+6.10%。毛利率 35.87%，同比+2.29pct，环比+0.64pct。净利率 17.45%，同比+2.99pct，环比+1.24pct。
- **海外增长较快，储能业务持续发力。**2025H1 国内、海外收入分别为 181.55 亿、253.79 亿，占比分别为 41.7%/58.3%，国内、外收入同比增长 3.48%、88.32%。分行业来看，光伏、储能行业收入分别为 225.13 亿、178.03 亿，占比分别为 51.72%、40.89%，同比增长 4.84%、127.78%。公司给予储能全年 40-50gwh 的发货目标，明年预计还会保持较快的增长。公司作为国内储能龙头企业，大力拓展海外高毛利率市场，业绩持续向好。
- **凭借高压电力电子技术优势，公司全面布局 aicd 产品。**储能系统、逆变器普遍在 800V、1500V 以上，公司高压技术储备有优势。除此之外，公司研发 35kv 固态变压器 10 年左右，有深厚的技术积累。英伟达白皮书提到 SST 配大储方案，公司可以提供绿电到高压直流到机柜的全套电源架构，未来公司努力对接头部互联网厂商，争取 2026 年实现产品落地和小规模交付。
- **盈利预测及投资评级：**公司作为全球储能行业龙头之一，业绩有望实现快速增长，同时 aicd 业务有望开辟第二增长曲线。海内外储能需求持续爆发，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 150.90（前值 132.36）/177.29（前值 157.53）/202.61 亿元，当前股价对应 PE 为 27.5/23.4/20.5 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；政策落地不及预期；技术进步不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动风险；行业竞争格

局变化；地缘政治风险。

➤ 盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72,251	77,857	94,478	118,208	137,734
增长率（%）	79.47	7.76	21.35	25.12	16.52
归母净利润（百万元）	9,440	11,036	15,090	17,729	20,261
增长率（%）	162.69	16.92	36.73	17.49	14.28
ROE（%）	32.62	28.02	28.87	25.99	23.43
每股收益/EPS（摊薄/元）	6.36	5.32	7.28	8.55	9.77
市盈率（P/E）	36.2	16.2	27.5	23.4	20.5
市净率（P/B）	5.1	4.5	8.4	6.3	5.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,284	95,149	105,753	137,351	155,826	营业收入	72,251	77,857	94,478	118,208	137,734
现金	18,031	19,799	29,132	30,278	49,728	营业成本	52,613	54,545	64,818	82,598	96,631
应收票据及应收账款	21,791	28,486	26,010	41,397	40,561	税金及附加	324	403	442	569	665
其他应收款	1,409	1,761	2,086	2,727	2,880	销售费用	2,872	3,761	4,773	5,672	6,733
预付账款	543	411	746	702	986	管理费用	873	1,201	1,349	1,690	1,994
存货	21,442	29,028	30,947	45,479	43,931	研发费用	2,447	3,164	3,648	4,551	5,357
其他流动资产	6,069	15,664	16,831	16,769	17,740	财务费用	21	290	-785	-877	-1,181
非流动资产	13,593	19,925	22,062	24,991	26,927	资产和信用减值损失	-2,028	-1,780	-2,289	-2,886	-3,319
长期股权投资	440	484	488	494	500	其他收益	266	366	308	320	324
固定资产	6,438	9,002	11,079	13,752	15,499	公允价值变动收益	36	64	39	47	47
无形资产	732	1,122	1,258	1,419	1,604	投资净收益	97	420	249	280	293
其他非流动资产	5,982	9,317	9,236	9,327	9,324	资产处置收益	-5	1	-1	-1	-1
资产总计	82,877	115,074	127,815	162,342	182,753	营业利润	11,466	13,564	18,539	21,767	24,880
流动负债	45,937	60,298	60,096	78,555	81,028	营业外收入	25	24	22	23	23
短期借款	2,793	4,214	0	5,889	0	营业外支出	32	44	35	37	38
应付票据及应付账款	28,486	36,757	41,028	52,919	60,801	利润总额	11,460	13,544	18,525	21,752	24,865
其他流动负债	14,658	19,327	19,068	19,747	20,226	所得税	1,851	2,280	3,119	3,662	4,186
非流动负债	7,485	14,577	14,352	14,192	13,462	净利润	9,609	11,264	15,407	18,090	20,680
长期借款	4,180	4,863	4,638	4,478	3,748	少数股东损益	169	228	317	361	418
其他非流动负债	3,305	9,714	9,714	9,714	9,714	归属母公司净利润	9,440	11,036	15,090	17,729	20,261
负债合计	53,422	74,875	74,448	92,747	94,490	EBITDA	12,550	14,957	19,249	22,648	25,823
少数股东权益	1,749	3,294	3,611	3,972	4,391	EPS (元)	6.36	5.32	7.28	8.55	9.77
股本	1,485	2,073	2,073	2,073	2,073						
资本公积	7,606	7,013	7,013	7,013	7,013						
留存收益	19,795	29,412	42,243	57,140	74,142						
归属母公司股东权益	27,705	36,905	49,756	65,622	83,872						
负债和股东权益	82,877	115,074	127,815	162,342	182,753						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,982	12,068	18,618	-248	29,552
净利润	9,609	11,264	15,407	18,090	20,680
折旧摊销	572	764	776	998	1,225
财务费用	21	290	-785	-877	-1,181
投资损失	-97	-420	-249	-280	-293
营运资金变动	-5,765	-1,434	1,217	-21,019	5,849
其他经营现金流	2,642	1,603	2,251	2,840	3,272
投资活动现金流	-3,821	-10,853	-2,626	-3,601	-2,822
资本支出	2,741	2,786	2,908	3,922	3,155
长期投资	-1,188	-8,312	-4	-5	-6
其他投资现金流	108	245	287	326	339
筹资活动现金流	3,280	259	-6,659	-895	-1,390
短期借款	1,371	1,421	-4,214	5,889	-5,889
长期借款	18	684	-226	-160	-730
普通股增加	-0	588	0	0	0
资本公积增加	553	-593	0	0	0
其他筹资现金流	1,337	-1,840	-2,220	-6,624	5,229
现金净增加额	6,465	1,450	9,333	-4,744	25,340

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	79.47	7.76	21.35	25.12	16.52
营业利润同比增速(%)	176.89	18.29	36.67	17.41	14.31
归属于母公司净利润同比增速(%)	162.69	16.92	36.73	17.49	14.28
获利能力					
毛利率(%)	27.18	29.94	31.39	30.12	29.84
净利率(%)	13.30	14.47	16.31	15.30	15.01
ROE(%)	32.62	28.02	28.87	25.99	23.43
ROIC(%)	27.57	22.34	25.40	21.87	21.73
偿债能力					
资产负债率(%)	64.46	65.07	58.25	57.13	51.70
净负债比率(%)	-31.63	-9.61	-34.48	-19.49	-44.72
流动比率	1.51	1.58	1.76	1.75	1.92
速动比率	1.00	1.04	1.19	1.13	1.34
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.79	0.78	0.81	0.80
应收账款周转率	4.14	3.19	3.64	3.66	3.50
应付账款周转率	3.63	2.99	3.08	3.23	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	6.36	5.32	7.28	8.55	9.77
每股经营现金流(最新摊薄)	4.70	5.82	8.98	-0.12	14.25
每股净资产(最新摊薄)	18.65	17.80	24.00	31.65	40.46
估值比率					
P/E	36.2	16.2	27.5	23.4	20.5
P/B	5.1	4.5	8.4	6.3	5.0
EV/EBITDA	32.35	27.07	20.30	17.48	14.35

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。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。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046