

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

买入 (维持)

2026 年 04 月 01 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 胡隽颖

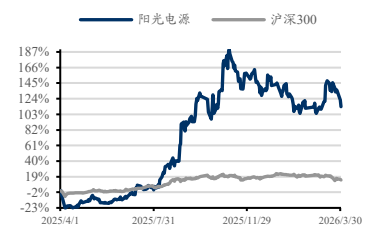
执业证书: S0600524080010
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	77,857	89,184	100,430	116,512	135,625
同比 (%)	7.76	14.55	12.61	16.01	16.40
归母净利润 (百万元)	11,036	13,461	15,009	18,150	22,775
同比 (%)	16.92	21.97	11.50	20.92	25.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.32	6.49	7.24	8.75	10.99
P/E (现价&最新摊薄)	28.32	23.22	20.82	17.22	13.72

投资要点

- **事件:** 公司 25 年营收 891.8 亿元, 同比+14.5%, 归母净利润 134.6 亿元, 同比+22%, 扣非净利润 128.3 亿元, 同比+20%, 毛利率 31.8%, 同比+1.9pct, 归母净利率 15.1%, 同比+0.9pct; 其中 25 年 Q4 营收 227.8 亿元, 同环比-18.4%/-0.4%, 归母净利润 15.8 亿元, 同环比-54%/-61.9%, 扣非净利润 13.4 亿元, 同环比-59.5%/-66.3%, 毛利率 23%, 同环比-4.5/-12.9pct, 归母净利率 6.9%, 同环比-5.4/-11.2pct。
- **业务拆分:** ①25 年光伏逆变器营收 311.4 亿元, 同比+6.9%, 毛利率 34.7%, 同比+3.8pct; 出货 143GW, 同比略有下滑, 25H1/2 毛利率分别为 35.7%/33.6%, 基本保持平稳。②25 年储能系统营收 372.9 亿元, 同比+49.4%, 毛利率 36.5%, 同比-0.2pct; 25 年出货 43GWh 同比+54%, Q4 毛利率环比下降较多, 主要系 Q3 确收较多高毛利储能项目致基数较高、Q4 签单价格下降/汇率/碳酸锂涨价/关税等影响逐步体现。我们预计 26 年公司出货 60GWh+增长 50%+, 欧洲/亚太增速达 80~90%。碳酸锂涨价引起电芯价格上涨, 公司亦积极向下顺价, 同时选用大电芯实现降本, 压力逐步释放。③25 年新能源投资开发营收 165.6 亿元, 同比-21.2%, 毛利率 14.5%, 同比-4.9pct; 25H1/2 毛利率分别为 18.1%/10.8%, 下半年投资开发毛利率有所下降。
- **费用率保持平稳, 谨慎原则计提较多资产减值损失:** 公司 25 年期间费用 107.6 亿元, 同比+27.9%, 费用率 12.1%, 同比+1.3pct, 其中 Q4 期间费用 29.4 亿元, 同环比+37.7%/+0.4%, 费用率 12.9%, 同环比+5.2/+0.1pct; 25 年经营性净现金流 169.2 亿元, 同比+40.2%, 其中 Q4 经营性现金流 70 亿元, 同环比-37.8%/+326%; 25 年资本开支 29.9 亿元, 同比+7.2%, 其中 Q4 资本开支 9.3 亿元, 同环比+23.9%/+53.6%; 25 年末存货 272.6 亿元, 较年初-6.1%。此外, 25 年公司计提资产减值损失 13.8 亿 (同比+6 亿), 主要系越南电站及长期未开工电站减值、存货跌价准备, 计提信用减值损失 8 亿 (同比-2 亿), 主要系应收款减值。
- **发布员工持股计划、提振员工积极性:** 公司发布员工持股计划草案, 募集资金规模不超过 10 亿元 (25 年报表已计提激励基金), 存续期 60 个月。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 25Q4 毛利率承压, 我们下调 26~27 年盈利预测, 预计 26~27 年归母净利润分别为 150/182 亿元 (前值 172/193 亿元), 新增 28 年盈利预测, 预计 28 年归母净利润 228 亿元, 26~28 年归母净利润同比+11.5%/+20.9%/+25.5%, 对应 PE 为 20.8/17.2/13.7x, 考虑全球储能出货继续高增, AI 储能及 AIDC 产品具备长期潜力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	150.76
一年最低/最高价	52.98/209.88
市净率(倍)	6.95
流通 A 股市值(百万元)	239,664.60
总市值(百万元)	312,557.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.69
资产负债率(% LF)	60.06
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,589.71

相关研究

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

2025-10-29

《阳光电源(300274): 2025 年中报点评: 全球光储龙头增长强劲, 布局 AIDC 开拓第三增长曲线》

2025-08-26

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	134,367	151,470	188,771	营业总收入	89,184	100,430	116,512	135,625
货币资金及交易性金融资产	33,829	55,389	57,678	83,657	营业成本(含金融类)	60,795	71,406	82,490	94,938
经营性应收款项	27,856	38,725	45,698	51,254	税金及附加	509	452	524	610
存货	27,255	32,838	39,583	43,952	销售费用	4,832	5,022	5,709	5,968
合同资产	1,659	2,248	2,397	2,783	管理费用	1,715	1,707	2,097	2,306
其他流动资产	4,829	5,168	6,114	7,126	研发费用	4,175	4,218	4,777	5,425
非流动资产	23,251	24,012	24,594	25,098	财务费用	40	24	(23)	58
长期股权投资	637	757	827	877	加:其他收益	625	703	816	949
固定资产及使用权资产	11,256	13,152	14,063	14,525	投资净收益	671	201	233	271
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)	(200)	(200)
商誉	297	297	297	297	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	176	127	137	140	营业利润	16,295	18,056	21,836	27,402
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	158,379	176,064	213,869	利润总额	16,260	18,066	21,846	27,412
流动负债	57,228	81,842	81,286	96,202	减:所得税	2,727	2,981	3,605	4,523
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	15,085	18,241	22,889
经营性应付款项	36,636	63,580	59,583	70,106	减:少数股东损益	72	75	91	114
合同负债	10,655	6,641	7,672	8,829	归属母公司净利润	13,461	15,009	18,150	22,775
其他流动负债	7,008	7,494	8,603	9,880	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.49	7.24	8.75	10.99
非流动负债	11,680	11,680	11,680	11,680	EBIT	15,764	17,625	20,914	26,379
长期借款	3,065	3,065	3,065	3,065	EBITDA	16,976	18,896	22,227	27,789
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.83	28.90	29.20	30.00
租赁负债	373	373	373	373	归母净利率(%)	15.09	14.95	15.58	16.79
其他非流动负债	8,242	8,242	8,242	8,242	收入增长率(%)	14.55	12.61	16.01	16.40
负债合计	68,908	93,522	92,966	107,882	归母净利润增长率(%)	21.97	11.50	20.92	25.48
归属母公司股东权益	46,611	61,620	79,770	102,545					
少数股东权益	3,161	3,236	3,328	3,442					
所有者权益合计	49,772	64,857	83,098	105,987					
负债和股东权益	118,679	158,379	176,064	213,869					

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	22,340	2,874	25,970	每股净资产(元)	22.48	29.72	38.48	49.46
投资活动现金流	(3,271)	(2,821)	(2,252)	(2,233)	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	22.90	21.25	21.10
现金净增加额	4,281	20,510	1,639	25,319	ROE-摊薄(%)	28.88	24.36	22.75	22.21
折旧和摊销	1,212	1,271	1,313	1,410	资产负债率(%)	58.06	59.05	52.80	50.44
资本开支	(2,986)	(1,877)	(1,800)	(1,838)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.22	20.82	17.22	13.72
营运资本变动	617	5,536	(16,870)	1,434	P/B(现价)	6.71	5.07	3.92	3.05

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>