

# 阳光电源 (300274.SZ)

## 公司快报

### 25Q4 业绩小幅承压，储能+AIDC 未来可期

#### 投资要点

◆ **事件：**公司披露 2025 年业绩，2025 年公司实现营业收入 891.84 亿元，同比增长 14.55%；实现归母净利润 134.61 亿元，同比增长 21.97%。

◆ **25Q4 毛利率承压，全年计提存货跌价增加。**公司 2025 年实现营收 891.84 亿元，同比+14.55%，实现归母净利润 134.61 亿元，同比+21.97%，毛利率 31.83%，同比+1.89pct；其中 2025Q4 实现营收 227.82 亿元，同比-18.37%，实现归母净利润 15.80 亿元，同比-54.02%，毛利率 22.95%，同比-4.53pct，净利率 6.93%，同比-5.75pct，毛利率承压主因 1) 低毛利的新能源投资开发业务集中在 Q4 交付；2) 高毛利储能业务在 Q3 集中确收叠加 Q4 原材料成本涨价带动储能毛利率下滑。此外，公司 2025 年资产减值损失 13.8 亿，同比增加 6 亿，其中新能源增加 4 亿多；光储业务由于行业竞争导致价格承压、产品迭代等因素，公司基于谨慎性原则计提存货跌价增加近 2 亿。

◆ **逆变器+储能业务稳定增长，海外收入增速较高。**2025 年公司逆变器实现收入 266 亿元，同比+4%，毛利率约 37%，主要受益于新品推出以及海外收入占比提高，25 年全年逆变器发货 143GW，略有下降，主因国内家庭光伏市场萎缩，公司策略性放弃负毛利项目；2025 年公司储能实现收入 372 亿元，同比+49%，毛利率约 36.5%，主要受益于全球市场需求强劲，公司品牌效应提高盈利能力，25 年全年储能发货 43GWh，同比+54%，主因公司国内储能项目毛利率偏低，国内发货有所下滑，公司海外储能发货同比+90%。

◆ **持续加强研发创新，储能+AIDC 未来可期。**2025 年公司研发费用 41.75 亿元，同比+31.97%。公司注重新品研发，重磅发布两款逆变器新品：全球首款功率达到 400kW+ 的组串式逆变器 SG465HX 和全球首款分体式模块化逆变器 1+X 2.0；储能产品侧发布 PowerTitan3.0 AC 智储平台，首创“电池-变流器-场站”三级协同架构，并发布《干细胞构网技术 2.0 白皮书》。AIDC 方面，公司持续加强 SST 研发投入，目前已经与部分国际头部云服务厂家及国内头部互联网企业开展技术交流，未来可期。

◆ **投资建议：**公司是全球光储行业龙头厂商，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 1072.99、1268.24、1484.47 亿元，归母净利润分别为 169.25、208.23、245.33 亿元，EPS 分别为 8.16、10.04、11.83 元，对应 2026-2028 年 PE 为 15X、12X、10X。

◆ **风险提示：**储能需求不及预期，市场竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,857	89,184	107,299	126,824	148,447
YoY(%)	7.8	14.5	20.3	18.2	17.0
归母净利润(百万元)	11,036	13,461	16,925	20,823	24,533

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级

**买入(维持)**

股价(2026-04-08)

126.99 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	263,277.12
流通市值(百万元)	201,915.97
总股本(百万股)	2,073.21
流通股本(百万股)	1,590.01
12个月价格区间	199.88/56.29

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.83	-23.0	105.33
绝对收益	-15.23	-26.79	133.36

分析师

贺朝晖

 SAC 执业证书编号：S0910525030003  
 hezhaohui@huajinsec.cn

#### 相关报告



YoY(%)	16.9	22.0	25.7	23.0	17.8
毛利率(%)	29.9	31.8	32.6	32.8	32.5
EPS(摊薄/元)	5.32	6.49	8.16	10.04	11.83
ROE(%)	28.0	27.2	25.7	24.3	22.5
P/E(倍)	23.2	19.0	15.1	12.3	10.4
P/B(倍)	6.9	5.5	4.0	3.1	2.4
净利率(%)	14.2	15.1	15.8	16.4	16.5

数据来源: 聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	95149	95428	120139	146489	176439	<b>营业收入</b>	77857	89184	107299	126824	148447
现金	19799	22831	38694	53828	72696	营业成本	54545	60795	72320	85196	100238
应收票据及应收账款	28486	24733	31740	35900	44342	营业税金及附加	403	509	612	723	847
预付账款	411	1340	278	1886	492	营业费用	3761	4832	5687	6468	7274
存货	29028	27255	29466	34833	38067	管理费用	1201	1715	2253	2536	2820
其他流动资产	17425	19269	19961	20042	20843	研发费用	3164	4175	4828	5453	6086
<b>非流动资产</b>	19925	23251	25218	27486	29670	财务费用	290	40	-59	-247	-475
长期投资	484	637	810	990	1175	资产减值损失	-1780	-2185	-2146	-2536	-2969
固定资产	9002	10831	12751	14638	16531	公允价值变动收益	64	62	63	63	63
无形资产	1122	1231	1471	1669	1817	投资净收益	420	671	534	595	574
其他非流动资产	9317	10551	10186	10189	10147	<b>营业利润</b>	13564	16295	20737	25442	29951
<b>资产总计</b>	115074	118679	145357	173974	206109	营业外收入	24	21	22	22	22
<b>流动负债</b>	60298	57228	65874	75324	84113	营业外支出	44	56	50	53	52
短期借款	4214	2422	3143	3260	2942	<b>利润总额</b>	13544	16260	20709	25411	29922
应付票据及应付账款	36757	36636	41548	48132	54675	所得税	2280	2727	3480	4266	5025
其他流动负债	19327	18169	21184	23932	26496	<b>税后利润</b>	11264	13533	17229	21145	24896
<b>非流动负债</b>	14577	11680	12482	11678	11481	少数股东损益	228	72	305	321	364
长期借款	4863	3065	2859	2559	2110	<b>归属母公司净利润</b>	11036	13461	16925	20823	24533
其他非流动负债	9714	8615	9623	9119	9371	EBITDA	14353	17246	21488	26206	30634
<b>负债合计</b>	74875	68908	78356	87002	95594	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	3294	3161	3466	3787	4151	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
股本	2073	2073	2073	2073	2073	<b>成长能力</b>					
资本公积	7013	7265	7265	7265	7265	营业收入(%)	7.8	14.5	20.3	18.2	17.0
留存收益	29412	38707	55075	75162	98814	营业利润(%)	18.3	20.1	27.3	22.7	17.7
归属母公司股东权益	36905	46611	63535	83185	106364	归属于母公司净利润(%)	16.9	22.0	25.7	23.0	17.8
<b>负债和股东权益</b>	115074	118679	145357	173974	206109	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	29.9	31.8	32.6	32.8	32.5
						净利率(%)	14.2	15.1	15.8	16.4	16.5
						ROE(%)	28.0	27.2	25.7	24.3	22.5
						ROIC(%)	21.3	24.2	23.0	22.3	20.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	65.1	58.1	53.9	50.0	46.4
						流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
						速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.1	3.4	3.8	3.8	3.7
						应付账款周转率	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	23.2	19.0	15.1	12.3	10.4
						P/B	6.9	5.5	4.0	3.1	2.4
						EV/EBITDA	17.1	13.6	10.2	7.8	6.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

贺朝晖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)