仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

储能成本与投资损失扰动当期盈利

华泰研究 季报点评

2026 年 11 月 02 日 | 中国内地

公司公布 3Q26 业绩，9M26 实现营收 488.63 亿元，同比-26.41%，归母净利润 65.99 亿元，同比-44.46%；其中 3Q26 实现营收 179.50 亿元，同/环比-21.51%/+16.93%，归母净利润 13.41 亿元，同/环比-67.67%/-54.82%。业绩同环比下滑主要系储能电芯采购成本上行、出口退税及运费影响，叠加股权投资公允价值变动损失。我们看好公司作为全球光伏逆变器及储能系统龙头，海外渠道、产品及系统集成优势领先，随着储能需求增长及海外项目逐步确收，业绩有望恢复增长，AIDC 电源业务布局打开中长期成长空间。给予目标价 89.64 元，维持“买入”评级。

储能成本上涨+股权投资损失拖累盈利

3Q26 公司实现整体毛利率 29.45%，环比-9.17pct（v.s. 2Q26 38.62%），主要系储能电芯成本上涨，叠加出口退税、汇率等影响。当季金融资产公允价值变动及处置损益约-4.89 亿元，进一步拖累当期利润。分业务来看：

1. 逆变器：9M26 逆变器出货 103GW，同比-6%，其中海外出货 75GW，同比+14%，国内出货 28GW，同比-35%，主要受国内光伏装机需求回落影响；3Q26 逆变器出货 38GW，环比+12%，毛利率保持 40%以上。
2. 储能：9M26 储能收入 232 亿元，同比约-18%，主要系去年同期中东大型储能项目集中交付形成高基数；9M26 储能出货 41GWh，同比+43%，其中 3Q26 出货约 17GWh，环比+24%，但当季确收仅 9-10GWh，主要系海外大型储能项目从出货到收入确认存在约半年时滞。3Q26 储能毛利率 21%，环比下降 13pct（v.s. 2Q26 34%），系碳酸锂涨价推升电芯采购成本，叠加出口退税影响。
3. 新能源投资开发：9M26 收入约 27 亿元，同比-76%，板块亏损约 7 亿元，主要受国内光伏政策调整及公司主动退出部分低收益项目影响。

全球储能需求持续景气，海外项目确收有望推动业绩修复

全球储能需求高景气，公司预计 4Q26 储能出货约 20GWh，全年出货有望超过 60GWh。由于 3Q26 储能出货约 17GWh，但仅确收 9-10GWh，部分已出货海外项目有望在后续季度逐步确认收入并贡献利润。展望 2027 年，公司预计全球储能行业需求增速超过 30%，在手订单及项目储备有望支撑公司增长。盈利端，后续储能订单签约价格相对平稳，随着前期高成本电芯逐步消化、收入确认节奏改善，储能业务盈利能力有望修复。

AIDC 布局打开成长空间

公司围绕 AIDC 配储与 AIDC 电源两条路径推进业务布局。AIDC 配储方面，公司持续跟踪多个潜在项目，数据中心对高可靠性供电及储能系统需求有望带来增量市场。AIDC 电源方面，公司已推出 10kV SST 产品，目前仍处于客户接触及产品验证阶段；根据公司业绩会，预计 2027 年 6 月推出 35kV SST 产品，并于 2027-30 年陆续拓展面向风光储等不同应用场景的 SST 产品。同时，公司计划 2027 年陆续推出机架及板载电源、全栈预制数据中心和备电解决方案，逐步完善从电力转换、储能到数据中心供电的产品矩阵。

盈利预测与估值

我们下调 2026/27/28 年归母净利润至 103/138/164 亿元（前值：163/203/232 亿元，主要系储能确收滞后叠加电芯成本上行毛利率承压，下修储能销量及利润率预测），对应 2026/27/28 年 EPS 为 4.97/6.66/7.90 元，可比公司 2027E 平均 PE 13.46x，给予公司 2027E PE 13.46x，目标价 89.64 元/股（前值：150.2 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）： 89.64

刘俊 研究员
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

边文姣 研究员
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

茵雨菲 研究员
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

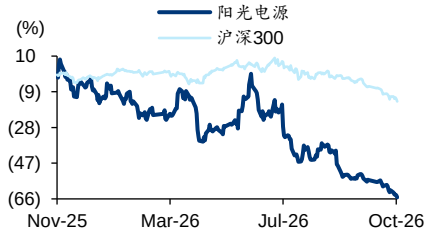
王嵩 研究员
SAC No. S0570525110001 alanwang@htsc.com
SFC No. BLE051 +(852) 3658 6000

徐嘉欣* 联系人
SAC No. S0570125070136 xujiaxin@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价（人民币 截至 10 月 30 日）	65.29
市值（人民币百万）	135,360
6 个月平均日成交额（人民币百万）	7,740
52 周价格范围（人民币）	65.29-205.40

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	81,299	101,450	116,908
+/-%	14.55	(8.84)	24.79	15.24
归属母公司净利润（百万）	13,461	10,301	13,801	16,386
+/-%	21.97	(23.48)	33.98	18.73
EPS（最新摊薄）	6.49	4.97	6.66	7.90
ROE (%)	32.24	20.58	23.25	22.75
PE（倍）	10.06	13.14	9.81	8.26
PB（倍）	2.90	2.53	2.08	1.72
EV EBITDA（倍）	6.50	7.84	5.29	3.94
股息率 (%)	2.51	1.54	2.07	2.46

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表1：分季度预测表

阳光电源	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	2025A	26Q1	26Q2	26H1	26Q3	26Q4E
光伏逆变器											
营业收入（百万元）	6,080	9,247	15,327	8,073	7,736	31,136	5,111	5,789	10,900	6,600	8,030
销售量(GW)	32	42	74	35	34	143	29	27	56	33	39
均价(元/W)	0.190	0.220	0.21	0.230	0.23	0.22	0.18	0.214	0.195	0.200	0.21
毛利率	38.00%	34.25%	35.74%	36.00%	31.14%	34.66%	41.00%	44.24%	42.72%	42.00%	41.02%
储能系统											
营业收入（百万元）	10,660	7,143	17,803	10,997	8,487	37,287	8,700	6,756	15,456	7,744	20,310
发货量(GWh)	11	9	20	12	11	43	11	14	25	17	23
销量(GWh)	13	8	21	10	11	42	11	8	18	10	23
均价(元/Wh)	0.82	0.89	0.85	1.05	0.77	0.89	0.83	0.90	0.86	0.82	0.90
毛利率	39.50%	40.55%	39.92%	41.0%	23.4%	36.5%	31.0%	34.27%	32.4%	21.00%	31.37%
新能源投资开发											
营业收入（百万元）	3,000	5,398	8,398	2,902	3,047	16,559	800	458	1,258	1,442	2,268
毛利（百万元）	570	946	1,516	522	362	2,401	40	18	58	65	76
毛利率	19.00%	17.5%	18.1%	18.00%	11.89%	14.50%	5.00%	4.00%	4.64%	4.50%	3.33%
光伏电站发电与其他											
营业收入（百万元）	(704)	2,709	2,005	897	1,300	4,202	950	2,349	3,299	2,164	1,829
毛利（百万元）	(403)	1,259	856	265	470	1,590	344	1,033	1,377	823	738
毛利率	57.26%	46.47%	42.68%	29.55%	36.11%	37.85%	36.17%	44.00%	41.74%	38.03%	40.33%
公司整体											
营业收入（百万元）	19,036	24,497	43,533	22,869	22,782	89,184	15,561	15,352	30,912	17,950	32,436
毛利（百万元）	6,688	8,269	14,957	8,202	5,229	28,389	5,176	5,928	11,104	5,286	10,479
毛利率	35.13%	33.75%	34.36%	35.87%	22.95%	31.83%	33.26%	38.62%	35.92%	29.45%	32.30%
销售费用率	5.05%	5.43%	5.26%	5.44%	5.69%	5.42%	6.33%	7.45%	6.89%	7.12%	6.79%
管理费用率	1.75%	2.06%	1.92%	1.90%	1.94%	1.92%	2.31%	2.54%	2.43%	2.34%	2.41%
研发费用率	4.20%	5.05%	4.68%	4.82%	4.54%	4.68%	6.26%	7.30%	6.78%	6.52%	6.22%
财务费用	-0.31%	-0.83%	-0.60%	0.62%	0.71%	0.04%	2.11%	0.26%	1.19%	0.74%	0.60%
费用率	10.68%	11.71%	11.26%	12.79%	12.88%	12.07%	17.01%	17.56%	17.28%	16.73%	16.02%
其他费率	4.35%	6.09%	5.33%	4.95%	3.13%	4.67%	1.53%	1.72%	1.63%	5.25%	4.85%
归母净利润（百万元）	**3,826**	**3,908**	**7,735**	**4,147**	**1,580**	**13,461**	**2,291**	**2,967**	**5,259**	**1,341**	**3,711**
归母净利率	20.10%	15.95%	17.77%	18.13%	6.94%	15.09%	14.72%	19.33%	17.01%	7.47%	11.44%

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	2Q26	3Q26	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	15,352	17,950	-22%	17%
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	9,423	12,664	-14%	34%
毛利率	Gross margin		36.7%	29.5%	29.5%	27.5%	35.1%	33.8%	35.9%	23.0%	33.3%	38.6%	29.4%	-6.42 pct	-9.17 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	1,535	1,699	1%	11%
研发费用	R&D	Rmb mn	656	830	890	787	799	1,238	1,103	1,034	974	1,121	1,171	6%	4%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	125	63	130	(27)	(59)	(204)	141	161	328	41	133	-6%	227%
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	3,680	1,511	-71%	-59%
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	3,683	1,505	-71%	-59%
所得税	Tax	Rmb mn	387	515	399	979	769	769	1,088	101	412	770	214	-80%	-72%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	11	76	39	101	(33)	129	(22)	(2)	(45)	(54)	(49)	119%	-9%
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	2,967	1,341	-68%	-55%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	13	64	143	124	150	90	156	237	259	724	(352)	-326%	-149%
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	2,243	1,693	-58%	-25%
EPS	EPS	Rmb/sh	1.41	1.38	1.27	1.66	1.85	1.89	2.00	0.76	1.11	1.43	0.65	-68%	-55%
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	1.08	0.82	-57%	-24%
核心财务指标															
应收账款周转天数	A/R days	days	572	470	482	357	489	404	428	371	519	490	438	2%	-11%
应付账款周转天数	A/P days	days	557	493	539	373	591	420	436	432	596	790	728	67%	-8%
存货周转天数	Inv days	days	1,041	781	868	516	909	659	735	559	962	1,228	1,165	59%	-5%
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	2,527	3,648	-44%	44%
资本支出	Capex	Rmb mn	478	691	866	751	855	607	597	949	654	520	2,037	241%	292%
自由现金流	FCF	Rmb mn	(965)	(2,807)	2,542	10,513	936	1,037	5,882	6,055	554	2,006	1,610	-73%	-20%
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)	(29,508)	(25,705)	10%	-13%
净负债率	Net Gearing		-38.5%	-24.0%	-29.7%	-52.0%	-45.4%	-39.6%	-48.4%	-56.9%	-55.1%	-55.5%	-49.0%	-0.64 pct	6.48 pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：核心假设和财务预测表

		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入							
总收入	Rmb mn	72,251	77,857	89,184	81,299	101,450	116,908
光伏逆变器	Rmb mn	27,653	29,127	31,136	25,530	23,100	23,120
销量	GW	130	147	143	138	132	136
平均单价	RMB/W	0.21	0.20	0.22	0.19	0.18	0.17
储能系统	Rmb mn	17,802	24,959	37,287	43,510	61,740	71,800
销量	GWh	11	25	42	50	70	82
平均单价	RMB/Wh	1.70	1.00	0.89	0.87	0.88	0.88
新能源投资开发	Rmb mn	24,734	21,003	16,559	4,968	4,968	5,067
其他	Rmb mn	2,062	2,768	4,202	7,291	11,642	16,921
毛利率							
整体毛利率		30.4%	29.9%	31.8%	33.0%	32.8%	33.0%
光伏逆变器		37.9%	30.9%	34.7%	42.0%	39.0%	37.5%
储能系统		37.5%	36.7%	36.5%	29.9%	31.4%	32.0%
新能源投资开发		16.4%	19.4%	14.5%	4.0%	5.0%	6.0%
其他		35.2%	39.0%	37.8%	40.3%	39.5%	39.0%
核心财务指标							
EBIT	Rmb mn	11,581	13,679	16,214	12,240	16,326	19,279
EBITDA	Rmb mn	12,258	14,545	17,426	13,514	17,915	21,201
联合营公司投资收益	Rmb mn	-3	11	50	50	50	50
净利润	Rmb mn	9,440	11,036	13,461	10,301	13,801	16,386
扣非净利润	Rmb mn	9,216	10,693	12,829	9,786	13,111	15,566
EPS	Rmb/sh	6.36	5.32	6.49	4.97	6.66	7.90
EPS(扣非)	Rmb/sh	6.21	5.15	6.19	4.72	6.32	7.51
BVPS	Rmb/sh	13.4	17.8	22.5	25.8	31.5	38.0
应收账款周转天数	days	105.1	127.8	94.9			
应付账款周转天数	days	111.4	138.3	124.8			
存货周转天数	days	153.4	191.6	161.4			
经营净现金流	Rmb mn	6,982	12,068	16,918			
资本支出	Rmb mn	2,741	2,786	3,008			
自由现金流	Rmb mn	4,241	9,282	13,910			

资料来源：公司公告，华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表4： 实际和预测比较-季度

核心驱动			2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q3E	A vs E
财报数据总结											
总收入	Net Revenue	Rmb mn	19,036	24,497	22,869	22,782	15,561	15,352	17,950	27,237	-34.1%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	12,348	16,228	14,666	17,553	10,385	9,423	12,664	17,851	-29.1%
毛利率	Gross margin	%	35.1%	33.8%	35.9%	23.0%	33.3%	38.6%	29.4%	34.5%	-5.01 pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1,294	1,834	1,679	1,739	1,345	1,535	1,699	1,716	-1.0%
研发费用	R&D	Rmb mn	799	1,238	1,103	1,034	974	1,121	1,171	681	71.9%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-59	-204	141	161	328	41	133	1,634	-91.9%
期间费用	Period expense	Rmb mn	2,034	2,868	2,924	2,935	2,646	2,696	3,003	4,031	-25.5%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	4,576	4,804	5,211	1,704	2,660	3,680	1,511	5,355	-71.8%
税前利润	PBT	Rmb mn	4,563	4,806	5,212	1,679	2,658	3,683	1,505	5,355	-71.9%
所得税	Tax	Rmb mn	769	769	1,088	101	412	770	214	760	-71.9%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-33	129	-22	-2	-45	-54	-49	-175	-71.9%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	3,826	3,908	4,147	1,580	2,291	2,967	1,341	4,593	-70.8%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	150	90	156	237	259	724	-352	143	-346.4%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	3,676	3,819	3,991	1,343	2,032	2,243	1,693	4,093	-58.6%
EPS	EPS	Rmb/sh	1.9	1.9	2.0	0.8	1.1	1.4	0.7	2.2	-70.8%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	1.8	1.8	1.9	0.6	1.0	1.1	0.8	2.0	-58.6%
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh	0.0	1.0	0.0	0.7	0.0	0.6	0.0	0.0	-
核心财务指标											
有效税率	Effective tax rate	%	16.9%	16.0%	20.9%	6.0%	15.5%	20.9%	14.2%		
少数股东损益占比	Minorities %	%	-0.9%	3.2%	-0.5%	-0.1%	-2.0%	-1.9%	-3.8%		
分红比例	Dividend payout	%	0.00%	25.13%	0.00%	45.39%	0.00%	22.38%	0.00%		
应收账款周转天数	A/R days	days	489.4	404.1	427.9	371.3	518.8	490.1	438.0		
应付账款周转天数	A/P days	days	590.9	419.7	436.5	432.2	595.7	789.9	728.2		
存货周转天数	Inv days	days	908.5	659.0	734.5	559.0	962.3	1228.3	1164.7		
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	1,790	1,644	6,479	7,004	1,208	2,527	3,648		
资本支出	Capex	Rmb mn	855	607	597	949	654	520	2,037		
自由现金流	FCF	Rmb mn	936	1,037	5,882	6,055	554	2,006	1,610		
净负债	Net debt	Rmb mn	-19,975	-18,141	-23,311	-28,342	-28,549	-29,508	-25,705		
净负债率	Net Gearing	%	-45.4%	-39.6%	-48.4%	-56.9%	-55.1%	-55.5%	-49.0%		

资料来源：公司公告，华泰研究预测

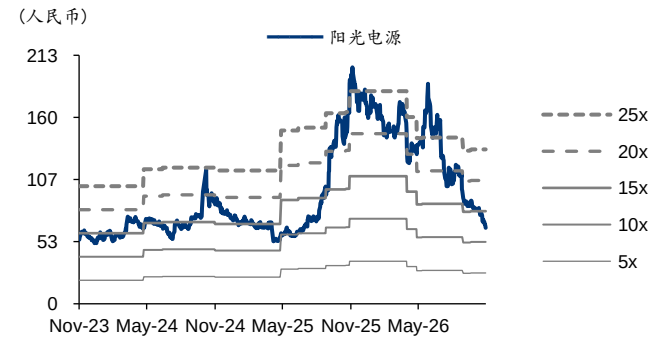
图表5： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
项目	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入（百万元）	98668	123244	143479	81299	101450	116908	-17.60%	-17.68%	-18.52%
毛利率（%）	35.1%	34.6%	33.8%	33.0%	32.8%	33.0%	-2.05pct	-1.80pct	-0.77pct
归属母公司净利润（百万元）	16323	20285	23180	10301	13801	16386	-36.90%	-31.97%	-29.31%
净利率（%）	16.6%	16.5%	16.2%	12.7%	13.7%	14.1%	-3.89pct	-2.87pct	-2.15pct
营业收入-储能业务	60074	84120	104880	43510	61740	71800	-27.57%	-26.60%	-31.54%
销量（GWh）	60	78	89	50	70	82	-16.67%	-10.26%	-7.87%
毛利率-储能业务（%）	34.1%	34.1%	33.9%	29.9%	31.4%	32.0%	-4.18pct	-2.69pct	-1.88pct

注：盈利预测调整主要系储能确收滞后叠加电芯成本上行毛利率承压，下修储能销量及利润率预测

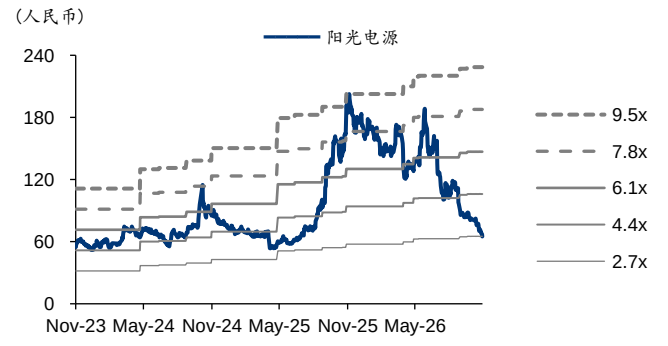
资料来源：华泰研究预测

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,149	95,428	89,853	131,321	126,387
现金	19,799	22,831	30,095	41,033	51,822
应收账款	27,640	23,500	17,150	26,020	20,743
其他应收账款	1,761	1,824	1,444	2,634	2,065
预付账款	410.83	1,340	255.99	1,736	559.53
存货	29,028	27,255	23,135	40,010	32,495
其他流动资产	16,510	18,678	17,774	19,888	18,702
非流动资产	19,925	23,251	25,405	27,434	29,614
长期投资	483.90	637.12	817.56	1,002	1,168
固定投资	9,002	10,831	13,470	15,157	17,208
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	9,834	9,942	9,862
资产总计	115,074	118,679	115,259	158,755	156,000
流动负债	60,298	57,228	47,200	79,345	63,389
短期借款	4,214	2,422	2,422	2,422	2,422
应付账款	20,957	21,074	16,556	30,598	23,546
其他流动负债	35,128	33,731	28,222	46,324	37,420
非流动负债	14,577	11,680	11,331	10,898	10,427
长期借款	4,863	3,065	2,716	2,283	1,812
其他非流动负债	9,714	8,615	8,615	8,615	8,615
负债合计	74,875	68,908	58,531	90,243	73,816
少数股东权益	3,294	3,161	3,216	3,289	3,376
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	46,961	58,020	71,151
归属母公司股东权益	36,905	46,611	53,511	65,222	78,808
负债和股东权益	115,074	118,679	115,259	158,755	156,000

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	12,068	16,918	14,442	16,364	17,308
净利润	11,264	13,533	10,355	13,874	16,473
折旧摊销	865.35	1,212	1,274	1,589	1,922
财务费用	290.41	39.55	935.76	163.39	70.76
投资损失	(419.57)	(671.48)	(671.48)	(671.48)	(671.48)
营运资金变动	(1,434)	(144.00)	3,440	2,355	501.46
其他经营现金	1,502	2,949	(892.46)	(946.65)	(988.09)
投资活动现金	(10,853)	(3,271)	(2,667)	(2,801)	(3,245)
资本支出	(2,786)	(3,008)	(3,140)	(3,308)	(3,795)
长期投资	(8,312)	(814.18)	(180.43)	(184.78)	(165.54)
其他投资现金	244.53	551.63	653.98	691.48	716.23
筹资活动现金	258.80	(9,294)	(4,511)	(2,624)	(3,275)
短期借款	1,421	(1,791)	0.00	0.00	0.00
长期借款	683.73	(1,799)	(349.02)	(432.47)	(471.23)
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)	(4,162)	(2,192)	(2,803)
现金净增加额	1,450	4,281	7,264	10,939	10,789

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	77,857	89,184	81,299	101,450	116,908
营业成本	54,545	60,795	54,430	68,207	78,318
营业税金及附加	403.07	508.77	463.78	578.74	666.92
营业费用	3,761	4,832	5,691	6,797	7,716
管理费用	1,201	1,715	1,951	2,435	2,806
财务费用	290.41	39.55	935.76	163.39	70.76
资产减值损失	(777.80)	(1,383)	650.39	811.60	935.27
公允价值变动收益	64.32	62.01	80.61	104.80	136.24
投资净收益	419.57	671.48	671.48	671.48	671.48
营业利润	13,564	16,295	12,477	16,705	19,828
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
利润总额	13,544	16,260	12,442	16,670	19,792
所得税	2,280	2,727	2,087	2,796	3,320
净利润	11,264	13,533	10,355	13,874	16,473
少数股东损益	227.95	71.57	54.77	73.38	87.12
归属母公司净利润	11,036	13,461	10,301	13,801	16,386
EBITDA	14,545	17,426	13,514	17,915	21,201
EPS (人民币，基本)	5.32	6.55	4.97	6.66	7.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	7.76	14.55	(8.84)	24.79	15.24
营业利润	18.29	20.13	(23.43)	33.88	18.69
归属母公司净利润	16.92	21.97	(23.48)	33.98	18.73
获利能力 (%)					
毛利率	29.94	31.83	33.05	32.77	33.01
净利率	14.47	15.17	12.74	13.68	14.09
ROE	34.16	32.24	20.58	23.25	22.75
ROIC	25.49	24.97	17.38	20.09	20.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.07	58.06	50.78	56.84	47.32
净负债比率 (%)	(9.61)	(28.51)	(38.13)	(48.08)	(53.70)
流动比率	1.58	1.67	1.90	1.66	1.99
速动比率	1.04	1.12	1.34	1.09	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.76	0.70	0.74	0.74
应收账款周转率	3.19	3.49	4.00	4.70	5.00
应付账款周转率	2.99	2.89	2.89	2.89	2.89
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.32	6.49	4.97	6.66	7.90
每股经营现金流(最新摊薄)	5.82	8.16	6.97	7.89	8.35
每股净资产(最新摊薄)	17.80	22.48	25.81	31.46	38.01
估值比率					
PE (倍)	12.27	10.06	13.14	9.81	8.26
PB (倍)	3.67	2.90	2.53	2.08	1.72
EV EBITDA (倍)	8.57	6.50	7.84	5.29	3.94

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

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

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster