

# 阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## N 型产能进展迅速，大储订单持续增长

### 业绩简评

8月22日公司发布2023年中报，上半年实现营收261亿元，同增32%，实现归母净利润19.23亿元，同增322%；其中Q2实现归母净利润10.05亿元，同增161%、环增9.4%；实现扣非归母净利润9.42亿元，同增173%、环增20%，非经常损益为政府补助及锁汇损失。业绩位于招股书预告范围内，符合预期。

### 经营分析

**海外渠道优势保障出货持续增长。**上半年公司实现组件出货14.3GW，二季度出货8.2GW，环比+34%，在产业链价格大幅波动、终端需求观望背景下凭借渠道优势保持出货量持续增长；公司三季度预期出货8.5-8.7GW，全年出货规划维持30-35GW。上半年公司出货量排名前三的市场为美洲、中国、欧洲，重点布局海外优质市场，利用在产品性能和品质、品牌和渠道等方面的优势获得销售溢价并构建竞争壁垒，有望在组件环节竞争激烈的背景下增厚盈利、提升份额及竞争力。近期公司公告下属公司Canadian Solar (USA) Inc.与EDF-RE US Development, LLC（其母公司法国电力集团系全球范围内最大的供电服务商之一）签订7GW组件长单，产品供应美国市场，再次验证海外渠道优势。

**N型技术进展迅速，有望充分把握红利期。**公司预计2024年末拉棒/硅片/电池片/组件产能达50/60/70/80GW，其中新增电池片产能均为N型技术，有望充分提升产品竞争力、把握N型产品红利期。TOPCon方面，公司量产效率达25.6%，宿迁一期8GW已于4月投产出片，扬州14GW于8月8日投产出片，宿迁二期8GW、泰国8GW预计年底投产；异质结方面，公司中试线已量产，量产效率达25.6%，预计Q4提升至26%，并在小批量发货组件产品。

**大储系统订单快速增长。**公司大型储能系统业务主要聚焦美国市场，截至2023年6月末拥有26GWh储能系统订单储备，已签署在手订单21亿美元，较3月末增长62%，有望持续贡献业绩增量。盐城大丰SolBank大储产线首批产品已成功下线，预计23年底具备10GWh以上的量产能力，支撑储能业务高速增长。

### 盈利预测、估值与评级

公司海外渠道优势铸就核心竞争力，上市提升一体化率增强成本竞争力，TOPCon产能快速扩张提升产品竞争力。微调23-25年净利润预测至45、60、79亿元，当前股价对应PE分别为12/9/7倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

国际贸易环境恶化；新技术进展不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

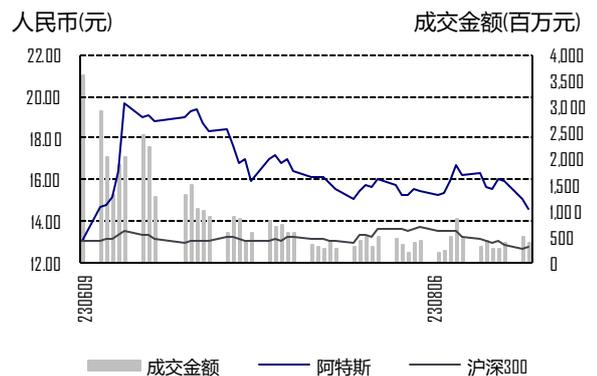
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.58 元

相关报告：

1.《阿特斯公司深度研究：海外渠道铸就盈利壁垒，美国大储创造业绩增...》，2023.6.9



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,010	47,536	56,593	68,187	88,571
营业收入增长率	20.32%	69.71%	19.05%	20.49%	29.89%
归母净利润(百万元)	35	2,157	4,461	6,003	7,865
归母净利润增长率	-97.83%	6065.37%	106.81%	34.58%	31.02%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.703	1.209	1.628	2.133
每股经营性现金流净额	-0.55	1.75	1.54	2.68	3.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.37%	18.49%	21.26%	23.28%	24.52%
P/E	0.00	0.00	12.06	8.96	6.84
P/B	0.00	0.00	2.56	2.09	1.68

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>23,279</b>	<b>28,010</b>	<b>47,536</b>	<b>56,593</b>	<b>68,187</b>	<b>88,571</b>
增长率		20.3%	69.7%	19.1%	20.5%	29.9%
主营业务成本	-18,979	-25,417	-42,114	-47,586	-56,984	-73,972
%销售收入	81.5%	90.7%	88.6%	84.1%	83.6%	83.5%
毛利	4,300	2,593	5,422	9,006	11,203	14,599
%销售收入	18.5%	9.3%	11.4%	15.9%	16.4%	16.5%
营业税金及附加	-96	-82	-112	-170	-205	-266
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-761	-783	-1,136	-1,245	-1,500	-1,949
%销售收入	3.3%	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-980	-1,212	-1,120	-1,528	-1,841	-2,391
%销售收入	4.2%	4.3%	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-313	-373	-467	-566	-682	-886
%销售收入	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	2,150	143	2,587	5,498	6,975	9,107
%销售收入	9.2%	0.5%	5.4%	9.7%	10.2%	10.3%
财务费用	-797	-448	264	-172	15	165
%销售收入	3.4%	1.6%	-0.6%	0.3%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-386	-157	-512	-341	-148	-186
公允价值变动收益	99	-18	-53	0	0	0
投资收益	193	246	-179	-100	-100	-100
%税前利润	12.9%	190.9%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,419	2	2,508	5,324	7,183	9,426
营业利润率	6.1%	0.0%	5.3%	9.4%	10.5%	10.6%
营业外收支	79	127	111	50	50	50
税前利润	1,497	129	2,619	5,374	7,233	9,476
利润率	6.4%	0.5%	5.5%	9.5%	10.6%	10.7%
所得税	126	-87	-469	-914	-1,230	-1,611
所得税率	-8.4%	67.1%	17.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	1,623	42	2,150	4,461	6,003	7,865
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,613</b>	<b>35</b>	<b>2,157</b>	<b>4,461</b>	<b>6,003</b>	<b>7,865</b>
净利率	6.9%	0.1%	4.5%	7.9%	8.8%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,623	42	2,150	4,461	6,003	7,865
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0
非现金支出	1,899	1,958	2,150	2,276	2,361	2,595
非经营收益	181	-206	329	366	278	265
营运资金变动	3,069	-3,476	750	-1,565	1,023	1,772
<b>经营活动现金净流</b>	<b>6,772</b>	<b>-1,681</b>	<b>5,378</b>	<b>5,538</b>	<b>9,666</b>	<b>12,498</b>
资本开支	-2,587	-2,811	-4,183	-6,466	-2,490	-2,490
投资	35	396	-108	-59	-39	-43
其他	1,540	28	273	-100	-100	-100
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,012</b>	<b>-2,388</b>	<b>-4,019</b>	<b>-6,626</b>	<b>-2,629</b>	<b>-2,633</b>
股权募资	389	24	8	5,753	0	0
债权募资	-2,669	2,042	411	-3,208	-203	0
其他	-1,175	-122	-798	-1,292	-1,469	-1,828
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3,454</b>	<b>1,944</b>	<b>-379</b>	<b>1,252</b>	<b>-1,672</b>	<b>-1,828</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,880</b>	<b>-2,190</b>	<b>1,111</b>	<b>164</b>	<b>5,365</b>	<b>8,037</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,827	7,257	11,940	12,022	17,282	25,242
应收款项	3,991	6,295	8,342	9,232	11,124	14,449
存货	3,712	6,676	9,137	9,406	11,264	14,622
其他流动资产	2,316	2,664	3,268	3,681	4,173	5,060
流动资产	18,846	22,892	32,688	34,341	43,843	59,374
%总资产	64.5%	67.1%	67.7%	62.5%	67.7%	73.8%
长期投资	289	380	463	572	611	654
固定资产	8,156	8,690	12,533	16,553	16,804	16,861
%总资产	27.9%	25.5%	25.9%	30.1%	25.9%	21.0%
无形资产	659	781	761	803	843	881
非流动资产	10,376	11,229	15,612	20,622	20,927	21,041
%总资产	35.5%	32.9%	32.3%	37.5%	32.3%	26.2%
<b>资产总计</b>	<b>29,222</b>	<b>34,120</b>	<b>48,300</b>	<b>54,963</b>	<b>64,770</b>	<b>80,415</b>
短期借款	4,387	7,441	6,510	2,203	2,000	2,000
应付款项	10,270	12,448	21,564	21,643	25,920	33,648
其他流动负债	2,199	2,244	4,021	4,213	5,132	6,629
流动负债	16,856	22,133	32,095	28,060	33,052	42,277
长期贷款	1,034	278	2,396	3,440	3,440	3,440
其他长期负债	1,783	2,241	2,072	2,404	2,416	2,544
负债	19,672	24,652	36,563	33,904	38,909	48,261
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,509</b>	<b>9,395</b>	<b>11,663</b>	<b>20,984</b>	<b>25,787</b>	<b>32,079</b>
其中：股本	3,066	3,066	3,066	3,607	3,607	3,607
未分配利润	5,086	5,164	7,320	10,889	15,691	21,984
少数股东权益	41	73	74	74	74	74
<b>负债股东权益合计</b>	<b>29,222</b>	<b>34,120</b>	<b>48,300</b>	<b>54,963</b>	<b>64,770</b>	<b>80,415</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.526	0.011	0.703	1.209	1.628	2.133
每股净资产	3.101	3.064	3.804	5.690	6.992	8.698
每股经营现金净流	2.209	-0.548	1.754	1.535	2.680	3.465
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.247	0.333	0.436
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.97%	0.37%	18.49%	21.26%	23.28%	24.52%
总资产收益率	5.52%	0.10%	4.47%	8.12%	9.27%	9.78%
投入资本收益率	15.53%	0.27%	10.24%	17.03%	18.44%	20.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.38%	20.32%	69.71%	19.05%	20.49%	29.89%
EBIT增长率	-20.55%	-93.34%	1707.28%	112.51%	26.87%	30.57%
净利润增长率	-7.99%	-97.83%	6065.37%	106.81%	34.58%	31.02%
总资产增长率	-8.52%	16.76%	41.56%	13.79%	17.84%	24.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	48.0	40.3	35.9	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	100.4	74.6	68.5	74.0	74.0	74.0
应付账款周转天数	63.6	45.7	40.9	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	107.5	105.0	77.0	84.8	75.0	60.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.09%	3.07%	-27.98%	-31.23%	-46.56%	-62.21%
EBIT利息保障倍数	2.7	0.3	-9.8	31.9	-458.3	-55.2
资产负债率	67.32%	72.25%	75.70%	61.69%	60.07%	60.02%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-09	买入		16.93~16.93

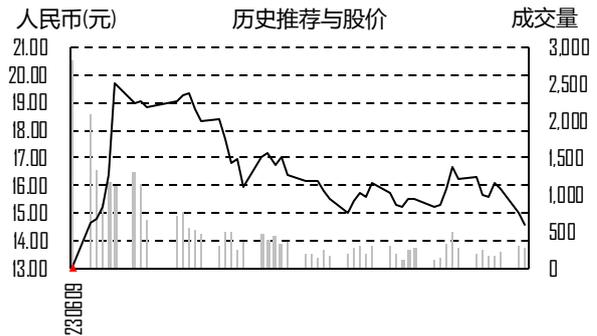
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806