

# 阿特斯 (688472)

## 阿特斯 2023 年中报点评: 组件新兴市场出货强劲, 储能订单再创新高

买入 (维持)

2023 年 08 月 23 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 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	47,536	61,895	88,918	123,449
同比	70%	30%	44%	39%
归属母公司净利润 (百万元)	2,157	3,831	5,394	7,130
同比	6065%	78%	41%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.58	1.04	1.46	1.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.55	13.26	9.41	7.12

关键词: #业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户 #产能扩张

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 半年报, 2023H1 营收 261.0 亿元, 同增 31.7%; 归母净利 19.2 亿元, 同增 321.75%; 扣非净利 17.2 亿元, 同增 284.2%。其中 2023Q2 营收 142.7 亿元, 同环增 17.9%/20.7%; 归母净利 10.0 亿元, 同环增 161.4%/9.4%; 扣非净利 9.4 亿元, 同环增 172.5%/20.2%; 2023Q2 资产减值 2.6 亿元, 期间费用率 3.4%, 环减 4pct, 主要系汇兑收益优化财务费用至-2.6%所致。业绩符合预期。
- **组件新兴市场出货强劲、N 型投产贡献增量。** 公司 2023H1 组件出货约 14.3GW, 新兴市场出货强劲, 国内狠抓渠道建设, 非洲/拉美/中国/欧洲分别同增 340%/115%/80%/57%; 其中 2023Q2 组件出货约 8.2GW, 环增 34%, 测算单瓦净利约 0.13 元, 环降约 3 分, 主要系 2023Q2 组件降价+存货减值所致。展望 2023Q3, 公司预计 2023Q3 出货 8.5-8.7GW, 全年出货 30-35GW, 同增约 55%。公司不断推进 TOPCon 电池产能建设, 宿迁一期 8GW 已于 2023 年 4 月投产, 量产效率已达 25.6%, 良率 98%; 公司预计扬州一期 14GW、泰国 8GW 项目于 2023H2 投产, 宿迁二期 8GW 在建, 公司预计 2023 年底 210mm/182mm TOPCon 电池产能为 12/18GW, 全年 TOPCon 出货占比约 15-20%, N 型逐渐出货提振盈利。此外公司加速一体化扩产, 公司预计 2023 年底拉棒/切片/电池/组件产能为 20/21/50/50GW, 2024 年分别达 50/60/70/80GW, 一体化率自 2023 年底 40%提至 2024 年底 63%, 协同优势明显有望进一步优化成本。
- **储能订单 21 亿美元、环增 62%、创新高。** 2023H1 公司储能收入 1.7 亿, 同比-88%, 收入下滑主要系公司切换至自有产品+碳酸锂跌价减少部分订单导致的出货空窗期所致。公司是市场上少有的集制造+EPC+运维一体的供应商, 项目落地能力强, 公司预计全年储能出货 1.8-2GWh, 同比略增。公司在巩固欧美市场的同时, 向日本、澳洲、南美市场扩张, 截至 2023 年 6 月, 拥有储能订单约 26GWh, 金额超 21 亿美金, 环比 2023Q1 提升 62%, 有力支撑储能出货增长。此外, 公司户储业务已布局北美、欧洲、日本市场, 面对终端可充分利用成熟的组件渠道, 有望快速打开市场!
- **盈利预测与投资评级:** 基于光伏组件竞争加剧, 我们下调 2023/24 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 38.3/53.9/71.3 亿元 (前值 2023/24 年为 40.5/55.5 亿元), 同比增加 78%/41%/32%, 基于公司光储领先地位, 我们给予公司 2024 年 13xPE, 对应目标价 19.0 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.77
一年最低/最高价	11.96/20.79
市净率(倍)	2.56
流通 A 股市值(百万元)	5,816.72
总市值(百万元)	50,786.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.38
资产负债率(% ,LF)	69.50
总股本(百万股)	3,688.22
流通 A 股(百万股)	422.42

### 相关研究

《阿特斯(688472): 深耕光储, 再续华章》

2023-08-06

## 图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 261.05 亿元, 同比+31.71% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 19.23 亿元, 同比+321.75% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 142.74 亿元, 同比+17.88%, 环比+20.65% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 10.05 亿元, 同比+161.41%, 环比+9.39% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 14.53%、7.37% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 13.38%、7.04% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 13.53 亿元, 同比+21.31% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 4.79 亿元, 同比-29.00%, 环比-45.23% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 5.18%, 同比-0.44pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 3.36%, 同比-2.22pct, 环比-4.04pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 14.72 亿元, 同比+124.52%, 环比+258.10% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 38.71 亿元, 同比+156.50%, 环比+23.70% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 97.59 亿元, 同比-4.03%, 环比-3.31% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 85.66 亿元, 同比+74.83%, 环比+33.57% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 261.05 亿元, 同比增长 31.71%; 归母净利润 19.23 亿元, 同比增长 321.75% (单位: 亿元)	3

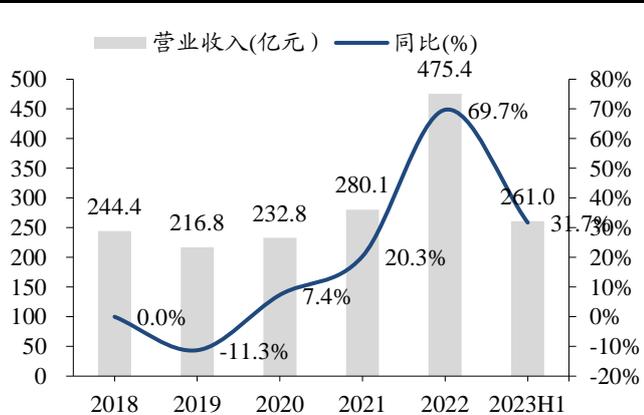
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 261.05 亿元, 同比增长 31.71%; 实现利润总额 23.15 亿元, 同比增长 265.75%; 实现归属母公司净利润 19.23 亿元, 同比增长 321.75%; 实现扣非归母净利润 17.25 亿元, 同比增长 284.18%。2023H1 毛利率为 14.53%, 同比上升 4.77pct, 2023H1 归母净利率为 7.37%, 同比上升 5.07pct; 2023H1 扣非归母净利率 6.61%, 同比上升 4.34pct。2023Q2 实现营业收入 142.74 亿元, 同比增长 17.88%, 环比增长 20.65%; 实现利润总额 12.08 亿元, 同比增长 149.50%, 环比增长 9.08%; 实现归属母公司净利润 10.05 亿元, 同比增长 161.41%, 环比增长 9.39%; 实现扣非归母净利润 9.42 亿元, 同比增长 172.48%, 环比增长 20.24%。2023Q2 毛利率为 13.38%, 同比上升 3.06pct, 环比下降 2.53pct; 2023Q2 归母净利率为 7.04%, 同比上升 3.86pct, 环比下降 0.72pct; 2023Q2 扣非归母净利率 6.60%, 同比上升 3.74pct, 环比下降 0.02pct, 业绩符合预期。

**表1: 2023H1 收入 261.05 亿元, 同比增长 31.71%; 归母净利润 19.23 亿元, 同比增长 321.75% (单位: 亿元)**

阿特斯	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	261.05	198.19	31.71%	142.74	121.08	17.88%	118.31	20.65%
营业成本	223.12	178.85	24.75%	123.64	108.58	13.86%	99.49	24.28%
毛利率	14.5%	9.8%	+4.77pct	13.4%	10.3%	+3.06pct	15.9%	-2.53pct
营业利润	23.14	6.39	261.85%	12.05	4.93	144.65%	11.08	8.76%
利润总额	23.15	6.33	265.75%	12.08	4.84	149.50%	11.07	9.08%
归属母公司净利润	19.23	4.56	321.75%	10.05	3.84	161.41%	9.18	9.39%
扣非归母净利润	17.25	4.49	284.18%	9.42	3.46	172.48%	7.83	20.24%
归母净利率	7.4%	2.3%	+5.07pct	7.0%	3.2%	+3.86pct	7.8%	-0.72pct
扣非归母净利率	6.6%	2.3%	+4.34pct	6.6%	2.9%	+3.74pct	6.6%	-0.02pct

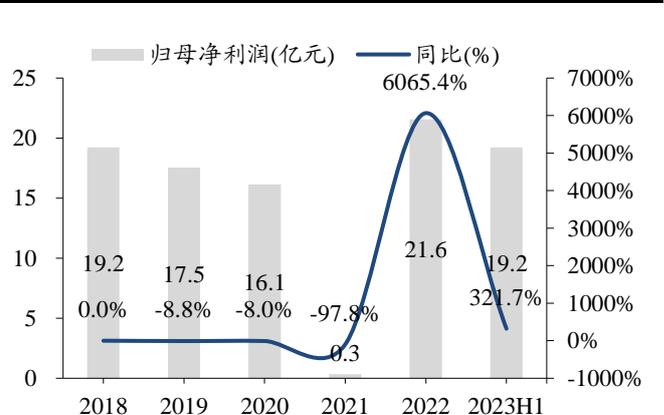
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2023H1 营业收入 261.05 亿元, 同比+31.71% (亿元, %)**



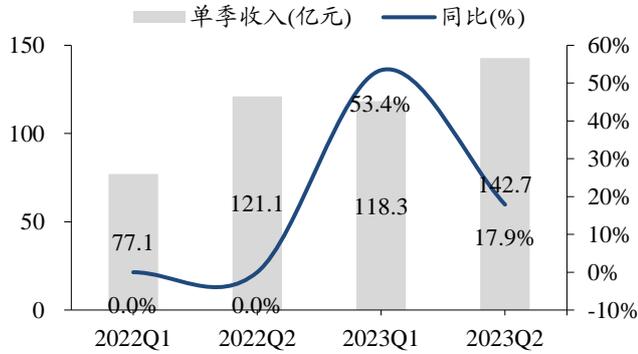
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2023H1 归母净利润 19.23 亿元, 同比+321.75% (亿元, %)**



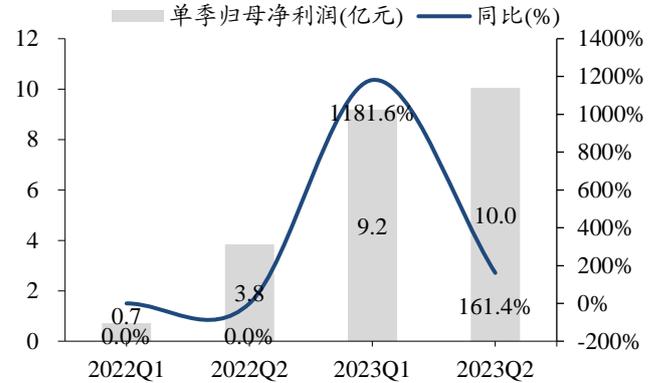
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 142.74 亿元, 同比+17.88%, 环比+20.65% (亿元, %)



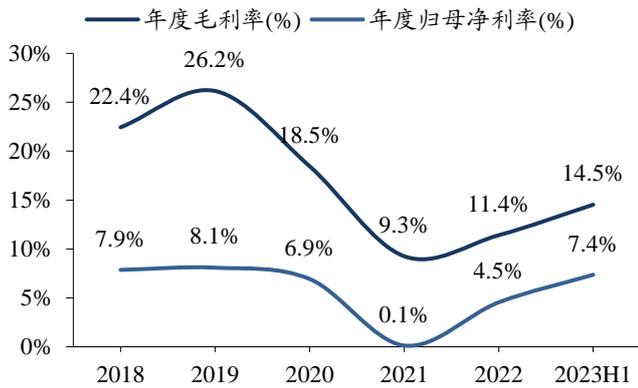
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 10.05 亿元, 同比+161.41%, 环比+9.39% (亿元, %)



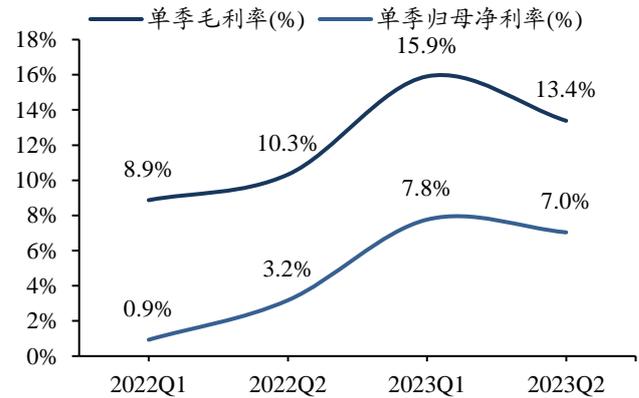
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 14.53%、7.37% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 13.38%、7.04% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

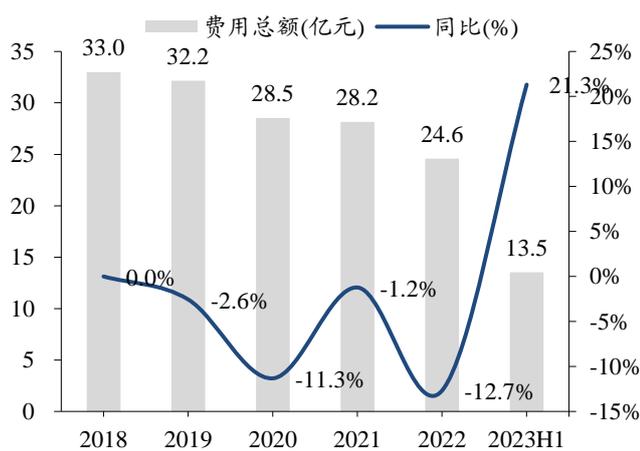
**组件新兴市场出货强劲、N型投产贡献增量。**公司 2023H1 组件出货约 14.3GW, 新兴市场出货强劲, 国内狠抓渠道建设, 非洲/拉美/中国/欧洲分别同增 340%/115%/80%/57%; 其中 2023Q2 组件出货约 8.2GW, 环增 34%, 测算单瓦净利约 0.13 元, 环降约 3 分, 主要系 2023Q2 组件降价+存货减值所致。展望 2023Q3, 公司预计 2023Q3 出货 8.5-8.7GW, 全年出货 30-35GW, 同增约 55%。公司不断推进 TOPCon 电池产能建设, 宿迁一期 8GW 已于 2023 年 4 月投产, 量产效率已达 25.6%, 良率 98%; 公司预计扬州一期 14GW、泰国 8GW 项目于 2023H2 投产, 宿迁二期 8GW 在建, 公司预计 2023 年底 210mm/182mm TOPCon 电池产能为 12/18GW, 全年 TOPCon 出货占比约 15-20%, N 型逐渐出货提振盈利。此外公司加速一体化扩产, 公司预计 2023 年底拉棒/切片/电池/组件产能为 20/21/50/50GW, 2024 年分别达 50/60/70/80GW, 一体化率自 2023

年底 40%提至 2024 年底 63%，协同优势明显有望进一步优化成本。

**储能订单 21 亿美元、环增 62%、创新高。**2023H1 公司储能收入 1.7 亿，同比-88%，收入下滑主要系公司切换至自有产品+碳酸锂跌价减少部分订单导致的出货空窗期所致。公司是市场上少有的集制造+EPC+运维一体的供应商，项目落地能力强，公司预计全年储能出货 1.8-2GWh，同比略增。公司在巩固欧美市场的同时，向日本、澳洲、南美市场扩张，截至 2023 年 6 月，拥有储能订单约 26GWh，金额超 21 亿美金，环比 2023Q1 提升 62%，有力支撑储能出货增长。此外，公司户储业务已布局北美、欧洲、日本市场，面对终端可充分利用成熟的组件渠道，有望快速打开市场！

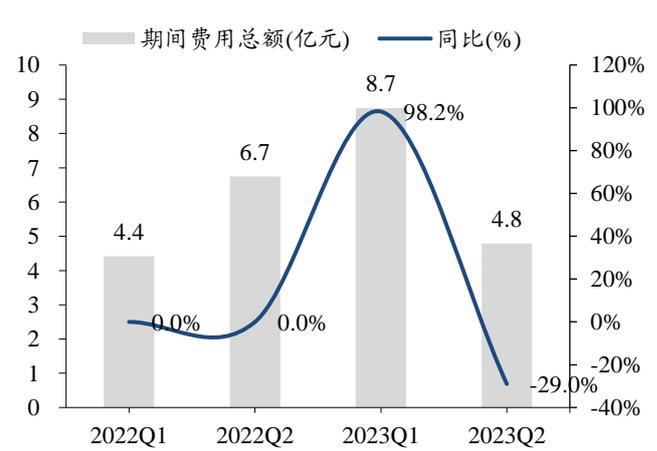
**费用管理能力提升，Q2 期间费用率下降。**公司 2023H1 期间费用合计 13.53 亿元，同比增长 21.31%；期间费用率为 5.18%，同比下降 0.44pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 9.45%、上升 30.02%、上升 39.27%、下降 42.41%至 5.33 亿元、7.19 亿元、2.79 亿元、-1.78 亿元；费用率分别下降 0.42、下降 0.04、上升 1.7、下降 1.69 个百分点至 2.04%、2.75%、1.07%、-0.68%。公司 2023Q2 期间费用合计 4.79 亿元，同比下降 29.00%，环比下降 45.23%；期间费用率为 3.36%，同比下降 2.22pct，环比下降 4.04pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 1.01%、上升 37.49%、上升 37.98%、下降 1449.73%至 2.88 亿元、4 亿元、1.61 亿元、-3.7 亿元；费用率分别同比下降 0.39、上升 0.4、上升 0.16、下降 2.39 个百分点至 2.02%、2.80%、1.13%、-2.59%。

图7：2023H1 期间费用 13.53 亿元，同比+21.31%（亿元，%）



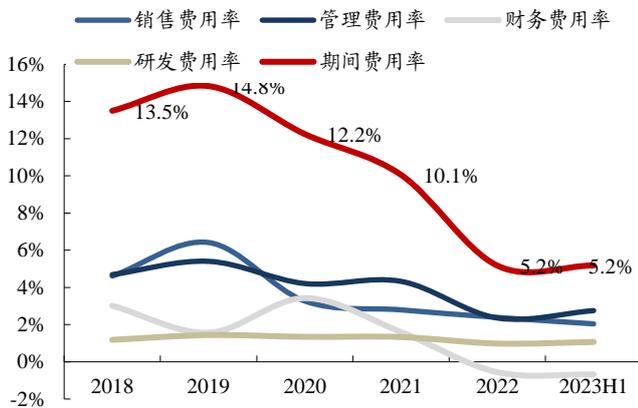
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 4.79 亿元，同比-29.00%，环比-45.23%（亿元，%）



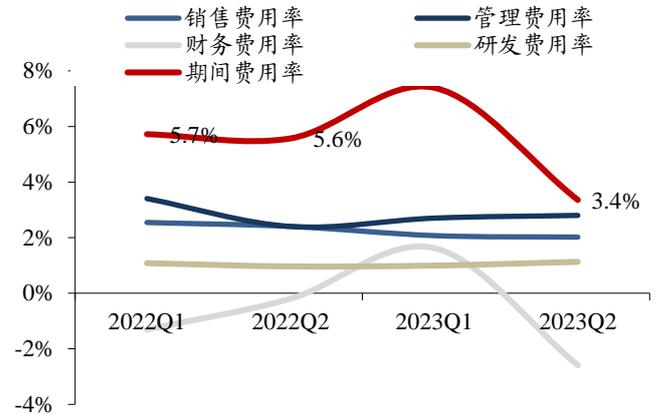
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 5.18%，同比-0.44pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

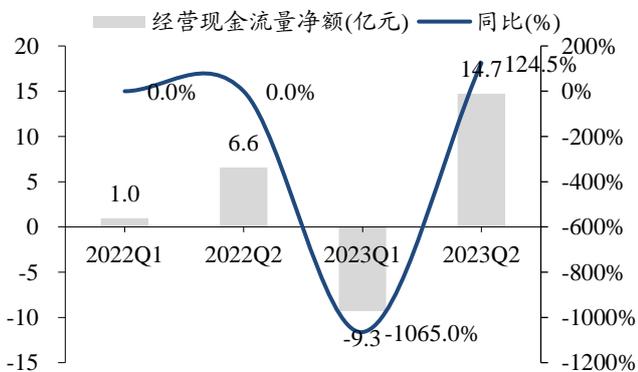
图10: 2023Q2 期间费用率 3.36%，同比-2.22pct, 环比-4.04pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

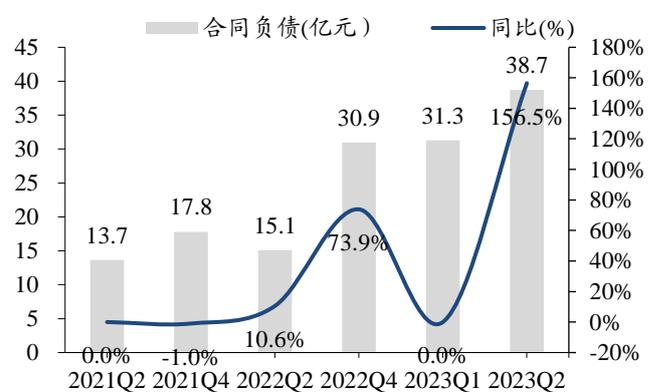
**现金流优异，存货环比下降。**2023H1 经营活动现金流量净流入 5.41 亿元，同比下降 28.07%。销售商品取得现金 315.13 亿元，同比增长 58.92%。期末合同负债 38.71 亿元，同比增长 156.50%。期末应收账款 85.66 亿元，同比增长 74.83%。应收账款周转天数同比上升 10.47 天至 49.25 天。期末存货 97.59 亿元，同比下降 4.03%。存货周转天数同比下降 7.87 天至 79.6 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 14.72 亿元，同比增长 124.52%，环比增长 258.10%。销售商品取得现金 174.6 亿元，同比增长 58.53%，环比增长 24.25%。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 14.72 亿元，同比+124.52%，环比+258.10% (亿元, %)



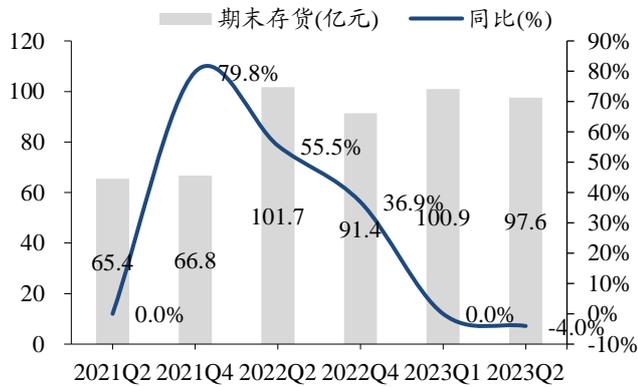
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 38.71 亿元，同比+156.50%，环比+23.70% (亿元, %)



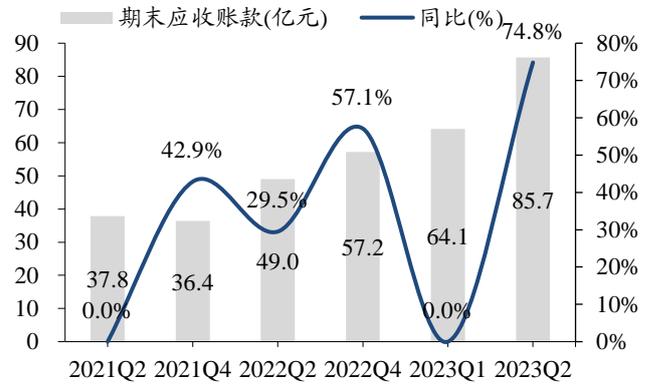
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 97.59 亿元, 同比-4.03%, 环比-3.31% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 85.66 亿元, 同比+74.83%, 环比+33.57% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于光伏组件竞争加剧, 我们下调 2023/24 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 38.3/53.9/71.3 亿元(前值 2023/24 年为 40.5/55.5 亿元), 同比增加 78%/41%/32%, 基于公司光储领先地位, 我们给予公司 2024 年 13xPE, 对应目标价 19.0 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

## 阿特斯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>32,688</b>	<b>38,239</b>	<b>55,785</b>	<b>76,418</b>	<b>营业总收入</b>	<b>47,536</b>	<b>61,895</b>	<b>88,918</b>	<b>123,449</b>
货币资金及交易性金融资产	12,068	13,319	19,412	26,459	营业成本(含金融类)	42,114	53,058	76,549	106,886
经营性应收款项	9,257	12,518	17,561	24,709	税金及附加	112	157	222	309
存货	9,137	9,289	15,130	20,413	销售费用	1,136	1,349	1,867	2,531
合同资产	397	446	691	924	管理费用	1,120	1,733	2,448	3,330
其他流动资产	1,829	2,667	2,990	3,914	研发费用	467	681	934	1,234
<b>非流动资产</b>	<b>15,612</b>	<b>22,985</b>	<b>27,559</b>	<b>33,952</b>	财务费用	(264)	(205)	626	863
长期股权投资	295	330	375	440	加:其他收益	360	217	249	274
固定资产及使用权资产	10,215	17,453	22,395	28,200	投资净收益	(179)	(217)	267	247
在建工程	2,503	2,501	2,100	2,620	公允价值变动	(53)	25	20	39
无形资产	574	579	584	579	减值损失	(512)	(543)	(327)	(281)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	41	(4)	2	2
长期待摊费用	188	278	258	263	<b>营业利润</b>	<b>2,508</b>	<b>4,600</b>	<b>6,483</b>	<b>8,577</b>
其他非流动资产	1,838	1,845	1,847	1,850	营业外净收支	111	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>48,300</b>	<b>61,223</b>	<b>83,344</b>	<b>110,371</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,619</b>	<b>4,625</b>	<b>6,508</b>	<b>8,602</b>
<b>流动负债</b>	<b>32,095</b>	<b>31,901</b>	<b>46,505</b>	<b>63,609</b>	减:所得税	469	786	1,106	1,462
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,510	1,236	1,236	1,236	<b>净利润</b>	<b>2,150</b>	<b>3,838</b>	<b>5,402</b>	<b>7,139</b>
经营性应付款项	16,391	19,784	29,168	40,291	减:少数股东损益	(7)	7	8	9
合同负债	3,095	3,820	5,569	7,736	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,157</b>	<b>3,831</b>	<b>5,394</b>	<b>7,130</b>
其他流动负债	6,099	7,061	10,532	14,345	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	1.04	1.46	1.93
非流动负债	4,468	7,118	9,233	12,017	EBIT	2,858	4,917	6,898	9,159
长期借款	2,396	4,696	6,496	8,996	EBITDA	4,496	8,175	11,249	14,882
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.41	14.28	13.91	13.42
租赁负债	140	490	805	1,088	归母净利率(%)	4.54	6.19	6.07	5.78
其他非流动负债	1,933	1,933	1,933	1,933	收入增长率(%)	69.71	30.21	43.66	38.83
<b>负债合计</b>	<b>36,563</b>	<b>39,019</b>	<b>55,738</b>	<b>75,625</b>	归母净利润增长率(%)	6,065.37	77.64	40.79	32.18
归属母公司股东权益	11,663	22,123	27,517	34,648					
少数股东权益	74	81	88	98					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,737</b>	<b>22,204</b>	<b>27,606</b>	<b>34,745</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,300</b>	<b>61,223</b>	<b>83,344</b>	<b>110,371</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,662	8,354	12,872	16,495	每股净资产(元)	3.80	6.00	7.46	9.39
投资活动现金流	(4,019)	(10,820)	(8,621)	(11,844)	最新发行在外股份(百万股)	3,688	3,688	3,688	3,688
筹资活动现金流	(379)	3,647	1,828	2,346	ROIC(%)	12.32	16.52	17.68	18.49
现金净增加额	1,395	1,181	6,079	6,997	ROE-摊薄(%)	18.49	17.32	19.60	20.58
折旧和摊销	1,638	3,258	4,351	5,724	资产负债率(%)	72.25	75.70	63.73	66.88
资本开支	(4,183)	(10,487)	(8,881)	(12,027)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.55	13.26	9.41	7.12
营运资本变动	750	125	(307)	370	P/B(现价)	3.62	2.30	1.85	1.47

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）），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>