

2023年05月23日

阿特斯（688472.SH）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周五（5月26日）有一家科创板上市公司“阿特斯”询价。
- ◆ **阿特斯（688472）：**公司是全球主要的光伏组件制造商之一，核心业务为晶硅光伏组件的研发、生产和销售。公司2020-2022年分别实现营业收入232.79亿元/280.10亿元/475.36亿元，YOY依次为7.38%/20.32%/69.71%，三年营业收入的年复合增速29.91%；实现归母净利润16.13亿元/0.35亿元/21.57亿元，YOY依次为-7.99%/-97.83%/6065.37%，三年归母净利润的年复合增速7.22%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入118.31亿元，同比增长53.54%；实现归母净利润9.18亿元，同比增长1,181.61%。根据初步预测，2023年1-6月公司预计实现归母净利润16.88亿元至20.74亿元，与2022年上半年同比上升270%至355%。

- ① **投资亮点：**1、公司背靠控股股东加拿大CSIQ的资源平台，在海外拥有较强竞争力，目前已位列全球光伏组件供应商“第一梯队”。公司的控股股东为加拿大CSIQ；CSIQ由国家“千人计划”首批特聘专家瞿晓铨博士于2001年创办，是世界上最大的太阳能发电公司之一。背靠CSIQ，公司逐步形成光伏组件全产业链生产能力，并拥有760余人的研发团队，其中核心技术人员均拥有10年以上光伏行业技术研发经验；同时也基于CSIQ的资源背景，公司已成为日本、澳大利亚、美国和部分欧洲国家主要的组件供应商，报告期间公司外销比例基本维持在70%-80%，明显高于同业均值。预计依托海外市场相对较强的竞争力，公司长年位列全球组件供应商“第一梯队”；2020-2022年公司组件产品出货量分别为11,117MW、13,857MW和21,001MW，出货量逐年上升且稳居全球前五；据IHS Markit测算，2022年公司全球市占率约为8%。
- 2、为顺应光伏+储能的发展趋势，公司持续推进大型储能系统业务。公司控股股东CSIQ于2018年开始组建储能业务团队，较早地布局大型储能系统业务，并于2020年将该业务并入公司体系；至此，公司大型储能系统业务持续发力，成为公司新的业绩增长点。报告期内，大型储能系统业务收入分别为0.53亿元、14.11亿元和34.16亿元，其销售收入占比也由0.23%提升至7.32%。此外，在2021年11月23日，公司与宁德时代（300750.SZ）签订相关战略合作协议，将在储能系统、储能项目运维服务等方面展开合作，该协议的签订有望进一步促进公司大型储能系统业务的发展。

- ② **同行业上市公司对比：**选取晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、协鑫集成、东方日升为阿特斯的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为679.09亿元，可比PE-TTM（剔除协鑫集成/算术平均）为21.97X，销售毛利率为11.19%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	3,066.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

南王科技-新股专题覆盖报告（南王科技）	
-2023年第96期-总第293期	2023.5.23
天键股份-新股专题覆盖报告（天键股份）	
-2023年第94期-总第291期	2023.5.21
豪江智能-新股专题覆盖报告（豪江智能）	
-2023年第95期-总第292期	2023.5.20
双元科技-新股专题覆盖报告（双元科技）	
-2023年第93期-总第290期	2023.5.20
西山科技-新股专题覆盖报告（西山科技）	
-2023年第91期-总第288期	2023.5.19



会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	23,279.4	28,010.0	47,536.1
同比增长(%)	7.38	20.32	69.71
营业利润(百万元)	1,418.8	1.5	2,508.1
同比增长(%)	-33.88	-99.89	164,570.44
净利润(百万元)	1,613.3	35.0	2,156.9
同比增长(%)	-7.99	-97.83	6,065.37
每股收益(元)	0.56	0.01	0.70

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、阿特斯.....	4
（一）基本财务状况.....	4
（二）行业情况.....	5
（三）公司亮点.....	7
（四）募投项目投入.....	7
（五）同行业上市公司指标对比.....	8
（六）风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化.....	4
图 2：公司归母净利润及增速变化.....	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化.....	5
图 4：公司 ROE 变化.....	5
图 5：2010-2021 年全球和中国组件产量.....	5
图 6：2011-2022 年我国光伏新增并网装机量及增长率.....	6
图 7：2022-2026E 全球光伏应用情况（GW）.....	7
表 1：公司 IPO 募投项目概况.....	8
表 2：同行业上市公司指标对比.....	9

一、阿特斯

公司是全球主要的光伏组件制造商之一，核心业务为晶硅光伏组件的研发、生产和销售；经过多年发展，形成了规格多样的产品矩阵，以满足光伏电站和分布式光伏客户的不同需求。

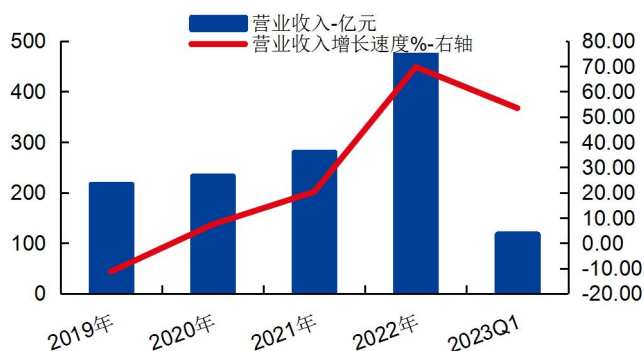
以光伏组件为基础，公司业务亦向应用解决方案领域延伸。光伏应用解决方案包括光伏系统业务、大型储能系统和光伏电站工程 EPC 业务，其中光伏系统业务主要是分布式光伏系统产品及其设备和部件的生产和销售，包括分布式储能系统；大型储能系统业务是应用于电网侧和电源侧（主要为地面光伏电站）的大容量储能系统的设备研发制造、系统集成、工程承包，运维、补容和电量交易等增值服务；电站工程 EPC 业务主要是电站工程项目的设计、设备采购和安装调试、竣工验收和交付等全流程建设服务。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 232.79 亿元/280.10 亿元/475.36 亿元，YOY 依次为 7.38%/20.32%/69.71%，三年营业收入的年复合增速 29.91%；实现归母净利润 16.13 亿元/0.35 亿元/21.57 亿元，YOY 依次为-7.99%/-97.83%/6065.37%，三年归母净利润的年复合增速 7.22%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 118.31 亿元，同比增长 53.54%；实现归母净利润 9.18 亿元，同比增长 1,181.61 %。

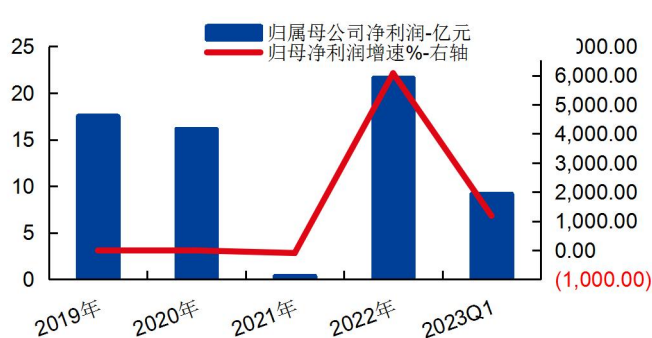
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为两大板块，分别为光伏组件（389.31 亿元，83.38%）、光伏应用解决方案（77.60 亿元，16.62%）。2020 年至 2022 年报告期间，光伏组件始终是公司的核心业务及主要收入来源，其销售收入占比基本维持在 80%以上；同时，为优化业务布局，公司陆续剥离电站开发及运营业务板块，自 2022 年起，公司已不再从事电站开发及运营业务。

图 1：公司收入规模及增速变化



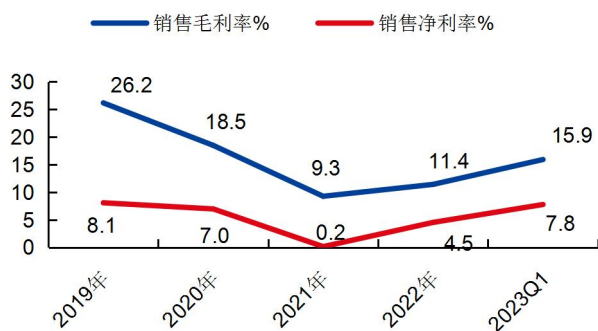
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



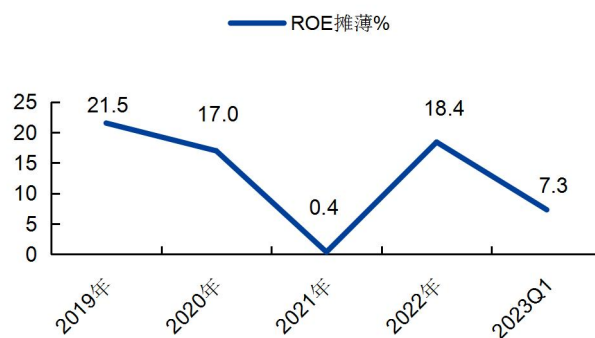
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

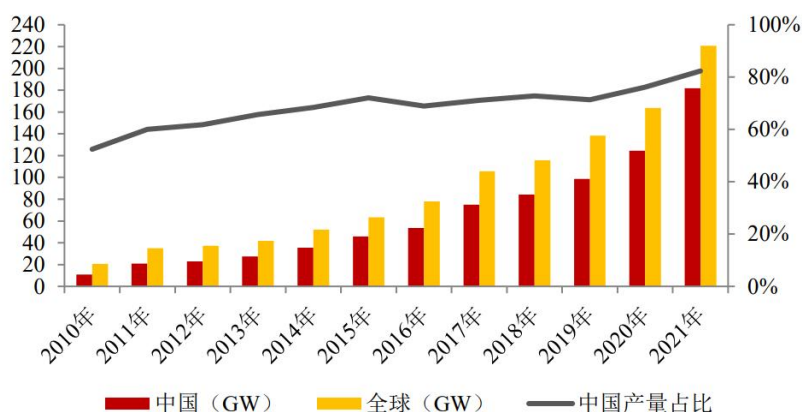
公司主营业务包括光伏组件制造、光伏应用解决方案；根据业务类型，公司归属于光伏行业。

1、光伏组件领域

组件是光伏发电系统最重要的设备，在很大程度上决定光伏发电成本。得益于组件技术在光学、电气和结构三方面的优化和进步，从 2010 年到 2016 年，光伏组件转换效率平均每年提升 0.3%-0.4%；从 2017 到 2020 年，转换效率提升速度加快到每年 0.5%-1%。其中，光学优化是指减少光照的光学损失，途径包括通过优化和更换材料，降低光反射、提高光吸收；以及通过优化焊带结构（如三角焊带）和电池片拼接技术（如拼片），减少电池片片间空隙，提高对光的吸收能力。电气优化是通过优化电池内部的电流走势和电池片间的连接结构，减少电阻损失，涉及的主要技术包括半片、多主栅和叠瓦技术。结构优化是指从整体上改变组件排布和构造，或者基于上游技术突破实现结构优化，如双面组件技术和大硅片组件技术。

根据中国光伏行业协会数据统计，2021 年，全球光伏组件产能 465.2GW，产量 220.8GW，分别同比增长 45.4%和 34.9%。我国光伏组件产量 181.8GW，同比增长 45.9%，占全球组件产量的 82.3%；组件出口量约为 98.5GW，创历史新高，约占我国组件产量的 54.2%。在 2021 年全球光伏组件前十大供应商中，国内企业占八席。

图 5：2010-2021 年全球和中国组件产量



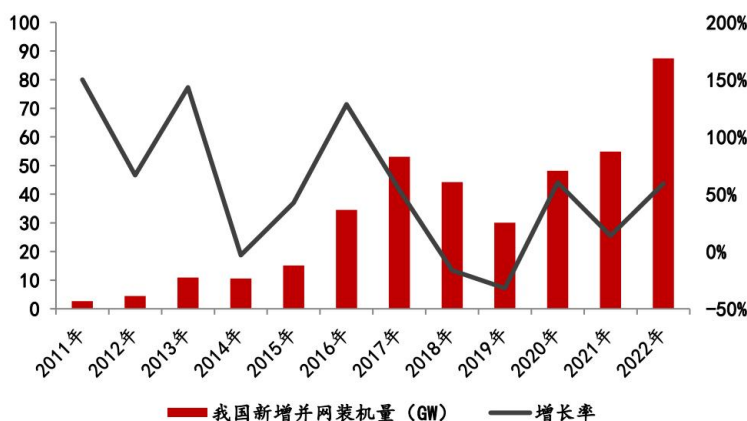
资料来源：中国光伏行业协会，华金证券研究所

2、光伏应用领域

光伏发电系统无旋转设备，可靠性高，维护简便；高度模块化，规模灵活，既适合大规模的集中式地面电站应用，也适合小容量的分布式应用。

根据 IHS Markit 数据统计，2022 年，全球光伏电站新增装机 266GW，同比增长 50.2%。根据中国光伏行业协会数据，2022 年我国新增装机 87.41GW，同比增长 59.3%，新增和累计光伏装机保持全球第一。

图 6：2011-2022 年我国光伏新增并网装机量及增长率



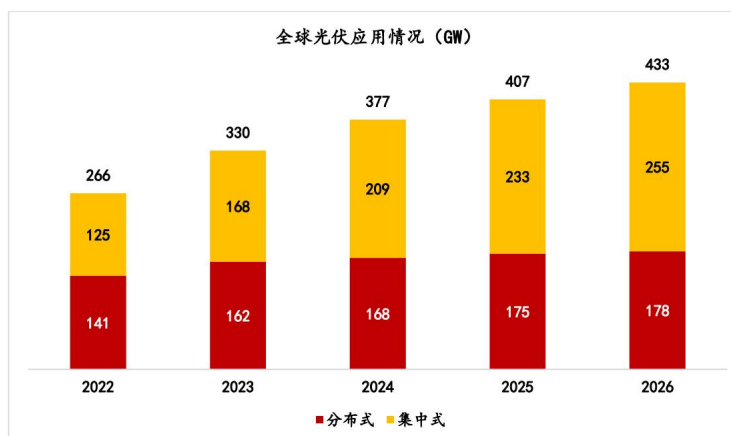
资料来源：中国光伏行业协会，华金证券研究所

①集中式光伏电站：集中式光伏电站是将光伏列阵生产的直流电能，经逆变器转变为交流电、升压后并入公共电网的光伏电站。目前，我国以集中式光伏电站为主。除常规的地面电站外，集中式光伏电站还包括农光互补和牧光互补地面电站、水面电站。除发电外，这类电站通常兼具改善生态、提高土地利用效率的功能。

②分布式光伏电站：分布式光伏电站是指安装在厂房、办公楼、居民住房等建筑物顶上或周边空地上的中小容量光伏电站，电站在用户侧并网，自发自用、余量上网。与集中式光伏电站相比，分布式光伏具有不占用土地资源、减少输配网损、电量就近消纳等优势。因用电电价高于发电电价，分布式光伏通常具有更好的经济性。因其前述优势，分布式光伏应用具有很大的增长潜力。

此外，分布式光伏电站还包括建筑一体化光伏、渔光互补和农业大棚光伏等应用。

图 7：2022-2026E 全球光伏应用情况（GW）



资料来源：IHS Markit，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司背靠控股股东加拿大 CSIQ 的资源平台，在海外拥有较强竞争力，目前已位列全球光伏组件供应商“第一梯队”。公司的控股股东为加拿大 CSIQ；CSIQ 由国家“千人计划”首批特聘专家瞿晓铨博士于 2001 年创办，是世界上最大的太阳能发电公司之一。背靠 CSIQ，公司逐步形成光伏组件全产业链生产能力，并拥有 760 余人的研发团队，其中核心技术人员均拥有 10 年以上光伏行业技术研发经验；同时也基于 CSIQ 的资源背景，公司已成为日本、澳大利亚、美国和部分欧洲国家主要的组件供应商，报告期间公司外销比例基本维持在 70%-80%，明显高于同业均值。预计依托海外市场相对较强的竞争力，公司长年位列全球组件供应商“第一梯队”；2020 年至 2022 年公司组件产品出货量分别为 11,117MW、13,857MW 和 21,001MW，出货量逐年上升且稳居全球前五；据 IHS Markit 测算，2022 年公司全球市占率约为 8%。

2、为顺应光伏+储能的发展趋势，公司持续推进大型储能系统业务。公司控股股东 CSIQ 于 2018 年开始组建储能业务团队，较早地布局大型储能系统业务，并于 2020 年将该业务并入公司体系；至此，公司大型储能系统业务持续发力，成为公司新的业绩增长点。报告期内，大型储能系统业务收入分别为 0.53 亿元、14.11 亿元和 34.16 亿元，其销售收入占比也由 0.23% 提升至 7.32%。此外，在 2021 年 11 月 23 日，公司与宁德时代（300750.SZ）签订相关战略合作协议，将在储能系统、储能项目运维服务等方面展开合作，该协议的签订有望进一步促进公司大型储能系统业务的发展。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

1、产能配套及扩充项目

1.1 年产 10GW 拉棒项目：本项目拟在南川工业园区朶庄滩区域新购工业用地用于建设 10GW 单晶拉棒项目；竣工达产后，将实现年产 27,800 吨单晶方棒（10GW），预计年平均主营业务收入可达 406,227.50 万元。

1.2 阜宁 10GW 硅片项目：本项目拟在盐城市阜宁经济开发区阜宁智能装备制造产业园租赁厂房进行 10GW 硅片项目建设；项目达产后，将实现年产 10GW 单晶（210mm）切片了，预计年平均主营业务收入可达 544,000.00 万元。

1.3 年产 4GW 高效太阳能光伏电池项目：本项目拟建设地点为盐城经济技术开发区内；项目建成后，可年产 4GW 高效太阳能电池；项目完全达产后，预计年平均主营业务收入可达 341,440.00 万元。

1.4 年产 10GW 高效光伏电池组件项目：本项目分两期建设，建成后可年产 10GW 太阳能高效组件；项目完全达产后，预计年平均主营业务收入可达 1,332,800.00 万元。

2、嘉兴阿特斯光伏技术有限公司研究院建设项目：本项目拟在嘉兴市秀洲高新区高新装备创业中心内租用建筑实施嘉兴阿特斯技术研究院建设，开展 HJT 电池、HBC 电池和叠层电池等新型电池产品的研发及试制。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	产能配套及扩充项目	734,133.02	265,000.00	-
	年产 10GW 拉棒项目	293,255.87	100,000.00	24 个月
	阜宁 10GW 硅片项目	59,100.15	30,000.00	20 个月
	年产 4GW 高效太阳能光伏电池项目	200,000.00	70,000.0	16 个月
	年产 10GW 高效光伏电池组件项目	181,777.00	65,000.00	18 个月
2	嘉兴阿特斯光伏技术有限公司研究院建设项目	26,419.90	15,000.00	18 个月
3	补充流动资金	120,000.00	120,000.00	-
	总计	880,552.92	400,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 475.36 亿元，同比增长 69.71%；实现归属于母公司净利润 21.57 亿元，同比增长 6065.37%。根据初步预测，公司预计 2023 年上半年营业收入为 241.56 亿元至 303.20 亿元，与 2022 年上半年同比上升 22%至 53%；预计 2023 年上半年归属于母公司股东的净利润为 16.88 亿元至 20.74 亿元，与 2022 年上半年同比上升 270%至 355%；预计 2023 年上半年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 14.28 亿元至 18.14 亿元，与 2022 年上半年同比上升 218%至 304%。

公司专注于光伏组件领域；综合考虑经营规模、产品与服务范围等因素，选取晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、协鑫集成、东方日升为阿特斯的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 679.09 亿元，可比 PE-TTM（剔除协鑫集成/算数平均）

为 21.97X，销售毛利率为 11.19%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年收 入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
688223.SH	晶科能源	1,255.00	29.93	826.76	103.79%	29.36	157.24%	10.45%	11.00%
002459.SZ	晶澳科技	1,245.89	16.92	729.89	76.72%	55.33	171.40%	14.78%	20.12%
688599.SH	天合光能	1,013.60	20.67	850.52	91.21%	36.80	103.97%	13.43%	13.97%
601012.SH	隆基绿能	2,528.43	16.02	1,289.98	60.03%	148.12	63.02%	15.38%	23.83%
002506.SZ	协鑫集成	175.51	271.34	83.54	77.68%	0.59	102.99%	6.55%	2.63%
300118.SZ	东方日升	274.52	26.33	293.85	56.05%	9.45	2332.31%	6.55%	10.08%
688472.SH	阿特斯	/	/	475.36	69.71%	21.57	6065.37%	11.41%	18.49%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

技术迭代风险、核心技术泄密及不能持续技术创新的风险、公司经营亏损的风险、产品结构风险、产能建设和布局风险、从多晶产品为主向单晶产品为主进行调整的业务转型风险及其对持续经营能力的影响、大型储能系统业务开拓风险、境外经营风险、关联交易风险、子公司较多带来的内控管理风险、应收账款较高的风险、期末存货金额较高及发生减值的风险、本公司实际控制人持股比例较低的风险、诉讼纠纷风险、“双反”调查及征收关税等贸易摩擦引发的诉讼及其他风险、原材料价格持续上涨的风险、光伏产品价格持续下降及组件毛利率波动风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，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