

2023年08月27日

阿特斯（688472.SH）

公司快报

N型占比逐步提升，大型储能项目储备丰富

投资要点

◆ **事件：**阿特斯发布 2023 年中报。2023 年 H1 公司实现营业收入 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%；扣非净利润 17.25 亿元，同比增长 284.18%；毛利率 14.53%，同比上升 7.37%。

◆ **全球组件市场地位稳中有升，新兴市场强势爆发：**报告期内，公司向 92 个国家累计销售了 14.3GW 太阳能组件。出货量排名前三的市场分别是美洲、中国、欧洲。公司重点布局海外优质市场，利用公司在产品性能和品质、品牌和渠道方面的优势，获得销售溢价并构建竞争壁垒，使毛利率处于行业领先水平。报告期内，欧洲市场出货规模保持强劲的增长势头，出货量同比增加 57%，在大规模电站和工商业电站销售渠道中市占率较高。拉美市场是公司的传统优势市场，报告期内，公司将销售渠道从巴西延伸至秘鲁、智利等国家，连续两季度实现单季 1GW 以上的出货量，同比增长 115%。在新兴市场非洲，出货量呈爆发式增长，同比提升 340%。光伏产能方面，新增电池产能均采用 N 型 TopCon 技术，满足全球客户对 N 型高效组件的需求，提升公司 N 型产品的市场份额。其中，宿迁基地新增规划 TopCon 电池片产能 16GW，其中一期 8GW 已于今年 4 月份投产，二期项目正在建设中；扬州基地一期 14GWTopCon 电池片产能和泰国基地 8GWTopCon 电池片产能，也将于 2023 年下半年投产。后续，公司计划通过设备升级改造的方式进一步提升 N 型产能。预计到 2023 年底，基于 210mm 尺寸硅片的 TopCon 电池片产能共计 12GW（扬州 4GW，泰国 8GW），基于 182mm++ 尺寸硅片的 TopCon 电池产能共计 18GW（宿迁 8GW，扬州 10GW），公司因此是市场上不多的同时提供 210 和 182 尺寸 TOPCon 电池和组件的公司。

◆ **储能在手订单充足，同步扩张海外销售服务网络：**公司大型储能业务的定位是，系统集成商、项目承包商（EPC）、长期维护服务等增值服务商。在三合一的商业模式下，公司把握终端需求，客户以电站持有者为主，而非 EPC 承包商，所以公司对终端需求和利润的把控程度更高。截至 2023 年 6 月 30 日，公司旗下阿特斯储能科技(e-STORAGE)拥有约 26GWh 的储能系统订单储备，已签署合同的在手订单金额 21 亿美元，其中包括长期服务合同，为本公司已交付的项目提供服务。报告期内，公司与英国 Pulse Clean Energy 公司、黑石旗下 Aypa Power 公司、英国 CERO Generation 等多个海外知名机构签署了储能系统供应协议。在提升美国和欧洲等成熟市场的销售和服务能力的同时，公司将销售和服务网络扩展到日本、澳洲、南美等市场，并已获得订单，为未来业绩增长做好了准备。

◆ **投资建议：**公司是全球光伏组件龙头企业，随着 N 型组件产量增加和生产一体化程度提高，预计将实现产量和利润的双增长。与此同时，通过拓展大规模储能业务，公司正在创造第二条增长曲线，我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 44.04、55.94 及 78.45 亿元，对应 EPS 分别为 1.19、1.52 及 2.13 元/股，对应 PE 分别为 11.9、9.3 及 6.7 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**原材料价格的波动风险、技术迭代风险、光伏行业竞争加剧的风险、汇

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-25)

14.16 元

交易数据

总市值（百万元）	52,225.16
流通市值（百万元）	5,981.46
总股本（百万股）	3,688.22
流通股本（百万股）	422.42
12 个月价格区间	18.82/13.60

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.74	31.25	37.27
绝对收益	-9.81	27.57	27.57

分析师

张文臣

SAC 执业证书编号：S0910523020004

zhangwenchen@huajinsc.cn

分析师

周涛

SAC 执业证书编号：S0910523050001

zhoutao@huajinsc.cn

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsc.cn

相关报告



率波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,010	47,536	58,707	76,437	98,603
YoY(%)	20.3	69.7	23.5	30.2	29.0
净利润(百万元)	35	2,157	4,404	5,594	7,845
YoY(%)	-97.8	6065.4	104.2	27.0	40.2
毛利率(%)	9.3	11.4	15.0	15.1	15.9
EPS(摊薄/元)	0.01	0.58	1.19	1.52	2.13
ROE(%)	0.4	18.3	19.3	19.7	21.6
P/E(倍)	1492.9	24.2	11.9	9.3	6.7
P/B(倍)	5.6	4.5	2.3	1.8	1.4
净利率(%)	0.1	4.5	7.5	7.3	8.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司整体营收 587.07/764.37/986.03 亿元，毛利率 15.0%/15.1%/15.9%。根据 CPIA 数据，2022 年全球新增光伏装机 230GW，pvInfoLink 预测 23 年新增光伏装机可达 350GW 以上，同增 50%左右。由于硅料为组件的主要原材料，考虑硅料降价刺激下游需求释放，23 年新增装机存在进一步超预期，预计组件业务稳步增加，预计 2023-25 年实现收入 504.88/657.35/847.99 亿元，毛利率 15.5%/15.7%/16.6%。

大型储能业务：公司储能产品制造基地位于江苏省，目前制造年产能 2.5GWh，预计到 2023 年底将扩大至 10GWh，截至 2023 年 6 月 30 日，公司旗下阿特斯储能科技(e-STORAGE)拥有约 26GWh 的储能系统订单储备，已签署合同的在手订单金额 21 亿美元，其中包括长期服务合同，为本公司已交付的项目提供服务。随着产品切换及产能建设的完成，公司 2024 年有望迎来大储系统出货的大幅增长。预计大型储能项目 2023-25 年实现收入 35.28/54.54/77.48 亿元，毛利率 18.0%/20.0%/20.0%。

光伏系统及电站工程 EPC 业务：全球光伏装机量大幅提升，预计公司光伏系统及 EPC 业务稳步提升。预计光伏系统业务 2023-25 年实现收入分别为 31.58/32.07/33.72 亿元，毛利率 8.0%/8.0%/8.0%；预计电站工程 EPC 业务 2023-25 年实现收入分别为 6.52/8.94/12.06 亿元，毛利率 14.0%/13.0%/12.0%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
光伏组件	收入（百万）	38,931.44	50,488.08	65,735.48	84,798.77
	YoY（%）	71.81%	29.68%	30.20%	29.00%
	毛利率（%）	11.65%	15.50%	15.70%	16.60%
光伏应用解决方案	收入（百万）	7,760.39	7,338.38	9,554.58	12,325.40
	YoY（%）	107.98%	-5.44%	30.20%	29.00%
	毛利率（%）	8.76%	10.20%	10.30%	10.40%
大型储能项目	收入（百万）	3,415.64	3,527.68	5,454.19	7,747.96
	YoY（%）	142.06%	3.28%	54.61%	42.06%
	毛利率（%）	12.02%	18.00%	20.00%	20.00%
光伏系统业务	收入（百万）	3,931.53	3,158.43	3,206.79	3,371.50
	YoY（%）	13.58%	94.78%	-22.37%	32.24%
	毛利率（%）	5.91%	8.00%	8.00%	8.00%
光伏电站 EPC	收入（百万）	413.22	652.28	893.60	1,205.94
	YoY（%）	136.10%	57.85%	37.00%	34.95%
	毛利率（%）	8.98%	14.00%	13.00%	12.00%
其他业务	收入（百万）	844.26	880.61	1,146.55	1,479.05
	YoY（%）	39.69%	4.31%	30.20%	29.00%
	毛利率（%）	24.66%	23.40%	23.30%	23.50%
总计	收入（百万）	47,536.09	58,707.07	76,436.61	98,603.22
	YoY（%）	69.71%	23.50%	30.20%	29.00%
	毛利率（%）	11.41%	14.96%	15.14%	15.93%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业龙头公司晶澳科技（太阳能组件、太阳能电站等）、东方日升（太阳能组件、电池片、EVA胶膜等）、晶科能源（太阳能组件、光伏电池片、硅片等）作为可比公司。可比公司 2023-25 年平均 PE 估值为 11.59、8.95/7.23 倍，考虑到公司一体化布局持续深化及 N 型 TOPCon 电池占比提升，公司盈利能力有望持续回升，给予“买入-A”评级。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS（元）			PE（倍）		
				2023	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002459.SZ	晶澳科技	27.32	904.39	2.87	3.66	4.46	9.51	7.47	6.13
300118.SZ	东方日升	19.08	217.51	1.70	2.32	2.93	11.21	8.23	6.52
688223.SH	晶科能源	10.41	1041.00	0.74	0.93	1.15	14.04	11.14	9.05
平均							11.59	8.95	7.23
688472.SH	阿特斯	14.16	522.25	1.19	1.52	2.13	11.86	9.34	6.66

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截至 2023 年 8 月 25 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22892	32688	38158	59084	61251
现金	7257	11940	15750	27246	24146
应收票据及应收账款	4580	7129	7332	11497	12792
预付账款	1294	1570	1967	2638	3302
存货	6676	9137	9609	14746	16380
其他流动资产	3085	2911	3501	2958	4631
非流动资产	11229	15612	17646	20331	23584
长期投资	253	295	360	426	491
固定资产	8061	10030	12047	14581	17522
无形资产	570	574	648	646	646
其他非流动资产	2344	4714	4591	4679	4925
资产总计	34120	48300	55804	79416	84835
流动负债	22133	32095	29132	47662	45765
短期借款	6125	5273	5386	5283	5210
应付票据及应付账款	9062	16391	15265	27420	26202
其他流动负债	6946	10430	8480	14960	14352
非流动负债	2519	4468	3491	3073	2670
长期借款	278	2396	1927	1448	970
其他非流动负债	2241	2072	1563	1625	1700
负债合计	24652	36563	32623	50735	48434
少数股东权益	73	74	59	41	14
股本	3066	3066	3688	3688	3688
资本公积	1471	1513	7518	7518	7518
留存收益	5266	7422	11812	17387	25206
归属母公司股东权益	9395	11663	23123	28640	36387
负债和股东权益	34120	48300	55804	79416	84835

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1665	5662	1835	16892	3486
净利润	42	2150	4390	5575	7818
折旧摊销	1712	1592	1553	2063	2703
财务费用	448	-264	-21	78	80
投资损失	-246	179	-51	-36	-36
营运资金变动	-3476	750	-4019	9223	-7090
其他经营现金流	-145	1256	-17	-11	11
投资活动现金流	-2388	-4019	-3483	-4721	-5933
筹资活动现金流	1944	-379	5457	-675	-653

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.01	0.58	1.19	1.52	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.45	1.54	0.50	4.58	0.95
每股净资产(最新摊薄)	2.55	3.16	6.15	7.67	9.80

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28010	47536	58707	76437	98603
营业成本	25417	42114	49927	64865	82897
营业税金及附加	82	112	198	244	292
营业费用	783	1136	1174	1529	1972
管理费用	1212	1120	1115	1789	2307
研发费用	373	467	517	673	868
财务费用	448	-264	-21	78	80
资产减值损失	-157	-512	-587	-611	-789
公允价值变动收益	-18	-53	17	11	-11
投资净收益	246	-179	51	36	36
营业利润	2	2508	5278	6695	9423
营业外收入	173	144	115	133	141
营业外支出	46	33	45	36	40
利润总额	129	2619	5348	6792	9524
所得税	87	469	958	1217	1706
税后利润	42	2150	4390	5575	7818
少数股东损益	7	-7	-15	-19	-26
归属母公司净利润	35	2157	4404	5594	7845
EBITDA	2012	4331	6880	8589	11814

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	69.7	23.5	30.2	29.0
营业利润(%)	-99.9	164570.	110.4	26.9	40.7
归属于母公司净利润(%)	-97.8	6065.4	104.2	27.0	40.2
获利能力					
毛利率(%)	9.3	11.4	15.0	15.1	15.9
净利率(%)	0.1	4.5	7.5	7.3	8.0
ROE(%)	0.4	18.3	19.3	19.7	21.6
ROIC(%)	0.6	10.8	14.2	15.0	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	72.3	75.7	58.5	63.9	57.1
流动比率	1.0	1.0	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.2	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	7.4	8.1	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	3.1	3.3	3.2	3.0	3.1
估值比率					
P/E	1492.9	24.2	11.9	9.3	6.7
P/B	5.6	4.5	2.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	26.5	11.4	6.5	3.8	3.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

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

张文臣、周涛声明，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