

阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利维持高位， 布局美国产能巩固海外优势

业绩简评

10月30日公司发布2023年三季报，前三季度实现营收391亿元，同增17%，实现归母净利润28.4亿元，同增126%；其中Q3实现归母净利润9.17亿元，同增15%、环降9%；实现扣非归母净利润8.41亿元，非经常损益为政府补助。业绩位于业绩预告范围内，符合预期。

公司同时公告拟投资8.39亿美元建设美国年产5GW高效N型电池片项目，项目预计2025年底投入生产。

经营分析

海外渠道优势保障盈利维持高位。预计公司Q3出货环比略增，测算实现单位盈利约0.11元/W，环比Q2略有下降，但考虑到Q2具有较多汇兑收益，在Q3组件滞后降价、硅料价格上涨的背景下仍维持较高盈利水平，凸显公司海外渠道优势。公司子公司与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。

率先布局美国电池产能，持续巩固全球竞争力。公司此次公告投资建设美国5GW N型电池片项目，预计配套美国在建5GW组件产能（预计23年底投产）。公司现有东南亚电池组件产能超4GW，随美国在建产能陆续投产，有望充分发挥美国等海外高盈利市场渠道优势，全面提升海外高盈利市场竞争力。

N型技术进展迅速，有望充分把握红利期。公司N型技术进展迅速，预计2024年末拉棒/硅片/电池片/组件产能达50/60/70/80GW，23年末/24年末TOPCon产能有望提升至38/58GW，有望充分提升产品竞争力、把握N型产品红利期。

计提信用及资产减值2.57亿元，保证资产质量及盈利能力健康稳定。Q3公司计提信用/资产减值0.02/2.55亿元，原材料价格大幅波动及电池技术变革下，公司出于审慎原则进行坏账及资产损失计提，有望保证设备资产质量及未来盈利能力维持较好水平。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新预测，微调公司23-25年净利润预测至40.4（-10%）、58.4、78.7亿元，当前股价对应PE分别为12/8/6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

分析师：张嘉文（执业S1130523090006）

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.38元

相关报告：

- 《阿特斯公司点评：N型产能进展迅速，大储订单持续增长》，2023.8.23
- 《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	53,407	66,054	83,218
营业收入增长率	20.32%	69.71%	12.35%	23.68%	25.98%
归母净利润(百万元)	35	2,157	4,035	5,837	7,870
归母净利润增长率	-97.83%	6065.37%	87.06%	44.68%	34.81%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.703	1.094	1.583	2.134
每股经营性现金流净额	-0.55	1.75	1.11	2.59	3.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.37%	18.49%	18.73%	22.27%	24.21%
P/E	0.00	0.00	12.23	8.45	6.27
P/B	0.00	0.00	2.29	1.88	1.52

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
主营业务收入	23,279	28,010	47,536	53,407	66,054	83,218
增长率	23.2%	20.3%	69.7%	12.4%	23.7%	26.0%
主营业务成本	-18,979	-25,417	-42,114	-45,009	-55,469	-69,230
%销售收入	81.5%	90.7%	88.6%	84.3%	84.0%	83.2%
毛利	4,300	2,593	5,422	8,398	10,585	13,987
%销售收入	18.5%	9.3%	11.4%	15.7%	16.0%	16.8%
营业税金及附加	-96	-82	-112	-160	-198	-250
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-761	-783	-1,136	-1,175	-1,453	-1,831
%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	-1,527	-1,783	-2,247
%销售收入	4.2%	4.3%	2.4%	2.9%	2.7%	2.7%
研发费用	-313	-373	-467	-534	-661	-832
%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	5,001	6,490	8,828
%销售收入	9.2%	0.5%	5.4%	9.4%	9.8%	10.6%
财务费用	-797	-448	264	-54	68	206
%销售收入	3.4%	1.6%	-0.6%	0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-386	-157	-512	-695	-86	-170
公允价值变动收益	99	-18	-53	150	50	50
投资收益	193	246	-179	-200	-200	-200
%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	4,742	6,863	9,253
营业利润率	6.1%	0.0%	5.3%	8.9%	10.4%	11.1%
营业外收支	79	127	111	5	5	5
税前利润	1,497	129	2,619	4,747	6,868	9,258
利润率	6.4%	0.5%	5.5%	8.9%	10.4%	11.1%
所得税	126	-87	-469	-712	-1,030	-1,389
所得税率	-8.4%	67.1%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,623	42	2,150	4,035	5,837	7,870
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,613	35	2,157	4,035	5,837	7,870
净利率	6.9%	0.1%	4.5%	7.6%	8.8%	9.5%

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	4,035	5,837	7,870
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0
非现金支出	1,899	1,958	2,150	2,634	2,305	2,585
非经营收益	181	-206	329	228	296	291
营运资金变动	3,069	-3,476	750	-2,795	1,104	1,628
经营活动现金净流	6,772	-1,681	5,378	4,102	9,543	12,373
资本开支	-2,587	-2,811	-4,183	-6,711	-2,535	-2,535
投资	35	396	-108	91	11	7
其他	1,540	28	273	-200	-200	-200
投资活动现金净流	-1,012	-2,388	-4,019	-6,821	-2,724	-2,728
股权募资	389	24	8	6,654	0	0
债权募资	-2,669	2,042	411	-3,388	-24	0
其他	-1,175	-122	-798	-1,074	-1,359	-1,760
筹资活动现金净流	-3,454	1,944	-379	2,192	-1,383	-1,760
现金净流量	1,880	-2,190	1,111	-527	5,437	7,885

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	11,327	16,656	24,464
应收款项	3,991	6,295	8,342	9,523	11,681	14,260
存货	3,712	6,676	9,137	8,897	10,965	13,685
其他流动资产	2,316	2,664	3,268	3,546	4,092	4,814
流动资产	18,846	22,892	32,688	33,293	43,394	57,223
%总资产	64.5%	67.1%	67.7%	61.9%	67.6%	73.2%
长期投资	289	380	463	572	611	654
固定资产	8,156	8,690	12,533	16,253	16,504	16,561
%总资产	27.9%	25.5%	25.9%	30.2%	25.7%	21.2%
无形资产	659	781	761	1,000	1,034	1,066
非流动资产	10,376	11,229	15,612	20,519	20,818	20,926
%总资产	35.5%	32.9%	32.3%	38.1%	32.4%	26.8%
资产总计	29,222	34,120	48,300	53,812	64,212	78,150
短期借款	4,387	7,441	6,510	2,024	2,000	2,000
应付款项	10,270	12,448	21,564	20,479	25,229	31,493
其他流动负债	2,199	2,244	4,021	3,880	4,865	6,149
流动负债	16,856	22,133	32,095	26,383	32,094	39,642
长期贷款	1,034	278	2,396	3,440	3,440	3,440
其他长期负债	1,779	2,241	2,072	2,370	2,388	2,483
负债	19,669	24,652	36,563	32,193	37,923	45,565
普通股股东权益	9,509	9,395	11,663	21,545	26,215	32,510
其中：股本	3,066	3,066	3,066	3,688	3,688	3,688
未分配利润	5,086	5,164	7,320	10,548	15,218	21,514
少数股东权益	41	73	74	74	74	74
负债股东权益合计	29,218	34,120	48,300	53,812	64,212	78,150

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.526	0.011	0.703	1.094	1.583	2.134
每股净资产	3.101	3.064	3.804	5.841	7.108	8.815
每股经营现金净流	2.209	-0.548	1.754	1.112	2.588	3.355
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.219	0.317	0.427
回报率						
净资产收益率	16.97%	0.37%	18.49%	18.73%	22.27%	24.21%
总资产收益率	5.52%	0.10%	4.47%	7.50%	9.09%	10.07%
投入资本收益率	15.53%	0.27%	10.24%	15.64%	17.33%	19.68%
增长率						
主营业务收入增长率	7.38%	20.32%	69.71%	12.35%	23.68%	25.98%
EBIT 增长率	-20.55%	-93.34%	1707.28%	93.32%	29.76%	36.02%
净利润增长率	-7.99%	-97.83%	6065.37%	87.06%	44.68%	34.81%
总资产增长率	-8.26%	16.78%	41.56%	11.41%	19.33%	21.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.0	40.3	35.9	46.0	45.0	43.0
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	89.9	77.4	64.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.09%	3.07%	-27.98%	-28.04%	-43.42%	-59.00%
EBIT 利息保障倍数	2.7	0.3	-9.8	92.1	-94.9	-42.9
资产负债率	67.32%	72.25%	75.70%	59.83%	59.06%	58.31%

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
2	2023-08-23	买入	14.58	N/A

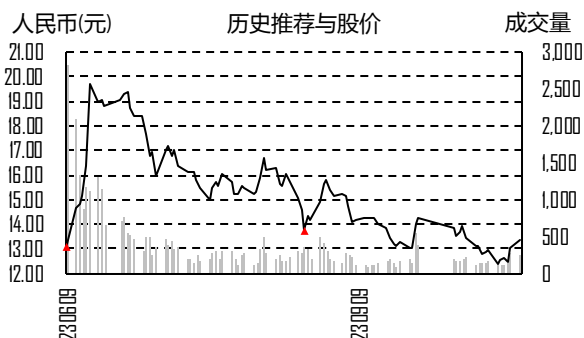
来源：国金证券研究所

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806