

# 阿特斯 (688472)

## 简报: Q3 组件出货持平略增, 储能订单继续攀升

买入 (维持)

2023 年 11 月 05 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 | 55,967 | 67,160 | 85,448 |
| 同比                | 70%    | 18%    | 20%    | 27%    |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 2,157  | 3,495  | 4,539  | 5,545  |
| 同比                | 6065%  | 62%    | 30%    | 22%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.58   | 0.95   | 1.23   | 1.50   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 22.67  | 13.99  | 10.77  | 8.82   |

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报, 2023Q1-Q3 营业收入 391.2 亿元, 同增 17.1%; 归母净利 28.4 亿, 同增 126%; 实现扣非净利 25.7 亿, 同增 125%。23Q3 营业收入 130.1 亿元, 同比-4.3%, 环比-8.8%; 归母净利 9.2 亿, 同比+14.6%, 环比-8.7%; 扣非净利 8.4 亿, 同比+21.6%, 环比-8.8%, 业绩符合预期。
- **Q3 组件出货持平略增、储能出货环增。** 我们预计 23Q1-3 组件出货 22.6GW, 同增 53.7%, 其中 Q3 出货 8.3GW (其中美国 1GW+), 环比略增, 测算 23Q3 单瓦净利约 0.11 元, 环降约 1-2 分, 主要系 Q3 组件降价+存货减值所致。我们预计 Q4 出货 10GW 左右, 环增 18%+, 全年出货 30-35GW (TOPCon 产量占 15%), 同增约 55%。储能业务出货环比提升, 在手订单继续增长, 明年有望加速放量。
- **投资美国 5GW 产能 TOPCon 项目、持续斩获海外优质订单。** 公司 N 型产能宿迁一期 8GW 已于 23 年 4 月投产, 量产效率已达 25.6%, 良率 98%; 8 月扬州一期 14GW、泰国 8GW 首片均已下线, 预计于 23 年底投产, 宿迁二期预计 24Q1 投产, 呼市 10GW 预计 24H2 投产, 我们预计以上项目陆续达产将助力公司 24 年 TOPCon 月均出货 3-4GW, 优化出货结构并提振盈利; 10 月 31 日, 公司公告将投资 8.39 亿美元, 在美国建设 5GW TOPCon 电池片产能, 预计 25 年投产, 继续加码高盈利市场, 帮助美国客户达成 40%本地化标准并获得更高的 ITC 补贴。公司前瞻的海外布局助力公司接连于斩获 EDF Renewable 7GW 的 TOPCon 组件以及在 9 月 RE+展会的 4GW 组件协议, 给予公司远期利润增长充分支撑!
- **Q3 费用率环比提升、资产减值 2.5 亿。** 23Q3 期间费用率 7.6%, 环比+4.2pct, 其中财务费用率 0.7%, 环比+3.3pct, 主要系汇兑损失影响所致。公司 Q3 资产减值损失 2.5 亿, 主要系 Q3 组件降价幅度较大、公司计提存货减值损失所致。
- **盈利预测与投资评级:** 基于光伏组件价格竞争加剧, 我们下调盈利预测, 预计 23-25 年归母净利润 35.0/45.4/55.5 亿元 (23-25 前值 38.3/54.0/71.3 亿元), 同增 62%/30%/22%。基于公司光储领先地位, 给予 24 年 15xPE, 目标价 18.45 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)        | 13.26       |
| 一年最低/最高价      | 11.96/20.79 |
| 市净率(倍)        | 2.32        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,601.28    |
| 总市值(百万元)      | 48,905.76   |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.71     |
| 资产负债率(%,LF) | 67.41    |
| 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): 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》

2023-08-23

《阿特斯(688472): 深耕光储, 再续华章》

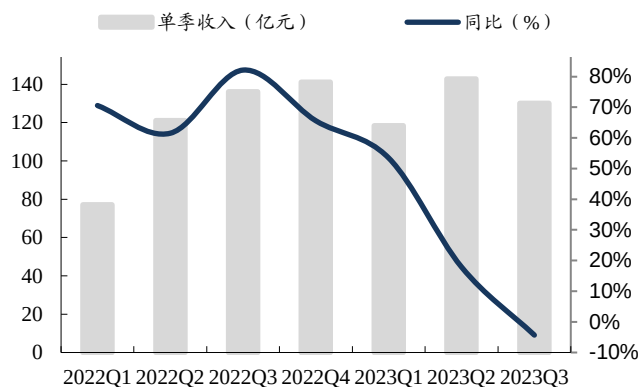
2023-08-06

## 图表目录

|                                                     |   |
|-----------------------------------------------------|---|
| 图 1: 2023Q3 营业收入 130.1 亿元, 同比-4.3%, 环比-8.8% (亿元, %) | 3 |
| 图 2: 2023Q3 归母净利润 9.2 亿元, 同比+14.6%, 环比-8.7% (亿元, %) | 3 |

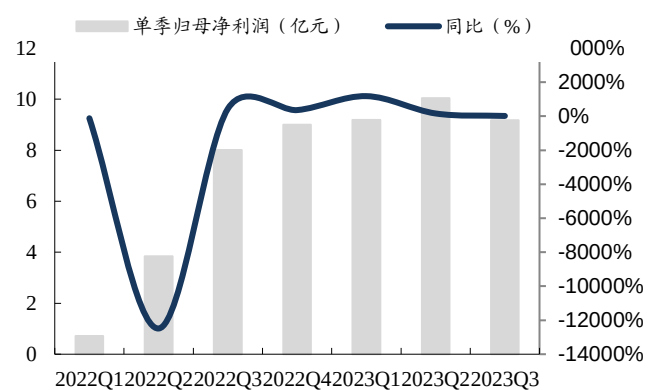
**事件：**公司发布 2023 年三季报，2023Q1-Q3 营业收入 391.2 亿元，同增 17.1%；归母净利 28.4 亿，同增 126%；实现扣非净利 25.7 亿，同增 125%。23Q3 营业收入 130.1 亿元，同比-4.3%，环比-8.8%；归母净利 9.2 亿，同比+14.6%，环比-8.7%；扣非净利 8.4 亿，同比+21.6%，环比-8.8%，业绩符合预期。

**图1：2023Q3 营业收入 130.1 亿元，同比-4.3%，环比-8.8%（亿元，%）**



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图2：2023Q3 归母净利润 9.2 亿元，同比+14.6%，环比-8.7%（亿元，%）**



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**Q3 组件出货持平略增、储能出货环增。**我们预计 23Q1-3 组件出货 22.6GW，同增 53.7%，其中 Q3 出货 8.3GW（其中美国 1GW+），环比略增，测算 23Q3 单瓦净利约 0.11 元，环降约 1-2 分，主要系 Q3 组件降价+存货减值所致。我们预计 Q4 出货 10GW 左右，环增 18%+，全年出货 30-35GW（TOPCon 产量占 15%），同增约 55%。储能业务出货环比提升，在手订单继续增长，明年有望加速放量。

**投资美国 5GW 产能 TOPCon 项目、持续斩获海外优质订单。**公司 N 型产能宿迁一期 8GW 已于 23 年 4 月投产，量产效率已达 25.6%，良率 98%；8 月扬州一期 14GW、泰国 8GW 首片均已下线，预计于 23 年底投产，宿迁二期预计 24Q1 投产，呼市 10GW 预计 24H2 投产，我们预计以上项目陆续达产将助力公司 24 年 TOPCon 月均出货 3-4GW，优化出货结构并提振盈利；10 月 31 日，公司公告将投资 8.39 亿美元，在美国建设 5GW TOPCon 电池片产能，预计 25 年投产，继续加码高盈利市场，帮助美国客户达成 40%本地化标准并获得更高的 ITC 补贴。公司前瞻的海外布局助力公司接连于斩获 EDF Renewable 7GW 的 TOPCon 组件以及在 9 月 RE+展会的 4GW 组件协议，给予公司远期利润增长充分支撑！

**Q3 费用率环比提升、资产减值 2.5 亿。**23Q3 期间费用率 7.6%，环比+4.2pct，其中

财务费用率 0.7%，环比+3.3pct，主要系汇兑损失影响所致。公司 Q3 资产减值损失 2.5 亿，主要系 Q3 组件降价幅度较大、公司计提存货减值损失所致。

**投资建议：**基于光伏组件价格竞争加剧，我们下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 35.0/45.4/55.5 亿元（23-25 前值 38.3/54.0/71.3 亿元），同增 62%/30%/22%。基于公司光储领先地位，给予 24 年 15xPE，目标价 18.45 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)      | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 利润表 (百万元)       | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>32,688</b> | <b>35,126</b> | <b>43,290</b> | <b>54,377</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>47,536</b> | <b>55,967</b> | <b>67,160</b> | <b>85,448</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 12,068        | 12,687        | 15,731        | 19,467        | 营业成本(含金融类)      | 42,114        | 48,235        | 57,354        | 73,784        |
| 经营性应收款项          | 9,257         | 11,294        | 13,246        | 17,095        | 税金及附加           | 112           | 142           | 168           | 214           |
| 存货               | 9,137         | 8,204         | 11,186        | 14,010        | 销售费用            | 1,136         | 1,175         | 1,343         | 1,624         |
| 合同资产             | 397           | 403           | 522           | 640           | 管理费用            | 1,120         | 1,583         | 1,746         | 2,136         |
| 其他流动资产           | 1,829         | 2,538         | 2,606         | 3,166         | 研发费用            | 467           | 701           | 806           | 940           |
| <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)         | 4             | 387           | 391           |
| 长期股权投资           | 295           | 330           | 375           | 440           | 加:其他收益          | 360           | 504           | 336           | 385           |
| 固定资产及使用权资产       | 10,215        | 17,453        | 22,395        | 28,200        | 投资净收益           | (179)         | (252)         | 134           | 154           |
| 在建工程             | 2,503         | 2,501         | 2,100         | 2,620         | 公允价值变动          | (53)          | 200           | 20            | 39            |
| 无形资产             | 574           | 579           | 584           | 579           | 减值损失            | (512)         | (770)         | (396)         | (275)         |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | 41            | 45            | 1             | 2             |
| 长期待摊费用           | 188           | 278           | 258           | 263           | <b>营业利润</b>     | <b>2,508</b>  | <b>3,854</b>  | <b>5,451</b>  | <b>6,664</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>58,110</b> | <b>70,849</b> | <b>88,329</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,619</b>  | <b>3,879</b>  | <b>5,476</b>  | <b>6,689</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>32,095</b> | <b>29,125</b> | <b>35,204</b> | <b>44,348</b> | 减:所得税           | 469           | 377           | 931           | 1,137         |
| 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>3,502</b>  | <b>4,545</b>  | <b>5,552</b>  |
| 经营性应付款项          | 16,391        | 17,985        | 21,854        | 27,813        | 减:少数股东损益        | (7)           | 6             | 6             | 7             |
| 合同负债             | 3,095         | 3,473         | 4,172         | 5,340         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,157</b>  | <b>3,495</b>  | <b>4,539</b>  | <b>5,545</b>  |
| 其他流动负债           | 6,099         | 6,431         | 7,941         | 9,959         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.58          | 0.95          | 1.23          | 1.50          |
| 非流动负债            | 4,468         | 7,118         | 9,233         | 12,017        | EBIT            | 2,858         | 4,132         | 5,743         | 6,751         |
| 长期借款             | 2,396         | 4,696         | 6,496         | 8,996         | EBITDA          | 4,496         | 7,389         | 10,094        | 12,475        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 11.41         | 13.82         | 14.60         | 13.65         |
| 租赁负债             | 140           | 490           | 805           | 1,088         | 归母净利率(%)        | 4.54          | 6.25          | 6.76          | 6.49          |
| 其他非流动负债          | 1,933         | 1,933         | 1,933         | 1,933         | 收入增长率(%)        | 69.71         | 17.74         | 20.00         | 27.23         |
| <b>负债合计</b>      | <b>36,563</b> | <b>36,243</b> | <b>44,437</b> | <b>56,365</b> | 归母净利润增长率(%)     | 6,065.37      | 62.05         | 29.86         | 22.16         |
| 归属母公司股东权益        | 11,663        | 21,787        | 26,326        | 31,871        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 74            | 80            | 87            | 94            |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>11,737</b> | <b>21,867</b> | <b>26,412</b> | <b>31,964</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>48,300</b> | <b>58,110</b> | <b>70,849</b> | <b>88,329</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A   | 2023E    | 2024E   | 2025E    | 重要财务与估值指标       | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|----------|---------|----------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 5,662   | 7,534    | 9,956   | 13,278   | 每股净资产(元)        | 3.80  | 5.91  | 7.14  | 8.64  |
| 投资活动现金流     | (4,019) | (10,807) | (8,754) | (11,937) | 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 | 15.20 | 15.07 | 14.32 |
| 现金净增加额      | 1,395   | 374      | 3,030   | 3,686    | ROE-摊薄(%)       | 18.49 | 16.04 | 17.24 | 17.40 |
| 折旧和摊销       | 1,638   | 3,258    | 4,351   | 5,724    | 资产负债率(%)        | 72.25 | 75.70 | 62.37 | 62.72 |
| 资本开支        | (4,183) | (10,438) | (8,882) | (12,027) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 22.67 | 13.99 | 10.77 | 8.82  |
| 营运资本变动      | 750     | 103      | (868)   | 78       | P/B (现价)        | 3.49  | 2.24  | 1.86  | 1.53  |

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>