

深耕高盈利的美国市场，储能业务有望放量

2024 年 04 月 27 日

事件：2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年年报以及 2024 年一季报。2023 年公司实现收入 513.10 亿元，同比+7.94%；实现归母净利润 29.03 亿元，同比+34.61%；实现扣非净利 29.00 亿元，同比+40.66%。

24Q1 公司实现收入 95.97 亿元，同比-18.88%，环比-21.28%；归母净利润 5.79 亿元，同比-36.98%，环比+815.43%；实现扣非净利 6.38 亿元，同比-23.39%，环比+90.94%。

光伏组件销量高增，N 型产能快速释放。受益于光伏行业高景气，23 年公司光伏组件销售量 30.72GW，同比增长 45.3%，组件出货量连续 13 年位居全球前五；组件产品收入 423.25 亿元，同比增长 8.72%；毛利率 16.00%，同比提升 4.35pct。公司积极布局 N 型新技术，23 年陆续投产宿迁基地 8GW、泰国基地 8GW 以及扬州基地一期 14GW TOPCon 电池产能，23 年底公司 TOPCon 电池产能达 30GW；并且，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 24 年底的 TOPCon 电池产能将达 42.5GW。公司持续加强研发，提升产品竞争力，目前 TOPCon 电池量产效率约 26%，良率达 98%以上。展望 24 年，公司预计组件出货量将达 42-47GW。

加大美国产能布局，发力美国市场。依据公司全球战略发展和海外产能规划的需要，23 年公司在美国德克萨斯州梅斯基特投产了 5GW N 型组件工厂，并于近期开始交付 210 尺寸产品，预计于 24 年内满产；23 年 10 月，公司进一步宣布在美国印第安纳州杰斐逊维尔市启动年产 5GW 高效 N 型电池片项目计划，预期将于 2025 年底投入生产；同步叠加新建的泰国 6.5GW 组件产能和 8GW TOPCon 电池产能，将有助于增强公司在高盈利的美国市场的竞争力。

储能业务在手订单充足，24 年有望放量。23 年公司储能系统销售量 1.1GWh，同比下降 43.5%，主要因为碳酸锂价格大幅下跌导致业主产生观望情绪；储能产品收入 18.70 亿元，同比下降 45.25%；毛利率 17.15%，同比提升 5.13pct。公司持续加大储能产品布局，23 年底 SolBank 储能系统的产能已扩大至 10GWh，预计 24 年底将进一步扩大至 20GWh。公司储能业务在手订单充足，23 年底公司旗下阿特斯储能科技 (e-STORAGE) 拥有约 63GWh 的储能系统订单储备，已签署合同的手订单金额 26 亿美元。24 年公司预计大型储能系统发货总量将达 6-6.5GWh，储能业务有望放量。

投资建议：我们预计公司 24-26 年营收为 578.04/714.17/903.82 亿元，归母净利润为 37.13/50.45/65.88 亿元，对应 PE 为 12X/9X/7X，公司一体化产能持续扩张，出货量有望持续提升，储能系统业务也有望迎来放量，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	51,310	57,804	71,417	90,382
增长率 (%)	7.9	12.7	23.6	26.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,903	3,713	5,045	6,588
增长率 (%)	34.6	27.9	35.9	30.6
每股收益 (元)	0.79	1.01	1.37	1.79
PE	15	12	9	7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
11.73 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

- 阿特斯 (688472.SH) 2023 年三季报点评：加码美国光伏产能布局，储能订单储备充足-2023/11/01
- 阿特斯 (688472.SH) 2023 年半年报点评：业绩超预期，光储双布局未来可期-2023/08/23
- 阿特斯 (688472.SH) 深度报告：重整山河，再造乾坤-2023/06/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	51,310	57,804	71,417	90,382
营业成本	44,142	49,324	60,754	76,748
营业税金及附加	162	173	214	271
销售费用	1,047	1,272	1,571	1,988
管理费用	1,534	1,734	2,143	2,711
研发费用	704	809	1,036	1,311
EBIT	4,215	5,052	6,414	8,256
财务费用	-118	369	408	410
资产减值损失	-847	-228	0	0
投资收益	-196	-35	0	0
营业利润	3,444	4,478	6,078	7,937
营业外收支	-251	-5	0	0
利润总额	3,193	4,473	6,078	7,937
所得税	306	760	1,033	1,349
净利润	2,887	3,713	5,045	6,588
归属于母公司净利润	2,903	3,713	5,045	6,588
EBITDA	6,432	7,371	8,953	11,072

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,950	22,886	27,890	34,776
应收账款及票据	7,176	7,048	8,729	11,047
预付款项	1,158	1,480	1,823	2,302
存货	7,799	11,012	13,887	17,574
其他流动资产	3,900	3,401	3,822	4,408
流动资产合计	38,983	45,827	56,150	70,107
长期股权投资	344	484	534	584
固定资产	16,759	19,901	21,555	22,796
无形资产	829	789	749	709
非流动资产合计	26,792	30,430	33,111	35,606
资产合计	65,775	76,257	89,261	105,712
短期借款	6,887	7,099	7,099	7,099
应付账款及票据	12,138	20,392	25,194	31,885
其他流动负债	18,064	14,370	16,528	18,701
流动负债合计	37,090	41,862	48,822	57,685
长期借款	3,423	5,537	6,537	7,537
其他长期负债	3,783	3,677	3,677	3,677
非流动负债合计	7,206	9,214	10,214	11,214
负债合计	44,296	51,076	59,036	68,899
股本	3,688	3,688	3,688	3,688
少数股东权益	61	61	61	61
股东权益合计	21,480	25,181	30,225	36,813
负债和股东权益合计	65,775	76,257	89,261	105,712

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.94	12.66	23.55	26.55
EBIT 增长率	47.47	19.86	26.97	28.72
净利润增长率	34.61	27.88	35.87	30.59
盈利能力 (%)				
毛利率	13.97	14.67	14.93	15.08
净利润率	5.66	6.42	7.06	7.29
总资产收益率 ROA	4.41	4.87	5.65	6.23
净资产收益率 ROE	13.56	14.78	16.72	17.92
偿债能力				
流动比率	1.05	1.09	1.15	1.22
速动比率	0.75	0.75	0.79	0.84
现金比率	0.51	0.55	0.57	0.60
资产负债率 (%)	67.34	66.98	66.14	65.18
经营效率				
应收账款周转天数	39.65	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	69.06	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.90	0.81	0.86	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.01	1.37	1.79
每股净资产	5.81	6.81	8.18	9.96
每股经营现金流	2.23	2.21	2.64	3.18
每股股利	0.12	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	15	12	9	7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.30	5.50	4.53	3.66
股息收益率 (%)	1.01	0.85	0.85	0.85

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,887	3,713	5,045	6,588
折旧和摊销	2,217	2,319	2,539	2,816
营运资金变动	2,087	1,377	1,641	1,793
经营活动现金流	8,235	8,157	9,743	11,738
资本开支	-8,160	-5,747	-5,029	-5,110
投资	-935	-127	-100	-100
投资活动现金流	-8,711	-5,926	-5,149	-5,220
股权募资	6,741	0	0	0
债务募资	3,455	2,237	1,000	1,000
筹资活动现金流	7,194	1,704	409	367
现金净流量	6,726	3,936	5,004	6,886

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026