

阿特斯 (688472)

2024 年中报点评：业绩坚挺稳健经营，上调储能出货目标

买入 (维持)

2024 年 08 月 23 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 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

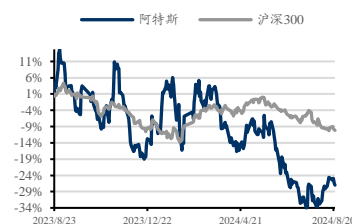
执业证书：S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 47536 | 51310 | 51407 | 76245 | 91324 |
| 同比 (%) | 69.71 | 7.94 | 0.19 | 48.31 | 19.78 |
| 归母净利润 (百万元) | 2157 | 2903 | 3801 | 5144 | 6366 |
| 同比 (%) | 6,065.37 | 34.61 | 30.93 | 35.32 | 23.76 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.58 | 0.79 | 1.03 | 1.39 | 1.73 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 16.93 | 12.58 | 9.61 | 7.10 | 5.74 |

投资要点

- **事件：**公司 2024H1 营业收入 219.6 亿元，同减 15.9%，归母净利润 12.4 亿元，同减 35.6%，毛利率 15.8%，同增 1.3pct，归母净利率 5.6%，同减 1.7pct；其中 2024Q2 营业收入 123.6 亿元，同环比-13.4%/+28.8%，归母净利润 6.6 亿元，同环比-34.2%/+14.1%，毛利率 14.3%，同环比+0.9pct/-3.5pct，归母净利率 5.3%，同环比-1.7pct/-0.7pct。业绩符合预期。
- **美国占比支撑组件盈利、2024Q3 出货环比提升。**2024H1 组件销量达 14.5GW，考虑利润优先、主动调整出货量。其中 2024Q2 出货约 8GW，同环比-2%/+27%；组件出货中北美占比提升至 25%+（约 2GW+，贡献主要利润）。展望 2024Q3 预计组件出货约 9GW-9.5GW，美国持续出货、保持 25-30 美分售价支撑盈利；预计全年出货 32GW-36GW（前值 35GW-40GW），保持稳健经营。
- **储能订单持续提升、上调全年出货目标。**2024H1 公司储能销售 2.6GWh，其中 2024Q2 储能交付约 1.5GWh，环增 36%。截止 6 月 30 日，公司拥有储能订单（含长期服务）26 亿美元（较 2024Q1 末环增 1 亿），订单储备约 66GWh（较 2024Q1 末环增 10GWh），新项目含南澳 Epic Energy 公司独储项目 220MWh (DC) 储能系统方案；加拿大 Nova Scotia Power 150 兆瓦/705 兆瓦时 (DC) 储能项目合同；黑石集团 Aypa Power 的 Bypass 项目供 498 兆瓦时 (DC) 独储系统等。预计 2024Q3 储能交付将达 1.4GWh-1.7GWh，上调 2024 年大储出货至 6.5GWh-7GWh（前值 6GWh-6.5GWh），较 2023 年增长约 500%+，2025 年有望超预期高增。截至 2024H1 末，大储在欧美、亚太已累计交付 5GWh+，出货持续增长；户储拓展北美、欧洲、日本等经销网络，有望贡献新增长点。
- **在手现金充足、经营保持稳健。**截至 2024H1 末，公司货币资金 129.6 亿元（环减 57.5 亿元），获得授信额度约 404 亿元，实际使用约 149 亿元，用信率仅 37%；2024Q2 经营活动现金净流入 23 亿元，环比转正/同增 56.8%；2024Q2 末存货 84.7 亿元，较 2024Q1 末环减 13.4%；2024Q2 费用率 5.8%，同环比+2.5pct/-3.8pct；资产减值 4.1 亿元，信用减值 0.16 亿元；基于 2024H1 业绩趋势，公司判断下半年业绩会好于上半年。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司储能出货高增，我们维持公司盈利预测，我们预计 2024-2026 年归母净利润 38/51/64 亿元，同增 31%/35%/24%，对应当前 PE 为 10/7/6 倍；基于公司光储领先地位，我们给予公司 2024 年 15xPE，目标价 15 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 9.90 |
| 一年最低/最高价 | 8.84/15.98 |
| 市净率(倍) | 1.69 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,680.91 |
| 总市值(百万元) | 36,513.35 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.87 |
| 资产负债率(% LF) | 66.03 |
| 总股本(百万股) | 3,688.22 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,381.91 |

相关研究

《阿特斯(688472)：阿特斯：利润优先 组件稳健经营、大储厚积薄发空间广阔》

2024-07-18

《阿特斯(688472)：2023 年年报及 2024 年一季报点评：组件美国占比提升增强盈利，大储进入业绩释放期》

2024-05-06

阿特斯三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 38,983 | 34,913 | 52,935 | 62,640 | 营业总收入 | 51,310 | 51,407 | 76,245 | 91,324 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 19,058 | 14,539 | 23,154 | 26,342 | 营业成本(含金融类) | 44,142 | 43,425 | 65,198 | 78,280 |
| 经营性应收款项 | 8,965 | 10,337 | 14,321 | 17,815 | 税金及附加 | 162 | 130 | 191 | 228 |
| 存货 | 7,799 | 7,131 | 11,443 | 14,085 | 销售费用 | 1,047 | 1,028 | 1,525 | 1,735 |
| 合同资产 | 1,100 | 370 | 1,092 | 983 | 管理费用 | 1,534 | 1,439 | 1,982 | 2,283 |
| 其他流动资产 | 2,061 | 2,536 | 2,924 | 3,415 | 研发费用 | 704 | 645 | 877 | 1,005 |
| 非流动资产 | 26,792 | 33,079 | 36,534 | 41,802 | 财务费用 | (118) | 139 | 442 | 472 |
| 长期股权投资 | 344 | 379 | 424 | 489 | 加:其他收益 | 562 | 463 | 381 | 411 |
| 固定资产及使用权资产 | 17,925 | 25,487 | 29,593 | 34,329 | 投资净收益 | (196) | (154) | 152 | 164 |
| 在建工程 | 4,266 | 2,853 | 2,171 | 2,634 | 公允价值变动 | 117 | 200 | 20 | 39 |
| 无形资产 | 829 | 834 | 839 | 834 | 减值损失 | (915) | (950) | (405) | (282) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 37 | 41 | 2 | 2 |
| 长期待摊费用 | 312 | 402 | 382 | 387 | 营业利润 | 3,444 | 4,199 | 6,181 | 7,655 |
| 其他非流动资产 | 3,116 | 3,124 | 3,125 | 3,128 | 营业外净收支 | (251) | 25 | 25 | 25 |
| 资产总计 | 65,775 | 67,993 | 89,469 | 104,441 | 利润总额 | 3,193 | 4,224 | 6,206 | 7,680 |
| 流动负债 | 37,090 | 26,221 | 40,431 | 46,245 | 减:所得税 | 306 | 416 | 1,055 | 1,306 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 9,223 | 2,845 | 2,336 | 2,336 | 净利润 | 2,887 | 3,808 | 5,151 | 6,375 |
| 经营性应付款项 | 12,138 | 14,422 | 19,790 | 24,879 | 减:少数股东损益 | (16) | 7 | 7 | 8 |
| 合同负债 | 5,605 | 3,127 | 6,487 | 6,712 | 归属母公司净利润 | 2,903 | 3,801 | 5,144 | 6,366 |
| 其他流动负债 | 10,123 | 5,828 | 11,817 | 12,317 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.79 | 1.03 | 1.39 | 1.73 |
| 非流动负债 | 7,206 | 9,856 | 11,971 | 14,754 | EBIT | 3,420 | 4,739 | 6,472 | 7,792 |
| 长期借款 | 3,423 | 5,723 | 7,523 | 10,023 | EBITDA | 5,637 | 9,082 | 11,942 | 14,642 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 13.97 | 15.53 | 14.49 | 14.28 |
| 租赁负债 | 1,117 | 1,467 | 1,782 | 2,066 | 归母净利率(%) | 5.66 | 7.39 | 6.75 | 6.97 |
| 其他非流动负债 | 2,666 | 2,666 | 2,666 | 2,666 | 收入增长率(%) | 7.94 | 0.19 | 48.31 | 19.78 |
| 负债合计 | 44,296 | 36,077 | 52,402 | 60,999 | 归母净利润增长率(%) | 34.61 | 30.93 | 35.32 | 23.76 |
| 归属母公司股东权益 | 21,418 | 31,848 | 36,992 | 43,358 | | | | | |
| 少数股东权益 | 61 | 68 | 76 | 84 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 21,480 | 31,916 | 37,068 | 43,442 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 65,775 | 67,993 | 89,469 | 104,441 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|----------|---------|----------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 8,235 | 3,555 | 16,126 | 12,819 | 每股净资产(元) | 5.81 | 7.39 | 8.58 | 10.06 |
| 投资活动现金流 | (8,711) | (10,713) | (8,736) | (11,927) | 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 | 7,194 | 2,395 | 1,210 | 2,246 | ROIC(%) | 11.04 | 11.07 | 11.85 | 12.14 |
| 现金净增加额 | 6,726 | (4,764) | 8,601 | 3,138 | ROE-摊薄(%) | 13.56 | 11.94 | 13.91 | 14.68 |
| 折旧和摊销 | 2,217 | 4,343 | 5,470 | 6,850 | 资产负债率(%) | 75.70 | 67.34 | 53.06 | 58.57 |
| 资本开支 | (8,160) | (10,442) | (8,881) | (12,027) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 12.58 | 9.61 | 7.10 | 5.74 |
| 营运资本变动 | 2,087 | (5,890) | 4,882 | (983) | P/B (现价) | 1.70 | 1.34 | 1.15 | 0.98 |

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>