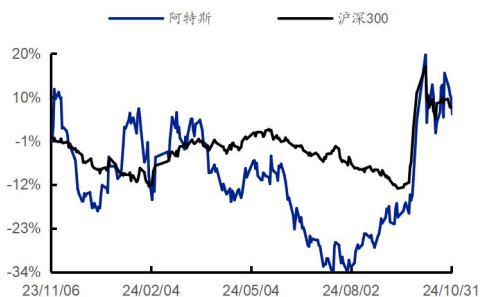


研究所:
 证券分析师: 李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 证券分析师: 邱迪 S0350522010002
 qiud@ghzq.com.cn

Q3 业绩符合预期, 储能出货量和单位净利润创单季历史新高

——阿特斯 (688472) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
阿特斯	1.7%	55.5%	11.3%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格 (元)	14.21
52 周价格区间 (元)	8.84-16.69
总市值 (百万)	52,409.57
流通市值 (百万)	19,636.95
总股本 (万股)	368,821.73
流通股本 (万股)	138,191.04
日均成交额 (百万)	507.09
近一月换手 (%)	2.54

相关报告

《阿特斯 (688472) 2024H1 业绩预告点评: Q2 业绩环比增长, 看好美国光储龙头组件超额盈利持续兑现 (买入) *光伏设备*李航, 邱迪》——
 2024-07-21

事件:

2024 年 10 月 29 日, 阿特斯发布 2024 年三季度报: 2024 年前三季度营收 342 亿元, 同比-12.6%; 归母净利润 19.55 亿元, 同比-31.2%, 其中 2024Q3 营收 122.2 亿元, 同比-6.1%, 环比-1.1%, 归母净利润 7.16 亿元, 同比-22%, 环比+8.3%。Q3 业绩符合我们预期, 公司已连续三个季度实现净利润环比增长。

投资要点:

- **组件利润优先稳健增长, 美国出货占比持续提升** 2024 年前三季度, 公司组件出货 22.9GW, 同比小幅增长。其中 Q3 出货 8.4GW, 环比增长 2.4%。公司销售策略上坚持“利润第一性”原则, 确保组件业务的盈利性。公司向北美高价市场的出货继续提升, 第三季度出货占比超 30%。公司光伏业务主要在价格和出货量之间做综合平衡, 放弃部分亏损订单, 主动减少部分光伏产品出货量, 以利润为优先, 既保证了公司的稳健增长也确保了财务健康。
- **大储出货量利齐增, 出货量和单位净利润创单季历史新高** 2024 年前三季度公司大型储能产品出货达 4.4GWh, 其中 Q3 出货达 1.8GWh, 出货量和单位净利润均创单季历史新高, 根据我们测算 Q3 单位盈利超 2 毛 5/Wh, 我们预计盈利能力提升预计主要系出色的成本费用管控能力。我们预计 2024 全年, 公司大储出货超 7GWh, 同比增长 5 倍以上。
- **美国本土产能建设领先, 看好美国组件盈利持续兑现** 公司业绩连续三个季度环比增长, 我们认为主要系: 1) 公司组件美国收入占比高、放弃部分亏损单的大原则, 带来组件单瓦盈利持续优异; 2) 美国大储业务增速迅猛, 盈利出色。我们认为, 虽然当前东南亚四国双反关税审查再起, 当地产能较大概率要被加征关税, 但公司美国本土产能规模大、组件产能投产进度快、配套电池产能推进进展快, 其本土产能出货确定性较高。根据我们测算, 在 IRA 补贴、201 电池免税配额与本土组件溢价三大优势加持下, 即使面临加征 30% 的双反税, 美国组件仍有单瓦 4 美分左右盈利。考虑东南亚产能供

给受限后，本土组件预计将获得更高溢价，我们看好美国组件盈利持续兑现。

- **盈利预测和投资评级** 公司美国本土产能进展领先，大储第二曲线量利齐增，看好美国组件盈利持续兑现。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 504、579、681 亿元；考虑全球组件价格持续承压，我们下修盈利预测，调整 2024-2026 年归母净利润分别为 28、38、50 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 19、14、11 倍。考虑到公司美国产能在未来有望提供稳定的超额盈利，维持“买入”评级。
- **风险提示** 1) 美国光伏需求增长不及预期；2) 美国行业补贴政策持续性不及预期及取消风险；3) 美国关税制裁超预期，导致挤压企业利润；4) 汇率波动风险；5) 新技术进展不及预期；6) 我们对美国组件盈利能力测算偏差的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	51310	50413	57930	68051
增长率(%)	8	-2	15	17
归母净利润（百万元）	2903	2816	3815	4992
增长率(%)	35	-3	35	31
摊薄每股收益（元）	0.79	0.76	1.03	1.35
ROE(%)	14	12	14	16
P/E	14.86	18.61	13.74	10.50
P/B	2.17	2.22	1.95	1.69
P/S	0.91	1.04	0.90	0.77
EV/EBITDA	7.34	9.44	7.66	5.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：阿特斯盈利预测表

证券代码:	688472		股价:	14.21	投资评级:	买入	日期:	2024/11/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	12%	14%	16%	EPS	0.85	0.76	1.03	1.35
毛利率	14%	16%	14%	15%	BVPS	5.81	6.40	7.27	8.41
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值				
销售净利率	6%	6%	7%	7%	P/E	14.86	18.61	13.74	10.50
成长能力					P/B	2.17	2.22	1.95	1.69
收入增长率	8%	-2%	15%	17%	P/S	0.91	1.04	0.90	0.77
利润增长率	35%	-3%	35%	31%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.90	0.75	0.79	0.83	营业收入	51310	50413	57930	68051
应收账款周转率	9.08	8.90	9.45	9.60	营业成本	44142	42529	49865	58042
存货周转率	5.21	5.16	5.38	5.47	营业税金及附加	162	143	166	198
偿债能力					销售费用	1047	1159	1217	1361
资产负债率	67%	66%	65%	64%	管理费用	1534	1563	1622	1837
流动比	1.05	1.04	1.00	0.97	财务费用	-118	-75	28	15
速动比	0.75	0.71	0.67	0.63	其他费用/(-收入)	704	1008	1101	1293
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	3444	3386	4349	5785
现金及现金等价物	19058	16798	17328	16928	营业外净收支	-251	0	30	10
应收款项	7176	7310	8302	9755	利润总额	3193	3386	4379	5795
存货净额	7799	8694	9837	11389	所得税费用	306	542	525	753
其他流动资产	4950	5092	5505	6287	净利润	2887	2844	3853	5042
流动资产合计	38983	37895	40972	44360	少数股东损益	-16	28	39	50
固定资产	16759	20253	24919	29183	归属于母公司净利润	2903	2816	3815	4992
在建工程	4266	3963	3893	3815	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	5423	6547	7289	8085	经营活动现金流	8235	3139	8658	9770
长期股权投资	344	393	440	489	净利润	2903	2816	3815	4992
资产总计	65775	69050	77513	85932	少数股东损益	-16	28	39	50
短期借款	6887	7387	7487	6987	折旧摊销	2217	2181	2366	2970
应付款项	12138	13892	15950	18262	公允价值变动	-117	10	23	-35
合同负债	5605	4382	5256	6298	营运资金变动	2087	-2879	2052	1361
其他流动负债	12459	10675	12343	14138	投资活动现金流	-8711	-7016	-7837	-8158
流动负债合计	37090	36336	41036	45685	资本支出	-8160	-6993	-7732	-7994
长期借款及应付债券	3423	4923	5423	4923	长期投资	-935	-48	-48	-48
其他长期负债	3783	4113	4113	4113	其他	385	26	-58	-116
长期负债合计	7206	9036	9536	9036	筹资活动现金流	7194	1621	-268	-2046
负债合计	44296	45372	50571	54721	债务融资	3455	2254	600	-1000
股本	3688	3688	3688	3688	权益融资	6741	208	0	0
股东权益	21480	23679	26942	31212	其它	-3001	-841	-868	-1046
负债和股东权益总计	65775	69050	77513	85932	现金净增加额	6726	-2249	553	-434

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

李铭全，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，电新研究助理，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备与储能等方向。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

【分析师承诺】

李航，邱迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。