

阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件稳健经营，大储放量提供增长新引擎

业绩简评

4 月 28 日公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 462 亿元，同比-10%；归母净利 22.47 亿元，同比-23%。其中 Q4 实现营收 120 亿元，同比-2%、环比-2%，归母净利 2.92 亿元，同比+363%、环比-59%。25Q1 实现营收 86 亿元，同比-11%、环比-28%，归母净利 0.47 亿元，同比-92%、环比-84%。

经营分析

大储快速放量成盈利新引擎，订单储备充足。2024 年公司大储订单批量交付，全年实现出货 6.5GW，同比增长超 500%；毛利率达到 30.84%，盈利能力维持高位。凭借品牌、渠道、市场开发及交付能力优势，公司储能新签订单持续增加，截至 24 年末公司拥有约 79GWh 潜在储能系统订单储备（较 24 年中增加 13GWh），已签署合同的在手订单达 32 亿美元（较 24 年中增长 23%），充足订单支撑下公司预计 2025 年大储产品出货 11-13GWh、同增 69%-100%。25Q1 公司储能系统销售 790MWh，预计出货下降主要受订单出货及确认节奏影响，后续可恢复至正常节奏。

利润优先、深度本土化，组件相对优势显著。2024 年公司实现组件出货 31.1GW，同比小幅增长。在组件环节竞争激烈、产业链盈利整体承压的背景下，公司以利润优先，凭借领先的全球化产能布局及海外渠道优势在全球范围内挖掘高毛利订单（2024 年北美市场出货排名全球第二、出货量同增 93%），2024 年组件业务毛利率 12.75%，行业整体盈利承压的背景下相对优势显著。公司美国 5GW 组件产能目前处于爬产放量阶段，有望逐步贡献利润增量。

积极应对美国关税不确定性。近期国际贸易形势复杂，25Q1 美国关税影响公司所得税前利润约 5.5 亿元左右，公司积极探索应对方案：1) 90 天豁免窗口期利用好原有产能航道；2) 加快推进部分制造、采购环节向低关税成本地区转移；3) 发挥美国本土组件、电池、储能产品优势，公司美国 5GW 组件产能爬产中、5GW 电池预计 2025 年投产；4) 积极与客户、供应商协商分摊关税成本；5) 通过多种渠道争取特定产品关税豁免或减免。

盈利预测、估值与评级

考虑到国际贸易环境不确定性，下调公司 2025-2026 年净利润预测至 25、36 亿元，新增 2027 年利润预测 45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14/10/8 倍，行业逆境中的强势业绩表现充分验证公司在光储业务领域的独特优势，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；下游需求不及预期；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)：9.25 元

相关报告：

- 《阿特斯公司点评：大储量利创季度新高，股权激励彰显信心》，2024.10.29
- 《阿特斯公司点评：大储放量利润首超组件，高盈利水平具强持续性》，2024.8.23
- 《阿特斯公司点评：逆境中的超预期，充分验证光储领域独特优势》，2024.7.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	51,310	46,165	48,150	58,355	62,310
营业收入增长率	7.94%	-10.03%	4.30%	21.19%	6.78%
归母净利润(百万元)	2,903	2,247	2,500	3,590	4,521
归母净利润增长率	34.61%	-22.60%	11.24%	43.62%	25.93%
摊薄每股收益(元)	0.787	0.609	0.678	0.973	1.226
每股经营性现金流净额	2.18	0.63	1.42	2.53	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	9.81%	10.10%	13.00%	14.47%
P/E	16.04	20.61	13.65	9.50	7.55
P/B	2.17	2.02	1.38	1.24	1.09

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	47,536	51,310	46,165	48,150	58,355	62,310
增长率	7.9%	-10.0%	4.3%	21.2%	6.8%	
主营业务成本	-42,114	-44,142	-39,241	-41,916	-49,709	-53,245
%销售收入	88.6%	86.0%	85.0%	87.1%	85.2%	85.5%
毛利	5,422	7,168	6,924	6,234	8,647	9,066
%销售收入	11.4%	14.0%	15.0%	12.9%	14.8%	14.5%
营业税金及附加	-112	-162	-141	-144	-175	-187
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,136	-1,047	-1,107	-1,107	-1,342	-1,433
%销售收入	2.4%	2.0%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-1,120	-1,534	-1,562	-1,589	-1,867	-1,932
%销售收入	2.4%	3.0%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%
研发费用	-467	-704	-857	-867	-1,050	-1,122
%销售收入	1.0%	1.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	2,587	3,721	3,257	2,526	4,212	4,392
%销售收入	5.4%	7.3%	7.1%	5.2%	7.2%	7.0%
财务费用	264	118	-39	-179	-140	-74
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-512	-915	-1,682	-272	-832	-43
公允价值变动收益	-53	117	-13	-50	10	10
投资收益	-179	-196	-104	-150	-100	-50
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,508	3,444	2,483	2,856	4,139	5,234
营业利润率	5.3%	6.7%	5.4%	5.9%	7.1%	8.4%
营业外收支	111	-251	96	50	50	50
税前利润	2,619	3,193	2,580	2,906	4,189	5,284
利润率	5.5%	6.2%	5.6%	6.0%	7.2%	8.5%
所得税	-469	-306	-345	-436	-628	-793
所得税率	17.9%	9.6%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,150	2,887	2,235	2,470	3,560	4,491
少数股东损益	-7	-16	-13	-30	-30	-30
归属于母公司的净利润	2,157	2,903	2,247	2,500	3,590	4,521
净利率	4.5%	5.7%	4.9%	5.2%	6.2%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,150	2,887	2,235	2,470	3,560	4,491
少数股东损益	-7	-16	-13	-30	-30	-30
非现金支出	2,150	3,132	5,213	3,351	4,056	3,502
非经营收益	329	129	-21	242	387	327
营运资金变动	750	1,897	-5,088	-821	1,310	83
经营活动现金净流	5,378	8,045	2,338	5,243	9,314	8,403
资本开支	-4,183	-8,160	-7,819	-3,824	-3,540	-3,031
投资	-108	-935	-2,371	-50	-34	-39
其他	273	385	201	-150	-100	-50
投资活动现金净流	-4,019	-8,711	-9,989	-4,024	-3,674	-3,120
股权募资	8	6,741	0	-154	0	0
债权募资	411	3,455	4,122	-893	344	4
其他	-798	-3,001	-584	-847	-1,055	-1,240
筹资活动现金净流	-379	7,194	3,538	-1,894	-711	-1,236
现金净流量	1,111	6,537	-4,141	-675	4,929	4,047

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,940	18,950	11,689	10,764	15,486	19,362
应收款项	8,342	8,598	11,070	9,618	11,270	12,034
存货	9,137	7,799	7,164	9,436	10,399	11,260
其他流动资产	3,268	3,636	6,495	6,869	7,503	7,764
流动资产	32,688	38,983	36,418	36,687	44,658	50,420
%总资产	67.7%	59.3%	55.7%	55.1%	59.7%	62.9%
长期投资	463	917	1,060	1,060	1,104	1,152
固定资产	12,533	21,025	20,997	21,107	21,601	21,339
%总资产	25.9%	32.0%	32.1%	31.7%	28.9%	26.6%
无形资产	761	1,141	2,213	3,019	2,851	2,703
非流动资产	15,612	26,792	28,941	29,902	30,202	29,773
%总资产	32.3%	40.7%	44.3%	44.9%	40.3%	37.1%
资产总计	48,300	65,775	65,359	66,589	74,860	80,192
短期借款	6,510	9,223	10,186	9,251	9,596	9,599
应付款项	21,564	21,133	17,303	16,994	20,883	22,068
其他流动负债	4,021	6,733	4,387	5,236	6,506	7,181
流动负债	32,095	37,090	31,876	31,482	36,984	38,848
长期贷款	2,396	3,423	6,369	6,369	6,369	6,369
其他长期负债	2,072	3,783	4,238	4,046	3,972	3,853
负债	36,563	44,296	42,482	41,896	47,325	49,070
普通股股东权益	11,663	21,418	22,902	24,748	27,620	31,237
其中：股本	3,066	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
未分配利润	7,320	10,206	11,933	13,933	16,806	20,423
少数股东权益	74	61	-25	-55	-85	-115
负债股东权益合计	48,300	65,775	65,359	66,589	74,860	80,192

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.703	0.787	0.609	0.678	0.973	1.226
每股净资产	3.804	5.807	6.209	6.710	7.489	8.469
每股经营现金净流	1.754	2.181	0.634	1.422	2.525	2.278
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.136	0.195	0.245
回报率						
净资产收益率	18.49%	13.56%	9.81%	10.10%	13.00%	14.47%
总资产收益率	4.47%	4.41%	3.44%	3.75%	4.80%	5.64%
投入资本收益率	10.24%	9.82%	7.13%	5.31%	8.20%	7.91%
增长率						
主营业务收入增长率	69.71%	7.94%	-10.03%	4.30%	21.19%	6.78%
EBIT 增长率	1707.28%	43.83%	-12.46%	-22.44%	66.70%	4.29%
净利润增长率	6065.37%	34.61%	-22.60%	11.24%	43.62%	25.93%
总资产增长率	42.09%	36.47%	-0.63%	1.88%	12.42%	7.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	40.2	58.3	58.0	55.0	55.0
存货周转天数	68.5	70.0	69.6	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	40.9	49.2	56.6	60.0	55.0	53.0
固定资产周转天数	77.0	119.2	133.2	133.1	116.7	114.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.98%	-29.96%	11.97%	11.05%	-5.99%	-17.74%
EBIT 利息保障倍数	-9.8	-31.5	84.3	14.1	30.0	59.2
资产负债率	75.65%	67.34%	65.00%	62.92%	63.22%	61.19%

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
买入	2	2	8	10	43
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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
3	2023-10-31	买入	13.38	N/A
4	2024-04-28	买入	11.73	N/A
5	2024-07-18	买入	9.10	N/A
6	2024-08-23	买入	9.90	N/A
7	2024-10-29	买入	15.21	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806