

25Q1 受关税影响业绩承压，大储出货高指引

2025 年 05 月 03 日

事件：2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 461.65 亿元，同比-10.03%；实现归母净利润 22.47 亿元，同比-22.60%；实现扣非净利润 22.26 亿元，同比-23.22%。营收下降主要系光伏行业竞争加剧，组件销售价格大幅下降，光伏组件、系统产品营收同比下降，同时储能收入大幅增长，抵消了部分组件业务营收下降的影响。

25Q1 公司实现营业收入 85.86 亿元，同比-10.54%，环比-28.37%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比-91.83%，环比-83.84%；实现扣非净利润 0.87 亿元，同比-86.32%，环比-74.49%。25Q1，美国关税影响公司所得税前利润金额约 5.5 亿元左右，针对美国关税，公司采取通过目前 90 天窗口利用好东南亚等现有供应链产能、加快推进部分制造和采购环节向关税成本较低地区转移、发挥美国本土产能的优势、和主要客户/供应商协商分摊关税成本、为后续可能的关税回到相对合理区间做准备、并希望争取特定产品关税豁免或减免等措施积极应对。

➤ **组件业务稳步发展。**2024 年公司组件销售量为 31.1GW，同比增长 1.17%；实现收入 314.83 亿元，同比下降 25.62%；毛利率为 12.75%，同比减少 2.95pct。2024 年以来，全球光伏行业竞争激烈，组件价格同比大幅下降，公司在价格与出货量间精准平衡，主动调整出货策略，发挥国际化和全球品牌渠道的领先优势，精准定位并深度挖掘全球高利润订单，优先保障盈利，同时持续优化成本结构、提升运营效率，促进组件业务稳步发展。

➤ **大储快速起量，成为盈利新引擎。**2024 年公司储能业务出货量为 6.5GWh，同比增长超 500%；实现收入 97.38 亿元，同比增加 420.76%；毛利率为 30.84 亿元，同比增加 13.74pct。大储业务作为公司第二增长曲线，增长势头强劲，前期积累的大量储能项目和合同订单逐步落地，助力公司在北美、欧洲、澳洲等主要储能市场取得多点突破，海外储能先发优势领先行业，有力支撑了公司 2024 年的盈利。截至 2024 年底，公司旗下阿特斯储能科技拥有潜在储能系统订单储备 79GWh，已签署合同的在手订单金额 32 亿美元。2025 年，公司大型储能业务的出货规模有望进一步增至 11-13GWh，维持高速增长态势。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 447.56、520.87、605.61 亿元，对应增速分别为-3.1%、16.4%、16.3%；归母净利润分别为 15.46、29.42、40.07 亿元，对应增速分别为-31.2%、90.4%、36.2%，以 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 21X、11X、8X，公司储能业务快速增长，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	46,165	44,756	52,087	60,561
增长率 (%)	-10.0	-3.1	16.4	16.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,247	1,546	2,942	4,007
增长率 (%)	-22.6	-31.2	90.4	36.2
每股收益 (元)	0.61	0.42	0.80	1.09
PE	14	21	11	8
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.78 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 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

- 阿特斯 (688472.SH) 2024 年三季报点评：深耕高盈利的美国市场，储能业务放量增长-2024/11/02
- 阿特斯 (688472.SH) 事件点评：股权激励高目标，彰显公司发展信心-2024/09/24
- 阿特斯 (688472.SH) 2024 年半年报点评：美国市场优势显著，储能业务放量增长-2024/08/23
- 阿特斯 (688472.SH) 2023 年报及 2024 年一季报点评：深耕高盈利的美国市场，储能业务有望放量-2024/04/27
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	46,165	44,756	52,087	60,561
营业成本	39,241	39,215	45,034	51,846
营业税金及附加	141	134	156	182
销售费用	1,107	1,074	1,094	1,272
管理费用	1,562	1,387	1,511	1,726
研发费用	857	761	755	878
EBIT	4,208	2,615	4,058	5,263
财务费用	39	548	507	473
资产减值损失	-1,565	-300	-200	-200
投资收益	-104	-45	-26	-30
营业利润	2,483	1,727	3,351	4,590
营业外收支	96	70	70	70
利润总额	2,580	1,797	3,421	4,660
所得税	345	252	479	652
净利润	2,235	1,546	2,942	4,007
归属于母公司净利润	2,247	1,546	2,942	4,007
EBITDA	7,739	6,189	7,672	8,887

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,689	16,367	20,872	26,365
应收账款及票据	10,017	7,940	8,537	9,084
预付款项	659	1,176	1,351	1,555
存货	7,164	8,403	9,928	11,576
其他流动资产	6,889	5,039	5,285	5,571
流动资产合计	36,418	38,925	45,973	54,151
长期股权投资	396	446	496	546
固定资产	16,852	17,300	17,420	17,391
无形资产	815	715	675	635
非流动资产合计	28,941	28,269	27,575	26,861
资产合计	65,359	67,194	73,548	81,012
短期借款	7,963	7,600	7,600	7,600
应付账款及票据	10,845	12,681	15,482	18,841
其他流动负债	13,067	11,767	12,729	13,275
流动负债合计	31,876	32,049	35,811	39,717
长期借款	6,369	6,569	6,619	6,669
其他长期负债	4,238	4,588	4,638	4,688
非流动负债合计	10,606	11,156	11,256	11,356
负债合计	42,482	43,205	47,067	51,073
股本	3,688	3,688	3,688	3,688
少数股东权益	-25	-25	-25	-25
股东权益合计	22,877	23,989	26,481	29,939
负债和股东权益合计	65,359	67,194	73,548	81,012

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.03	-3.05	16.38	16.27
EBIT 增长率	23.02	-37.84	55.17	29.68
净利润增长率	-22.60	-31.22	90.36	36.19
盈利能力 (%)				
毛利率	15.00	12.38	13.54	14.39
净利润率	4.87	3.45	5.65	6.62
总资产收益率 ROA	3.44	2.30	4.00	4.95
净资产收益率 ROE	9.81	6.44	11.10	13.37
偿债能力				
流动比率	1.14	1.21	1.28	1.36
速动比率	0.78	0.86	0.92	0.98
现金比率	0.37	0.51	0.58	0.66
资产负债率 (%)	65.00	64.30	63.99	63.04
经营效率				
应收账款周转天数	57.47	55.00	50.00	45.00
存货周转天数	68.63	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.70	0.68	0.74	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.42	0.80	1.09
每股净资产	6.21	6.51	7.19	8.12
每股经营现金流	0.66	2.25	2.26	2.55
每股股利	0.09	0.08	0.12	0.15
估值分析				
PE	14	21	11	8
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.43	6.78	5.47	4.72
股息收益率 (%)	1.06	0.86	1.39	1.70

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,235	1,546	2,942	4,007
折旧和摊销	3,531	3,574	3,614	3,624
营运资金变动	-4,996	2,248	1,019	1,021
经营活动现金流	2,430	8,295	8,343	9,423
资本开支	-7,819	-2,726	-2,704	-2,700
投资	-2,371	169	-100	-100
投资活动现金流	-9,989	-2,654	-2,850	-2,840
股权募资	0	0	0	0
债务募资	4,122	112	100	100
筹资活动现金流	3,538	-963	-988	-1,090
现金净流量	-4,049	4,678	4,505	5,493

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048