

阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

大储成增长新引擎，组件相对优势稳固

业绩简评

8月21日公司披露2025年中报，上半年公司实现营收211亿元、同比-4%；归母净利润7.31亿元，同比-41%；扣非归母净利润8.36亿元，同比-32%；其中Q2实现营收125亿元，同比+1%、环比+45%，归母净利润6.84亿元，同比+4%、环比+1347%，扣非归母净利润7.49亿元，同比+27%、环比+757%。

经营分析

大储盈利能力维持高位，订单储备充足。上半年公司储能业务实现销售3.1GWh(含户用储能)，同增19.23%，其中Q2交付量达2.2GWh，环比大幅增长；上半年毛利率31.4%，盈利能力维持高位，成为Q2利润环比高增的核心引擎。上半年公司在北美、南美、澳洲、欧洲等地区新签多个大型储能系统合同，截至报告期末已签署合同在手订单金额为30亿美元(含长期服务合同)，充足订单支撑储能业务放量。公司预计Q3储能出货2.1-2.3GWh，考虑到美国市场关税等政策波动，调整全年出货指引至7-9GWh。

积极布局户储，有望贡献新的利润增长点。公司户用储能业务已在北美、欧洲、日本等户储活跃区域布局经销网络，同步配合电力电子等新业务领域辅助，有望打造第三个利润来源。公司EP Cube产品进入日本市场后迅速获得当地市场认可，已成功通过日本JET测试，同时荣获红点等多个国际知名设计大奖，有望逐步开拓市场、贡献业绩增量。

利润优先、全球深耕拓局，组件相对优势显著。上半年公司实现组件出货14.8GW，同增2%。产业链承压背景下公司通过高毛利市场布局维持较高盈利水平，北美市场出货量增长15%，组件业务毛利率10.3%，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。此外，公司积极推动技术升级，TOPCon电池量产效率已提升至26.9%，TOPCon 182 Pro电池研发中试线效率能达27.2%，182×210规格组件功率已突破645W，计划于2025年8月推出新一代TOPCon高功率组件产品，持续提升竞争力。公司积极响应“反内卷”政策，主动限产保价，预计Q3组件出货5-5.3GW，全年出货指引调整至25-27GW。

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2025-2027年净利润预测至20、30、37亿元，当前股价对应PE分别为18/12/10倍，公司组件业务盈利优势显著，大储业务在手订单充足有望持续增长，积极布局户储贡献利润增长点，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)：9.71元

相关报告：

- 《阿特斯公司点评：组件稳健经营，大储放量提供增长新引擎》，2025.4.29
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万万元)	51,310	46,165	39,090	45,900	50,650
营业收入增长率	7.94%	-10.03%	-15.33%	17.42%	10.35%
归母净利润(百万万元)	2,903	2,247	1,997	3,049	3,691
归母净利润增长率	34.61%	-22.60%	-11.14%	52.66%	21.09%
摊薄每股收益(元)	0.787	0.609	0.541	0.827	1.001
每股经营性现金流净额	2.18	0.63	1.39	2.41	2.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	9.81%	8.26%	11.46%	12.49%
P/E	16.04	20.61	17.93	11.75	9.70
P/B	2.17	2.02	1.48	1.35	1.21

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	39,090	45,900	50,650
增长率		7.9%	-10.0%	-15.3%	17.4%	10.3%
主营业务成本	-42,114	-44,142	-39,241	-33,962	-38,764	-42,370
%销售收入	88.6%	86.0%	85.0%	86.9%	84.5%	83.7%
毛利	5,422	7,168	6,924	5,128	7,136	8,280
%销售收入	11.4%	14.0%	15.0%	13.1%	15.5%	16.3%
营业税金及附加	-112	-162	-141	-145	-170	-187
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,136	-1,047	-1,107	-1,016	-1,193	-1,317
%销售收入	2.4%	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-1,120	-1,534	-1,562	-1,759	-2,066	-2,279
%销售收入	2.4%	3.0%	3.4%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-467	-704	-857	-704	-826	-912
%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	1,504	2,881	3,585
%销售收入	5.4%	7.3%	7.1%	3.8%	6.3%	7.1%
财务费用	264	118	-39	5	-167	-100
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-512	-915	-1,682	-792	-60	-133
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	2,397	3,554	4,311
营业利润率	5.3%	6.7%	5.4%	6.1%	7.7%	8.5%
营业外收支	111	-251	96	-30	50	50
税前利润	2,619	3,193	2,580	2,367	3,604	4,361
利润率	5.5%	6.2%	5.6%	6.1%	7.9%	8.6%
所得税	-469	-306	-345	-355	-541	-654
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	2,012	3,064	3,706
少数股东损益	-7	-16	-13	15	15	15
归属于母公司的净利润	2,157	2,903	2,247	1,997	3,049	3,691
净利率	4.5%	5.7%	4.9%	5.1%	6.6%	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	2,012	3,064	3,706
少数股东损益	-7	-16	-13	15	15	15
非现金支出	2,150	3,132	5,213	3,732	2,928	3,067
非经营收益	329	129	-21	247	413	323
营运资金变动	750	1,897	-5,088	-876	2,487	306
经营活动现金净流	5,378	8,045	2,338	5,116	8,893	7,403
资本开支	-4,183	-8,160	-7,819	-4,204	-2,810	-2,801
投资	-108	-935	-2,371	-60	-35	-40
其他	273	385	201	-150	-100	-50
投资活动现金净流	-4,019	-8,711	-9,989	-4,414	-2,945	-2,891
股权募资	8	6,741	0	-328	0	0
债权募资	411	3,455	4,122	913	-2,347	-823
其他	-798	-3,001	-584	-771	-973	-1,070
筹资活动现金净流	-379	7,194	3,538	-186	-3,320	-1,893
现金净流量	1,111	6,537	-4,141	516	2,627	2,619

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	11,928	14,275	16,609
应收款项	8,342	8,598	11,070	10,971	10,088	11,132
存货	9,137	7,799	7,164	7,414	8,462	9,249
其他流动资产	3,268	3,636	6,495	6,964	7,493	7,869
流动资产	32,688	38,983	36,418	37,278	40,317	44,859
%总资产	67.7%	59.3%	55.7%	55.0%	56.8%	59.3%
长期投资	463	917	1,060	1,170	1,215	1,265
固定资产	12,533	21,025	20,997	21,920	21,739	21,517
%总资产	25.9%	32.0%	32.1%	32.4%	30.6%	28.4%
无形资产	761	1,141	2,213	2,354	2,509	2,651
非流动资产	15,612	26,792	28,941	30,452	30,679	30,845
%总资产	32.3%	40.7%	44.3%	45.0%	43.2%	40.7%
资产总计	48,300	65,775	65,359	67,730	70,996	75,705
短期借款	6,510	9,223	10,186	10,745	8,398	7,575
应付款项	21,564	21,133	17,303	17,498	19,564	21,391
其他流动负债	4,021	6,733	4,387	4,196	5,155	5,794
流动负债	32,095	37,090	31,876	32,439	33,117	34,760
长期贷款	2,396	3,423	6,369	6,869	6,869	6,869
其他长期负债	2,072	3,783	4,238	4,261	4,396	4,492
负债	36,563	44,296	42,482	43,568	44,381	46,121
普通股股东权益	11,663	21,418	22,902	24,171	26,610	29,563
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	13,531	15,970	18,923
少数股东权益	74	61	-25	-10	5	20
负债股东权益合计	48,300	65,775	65,359	67,730	70,996	75,705

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.703	0.787	0.609	0.541	0.827	1.001
每股净资产	3.804	5.807	6.209	6.554	7.215	8.016
每股经营现金净流	1.754	2.181	0.634	1.387	2.411	2.007
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.108	0.165	0.200
回报率						
净资产收益率	18.49%	13.56%	9.81%	8.26%	11.46%	12.49%
总资产收益率	4.47%	4.41%	3.44%	2.95%	4.29%	4.88%
投入资本收益率	10.24%	9.82%	7.13%	3.05%	5.83%	6.90%
增长率						
主营业务收入增长率	69.71%	7.94%	-10.03%	-15.33%	17.42%	10.35%
EBIT增长率	1707.28%	43.83%	-12.46%	-53.82%	91.52%	24.42%
净利润增长率	6065.37%	34.61%	-22.60%	-11.14%	52.66%	21.09%
总资产增长率	42.39%	36.18%	-0.63%	3.63%	4.82%	6.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	40.2	58.3	78.0	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	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	77.0	119.2	133.2	151.0	124.0	107.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.98%	-29.96%	11.97%	14.73%	-4.27%	-14.51%
EBIT利息保障倍数	-9.8	-31.5	84.3	-298.9	17.3	35.7
资产负债率	75.70%	67.34%	65.00%	64.33%	62.51%	60.92%

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	0	3	8	14	27
增持	1	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.20	1.18	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	2023-08-23	买入	14.58	N/A
2	2023-10-31	买入	13.38	N/A
3	2024-04-28	买入	11.73	N/A
4	2024-07-18	买入	9.10	N/A
5	2024-08-23	买入	9.90	N/A
6	2024-10-29	买入	15.21	N/A
7	2025-04-29	买入	9.25	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

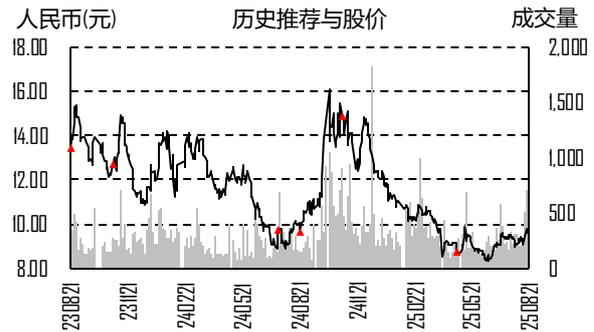
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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