

**事件：**2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 210.52 亿元，同比-4.13%；归母净利润 7.31 亿元，同比-41.01%；扣非归母净利润 8.36 亿元，同比-31.95%。2025H1，公司经营性净现金流 37.8 亿元，同比增长超 150%；计提信用及资产减值准备共 6.62 亿元，其中计提资产减值损失 6.12 亿元，计提信用减值损失 0.50 亿元。

2025Q2，公司实现营业收入 124.67 亿元，同比+0.85%，环比+45.20%；实现归母净利润 6.84 亿元，同比+3.51%，环比+1346.82%；实现扣非净利润 7.49 亿元，同比+26.92%，环比+757.26%。

➤ **组件坚持利润优先，深耕高毛利市场。**2025H1，公司组件销售 14.8GW，较去年同期基本持平，通过高毛利市场布局，光伏业务毛利率保持健康状态；组件出货量排名前三的地区分别为中国、美洲、欧洲，其中北美市场的市占率环比提升 4%，同比出货量增 15%。公司对产业链垂直一体化进行了积极布局，预计 2025 年末，公司拉棒、硅片、电池片和组件产能将分别达到 31GW、37GW、32.4GW 和 51.2GW。公司主动限产保价，响应并执行“反内卷”政策，预计 2025Q3 组件出货量调整为 5.0-5.3GW，全年组件出货量预计达 25-27GW，继续通过技术领先与全球化渠道等优势巩固市场份额。

➤ **储能第二主业已成为新增长极。**2025H1，公司储能销售 3.1GWh（含户用储能），同比+19.23%；其中 2025Q 储能交 2.2GWh，环比增长超 140%。截至报告期末，阿特斯储能科技（e-STORAGE）已签署合同在手订单金额 30 亿美元（含长期服务合同），公司已经成功向全球市场交付了 13GWh 的储能解决方案。公司持续扩大储能产能，预计 2025 年末，储能系统产能将达到 15GWh，储能电芯产能将达到 3GWh。公司预期 2025Q3 储能出货量 2.1-2.3GWh，全年储能出货量将达 7-9 GWh，储能业务毛利率持续领跑行业，成为利润增长的核心引擎。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 391.69、458.91、551.48 亿元，对应增速分别为-15.2%、17.2%、20.2%；归母净利润分别为 17.20、29.37、37.51 亿元，对应增速分别为-23.5%、70.7%、27.7%，以 8 月 22 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 21、13X、10X，公司储能第二主业已成为新增长极，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧，国际贸易风险等。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**9.96 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 年年报及 2025 年一季报点评：25Q1 受关税影响业绩承压，大储出货高指引-2025/05/04
- 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

**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	39,169	45,891	55,148
增长率 (%)	-10.0	-15.2	17.2	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,247	1,720	2,937	3,751
增长率 (%)	-22.6	-23.5	70.7	27.7
每股收益 (元)	0.61	0.47	0.80	1.02
PE	16	21	13	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

## 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	39,169	45,891	55,148
营业成本	39,241	33,393	39,195	47,032
营业税金及附加	141	118	138	165
销售费用	1,107	940	964	1,158
管理费用	1,562	1,214	1,331	1,572
研发费用	857	666	665	800
EBIT	3,122	3,213	4,057	4,973
财务费用	39	548	512	481
资产减值损失	-1,565	-700	-200	-200
投资收益	-104	-39	-23	-28
营业利润	2,483	1,930	3,345	4,292
营业外收支	96	70	70	70
利润总额	2,580	2,000	3,415	4,362
所得税	345	280	478	611
净利润	2,235	1,720	2,937	3,751
归属于母公司净利润	2,247	1,720	2,937	3,751
EBITDA	6,654	6,834	7,722	8,643

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,689	15,779	19,882	25,239
应收账款及票据	10,017	6,947	7,521	8,272
预付款项	659	1,002	1,176	1,411
存货	7,164	6,916	8,723	10,523
其他流动资产	6,889	4,850	5,077	5,388
流动资产合计	36,418	35,495	42,378	50,834
长期股权投资	396	446	496	546
固定资产	16,852	17,753	17,821	17,746
无形资产	815	715	675	635
非流动资产合计	28,941	28,722	27,977	27,216
资产合计	65,359	64,216	70,355	78,050
短期借款	7,963	7,600	7,600	7,600
应付账款及票据	10,845	11,098	13,640	17,157
其他流动负债	13,067	10,372	11,382	12,258
流动负债合计	31,876	29,071	32,622	37,016
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	40,227	43,879	48,372
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	26,476	29,677
负债和股东权益合计	65,359	64,216	70,355	78,050

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-10.03	-15.16	17.16	20.17
EBIT 增长率	-8.71	2.91	26.26	22.57
净利润增长率	-22.60	-23.46	70.75	27.71
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.00	14.74	14.59	14.72
净利润率	4.87	4.39	6.40	6.80
总资产收益率 ROA	3.44	2.68	4.17	4.81
净资产收益率 ROE	9.81	7.16	11.08	12.63
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.14	1.22	1.30	1.37
速动比率	0.78	0.89	0.94	1.00
现金比率	0.37	0.54	0.61	0.68
资产负债率 (%)	65.00	62.64	62.37	61.98
<b>经营效率</b>				
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	0.60	0.68	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.47	0.80	1.02
每股净资产	6.21	6.51	7.19	8.05
每股经营现金流	0.66	2.27	2.15	2.52
每股股利	0.09	0.08	0.12	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	16	21	13	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.66	6.48	5.74	5.13
股息收益率 (%)	0.94	0.76	1.23	1.50

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,235	1,720	2,937	3,751
折旧和摊销	3,531	3,621	3,665	3,670
营运资金变动	-4,996	1,712	570	1,095
经营活动现金流	2,430	8,376	7,940	9,287
资本开支	-7,819	-3,226	-2,707	-2,702
投资	-2,371	169	-100	-100
投资活动现金流	-9,989	-3,149	-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	-1,137	-988	-1,090
现金净流量	-4,049	4,090	4,102	5,357

## 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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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