公司研究 | 点评报告 | 阿特斯（688472.SH）

# Q2 组件业务盈利修复，储能业务量利表现优异

## 报告要点

阿特斯发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 210.52 亿元，同比下降 4.13%；归母净利 7.31 亿元，同比下降 41.01%；其中，2025Q2 实现收入 124.67 亿元，同比增长 0.85%，环比增长 45.2%；归母净利 6.84 亿元，同比增长 3.51%，环比增长 1346.82%。

## 分析师及联系人

邬博华
SAC：S0490514040001
SFC：BQK482

曹海花
SAC：S0490522030001

王耀
SAC：S0490524120006

任佳惠
SAC：S0490524070005

申浩树
SAC：S0490525060004

| 证券研究报告 |

2025-08-25

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

阿特斯（688472.SH）

# Q2 组件业务盈利修复，储能业务量利表现优异

## 事件描述

阿特斯发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 210.52 亿元，同比下降 4.13%；归母净利 7.31 亿元，同比下降 41.01%；其中，2025Q2 实现收入 124.67 亿元，同比增长 0.85%，环比增长 45.2%；归母净利 6.84 亿元，同比增长 3.51%，环比增长 1346.82%。

## 事件评论

- 组件业务，2025H1 出货 14.8GW，其中北美出货同比增长 15%，北美市占率环比提升 4%，展现出增长韧性；毛利率为 8.4%，同比下降 5.5pct，主要是光伏组件售价下滑以及关税成本大幅增加。拆分至 Q2，组件出货 7.9GW，其中北美占比 36%，预计单瓦净利环比修复，主要是公司通过优化供应链降低了关税影响。
- 储能业务，2025H1 出货 3.1GWh，同比增长 19.2%，毛利率 31.4%，同比提升 8.1pct，预计单瓦净利保持良好。拆分至 Q2，储能出货 2.2GWh，环比增长超 140%，预计单瓦净利环比提升，量利齐升支撑 Q2 业绩改善。
- 其他财务指标，2025H1 资产减值损失 6.1 亿，其中固定资产减值 3.3 亿（预计 PERC 产能减值较为充分），存货跌价损失 2.8 亿。2025H1 经营性净现金流 37.8 亿，同比增长超 150%，得益于光伏业务战略取舍以及储能业务强势突破。
- 展望下半年，光伏方面，公司坚持利润优先原则，主动优化出货节奏以应对行业波动，预计 Q3 组件出货 5.0-5.3GW，全年出货 25-27GW，美国“大而美”法案增强了受限制外国实体限制，公司正在积极研究应对举措，降低政策对业绩的影响程度；储能方面，公司储能系统已签署合同的在手订单金额达 30 亿美元，为后续业绩增长提供坚实支撑，预计 Q3 储能出货 2.1-2.3GWh，全年出货 7-9GWh，储能毛利率持续领跑行业，成为利润增长核心引擎。预计 2025 年归母净利 24 亿元，对应 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

1、全球产业政策风险；

2、技术升级迭代风险。

**公司基础数据**

| | |
|---|---|
| 当前股价(元) | 9.96 |
| 总股本(万股) | 368,822 |
| 流通A股/B股(万股) | 139,273/0 |
| 每股净资产(元) | 6.32 |
| 近12月最高/最低价(元) | 16.69/8.34 |

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

**市场表现对比图(近 12 个月)**

资料来源：Wind

**相关研究**

- 《积极应对美国关税壁垒，加强技术创新稳固光储龙头地位》2025-05-23
- 《Q3 业绩延续环增，美国组件占比、储能量利超预期》2024-11-16
- 《美国本土产能速度领先，全年大储出货目标上调》2024-08-30

更多研报请访问
长江研究小程序

# 风险提示

1、全球产业政策风险。美国、欧洲、印度、巴西等国家和地区对光伏产业政策的动态调整，如传统关税，“强迫劳动”、碳关税、知识产权诉讼、碳足迹认证等新型贸易壁垒的设置，会增加中国光伏产业对外贸易的难度。

2、技术升级迭代风险。光伏行业仍处于技术升级迭代的过程中，新技术、新产品不断涌现，若公司在新品研发及量产上不能及时满足市场需求，不仅可能会面临盈利下降或失去市场竞争力的风险，原有产能还可能面临被动出清的风险。

## 财务报表及预测指标

**利润表（百万元）**

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **46165** | **38650** | **49210** | **57059** |
| 营业成本 | 39241 | 32926 | 41199 | 47573 |
| **毛利** | **6924** | **5724** | **8011** | **9486** |
| %营业收入 | 15% | 15% | 16% | 17% |
| 营业税金及附加 | 141 | 118 | 150 | 174 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 1107 | 1005 | 1230 | 1426 |
| %营业收入 | 2% | 3% | 3% | 3% |
| 管理费用 | 1562 | 1662 | 1722 | 1997 |
| %营业收入 | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 研发费用 | 857 | 717 | 913 | 1059 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 财务费用 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 加：资产减值损失 | -1565 | -600 | -300 | -300 |
| 信用减值损失 | -117 | -200 | -100 | -100 |
| 公允价值变动收益 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -104 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **2483** | **2810** | **4477** | **5110** |
| %营业收入 | 5% | 7% | 9% | 9% |
| 营业外收支 | 96 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **2580** | **2810** | **4477** | **5110** |
| %营业收入 | 6% | 7% | 9% | 9% |
| 所得税费用 | 345 | 422 | 672 | 766 |
| 净利润 | 2235 | 2389 | 3806 | 4343 |
| **归属于母公司所有者的净利润** | **2247** | **2402** | **3827** | **4368** |
| 少数股东损益 | -13 | -14 | -22 | -25 |
| **EPS（元）** | **0.61** | **0.65** | **1.04** | **1.18** |

**现金流量表（百万元）**

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **2430** | **5510** | **7334** | **8198** |
| 取得投资收益收回现金 | 201 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | -52 | -52 | -52 | -52 |
| 资本性支出 | -7819 | -3331 | -3331 | -3332 |
| 其他 | -2320 | 106 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流净额** | **-9989** | **-3276** | **-3383** | **-3384** |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 51 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 4023 | 1076 | 1076 | 1076 |
| 筹资成本 | -831 | -336 | 0 | 0 |
| 其他 | 347 | 1131 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **3538** | **1922** | **1076** | **1076** |
| **现金净流量（不含汇率变动影响）** | **-4020** | **4157** | **5028** | **5890** |

**资产负债表（百万元）**

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 11689 | 15877 | 20905 | 26796 |
| 交易性金融资产 | 2035 | 2035 | 2035 | 2035 |
| 应收账款 | 9155 | 7465 | 9459 | 10916 |
| 存货 | 7164 | 5761 | 7071 | 8035 |
| 预付账款 | 659 | 553 | 692 | 799 |
| 其他流动资产 | 5716 | 5047 | 5987 | 6686 |
| **流动资产合计** | **36418** | **36738** | **46149** | **55266** |
| 长期股权投资 | 396 | 448 | 499 | 551 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 16852 | 16469 | 16086 | 15453 |
| 无形资产 | 815 | 801 | 787 | 773 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 2213 | 2778 | 2778 | 2778 |
| 其他非流动资产 | 8665 | 8984 | 9410 | 9835 |
| **资产总计** | **65359** | **66217** | **75709** | **84656** |
| 短期贷款 | 7963 | 9040 | 10116 | 11192 |
| 应付款项 | 6263 | 5255 | 6575 | 7592 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 345 | 290 | 363 | 419 |
| 应交税费 | 919 | 769 | 979 | 1136 |
| 其他流动负债 | 16385 | 14754 | 17760 | 20058 |
| **流动负债合计** | **31876** | **30108** | **35794** | **40398** |
| 长期借款 | 6369 | 6369 | 6369 | 6369 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 117 | 106 | 106 | 106 |
| 其他非流动负债 | 4120 | 4332 | 4332 | 4332 |
| **负债合计** | **42482** | **40914** | **46600** | **51204** |
| 归属于母公司所有者权益 | 22902 | 25341 | 29168 | 33536 |
| 少数股东权益 | -25 | -38 | -60 | -85 |
| **股东权益** | **22877** | **25303** | **29108** | **33452** |
| **负债及股东权益** | **65359** | **66217** | **75709** | **84656** |

**基本指标**

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 0.61 | 0.65 | 1.04 | 1.18 |
| 每股经营现金流 | 0.66 | 1.49 | 1.99 | 2.22 |
| 市盈率 | 20.59 | 15.29 | 9.60 | 8.41 |
| 市净率 | 2.02 | 1.45 | 1.26 | 1.10 |
| EV/EBITDA | 7.91 | 7.04 | 4.77 | 3.71 |
| 总资产收益率 | 3.4% | 3.6% | 5.1% | 5.2% |
| 净资产收益率 | 9.8% | 9.5% | 13.1% | 13.0% |
| 净利率 | 4.9% | 6.2% | 7.8% | 7.7% |
| 资产负债率 | 65.0% | 61.8% | 61.6% | 60.5% |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.59 | 0.69 | 0.71 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 看　　好： | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | 中　　性： | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | 看　　淡： | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 买　　入： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10% |
| | 增　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间 |
| | 中　　性： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | 减　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。