

阿特斯 (688472)

2025 年中报点评: 高质量光伏战略+储能强势突破, 25H1 业绩超市场预期

买入 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

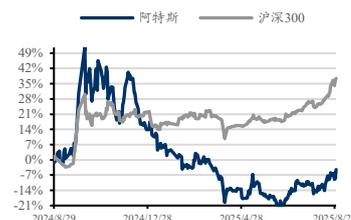
执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	51,310	46,165	42,893	51,327	58,632
同比 (%)	7.94	(10.03)	(7.09)	19.66	14.23
归母净利润 (百万元)	2,903	2,247	2,281	3,164	3,881
同比 (%)	34.61	(22.60)	1.51	38.69	22.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.79	0.61	0.62	0.86	1.05
P/E (现价&最新摊薄)	12.33	15.94	15.70	11.32	9.23

投资要点

- **公司发布 2025 年中报, 25H1 营收 210.5 亿, 同比-4.1%, 归母净利 7.3 亿, 同比-41.0%; 其中 Q2 营收 124.7 亿, 同环比+0.9%/+45.2%, 归母净利 6.8 亿, 同环比+3.5%/+1346.8%, 业绩略超市场预期。**
- **组件高价市场支撑、盈利优于同行。**25H1 公司组件出货 14.8GW, 其中 Q2 出货 7.9GW, 环增 14%。Q2 公司计提 5.5 亿的 PERC 及库存资产减值后, 组件基本盈亏平衡, 显著优于同行, 主要是美国本土组件工厂持续爬坡生产贡献利润, 据我们测算, Q2 美国出货占比预计 30%+。公司预计 25Q3 组件出货 5-5.3GW, 全年出货 25-27GW, 同比-16%左右。新技术上, 公司 HJT 电池转换效率达 27.1%, 良率 99%, 同时研发 BC 和钙钛矿叠层, 强化技术储备。
- **储能增长势头强劲、在手订单充足。**25H1 公司储能出货 3.1GWh, 同增 19%, 我们预计贡献 7-8 亿利润, 对应单 wh 利润预计 2.5 毛/wh, 其中 Q2 出货 2.2GWh, 环增 140%+。除美国市场外, 公司在加拿大、拉美、英国等市场持续开拓, 截至 Q2 末公司储能在手订单金额达 30 亿美元 (含长期服务协议), 为后续业绩增长提供坚实支撑。公司预计 25Q3 储能出货 2.1-2.3GWh, 全年出货 7-9GWh, 同增 20%+。
- **费用率有所提升、现金流大幅增长。**公司 H1 期间费用率 8.8%, 同比 +1.3pct, 主要系储能板块管理人员增加, 同时组件板块辞退福利增加导致管理费用同比+37.4%。H1 期间经营活动现金流净额大幅增长至 37.82 亿元, 同比+157.95%, 主要受益于贷款回笼加快及储能预收款增加, 同时公司持续优化库存, 采购支出较去年同期减少。
- **盈利预测与投资评级:** 由于上半年光伏行业竞争依然激烈, 公司盈利承压, 我们下调 25-26 年盈利预测, 预计 25-26 年归母净利润分别为 22.8/31.6 亿元 (原预期 25/26 年为 37.3/45.9 亿元), 新增预期 27 年归母净利润 38.8 亿元, 同比+1.5%/+38.7%/+22.7%, 对应 PE 分别为 16/11/9x。考虑储能业务成为第二增长曲线, 公司组件业务高价市场支撑, 我们给予 26 年 16xPE, 目标价 13.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期, 汇率变动等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.12
一年最低/最高价	8.34/16.69
市净率(倍)	1.60
流通 A 股市值(百万元)	14,094.44
总市值(百万元)	37,324.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.32
资产负债率(% ,LF)	66.21
总股本(百万股)	3,688.22
流通 A 股(百万股)	1,392.73

相关研究

- 《阿特斯(688472): 2024 年业绩快报点评: 组件平衡量利, 储能持续双高》
2025-03-03
- 《阿特斯(688472): 2024 三季度报点评: 组件稳健经营, 储能量利双新高》
2024-11-01

阿特斯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	36,418	31,904	37,343	41,282	营业总收入	46,165	42,893	51,327	58,632
货币资金及交易性金融资产	13,724	15,156	14,260	15,891	营业成本(含金融类)	39,241	36,627	43,331	49,607
经营性应收款项	10,815	8,641	11,135	12,277	税金及附加	141	109	154	205
存货	7,164	5,112	7,632	8,944	销售费用	1,107	944	1,335	1,407
合同资产	2,196	309	1,405	1,014	管理费用	1,562	1,330	1,745	1,888
其他流动资产	2,520	2,686	2,911	3,157	研发费用	857	538	821	879
非流动资产	28,941	34,916	38,061	43,019	财务费用	39	370	649	782
长期股权投资	396	431	476	541	加:其他收益	1,067	1,287	924	997
固定资产及使用权资产	18,343	25,497	29,274	33,697	投资净收益	(104)	(172)	(154)	(147)
在建工程	4,145	2,829	2,166	2,633	公允价值变动	(13)	200	20	39
无形资产	815	820	825	820	减值损失	(1,682)	(1,703)	(395)	(248)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	34	(26)	(18)
长期待摊费用	1,399	1,489	1,469	1,474	营业利润	2,483	2,622	3,662	4,487
其他非流动资产	3,843	3,850	3,852	3,855	营业外净收支	96	(25)	(20)	(20)
资产总计	65,359	66,820	75,403	84,301	利润总额	2,580	2,597	3,642	4,467
流动负债	31,876	21,773	25,073	27,301	减:所得税	345	312	473	581
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,186	3,807	2,478	2,222	净利润	2,235	2,285	3,168	3,886
经营性应付款项	10,845	10,081	11,951	13,668	减:少数股东损益	(13)	4	4	5
合同负债	2,967	2,637	3,198	3,617	归属母公司净利润	2,247	2,281	3,164	3,881
其他流动负债	7,878	5,248	7,446	7,795	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.62	0.86	1.05
非流动负债	10,606	13,256	15,371	18,155	EBIT	3,122	3,345	3,941	4,645
长期借款	6,369	8,669	10,469	12,969	EBITDA	6,654	8,001	9,721	11,804
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.00	14.61	15.58	15.39
租赁负债	1,432	1,782	2,097	2,380	归母净利率(%)	4.87	5.32	6.16	6.62
其他非流动负债	2,806	2,806	2,806	2,806	收入增长率(%)	(10.03)	(7.09)	19.66	14.23
负债合计	42,482	35,030	40,445	45,456	归母净利润增长率(%)	(22.60)	1.51	38.69	22.68
归属母公司股东权益	22,902	31,811	34,975	38,856					
少数股东权益	(25)	(21)	(16)	(11)					
所有者权益合计	22,877	31,791	34,959	38,845					
负债和股东权益	65,359	66,820	75,403	84,301					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,430	9,788	8,004	12,059	每股净资产(元)	6.21	7.38	8.11	9.01
投资活动现金流	(9,989)	(10,787)	(9,114)	(12,302)	最新发行在外股份(百万股)	3,688	3,688	3,688	3,688
筹资活动现金流	3,538	2,186	199	1,825	ROIC(%)	7.11	6.77	7.14	7.60
现金净增加额	(4,049)	1,187	(911)	1,582	ROE-摊薄(%)	9.81	7.17	9.05	9.99
折旧和摊销	3,531	4,655	5,780	7,159	资产负债率(%)	67.34	65.00	52.42	53.64
资本开支	(7,819)	(10,499)	(8,954)	(12,092)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.94	15.70	11.32	9.23
营运资本变动	(4,996)	519	(2,126)	(72)	P/B(现价)	1.56	1.32	1.20	1.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>