

储能强势突破，高盈利支撑公司业绩

——阿特斯 2025 半年报点评



买入(首次)

行业：电力设备

日期：2025年09月18日

分析师：开文明

E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523070002

分析师：刘清馨

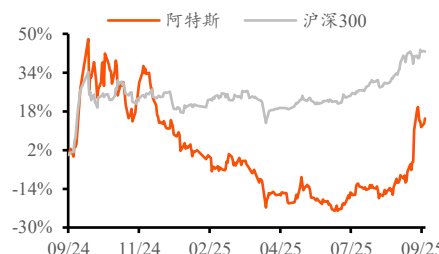
E-mail: liuqingxin@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523090001

基本数据

09月16日收盘价(元)	12.50
12mthA股价格区间(元)	8.34-16.69
总股本(百万股)	3,688.22
无限售A股/总股本	37.76%
流通市值(亿元)	174.09

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

公司发布 2025 年半年报，公司上半年实现营业收入 210.52 亿元，同比-4.12%；归母净利润为 7.31 亿元，同比-41.01%。其中二季度实现营业收入 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%。公司上半年通过高质量光伏业务的战略取舍与储能第二增长极的强势突破，维持了业绩韧性，巩固了行业地位。

光伏组件业务国际化稳步推进。公司上半年组件出货量 14.8GW，其中一季度出货 6.9GW，二季度出货 7.9GW，公司稳步推进深度国际化，组件海外产能提产、销售顺利，在高毛利区域的市场份额领先，组件毛利率保持健康状态。未来响应“反内卷”政策，公司预计继续维持量和利的平衡，第三季度预计出货主动调整至 5-5.3GW，全年组件出货预计为 25-27GW。目前公司美国组件工厂已提产，预计今年组件产量将超过 3.5GW，同时公司正在美国规划建设电池片生产基地，预计明年投产。

储能展现强劲动能，在手订单充足，毛利率领跑行业，为业绩提供坚实支撑。公司上半年储能出货量达 3.1GWh，其中二季度出货 2.2GWh，环比上季度增长超 140%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司储能系统已签署合同的手订单金额达 30 亿美元。预计三季度大型储能出货 2.1-2.3GWh，全年出货量将达 7-9GWh。公司储能毛利率持续领跑行业，为公司业绩提供坚实支撑。

投资建议

我们认为公司光伏组件业务稳健运行，美国地区产能贡献增量；同时储能业务作为第二增长曲线，在手订单充足，毛利率领跑行业，有效支撑公司业绩。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 458.41 亿元、503.06 亿元、549.91 亿元，同比分别-0.7%、+9.7%、+9.3%；归母净利润为 20.19 亿元、28.24 亿元、33.87 亿元，同比分别-10.1%、+39.9%、+19.9%。9 月 16 日股价对应 PE 分别为 23、16、14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，市场竞争加剧，国际贸易政策不确定

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,165	45,841	50,306	54,991
年增长率(%)	-10.0%	-0.7%	9.7%	9.3%
归属于母公司的净利润	2,247	2,019	2,824	3,387
年增长率(%)	-22.6%	-10.1%	39.9%	19.9%
每股收益(元)	0.61	0.55	0.77	0.92
市盈率(X)	20.59	22.83	16.32	13.61
净资产收益率(%)	9.8%	8.2%	10.5%	11.3%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 09 月 16 日收盘价）

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,983	36,418	40,027	47,118	55,431
货币资金	18,950	11,689	17,105	22,520	28,864
应收及预付	8,334	10,676	10,531	11,554	12,628
存货	7,799	7,164	6,133	6,304	6,707
其他流动资产	3,900	6,889	6,258	6,739	7,231
非流动资产	26,792	28,941	27,811	25,621	22,784
长期股权投资	344	396	396	396	396
固定资产	16,759	16,852	16,411	15,099	13,009
在建工程	4,266	4,145	3,316	2,653	2,122
无形资产	829	815	800	783	765
其他长期资产	4,594	6,732	6,888	6,690	6,492
资产总计	65,775	65,359	67,839	72,739	78,215
流动负债	37,090	31,876	32,428	34,912	37,493
短期借款	6,887	7,963	8,463	8,963	9,463
应付及预收	12,138	10,845	10,425	11,405	12,434
其他流动负债	18,064	13,067	13,540	14,543	15,596
非流动负债	7,206	10,606	10,807	10,807	10,807
长期借款	3,423	6,369	6,369	6,369	6,369
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,783	4,238	4,438	4,438	4,438
负债合计	44,296	42,482	43,235	45,718	48,300
股本	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
资本公积	7,622	7,851	7,851	7,851	7,851
留存收益	10,320	12,132	13,881	16,282	19,162
归属母公司股东权益	21,418	22,902	24,614	27,015	29,895
少数股东权益	61	-25	-10	5	20
负债和股东权益	65,775	65,359	67,839	72,739	78,215

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	51,310	46,165	45,841	50,306	54,991
营业成本	44,286	39,241	39,506	43,220	47,117
营业税金及附加	162	141	138	151	165
销售费用	903	1,107	1,008	1,006	1,100
管理费用	1,534	1,562	1,467	1,610	1,760
研发费用	704	857	779	855	935
财务费用	-118	39	-46	50	55
资产减值损失	-847	-1,565	-1,000	-500	-300
公允价值变动收益	117	-13	0	0	0
投资净收益	-196	-104	0	0	0
营业利润	3,444	2,483	2,288	3,214	3,860
营业外收支	-251	96	50	50	50
利润总额	3,193	2,580	2,338	3,264	3,910
所得税	306	345	304	424	508
净利润	2,887	2,235	2,034	2,839	3,402
少数股东损益	-16	-13	15	15	15
归属母公司净利润	2,903	2,247	2,019	2,824	3,387
EBITDA	5,637	6,654	5,806	7,034	7,832
EPS (元)	0.85	0.61	0.55	0.77	0.92

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,235	2,430	6,415	7,093	7,615
净利润	2,887	2,235	2,034	2,839	3,402
折旧摊销	2,217	3,531	3,513	3,720	3,867
营运资金变动	2,087	-4,996	330	-91	-88
其它	1,044	1,660	538	624	434
投资活动现金流	-8,711	-9,989	-1,869	-1,580	-1,080
资本支出	-8,160	-7,819	-1,980	-1,480	-980
投资变动	-935	-2,371	-100	-100	-100
其他	385	201	211	0	0
筹资活动现金流	7,194	3,538	837	-97	-191
银行借款	2,640	4,023	500	500	500
股权融资	6,741	0	0	0	0
其他	-2,187	-485	337	-597	-691
现金净增加额	6,726	-4,049	5,416	5,416	6,344
期初现金余额	5,129	11,855	7,807	13,222	18,638
期末现金余额	11,855	7,807	13,222	18,638	24,982

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	7.9%	-10.0%	-0.7%	9.7%	9.3%
营业利润增长	37.3%	-27.9%	-7.9%	40.4%	20.1%
归母净利润增长	34.6%	-22.6%	-10.1%	39.9%	19.9%
获利能力					
毛利率	13.7%	15.0%	13.8%	14.1%	14.3%
净利率	5.6%	4.8%	4.4%	5.6%	6.2%
ROE	13.6%	9.8%	8.2%	10.5%	11.3%
ROIC	8.8%	6.6%	4.6%	6.2%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	67.3%	65.0%	63.7%	62.9%	61.8%
净负债比率	-24.1%	27.5%	8.2%	-10.8%	-29.2%
流动比率	1.05	1.14	1.23	1.35	1.48
速动比率	0.75	0.78	0.93	1.05	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.70	0.69	0.72	0.73
应收账款周转率	9.08	6.26	5.07	5.38	5.37
存货周转率	5.23	5.25	5.94	6.95	7.24
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	0.61	0.55	0.77	0.92
每股经营现金流	2.23	0.66	1.74	1.92	2.06
每股净资产	5.81	6.21	6.67	7.32	8.11
估值比率					
P/E	14.86	20.59	22.83	16.32	13.61
P/B	2.17	2.02	1.87	1.71	1.54
EV/EBITDA	7.34	7.91	8.29	6.14	4.77

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。