

阿特斯（688472）

阿特斯：公告美国市场业务调整，保障美国长期经营

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	51,310	46,165	42,389	37,913	43,544
同比（%）	7.94	(10.03)	(8.18)	(10.56)	14.85
归母净利润（百万元）	2,903	2,247	1,504	2,631	3,510
同比（%）	34.61	(22.60)	(33.05)	74.85	33.42
EPS-最新摊薄（元/股）	0.79	0.61	0.41	0.71	0.95
P/E（现价&最新摊薄）	21.85	28.23	42.17	24.12	18.08

投资要点

- **事件：**公司公告美国业务调整：1）公司拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N，其中公司持有 24.9%、CSIQ 持有 75.1% 股份。公司 M/N 将分别从事美国的光伏业务/储能业务，并将通过租赁公司的海外资产运营。2）公司计划将通过股权转让，将供应美国市场的海外工厂（包括已建成的 THX1 光伏切片厂、建设中的 SSTH 储能厂和 GNCM 电池厂）重组为 CSIQ 控股 75.1%、公司持股 24.9% 的架构。
- **降低美国产能股权比例、满足 OBBB 要求。**公司在美国已投产 5GW 光伏组件工厂，当前满产运行；按美国 IRA 制造补贴，组件每 W 可享 7 美分补贴；公司预计美国电池工厂一期将于 26 年 3 月投产，总规划 5GW 电池、每 W 可享 4 美分补贴。公司预计美国储能工厂一期将于 26 年 12 月投产。为满足 OBBB 法案 FEOC 要求，公司需将美国产能股权比例降至 25% 以下，而后可获得正常补贴。海外光伏切片工厂 THX1 产能约 8GW 已建成，海外储能工厂 SSTH 和电池厂 GNCM 约 3GWh/2.9GW 在建，公司预计 26 年投产。
- **股权变动落地、获取一次性转让费、后续对美 25% 股权+租赁服务费。**公司海外非美三家工厂净资产评估总价为 4.6933 亿元，故本次转让 75.1% 股权交易金额约 3.52 亿元。公司可获一次性股权转让对价，且享有后续美国业务 24.9% 持续收益。公司 M、N 将通过租赁公司的部分海外资产开始运营，2026 年度日常关联交易中预计租金不超 10.99 亿元，可持续获取租赁服务费。
- **26 年储能出货高增、光伏保利控量。**公司储能订单充沛，截止 25 年 10 月 31 日在手订单为 31 亿美元（包括长期服务协议），公司预计 25 全年出货 7.9-8.1GWh、26 全年约 14-17GWh，同增 73-115%。组件稳健经营、盈利优先，26 全年公司预计出货 25-30GW，同增 1-22%。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司将美国市场相关业务的控股权转移给控股股东，我们下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 15.0/26.3/35.1 亿元（前值为 15.0/32.4/42.7 亿元），同比-33%/+75%/+33%。考虑到此举获得了美国市场的长期准入资格和公司的战略安全，且公司的核心业务增长强劲，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。

2025 年 12 月 01 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

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.20
一年最低/最高价	8.34/24.28
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	23,954.98
总市值(百万元)	63,437.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.37
资产负债率(%，LF)	65.96
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)：CSIQ 披露 25Q4 及 26 年展望，CSIQ 在手订单充沛、26 年储能出货翻倍》

2025-11-19

《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》

2025-08-29

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	31,316	30,799	33,514	营业总收入	46,165	42,389	37,913	43,544
货币资金及交易性金融资产	13,724	14,571	13,071	14,051	营业成本(含金融类)	39,241	37,050	33,289	37,537
经营性应收款项	10,815	8,576	8,263	9,142	税金及附加	141	127	114	131
存货	7,164	5,190	5,794	6,731	销售费用	1,107	933	929	1,045
合同资产	2,196	305	1,038	753	管理费用	1,562	1,696	1,441	1,524
其他流动资产	2,520	2,675	2,633	2,837	研发费用	857	678	607	653
非流动资产	28,941	34,916	38,061	43,019	财务费用	39	370	658	792
长期股权投资	396	431	476	541	加:其他收益	1,067	1,907	1,365	1,306
固定资产及使用权资产	18,343	25,497	29,274	33,697	投资净收益	(104)	(170)	1,137	1,089
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)	(1,702)	(370)	(223)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	(34)	19	(13)
长期待摊费用	1,399	1,489	1,469	1,474	营业利润	2,483	1,738	3,048	4,059
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	66,232	68,860	76,533	利润总额	2,580	1,713	3,028	4,039
流动负债	31,876	21,963	19,842	21,217	减:所得税	345	206	394	525
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	1,507	2,634	3,514
经营性应付款项	10,845	10,197	9,181	10,342	减:少数股东损益	(13)	3	4	5
合同负债	2,967	2,668	2,457	2,737	归属母公司净利润	2,247	1,504	2,631	3,510
其他流动负债	7,878	5,292	5,725	5,916	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.41	0.71	0.95
非流动负债	10,606	13,256	15,371	18,155	EBIT	3,122	1,906	1,534	2,654
长期借款	6,369	8,669	10,469	12,969	EBITDA	6,654	6,561	7,314	9,812
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.00	12.60	12.20	13.79
租赁负债	1,432	1,782	2,097	2,380	归母净利率(%)	4.87	3.55	6.94	8.06
其他非流动负债	2,806	2,806	2,806	2,806	收入增长率(%)	(10.03)	(8.18)	(10.56)	14.85
负债合计	42,482	35,220	35,213	39,372	归母净利润增长率(%)	(22.60)	(33.05)	74.85	33.42
归属母公司股东权益	22,902	31,034	33,665	37,175					
少数股东权益	(25)	(22)	(18)	(14)					
所有者权益合计	22,877	31,012	33,647	37,161					
负债和股东权益	65,359	66,232	68,860	76,533					

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	9,269	6,065	10,167	每股净资产(元)	6.21	7.20	7.81	8.62
投资活动现金流	(9,989)	(10,853)	(7,778)	(11,062)	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	3.89	2.84	4.46
现金净增加额	(4,049)	602	(1,515)	930	ROE-摊薄(%)	9.81	4.85	7.81	9.44
折旧和摊销	3,531	4,655	5,780	7,159	资产负债率(%)	67.34	65.00	53.18	51.14
资本开支	(7,819)	(10,567)	(8,909)	(12,087)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.23	42.17	24.12	18.08
营运资本变动	(4,996)	713	(2,170)	(326)	P/B (现价)	2.77	2.39	2.20	1.99

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。

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>