

阿特斯 (688472.SH)

增持 (维持)

拟对美国市场业务进行调整，产能具有稀缺性

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 16.01 元

事件: 公司发布公告, 拟与控股股东 CSIQ 针对美国业务, 进行一系列业务调整。与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N, 分别负责美国光伏及储能业务与产能, 公司持股 24.9%, CSIQ 持股 75.1%。同时, 针对美国之外, 但供应美国的海外工厂 THX1、SSTH 及 GNCM 进行重组。公司持股 24.9%, CSIQ 持股 75.1%。公司将获得一次性股权转让对价 3.5 亿元。

基础数据

| | |
|--------------|---------------------|
| 总股本 (百万股) | 3688 |
| 已上市流通股 (百万股) | 1393 |
| 总市值 (十亿元) | 59.0 |
| 流通市值 (十亿元) | 22.3 |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.4 |
| ROE (TTM) | 5.5 |
| 资产负债率 | 66.0% |
| 主要股东 | Canadian Solar Inc. |
| 主要股东持股比例 | 62.24% |

□ **拟对美国市场业务进行调整。** 公司拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N, 公司持股 24.9%, CSIQ 持股 75.1%。公司 M 将从事美国光伏业务, 包括运营美国的光伏电池片及组件工厂; 公司 N 将从事美国储能业务, 包括运营美国储能电芯、电池包及储能系统制造工厂。M、N 将通过租赁方式展开运营。同时, 公司还拟将在美国之外, 但供应美国的海外工厂 THX1、SSTH、GNCM 进行重组, 公司持股 24.9%, CSIQ 持股 75.1%。公司将获得一次性股权转让对价 3.5 亿元, 且可以享有后续美国业务 24.9% 的持续股权收益及回收前期投资, 预计交割时间为 2025 年 12 月 31 日之前。

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 34 | 94 | 28 |
| 相对表现 | 37 | 76 | 12 |



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **美国光储市场空间大、盈利好, 出口壁垒高。** 美国是全球第二大光伏市场, 电力市场机制成熟; 跟光伏协同共生的储能业务因可以参与多重服务, 商业模式清晰, 投资回报高, 也处于快速爆发期。美国光储市场空间大、盈利能力好, 主要得益于 IRA 相关补贴加持, 其中包括下游的投资补贴以及本土制造补贴。但受到双反及关税影响, 国内企业对美出口贸易壁垒高; 同时, 在 OBBBA 法案限制下, 进一步压缩了国内企业通过在美建厂供应的路径。

相关报告

1、《阿特斯 (688472) — 稳健的国际化组件企业, 储能业务上新台阶》
2025-11-11

□ **业务调整后, 公司美国产能具有稀缺性。** 公司此次针对美国市场的业务调整, 主要是针对 OBBBA 的合规, 保障在美产能以及下游客户的税收抵免。控股公司 CSIQ 于 2001 年在加拿大注册成立, 在大比例持有美国本土产能后, 我们认为其将成为少数美国产能满足 OBBBA 要求的国内企业, 具有较强的稀缺性。对于公司而言, 一方面可以获得非美产能的一次性股权对价及美国产能的租金收益, 还能够持续享有后续美国业务 24.9% 的持续股权收益。目前公司在美光储业务产能包括 5GW 电池片、5GW 组件、3GWh 电芯、6GWh 储能集成产能, 后续若公司持续加码在美产能投资, 盈利弹性更高。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

□ **投资建议:** 调整公司 25-26 年归母净利润至 18.74、29.25 亿元, 对应 PE32X、20X, 维持“增持”评级。

□ **风险提示:** 业务调整不及预期、美国光储需求疲软、贸易壁垒进一步加剧等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 51310 | 46165 | 37901 | 35638 | 45745 |
| 同比增长 | 8% | -10% | -18% | -6% | 28% |
| 营业利润(百万元) | 3444 | 2483 | 2169 | 3260 | 5452 |
| 同比增长 | 37% | -28% | -13% | 50% | 67% |
| 归母净利润(百万元) | 2903 | 2247 | 1874 | 2925 | 4900 |
| 同比增长 | 35% | -23% | -17% | 56% | 68% |
| 每股收益(元) | 0.79 | 0.61 | 0.51 | 0.79 | 1.33 |
| PE | 20.3 | 26.3 | 31.5 | 20.2 | 12.1 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 1.9 |

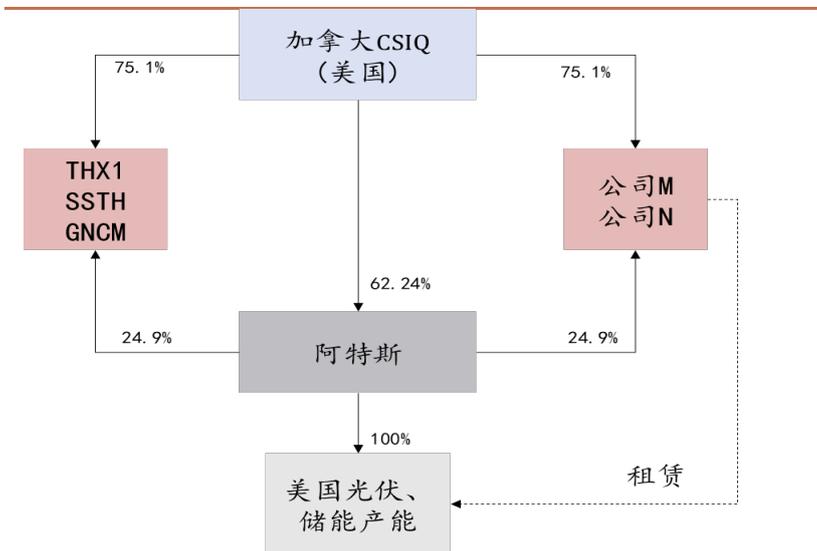
资料来源: 公司数据、招商证券

1、拟对美国市场业务进行调整

公司发布公告，拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N，公司持股 24.9%，CSIQ 持股 75.1%。公司 M 将从事美国光伏业务，包括运营美国的光伏电池片及组件工厂；公司 N 将从事美国储能业务，包括运营美国储能电芯、电池包及储能系统制造工厂。M、N 将通过租赁方式展开运营，公司会在 2026 年度日常关联交易中对租金进行合理预计，2026 年预计 11 亿元，后续还会考虑新投资资产或引入三方海外合格投资者。

同时，公司还拟将在美国之外，但供应美国的海外工厂 THX1（8GW 切片）、SSTH（3GWh 储能）、GNCM（2.9GW 电池）进行重组，公司持股 24.9%，CSIQ 持股 75.1%。公司将获得一次性股权转让对价 3.5 亿元，且可以享有后续美国业务 24.9% 的持续股权收益及回收前期投资，预计交割时间为 2025 年 12 月 31 日之前。

图 1：交易完成后公司股权结构情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：此次交易涉及的相关产能

| 简称 | 主营业务 | 规划产能 | 建设情况 |
|------|-----------|-------|--------------|
| SSTH | 海外非美储能工厂 | 3GWh | 在建 |
| GNCM | 海外非美电池片工厂 | 2.9GW | 在建 |
| THX1 | 海外非美切片工厂 | 8GW | 投产但限制 |
| | 美国光伏电池片 | 5GW | 在建，明年 2GW 投产 |
| | 美国光伏组件 | 5GW | 投产 |
| | 美国储能电芯 | 3GWh | 2026 年下半年投产 |
| | 美国储能集成 | 6GWh | 在建 |

资料来源：公司公告、招商证券

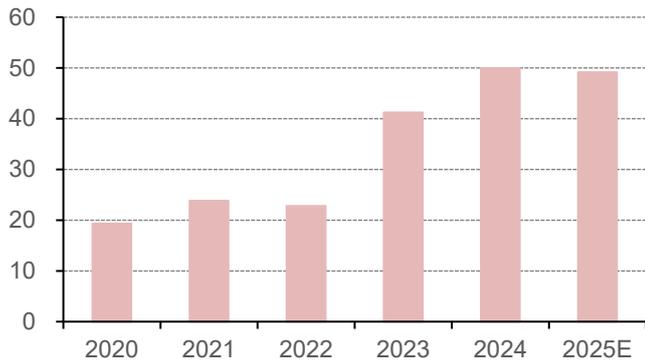
2、美国光储市场空间大、盈利好、壁垒高

美国光储市场空间大，盈利好。美国是全球第二大光伏市场，电力市场机制成熟；

跟光伏协同共生的储能业务因可以参与多重服务，商业模式清晰，投资回报高，也处于快速爆发期。美国光储市场空间大、盈利能力好，主要得益于 IRA 相关补贴加持，其中包括下游的投资补贴以及本土制造补贴。

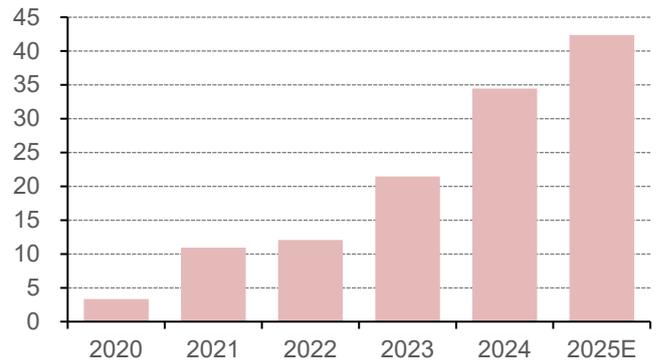
贸易壁垒高。虽然美国光储市场极具吸引力，但对国内厂商而言，出口贸易壁垒也非常高。国内光伏产能需要面临双反、201、301 等关税影响；东南亚光伏产能也在今年 4 月进行了双反终裁，迫使国内厂商纷纷选择美国本土建厂，以供应美国市场。然而，今年 7 月，OBBBA 法案得到通过，新增了“被禁止外国实体”（Prohibited Foreign Entity）的定义，一旦外国厂家被归类进其中，将难以取得 48E、45Y 与 45X 等关键补贴，对于厂家在美布局与投资规划产生重大影响。

图 2: 美国光伏新增装机 (GW)



资料来源: Wood Mackenzie、招商证券

图 3: 美国储能新增装机 (GWh)



资料来源: BNEF、招商证券

表 2: 美国光伏补贴情况

| 补贴名称 | 补贴内容 |
|--------------------|---|
| 清洁电力投资税务抵免 48E ITC | 满足劳工要求的非户用项目，法案通过内（2025 年 7 月 4 日）12 个月开工或 2027 年 12 月 31 日前投入使用。补贴 30%。2028 年 1 月 1 日补贴取消。 |
| 清洁电力生产税务抵免 | 满足劳工要求的非户用项目，法案通过内（2025 年 7 月 4 日）12 个月开工或 2027 年 12 月 31 日前投入使用。补贴 2.75 美分/kWh。2028 年 1 月 1 日补贴取消。 |
| 先进制造税收抵免 | 2023-2029 年期间，美国光伏制造厂家销售组件补贴 7 美分/W，电池片 4 美分/W，2030 年开始退坡，2033 年取消。 |

资料来源: Infolink、招商证券

表 3: 储能 ITC 政策

| 装机规模 | 工资及学徒要求 | 基础抵免 | 额外抵免 | | | 累计抵免 |
|--------|-----------------|------|------|------|----------------|---------|
| | | | 本土制造 | 能源社区 | 低收入社区 (<5MWac) | |
| <1MWac | 不适用 | 30% | 10% | 10% | 10%/20% | 30%-70% |
| >1MWac | 满足/指南发布 60 天内开工 | 30% | 10% | 10% | 10%/20% | 30%-70% |
| >1MWac | 不满足 | 6% | 2% | 2% | - | 6%-10% |
| 独立储能 | 满足 | 30% | - | - | - | 30% |

资料来源: IRA、招商证券

表 4: PFE 界定标准

| PFE 分类 | 界定标准 |
|-------------------------|---|
| 特定外国实体 | 在美国运营的中国军工公司 |
| | 受所谓的 UFLPA 限制的实体 |
| | 被认定为无资格与美国国防部签订合同的电池制造企业 |
| 受外国影响实体 (受到特定外国实体影响) | 外国控制实体, 包括: (1) “受关注国家”的政府; (2) (1) 中所涉及的政府的机构或政府机关部门; (3) 受关注国家的公民或国民, 若其非美国公民、国民或永久居民; (4) 根据受关注国家法律成立, 或主要营业地位于该国家的实体或合格经营单位; 和 (5) 被上述 (1) 至 (4) 类人员控制的其他实体 (某些上市公司除外)。 |
| | 可直接或间接任命受管高管 |
| | 拥有该实体 25% 以上的股权 |
| | 与一个或多个其他特定外国实体共同持有该实体至少 40% 的股权。 |
| | 至少该实体合计 15% 的债务发行给一个或多个特定外国实体 |
| | 向特定外国实体支付款项, 使该特定外国实体得以对合格设施、储能技术或合格组件行使“实际控制权”。 |

资料来源: 金杜律师事务所、招商证券

表 5: PFE 相关限制

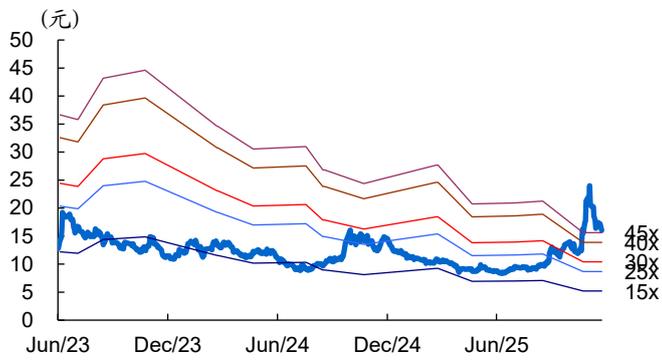
| 限制 | 细节 |
|-----------------|--|
| PFE 不得享有特定税收抵免 | <p>PFE 不得享有以下税收抵免:</p> <p>第 45Y 条: 清洁电力生产税收抵免 (Clean Electricity Production Credit)</p> <p>第 48E 条: 清洁电力投资税收抵免 (Clean Electricity Investment Credit)</p> <p>第 45X 条: 高端制造业生产税收抵免 (Advanced Manufacturing Credit)</p> <p>第 45U 条: 零排放核电生产税收抵免 (Zero-Emission Nuclear Energy Production Credit)</p> <p>第 45Q 条: 碳氧化物封存税收抵免 (Carbon Oxide Sequestration Credit)</p> <p>第 45Z 条: 清洁燃料生产税收抵免 (Clean Fuel Production Credit)</p> |
| 实质性协助 (采购来源) 限制 | <p>适用于第 48E 条, 第 45Y 条, 及第 45X 条。</p> <p>如果一实体所制造产品或组件中的一部分比例来源于 PFE, 则该实体将没有资格享有相关税收抵免。该比例门槛被称为“实质性协助成本比例”</p> |
| 有限的许可协议 | <p>适用于第 45Y 条、第 48E 条以及 45X 条。</p> <p>如果适用组件或适用关键矿物的生产使用了从 PFE 获得许可的技术, 且该许可协议赋予 PFE 与该设施、组件或关键矿物相关的某些权利, 则将受到限制。这些权利包括:</p> <p>指定或指示组件的供应来源</p> <p>指挥生产合格组件的设施或生产单元的运用</p> <p>限制知识产权的使用</p> <p>在协议第十年之后继续收取特许权使用费</p> <p>指示纳税人签订期限超过两年的服务协议, 或许可合同未向被许可方提供全部必要的技术数据、信息和专有技术, 使其能够在无需外国实体进一步参与的情况下生产该组件</p> |
| 向 PFE 作出重大付款 | <p>适用于第 48E 条、第 45Y 条以及 45X 条。</p> <p>如果纳税人在前一个纳税年度内, 依据合同、协议或其他安排向特定外国实体支付款项, 而该安排允许该特定外国实体对合格设施或储能技术 (适用于 45Y 或 48E) 或适用组件的生产、或任何适用关键矿物的开采、加工或回收 (适用于 45X) 行使有效控制, 则该纳税人将失去获得相关税收抵免的资格。</p> |

资料来源: 金杜律师事务所、招商证券

3、业务调整后，公司美国产能具有稀缺性

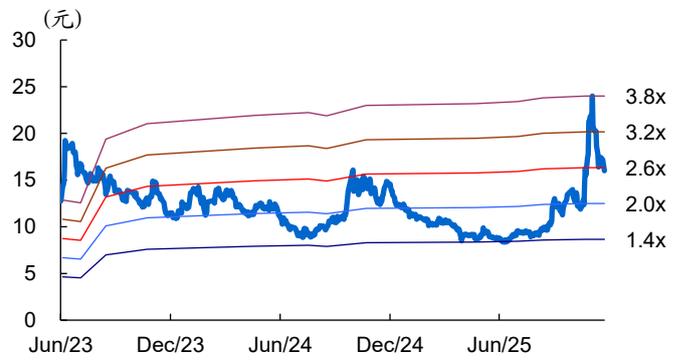
公司此次针对美国市场的业务调整，主要是针对 OBBBA 的合规，保障在美产能以及下游客户的税收抵免。控股公司 CSIQ 于 2001 年在加拿大注册成立，在大比例持有美国本土产能后，我们认为其将成为少数美国产能满足 OBBBA 要求的国内企业，具有较强的稀缺性。对于公司而言，一方面可以获得非美产能的一次性股权对价及美国产能的租金收益，还能够持续享有后续美国业务 24.9% 的持续股权收益。目前公司在美光储业务产能包括 5GW 电池片、5GW 组件、3GWh 电芯、6GWh 储能集成产能，后续若公司持续加码在美产能投资，盈利弹性更高。

图 4：阿特斯历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 5：阿特斯历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

1、阿特斯（688472.SH）：稳健的国际化组件企业，储能业务上新台阶
2025.11.11

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 38983 | 36418 | 29293 | 33285 | 42586 |
| 现金 | 18950 | 11689 | 8374 | 13885 | 18380 |
| 交易性投资 | 132 | 2128 | 2128 | 2128 | 2128 |
| 应收票据 | 1591 | 861 | 707 | 665 | 854 |
| 应收款项 | 5585 | 9155 | 7516 | 7067 | 9072 |
| 其它应收款 | 790 | 915 | 751 | 706 | 907 |
| 存货 | 7799 | 7164 | 6097 | 5370 | 6807 |
| 其他 | 4136 | 4506 | 3719 | 3464 | 4438 |
| 非流动资产 | 26792 | 28941 | 25520 | 22736 | 20471 |
| 长期股权投资 | 344 | 396 | 396 | 396 | 396 |
| 固定资产 | 16759 | 16852 | 13792 | 11306 | 9286 |
| 无形资产商誉 | 829 | 815 | 733 | 660 | 594 |
| 其他 | 8860 | 10878 | 10598 | 10374 | 10195 |
| 资产总计 | 65775 | 65359 | 54813 | 56022 | 63057 |
| 流动负债 | 37090 | 31876 | 19811 | 18392 | 20995 |
| 短期借款 | 6887 | 7963 | 200 | 200 | 0 |
| 应付账款 | 12138 | 10845 | 9231 | 8130 | 10306 |
| 预收账款 | 5605 | 2967 | 2525 | 2224 | 2819 |
| 其他 | 12459 | 10100 | 7854 | 7839 | 7870 |
| 长期负债 | 7206 | 10606 | 10606 | 10606 | 10606 |
| 长期借款 | 3423 | 6369 | 6369 | 6369 | 6369 |
| 其他 | 3783 | 4238 | 4238 | 4238 | 4238 |
| 负债合计 | 44296 | 42482 | 30417 | 28999 | 31601 |
| 股本 | 3688 | 3688 | 3688 | 3688 | 3688 |
| 资本公积金 | 7622 | 7285 | 7285 | 7285 | 7285 |
| 留存收益 | 10108 | 11928 | 13458 | 16101 | 20562 |
| 少数股东权益 | 61 | (25) | (35) | (52) | (80) |
| 归属于母公司所有者权益 | 21418 | 22902 | 24431 | 27075 | 31536 |
| 负债及权益合计 | 65775 | 65359 | 54813 | 56022 | 63057 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 8235 | 2430 | 4468 | 4676 | 3539 |
| 净利润 | 2887 | 2235 | 1863 | 2908 | 4872 |
| 折旧摊销 | 2103 | 3308 | 3524 | 2886 | 2367 |
| 财务费用 | 450 | 486 | 190 | 71 | 91 |
| 投资收益 | 196 | 104 | (2837) | (1287) | (1787) |
| 营运资金变动 | 2984 | (3049) | 1736 | 102 | (2009) |
| 其它 | (385) | (654) | (8) | (4) | 4 |
| 投资活动现金流 | (8711) | (9989) | 2737 | 1187 | 1687 |
| 资本支出 | (8204) | (7868) | (100) | (100) | (100) |
| 其他投资 | (507) | (2120) | 2837 | 1287 | 1787 |
| 筹资活动现金流 | 7194 | 3538 | (10519) | (352) | (730) |
| 借款变动 | (1334) | 3895 | (9986) | 0 | (200) |
| 普通股增加 | 622 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 6109 | (337) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (441) | (345) | (281) | (439) |
| 其他 | 1798 | 421 | (190) | (71) | (91) |
| 现金净增加额 | 6718 | (4020) | (3315) | 5511 | 4495 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 | 51310 | 46165 | 37901 | 35638 | 45745 |
| 营业成本 | 44142 | 39241 | 33401 | 29415 | 37288 |
| 营业税金及附加 | 162 | 141 | 116 | 143 | 183 |
| 营业费用 | 1047 | 1107 | 1137 | 1247 | 1601 |
| 管理费用 | 1534 | 1562 | 1781 | 1675 | 1830 |
| 研发费用 | 704 | 857 | 644 | 713 | 686 |
| 财务费用 | (118) | 39 | 190 | 71 | 91 |
| 资产减值损失 | (878) | (1685) | (1300) | (400) | (400) |
| 公允价值变动收益 | 117 | (13) | (13) | (13) | (13) |
| 其他收益 | 562 | 1067 | 2500 | 200 | 200 |
| 投资收益 | (196) | (104) | 350 | 1100 | 1600 |
| 营业利润 | 3444 | 2483 | 2169 | 3260 | 5452 |
| 营业外收入 | 29 | 154 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 280 | 57 | 120 | 120 | 120 |
| 利润总额 | 3193 | 2580 | 2099 | 3190 | 5382 |
| 所得税 | 306 | 345 | 236 | 282 | 511 |
| 少数股东损益 | (16) | (13) | (11) | (17) | (28) |
| 归属于母公司净利润 | 2903 | 2247 | 1874 | 2925 | 4900 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 8% | -10% | -18% | -6% | 28% |
| 营业利润 | 37% | -28% | -13% | 50% | 67% |
| 归母净利润 | 35% | -23% | -17% | 56% | 68% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 14.0% | 15.0% | 11.9% | 17.5% | 18.5% |
| 净利率 | 5.7% | 4.9% | 4.9% | 8.2% | 10.7% |
| ROE | 17.6% | 10.1% | 7.9% | 11.4% | 16.7% |
| ROIC | 11.0% | 6.0% | 5.8% | 8.9% | 13.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 67.3% | 65.0% | 55.5% | 51.8% | 50.1% |
| 净负债比率 | 19.2% | 25.3% | 12.0% | 11.7% | 10.1% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 2.0 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 |
| 存货周转率 | 5.2 | 5.2 | 5.0 | 5.1 | 6.1 |
| 应收账款周转率 | 7.2 | 5.4 | 4.2 | 4.5 | 5.2 |
| 应付账款周转率 | 3.1 | 3.4 | 3.3 | 3.4 | 4.0 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.79 | 0.61 | 0.51 | 0.79 | 1.33 |
| 每股经营净现金 | 2.23 | 0.66 | 1.21 | 1.27 | 0.96 |
| 每股净资产 | 5.81 | 6.21 | 6.62 | 7.34 | 8.55 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.09 | 0.08 | 0.12 | 0.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 20.3 | 26.3 | 31.5 | 20.2 | 12.1 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 16.0 | 15.1 | 14.5 | 13.7 | 10.8 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。