

阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

储能业务高景气，海外布局持续领先

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	46,165	40,256	30,507	38,138	45,232
增长率 yoy (%)	-10.0	-12.8	-24.2	25.0	18.6
归母净利润 (百万元)	2,247	1,016	1,766	2,487	3,720
增长率 yoy (%)	-22.6	-54.8	73.9	40.8	49.6
ROE (%)	9.8	4.5	7.2	9.4	12.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.62	0.28	0.48	0.68	1.02
P/E (倍)	20.7	45.8	26.3	18.7	12.5
P/B (倍)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2026年4月28日，公司发布2025年年报与2026年一季报，2025年公司实现营业收入402.56亿元，同比下降12.8%，实现归母净利润10.16亿元，同比下降54.8%；对应25年Q4单季度实现营收89.85亿元，同比-25.04%，实现归母净利润0.27亿元，同比-90.82%。

2026年第一季度，公司实现营业收入71.29亿元，同比-16.96%，实现归母净利润5.19亿元，同比+999.1%，业绩表现回暖主要受益于本期对美国市场应退还的IEEPA税金进行确认与经营面的企稳修复，对应实现扣非归母净利润3.44亿元，同比+293.59%，季度毛利率/净利率20.41%/7.61%，环比提升11.47/7.22个pct。

储能业务高景气，海外布局持续领先：2025年公司旗下储能子公司e-STORAGE在北美、澳洲、南美新签多个大型储能系统合同，并实现储能系统出货7.8GWh，同比+20%，对应Q4出货约2GWh，全年储能系统贡献营收108.47亿元，同比+11.39%，板块毛利率28.6%，成为重要的利润支柱。而为了保障美国市场业务长期参与，降低经营风险，公司在25年底对美国业务进行调整，后续通过股权转让+租赁模式的方式分享美国市场经营成果，并持续强化欧洲、拉美、亚洲、中东等非美市场的竞争优势，驱动储能业务持续成长。2026年一季度，公司储能系统出货2.6GWh，同比+206%，继续保持高增。

光伏组件利润优先，异质结加速布局：面对光伏行业竞争加剧的市场环境，公司坚持利润优先原则，聚焦高价值区域和长期战略客户，展现盈利韧性，25年全年实现光伏组件出货24.3GW，同比-21.9%，对应实现收入254.77亿元，同比-19.08%，板块毛利率5.33%，同比-7.42个pct，26年Q1组件出货1.9GW，主动调整出货节奏应对市场变化。在技术储备方面，公司早在2020年就搭建了行业技术领先的HJT中试线，历经多年研发，阿特斯HJT研发效率超过27.6%，量产效率超过27.30%，良率达到99.2%，2025年公司HJT电池已全面使用30%银含量以内的银包铜浆料，公司预计在2026年HJT电池浆料中银含量将低至10%。

而在P型HJT技术和钙钛矿/HJT叠层技术上，公司也进行了长期技术开发及储备，其中P型超薄HJT电池效率已达到25.30%。与中科院宁波材料技术与工程研究所共同合作研发的高效钙钛矿/HJT两端叠层电池转换效率突破至33.1%，后续双方将继续进行商业级晶硅(182x105mm²)的可量产叠层技术的研发，同时探讨进行

股票信息

行业	电力设备及新能源
2026年04月28日收盘价(元)	13.75
总市值(百万元)	50,093.18
流通市值(百万元)	18,530.25
总股本(百万股)	3,643.14
流通股本(百万股)	1,347.65
近3月日均成交额(百万元)	904.78

作者



分析师 张磊

SAC: S1070525100001

邮箱: zhanglei2@cgws.com



分析师 吴念峻

SAC: S1070524070003

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

- 《组件受扰动冲击，大储景气支撑利润》
2025-11-07
- 《海外光储订单优质，经营表现稳健》
2025-08-26

超薄钙钛矿/P-HJT 叠层的技术研究。

投资要点：考虑到公司对美国业务做出的调整，预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 305.07 亿元、381.38 亿元和 452.32 亿元，实现归母净利润分别为 17.66 亿元、24.87 亿元和 37.20 亿元，同比增长 73.9%、40.8%、49.6%，对应 EPS 分别为 0.48、0.68、1.02 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 26.3X、18.7X、12.5X，维持“买入”评级。

风险提示：1) 需求不及预期，2) 竞争格局恶化，3) 新产品推进不及预期，4) 原材料价格上涨。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	36418	37562	27967	37980	38707
现金	11689	11469	6101	7628	9046
应收票据及应收账款	10017	8019	9110	10763	11808
其他应收款	915	3277	2825	3042	3419
预付账款	659	1128	779	1320	1272
存货	7164	5691	4038	6661	7369
其他流动资产	5974	7979	5114	8567	5793
非流动资产	28941	26816	24580	24911	25091
长期股权投资	396	520	643	784	917
固定资产	16852	13443	13180	13273	13236
无形资产	815	789	792	797	808
其他非流动资产	10878	12064	9965	10057	10130
资产总计	65359	64378	52548	62892	63798
流动负债	31876	30060	16540	25824	24399
短期借款	7963	6400	1666	6425	3921
应付票据及应付账款	10845	10967	8725	12485	13775
其他流动负债	13067	12694	6149	6914	6702
非流动负债	10606	10918	11174	10209	9515
长期借款	6369	7189	7191	6354	5596
其他非流动负债	4238	3728	3983	3856	3919
负债合计	42482	40978	27714	36033	33914
少数股东权益	-25	6	33	78	154
股本	3688	3643	3643	3643	3643
资本公积	7851	7453	7453	7453	7453
留存收益	12132	12821	14099	15847	18496
归属母公司股东权益	22902	23394	24800	26780	29729
负债和股东权益	65359	64378	52548	62892	63798

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2430	7075	1229	114	7615
净利润	2235	1046	1793	2532	3795
折旧摊销	3308	3695	2120	2419	2782
财务费用	39	550	285	331	328
投资损失	104	30	-583	-696	-785
营运资金变动	-5088	573	-2821	-4398	1337
其他经营现金流	1833	1181	435	-74	158
投资活动现金流	-9989	-7030	330	-1779	-2223
资本支出	7868	6812	-561	2770	2749
长期投资	-2390	-302	-122	-142	-132
其他投资现金流	269	84	-109	1133	658
筹资活动现金流	3538	652	-8592	565	-2181
短期借款	1076	-1564	-4734	4759	-2504
长期借款	2946	820	2	-838	-758
普通股增加	0	-45	0	0	0
资本公积增加	229	-399	0	0	0
其他筹资现金流	-714	1839	-3860	-3356	1081
现金净增加额	-4049	647	-7033	-1100	3211

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	46165	40256	30507	38138	45232
营业成本	39241	36083	26753	33166	38583
营业税金及附加	141	154	98	126	151
销售费用	1107	1050	671	917	1041
管理费用	1562	1923	1245	1564	1850
研发费用	857	651	458	572	678
财务费用	39	550	285	331	328
资产和信用减值损失	-1682	-1162	-165	-153	-136
其他收益	1067	2346	480	690	830
公允价值变动收益	-13	68	0	0	0
投资净收益	-104	-30	583	696	785
资产处置收益	-3	93	45	69	57
营业利润	2483	1160	1941	2765	4136
营业外收入	154	95	124	110	117
营业外支出	57	132	95	114	104
利润总额	2580	1123	1970	2761	4149
所得税	345	77	177	229	354
净利润	2235	1046	1793	2532	3795
少数股东损益	-13	30	27	46	76
归属母公司净利润	2247	1016	1766	2487	3720
EBITDA	6082	5368	4375	5511	7259
EPS (元/股)	0.62	0.28	0.48	0.68	1.02

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-10.0	-12.8	-24.2	25.0	18.6
营业利润 (%)	-27.9	-53.3	67.3	42.5	49.6
归属母公司净利润 (%)	-22.6	-54.8	73.9	40.8	49.6
获利能力					
毛利率 (%)	15.0	10.4	12.3	13.0	14.7
净利率 (%)	4.8	2.6	5.9	6.6	8.4
ROE (%)	9.8	4.5	7.2	9.4	12.7
ROIC (%)	5.8	3.7	5.5	6.5	9.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.0	63.7	52.7	57.3	53.2
净负债比率 (%)	30.3	32.6	26.3	34.0	16.0
流动比率	1.1	1.2	1.7	1.5	1.6
速动比率	0.8	1.0	1.3	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	6.3	4.8	3.8	4.1	4.3
应付账款周转率	6.4	6.8	4.5	5.9	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.28	0.48	0.68	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.67	1.94	0.34	0.03	2.09
每股净资产 (最新摊薄)	6.29	6.42	6.81	7.35	8.16
估值比率					
P/E	20.7	45.8	26.3	18.7	12.5
P/B	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.5	9.8	11.7	9.8	6.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686