

阿特斯 (688472.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

大储持续高景气，关税影响组件盈利

业绩简评

10月30日公司披露2025年三季报，前三季度公司实现营业收入313亿元、同比-9%，实现归母净利润9.89亿元，同比-49%；其中Q3实现营业收入102亿元，同比-16%、环比-18%，归母净利润2.58亿元，同比-64%、环比-62%。

经营分析

大储在手订单充足，有望充分受益数据中心配储需求爆发。前三季度公司大型储能产品出货5.8GWh，同比增长32%，其中Q3出货2.7GWh，同比增长50%、环比增长23%，出货量超前期指引(2.1-2.3GWh)。因前期高价订单逐步实施完毕，测算Q3大储业务盈利能力环比有所下降，但仍处于较高水平。公司大储业务布局北美、南美、澳洲、欧洲等高盈利市场，截至6月末在手订单金额为30亿美元(含长期服务合同)，充足订单支撑储能业务放量；此外，公司北美出货领先，有望充分受益数据中心配储需求爆发。

组件业务坚持“利润优先”，关税政策影响盈利。前三季度公司实现组件出货19.9GW，其中第三季度出货5.1GW，环比基本持平。产业链价格及盈利承压的背景下，公司积极响应落实国家“反内卷”号召，在销售策略上坚持“利润第一性”原则，主动减少出货，有序推进全球化产能布局优化，稳固提升在高价值市场的出货规模与份额优势，确保组件业务的盈利性。测算Q3公司组件业务盈利环比承压，预计主要因美国对等关税实施后公司成本上涨。

计提减值影响利润。三季度公司计提减值2.52亿元，其中资产减值损失1.55亿元，主要为存货跌价损失及合同资产减值损失等；信用减值损失0.97亿元，主要为应收账款坏账损失。

积极布局户储，有望贡献新的利润增长点。公司户用储能业务已在北美、欧洲、日本等户储活跃区域布局经销网络，同步配合电力电子等新业务领域辅助，有望打造第三个利润来源。公司EP Cube产品进入日本市场后迅速获得当地市场认可，已成功通过日本JET测试，同时荣获红点等多个国际知名设计大奖，有望逐步开拓市场、贡献业绩增量。

盈利预测、估值与评级

考虑到国际贸易环境不确定性，调整公司2025-2027年净利润预测至14、35、44亿元，当前股价对应PE分别为43/17/14倍，公司大储业务在手订单充足、有望充分受益数据中心配储需求爆发，组件业务有望维持盈利优势，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；下游需求不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

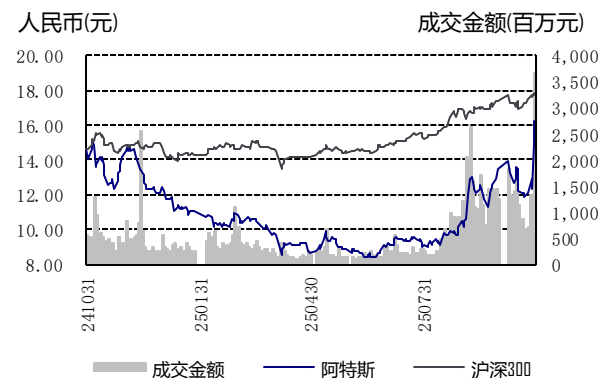
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.25元

相关报告：

- 《阿特斯公司点评：大储成增长新引擎，组件相对优势稳固》，2025.8.22
- 《阿特斯公司点评：组件稳健经营，大储放量提供增长新引擎》，2025.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	51,310	46,165	37,273	36,220	42,640
营业收入增长率	7.94%	-10.03%	-19.26%	-2.83%	17.73%
归母净利润(百万元)	2,903	2,247	1,385	3,498	4,354
归母净利润增长率	34.61%	-22.60%	-38.35%	152.47%	24.48%
摊薄每股收益(元)	0.787	0.609	0.376	0.948	1.181
每股经营性现金流净额	2.18	0.63	1.17	2.28	2.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	9.81%	5.85%	13.21%	14.53%
P/E	16.04	20.61	43.26	17.13	13.76
P/B	2.17	2.02	2.53	2.26	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	47,536	51,310	46,165	37,273	36,220	42,640
增长率		7.9%	-10.0%	-19.3%	-2.8%	17.7%
主营业务成本	-42,114	-44,142	-39,241	-33,219	-30,155	-34,955
%销售收入	88.6%	86.0%	85.0%	89.1%	83.3%	82.0%
毛利	5,422	7,168	6,924	4,054	6,065	7,685
%销售收入	11.4%	14.0%	15.0%	10.9%	16.7%	18.0%
营业税金及附加	-112	-162	-141	-130	-127	-149
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,136	-1,047	-1,107	-969	-924	-1,066
%销售收入	2.4%	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%
管理费用	-1,120	-1,534	-1,562	-1,677	-1,449	-1,706
%销售收入	2.4%	3.0%	3.4%	4.5%	4.0%	4.0%
研发费用	-467	-704	-857	-596	-580	-682
%销售收入	1.0%	1.4%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	2,587	3,721	3,257	680	2,986	4,082
%销售收入	5.4%	7.3%	7.1%	1.8%	8.2%	9.6%
财务费用	264	118	-39	-101	-70	10
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-512	-915	-1,682	-920	45	-144
公允价值变动收益	-53	117	-13	50	10	10
投资收益	-179	-196	-104	-150	555	555
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	13.6%	11.0%
营业利润	2,508	3,444	2,483	1,520	4,017	5,012
营业利润率	5.3%	6.7%	5.4%	4.1%	11.1%	11.8%
营业外收支	111	-251	96	-30	50	50
税前利润	2,619	3,193	2,580	1,490	4,067	5,062
利润率	5.5%	6.2%	5.6%	4.0%	11.2%	11.9%
所得税	-469	-306	-345	-74	-529	-658
所得税率	17.9%	9.6%	13.4%	5.0%	13.0%	13.0%
净利润	2,150	2,887	2,235	1,415	3,538	4,404
少数股东损益	-7	-16	-13	30	40	50
归属于母公司的净利润	2,157	2,903	2,247	1,385	3,498	4,354
净利率	4.5%	5.7%	4.9%	3.7%	9.7%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,150	2,887	2,235	1,415	3,538	4,404
少数股东损益	-7	-16	-13	30	40	50
非现金支出	2,150	3,132	5,213	3,859	2,823	3,077
非经营收益	329	129	-21	270	-267	-342
营运资金变动	750	1,897	-5,088	-1,226	2,307	337
经营活动现金净流	5,378	8,045	2,338	4,319	8,400	7,477
资本开支	-4,183	-8,160	-7,819	-4,224	-2,810	-2,801
投资	-108	-935	-2,371	-60	-35	-40
其他	273	385	201	-150	555	555
投资活动现金净流	-4,019	-8,711	-9,989	-4,434	-2,290	-2,286
股权募资	8	6,741	0	-328	0	0
债权募资	411	3,455	4,122	1,178	-5,442	-1,146
其他	-798	-3,001	-584	-652	-1,037	-1,143
筹资活动现金净流	-379	7,194	3,538	198	-6,479	-2,289
现金净流量	1,111	6,537	-4,141	83	-369	2,901

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,940	18,950	11,689	11,495	10,846	13,463
应收款项	8,342	8,598	11,070	10,461	7,960	9,371
存货	9,137	7,799	7,164	7,214	6,583	7,631
其他流动资产	3,268	3,636	6,495	6,841	6,685	7,191
流动资产	32,688	38,983	36,418	36,011	32,074	37,656
%总资产	67.7%	59.3%	55.7%	54.3%	51.2%	55.1%
长期投资	463	917	1,060	1,170	1,215	1,265
固定资产	12,533	21,025	20,997	21,820	21,639	21,417
%总资产	25.9%	32.0%	32.1%	32.9%	34.5%	31.3%
无形资产	761	1,141	2,213	2,354	2,509	2,651
非流动资产	15,612	26,792	28,941	30,352	30,579	30,745
%总资产	32.3%	40.7%	44.3%	45.7%	48.8%	44.9%
资产总计	48,300	65,775	65,359	66,363	62,653	68,402
短期借款	6,510	9,223	10,186	11,009	5,568	4,422
应付款项	21,564	21,133	17,303	17,086	15,181	17,603
其他流动负债	4,021	6,733	4,387	3,481	4,279	5,093
流动负债	32,095	37,090	31,876	31,577	25,027	27,118
长期贷款	2,396	3,423	6,369	6,869	6,869	6,869
其他长期负债	2,072	3,783	4,238	4,230	4,231	4,356
负债	36,563	44,296	42,482	42,676	36,127	38,343
普通股股东权益	11,663	21,418	22,902	23,682	26,480	29,964
其中：股本	3,066	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
未分配利润	7,320	10,206	11,933	13,042	15,840	19,324
少数股东权益	74	61	-25	5	45	95
负债股东权益合计	48,300	65,775	65,359	66,363	62,653	68,402

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.703	0.787	0.609	0.376	0.948	1.181
每股净资产	3.804	5.807	6.209	6.421	7.180	8.124
每股经营现金净流	1.754	2.181	0.634	1.171	2.277	2.027
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.075	0.190	0.236
回报率						
净资产收益率	18.49%	13.56%	9.81%	5.85%	13.21%	14.53%
总资产收益率	4.47%	4.41%	3.44%	2.09%	5.58%	6.37%
投入资本收益率	10.24%	9.82%	7.13%	1.55%	6.65%	8.56%
增长率						
主营业务收入增长率	69.71%	7.94%	-10.03%	-19.26%	-2.83%	17.73%
EBIT 增长率	1707.28%	43.83%	-12.46%	-79.11%	338.91%	36.69%
净利润增长率	6065.37%	34.61%	-22.60%	-38.35%	152.47%	24.48%
总资产增长率	42.39%	36.18%	-0.63%	1.54%	-5.59%	9.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	40.2	58.3	78.0	55.0	55.0
存货周转天数	68.5	70.0	69.6	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	40.9	49.2	56.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	77.0	119.2	133.2	158.4	157.1	128.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.98%	-29.96%	11.97%	17.96%	-2.02%	-14.30%
EBIT 利息保障倍数	-9.8	-31.5	84.3	6.7	42.6	-404.4
资产负债率	75.70%	67.34%	65.00%	64.31%	57.66%	56.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	9	20	35
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.18	1.17	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-31	买入	13.38	N/A
2	2024-04-28	买入	11.73	N/A
3	2024-07-18	买入	9.10	N/A
4	2024-08-23	买入	9.90	N/A
5	2024-10-29	买入	15.21	N/A
6	2025-04-29	买入	9.25	N/A
7	2025-08-22	买入	9.71	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806