

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

买入 (维持)

2025 年 11 月 19 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 徐铖嵘

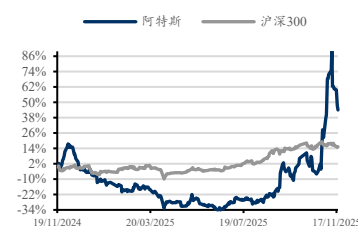
执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

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	50,420	58,718
同比 (%)	7.94	(10.03)	(8.18)	18.95	16.46
归母净利润 (百万元)	2,903	2,247	1,504	3,237	4,274
同比 (%)	34.61	(22.60)	(33.05)	115.15	32.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.79	0.61	0.41	0.88	1.16
P/E (现价&最新摊薄)	23.65	30.56	45.65	21.22	16.07

投资要点

- **事件:** 25 年 11 月 13 日, 阿特斯控股股东 CSIQ 公布 2025Q3 财务报告, 并发布 25Q4 及 26 年业务展望。公司预计 25Q4 销售额将在 13 亿美元至 15 亿美元之间(约合人民币 92.4 亿元-106.7 亿元)(Q3 销售额约 15 亿美元); 毛利率公司预计将在 14%-16%之间 (Q3 毛利率约 17.2%)。
- **组件稳健经营、盈利优先:** CSIQ 位于美国印第安纳州的电池片工厂第一期公司预计将于 26 年 3 月投产。在产能方面: 拉棒/硅片/电池/组件 25 年底 CSIQ 公司预计产能约 31.0GW/37.0GW/32.4GW/51.3GW, 26 年底将达 31.0GW/33.2GW/33.2GW/55.8GW; 在组件出货方面: CSIQ 预计 25Q4 组件出货约 4.6GW-4.8GW, 全年约 24.5GW-24.7GW; 26 全年公司预计组件出货约 25GW-30GW, 同比增长 1%~22%。
- **储能在手订单充沛、26 年高速增长:** 截至 25 年 10 月 31 日, CSIQ 储能订单为 31 亿美元 (包括长期服务协议), 在手订单充沛 (较 6 月 30 日增长约 1 亿美元)。CSIQ 位于美国肯塔基州的储能工厂一期工程公司预计将于 26 年 12 月投产。在产能方面: CSIQ 公司预计 25 年底储能电芯/储能系统产能约 3GWh/15GWh, 公司预计 26 年底达 9GWh/24GWh; 在储能出货方面: CSIQ 公司预计 25Q4 储能出货 2.1GWh-2.3GWh, 全年储能出货 7.9GWh-8.1GWh; 公司预计 26 全年储能出货约 14GWh-17GWh, 同比增长 73%~115%。
- **费用率小幅上升、现金流显著改善。** 阿特斯公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 27.9 亿元, 同比+8%, 费用率 8.9%, 同比+1.4pct, 其中 Q3 期间费用 9.3 亿元, 同环比-0.5%/-5%, 费用率 9.1%, 同环比+1.5pct/+1.3pct; 25 年 Q1-Q3 经营性净现金流 54.7 亿元, 同比+120.9%, 其中 Q3 经营性净现金流 16.9 亿元; 25 年 Q1-Q3 资本开支 50.8 亿元, 同比-19.5%, 其中 Q3 资本开支 20 亿元; 25 年 Q3 末存货 76.1 亿元, 较年初增加 6.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到全球光伏需求恢复节奏不及预期、公司短期盈利能力承压, 我们下调 25 年盈利预测, 我们预计 25 年归母净利润为 15.0 亿元 (25 年前值为 22.8 亿元); 考虑到公司储能与组件业务产能逐步释放, 上调 26-27 年盈利预测, 我们预计 26-27 年归母净利润为 32.4/42.7 亿元(26-27 年前值为 31.6/38.8 亿元); 同比-33%/+115%/+32%, 对应当前 PE 为 46/21/16 倍, 基于公司清晰的产能扩张规划、储能业务的高速成长及中长期盈利弹性, 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.22
一年最低/最高价	8.34/24.28
市净率(倍)	2.86
流通 A 股市值(百万元)	25,375.57
总市值(百万元)	67,199.32

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): 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(688472): 2024 年业绩快报点评: 组件平衡量利, 储能持续双高》

2025-03-03

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	36,571	41,053	营业总收入	46,165	42,389	50,420	58,718
货币资金及交易性金融资产	13,724	14,571	13,728	15,606	营业成本(含金融类)	39,241	37,050	43,230	49,775
经营性应收款项	10,815	8,576	10,958	12,298	税金及附加	141	127	151	176
存货	7,164	5,190	7,614	8,974	销售费用	1,107	933	1,235	1,409
合同资产	2,196	305	1,381	1,015	管理费用	1,562	1,696	1,916	2,055
其他流动资产	2,520	2,675	2,892	3,159	研发费用	857	678	807	881
非流动资产	28,941	34,916	38,061	43,019	财务费用	39	370	651	783
长期股权投资	396	431	476	541	加:其他收益	1,067	1,907	1,815	1,762
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)	(151)	(235)
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)	(393)	(248)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	(34)	25	(18)
长期待摊费用	1,399	1,489	1,469	1,474	营业利润	2,483	1,738	3,746	4,939
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	74,632	84,072	利润总额	2,580	1,713	3,726	4,919
流动负债	31,876	21,963	25,007	27,384	减:所得税	345	206	484	639
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	3,241	4,279
经营性应付款项	10,845	10,197	11,923	13,714	减:少数股东损益	(13)	3	5	6
合同负债	2,967	2,668	3,191	3,629	归属母公司净利润	2,247	1,504	3,237	4,274
其他流动负债	7,878	5,292	7,415	7,819	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.41	0.88	1.16
非流动负债	10,606	13,256	15,371	18,155	EBIT	3,122	1,906	3,081	4,422
长期借款	6,369	8,669	10,469	12,969	EBITDA	6,654	6,561	8,861	11,581
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.00	12.60	14.26	15.23
租赁负债	1,432	1,782	2,097	2,380	归母净利率(%)	4.87	3.55	6.42	7.28
其他非流动负债	2,806	2,806	2,806	2,806	收入增长率(%)	(10.03)	(8.18)	18.95	16.46
负债合计	42,482	35,220	40,378	45,539	归母净利润增长率(%)	(22.60)	(33.05)	115.15	32.03
归属母公司股东权益	22,902	31,034	34,271	38,545					
少数股东权益	(25)	(22)	(18)	(12)					
所有者权益合计	22,877	31,012	34,254	38,533					
负债和股东权益	65,359	66,232	74,632	84,072					

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	8,003	12,394	每股净资产(元)	6.21	7.20	7.95	8.94
投资活动现金流	(9,989)	(10,853)	(9,061)	(12,390)	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	5.67	7.30
现金净增加额	(4,049)	602	(858)	1,828	ROE-摊薄(%)	9.81	4.85	9.44	11.09
折旧和摊销	3,531	4,655	5,780	7,159	资产负债率(%)	67.34	65.00	53.18	54.10
资本开支	(7,819)	(10,567)	(8,903)	(12,092)	P/E (现价&最新股本摊薄)	30.56	45.65	21.22	16.07
营运资本变动	(4,996)	713	(2,144)	(218)	P/B (现价)	3.00	2.59	2.34	2.08

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不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>