

2024 年年报、2025 年一季报点评：海外户储回暖，工商储成为公司增长亮点，今年业绩潜力较大

核心观点

公司发布 2024 年年报，全年实现公司年报收入、归母、扣非 30.7/2.04/1.42 亿，同比-31.3%/-81%/-86%。公司发布 2025 年一季报，Q1 收入、归母、扣非 8/0.46/0.16 亿，同比+16.7%/+35.3%/-26%，环比+20%/+6.5%/+29%。公司 Q1 已实现收入、业绩的触底回升，印巴市场率先恢复，欧洲市场在去库后已经明显增长。去年开始公司发力工商储，今年以来工商储发货、收入明显增长，有望受益于全球工商储增长趋势。公司是海外户储、工商储弹性较大的公司之一，户储、工商储、热泵、并网逆变器、微逆等多产品并举，今年业绩有望高增。

事件

公司发布 2024 年年报，全年实现公司年报收入、归母、扣非 30.7/2.04/1.42 亿，同比-31.3%/-81%/-86%。公司发布 2025 年一季报，Q1 收入、归母、扣非 8/0.46/0.16 亿，同比+16.7%/+35.3%/-26%，环比+20%/+6.5%/+29%。

简评

全年业绩符合此前预告，Q4 下滑主要因欧洲占比下降所致

年报业绩符合此前预告指引（预告业绩指引为 1.85-2.2 亿），Q4 收入、业绩环比下滑，预计主要因欧洲市场进入冬季，需求相对不景气所致。

出货结构拆分：工商储单独列出

公司在本次年报中调整业务口径，改为并网逆变器、户用储能系统及产品、工商业储能系统三类。其中，（1）户用储能系统收入 22.2 亿，同比-35.4%，毛利率 40.6%，同比+1.9pct。主要由原储能逆变器、储能电池合并而成，收入同比下降主要因欧洲去库所致，毛利率仍保持较高水平。（2）并网逆变器：收入 5.93 亿，同比-15.2%，毛利率 27.4%，同比-6.9pct，收入下降幅度较户储系统小，主要因印度、巴基斯坦等地区并网逆变器需求较好所致，但毛利率下降较明显，因这些国家市场毛利率相对较低。（3）工商业储能系统：收入 0.99 亿，毛利率 34.7%，为新增类别。

Q1 收入明显起量，汇兑收益对业绩起正向作用

Q1 收入 8 亿，同比+16.7%、环比+20%，收入已明显起量，预计主要因印度、巴基斯坦市场率先恢复所致。但因印巴市场毛利率较低，因此 Q1 毛利率为 29.9%，同比-10pct。因欧元升值，Q1 财务费用为-0.84 亿，对业绩起正向作用。

艾罗能源 (688717.SH)

首次评级

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523110002

发布日期：2025 年 05 月 16 日

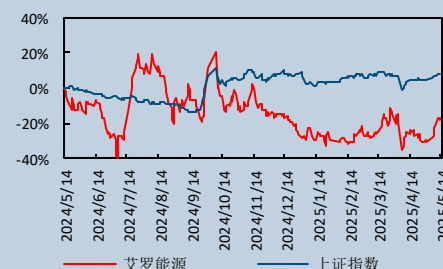
当前股价：54.70 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.31/6.20	21.69/19.55	-20.01/-28.14
12 月最高/最低价 (元)		79.82/40.27
总股本 (万股)		16,000.00
流通 A 股 (万股)		9,643.13
总市值 (亿元)		86.88
流通市值 (亿元)		52.36
近 3 月日均成交量 (万)		381.70
主要股东		
李新富		19.40%

股价表现



相关研究报告

费用今年将得到显著控制

公司去年四费合计约 10 亿，其中研发费用约 4.81 亿，今年 Q1 研发费用约 1.32 亿，研发人员数量已进入稳定状态，未来预计不会再有大幅增长，加上汇兑收益等，预计今年费用维持相对稳定。

工商储是今年增长亮点

公司针对工商业领域，公司推出了 AELIO、TRENE 系列工商业储能产品,功率覆盖 50-125kW，电池容量涵盖 100 度~261 度电，支持 10 套系统并机拓展运行。工商业储能系统由储能逆变器 PCS、储能电池系统、能源管理系统 EMS、制冷系统、消防系统等组成，支持微电网和虚拟电厂（VPP），其全天候的精准智能监控确保在复杂环境中的出色表现；TRENE 系列机柜具备强大的扩展性，提供 215kWh 和 261kWh 两款容量供选择，最高能支持 10 台机柜并机运行，并机运行情况下，客户能够搭建 MWh 级别储能系统，适配多元化环境。目前，公司工商业储能系统发货量逐月攀升，预计今年有望取得数亿元销售业绩。

投资建议和业绩预测

公司今年增长点主要在，一是欧洲户储复苏，目前欧洲户储库存已至底部，公司多个渠道客户已恢复提货，新产品如大功率户储、微逆等提货旺盛；二是工商储，欧洲今年在动态电价开始实施、产品价格性价比出众情况下，需求增长旺盛，其他市场如东南亚、非洲等工商储需求亦较为旺盛；三是印巴等亚非拉市场持续放量，公司推出低压电池产品，能够适应亚非拉市场对便宜好用的储能电池的需求，出货有望持续增长。预计公司 2025、2026、2027 年归母业绩分别为 4.44、6.63、8.30 亿元，估值分别为 20、13、10.5 倍。

图表1： 公司分业务盈利预测（单位：亿元）

业务类别	指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
并网逆变器	营业收入	5.02	7.00	5.93	7.42	8.25
	YoY	136.5%	39.4%	-18.7%	25.1%	11.2%
	毛利率	34.1%	36.2%	27.4%	26.3%	24.0%
储能逆变器	营业收入	12.79	10.89	8.10	9.08	13.00
	YoY	597.2%	-14.8%	-25.6%	12%	43.3%
	毛利率	50.5%	52.6%	45.7%	39.9%	40%
储能电池	营业收入	24.96	23.47	14.24	18.06	23.4
	YoY	551.1%	-6.0%	-39.4%	26.9%	29.6%
	毛利率	33.2%	34.2%	37.6%	34.2%	33.0%
工商业储能	营业收入	/	/	0.99	8.08	13.2
	YoY	/	/	/	716%	63.4%
	毛利率	/	/	34.7%	33.0%	32.0%
总体数据	营业收入	46.12	44.73	30.73	44.33	61.90
	归母净利润	11.34	10.65	2.04	4.44	6.63

资料来源：公司公告，中信建投

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,472.96	3,072.84	4,433.17	6,190.00	7,945.00
YoY(%)	-3.01	-31.30	44.27	39.63	28.35
净利润(百万元)	1,064.62	203.60	444.08	663.04	829.53
YoY(%)	-6.12	-80.88	118.12	49.31	25.11
毛利率(%)	39.90	38.12	34.09	33.85	32.72
净利率(%)	23.80	6.63	10.02	10.71	10.44
ROE(%)	24.53	4.63	9.17	12.04	13.09
EPS(摊薄/元)	6.65	1.27	2.78	4.14	5.18
P/E(倍)	8.16	42.67	19.56	13.10	10.47
P/B(倍)	2.00	1.98	1.79	1.58	1.37

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

1) **需求方面**：海外户储需求恢复情况不及预期，海外库存去化进度不及预期。

2) **供给方面**：锂价上涨抬高成本，或降价过快导致下游出现观望情绪。

3) **政策方面**：海外补贴政策不及预期。

4) **国际形势方面**：国际贸易壁垒加深，出口受阻；本地化生产要求提高，海外设厂提高成本；国际冲突导致海外运输受阻、运费提升。

5) **市场方面**：竞争加剧导致储能电池、集成商、PCS 厂商毛利率、盈利能力低于预期。

6) **技术方面**：新产品研发受阻，产品趋同导致竞争力下降。

7) **敏感性分析**：假设 2025 年工商储销售收入分别为 4、8.08、12 亿，则公司 2025 年业绩分别为 4.10、

4.44、4.79 亿。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,548.59	4,826.96	5,537.13	7,024.52	8,698.08
现金	3,038.51	3,175.48	3,513.42	4,191.76	5,020.81
应收票据及应收账款合	357.44	463.57	488.56	682.18	875.59
其他应收款	82.55	115.50	118.49	165.44	212.35
预付账款	11.72	6.54	27.36	38.20	49.03
存货	1,033.30	1,035.71	1,356.08	1,900.56	2,480.77
其他流动资产	25.06	30.15	33.22	46.38	59.53
非流动资产	806.59	1,309.28	1,151.01	991.32	856.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	422.34	757.11	646.13	533.74	419.92
无形资产	111.22	74.25	61.88	49.50	37.13
其他非流动资产	273.03	477.91	443.00	408.08	399.02
资产总计	5,355.18	6,136.24	6,688.14	8,015.84	9,554.15
流动负债	833.88	1,575.70	1,697.55	2,374.86	3,093.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	433.30	1,230.42	1,228.80	1,722.17	2,247.92
其他流动负债	400.58	345.28	468.75	652.69	845.78
非流动负债	180.85	161.72	147.69	135.05	124.98
长期借款	46.65	33.92	19.89	7.25	-2.82
其他非流动负债	134.21	127.80	127.80	127.80	127.80
负债合计	1,014.73	1,737.43	1,845.24	2,509.90	3,218.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	1,977.97	1,977.97	1,977.97	1,977.97	1,977.97
留存收益	2,202.48	2,260.84	2,704.93	3,367.97	4,197.50
归属母公司股东权益	4,340.45	4,398.81	4,842.90	5,505.94	6,335.47
负债和股东权益	5,355.18	6,136.24	6,688.14	8,015.84	9,554.15

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	634.59	753.73	341.77	681.08	826.02
净利润	1,064.62	203.60	444.08	663.04	829.53
折旧摊销	59.92	110.42	158.27	159.69	135.25
财务费用	-140.88	-5.13	-10.40	-12.83	-16.01
投资损失	0.00	-2.96	-0.74	-0.74	-0.74
营运资金变动	-436.72	408.48	-250.38	-131.75	-125.67
其他经营现金流	87.65	39.33	0.94	3.67	3.67
投资活动现金流	-359.36	-608.85	-0.19	-2.93	-2.93
资本支出	357.07	415.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-200.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-716.43	-824.17	-0.19	-2.93	-2.93
筹资活动现金流	1,902.73	-186.25	-3.63	0.18	5.95
短期借款	-69.10	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	21.59	-12.72	-14.03	-12.65	-10.06
其他筹资现金流	1,950.23	-173.52	10.40	12.83	16.01
现金净增加额	2,246.38	-45.82	337.94	678.34	829.05

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,472.96	3,072.84	4,433.17	6,190.00	7,945.00
营业成本	2,688.28	1,901.33	2,921.78	4,094.90	5,345.00
营业税金及附加	37.44	22.92	24.66	34.43	44.19
销售费用	310.51	376.13	421.15	566.39	699.16
管理费用	111.23	146.67	168.46	222.84	270.13
研发费用	274.93	481.14	465.48	557.10	691.22
财务费用	-140.88	-5.13	-10.40	-12.83	-16.01
资产减值损失	-11.96	-41.15	-21.28	-25.38	-23.84
信用减值损失	-1.26	-1.37	-1.77	-2.48	-3.18
其他收益	22.34	73.65	34.08	34.08	34.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.96	0.74	0.74	0.74
资产处置收益	0.01	0.19	0.07	0.07	0.07
营业利润	1,200.59	184.07	453.88	734.21	919.20
营业外收入	7.84	1.23	6.84	6.84	6.84
营业外支出	1.33	11.29	4.33	4.33	4.33
利润总额	1,207.10	174.02	456.38	736.71	921.70
所得税	142.48	-29.58	12.30	73.67	92.17
净利润	1,064.62	203.60	444.08	663.04	829.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,064.62	203.60	444.08	663.04	829.53
EBITDA	1,126.14	279.30	604.26	883.58	1,040.93
EPS (元)	6.65	1.27	2.78	4.14	5.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.01	-31.30	44.27	39.63	28.35
营业利润(%)	-7.41	-84.67	146.57	61.76	25.20
归属于母公司净利润	-6.12	-80.88	118.12	49.31	25.11
获利能力					
毛利率(%)	39.90	38.12	34.09	33.85	32.72
净利率(%)	23.80	6.63	10.02	10.71	10.44
ROE(%)	24.53	4.63	9.17	12.04	13.09
ROIC(%)	89.25	11.55	27.58	36.22	41.89
偿债能力					
资产负债率(%)	18.95	28.31	27.59	31.31	33.69
净负债比率(%)	-68.93	-71.42	-72.14	-76.00	-79.29
流动比率	5.45	3.06	3.26	2.96	2.81
速动比率	4.17	2.38	2.43	2.12	1.97
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.50	0.66	0.77	0.83
应收账款周转率	12.51	6.75	9.15	9.15	9.15
应付账款周转率	6.20	3.24	3.25	3.25	3.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	6.65	1.27	2.78	4.14	5.18
每股经营现金流(最新)	3.97	4.71	2.14	4.26	5.16
每股净资产(最新摊薄)	27.13	27.49	30.27	34.41	39.60
估值比率					
P/E	8.16	42.67	19.56	13.10	10.47
P/B	2.00	1.98	1.79	1.58	1.37
EV/EBITDA	5.46	16.61	9.33	5.80	4.28

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk