

艾罗能源 (688717.SH)

强烈推荐 (上调)

户储逐步修复，工商储业务起量将推动新增长

公司深耕分布式光储行业多年，2024 年上市后，在新产品、新市场上进一步加大投入。公司主营的户储业务，经历 2023 年下半年受欧洲去库之后，已经开始恢复。公司较早在欧洲地区布局和投入工商储产品，得益于欧洲动态电价在德国等区域的推广，开始快速起量，将推动公司开启一轮新增长。

- **加大研发与销售渠道投入，成本前置。**公司专注于分布式光储系统数十年，2024 年上市后，进一步加大研发和市场投入，公司 2024 年销售人员大幅增长至 514 人，公司薪酬总支出大幅增长至 7.3 亿元。体现在业务上，一方面是结合市场需求推出工商业储能、低压户储等产品，丰富产品矩阵；另一方面，积极开拓亚非拉等新兴市场，销售区域扩展到全球 110 多个国家和地区，2024 年非欧区域的收入大幅增长超过 60%，占比提升至 28%。
- **公司户储经营逐步修复，将受益于澳洲补贴政策。**2023 年下半年开始，公司户储板块经营受欧洲去库影响大。目前，欧洲渠道库存情况已基本恢复正常水平；亚非拉等新兴市场的户储需求也在不断涌现，公司户储板块经营正在修复。此外，澳洲 7 月启动“Cheaper Home Batteries”补贴计划，补贴规模达到 23 亿澳元，公司有望显著受益。
- **前瞻投入的欧洲工商储业务起量，将推动公司新一轮增长。**公司较早捕捉到欧洲等地区工商业储能的机会，在该领域的布局早、投入大、卡位好。由于 2025 年德国开始推广动态电价，将显著刺激工商储的需求，业界反馈，当前德国等区域的工商储需求立竿见影。公司 2024 年工商业储能系统收入近亿元（集中在欧洲地区），已有好的基础和优势，后续该业务有望推动公司开始新一轮增长。
- **投资建议：**我们估算公司 2025-2026 年归母净利润分别为 4.11、6.91 亿元，公司报表健康，传统户储业务开始恢复，培育的工商储业务起量有望推动公司开始新增长。综上，我们上调评级为“强烈推荐”。
- **风险提示：**户储终端需求恢复不及预期、欧洲工商储需求不及预期、行业政策波动、贸易壁垒加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4473	3073	4613	6132	7067
同比增长	-3%	-31%	50%	33%	15%
营业利润(百万元)	1201	184	467	785	1047
同比增长	-7%	-85%	154%	68%	33%
归母净利润(百万元)	1065	204	411	691	922
同比增长	-6%	-81%	102%	68%	33%
每股收益(元)	6.65	1.27	2.57	4.32	5.76
PE	9.8	51.0	25.3	15.0	11.3
PB	2.4	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

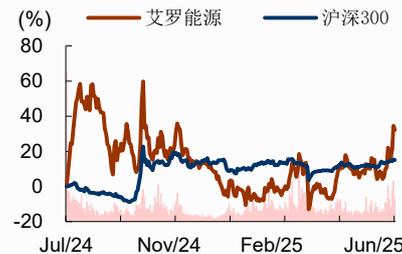
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：64.88 元

基础数据

总股本(百万股)	160
已上市流通股(百万股)	97
总市值(十亿元)	10.4
流通市值(十亿元)	6.3
每股净资产(MRQ)	27.8
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	27.8%
主要股东	李新富
主要股东持股比例	19.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	28	35
相对表现	19	23	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《艾罗能源(688717)一新产品与新市场逐步起量，经营态势将开始恢复》2024-08-01

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

1、加大研发与销售渠道投入，成本前置

公司是国际知名的光伏储能系统及产品提供商，深耕光伏、储能行业十余年。2024年1月3日，公司在上交所科创板上市。

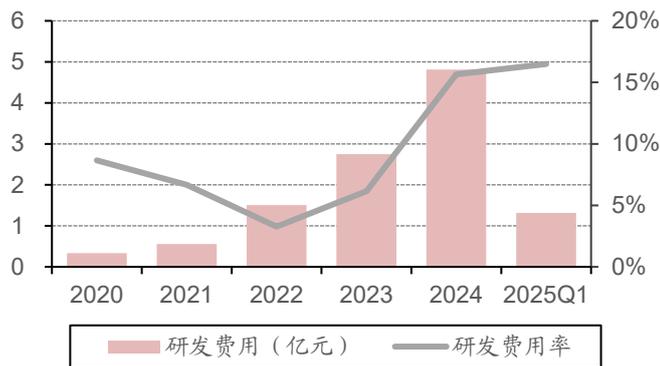
加大新产品、新市场投入。公司上市后，在新产品与新市场的投入上，进一步加大力度。2024年销售与研发人员分别大幅增长至559、1098人。薪酬总支出大幅增长至7.3亿元。产品方面，积极丰富产品线，针对工商业领域，推出了AELIO、TRENE系列工商业储能产品；并针对亚非拉国家市场，推出低压储能逆变器、低压储能电池。市场方面，开拓了巴基斯坦、乌克兰、南非等新兴市场。目前，公司销售区域已覆盖全球110多个国家和地区。2024年，公司欧洲地区销售收入占比已下滑至70%左右。在欧洲地区受库存影响，收入下滑的背景下，2024年非欧收入同比大幅提升60%以上。

图 1：公司历史沿革



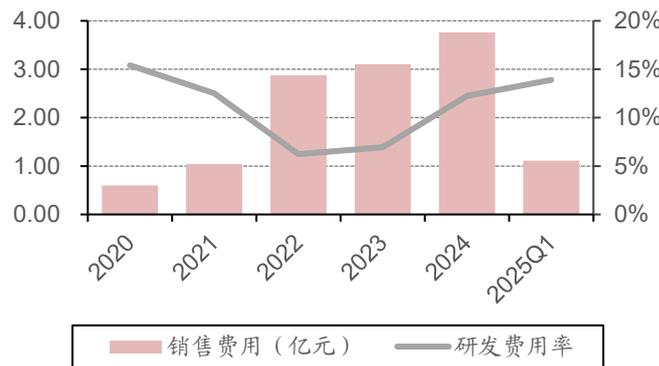
资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

图 2：公司研发投入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司销售投入情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司人力资源状况

	2021	2022	2023	2024
员工专业构成				
研发人员	161	286	802	1098
生产人员	208	1506	894	1192
采购及销售人员	89	219	402	559
财务及行政人员	42	92	145	157

	2021	2022	2023	2024
员工学历构成				
博士	2	4	7	14
硕士	41	91	283	483
本科	206	479	935	1197
专科及以下	251	1529	1018	1312

资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司分地区销售情况（亿元）

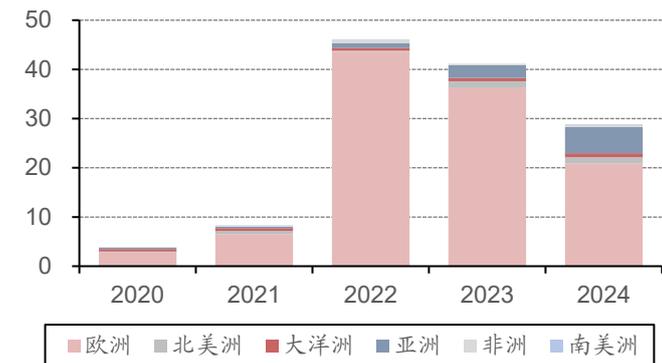
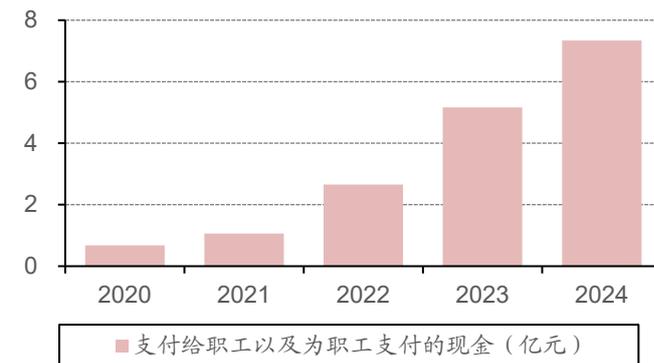


图 5：公司员工薪酬支出情况



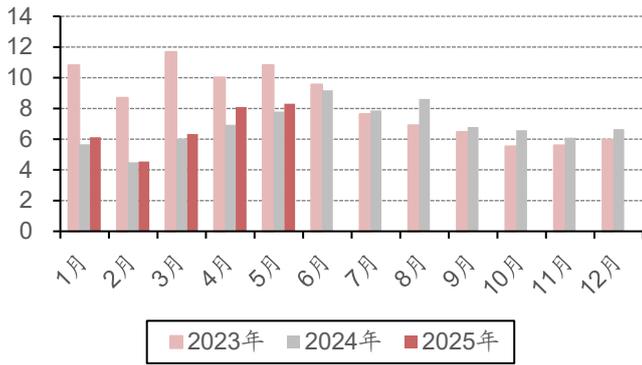
资料来源：公司公告、招商证券（2023、2024 年数据为主要产品销售收入）

2、户储经营逐步修复，将受益于澳洲补贴政策

户储经营逐步恢复。由于欧洲户储行业的需求牛尾效应，2022-2023 年上半年透支了欧洲部分需求，造成渠道商库存积压严重。自 2023 年下半年开始，公司营收规模也受到较大冲击。目前，我国对外逆变器已基本企稳，实现连续多月的同、环比提升。一方面，欧洲渠道库存情况已基本恢复正常水平；此外，亚非拉等国家出于电力保供目的的户储需求也在不断地涌现。得益于公司在欧洲市场的巩固，以及新兴市场的渠道搭建，公司户储业务正在逐步修复。

将受益于澳洲户储补贴。为了降低家庭及工商业用户电费、提升光伏利用率、降低户储前期投资成本。澳大利亚 7 月推出廉价家用电池计划（Cheaper Home Batteries Program），用来补贴户储的安装，计划总额达到 23 亿澳元。针对 5-100kWh 的户储项目，补贴力度接近安装成本 30%。该补贴计划，有望显著推动澳洲户储需求。

图 6: 逆变器出口金额 (亿美元)



资料来源: 海关总署、招商证券

图 7: 公司单季度营业收入



资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 澳洲户储不同时间安装补贴金额估算

澳元	2025	2026	2027	2028	2029	2030
单度电金额	372	336	296	260	224	188

资料来源: 公司数据、招商证券 (仅针对 5-100kwh 容量, 超过 50kWh 不满 100kWh, 按 50kWh 计算)

3、前瞻投入的欧洲工商储业务起量，将推动公司新一轮增长

工商储布局早、卡位好。公司较早的捕捉到欧洲等地区工商业储能的动态机会，并针对性发布智能一体化工商业储能机。2024 年，公司工商业储能系统收入近亿元，主要集中在欧洲地区。

欧洲工商储需求有望迎来爆发。欧洲国家居民电价普遍较工商业电价更高。因此，与户储相比，欧洲工商业储能的发展，对于供应链价格以及收入的要求则更高，目前行业规模仍比较小。一方面，随着近几年储能产业链价格大幅下行；另一方面，各国还针对性地颁布了进一步的相关支持政策。工商业储能发展的经济性条件也已具备。此外，德国今年开始大规模推广动态电价。在动态电价机制下，终端可以实现电能市场套利，配储需求将被进一步拉动。

图 8: 公司 TRENE 储能产品



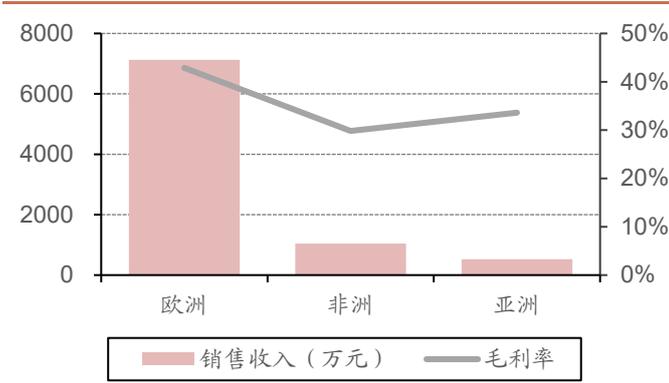
资料来源: 公司官网、招商证券

图 9: 公司 AELIO 储能产品



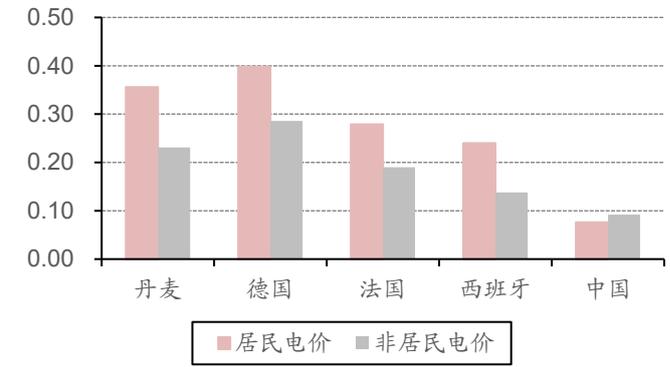
资料来源: 公司官网、招商证券

图 10: 公司 2024 年工商业储能收入情况



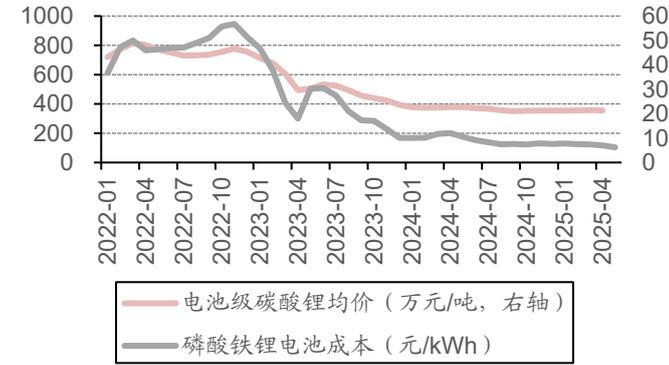
资料来源: eurostat、招商证券

图 11: 2023-2025Q1 不同国家平均电价水平 (美元/kWh)



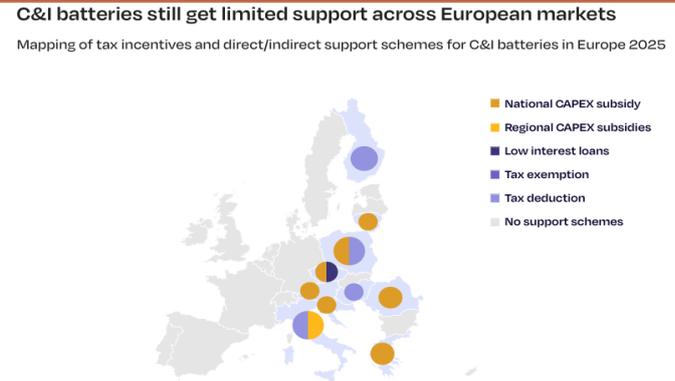
资料来源: eurostat、招商证券

图 12: 储能电池产业链价格持续下行



资料来源: 鑫椏资讯、IFind、招商证券

图 13: 欧洲工商业储能支持政策区域分布



资料来源: SolarPower Europe、招商证券

盈利预测

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 46.13、61.32、70.67 亿元，综合毛利率分别为 34.19%、34.57%、34.05%，归母净利润分别为 4.11、6.91、9.22 亿元。公司报表健康，传统户储业务开始恢复，培育的工商储业务起量有望推动公司开始新增长。综上，我们上调评级为“强烈推荐”。

表 3: 盈利预测

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
户用储能系统	营收	3436	2220	3000	3800	3960
	yoy	-9%	-35%	35%	27%	4%
	毛利率	40.06%	40.61%	36.00%	36.00%	35.00%
工商业储能系统	营收		99	720	1440	2160
	yoy			626%	100%	50%
	毛利率		34.71%	35.00%	35.00%	35.00%
并网逆变器	营收	700	593	700	680	714
	yoy	39%	-15%	18%	-3%	5%
	毛利率	36.23%	27.36%	24.00%	24.00%	24.00%

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他	营收	337	161	193	212	233
	yoy	1%	-52%	20%	10%	10%
	毛利率	45.86%	41.47%	36.06%	35.64%	35.49%
合计	营收	4473	3073	4613	6132	7067
	yoy	-3%	-31%	50%	33%	15%
	毛利率	39.90%	38.12%	34.19%	34.57%	34.05%

资料来源：招商证券

风险提示

1、户储终端需求恢复不及预期:

公司目前户储业务处于逐步修复过程中，若终端需求不及预期，会影响后续户储板块经营情况。

2、欧洲工商储需求不及预期:

公司在欧洲的工商储发展，是未来一段时间的重要增量，若工商储需求不及预期，会对公司经营产生不利影响。

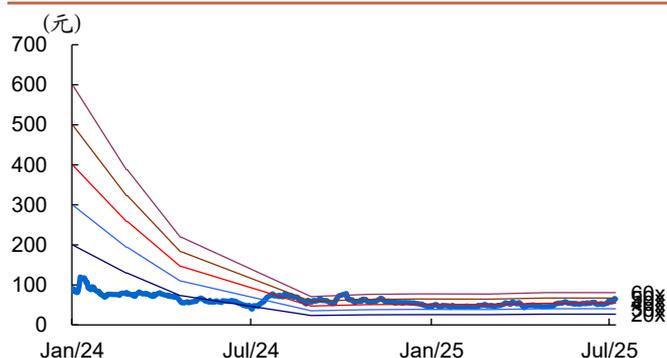
3、行业政策波动:

包括补贴在内的行业政策，是公司下游业务需求的重要催化，若相关政策有波动，可能会导致下游需求波动，影响公司经营。

4、贸易壁垒加剧:

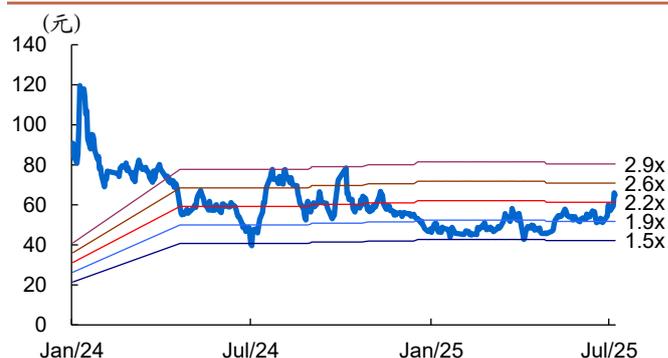
公司主要市场在海外，若贸易壁垒加剧，会影响公司经营。

图 14: 艾罗能源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15: 艾罗能源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

1、艾罗能源：新产品与新市场逐步起量，经营态势将开始恢复 20240802

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	4549	4827	5073	6138	7254
现金	3039	3175	2934	3303	3973
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	8	13	17	19
应收款项	357	455	683	908	1047
其它应收款	83	116	173	230	266
存货	1033	1036	1214	1605	1864
其他	37	37	56	74	85
非流动资产	807	1309	1381	1443	1495
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	356	699	789	865	930
无形资产商誉	111	74	67	60	54
其他	339	536	526	517	511
资产总计	5355	6136	6455	7580	8749
流动负债	834	1576	1633	2109	2425
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	433	1230	1214	1605	1864
预收账款	96	103	165	218	253
其他	305	242	255	287	308
长期负债	181	162	162	162	162
长期借款	0	0	0	0	0
其他	181	162	162	162	162
负债合计	1015	1737	1795	2271	2587
股本	160	160	160	160	160
资本公积金	1978	1978	1978	1978	1978
留存收益	2202	2261	2522	3171	4024
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4340	4399	4660	5309	6162
负债及权益合计	5355	6136	6455	7580	8749

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	635	754	(8)	591	904
净利润	1065	204	411	691	922
折旧摊销	40	84	126	137	146
财务费用	(61)	12	(92)	31	35
投资收益	0	(3)	(50)	(50)	(70)
营运资金变动	(403)	486	(416)	(232)	(139)
其它	(7)	(29)	13	15	10
投资活动现金流	(359)	(609)	(150)	(150)	(130)
资本支出	(359)	(409)	(200)	(200)	(200)
其他投资	0	(200)	50	50	70
筹资活动现金流	1903	(186)	(83)	(72)	(104)
借款变动	(250)	(22)	(25)	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	1948	0	0	0	0
股利分配	0	(150)	(150)	(41)	(69)
其他	165	(14)	92	(31)	(35)
现金净增加额	2178	(41)	(241)	369	669

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4473	3073	4613	6132	7067
营业成本	2688	1901	3036	4012	4660
营业税金及附加	37	23	23	31	35
营业费用	311	376	415	460	481
管理费用	111	147	231	276	283
研发费用	275	481	554	552	565
财务费用	(141)	(5)	(92)	31	35
资产减值损失	(13)	(42)	(30)	(36)	(30)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	22	74	50	50	70
投资收益	0	3	0	0	0
营业利润	1201	184	467	785	1047
营业外收入	8	1	5	5	5
营业外支出	1	11	5	5	5
利润总额	1207	174	467	785	1047
所得税	142	(30)	56	94	126
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1065	204	411	691	922

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	-31%	50%	33%	15%
营业利润	-7%	-85%	154%	68%	33%
归母净利润	-6%	-81%	102%	68%	33%
获利能力					
毛利率	39.9%	38.1%	34.2%	34.6%	34.1%
净利率	23.8%	6.6%	8.9%	11.3%	13.0%
ROE	37.9%	4.7%	9.1%	13.9%	16.1%
ROIC	32.6%	4.8%	7.3%	14.4%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	18.9%	28.3%	27.8%	30.0%	29.6%
净负债比率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	3.1	3.1	2.9	3.0
速动比率	4.2	2.4	2.4	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.5	0.7	0.9	0.9
存货周转率	2.3	1.8	2.7	2.8	2.7
应收账款周转率	10.9	7.5	8.0	7.6	7.1
应付账款周转率	3.1	2.3	2.5	2.8	2.7
每股资料(元)					
EPS	6.65	1.27	2.57	4.32	5.76
每股经营净现金	3.97	4.71	-0.05	3.69	5.65
每股净资产	27.13	27.49	29.12	33.18	38.51
每股股利	0.00	0.94	0.26	0.43	1.73
估值比率					
PE	9.8	51.0	25.3	15.0	11.3
PB	2.4	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.5	39.3	18.5	9.7	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

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。