

艾罗能源 (688717.SH)

强烈推荐 (维持)

户用光储逐步修复，工商储强劲增长

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 77.0 元

公司披露，2025 上半年公司实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 18.07、1.42、1.05 亿元，同比提升 14%、38%、60%。其中 Q2 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润为 10.08、0.96、0.89 亿元，同比提升 12%、39%、103%。

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)	12.3
流通市值 (十亿元)	7.5
每股净资产 (MRQ)	28.4
ROE (TTM)	5.3
资产负债率	32.3%
主要股东	李新富
主要股东持股比例	19.4%

□ 2025 上半年业绩情况。公司 2025 年上半年收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 18.07、1.42、1.05 亿元，同比增长 14%、38%、60%。2025Q2 实现了欧洲去库以来的单季度最大收入。Q2 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 10.08、0.96、0.89 亿元，同比提升 12%、39%、103%。

□ 盈利能力如期修复。Q2 单季度毛利率 36.46%，环比提升 6.53pct；净利率 9.51，环比提升 3.75pct，盈利能力如期修复。Q2 各项费用率合计 26.87%，环比提升 0.94pct。其中销售、管理、研发费用合计提升 3.44pct，主要系广告营销、研发投入加大，新产品认证费用增加；财务费用环比下降 2.49pct，主要系汇兑收益增加。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	41	65	39
相对表现	31	50	3



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 户用光储板块逐步修复，多国发布支持政策。公司户储系统收入 10.92 亿元，同比下滑约 3%；毛利率 35.24%。Q2 公司整体盈利修复较多，分析系户储高压比例显著提升。公司并网逆变器收入 3.74 亿元，同比提升约 17%；毛利率 21.87%。行业层面，澳洲自 7 月 1 日开始，启动户储补贴，总额达到 23 亿澳元；印尼近期发布 100GW 光伏+320GWh 分布式储能计划，公司将会显著受益。

□ 工商储强劲增长。2025 年上半年，工商储系统收入约 2.46 亿元，较去年全年增长 148%左右。毛利率约 37.43%。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。

□ 投资建议：欧洲户储去库结束、澳洲户储加码补贴以及印尼公布的大规模分布式光储规划，对于公司后续收入拉动的潜在空间非常大。同时，欧洲工商储行业正在爆发，公司布局早、卡位好，收入规模增长迅速。维持“强烈推荐”评级。

□ 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。

相关报告

- 《艾罗能源 (688717) 一户储逐步修复，工商储业务起量将推动新增长》2025-07-10
- 《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

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	11.6	60.5	30.0	17.8	13.4
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

一、2025 年中报分析

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
营业收入	4611.8	4473.0	3072.8	899.3	1008.0	12.09
营业成本	2812.9	2688.3	1901.3	567.5	640.5	12.86
毛利润	1798.9	1784.7	1171.5	331.8	367.5	10.76
销售税金	3.9	37.4	22.9	4.2	5.8	36.04
销售费用	287.4	310.5	376.1	122.2	159.0	30.06
管理费用	66.5	111.2	146.7	39.7	55.8	40.54
研发费用	150.9	274.9	481.1	132.8	187.2	40.95
经营利润	1290.2	1050.6	144.6	32.8	-40.2	-222.64
资产和信用减值损失	-54.2	-13.2	-42.5	-14.3	-14.4	0.46
财务费用	-55.5	-140.9	-5.1	-21.2	-131.1	517.73
投资收益	-0.7	0.0	3.0	0.0	1.5	-
资产处置收益	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	-
公允价值变动净收益	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-
其他收益	6.2	22.3	73.7	27.2	11.3	-58.32
营业外收入	11.4	7.8	1.2	3.9	0.0	-99.54
营业外支出	0.4	1.3	11.3	0.4	1.2	237.99
利润总额	1307.7	1207.1	174.0	70.5	88.1	25.03
所得税	173.7	142.5	-29.6	1.4	-7.7	-641.25
税后净利润	1134.0	1064.6	203.6	69.0	95.8	38.80
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
归母净利润	1134.0	1064.6	203.6	69.0	95.8	38.80
非经常性损益	13.7	24.3	62.0	25.4	7.3	-71.28
扣非归母净利润	1120.3	1040.3	141.6	43.7	88.5	102.81
主要比率						百分点变化
毛利率	39.0	39.9	38.1	36.9	36.5	-0.44
销售费用率	6.2	6.9	12.2	13.6	15.8	2.18
管理费用率	1.4	2.5	4.8	4.4	5.5	1.12
研发费用率	3.3	6.1	15.7	14.8	18.6	3.80
财务费用率	-1.2	-3.1	-0.2	-2.4	-13.0	-10.65
所得税率	13.3	11.8	-17.3	2.0	-8.9	-10.94
净利率	24.6	23.8	6.6	7.7	9.5	1.83
扣非净利率	24.3	23.3	4.6	4.9	8.8	3.93

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	百分点变化 (%)
负债率%	60.27	18.95	28.31	32.32	4.00
短期借款 (百万元)	69.10	0.00	0.00	0.00	-
一年内到期的非流动负债 (百万元)	12.92	21.61	25.21	28.68	13.78
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	791.33	3038.51	3175.48	2958.94	-6.82

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化
赊销比	9.98	7.99	15.09	20.22	45.25	25.04

敬请阅读末页的重要说明

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化
存货营收比	28.26	23.10	33.71	32.18	88.83	56.65
销售商品、劳务获现金/营收	94.03	106.15	98.91	81.77	93.81	12.05
经营性现金流净额(百万元)	896.97	634.59	753.73	423.30	-87.74	-120.73
经营现金流净额/税后净利润	79.10	59.61	370.20	43.40	-85.18	-128.58

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化(%)
归上净利率(%)	24.59	23.80	6.63	7.68	9.51	1.83
总资产周转率(%)	2.25	1.04	0.53	0.27	0.28	0.01
权益乘数	2.86	1.53	1.31	1.32	1.44	0.12
ROE(%)	158.30	37.86	4.66	2.34	3.17	0.83
ROA(%)	55.43	24.80	3.54	1.78	2.21	0.43
ROIC(%)	134.70	36.39	2.99	2.02	2.30	0.28

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	报告期变化(%)
固定资产	260.08	355.99	698.94	729.35	4.35
在建工程	39.93	148.39	54.32	162.36	198.88

资料来源：公司公告、招商证券

1、户用光储板块逐步修复，多国发布支持政策。

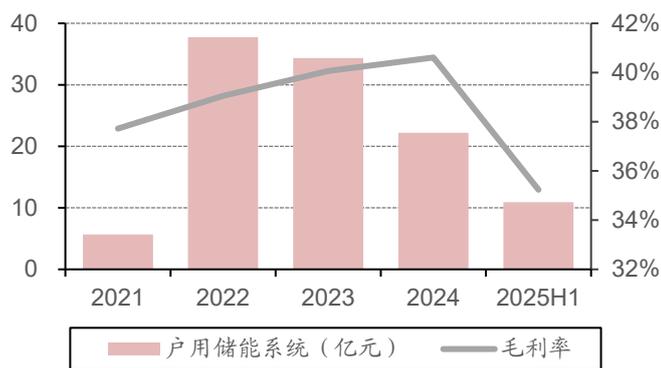
2025 年上半年，户储系统收入约 10.92 亿元，同比下滑约 3%；估算出货量约 5.5 万台。户储系统上半年毛利率 35.24%，公司二季度整体盈利能力修复显著，预计主要系高压产品占比明显提高。并网逆变器收入约 3.74 亿元，同比增长约 17%；估算出货量约 17 万套，上半年毛利率 21.87%。

澳洲发布户储补贴。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。

印尼发布大规模光储计划。近日，根据 CNN (印尼) 报道，印度尼西亚能源与矿产资源部部长 Bahlil Lahadalia 表示，根据印尼总统普拉博沃·苏比延多 (Prabowo Subianto) 指示，印尼将在未来建设 100GW 光伏，并搭配储能系统。

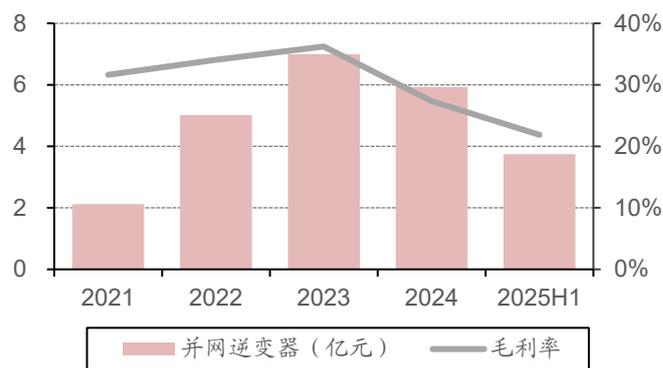
印尼能源与环境领域智库基本服务改革研究所 (IESR) 进一步披露相关细节，该规划拟在 8 万个村庄部署“1MW 光伏+4MWh 储能”微电网系统，合计 80GW 光伏 (另外配套 20GW 集中式光伏)、320GWh 储能，项目由乡村合作社管理运营，旨在提供可靠且合理的电力供应。

图 1: 公司户储业务经营情况



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 公司并网逆变器经营情况



资料来源: 公司数据、招商证券

表 6: 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

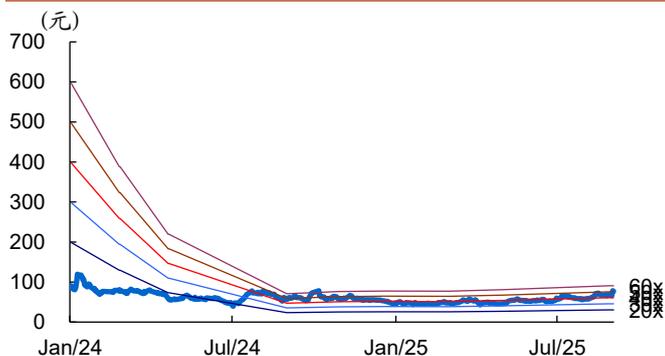
资料来源: 公司数据、招商证券 (仅针对 5-100kwh 容量, 超过 50kWh 不满 100kWh, 按 50kWh 计算)

2、工商储强劲增长

公司工商储系统布局早、卡位好。2025 年上半年, 工商储系统收入约 2.46 亿元, 较去年全年增长 148% 左右。毛利率约 37.43%, 较去年提升 2.73pct, 主要得益于出货规模扩大带动成本摊薄。

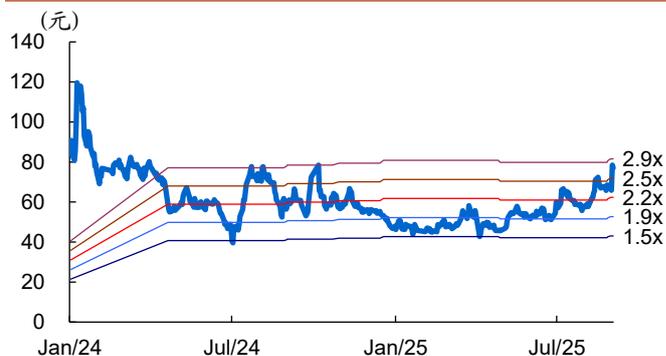
充分受益于欧洲工商储行业爆发。欧洲国家居民电价普遍较工商业电价更高。因此, 与户储相比, 欧洲工商业储能的发展, 对于供应链价格以及收入的要求则更高, 目前行业规模仍比较小。一方面, 随着近几年储能产业链价格大幅下行; 另一方面, 各国还针对性地颁布了进一步的相关支持政策。工商业储能发展的经济性条件也已具备。此外, 德国今年开始大规模推广动态电价。在动态电价机制下, 终端可以实现电能市场套利, 配储需求将被进一步拉动。

图 3: 艾罗能源历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 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：户储逐步修复，工商储业务起量将推动新增长 20250709
- 2、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	11.6	60.5	30.0	17.8	13.4
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.0
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。