

## 公司研究

## 燃料电池系统销量阶段性承压，旭阳集团有望助力公司迎来新发展

——亿华通-U (688339.SH) 2024 年年报&amp;2025 年一季报点评

## 要点

**事件:** 公司发布 2024 年年报&2025 年一季报, 2024 年实现营业收入 3.67 亿元, 同比-54.21%, 实现归母净利润-4.56 亿元, 亏损幅度加大; 2025Q1 实现营业收入 0.11 亿元, 同比-19.92%, 实现归母净利润-0.93 亿元, 亏损幅度环比收窄。

### 燃料电池系统销量阶段性承压, 持续重视技术研发。

在行业整体销量不及预期叠加公司在资金周转压力下采取审慎拓展的市场策略因素影响下, 2024 年公司燃料电池系统销量同比减少 60.95%至 742 套, 营业收入同比减少 61.94%至 2.73 亿元, 毛利率则在燃料电池系统价格下降和成本降幅趋缓的背景下同比减少 21.19 个 pct 至 11.70%。2024 年公司零部件收入同比增长 14.60%至 0.35 亿元, 毛利率同比增长 4.06 个 pct 至 16.67%, 技术开发及服务营业收入同比增长 15.34%至 0.25 亿元, 毛利率同比增长 15.51 个 pct 至 21.33%。经营承压背景下公司持续重视技术研发, 2024 年公司研发投入同比减少 18.37%至 1.39 亿元, 占营业收入的比例提升 16.68 个 pct 至 37.99%。

2025Q1 公司营业收入和毛利率环比均有一定程度下滑, 我们认为主要系行业季节性波动带来的交付和收入确认因素影响。根据中汽协公布的数据, 燃料电池汽车在 2025 年 3 月产销量分别为 365/377 辆, 同比增长 36.2%/69.1%, 市场回暖背景下公司收入规模也有望重回上升通道。

### 控股股东拟变更为旭阳集团, 完善公司产业链上下游布局并丰富终端应用场景。

旭阳集团于 2025 年 3 月 12 日与公司签订了一份发行股份购买资产业务并募集配套资金的框架协议, 交易完成后预计公司控股股东将变更为旭阳集团。旭阳集团是中国焦化龙头企业, 依托焦炉煤气副产氢资源已实现低成本高纯氢规模化生产, 布局京津冀 4 座加氢站, 成立有旭阳氢能车队已具备 5.5 吨/天运氢能力, 在全球共有九大生产园区。旭阳集团成为公司控股股东后可完善公司在氢能源上下游产业链的布局, 同时借助集团多个生产园区进一步打通终端应用场景。

**维持“增持”评级:** 考虑到行业竞争加剧致燃料电池系统价格持续走低, 我们下调盈利预测, 预计公司 25-27 年实现归母净利润-2.55/-2.52/-2.21 亿元。综合考虑行业高成长性、公司强大的配套能力与市场拓展能力、自产电堆与规模化, 盈利能力提升空间大, 公司作为 A+H 燃料电池第一股, 有望受益行业高增长, 控股股东变更后有望给公司带来新的发展潜力, 看好公司成长趋势, **维持“增持”评级。**

**风险提示:** 竞争加剧、订单不及预期、客户集中度高、应收账款回款不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	801	367	464	521	579
营业收入增长率	8.48%	-54.21%	26.49%	12.39%	11.06%
归母净利润 (百万元)	-243	-456	-255	-252	-221
EPS (元)	-1.47	-1.97	-1.10	-1.09	-0.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	-7.99%	-17.82%	-11.04%	-12.24%	-12.04%
P/S	6	13	10	9	8
P/B	1.1	1.8	2.0	2.3	2.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-29  
注: 公司总股本 2023 年为 1.65 亿股, 2024 年及以后为 2.32 亿股

## 增持 (维持)

当前价: 20.07 元

## 作者

分析师: 殷中枢

执业证书编号: S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师: 郝骞

执业证书编号: S0930520050001

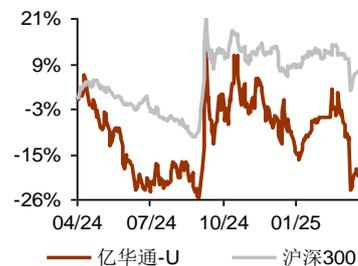
021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)	2.32
总市值(亿元):	46.49
一年最低/最高(元):	18.54/30.81
近 3 月换手率:	89.47%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.78	-7.45	-26.67
绝对	-12.66	-7.98	-21.93

资料来源: Wind

### 相关研报

现金流情况有所改善, 氢能高速政策出台有望推动行业需求放量——亿华通-U (688339.SH) 2024 年中报点评 (2024-08-30)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	801	367	464	521	579
营业成本	540	321	408	460	505
折旧和摊销	79	93	99	101	104
税金及附加	4	3	4	5	5
销售费用	76	59	65	63	58
管理费用	224	225	223	209	203
研发费用	141	97	113	117	118
财务费用	-16	2	11	13	18
投资收益	-34	6	6	6	6
营业利润	-307	-533	-300	-297	-267
利润总额	-320	-532	-300	-297	-267
所得税	-19	9	5	5	4
净利润	-300	-540	-305	-302	-271
少数股东损益	-57	-84	-50	-50	-50
归属母公司净利润	-243	-456	-255	-252	-221
EPS(元)	-1.47	-1.97	-1.10	-1.09	-0.95

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-561	-19	-145	-290	-248
净利润	-243	-456	-255	-252	-221
折旧摊销	79	93	99	101	104
净营运资金增加	415	-814	-44	122	120
其他	-811	1,159	55	-262	-252
投资活动产生现金流	-755	-20	-44	-44	-64
净资本支出	-74	-26	-70	-70	-70
长期投资变化	319	284	0	0	0
其他资产变化	-999	-278	26	26	6
融资活动现金流	1,277	162	-162	380	358
股本变化	66	66	0	0	0
债务净变化	366	174	-151	392	377
无息负债变化	138	223	73	57	35
净现金流	-25	127	-351	46	46

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.5%	12.5%	12.1%	11.8%	12.7%
EBITDA 率	-0.8%	-30.1%	-39.9%	-29.9%	-21.5%
EBIT 率	-12.0%	-58.9%	-61.1%	-49.4%	-39.5%
税前净利润率	-39.9%	-145.0%	-64.6%	-56.9%	-46.0%
归母净利润率	-30.4%	-124.5%	-54.9%	-48.3%	-38.2%
ROA	-6.1%	-11.3%	-6.9%	-6.6%	-5.8%
ROE (摊薄)	-8.0%	-17.8%	-11.0%	-12.2%	-12.0%
经营性 ROIC	-3.1%	-10.5%	-14.3%	-12.4%	-10.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	31%	41%	42%	51%	58%
流动比率	2.53	1.87	1.71	1.44	1.28
速动比率	2.35	1.76	1.60	1.35	1.21
归母权益/有息债务	4.88	3.21	3.56	1.98	1.29
有形资产/有息债务	7.14	5.39	6.05	3.90	2.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,946	4,779	4,396	4,544	4,685
货币资金	609	722	371	417	463
交易性金融资产	690	727	727	727	747
应收账款	1,622	1,548	1,547	1,666	1,770
应收票据	51	14	19	21	23
其他应收款 (合计)	19	18	23	26	28
存货	231	193	180	189	189
其他流动资产	74	48	48	48	48
流动资产合计	3,341	3,277	2,923	3,102	3,277
其他权益工具	196	158	158	158	158
长期股权投资	319	284	284	284	284
固定资产	503	497	460	420	377
在建工程	22	15	14	13	13
无形资产	262	262	274	285	294
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	35	43	43	43	43
非流动资产合计	1,605	1,502	1,474	1,442	1,408
总负债	1,539	1,936	1,857	2,307	2,719
短期借款	587	762	601	983	1,350
应付账款	573	670	734	781	808
应付票据	40	19	29	32	35
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	11	11	11	11
流动负债合计	1,322	1,755	1,712	2,151	2,553
长期借款	0	10	20	30	40
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	108	108	108	108
非流动负债合计	216	181	146	156	166
股东权益	3,407	2,843	2,539	2,237	1,966
股本	165	232	232	232	232
公积金	3,246	3,182	3,182	3,182	3,182
未分配利润	-488	-944	-1,199	-1,450	-1,671
归属母公司权益	3,045	2,561	2,306	2,055	1,834
少数股东权益	362	282	232	182	132

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.53%	15.98%	14.00%	12.00%	10.00%
管理费用率	27.93%	61.28%	48.00%	40.00%	35.00%
财务费用率	-2.01%	0.54%	2.34%	2.46%	3.15%
研发费用率	17.60%	26.46%	24.46%	22.46%	20.46%
所得税率	6%	-2%	-2%	-2%	-2%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-3.39	-0.08	-0.63	-1.25	-1.07
每股净资产	18.40	11.06	9.96	8.87	7.92
每股销售收入	4.84	1.58	2.00	2.25	2.50

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PS	6	13	10	9	8
PB	1.1	1.8	2.0	2.3	2.5
EV/EBITDA	-209.5	-37.3	-25.7	-32.3	-42.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP