

联合研究 | 公司点评 | 亿华通-U (688339.SH)

亿华通 2025Q3：行业技术降本阶段需求下降致业绩承压，期待规模降本阶段表现

报告要点

2025Q3 公司实现营收 0.32 亿元，同比减少 80.6%；归母净利润-1.48 亿元，去年同期为-1.17 亿元；扣非归母净利润-1.37 亿元，去年同期为-1.12 亿元，亏损同比扩大。燃料电池行业市场需求整体下降及公司审慎扩张，销量及利润承压，费用相对刚性拖累利润，期待规模降本阶段表现。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BUV415



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

亿华通-U (688339.SH)

2025-11-11

亿华通 2025Q3：行业技术降本阶段需求下降致业绩承压，期待规模降本阶段表现

联合研究 | 公司点评

投资评级 增持 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年三季报，2025Q1-3 公司实现营收 1.04 亿元，同比减少 67.31%；归母净利润-3.11 亿元，去年同期为-2.58 亿元；扣非归母净利润-3.12 亿元，去年同期为-2.77 亿元，亏损扩大。其中，2025Q3 实现营收 0.32 亿元，同比减少 80.6%；归母净利润-1.48 亿元，去年同期为-1.17 亿元；扣非归母净利润-1.37 亿元，去年同期为-1.12 亿元，亏损扩大。

事件评论

- **推测因燃料电池行业市场需求整体下降及公司审慎扩张，收入及利润承压。**1) **收入：**2025Q3 公司收入同环比大幅下滑，结合中报推测收入下降原因有：①燃料电池行业市场需求整体下降，行业规模同比缩减，中汽协产销量数据来看，2025 年 1-9 月燃料电池汽车整体产量 2230 辆，同比下降 46.8%；销售 2208 辆，同比下降 46.6%。②基于当前流动资金状况考量，公司采取了审慎的营销扩张策略。2) **毛利率：**2025Q3 公司销售毛利率为-6.18%，同比降低 23.55pct，推测为规模效应减弱致单位成本增加。3) **费用相对刚性拖累利润。**2025Q3 公司期间费用率为 258.68%，同比提升 194.41pct，环比提升 150.29pct，其中管理费用率为 157.66%，同比提升 121.24pct，费用相对刚性，收入下滑致管理费用率上升较多；销售费用率为 59.15%，同比提升 47.59pct。
- **2025Q1-3 公司经营性现金流大幅改善。**1) 2025Q1-3 公司经营活动现金流净额为 0.05 亿元，同比增长 102.08%；收现比为 296.75%，同比提升 234.78pct，结合中报，主因公司强化供应链管理，同步优化人员结构所致。2) **资本开支：**2025Q1-3 公司资本开支为 0.43 亿元，去年同期为 0.20 亿元，总体均维持在较低水平。
- **2025 年我国氢能产业在政策完善与生态构建上持续推进：**1) **国家层面多项举措密集落地：**①国家能源局印发的《2025 年能源工作指导意见》明确要求各地健全氢能管理机制，为产业规范发展奠定基础；②燃料电池汽车示范城市群实现扩容，新疆哈密、山西吕梁、河南济源、河南濮阳、河北沧州、辽宁大连 6 地加入，体现出政策层面对氢能产业的持续关注与战略布局。2) **在应用推广层面，政策支持力度进一步加大：**超 10 个省市推出氢能车辆高速通行费减免政策，且覆盖范围持续扩展，氢能高速网络的逐步成型，提升了氢能重卡商业化推广的经济性与市场潜力。3) **产业资金与技术创新支持同步强化：**①国家发改委宣布设立国家创业投资引导基金投向氢能储能等前沿科技领域；②国家能源局发布《关于组织开展能源领域氢能试点工作的通知》，明确将遴选重点项目与区域开展试点，围绕制储输用全链条 11 个方向布局，助力产业关键技术实现突破升级。4) **展望：**目前氢燃料电池汽车行业市场由于处于商业化初期阶段尚未形成规模效应，综合成本较高；但从应用场景看，我国燃料电池汽车应用场景已由前期单一的公交领域商业化示范应用向环卫、城市物流配送、冷链运输等多场景示范应用转变，**期待燃料电池车推广加速放量。**
- 预计公司 2025-2026 年收入分别为 2.58 亿元和 3.39 亿元，给予“增持”评级。

风险提示

1、技术升级导致的产品迭代风险；2、存货减值及应收账款坏账风险。

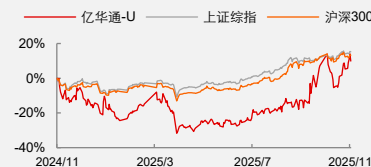
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	31.27
总股本(万股)	23,165
流通A股/B股(万股)	19,579/0
每股净资产(元)	9.78
近12月最高/最低价(元)	33.45/18.54

注：股价为 2025 年 11 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《亿华通 2025H1 点评：行业需求下滑及公司审慎扩张，销量及利润承压》2025-09-02
- 《亿华通 2024A&2025Q1：毛利率承压及减值损失增加拖累业绩》2025-05-08
- 《亿华通：拟定增并购买定州旭阳氢能，控股股东或将易主旭阳集团》2025-03-14



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、技术升级导致的产品迭代风险：随着氢燃料电池行业近年来的快速发展，燃料电池领域的新进入者快速增加，各大整车厂和系统生产企业不断加大对燃料电池领域的资源投入，公司能否继续维持较高的技术壁垒、能否持续对新一代产品的研发提前布局 and 规划，均存在一定的不确定性。

2、存货减值及应收账款坏账风险：公司的收款进度普遍取决于客户自身的资金状况，如果公司客户的经营状况发生恶化，或者新能源汽车产业链的资金环境无法根本改善，公司收款不稳定的情况将持续存在，可能导致公司存在应收账款无法及时回收甚至损失的风险。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	367	258	339	462	货币资金	722	541	256	135
营业成本	321	221	264	338	交易性金融资产	727	727	727	727
毛利	46	37	75	124	应收账款	1548	1007	1283	1729
%营业收入	12%	14%	22%	27%	存货	193	3	33	85
营业税金及附加	3	2	3	4	预付账款	5	11	14	17
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	82	81	93	110
销售费用	59	36	41	55	流动资产合计	3277	2372	2406	2804
%营业收入	16%	14%	12%	12%	长期股权投资	284	269	254	239
管理费用	225	142	136	162	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	61%	55%	40%	35%	固定资产合计	497	409	308	195
研发费用	97	57	51	55	无形资产	262	319	376	433
%营业收入	26%	22%	15%	12%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2	3	9	19	递延所得税资产	126	127	127	127
%营业收入	1%	1%	3%	4%	其他非流动资产	333	330	337	343
加：资产减值损失	-70	-147	3	3	资产总计	4779	3826	3808	4140
信用减值损失	-201	-66	-65	-65	短期贷款	762	862	962	1362
公允价值变动收益	20	0	0	0	应付款项	670	237	284	363
投资收益	6	4	6	8	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-533	-375	-171	-160	应付职工薪酬	39	21	25	32
%营业收入	-145%	-145%	-51%	-35%	应交税费	7	1	1	2
营业外收支	1	0	0	0	其他流动负债	277	67	72	80
利润总额	-532	-375	-171	-160	流动负债合计	1755	1188	1344	1839
%营业收入	-145%	-145%	-51%	-35%	长期借款	10	10	10	10
所得税费用	9	6	3	3	应付债券	0	0	0	0
净利润	-540	-381	-174	-162	递延所得税负债	3	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	-456	-322	-147	-137	其他非流动负债	168	164	164	164
少数股东损益	-84	-59	-27	-25	负债合计	1936	1365	1520	2015
EPS（元）	-1.97	-1.39	-0.64	-0.59	归属于母公司所有者权益	2561	2238	2091	1954
现金流量表（百万元）					少数股东权益	282	223	196	171
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	2843	2461	2287	2125
经营活动现金流净额	-19	-129	-223	-356	负债及股东权益	4779	3826	3808	4140
取得投资收益收回现金	3	4	6	8	基本指标				
长期股权投资	35	15	15	15		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-26	-159	-164	-164	每股收益	-1.97	-1.39	-0.64	-0.59
其他	-32	5	0	0	每股经营现金流	-0.08	-0.55	-0.96	-1.53
投资活动现金流净额	-20	-135	-143	-141	市盈率	—	—	—	—
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.18	3.24	3.46	3.71
股权融资	5	0	0	0	EV/EBITDA	—	—	188.51	110.02
银行贷款增加（减少）	186	100	100	400	总资产收益率	-9.6%	-8.4%	-3.9%	-3.3%
筹资成本	-20	-17	-19	-24	净资产收益率	-17.8%	-14.4%	-7.0%	-7.0%
其他	-9	1	0	0	净利率	-124.5%	-124.9%	-43.4%	-29.7%
筹资活动现金流净额	162	84	81	376	资产负债率	40.5%	35.7%	39.9%	48.7%
现金净流量（不含汇率变动影响）	123	-180	-286	-121	总资产周转率	0.08	0.06	0.09	0.12

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。