

## 公司研究

## 技术迭代计提存货跌价，保有量目标上浮有望加速销量提升

## ——亿华通-U (688339.SH) 2022 年半年报点评

## 要点

**事件：**2022年8月29日，公司发布2022年半年度报告。2022年H1公司实现营收2.69亿元，同比+128.53%；实现归母净利润-0.64亿元，亏损幅度扩大。其中Q2实现营收1.72亿元，同/环比+59.90%/+77.30%；实现归母净利润-0.37亿元，同/环比亏损幅度增加。

**毛利率同比增加，存货跌价叠加成本提升导致亏损扩大。**公司22年H1毛利率39.36%，同比增加8.97pcts，净亏损同比扩大，主要原因为：（1）燃料电池系统更新换代，公司计提了部分低功率燃料电池系统存货跌价损失0.28亿；（2）随着业务规模的持续扩大，公司员工人数从去年同期的659人增加到879人，人工成本、研发成本都在不断提升；（3）22年H1公司计提了H股上市相关费用。

**新产品技术研发突破，行业市占率领先。**公司于2021年底发布了额定功率达到240kW的燃料电池系统产品，系统功率密度达到757W/kg，研发能力与技术领先。根据公司半年报和工信部发布的《道路机动车辆生产企业及产品》，截至2022年6月底，全国已上公告的氢燃料电池车型（不含底盘）共577款，其中搭载公司燃料电池系统的整车公告93款，占比16.12%，位居行业前列。

**示范城市群政策催化，亿华通作为系统集成龙头将优先受益。**在碳中和背景下，氢能与燃料电池产业是重要抓手之一，燃料电池降本进程快速推进，城市群申报完毕，据我们整理统计目前到2025年各地方规划燃料电池车保有量已达近10万辆，然而截止2022年6月，我国燃料电池汽车保有量仅1万辆左右。后续随着政策推动加速，燃料电池车销量将加速提升，亿华通作为系统集成龙头将优先受益。

**外资&产业认可公司龙头优势凸显，拟赴港上市拓宽融资渠道。**2021年8月，公司以简易程序拟向UBS、北汽新动能、JPMorgan及Morgan Stanley等四家特定对象发行股票850,991股，募集资金总额不超过2亿元。为进一步拓宽融资渠道，公司正在申请首次公开发行境外上市外资股（H股）并在香港联合交易所主板挂牌上市，相关工作正在有序进行。

**盈利预测、估值与评级：**受疫情影响、技术更新换代加速导致存货计提，预计公司22-24年实现归母净利润-1.53/1.91/3.40亿元（下调22年归母净利润为负），当前股价对应PE为-57/32倍。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，公司作为科创板燃料电池第一股，有望受益行业高增长，看好公司成长趋势，维持“买入”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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	572	629	1,401	3,202	5,874
营业收入增长率	3.37%	9.97%	122.67%	128.47%	83.46%
净利润（百万元）	-23	-162	-153	191	340
净利润增长率	-	-	-	-	78.59%
EPS（元）	-0.32	-2.27	-1.53	1.91	3.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	-0.99%	-6.47%	-6.51%	7.50%	11.81%
P/E	-	-	-	57	32
P/B	3.4	3.1	4.6	4.3	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-29

## 买入（维持）

当前价：109.20元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523696

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.00
总市值(亿元)	109.08
一年最低/最高(元)	66.57/234.39
近3月换手率	134.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.78	-7.67	-49.30
绝对	3.85	31.36	-50.08

资料来源：Wind

## 相关研报

坏账计提导致亏损扩大，碳中和背景下氢能市场前景广阔——亿华通-U (688339.SH) 2021 年年报点评 (2022-04-15)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	572	629	1,401	3,202	5,874
营业成本	322	391	845	1,896	3,464
折旧和摊销	25	35	68	82	94
税金及附加	3	2	5	12	22
销售费用	39	62	168	273	472
管理费用	90	136	420	416	764
研发费用	75	93	308	448	822
财务费用	-2	-10	8	66	149
投资收益	1	-3	0	0	0
营业利润	-41	-242	-184	236	410
利润总额	-42	-242	-184	229	410
所得税	-10	-41	-31	39	69
净利润	-33	-201	-153	191	340
少数股东损益	-10	-39	0	0	0
归属母公司净利润	-23	-162	-153	191	340
EPS(元)	-0.32	-2.27	-1.53	1.91	3.41

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-230	-121	-423	-251	227
净利润	-23	-162	-153	191	340
折旧摊销	25	35	68	82	94
净营运资金增加	218	-41	780	1,670	1,960
其他	-450	47	-1,117	-2,194	-2,168
投资活动产生现金流	-212	-593	-28	-200	-200
净资本支出	-130	-227	-200	-200	-200
长期投资变化	130	319	0	0	0
其他资产变化	-212	-684	172	0	0
融资活动现金流	1,206	553	435	1,532	1,577
股本变化	18	1	29	0	0
债务净变化	58	-45	443	1,598	1,726
无息负债变化	31	151	192	466	469
净现金流	764	-161	-15	1,080	1,603

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	43.7%	37.9%	39.7%	40.8%	41.0%
EBITDA 率	20.7%	11.3%	-13.8%	11.9%	11.7%
EBIT 率	15.0%	4.1%	-18.6%	9.4%	10.1%
税前净利润率	-7.4%	-38.4%	-13.1%	7.2%	7.0%
归母净利润率	-3.9%	-25.7%	-10.9%	6.0%	5.8%
ROA	-1.1%	-5.5%	-3.7%	3.0%	3.8%
ROE (摊薄)	-1.0%	-6.5%	-6.5%	7.5%	11.8%
经营性 ROIC	4.0%	1.2%	-7.9%	5.5%	7.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	21%	20%	33%	54%	63%
流动比率	4.78	4.12	2.37	1.55	1.40
速动比率	4.42	3.66	2.05	1.32	1.20
归母权益/有息债务	13.35	20.04	4.14	1.17	0.74
有形资产/有息债务	16.60	26.22	6.63	2.78	2.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,048	3,624	4,106	6,360	8,895
货币资金	1,058	856	841	1,921	3,524
交易性金融资产	50	222	50	50	50
应收账款	843	720	1,047	1,550	1,809
应收票据	32	19	70	128	176
其他应收款 (合计)	38	33	74	169	310
存货	173	260	360	718	1,033
其他流动资产	94	164	164	164	164
流动资产合计	2,318	2,317	2,666	4,802	7,232
其他权益工具	62	171	171	171	171
长期股权投资	130	319	319	319	319
固定资产	192	230	439	590	712
在建工程	91	191	123	99	91
无形资产	71	139	130	121	113
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	34	44	44	44	44
非流动资产合计	729	1,308	1,440	1,558	1,664
总负债	626	731	1,366	3,430	5,625
短期借款	150	100	443	1,941	3,566
应付账款	193	286	423	758	1,039
应付票据	94	83	127	190	277
预收账款	0	0	0	1	1
其他流动负债	3	18	18	18	18
流动负债合计	485	562	1,125	3,089	5,184
长期借款	20	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	116	116	116	116
非流动负债合计	141	169	241	341	441
股东权益	2,422	2,893	2,740	2,931	3,271
股本	71	71	100	100	100
公积金	2,119	2,416	2,388	2,407	2,429
未分配利润	85	-78	-231	-59	260
归属母公司权益	2,274	2,503	2,350	2,540	2,881
少数股东权益	147	390	390	390	390

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.79%	9.90%	12.00%	8.54%	8.03%
管理费用率	15.78%	21.58%	30.00%	13.00%	13.00%
财务费用率	-0.29%	-1.63%	0.57%	2.07%	2.54%
研发费用率	13.05%	14.74%	22.00%	14.00%	14.00%
所得税率	23%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-3.26	-1.70	-4.23	-2.52	2.27
每股净资产	32.26	35.08	23.52	25.43	28.84
每股销售收入	8.12	8.82	14.03	32.05	58.80

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	-	-	-	57	32
PB	3.4	3.1	4.6	4.3	3.8
EV/EBITDA	65.4	126.9	-61.6	35.4	22.1
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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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与、不与，也将不会与本报告中的具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 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  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE