

系统国产化降本显著，燃料电池产业化奇点临近

证券研究报告

2023年04月29日

亿华通（688339.SH）22 年年报&23Q1 季报点评

核心结论

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年全年实现营收 7.4 亿元，同比增长 17%，其中单四季度实现营收 3.5 亿元，同环比增长 36%/192%，1Q23 公司实现营收 0.5 亿元，同环比下降 50%/86%；2022 年全年实现归母净利润-1.7 亿元，同比下降 3%，其中单四季度实现归母净利润-0.7 亿元，同比增长 21%，环比下降 133%，1Q23 公司实现归母净利润-0.4 亿元，同比下降 66%，环比增长 57%。

示范城市群政策催化，产销高增引领行业放量。根据中汽协数据，2022 年，国内新能源燃料电池汽车实现销量 3368 辆，同比增长 116%。公司围绕电池示范城市群加速布局，全年实现燃料电池系统产销 1683/1537 台，同比增长 113%/183%，总功率达 162MW，同比增长 176%，占比达 32%。伴随成本的下降，公司 2022 年燃料电池系统价格降至 4238 元/KW，同比下降 52%；凭借规模效应优势，全年实现销售毛利率 38.4%，同比增长 0.52pcts。此外，公司坚持研发驱动，1Q23 研发投入 0.4 亿元，营收占比 81%，同比增长 46pcts，对 Q1 业绩下滑产生影响。

核心零部件国产化落地，应用领域加速拓展。公司作为国内龙头燃料电池系统制造商，膜电极、双极板、电堆及 BOP 等核心零部件已实现 100%国产化。2022 年，成功突破高低频耦合的单片级交流阻抗测量、三级闭环快速冷启动、高性能引射匹配液氢等核心技术，全面提升燃料电池系统的环境适应性、耐久性、可靠性。公司产品系列覆盖 30-240kW，配套宇通客车、北汽福田等头部商用车企，实现陆路交通应用场景全覆盖，加速向热电联供、环卫、冷链运输等领域拓展。

投资建议：燃料电池系统龙头厂商，引领国产化&商业化落地加速。预计公司 2023-2025 年营收为 11.2/17.7/29.7 亿元，归母净利润为 0.06/0.49/1.37 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：燃料电池政策不及预期；技术落地不及预期；市场竞争加剧。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	629	738	1,124	1,771	2,972
增长率	10.0%	17.3%	52.2%	57.6%	67.8%
归母净利润（百万元）	(162)	(166)	6	49	137
增长率	-618.9%	-2.8%	103.4%	748.5%	181.0%
每股收益（EPS）	(1.37)	(1.41)	0.05	0.41	1.16
市盈率（P/E）	(58.6)	(57.0)	1652.6	194.8	69.3
市净率（P/B）	3.8	4.1	4.0	3.9	3.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

688339.SH

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

80.28

近一年股价走势



分析师



刘虹辰 S0800522100001



liuhongchen@xbmail.com.cn

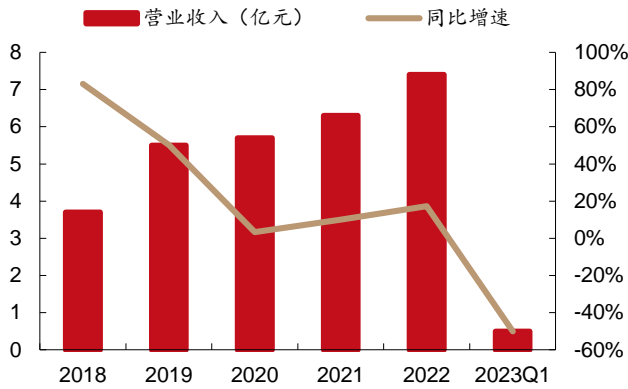
相关研究

亿华通：燃料电池国产化提速，静待产品需求兑现—亿华通（688339.SH）2022 年三季报点评 2022-10-30

亿华通：巩固燃料电池龙头优势，引领产业商业化落地—亿华通（688339.SH）跟踪点评 2022-10-20

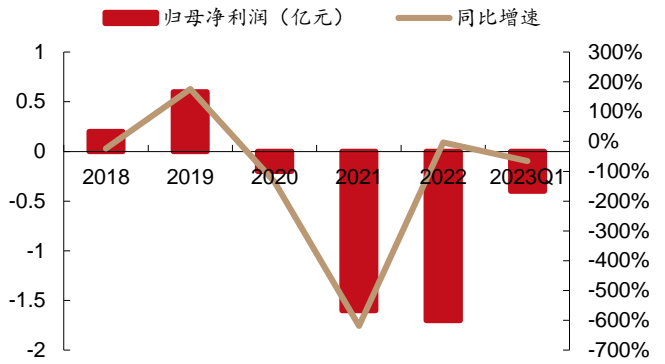
亿华通：营收稳健，政策利好带来新机遇—亿华通（688339.SH）2021 年年报点评 2022-04-21

图 1：公司营收及同比增速



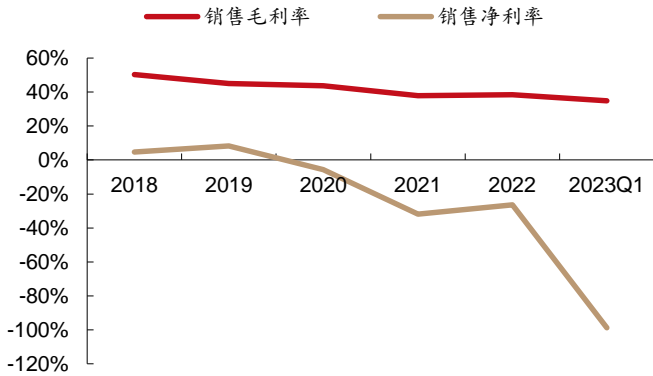
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：公司归母净利润及同比增速



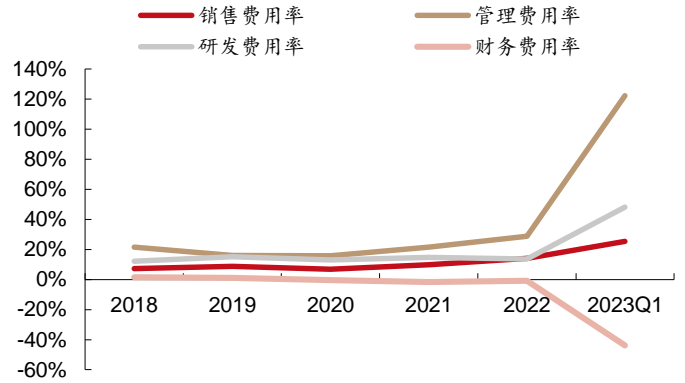
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：公司销售净利率和销售毛利率



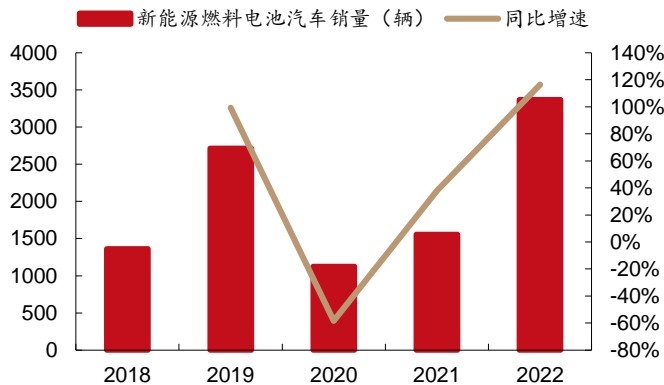
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：公司各项期间费用率



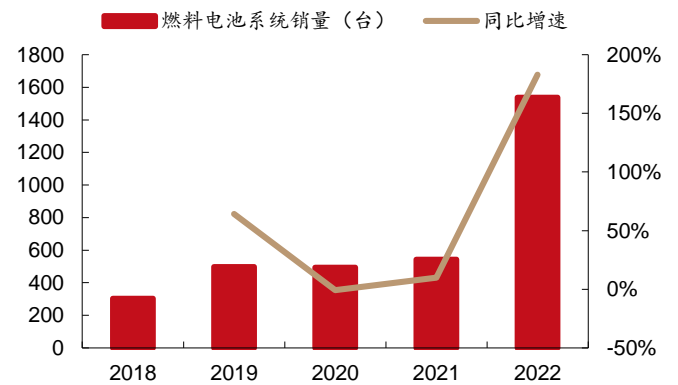
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：国内新能源燃料电池汽车销量及同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：公司燃料电池系统销量及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	856	650	855	787	764	营业收入	629	738	1,124	1,771	2,972
应收款项	813	1,194	1,572	2,298	3,929	营业成本	391	455	667	1,015	1,645
存货净额	260	303	415	661	1,064	营业税金及附加	2	4	5	8	15
其他流动资产	387	114	116	123	110	销售费用	62	105	79	106	149
流动资产合计	2,317	2,261	2,958	3,869	5,867	管理费用	229	314	258	390	624
固定资产及在建工程	421	493	560	648	758	财务费用	(10)	(5)	16	43	89
长期股权投资	319	334	334	334	334	其他费用/(-收入)	197	99	88	135	243
无形资产	232	278	330	375	415	营业利润	(242)	(233)	11	75	207
其他非流动资产	336	413	298	335	333	营业外净收支	0	(4)	(2)	(2)	(2)
非流动资产合计	1,308	1,518	1,522	1,692	1,841	利润总额	(242)	(236)	9	73	205
资产总计	3,624	3,779	4,480	5,561	7,707	所得税费用	(41)	(42)	2	13	37
短期借款	100	230	768	1,351	2,572	净利润	(201)	(195)	7	60	167
应付款项	444	587	753	1,176	1,934	少数股东损益	(39)	(28)	2	11	30
其他流动负债	18	12	11	14	12	归属于母公司净利润	(162)	(166)	6	49	137
流动负债合计	562	829	1,532	2,541	4,518	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	0	19	19	19	19	盈利能力					
其他长期负债	169	186	159	171	172	ROE	-6.8%	-6.9%	0.2%	2.0%	5.5%
长期负债合计	169	205	178	191	191	毛利率	37.9%	38.4%	40.6%	42.7%	44.6%
负债合计	731	1,034	1,710	2,731	4,710	营业利润率	-38.4%	-31.5%	0.9%	4.2%	7.0%
股本	71	100	118	118	118	销售净利率	-31.9%	-26.4%	0.7%	3.4%	5.6%
股东权益	2,893	2,745	2,770	2,830	2,997	成长能力					
负债和股东权益总计	3,624	3,779	4,480	5,561	7,707	营业收入增长率	10.0%	17.3%	52.2%	57.6%	67.8%
						营业利润增长率	-487.3%	3.8%	104.6%	602.1%	177.8%
						归母净利润增长率	-618.9%	-2.8%	103.4%	748.5%	181.0%
						偿债能力					
						资产负债率	20.2%	27.4%	38.2%	49.1%	61.1%
						流动比	4.12	2.73	1.93	1.52	1.30
						速动比	3.66	2.36	1.66	1.26	1.06
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	(1.37)	(1.41)	0.05	0.41	1.16
						BVPS	21.17	19.82	20.02	20.44	21.59
						估值					
						P/E	(58.6)	(57.0)	1652.6	194.8	69.3
						P/B	3.8	4.1	4.0	3.9	3.7
						P/S	15.1	12.9	8.4	5.4	3.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。