

亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: US\$18.84)

买入

持有

卖出

目标价: US\$18.84 当前股价: US\$15.67

股价上行/下行空间 +20%

52 周最高/最低价 (US\$) 22.98/9.51

市值 (US\$mn) 1,031

当前发行数量(百万股) 66

三个月平均日交易额 (US\$mn) 18

流通盘占比 (%) 69

主要股东 (%)

Huazhi Hu 31

Axim Wealth 7

Carmignac Gestion SA 3

按 2024 年 11 月 19 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	18.84	19.71	-4%
2024E EPS (RMB)	0.47	0.86	-46%
2025E EPS (RMB)	2.72	2.65	2%
2026E EPS (RMB)	7.00	6.72	4%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	411 (+5%)	832 (+4%)
EPS (RMB)	(1.86) (+125%)	(0.84) (+423%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

3Q24 盈利能力持续改善, OC 取证在即

• 3Q24 交付 63 架 EH216-S, 首次实现单季度 Non-GAAP 营业利润转正, 经营性现金流连续四个季度为正。

• 有望在今年年底获得首张运营合格证 (OC), EH216-S 完成首次固态电池飞行试验。

• 重申“买入”评级, 目标价调整至 18.84 美元。

3Q24 盈利能力持续改善, 预计 4Q24 收入为 1.35 亿元: 根据亿航智能 3Q24 财报, 公司当季交付 63 架 EH216-S (环比增加 15 架)。营业收入环比增长 25.6%至 1.28 亿元, 毛利率为 61.2% (环比小幅下降 1.2 个百分点)。营业费用方面: 销售费用当季环比大幅增长 73.1%, 主要由于 1) eVTOL 销量增长带来的佣金增加, 2) 相关股权激励费用增长, 和 3) 销售渠道扩张带来的费用; 管理费用环比增长 9.8%, 主要由于部分应收账款的减值费用增加, 而研发费用环比下降 29.0%, 主要由于股权激励费用减少。3Q24 营业费用共计 1.51 亿元, 环比增长 5.1%。亿航在本季度首次实现 Non-GAAP 营业利润盈利为 905 万元, 并且连续四个季度实现经营性现金流为正, 表明其盈利能力随着业务扩张正在持续改善。在业绩会上, 公司管理层预计 4Q24 的营业收入为 1.35 亿元左右 (我们预测对应交付量在 70 架左右), 因此 2024 全年营业收入预计为 4.27 亿元左右, 同比增长 263.5%。

OC 取证在即, 固态电池技术取得突破: 在交付订单的同时, 亿航智能正和多个伙伴合作在合肥、广州、深圳、太原、文成、珠海等多地打造 UAM 示范项目及 eVTOL 运营样板, 并协助多个客户获得运营合格证 (OC)。管理层在业绩会中表示首张 OC 有望于今年年底前取得, 届时有望吸引更多观望客户下单产品。另一方面, 亿航宣布与其投资的欣界能源共同研发的固态电池搭载于 EH216-S 上完成首次飞行测试, 总飞行时长达到 48 分 10 秒, 续航时间较原电池提升 60%-90%。公司在业绩会上透露该款电池的能量密度达到 480Wh/kg, 并预计 2025 年底前实现固态电池在 EH216-S 的认证和装机量产。

下调 2024 年盈利预测, 重申“买入”评级: 根据管理层指引, 我们小幅下调 2024 年收入预测至 4.31 亿元, 并下调 2025-26 年收入预测 4.5%左右。我们上调 2024 年销售及管理费用以反映公司业务扩张带来的营销费用和股权激励费用增长, 并下调 2024 年归母净利润 12.6%至亏损 2.29 亿元。我们维持 2024 年股权激励费用 2.6 亿元不变, 因此 Non-GAAP 归母净利润下调 45.1%至 0.31 亿元。我们仍然给予亿航 10 倍 2025 年 P/S 估值倍数并得到最新目标价为 18.84 美元 (对应 20 倍 2024 年 P/S), 重申“买入”评级。

风险提示: 产品安全稳定性风险; 公众接受度不及预期; 行业竞争格局加剧; 地缘政治风险, 融资风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	44	117	431	864	1,497
息税前利润 (RMBmn)	(330)	(306)	(251)	(129)	160
归母净利润 (RMBmn)	(205)	(138)	31	181	467
每股收益 (RMB)	(3.58)	(2.28)	0.47	2.72	7.00
市盈率 (x)	N/A	N/A	241.8	41.5	16.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

图表 1: 亿航智能--主要季度财务数据

(人民币 百万元)	2Q23A	3Q23A	9M23	2Q24A	3Q24A	9M24A
营业收入	10.0	28.6	60.8	102.0	128.1	291.9
同比	-31.6%	247.9%	112.4%	919.6%	347.8%	379.9%
环比	-54.9%	186.0%	N/A	65.3%	25.6%	N/A
毛利润	6.0	18.5	38.7	63.7	78.4	180.3
同比	-38.7%	240.6%	105.2%	957.3%	324.3%	365.9%
环比	-57.6%	207.0%	N/A	66.7%	23.2%	N/A
毛利率	60.2%	64.6%	63.6%	62.4%	61.2%	61.8%
研发费用	37.4	37.7	129.2	61.8	43.9	143.5
同比	7.7%	20.6%	31.8%	65.2%	16.4%	11.1%
环比	-30.8%	0.7%	N/A	63.3%	-29.0%	N/A
销售及管理费用	44.6	50.1	134.1	81.6	106.8	258.3
同比	-13.9%	5.8%	-2.3%	82.9%	105.1%	92.6%
环比	19.0%	16.8%	N/A	16.7%	31.0%	N/A
归母净利润	-75.6	-67.1	-229.4	-71.5	-48.1	-182.9
同比	2.7%	-11.9%	5.1%	-5.3%	-28.3%	-20.3%
环比	-13.0%	-11.3%	N/A	13.0%	-32.8%	N/A
Non-GAAP 归母净利润	-51.6	-31.3	-116.3	1.25	15.74	6.95
同比	2.3%	-42.8%	-20.3%	N/A	N/A	N/A
环比	54.7%	-39.4%	N/A	-112.4%	1162.1%	N/A

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于亿航 3Q24 业绩以及管理层在业绩会上的指引，我们预计亿航 4Q24 将交付 70 架左右的 EH216-S 飞行器，较 3Q24 增长约 10%。根据管理层统计，目前亿航的在手订单仍然超过 1,000 架次，为了提升交付能力亿航将在 4Q24 对云浮工厂进行技术改造升级以扩充产能，这也将对 4Q24 的产能起到部分抑制作用。我们上调销售费用预期以反映公司业务规模不断扩大所增加的佣金和销售渠道扩张费用等。我们认为 EH216-S 目前在市场上没有同类竞争对手且订单充足，因此维持其 60%以上的毛利率预测。由于费用的增长和营业收入的下调，2024 年归母净利润下调 12.6% 至亏损 2.29 亿元。我们维持 2024 年股权激励费用为 2.6 亿元的预测，由此 2024 年 Non-GAAP 归母净利润下调 45.1%至 0.31 亿元。

图表 2: 核心盈利预测变化

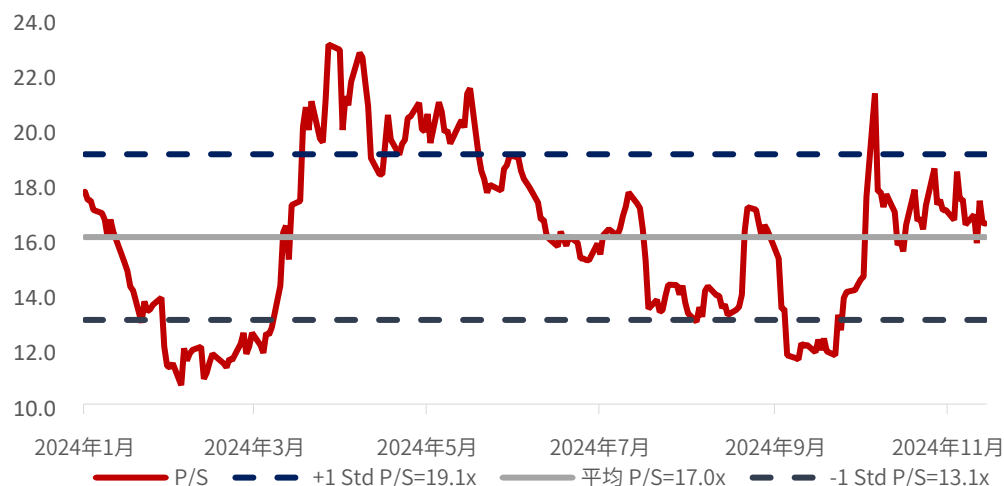
单位：百万元	调整后			调整前			变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	430.50	863.60	1,496.70	437.50	903.60	1,566.70	-1.6%	-4.4%	-4.5%
毛利润	266.91	544.07	957.89	271.25	569.27	1,002.69	-1.6%	-4.4%	-4.5%
毛利率	62.00%	63.00%	64.00%	62.00%	63.00%	64.00%	0ppts	0ppts	0ppts
研发费用	190.00	241.81	344.24	200.00	316.26	391.68	-5.0%	-23.5%	-12.1%
销售及管理费用	370.00	449.07	478.94	300.00	406.62	501.34	23.3%	10.4%	-4.5%
归母净利润	-228.89	-118.81	166.70	-203.29	-125.61	141.67	-12.6%	-5.4%	17.7%
每股收益（元）	-3.43	-1.78	2.50	-3.09	-1.91	2.15	-11.1%	-6.7%	16.1%
调整后归母净利润	31.11	181.19	466.70	56.71	174.39	441.67	-45.1%	3.9%	5.7%
调整后每股收益（元）	0.47	2.72	7.00	0.86	2.65	6.72	-45.9%	2.5%	4.2%

资料来源: 华兴证券预测

估值

由于亿航智能自上市以来的股价和基本面情况波动较大，导致以往的估值水平参考价值有限，因此我们主要采用国家确立低空经济（2023 年底）之后的估值情况来作为参考（图 3）。基于目前亿航不断改善的盈利水平和丰富的在手订单，我们维持其 2025 年 10 倍 P/S 的估值水平（对应 20 倍 2024 年 P/S），得到最新目标价为 18.84 美元，重申买入评级。亿航的 P/S 估值表显示其今年以来的平均交易倍数在 17 倍（基于 2024 年收入预测），因此我们给予的估值水平略高于其今年以来的 P/S 平均值+1 倍标准差。

图表 3: 亿航智能--远期 P/S 估值图表（2024 年 1 月至今）



资料来源：Wind，华兴证券整理

图表 4:可比公司估值

股票代码	公司	现价 (美元)	市值 (亿美元)	营业收入 (当地货币, 百万)			市销率 (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
JOBY US	Joby Aviation	5.61	42.9	0.3	27.7	98.2	11,578	126	36
ACHR US	Archer Aviation	4.41	18.8	1.7	40.4	190.1	743	31	7
EVEX US	Eve Holdings	2.93	8.7	0.3	5.1	145.7	2,620	156	5
平均值			23.5	0.8	24.4	144.7	4,981	104	16
EH US	亿航智能	15.39	9.78	431	864	1,497	16.9	8.4	4.9

注：基于 2024 年 11 月 18 日收盘价，亿航智能数据为华兴证券预测，其余公司预测来 FactSet。营业收入中亿航智能货币单位为人民币，其他公司为美元。资料来源：Wind，FactSet，华兴证券预测

风险提示

影响目标价的潜在风险包括：

- **产品安全稳定性风险：**由于 eVTOL 是全新的载人低空飞行器，产品发展历程不超过 20 年，在 2024 年才开启商用化进程，因此制造厂商、各国民航局和监管机构等对这种新型飞行器的安全性和风险程度仍存在了解不完善的情况。因而在商用化过程中可能出现一定的安全隐患，进而对 eVTOL 的大规模应用和销量产生负面影响。
- **公众接受度不及预期风险：**eVTOL 作为新款载人低空飞行器，不同于已经高度成熟的民航飞机，公众对其安全信任度和体验感可能仍存在不足。尤其是在城内交通领域，在有可替代出行方案的情况下，公众对 eVTOL 的接受度提升可能相对缓慢，因此对销量可能产生不利影响。
- **行业竞争格局加剧风险：**虽然 EH216-S 是全球首款获得“三证”的 eVTOL 产品，但目前国内竞争者众多，其中峰飞、时沃、小鹏汇天等产品目前都在申请 TC 阶段，预计明后年将有多个 eVTOL 获取“三证”，届时行业竞争格局将有所加剧，可能对亿航产品销量和利润率带来不利影响。
- **地缘政治风险：**由于一个国家的飞机商业化需要获得当地航空管理机构的批准，例如美国的联邦航空管理局（FAA）和欧洲的欧洲航空安全局（EASA），因此，中国制造的电动垂直起降（eVTOL）飞机在海外国家的商业化前景还有很长的路要走。此外，像新能源汽车（NEV）一样，eVTOL 可能会面临欧盟/美国高额的贸易关税/壁垒，从而对其销售产生负面影响。
- **融资风险：**亿航自上市以来连续亏损，公司通过银行贷款或二级市场持续融资以支持其运营，因此如果销售或现金流低于预期，债务比率将进一步增加，从而影响公司的财务健康。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
空气机动	105	416	840	1,470
空中媒体	11	12	18	20
智慧城市管理	1	2	5	6
营业收入	117	431	864	1,497
营业成本	(42)	(164)	(320)	(539)
毛利润	75	267	544	958
管理及销售费用	(378)	(560)	(691)	(823)
其中：研发支出	(167)	(190)	(242)	(344)
其中：市场营销支出	(60)	(150)	(190)	(180)
其中：管理支出	(150)	(220)	(259)	(299)
息税前利润	(306)	(251)	(129)	160
息税折旧及摊销前利润	(273)	(208)	(79)	218
利息收入	8	30	25	27
利息支出	(3)	(4)	(8)	(10)
税前利润	(301)	(224)	(112)	177
所得税	(0)	(0)	(2)	(3)
净利润	(302)	(229)	(119)	167
调整后净利润	(138)	31	181	467
基本每股收益 (RMB)	(4.96)	(3.43)	(1.78)	2.50
稀释每股调整收益 (RMB)	(2.28)	0.47	2.72	7.00

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	453	1,233	1,340	1,862
货币资金	334	1,051	1,093	1,465
应收账款	35	85	140	280
存货	59	75	82	90
其他流动资产	25	22	24	27
非流动资产	146	205	227	249
固定资产	45	44	50	60
无形资产	2	3	3	3
商誉	0	0	0	0
其他	80	138	149	161
资产	599	1,438	1,567	2,111
流动负债	250	584	672	772
短期借款	70	250	290	337
预收账款	14	21	22	23
应付账款	35	51	66	76
长期借款	9	13	15	18
非流动负债	125	123	135	152
负债	384	721	824	945
股份	0	0	0	0
资本公积	1,952	2,759	3,035	3,339
未分配利润	(1,755)	(2,065)	(2,320)	(2,206)
归属于母公司所有者权益	214	717	742	1,164
少数股东权益	0	1	1	2
负债及所有者权益	599	1,438	1,567	2,111

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(302)	(229)	(119)	167
折旧摊销	33	42	50	58
利息（收入）/支出	(3)	(5)	(6)	(7)
其他非现金科目	167	178	195	209
其他	0	0	0	0
营运资本变动	17	70	(13)	(100)
经营活动产生的现金流量	(88)	56	107	328
资本支出	(9)	(12)	(15)	(18)
收购及投资	(114)	(105)	(173)	(216)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(5)	(3)	(3)	0
投资活动产生的现金流量	(129)	(120)	(191)	(235)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	(55)	19	10	8
发行（回购）股份	250	300	200	150
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	195	319	210	158
现金及现金等价物净增加额	0	0	0	0
自由现金流	(79)	68	122	347

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
eVTOL交付量	52	208	400	700

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	165.0	266.6	100.6	73.3
毛利润	157.7	254.4	103.8	76.1
息税折旧及摊销前利润	11.4	23.6	62.0	375.0
净利润	8.1	24.1	48.1	240.3
调整后净利润	32.6	122.5	482.4	157.6
稀释每股调整收益	13.3	30.8	48.1	240.3
调整后稀释每股调整收益	36.3	120.5	482.4	157.6
盈利率 (%)				
毛利率	64.1	62.0	63.0	64.0
息税折旧摊销前利润率	(232.3)	(48.4)	(9.2)	14.6
息税前利润率	(260.7)	(58.2)	(14.9)	10.7
净利率	(256.9)	(53.2)	(13.8)	11.1
调整后净利率	(117.7)	7.2	21.0	31.2
净资产收益率	(141.1)	(31.9)	(16.0)	14.3
总资产收益率	(50.4)	(15.9)	(7.6)	7.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	2.1	2.0	2.4
速动比率	1.6	2.0	1.9	2.3
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	241.8	41.5	16.1
市净率	59.4	21.0	20.3	12.9
市销率	63.2	17.2	8.6	5.0

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。