

亿航智能 (EH.0)

单三季度收入同比增长 348%，在手订单充裕

优于大市

核心观点

2024Q3 亿航智能实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 348%。2024 年前三季度，亿航智能总收入为 2.9 亿元，同比增长 379.9%；净利润为-1.83 亿元，去年同期为-2.3 亿元。2024Q3，公司总收入为 1.28 亿元，同比增长 347.8%，环比增长 25.6%；净利润为-4805.6 万元，去年同期为-6711.6 万元，今年单二季度为-7163.4 万元；非美国通用会计准则下调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 1,570 万元（2023Q3 为净亏损 3,130 万元，2024Q2 为净利润 120 万元），连续第二个季度实现非美国通用会计准则下调整后净利润转正。公司营收增长主要由于 EH216 列航空器交付量增加所致，2024 年前三季度，公司 EH216 系列航空器共交付 138 架，同比增长 375.9%，2024Q3，公司 EH216 系列航空器共交付 63 架，同比增长 384.6%，环比增长 28.6%。

2024Q3，公司费用率下降明显，净利率同环比双升。2024Q3，亿航智能的毛利率/净利率分别为 61.2%/-37.6%，分别同比-3/+197pct，分别环比-1.2/+33pct；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 36.9%/46.5%/34.2%，分别同比-11/-88/-98pct，分别环比+10/-6.7/-26pct。

稳步推进运营合格证 (OC) 审定，在手订单充裕，携手上下游共建生态链。

1) 从取证角度看，公司稳步推进运营合格证 (OC) 审定，预计首张运营合格证 (OC) 将在今年年底前获批。2) 从订单角度看，根据统计，目前 EH216 系列产品订单累计在手订单超过 1500 架。2023Q3 至今，公司取得适航认证 (TC) 后，国内新增采购订单及预订单数量超过 1,100 架。3) 从产业链来看，由亿航智能及其投资的领先锂金属固态电池供应商欣界能源联合研发的固态电池，搭载在 EH216-S，成功完成了首次 eVTOL 固态电池飞行测试，目标争取在 2025 年底前实现固态电池在 EH216-S 的认证和装机量产；公司与英搏尔达成战略合作，开发先进 eVTOL 集成式电驱动系统。

风险提示：行业竞争加剧的风险；关键技术推进不及预期的风险。

投资建议：调整盈利预测，给予优于大市评级。亿航智能为领先 eVTOL 制造商，将持续受益于低空经济发展，在手订单饱满，考虑到公司 2024 年 EH216 航空器交付量高增长，我们上调收入预测，考虑到公司与销售相关的费用有所增加，我们下调净利润预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.3/8.1/12.1 亿元（原 2024-2026 年公司收入预计分别为 3.9/8.1/12.1 亿元），净利润分别为-2.2/-0.4/1.0 亿元（原 2024-2026 年公司净利润预计分别为-1.9/-0.4/1.0 亿元），给予优于大市评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|---------|----------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 44 | 117 | 427 | 807 | 1,205 |
| (+/-%) | -22.0% | 165.0% | 263.6% | 89.1% | 49.2% |
| 归母净利润(百万元) | -328 | -302 | -219 | -39 | 103 |
| (+/-%) | -- | -- | -- | -- | -- |
| 每股收益(元) | -5.16 | -4.75 | -3.45 | -0.61 | 1.61 |
| EBIT Margin | -700.6% | -258.3% | -55.5% | -5.9% | 8.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | -264.1% | -141.1% | 4100.1% | 87.9% | 176.0% |
| 市盈率 (PE) | -19.7 | -21.5 | -29.5 | -166.3 | 63.2 |
| EV/EBITDA | -4.3 | -4.4 | -8.3 | -94.7 | 18.6 |
| 市净率 (PB) | 52.11 | 30.29 | -1211.45 | -146.25 | 111.14 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：杨彬

0755-81982771

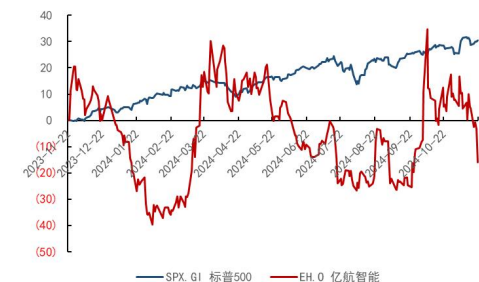
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 投资评级 | 优于大市(首次) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 不适用 |
| 总市值/流通市值 | 不适用 |
| 52 周最高价/最低价 | 不适用 |
| 近 3 个月日均成交额 | 不适用 |

市场走势



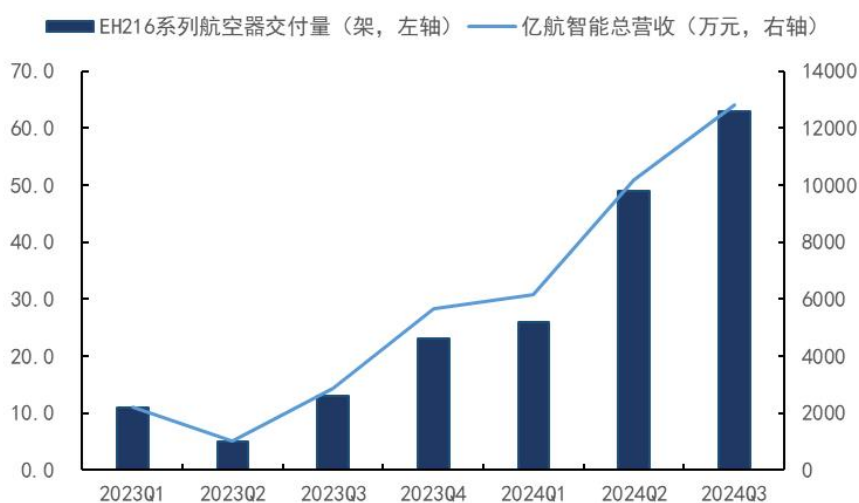
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《亿航智能 (EH.0) - 低空经济领先企业，集齐适航三证，商业化落地有望加速》——2024-08-11

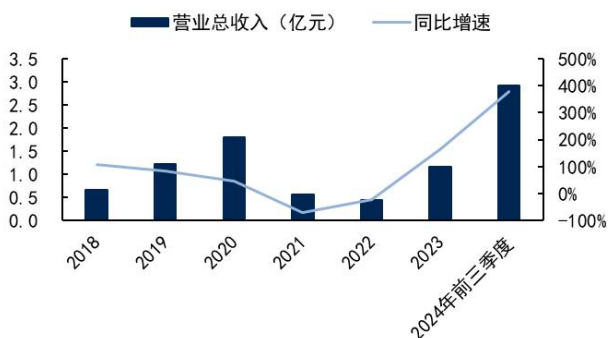
2024Q3 亿航智能实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 348%。2024 年前三季度，亿航智能总收入为 2.92 亿元，同比增长 379.9%；净利润为-1.83 亿元，去年同期为-2.30 亿元。拆单季度看，2024Q3，亿航智能总收入为 1.28 亿元，同比增长 347.8%，环比增长 25.6%；净利润为-4805.6 万元，去年同期为-6711.6 万元，今年单二季度为-7163.4 万元；非美国通用会计准则下调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 1,570 万元，而 2023 年第三季度的调整后净亏损为人民币 3,130 万元，较 2024 年第二季度的调整后净利润人民币 120 万元环比增长 1,262.0%，连续第二个季度实现非美国通用会计准则下调整后净利润转正。整体来看，公司营收增长主要由于 EH216 列航空器交付量增加所致，2024 年前三季度，公司 EH216 系列航空器共交付 138 架，同比增长 375.9%，2024Q3，公司 EH216 系列航空器共交付 63 架，同比增长 384.6%，环比增长 28.6%。

图1: EH216 系列航空器交付量和亿航智能总营收



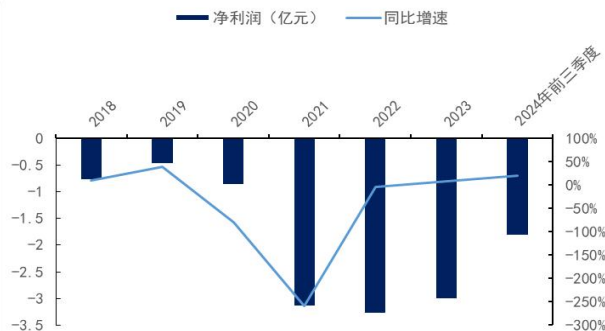
资料来源：公司公告，公司官微，国信证券经济研究所整理

图2: 亿航智能营业收入及同比增速



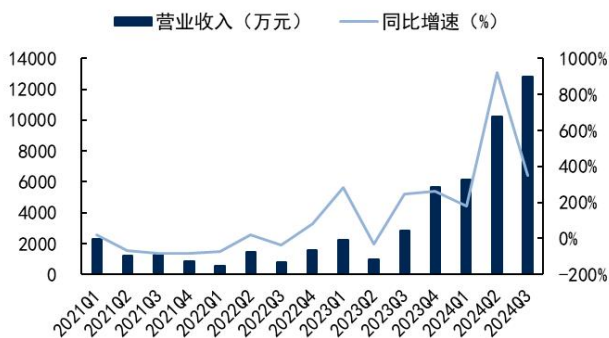
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 亿航智能净利润及同比增速



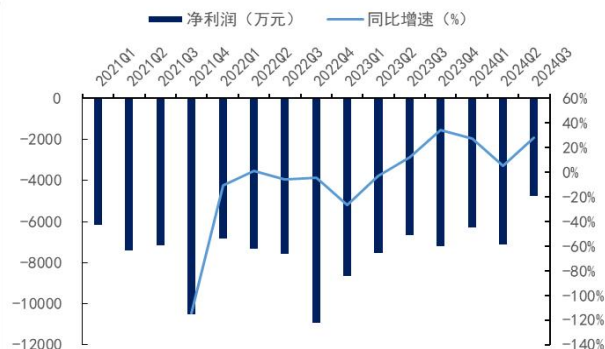
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 亿航智能单季度营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

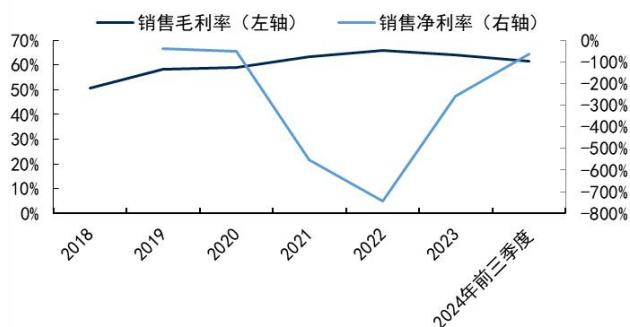
图5: 亿航智能单季度净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

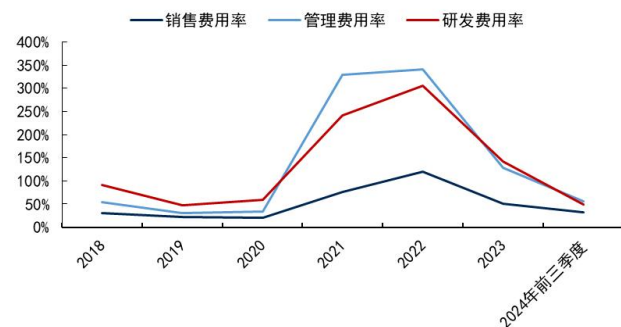
2024Q3, 公司费用率下降明显, 净利率同环比双升。2024 年前三季度, 亿航智能的毛利率/净利率分别为 61.8%/-62.8%, 分别同比变动-1.9/+315.2pct; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 32.5%/56.0%/49.2%, 分别同比变动-32.8/-99.3/-163.2pct。拆单季度看, 2024Q3, 亿航智能的毛利率/净利率分别为 61.2%/-37.6%, 分别同比变动-3.3/+197.0pct, 分别环比变动-1.2/+32.7pct; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 36.9%/46.5%/34.2%, 分别同比变动-10.9/-87.7/-97.5pct, 分别环比变动+10.1/-6.7/-26.3pct。2024Q3, 公司毛利率同环比有所下降, 主要系产品组合的变化和适航认证 E-216S 产品的成本增加所致; 销售费用率环比提升主要与销售相关的佣金支出扩大、员工薪酬、销售渠道拓展有关。

图6: 亿航智能毛利率与净利率



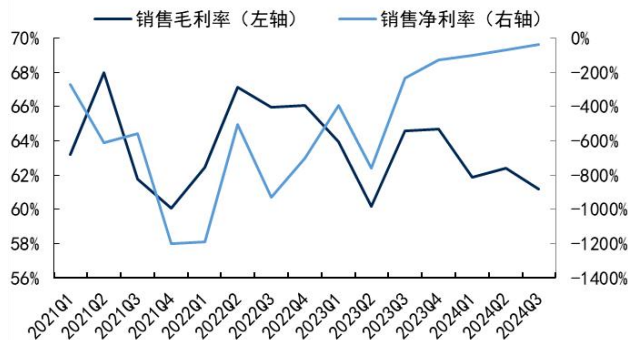
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 亿航智能销售、管理、研发费用率



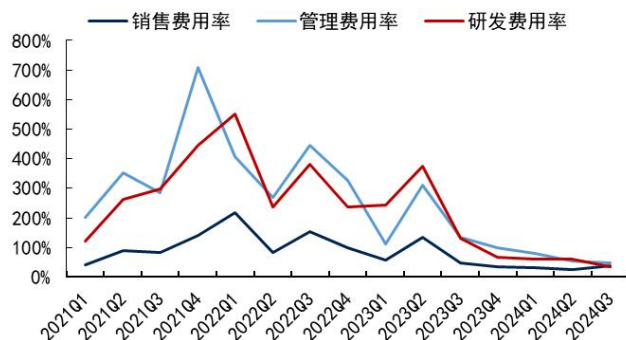
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 亿航智能单季度毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

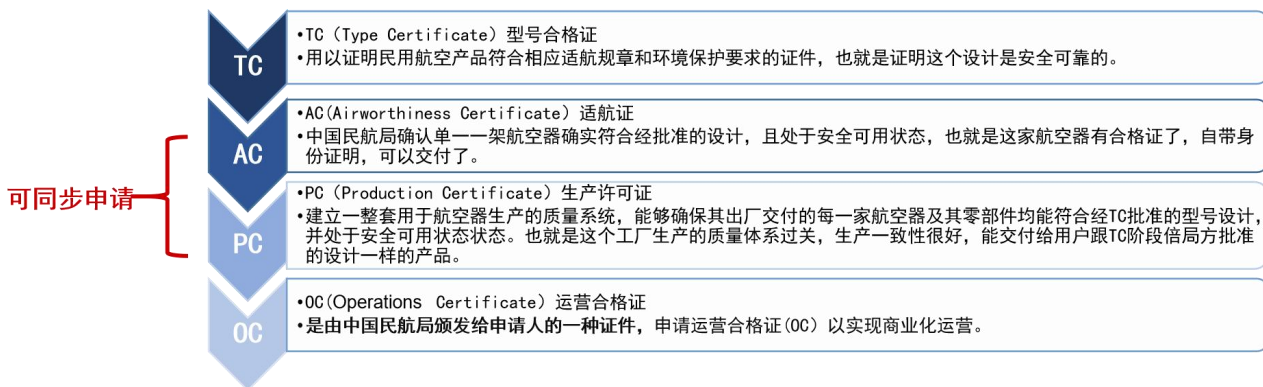
图9: 亿航智能单季度销售、管理、研发费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

从取证角度看, 公司稳步推进运营合格证 (OC) 审定, 预计首张运营合格证 (OC) 将在今年年底前获批。2024 年 7 月, 中国民用航空局正式受理了亿航通航及其在合肥的低空经济运营公司合翼航空递交的运营合格证 (“OC”) 申请。作为全球首个获得受理的无人驾驶载人电动垂直起降航空器 OC 审定项目, 这意味着首个 eVTOL 运营标准体系即将诞生, 并将为亿航智能 EH216-S 在中国的商业化运营提供安全保障。目前, 运营合格证审定工作正稳步推进, 预计首张 OC 将在今年年底前获批。公司还在积极协助其在广州、深圳、无锡、文成和珠海等城市的其他客户和合作伙伴筹备 OC 审定申请, 加速 EH216-S 在全国的商业化运营落地, 促进更多城市低空经济示范样板的建设。

图10: 一架 eVTOL (电动垂直起降飞行器) 从设计到商业落地需经历的审核过程



资料来源: 中国民航局, 国信证券经济研究所整理

表1: 亿航智能适航取证时间线

| 时间 | 取证进度 |
|--------|---|
| 2017 年 | 亿航智能内部启动 EH216 的适航审定筹备工作。 |
| 2018 年 | 11 月, 亿航智能双座版载人自动驾驶飞行器 “亿航 216” 机型首次亮相第十二届中国国际航空航天博览会 (珠海航展)。 |
| 2019 年 | 1 月, 中国民航局航空器适航审定司印发《基于运行风险的无人机适航审定的指导意见》, 公布亿航智能是中国首家且唯一一家载人无人机适航审定试点单位。 |
| | 6 月, EH216 载人级电动自动驾驶飞行器首次批量交付。 |
| | 8 月, 获中国民航科学技术研究院无人机电子围栏检验认证, 无人机系统安全达国际领先水平。 |
| 2020 年 | 12 月, 亿航智能正式提交 EH216-S 型无人驾驶航空器系统型号合格证 (TC) 申请书。 |
| 2021 年 | 1 月, 中国民航局适航审定司受理了亿航智能的型号合格证 (TC) 申请。 |

| | |
|--------|---|
| | 2月，中国民航局授权中南局作为审查组长单位开展项目审查工作。 |
| | 4月，按照民航局适航司授权，中南局作为亿航 EH216 载人无人机项目型号合格审定的组长单位，已完成了审定工作组“国家队”的组建，正式开展 EH216 的型号合格审定工作。 |
| | 6月，亿航智能与 EH216 型号合格审定审查组就载人无人机适航标准的制订、风险评估等议题进行了讨论，并确定了工作推进方案，提出同步开展适航标准制订和符合性验证方案确定的工作。 |
| 2022 年 | 2月，民航局正式发布《亿航 EH216-S 型无人驾驶航空器系统专用条件》，为亿航智能 EH216-S 型无人驾驶航空器系统型号合格审定提供了审定基础依据。 |
| | 8月，民航局确定符合性验证方法。 |
| | 9月，民航局正式批准专项合格审定计划。 |
| | 10月，进行整机制造符合性检查。 |
| | 12月，民航局正式批准全部审定计划。 |
| 2023 年 | 8月，亿航智能已按计划完成最后阶段符合性证明和验证阶段内的所有符合性试验试飞，包括由民航局审查的最终型号合格审定试飞。 |
| | 10月13日，中国民航局正式颁发 EH216-S 无人驾驶载人飞行器系统型号合格证（TC）。 |
| | 12月21日，EH216-S 无人驾驶载人飞行器系统获得中国民航局颁发的标准适航证（AC），并交付给广州客户。 |
| 2024 年 | 4月7日，中国民用航空局在广州为亿航智能 EH216-S 无人驾驶载人飞行器系统颁发生产许可证（PC）。 |
| | 7月，中国民用航空局已于近日正式受理其旗下专门从事 UAM 运营服务的全资子公司广东亿航通用航空有限公司（“亿航通航”）及其在合肥的合资运营公司合肥合翼航空有限公司（“合翼航空”）分别递交的民用无人驾驶载人航空器运营合格证（Air Operator Certificate, “OC”）申请，对两家公司开展无人驾驶载人航空器经营许可和运行合格审定，并在审查流程、审查科目、审查框架等方面与申请人达成共识。中国民航局也于近期组建专业审查团队，正式开展后续相关审查工作。 |
| | 2024Q4，运营合格证（OC）审定工作稳步推进，预计首张 OC 证将在今年年底前获批。 |
| | |

资料来源：公司官网，公司官微，今日民航 IFLY，飞行邦，国信证券经济研究所整理

从订单角度看，根据统计，目前 EH216 系列产品订单累计在手订单超过 1500 架。2023Q3 至今，公司取得适航认证（TC）后，国内新增采购订单及预订单数量超过 1,100 架。

表2: 亿航智能接受客户订单/预订单情况

| 客户 | 日期 | 获得订单 |
|---------------------|--------------|--|
| 浙江祥源文旅 | 2024 年 11 月 | 祥源文旅将视市场发展需求向亿航智能采购 50 台 EH216-S 或同类无人驾驶载人航空器用于旗下文旅项目的布局和应用。首批下单采购的 5 架 EH216-S，计划用于景区旅游观光，其他意向采购的 EH216-S 也将逐步部署在祥源文旅旗下的旅游景区。 |
| 冠忠智慧出行 | 2024 年 7 月 | 计划采购总计 30 架 EH216-S。 |
| 温州市文成县交通发展集团 | 2024 年 6 月 | 已签署首批 30 架 EH216-S 的采购协议，并已支付预付款，目前已交付 27 架。计划 2026 年年底额外采购 270 架 EH216-S，且已支付订金。 |
| 西山文旅 | 2024 年 5 月 | 订购 50 架 EH216-S。 已签署了在未来 2 年内额外采购 450 架 EH216-S 的意向采购协议。 |
| 无锡市政府 | 2024 年 3 月 | 100 架 EH216-S 的意向采购订单，其中 2024 年 Q1 已交付 10 架。 |
| Wings Logistics Hub | 2023 年 12 月 | 计划预定 100 架 EH216 系列 eVTOL（电动垂直起降飞行器），其中 2024 年 Q1 已交付 5 架 EH216 系列 eVTOL（电动垂直起降飞行器）。 |
| 合肥市政府 | 2023 年 10 月 | 合肥市政府计划为亿航智能提供总价值为 1 亿美元的各项支持，包括协调或促进不少于 100 架 EH216 系列产品的采购订单。2023 年 Q4 已交付 15 架 EH216-S。 |
| 深圳博领 | 2023 年 9 月 | 已交付 5 架 EH216-S，计划继续采购 95 架 EH216-S。 |
| 西域旅游 | 2023 年 3 月 | 和亿航智能设立合资公司西域通航。 拟在未来 5 年内运营数量不低于 120 架 EH216-S 或同类载人级自动驾驶飞行器。 |
| 西安航投 | 2023 年 3 月 | 20 架 EH216-S 意向采购订单，预计于 2025 年前完成交付。 |
| 天行健 | 2022 年 6 月 | 首批 5 架 EH216 采购订单。 随着吉首市矮寨奇观旅游区开发低空游览项目的逐步推进，天行健计划额外采购 25 架 EH216。 |
| Prestige Aviation | 2022 年 4 月 | 发出 100 架 EH216 自动驾驶飞行器的预订单，此前已向亿航智能采购了 1 架 EH216。 |
| AERO TREE | 2022 年 3 月 | 预订包括 EH216-S、EH216-L、EH216-F 在内的 50 架 EH216 系列自动驾驶飞行器，以及 10 架 VT-30 长航程电动垂直起降飞行器。此前，AEROTREE 已经向亿航智能采购了 1 架 EH216-S。 |
| 日本 AirX | 2022 年 1 月 | 订购了 50 架 EH216 系列自动驾驶飞行器，有望为 2025 年大阪·关西世界博览会提供空中的士服务。 |
| 合计 | 截至 24 年 11 月 | 超 1500 架累计在手订单 |

资料来源：公司官网，西域旅游公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 亿航智能 2023Q3-2024 年 11 月国内代表性新增订单情况

| 主要客户 | 飞行器数量 (架) | | 订单及预订单总计 (架) |
|------------|-----------|------|--------------|
| | 订单 | 意向订单 | |
| 太原西山文旅 | 50 (已交付) | 450 | 500 |
| 温州文成交通发展集团 | 30 (已交付) | 270 | 300 |
| 安徽合肥客户 | 20 (已交付) | 80 | 100 |
| 深圳博领 | 10 (已交付) | 90 | 100 |
| 江苏无锡客户 | 10 (已交付) | 90 | 100 |
| 冠忠智慧出行 | 5 (已交付) | 25 | 30 |
| 祥源文旅 | 5 | 45 | 50 |
| 总计 | 130 | 1050 | 1180 |

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在中国多座低空先行示范城市, eVTOL 销售与运营取得重要进展。在 EH216-S 无人驾驶载人 eVTOL 航空器获得型号合格证 (TC)、生产许可证 (PC) 和标准适航证 (AC), 亿航智能正在为大规模生产和交付做准备, 亿航智能正与多个客户和合作伙伴紧密合作, 在合肥、广州、深圳、太原、文成、珠海等多个中国城市打造 UAM 示范项目, 及 eVTOL 运营样板。我们正在协助多个客户获得运营合格证 (OC), 培训 eVTOL 操作员与维修人员, 建设 EH216-S 起降点和 UAM 运营点, 规划航线与业务策略, 推动在中国市场 eVTOL 销售与运营。

表4: 亿航智能在中国多座低空先行示范城市, eVTOL 销售与运营取得重要进展

| 城市 | eVTOL 销售与运营 |
|-------------|---|
| 合肥 | 亿航智能与合肥市政府合作, 于 11 月共同在骆岗中央公园落成名为“昇”的全新 UAM 枢纽港。这标志着继今年 5 月首个 UAM 运营中心在骆岗公园落成后, EH216-S 在合肥的第二个 eVTOL 运营点落成启用。该 UAM 枢纽港占地近 2,000 平方米, 可供至多 20 架 EH216-S 开展运行, 包含售票大厅、候机区、乘机区、指挥调度中心以及充电维护区等功能区域。今年第三季度, 亿航智能向合肥客户交付了额外五架 EH216-S, 计划部署在新建的 UAM 枢纽港。根据合肥市政府的规划, 合肥将在未来三年建设超过 30 个 eVTOL 垂直起降点, 旨在构建城市空中交通载人运输网络, 满足包括空中观光、多式联运空中接驳、应急响应和城郊通行等应用场景。 |
| 广州 | 2024 年 9 月, 亿航智能的客户合利智能使用 EH216-S 完成了天德广场至海心沙跨江 eVTOL 航线首次往返飞行展示了广州城市中央商务区 (CBD) 内空中旅游和空中交通的应用场景。10 月, EH216-S 还在南沙区完成了无人驾驶载人飞行, 南沙区计划打造一个海陆空全空间无人体系。亿航智能致力于在广州打造 30 公里城市空中交通生活圈, 规划更多航线, 这将改变这座城市的交通格局。 |
| 深圳 | 亿航智能在第三季度向客户深圳博领控股集团交付了其复购的五架 EH216-S, 将部署在博领位于罗湖区的第二个 UAM 运营中心。第一个运营中心于 2023 年 12 月在宝安区落成。 |
| 太原 | 亿航智能于第二季度向太原西山生态文旅投资建设有限公司 (西山文旅) 交付 10 架 EH216-S 后, EH216-S 于 7 月在太原稻田公园完成了当地载人首飞。第三季度, 亿航智能向西山文旅交付了额外 40 架 EH216-S, 用于低空观光和旅游场景。 |
| 文成 | 亿航智能继第二季度向当地客户交付 27 架之后, 第三季度交付了额外三架 EH216-S。文成已打造和规划多个为 EH216-S eVTOL 定制的垂直起降点和航线, 用于空中观光和旅游。亿航智能还与文成县交通发展集团有限公司成立了合资公司, 将开展 eVTOL 展示、销售、租赁、维修和即将到来的运营等业务。文成正在建设占地两万平方米的集商业、生活、运营、EH216-S 展示交付于一体的商业中心。 |
| 珠海 | 亿航智能与客户珠海万山发展集团携手合作, 于 7 月在珠海建立了万山陆岛低空运营中心, 旨在通过亿航智能 eVTOL 航空器进行空中物流和客运一体化运营。亿航智能与中国邮政一起共同发布了“珠无 1” (珠海无人机#1) 海岛物流航线。亿航智能的 VT-20 系列物流 eVTOL 航空器完成了首个海岛往返航线飞行, 运送包裹和海鲜产品往返珠海中心与桂山。单程 37 公里的飞行耗时 25 分钟, 比传统运输方式省时 80%。此外, EH216-S 还进行了空中观光载人飞行。 |
| 中国香港、澳门和湖北省 | 2024 年 7 月, 亿航智能携手冠忠智慧出行, 获得 30 架 EH216-S 采购协议, 推进 EH216-S 无人驾驶 eVTOL 在中国香港、澳门、湖北省襄阳市及十堰市的销售与运营。 |
| 其他 | 公司在 2024 年第三季度获得了福建、重庆、天津、贵州和陕西客户的新订单, 并已完成交付。 |

资料来源: 公司官微, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图11: 合肥骆岗中央公园首个启用的城市空中交通运营中心



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图12: EH216-S 完成天德广场至海心沙往返航线飞行



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

公司与中飞院达成战略合作, 共同开展大型民用无人驾驶航空器专业人才培养与职业培训。2024年10月, 亿航智能与中国民用航空飞行学院达成战略合作。中飞院将发挥在民航领域教学、科研和人才培养的优势, 针对亿航智能无人驾驶航空器联合开展操控员、维修员等相关人才培养、执照培训、运行监管等工作, 为市场需求日益增长的低空经济领域储备人才力量, 促进民用无人驾驶航空器产业的可持续、高质量发展。

图13: 亿航智能与中国民用航空飞行学院战略合作签约



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

海外市场扩张方面, 亿航智能在巴西、泰国、日本和阿联酋开展飞行。截至目前, 亿航智能与当地合作伙伴已经在亚洲、欧洲、北美和拉丁美洲的18个国家完成了超过56,000架次的无人驾驶eVTOL航空器安全飞行。

表5: 亿航智能海外市场开拓情况

| 海外市场 | 低空经济领域海外市场开拓情况 |
|------|---|
| 巴西 | 在巴西, EH216-S 于今年9月获得巴西国家民航局(“ANAC”)颁发的试验飞行许可证书, 计划在巴西开展试运行。在此基础上, 亿航智能携手巴西当地合作伙伴 Gohobby 完成了 EH216-S 在巴西的首飞。双方正在巴西开展广泛的测试和试飞活动, 并与巴西国家民航局、巴西空管局及中国民航局合作推进当地适航认证进程。 |
| 泰国 | 在泰国, 2024年11月, EH216-S 亮相2024泰国无人机大会, 并获得了泰国民航局(CAAT)颁发的演示飞行许可证, 在曼谷市中心完成了多架次载人首飞。与泰国民航局携手, 亿航智能计划继续开展 EH216-S 在泰国的飞行测试并致力于在2025年在泰国部分地区如普吉岛、苏梅岛等地开展商业飞行运营。 |
| 日本 | 在日本, 2024年3月, 亿航智能旗舰产品 EH216-S 无人驾驶载人航空器在日本宫崎县延冈市、兵库县淡路市、冈山县笠冈市、冈山县仓敷市四城完成飞行演示, 其中在延冈市、淡路市和笠冈市都进行载人飞行。EH216-S 于今年10月完成了新一轮日本四城巡回飞行演示。EH216-S 的飞行足迹已扩展至日本16座城市, 展示了其在空中观光、跳岛交通、空中物流和应急服务等不同场景下的多种应用。 |

| | |
|--------------|---|
| 阿联酋 | 2024年5月, EH216-S 成功完成其在阿拉伯联合酋长国阿布扎比的首次载人飞行演示, 创造了全新里程碑, 标志着阿拉伯联合酋长国中东地区首次实现此类飞行。此外, EH216-F (应用于高层消防) 和 EH216-L (应用于空中物流) 也成功完成在阿联酋的首次飞行, 展示了无人驾驶 eVTOL 航空器在 UAM 的各种应用场景。 亿航智能与其中东客户及合作伙伴 Wings Logistic Hub 持续探索无人驾驶 eVTOL 在该地区的应用场景。2024 年第一季度交付 Wings Logistic Hub 的 EH216-L 于今年 11 月在阿布扎比完成了跨海平台飞行, 展示了亿航智能物流无人驾驶航空器在稳定性和安全性方面的卓越性能。 |
| 印度尼西亚 | 2021 年 11 月, 亿航智能 216 在世界著名旅游胜地、印度尼西亚巴厘岛成功完成空中游览场景下的飞行演示。2022 年 4 月, 亿航智能获得来自印度尼西亚航空企业、Prestige Corp. 子公司 Prestige Aviation 的 100 架 EH216 自动驾驶飞行器的预订单。 |
| 马来西亚 | 2022 年 3 月, 亿航智能与马来西亚航空集团 AEROTREE 的子公司 Aerotree 达成战略合作伙伴关系, 在马来西亚共同发展城市空中交通(UAM)业务, 包括维护、修理和大修(MRO)和培训。AEROTREE 向亿航智能预订包括 EH216-S、EH216-L、EH216-F 在内的 50 架 EH216 系列自动驾驶飞行器, 以及 10 架 VT-30 长航程电动垂直起降飞行器。 |
| 西班牙 | 2022 年 6 月, 亿航智能与西班牙国家航空服务提供商、未来 U-Space 空域通用信息服务提供商 ENAIRE 达成合作协议, 推动西班牙和欧洲 U-Space 和城市空中交通 (UAM) 领域的研究、发展与创新, 双方寻求在西班牙及国际 U-Space 创新项目中展开合作, 并就双方在西班牙及欧洲 U-space 和城市空中交通领域落地自动驾驶飞行器的项目及运营, 该合作将专注于研究解决方案和流程、用案例、数字化工具和原型等的潜在开发。该合作也将使双方推进 U-Space 和城市空中交通服务的部署, 并为航空服务的数字化和技术发展做出贡献。 |
| 西班牙 | 2022 年 10 月, 亿航智能宣布在欧洲最大型城市空中交通(“UAM”)示范项目之一的欧盟 AMU-LED (Air Mobility Urban - Large Experimental Demonstration) 项目中, 亿航智能作为主要成员, 其 EH216 自动驾驶飞行器在西班牙成功完成了飞行演示。 |
| 西班牙 | 2022 年 12 月, 亿航智能宣布自动驾驶飞行器 EH216 已在西班牙阿维拉国家警察学院由西班牙国家警察总局完成了首次公开飞行, 并由西班牙国家警察总局开始在西班牙试运行。 |
| 西班牙 | 2023 年 11 月 1 日, 亿航智能 (宣布在欧洲的首个城市空中交通 (UAM) 中心在西班牙莱里达-阿尔瓜伊雷机场 (LEDA) 内落成启用, 这是欧洲地区首个无人驾驶电动垂直起降 (eVTOL) 航空器的 UAM 中心, 将成为全球 eVTOL 航空器运行与机场基础设施、空中交通管理系统、运行流程和其他信息技术有效融合的范本。 |
| 欧盟 | 2024 年 6 月, 亿航智能宣布其无人驾驶电动垂直起降 (eVTOL) 航空器 EH216-S 在欧洲地球同步卫星导航增强服务系统 (EGNOS) ——欧洲卫星增强系统 (SBAS) 的支持下完成系列飞行。飞行在西班牙莱里达-阿尔瓜伊雷机场 (LEDA) 的亿航智能欧洲 UAM 中心进行, 属于欧盟航天计划机构 (EUSPA) SAMVA 项目。 |
| 欧盟 | 2024 年 11 月, 亿航智能与欧洲垂直起降基础设施企业 Vertiports Network 正式签订合作备忘录。Vertiports Network 是一家依托由欧盟网络安全局 (ENISA) 认证的独家操作系统 (VNOS), 专为客户提供模块化的 UAM 物理和数字基础设施 (包括 UAM 票务和 eVTOL 航班运营管理服务) 的公司。此次合作, 亿航智能 EH216-S 将融入其垂直网络生态系统, 携手促进和推动欧洲城市空中交通和低空经济发展。 |
| 拉丁美洲 | 2024 年 3 月, 亿航智能宣布 EH216-S 无人驾驶电动垂直起降 (eVTOL) 航空器在拉丁美洲成功完成首次演示飞行, 展示安全、环保、便捷的先进空中交通 (AAM)。 |
| 沙特阿拉伯 | 2024 年 6 月, 亿航智能宣布其无人驾驶电动垂直起降 (eVTOL) 航空器 EH216-S 在圣城麦加完成了沙特阿拉伯 (“沙特”) 的首次无人驾驶空中出租车飞行, 在每年一度全球不同国籍人士朝觐的盛大聚会首日, 由沙特阿拉伯首相批准的此次飞行, 首次为大家展示了一个全新的空中交通出行方式。 |

资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图14: EH216-S 无人驾驶载人航空器在日本宫崎县延冈市九州保健福祉大学里完成载人飞行演示



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图15: EH216-S 在阿布扎比完成阿联酋的首次载人飞行演示



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

固态电池技术方面, EH216-S 完成首次 eVTOL 固态电池飞行试验。2024 年 11 月, 亿航智能宣布在高性能固态电池技术开发领域取得重大突破。在国际先进技术应用推进中心 (合肥) 低空经济电池能源研究院的支持下, 由亿航智能及其投资的领先锂金属固态电池供应商欣界能源联合研发的固态电池, 搭载在 EH216-S, 成功完成了首次 eVTOL 固态电池飞行测试, 飞行时长达到 48 分 10 秒, 续航时间显著提升 60%—90%。与液态锂电池相比, 固态电池具有更高的能量密度、更好的热稳定性、更低的易燃性、更宽的工作温度范围、更高的存储稳定性以及绝佳的免维护特质。该高性能固态锂电池采用金属锂作为负极, 氧化物陶瓷作为电解质, 具备更高的能量密度和安全性。其能量密度达 480 Wh/kg, 稳定性极佳, 不仅大

大提升了 EH216-S 的飞行性能，同时极大地扩展了未来低空应用的实践场景，尤其是在长距城市空中交通、低空物流运输、高层消防应急等多个领域展现了广阔的应用前景。亿航智能将与欣界能源继续深入合作，进一步测试和优化其性能和稳定性，目标争取在 2025 年底前实现固态电池在 EH216-S 的认证和装机量产。

图16: 欣界能源高能量锂金属固态电池



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

亿航智能与英搏尔达成战略合作，开发先进 eVTOL 集成式电驱动系统。2024 年 11 月 11 日，亿航智能与中国领先的新能源汽车动力系统供应商英搏尔达成长期战略合作及技术开发合作，致力于共同开发适用于亿航智能 eVTOL 系列产品的高性能电机及电机控制器产品，从而实现轻量化、高功率、强散热性的一体集成设计。双方合作重点围绕定制化开发满足亿航智能各类 eVTOL 产品指标并符合民航局严格适航要求的电驱动系统。英搏尔创新的“集成芯”技术将有助于进一步优化亿航智能 eVTOL 的电机解决方案，从而实现轻量化、高功率、强散热性的一体集成设计，并且适用于亿航智能多种 eVTOL 产品。这一战略举措致力于提升亿航智能 eVTOL 系列产品的性能和可靠性，满足行业持续发展的需求。

2024 年 11 月，亿航智能宣布获得总额为 2200 多万美元的战略投资，投资者包括中国领先的新能源汽车动力系统供应商珠海英搏尔电气股份有限公司以及一家来自中东的投资机构。两家投资者均同意 180 天的锁定期，英搏尔的战略投资基于其近期宣布的与亿航智能达成的长期战略合作与和技术开发合作，旨在共同开发适用于亿航智能电动垂直起降（“eVTOL”）航空器系列的高性能电驱动系统。

图17: 亿航智能与英搏尔战略合作协议及技术开发合作协议签约仪式



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

亿航智能复合翼 eVTOL 机型优化升级为 VT-35。基于 VT-30 原型机, 亿航智能将其复合翼 eVTOL 机型优化升级为 VT-35。这款长航程产品是对现有产品的补充, 主要面向跨城市、跨海域、跨山区的应用场景, 与面向城市内空中交通的 EH216-S 的场景应用形成互补。通过 EH216 系列与 VT 系列, 亿航智能致力于实现低空飞行的全应用场景覆盖。

投资建议: 调整盈利预测, 给予“优于大市”评级

盈利预测方面, 亿航智能为领先 eVTOL 制造商, 将持续受益于低空经济政策扶持, 在手订单饱满, 考虑到公司 2024 年 EH216 系列航空器交付量高增长, 我们上调 2024 年收入预测, 考虑到公司与销售相关的佣金支出扩大、员工薪酬、销售渠道拓展等的费用有所增加, 我们下调 2024 年净利润预测, 维持 2025-2026 年业绩预测, 我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.3/8.1/12.1 亿元 (原 2024-2026 年公司收入预计分别为 3.9/8.1/12.1 亿元), 净利润分别为-2.2/-0.4/1.0 亿元 (原 2024-2026 年公司净利润预计分别为-1.9/-0.4/1.0 亿元)。

估值方面, 考虑到低空经济 eVTOL 行业还处于早期发展阶段, eVTOL 整机行业暂未见有公司实现全年盈利, 因此我们采用 PS 估值法对亿航智能进行估值。考虑到亿航智能: 1) 亿航智能是低空经济 eVTOL 行业唯一一家三证齐全的公司, 预计首张运营合格证 (OC) 将在今年年底前获批, 率先进入运营阶段。作为民用航空器, eVTOL 从设计到商业落地需取得型号合格证 (TC)、单机适航证 (AC)、生产许可证 (PC)、运营合格证 (OC)。型号许可证审查环节复杂, 涉及各类测试和考核, 取证周期可达 3-5 年。目前, 亿航智能是全球首家“三证齐全” (TC、PC、AC) eVTOL 企业, 进度快于同行企业 2-3 年, 且预计率先获得运营许可。2) 公司 2024Q2 开始实现非美国通用会计准则下调整后净利润 (即加回股权激励费用后的净利润) 转正, 同行其他公司尚未实现盈利。综上, 我们给予 2025 年 10-13 倍 PS, 对应公司合理估值区间 17.53-22.79 美元/股, 给予“优于大市”评级。

表6: 同类公司估值比较

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨日收盘 (美元) | | 总市值 (亿美元) | 收入 (百万美元) | | | PS | | |
|--------|---------------|------|-----------|----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 20241122 | 20241122 | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| JOBY.N | JOBY AVIATION | 无评级 | 7.1 | 7.1 | 54.2 | 0.1 | 23.5 | 97.0 | - | 230.8 | 55.9 |

| | | | | | | | | | | |
|---------------|-----------------|------|------|------|------|-------|-------|--------|--------|-------|
| ACHR.N | ARCHER AVIATION | 无评级 | 6.0 | 25.7 | 0.6 | 37.8 | 185.0 | 4281.1 | 68.0 | 13.9 |
| EVEX.N | Eve Holding | 无评级 | 3.4 | 10.0 | 0.1 | 0.9 | 9.8 | 9971.1 | 1107.9 | 101.7 |
| 平均 | | | | | 0.3 | 20.7 | 97.3 | - | 468.9 | 57.2 |
| EH.O | 亿航智能 | 优于大市 | 14.1 | 8.9 | 58.9 | 111.4 | 166.3 | 15.2 | 8.0 | 5.4 |

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理及预测 (注: JOBY.N、ACHR.N、EVEX.N 取 FactSet 一致预期数据)

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 249 | 228 | 287 | 316 | 347 | 营业收入 | 44 | 117 | 427 | 807 | 1205 |
| 应收款项 | 63 | 55 | 199 | 377 | 563 | 营业成本 | 15 | 42 | 171 | 323 | 482 |
| 存货净额 | 72 | 59 | 91 | 130 | 130 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2 | 39 | 59 | 121 | 181 | 销售费用 | 53 | 60 | 107 | 98 | 128 |
| 流动资产合计 | 387 | 453 | 708 | 1016 | 1293 | 管理费用 | 287 | 318 | 386 | 434 | 499 |
| 固定资产 | 47 | 45 | 56 | 70 | 83 | 财务费用 | 4 | 14 | 7 | 17 | 19 |
| 无形资产及其他 | 75 | 77 | 59 | 40 | 22 | 投资收益 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 投资性房地产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 20 | 23 | 30 | 33 | 37 | 其他收入 | (15) | 16 | 24 | 25 | 26 |
| 资产总计 | 531 | 599 | 855 | 1161 | 1437 | 营业利润 | (329) | (302) | (220) | (39) | 103 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 126 | 79 | 392 | 555 | 532 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 42 | 43 | 91 | 174 | 260 | 利润总额 | (329) | (302) | (220) | (39) | 103 |
| 其他流动负债 | 115 | 128 | 201 | 261 | 341 | 所得税费用 | 0 | 0 | (0) | (0) | 0 |
| 流动负债合计 | 282 | 250 | 684 | 990 | 1133 | 少数股东损益 | (1) | (1) | (0) | (0) | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 4 | 9 | 9 | 9 | 9 | 归属于母公司净利润 | (328) | (302) | (219) | (39) | 103 |
| 其他长期负债 | 120 | 125 | 167 | 206 | 236 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期负债合计 | 124 | 134 | 176 | 216 | 246 | 净利润 | (328) | (302) | (219) | (39) | 103 |
| 负债合计 | 406 | 384 | 860 | 1206 | 1379 | 0 资产减值准备 | 0 | 0 | 3 | 0 | 1 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | (0) | (0) | 58 | 折旧摊销 | 9 | 13 | 24 | 25 | 26 |
| 股东权益 | 124 | 214 | (5) | (44) | 1437 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 531 | 599 | 855 | 1161 | 1437 | 财务费用 | 4 | 14 | 7 | 17 | 19 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | 133 | 5 | (30) | (96) | (48) |
| 每股收益 | -5.16 | -4.75 | -3.45 | -0.61 | 1.61 | 其它 | (1) | (1) | (4) | (0) | (0) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | (187) | (284) | (226) | (110) | 80 |
| 每股净资产 | 1.96 | 3.36 | -0.08 | -0.70 | 0.92 | 资本开支 | 0 | (10) | (21) | (21) | (21) |
| ROIC | -107% | -118% | -77% | -8% | 26% | 其它投资现金流 | 65 | (72) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | -264% | -141% | 4100% | 88% | 176% | 投资活动现金流 | 67 | (85) | (29) | (24) | (25) |
| 毛利率 | 66% | 64% | 60% | 60% | 60% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -701% | -258% | -56% | -6% | 8% | 负债净变化 | (13) | 5 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -680% | -247% | -50% | -3% | 10% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -22% | 165% | 264% | 89% | 49% | 其它融资现金流 | 150 | 337 | 313 | 163 | (23) |
| 净利润增长率 | -- | -- | -- | -- | -363% | 融资活动现金流 | 123 | 348 | 313 | 163 | (23) |
| 资产负债率 | 77% | 64% | 101% | 104% | 96% | 现金净变动 | 2 | (21) | 59 | 29 | 32 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 247 | 249 | 228 | 287 | 316 |
| P/E | -19.7 | -21.5 | -29.5 | -166.3 | 63.2 | 货币资金的期末余额 | 249 | 228 | 287 | 316 | 347 |
| P/B | 52.1 | 30.3 | -1211.5 | -146.3 | 111.1 | 企业自由现金流 | 0 | (295) | (264) | (140) | 53 |
| EV/EBITDA | -4 | -4 | -8 | -95 | 19 | 权益自由现金流 | 0 | 33 | 42 | 7 | 10 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032