

亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: US\$26.92)

买入

持有

卖出

目标价: US\$26.92 当前股价: US\$21.77

股价上行/下行空间 +24%

52 周最高/最低价 (US\$) 29.76/10.40

市值 (US\$mn) 1,432

当前发行数量(百万股) 66

三个月平均日交易额 (US\$mn) 32

流通盘占比 (%) 69

主要股东 (%)

Huazhi Hu 31

Axim Wealth 7

Carmignac Gestion SA 3

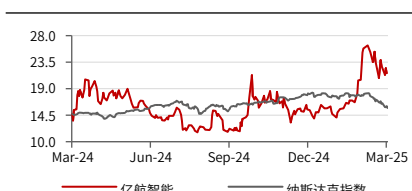
按 2025 年 3 月 13 日收市数据

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\$)	26.92	18.84	43%
2025E EPS (RMB)	2.14	2.72	-21%
2026E EPS (RMB)	5.79	7.00	-17%
2027E EPS (RMB)	6.89	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	899 (+3%)	1,341 (+6%)
EPS (RMB)	(0.50) (+528%)	1.39 (+317%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。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。

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

全年 Non-GAAP 归母净利润转正, eVOTL 交付量进入快速增长长期

• 亿航 4Q24 交付 78 架 EH216-S, 当季收入达到 1.64 亿元 (同比增长 190.2%) 并实现全年 Non-GAAP 归母净利润转正至 0.43 亿元。

• 云浮工厂二期扩建工程将在 2025 年完成, 实现年产能 1,000 台; 亿航多地合作项目持续推进。

• 重申“买入”评级, 上调目标价至 26.92 美元。

2024 年共交付 216 台 EH216-S, 首次实现全年 Non-GAAP 归母净利润转正: 根据亿航智能 4Q24 财务报告, 亿航当季共交付 78 架 EH216-S, 当季营业收入同环比分别增长 190.2%/28.2%至 1.64 亿元。4Q24 毛利率维持在~61%的水平, 而整体经营费用率 (销售、管理及研发) 随着收入规模的增长降至 98.3% (对比 3Q24 为 117.6%)。当季 GAAP 口径下归母净亏损为 0.47 亿元, 环比小幅收窄; 全年 GAAP 归母净亏损为 2.3 亿元, 同比收窄 23.8%。当季 Non-GAAP 归母净利润为 0.36 亿元, 公司连续三个季度实现 Non-GAAP 归母净利润盈利并在 2024 年首次实现全年 Non-GAAP 归母净利润盈利为 0.43 亿元。同时, 公司在连续五个季度经营性现金流转正后也在 2024 年首次实现全年经营性现金流净流入 (1.6 亿元)。业绩会上, 管理层预计 2025 年收入将达到 9 亿元 (对应交付 450 台左右 EH216-S), 同比增长 97%, 同时资本开支预计将在 4,000 万美元左右。

持续推进产能建设, 开展多地合作项目: 亿航云浮一期工厂目前年产能 300 台, 二期扩建将于 2025 年完成, 届时总产能将达到 1,000 台/年, 管理层在业绩会上表示未来将采用以销定产的方式来布局生产。当前亿航拥有超过 1,000 台的在手订单, 因此我们预计亿航将在未来 1-2 年内维持满产状态。除云浮基地以外, 亿航将在多地成立合资公司或与政府合作助力低空经济: 1) 与江淮汽车和国先控股在合肥投资成立合资公司并建设 eVOTL 生产基地, 预计在 1.5-2 年内建成; 2) 在北京市与房山市政府合作设立空应急救援装备全国总部; 3) 在威海高新区打造低空经济产业园并建立研发和制造基地。

重申“买入”评级, 上调目标价至 26.92 美元: 根据管理层指引和公司 4Q24 业绩, 我们预计公司在 2025-27 年将交付 450/700/850 台 eVOTL, 对应收入为 9.2 亿元/14.3 亿元/16.5 亿元。我们预计公司综合毛利率将维持在 60%左右, 而随着经营费用率持续下降, 我们预计亿航 GAAP 净利润将在 2025 年下半年某个季度开始转正, 并于 2026 年实现全年盈利。我们仍然采用 P/S 估值法对其估值并将估值倍数上调至 14 倍 2025 年 P/S, 得到最新目标价为 26.92 美元, 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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	117	456	924	1,427	1,649
息税前利润 (RMBmn)	(306)	(235)	(157)	68	118
归母净利润 (RMBmn)	(138)	60	153	425	516
每股收益 (RMB)	(2.28)	0.90	2.14	5.79	6.89
市盈率 (x)	N/A	118.7	73.2	27.1	22.7

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

图表 1: 亿航智能--主要季度财务数据

(人民币 百万元)	3Q23A	4Q23A	2023A	3Q24A	4Q24A	2024A
营业收入	28.6	56.6	117.4	128.1	164.3	456.2
同比	247.9%	260.9%	165.0%	347.8%	190.2%	288.5%
环比	186.0%	97.8%	N/A	25.6%	28.2%	N/A
毛利润	18.5	36.6	75.3	78.4	99.7	279.9
同比	240.6%	253.3%	157.7%	324.3%	172.2%	271.7%
环比	207.0%	98.2%	N/A	23.2%	27.1%	N/A
毛利率	64.6%	64.7%	64.1%	61.2%	60.7%	61.4%
研发费用	37.7	38.1	167.3	43.9	56.0	199.5
同比	20.6%	2.8%	23.9%	16.4%	46.7%	19.2%
环比	0.7%	1.2%	N/A	-29.0%	27.6%	N/A
销售及管理费用	50.1	76.3	210.5	106.8	105.4	363.7
同比	5.8%	14.0%	3.1%	105.1%	38.1%	72.8%
环比	16.8%	46.6%	N/A	31.0%	-1.3%	N/A
归母净利润	-67.1	-72.3	-301.7	-48.1	-46.9	-229.8
同比	-11.9%	-34.2%	-8.1%	-28.3%	-35.2%	-23.8%
环比	-11.3%	7.8%	N/A	-32.8%	-2.5%	N/A
Non-GAAP 归母净利润	-31.3	-21.9	-138.2	15.74	36.4	43.3
同比	-42.8%	-62.9%	-32.6%	N/A	-265.9%	-131.4%
环比	-39.4%	-29.8%	N/A	1162.1%	131.3%	N/A

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于亿航 4Q24 业绩以及管理层在业绩会上的指引，我们预计亿航 2025-27 年将交付 450 /700 /850 台 eVOTL，对应收入 9.24 亿元/14.3 亿元/16.5 亿元。针对毛利率，一方面我们认为公司将维持目前每台 eVOTL 约 200 万元的价格，另一方面主要由于部分零部件（电机、电池）升级带来的价格提升将抵消规模效应带来的成本下降，eVOTL 成本也将维持稳定，因此综合毛利率将维持在 60%左右水平。我们预计亿航的 GAAP 净利润将在 2025 年下半年的某个季度开始转正并在 2026 年实现全年净利润转正。

图表 2: 核心盈利预测变化

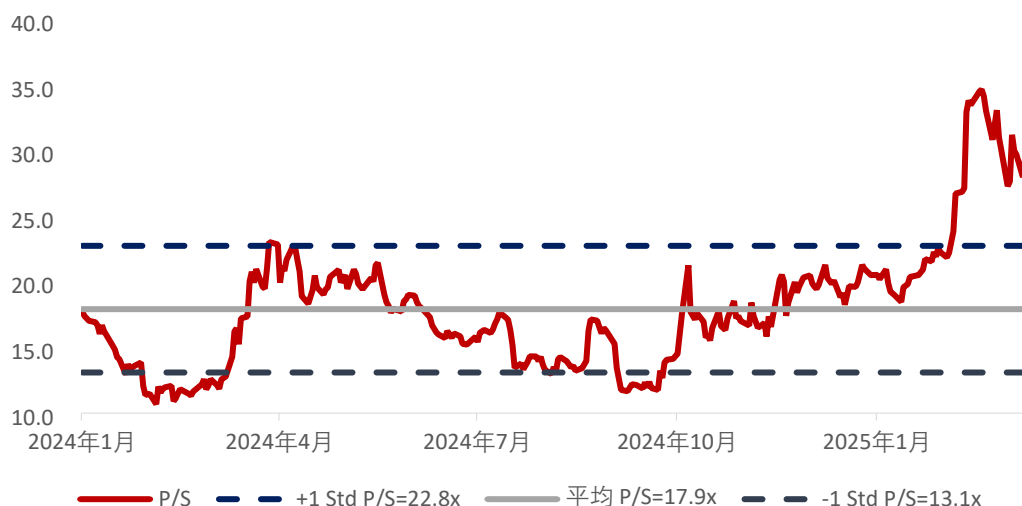
单位：百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	923.6	1,426.7	1,649.0	863.6	1,496.7	N/A	6.9%	-4.7%	N/A
毛利润	563.4	870.3	997.7	544.1	957.9	N/A	3.6%	-9.1%	N/A
毛利率	61.0%	61.0%	60.5%	63.0%	64.0%	N/A	0ppts	0ppts	N/A
研发费用	258.6	299.6	362.8	241.8	344.2	N/A	6.9%	-13.0%	N/A
销售及管理费用	480.3	499.4	544.2	449.1	478.9	N/A	6.9%	4.3%	N/A
归母净利润	-147.4	74.8	115.7	-118.8	166.7	N/A	24.1%	-55.1%	N/A
每股收益（元）	-2.07	1.02	1.55	-1.78	2.50	N/A	16.3%	-59.2%	N/A
调整后归母净利润	152.5	424.8	515.7	181.2	466.7	N/A	-15.8%	-9.0%	N/A
调整后每股收益（元）	2.14	5.79	6.89	2.72	7.00	N/A	-21.3%	-17.3%	N/A

资料来源: 华兴证券预测

估值

我们仍然采用 P/S 估值法对其估值并将估值倍数上调至 14 倍 2025 年 P/S（原为 10 倍），以反应基于目前亿航不断改善的盈利水平和丰富的在手订单，并得到最新目标价为 26.92 美元（对应 9x 2026 年 P/S），重申“买入”评级。亿航的 P/S 估值表显示其 2024 年 1 月以来的平均交易倍数在 18 倍（基于 2024 年收入预测），我们给予的估值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)		
				2024A/E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
JOBY US	Joby Aviation	6.31	49.7	0.3	27.7	98.2	15,633	171	48
ACHR US	Archer Aviation	7.48	40.6	1.7	40.4	190.1	2,360	117	25
EVEX US	Eve Holdings	3.39	10.1	0.3	5.1	145.7	3,254	156	5
平均值			33.5	0.8	24.4	144.7	7,082	148	26
EH US	亿航智能	21.63	13.75	456	924	1,427	22.5	11.2	7.2

注：基于 2025 年 3 月 12 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、时的、沃飞、小鹏汇天等产品目前都在申请 TC 阶段，预计明后年将有多款 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)	2024A	2025E	2026E	2027E
空气机动	432	900	1,400	1,615
空中媒体	12	18	20	25
智慧城市管理	2	5	6	8
其他收入	10	1	1	1
营业收入	456	924	1,427	1,649
营业成本	(173)	(360)	(556)	(651)
毛利润	283	563	870	998
管理及销售费用	(560)	(739)	(827)	(907)
其中：研发支出	(190)	(259)	(328)	(363)
其中：市场营销支出	(150)	(203)	(214)	(231)
其中：管理支出	(220)	(277)	(285)	(313)
息税前利润	(235)	(157)	68	118
息税折旧及摊销前利润	(193)	(108)	126	184
利息收入	30	25	27	30
利息支出	(4)	(8)	(10)	(5)
税前利润	(208)	(140)	85	143
所得税	(0)	(2)	(3)	(20)
净利润	(213)	(147)	75	116
调整后净利润	60	153	425	516
基本每股收益 (RMB)	(3.17)	(2.07)	1.02	1.55
稀释每股调整收益 (RMB)	0.90	2.14	5.79	6.89

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,357	1,631	2,057	2,498
货币资金	1,155	1,393	1,683	2,107
应收账款	58	80	200	200
存货	76	83	92	101
其他流动资产	68	75	83	91
非流动资产	227	258	284	311
固定资产	60	70	80	90
无形资产	3	3	3	3
商誉	0	0	0	0
其他	131	150	162	174
资产	1,584	1,889	2,342	2,810
流动负债	470	493	558	612
短期借款	64	77	93	111
预收账款	21	22	23	24
应付账款	128	141	151	161
长期借款	21	15	18	18
非流动负债	138	149	166	181
负债	629	657	742	811
股份	0	0	0	0
资本公积	2,923	3,215	3,537	3,891
未分配利润	(1,985)	(2,012)	(1,971)	(1,927)
归属于母公司所有者权益	956	1,230	1,598	1,995
少数股东权益	0	1	2	3
负债及所有者权益	1,584	1,889	2,342	2,810

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(213)	(147)	75	116
折旧摊销	42	50	58	67
利息（收入）/支出	(5)	(6)	(7)	(6)
其他非现金科目	178	195	209	212
其他	0	0	0	0
营运资本变动	139	28	(83)	34
经营活动产生的现金流量	160	121	254	423
资本支出	(12)	(15)	(18)	(21)
收购及投资	(105)	(173)	(216)	(242)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(3)	(3)	0	0
投资活动产生的现金流量	(120)	(191)	(235)	(264)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	19	10	8	9
发行（回购）股份	300	200	150	151
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	319	210	158	160
现金及现金等价物净增加额	359	140	177	320
自由现金流	172	136	273	445

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
eVTOL交付量	216	450	700	850

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	288.5	102.5	54.5	15.6
毛利润	275.5	99.2	54.5	14.6
息税折旧及摊销前利润	29.4	43.9	216.8	46.1
净利润	29.4	30.8	150.7	54.7
调整后净利润	143.5	153.6	178.5	21.4
稀释每股调整收益	36.1	34.7	149.2	51.6
调整后稀释每股调整收益	139.3	139.3	170.4	19.0
盈利率 (%)				
毛利率	62.0	61.0	61.0	60.5
息税折旧摊销前利润率	(42.2)	(11.7)	8.8	11.2
息税前利润率	(51.4)	(17.1)	4.8	7.1
净利率	(46.7)	(16.0)	5.2	7.0
调整后净利率	13.2	16.5	29.8	31.3
净资产收益率	(22.3)	(12.0)	4.7	5.8
总资产收益率	(13.4)	(7.8)	3.2	4.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.9	3.3	3.7	4.1
速动比率	2.7	3.1	3.5	3.9
估值比率 (x)				
市盈率	118.7	73.2	27.1	22.7
市净率	14.9	18.1	14.4	11.8
市销率	22.6	11.2	7.2	6.3

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与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%。