

亿航智能 (EH.O)

2024 年业绩超预期，期待观光场景应用

亿航智能 2024 年业绩超出预期。根据公司官方公众号 2025 年 1 月 1 日信息,公司 2024Q4 收入大约 1.6 亿,超季度指引。根据公司财报,2024 年公司共交付 216 台 EH216-S,总营收录得 4.56 亿元,同比增长 288%。2024 年毛利率录得 61.4%,符合预期,维持高毛利主要系公司产品具有很强的资质壁垒。受益于规模经济,公司的营业费用率大幅收窄,公司 GAAP 净亏损收窄到 2.3 亿。考虑基于股份的薪酬,公司 non-GAAP 归母净利润实现全年盈利,达到 4335 万人民币,超出我们此前预期。展望 2025 年,公司指引 2025 总收入达 9 亿元,同比增长大约 97%,目标毛利率维持在 60%左右,opex 预计同比增长 40%左右。2025 年 capex 指引从之前的 2000 万美元增长到 4000 万美元左右,主要花费在产能扩充等方面。

期待观光场景应用。当前,中国民用航空局已完成了对首批两家 OC 申请公司的文件审查和现场检查,分别是亿航旗下专注于 UAM 运营的全资子公司亿航通航,亿航在合肥的合资公司合翼航空。目前这两家公司正在等待局方最终的审批结果。此前 OC 审核进展不及预期,但我们认为 OC 证的获取将成为影响公司基本面的关键事件,建议继续密切关注。我们预计在 OC 落地后,有望迅速在标杆性项目初步验证观光场景中运营方的 UE 模型是否能跑通。倘若 UE 模型跑通,对于亿航来说,1)当前在手意向订单上千,有望加快现有客户的拉货进度,从而带来出货量快速增长;2)根据 OC 审核经验,申请 OC 的过程需要有通过 TC 的 eVTOL,下游更积极推进 OC 申请的话,亿航有望获取更多新客户;3)运营方面公司以合资的形式参与,因此运营的成功有望为公司带来额外的收益。

公司在多地推进产能储备。1)云浮:公司现有产能在广东云浮,公司计划今年扩建第二期(2.4 万平方米),目标在 2025 年实现总产能 1000 架。公司将通过和英搏尔成立合资公司,升级和扩建云浮生产线,提升自动化制造水平和生产效率。2)合肥:公司携手江淮汽车、国先控股,在合肥市政府的支持下打造 eVTOL 生产基地。3)威海:公司和威海高新区达成合作计划,在当地建立 eVTOL 生产基地。4)北京低空应急救援装备全国总部:公司和北京房山区政府达成合作,打造综合型应急救援产业园。尽管目前公司的产能充足,但我们认为进一步扩产也具有一定必要性,倘若标杆项目表现优秀,市场需求或许快速增长。公司大力扩张产能,也从另一个角度表明了公司对于未来市场前景的信心。

继续探索长续航整机及核心零部件的技术研发。1)整机方面,公司持续开发长续航产品 VT-35,当前研发样机已经在总装调试,公司计划尽快完成全功能的试飞及适航审定申请。此外,公司与长安汽车建立合作关系,双方将共同开发飞行汽车相关的产品,从而拓展面向大众消费市场的产品线。2)核心零部件方面,公司和欣界能源合作完成了 eVTOL 搭载固态锂电池的飞行测试,EH216-S 飞行续航时间提升 90%,达到 48min 以上;电机方面,公司和英搏尔共同开发新一代高性能电机和电机控制系统。

投资建议:考虑到公司优秀的盈利能力,我们适当调高了盈利预测,预计公司 2025-2027 年收入有望实现 8.7/13.4/17.3 亿人民币,non-GAAP 归母净利润分别为 0.9/1.5/1.7 亿人民币。考虑到公司的高速成长性、领先的市场地位,我们给予公司目标价 29 美元,对应 15x 2025e P/S,维持“买入”评级。

风险提示: eVTOL 商业化落地节奏不及预期风险,订单、交付量增速不及预期风险,文旅等场景终端需求持续性风险,运营相关资质审核节奏不及预期风险,假设与测算风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	117	456	873	1,339	1,728
增长率 YoY (%)	165.0	288.5	91.5	53.3	29.0
归母净利润(百万元)	-302	-230	128	-137	-123
增长率 YoY (%)	8.1	23.8	14.9	29.8	10.5
调整后归母净利润(百万元)	-138	43	92	151	165
调整后归母净利润率 (%)	-118%	10%	11%	11%	10%
P/S (倍)	98.8	25.4	13.3	8.7	6.7
调整后 P/E (倍)	-84.0	267.7	125.6	77.0	70.3

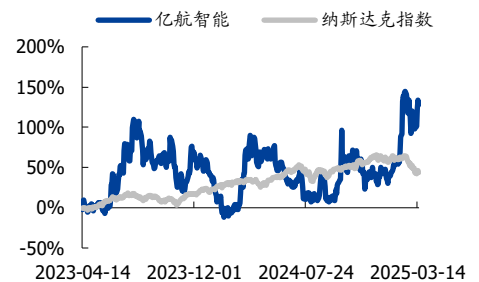
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
2025 年 3 月 17 日收盘价(美元)	25.26
总市值(百万美元)	1605.42
总 DR 数(百万)	63.6
其中自由流通股 (%)	69.3
30 日均成交量(百万股)	2.91

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《亿航智能 (EH.O): 盈利超预期, OC 有望年内取证》 2024-11-24
- 《亿航智能 (EH.O): 提前实现扭亏, OC 进展顺利》 2024-08-26
- 《亿航智能 (EH): 资质进展顺利, 交付持续增加》 2024-06-01

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	453	1357	1482	1800	2051
货币资金	228	611	617	709	935
应收账款	35	58	133	87	197
存货	59	76	208	374	377
预付款项及其他资产	25	68	-21	85	-2
其他流动资产	106	544	544	544	544
非流动资产	146	227	273	296	308
长期投资	18	34	34	34	34
固定资产	45	60	106	129	140
无形资产	2	3	3	3	3
其他非流动资产	80	131	131	131	131
资产总计	599	1584	1755	2096	2359
流动负债	250	470	834	1314	1697
短期借款	70	64	164	264	364
应付账款	35	127	100	192	184
其他流动负债	145	279	569	858	1148
非流动负债	134	158	161	160	162
长期借款	9	21	21	21	21
其他非流动负债	125	138	140	139	142
负债合计	384	628	995	1473	1859
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	1952	2923	2923	2923	2923
法定储备	1	2	2	2	2
留存收益	-1755	-1985	-2180	-2318	-2441
其他综合收益	15	26	26	26	26
归属母公司股东权益	214	966	770	633	510
负债和股东权益	599	1594	1765	2106	2369

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-88	76	7	94	227
净利润	-302	-230	-196	-137	-123
物业及设备折旧	12	24	55	77	88
无形资产摊销	1	1	1	1	1
营运资金变动	17	8	-141	-135	-28
其他经营现金流	184	273	288	288	288
投资活动现金流	-129	-9	-101	-101	-101
购买无形资产	-1	-1	-1	-1	-1
购买物业及设备	-8	-8	-100	-100	-100
筹资活动现金流	195	316	100	100	100
短期银行贷款所得款	69	100	100	100	100
其他筹资现金流	126	216	0	0	0
现金净增加额	-22	382	6	93	225

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	117	456	873	1339	1728
成本	42	176	346	532	686
销售和市场费用	60	131	169	228	284
一般和行政费用	150	233	345	448	535
研究与开发费用	167	199	274	357	430
其他运营收入	6	30	25	25	25
营业利润	-296	-253	-235	-200	-181
利息和投资收益	8	31	48	48	48
利息支出	-3	-3	-5	-7	-8
外汇损益	0	-1	321	-3	-3
摊销和债务折旧	-12	0	0	0	0
其他收入 (费用)	2	2	0	0	0
所得税和权益法投资前利润 (亏损)	-301	-225	129	-162	-145
所得税	0	0	-1	24	22
权益法投资收益前损失	-301	-226	128	-137	-123
权益法投资收益 (损失)	-2	-4	0	0	0
净利润 (亏损)	-302	-230	128	-137	-123
非控股收益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	-302	-230	128	-137	-123
调整后归母净利润	-138	43	92	151	165
调整后归母净利润率 (%)	-118	10	11	11	10

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	165.0	288.5	91.5	53.3	29.0
营业利润 (%)	2.5	14.5	7.2	14.9	9.4
归属于母公司净利润 (%)	8.1	23.8	14.9	29.8	10.5
获利能力					
毛利率 (%)	64.1	61.4	60.4	60.3	60.3
归母净利率 (%)	-256.9	-50.4	-22.4	-10.2	-7.1
ROE (%)	-141.1	-24.1	16.9	-22.1	-24.6
ROIC (%)	-79.6	-21.5	-21.8	-19.2	-17.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.2	39.7	56.7	70.3	78.8
净负债比率 (%)	-32.8	-40.8	-38.9	-46.3	-82.8
流动比率	1.8	2.9	1.8	1.4	1.2
速动比率	1.1	1.4	0.9	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	2.5	4.8	7.9	30.8	17.5
应付账款周转率	1.2	2.2	3.0	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每 ADR 收益 (最新摊薄)	-4.75	-3.62	2.02	-2.16	-1.93
每 ADR 经营现金流 (最新摊薄)	-1.39	1.19	0.12	1.48	3.57
每 ADR 净资产 (最新摊薄)	3.37	15.04	11.96	9.80	7.86
估值比率					
P/S	98.8	25.4	13.3	8.7	6.7
P/B	54.2	12.0	15.1	18.3	22.8
调整后 P/E	-84	268	126	77	70

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

图表 1: 亿航智能核心预测指标: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
关键指标:					
EH216 系列交付量 (台)	52	216	416	640	824
EH216 系列 ASP (万)	191	199	204	204	817
收入 (百万元)	117	456	873	1,339	1,728
yoy	165%	288%	91%	53%	29%
空中交通 (百万元)	105	444	868	1,334	1,722
智慧城市管理 (百万元)	1	0	1	1	1
空中媒体 (百万元)	11	10	3	3	3
其他 (百万元)	0	2	2	2	2
成本 (百万元)	42	176	346	532	686
毛利 (百万元)	75	280	528	807	1,041
GPM	64%	61%	60%	60%	60%
销售和市场 (百万元)	60	131	169	228	284
一般和行政 (百万元)	150	233	345	448	535
研究与开发 (百万元)	167	199	274	357	430
营业利润/亏损 (百万元)	-296	-253	-235	-200	-181
GAAP 归母净利润 (百万元)	-302	-230	-196	-137	-123
GAAP 归母净利润率	-257%	-50%	-22%	-10%	-7%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-138	43	92	151	165
Non-GAAP 归母净利润率	-118%	10%	11%	11%	10%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com