

西锐 Cirrus Aircraft (2507 HK)

首次覆盖：全球领先的私航飞机制造商与航空安全技术革新先锋

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$40.15
目标价	HK\$60.00
HTI ESG	2.6-3.3-3.5
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$14.69bn / US\$1.87bn
日交易额 (3个月均值)	US\$22.44mn
发行股票数目	365.99mn
自由流通股 (%)	15%
1年股价最高最低值	HK\$45.01-HK\$17.46

注：现价 HK\$40.15 为 2025 年 06 月 25 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	38.0%	12.9%	
绝对值 (美元)	37.7%	11.8%	
相对 MSCI China	37.1%	12.6%	

US\$ mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	1,197	1,394	1,634	1,904
Revenue (+/-)	12.12%	16.47%	17.20%	16.54%
Net profit	121	141	176	206
Net profit (+/-)	32%	17%	25%	17%
Diluted EPS (US\$)	0.33	0.38	0.48	0.56
GPM	34.5%	33.5%	32.3%	30.7%
ROE	19.2%	17.2%	19.3%	19.9%
P/E	122	104	84	71

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

领先的产品矩阵与市场占有率

西锐凭借 SR2X 系列单引擎活塞飞机和愿景喷气机两大核心产品线，构建了覆盖中低端至高端市场的完整产品体系。SR2X 系列自 1999 年 SR20 首架交付以来，已累计交付超 10,000 架，SR22T 机型连续 22 年稳居单引擎活塞飞机销量榜首，其高性价比优势显著。愿景喷气机作为全球首款单引擎喷气式飞机，自 2016 年首架交付后连续六年蝉联公务喷气机销量冠军，2024 年交付 101 架，填补了高端私人航空的市场空白。

革命性安全技术与行业标杆地位

西锐以创新安全技术重新定义私人航空安全标准，形成差异化竞争壁垒。公司全系标配整机降落伞系统 (CAPS)，累计保障超 1650 万飞行小时，成功实施 126 次紧急降落，挽救 258 名乘员生命，事故率仅为行业平均水平的 1/3。2025 年推出的 SR 系列 G7+ 机型更是全球首款搭载 FAA 认证 Safe Return™ 紧急自动着陆系统的单引擎活塞飞机，实现紧急情况下的全自动着陆流程，进一步强化双重安全保障。

全生命周期服务生态与财务韧性

西锐通过“产品 + 服务”生态构建高粘性客户关系，同时展现强劲的财务增长能力。其客户中心化运营模式覆盖保养、维修、培训、融资等全生命周期需求，Cirrus IQ 互联技术已覆盖 35 国，实现实时飞行数据传输，优化调度与维护效率。2020 - 2024 年营收从 5.87 亿美元增至 11.97 亿美元 (CAGR 19.4%)，净利润从 3611 万美元飙升至 1.21 亿美元 (CAGR 32.3%)，产品提价、高毛利机型及生产效率提升驱动盈利增长。

估值

随着高净值人群数量增加、区域市场扩展、技术创新提升飞行体验以及政策支持促进行业发展，私人航空市场有望迎来快速发展。我们预计公司 2025-2027 年将实现营业收入 13.94/16.34/19.04 亿美元，对应净利润为 1.41/1.76/2.06 亿美元。根据 DCF 估值模型，给与西锐 (2507 HK) 目标价 60 港元 (按照美元-港币汇率 7.85 换算)，给与“优于大市”评级。

风险

原材料价格波动的风险；供应链中断的风险；市场竞争加剧的风险；客户需求和偏好变化的风险；政策推进不及预期的风险等。

杨斌 Bin Yang
bin.yang@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目录

1. 西锐飞机：从创立到全球私人航空领导者的崛起之路 3

1.1 公司概况 3

1.2 股权结构 3

1.3 主要产品 3

1.4 财务表现 4

2. 通用航空全景扫描：市场结构、动力系统与全球区域发展态势 7

2.1 行业整体态势：通用航空的市场构成与技术类型 7

2.2 私人航空市场趋势：交付量增长与高端机型需求的崛起 11

2.3 卓越产品与供应链把控能力，西锐巩固全球竞争优势 13

3. 飞机服务：私人航空领域的核心竞争力与增长引擎 17

4. 通用航空发展态势良好，安全始终是核心考量 20

5. 盈利预测与估值分析 23

5.1 核心假设 23

5.2 DCF 估值 23

6. 风险提示 24

1. 西锐飞机：从创立到全球私人航空领导者的崛起之路

1.1 公司概况

西锐飞机工业（Cirrus Aircraft Limited）成立于 1984 年，总部位于美国威斯康星州，是私人航空业的先驱者及全球市场领导者，专注于设计、开发、制造及销售业界认可的优质飞机。1999 年，公司完成 SR20 飞机的首次交付，此后推出新机型 SR22/SR2X/SR22TN/SR22T。2016 年，公司实现了愿景喷气式飞机的首次交付。2019 年，公司于开曼群岛注册成立为获豁免有限公司，为后续的资本运作和国际化发展奠定了良好的法律基础。截止 2024 年底，公司已交付逾 10,000 架 SR2X 系列飞机和逾 600 架愿景喷气机。

图 1：西锐发展历程

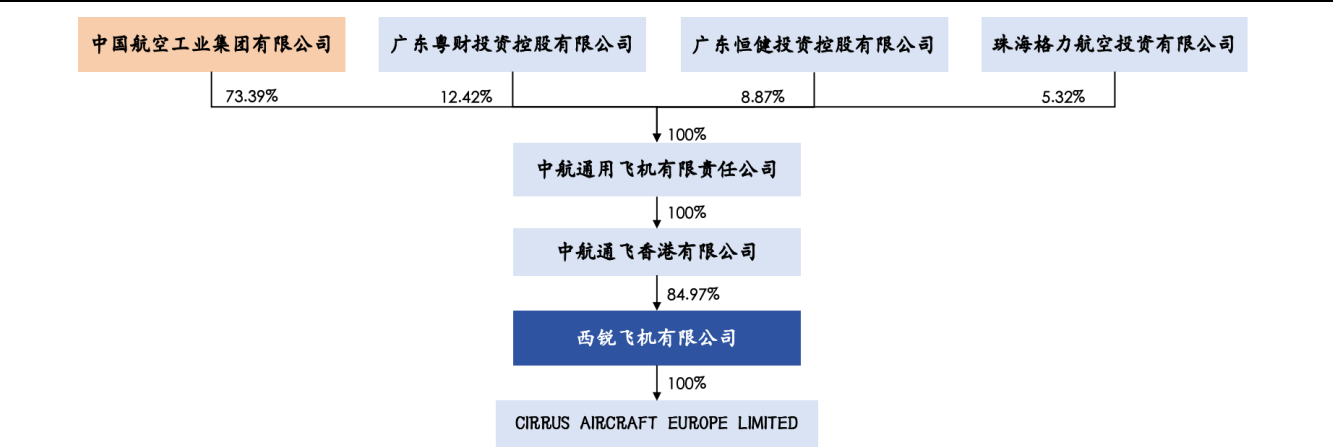


Source: Wind, HTI

1.2 股权结构

公司实际控制人为中国航空工业集团有限公司，通过中航通飞香港间接控股。中航通飞香港有限公司是西锐的最大股东，持有公司 84.97%的股权。中航通飞 100%持有中航通飞香港，而中国航空工业集团有限公司持有中航通飞 73.39%的股权，是西锐的实际控制人。

图 2：西锐股权结构（截至 2024 年底）



Source: Wind, HTI

1.3 主要产品

西锐的核心产品包括 SR2X 系列单引擎活塞飞机和愿景喷气机（Vision Jet）。

- SR2X 系列是西锐的核心产品之一，包含 SR20、SR22 和 SR22T 三种机型。该系列定位为入门级单引擎活塞飞机，适用于私人飞行、飞行

培训等多种用途。其特点是操作简便、安全性高、性价比优。

● **愿景喷气机**是西锐的高端产品线，作为世界上第一款获得美国联邦航空管理局（FAA）认证的单引擎喷气式飞机，其市场定位为高端私人飞行市场。愿景喷气机的最大特点是其先进的安全系统和便捷的操作方式，允许非专业飞行员在无专职飞行员支持的情况下进行喷气式飞行。

图 3：西锐主要产品

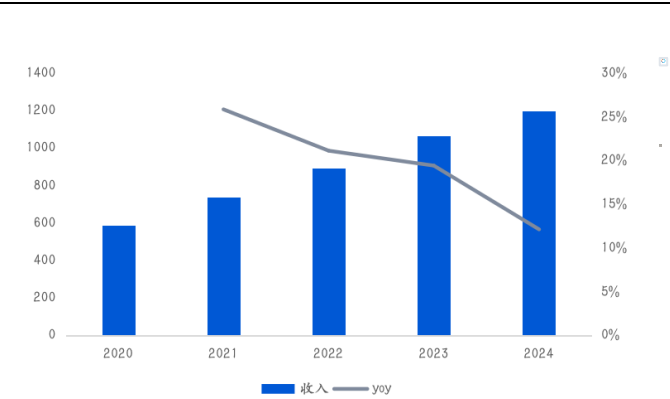
产品名称	类型	主要型号	2024 年交付量	特点简介
SR2X 系列	单引擎活塞飞机	SR20、SR22、SR22T	630 架	全球最畅销的单引擎活塞飞机之一，具备高性能、舒适性和安全性，适用于私人飞行和短途商务出行。
愿景喷气机	单发喷气式飞机	SF50	101 架	世界上第一款私人驾驶单发喷气机，具备高速、高效和便捷操作的特点，广受高端客户欢迎。

Source: 西锐官网, HTI

1.4 财务表现

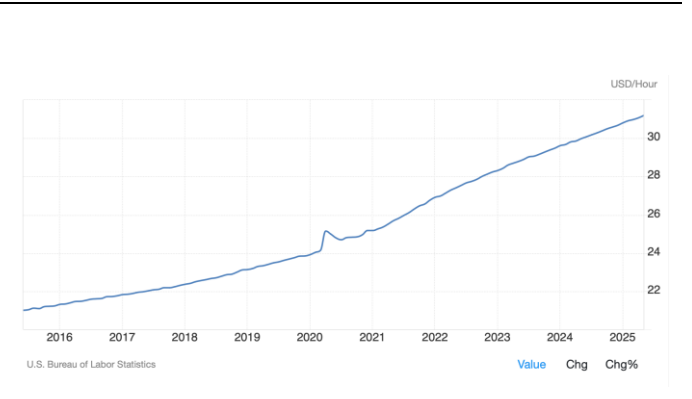
西锐在 2020-2024 年间展现出强劲的营收扩张能力，营业总收入从 2020 年的 5.87 亿美元跃升至 2024 年的 11.97 亿美元，实现了 19.4%的年复合增长率。这一增长轨迹呈现出明显的阶段性特征：2021 年受益于疫情后航空需求反弹，增速高达 26.2%；2022-2023 年受供应链扰动影响增速回落至 20%左右；2024 年通过产品结构优化重拾增长动能，实现 12.1%的同比增速，较上年有所放缓，主要受到多种因素叠加的影响：后疫情需求高峰过后的自然回调、高融资成本以及劳动力短缺等。

图 4：西锐营业收入及增速（百万美元）



Source: Wind, HTI

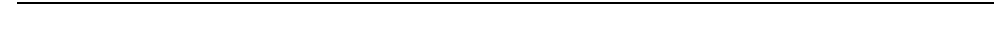
图 5：美国平均小时工资（USD/Hour）

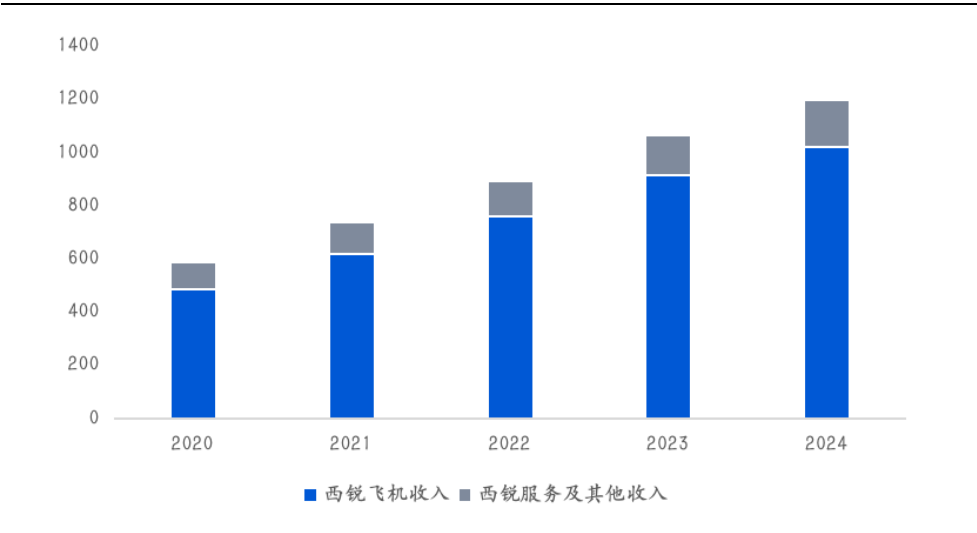


Source: 美国劳工统计局, HTI

业务结构方面，飞机制造始终占据主导地位，其收入占比从 2020 年的 83.3% 微增至 2024 年的 85.5%。服务业务虽然绝对值增长 13.8%，但占比从 16.7% 降至 14.5%，这种结构性变化对公司整体毛利率产生积极影响。

图 6：西锐各业务营收情况（百万美元）



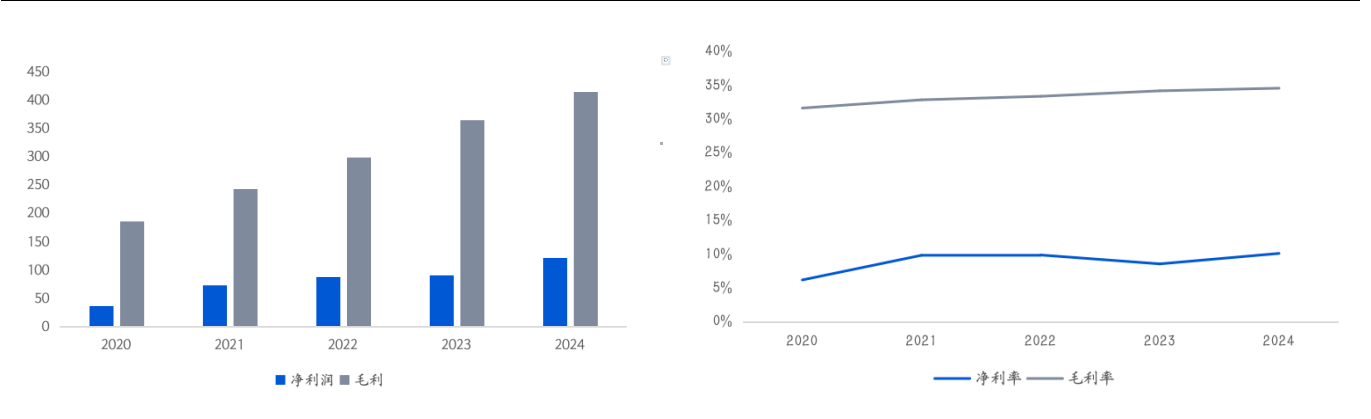


盈利水平的快速提升堪称西锐财务数据的最大亮点，2020-2024 年公司毛利由 1.85 亿美元提升至 4.14 亿美元，毛利年复合增长率为 22.3%；净利润从 2020 年的 3611 万美元飙升至 2024 年的 1.21 亿美元，净利润年复合增长率高达 32.3%。

从利润率角度来看，2020 年公司的净利率/毛利率分别为 6.2%/31.6%，2024 年净利率/毛利率分别提升至 10.1%/34.6%。盈利水平的优异表现源自多维度协同效应：产品提价策略（SR2X 系列均价年增 9.8%）、高毛利业务占比提升（愿景喷气机贡献 29.9% 收入），以及西锐操作系统（COS）带来的生产效率改善。

图 7: 西锐净利润/毛利情况 (百万美元)

图 8: 西锐净利率/毛利率情况

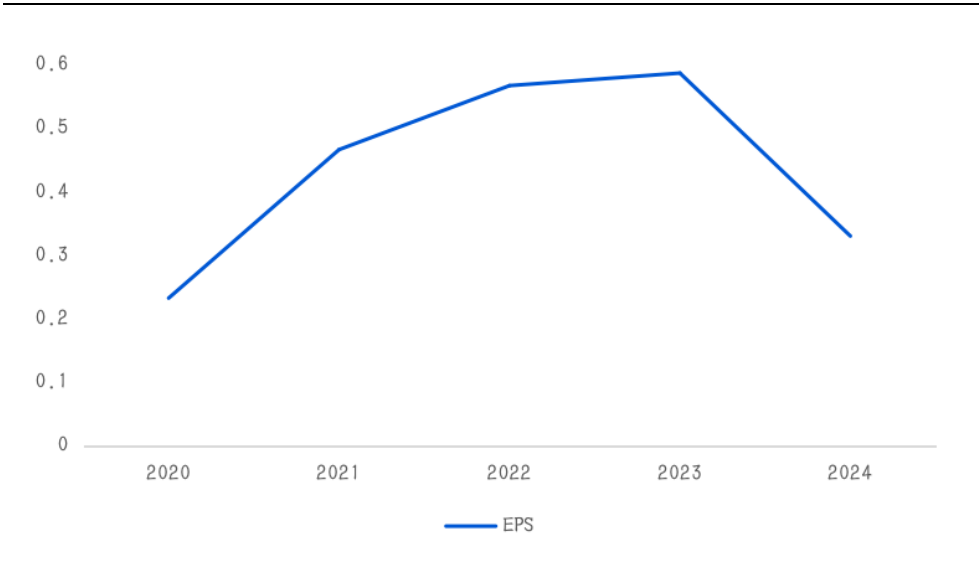


Source: Wind, HTI

Source: Wind, HTI

公司 2020-2023 年 EPS 持续增长，主要得益于收入的快速扩张和盈利能力的提升。2024 年 EPS 有所下降，除了与股本扩张有关外，还受到成本上升以及新产品初期投入的影响。尽管如此，公司全年净利润仍实现同比增长 32.48%，达到 1.21 亿美元，显示出其整体盈利能力依然强劲。

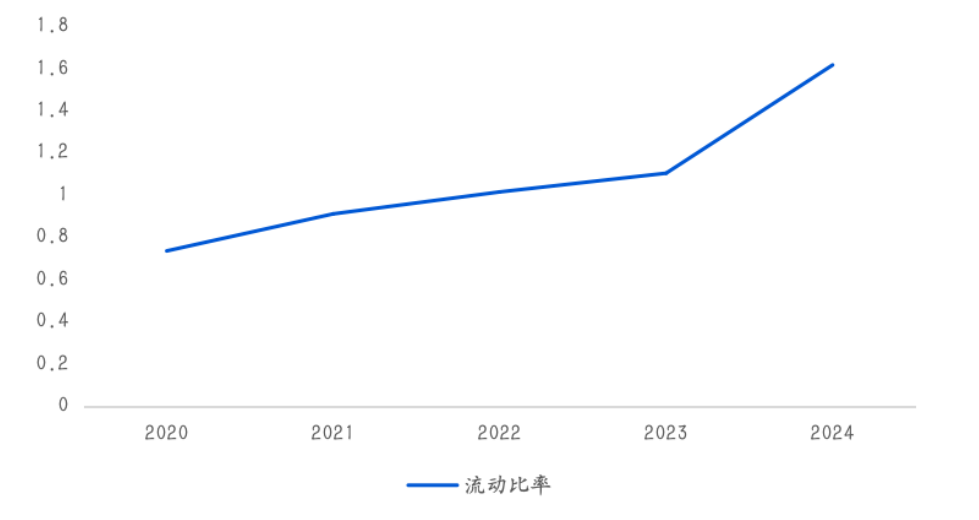
图 9: 西锐历年 EPS (美元)



Source: Wind, HTI

西锐的流动比率在五年间实现了结构性跃升，从 2020 年的 0.7 攀升至 2024 年的 1.6，累计增幅达 120%，这一变化不仅标志着公司短期偿债能力的明显增强，也反映出其在财务管理、运营效率及战略执行方面的系统性优化。流动比率的提升意味着公司流动资产相对于流动负债的比例大幅增加，从而降低了流动性风险，增强了应对突发市场环境的能力。

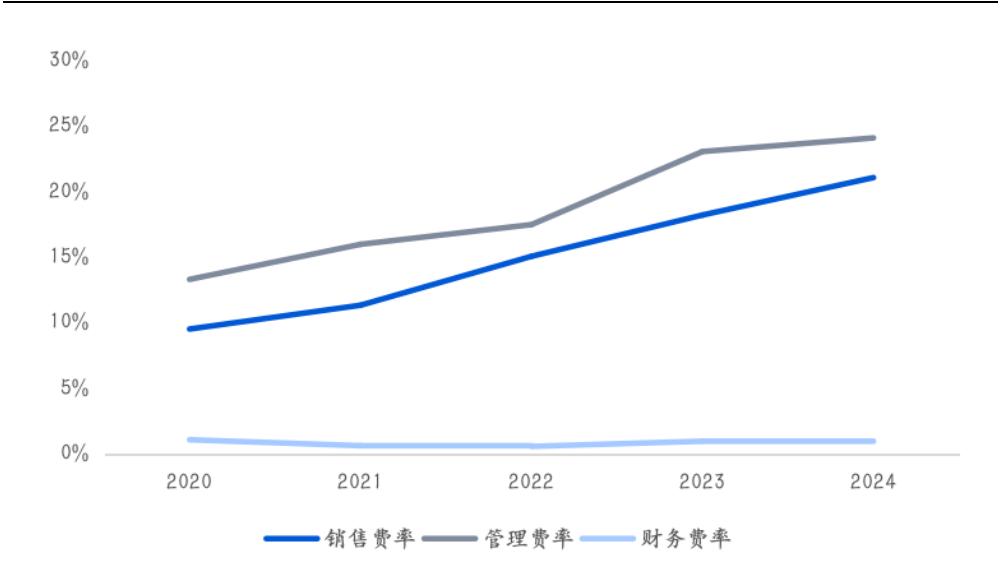
图 10: 西锐流动比率水平



Source: Wind, HTI

西锐在 2020 至 2024 年期间展现出显著的费用结构优化特征。销售费用率与管理费用率均表现为平缓上升。财务费用率的持续改善最为亮眼，始终保持在 1% 左右水平。这得益于两个关键举措：一是 2022 年经营性现金流增长 45.2% 至 1.65 亿美元，增强了偿债能力；二是 2023 年以 4.95 亿美元现金储备优化债务结构，反映其作为通用航空细分市场领导者的资本运作能力。

图 11: 西锐历年费率情况

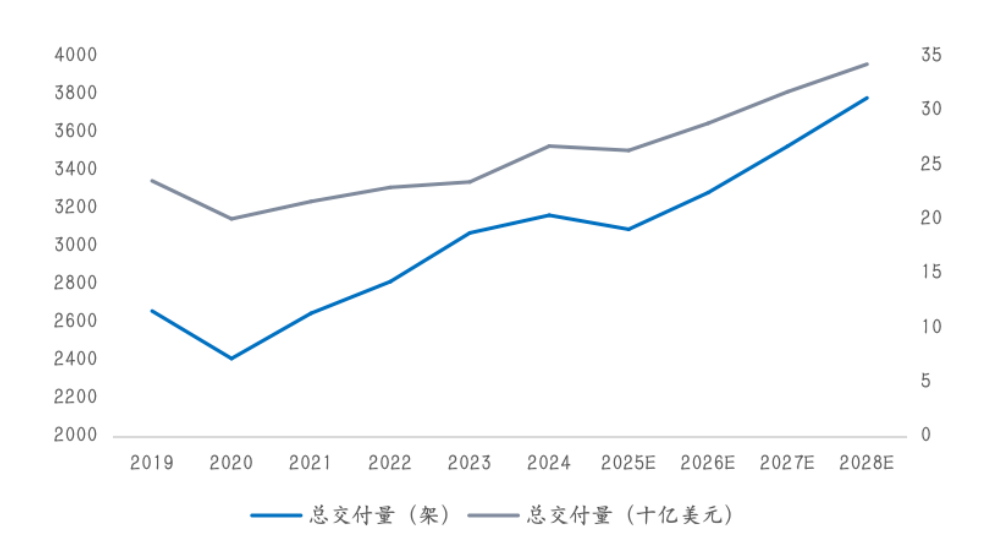


2. 通用航空全景扫描：市场结构、动力系统与全球区域发展态势

2.1 行业整体态势：通用航空的市场构成与技术类型

通用航空作为全球航空产业的重要组成部分，涵盖了除军用和定期商业航线之外的各类飞行活动。根据 GAMA 数据，2024 年全球通用航空飞机交付总量达 3,162 架，总价值约为 267 亿美元；2025Q1，全球通用航空飞机交付总量达 627 架，总价值约 50 亿美元。预计 2028 年，全球交付总量将攀升至 3,779 架，交付额预计将达 342 亿美元。

图 12：全球通用航空飞机交付量及市场规模

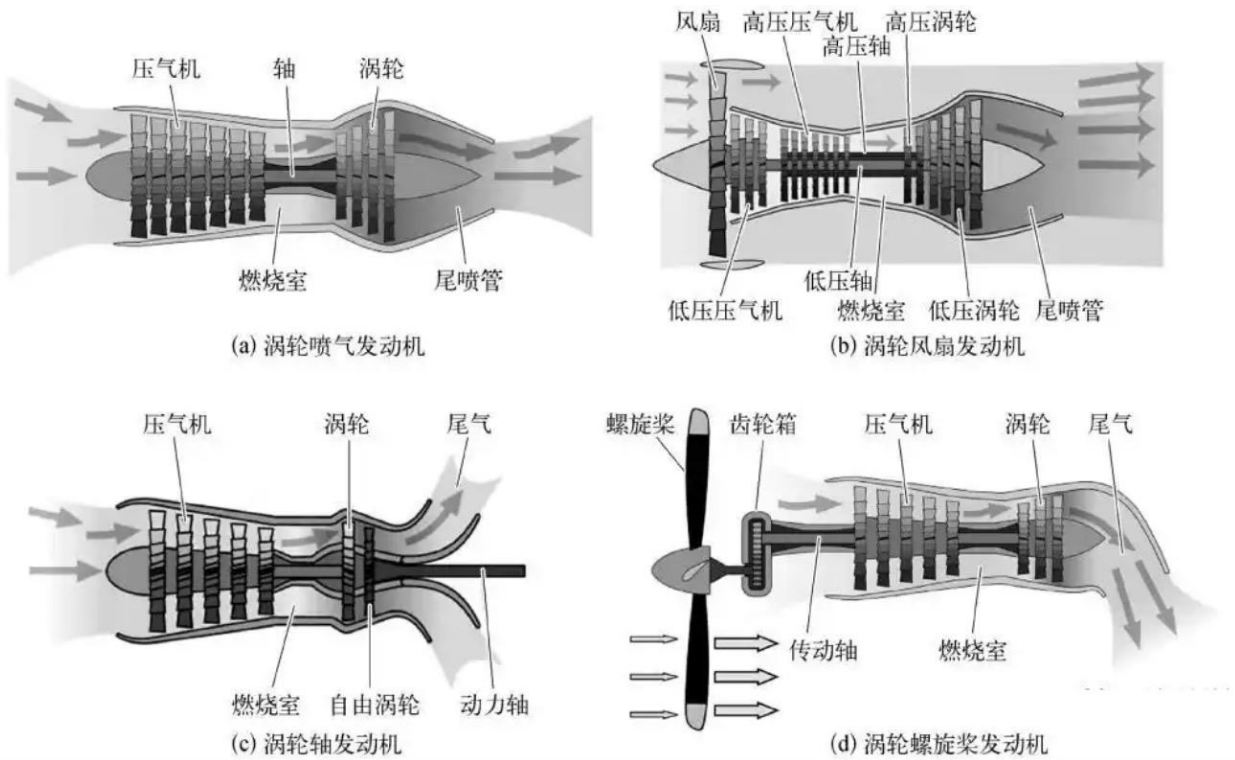


活塞式飞机、涡轮发动机飞机构成了目前主流的机型，它们在动力系统、运

行效率、经济性及应用场景等方面各具特点。活塞式飞机采用传统的往复发动机结构，通过燃料与空气的混合燃烧推动活塞运动，带动螺旋桨产生推力。涡轮发动机式飞机经历了多个发展阶段，衍生出四种主要类型：涡轮喷气（Turbojet）、涡轮风扇（Turbofan）、涡轮螺旋桨（Turboprop）和涡轮轴（Turboshaft）。各类发动机在结构设计和性能上各有特点：

- 涡轮喷气发动机：基于牛顿第三定律，通过高速排出气体产生推力，适合高空高速飞行。但由于燃油消耗高，已较少用于现代民航领域。
- 涡轮风扇发动机：增加风扇组件，使部分空气绕过核心，提升推进效率和燃油经济性，同时降低噪音。是当前商用客机及军用运输机的主要选择。
- 涡轮螺旋桨发动机：通过涡轮驱动螺旋桨，转换喷气动力为机械能，燃油效率较高，广泛用于支线客机和军用运输机，但受限于高速飞行性能。
- 涡轮轴发动机：完全转化喷气动力为轴功率，用于直升机等旋翼飞行器，具备垂直起降和悬停能力。

图 13：四种涡轮发动机工作原理



Source: CNKI, HTI

在通用航空领域，活塞式飞机与涡桨/涡喷飞机占据主流地位，主要原因在于其在成本、性能与适用场景方面的平衡优势。根据行业发展趋势与技术特性分析，活塞式飞机以其较低的制造与运行成本，成为短途运输、飞行培训及私人用途的首选。相比之下，涡桨和涡喷飞机则在中长途飞行、高空作业及复杂气象条件下展现出更强的适应性与可靠性，因此广泛应用于商务出行、紧急救援及特定工业任务中。

图 14：航空业常见机型区别

对比维度	活塞式飞机	涡轮式飞机			
		涡轮螺旋桨发动机	涡轮喷气发动机	涡轮风扇发动机	涡轮轴发动机
工作原理	汽油燃烧驱动活塞往复运动产生动力，带动螺旋桨推进	涡轮驱动螺旋桨，适合中低速飞行	利用压缩空气燃烧产生高速喷气推进	在涡轮喷气基础上加入风扇，提高效率	涡轮驱动旋转翼，主要用于直升机
适用场景	支线运输、私人飞行、训练飞行、农业作业	中低速运输、短途通勤、低空物流	高速飞行、战斗机、超音速客机	中程/长途客机、大型运输机	直升机、倾转旋翼机、eVTOL 飞行器
经济性	成本低、油耗低，适合支线运输	油耗适中，适合中低速飞行	油耗较高，适合高速飞行	油耗较低，适合长途飞行	功重比高，适合高负载飞行
优点	结构简单、成本低、维护方便	经济性好、噪音小、适合低空飞行	推力大、速度快	效率高、油耗低、噪音小	功重比高、噪音小、适合高负载飞行
缺点	速度慢、载重有限	速度受限、不适合高速飞行	耗油量高、噪音高	结构复杂、成本高	结构复杂、成本高
发展趋势	仍用于低空经济、私人飞行、训练飞行	低空物流、eVTOL、通勤飞行	用于干线客机和军用战斗机	持续优化，用于大型客机	eVTOL、直升机动力系统、倾转旋翼机

Source: CNKI, Wind, HTI

全球通用航空市场近年来展现出强劲的发展动能，尤其在私人航空与专业航空两个细分领域之间，呈现出显著的差异化特征。私人航空飞机构成通航市场的重要组成部分，主要服务于个人客户，如私人拥有者、飞行教练以及航空爱好者等。这类飞机通常售价低于 700 万美元，强调操作便捷性、安全性与个性化体验。相较之下，专业航空飞机构建于更为复杂的运营场景之上，广泛应用于企业飞行、包机服务、农业作业、消防救援、环保监测等领域，其设计更注重功能性、耐用性与多任务适应能力。

图 15：私人航空与专业航空区别

类别	私人航空飞机	专业航空飞机
运输能力及范围	专为中短程（即 1,000 公里以内）飞行而设计，通常配备单引擎或双引擎。主要机型包括活塞引擎飞机和涡轮飞机。适合在相对有限的地域范围内进行个人、非商业性及训练飞行。	能够进行远程、横跨大陆和洲际飞行，配备先进技术及多台引擎，支持长途高速旅行；或能够执行专业任务，如应对医疗紧急情况、运输物流和消防服务，通常为中短程飞行。
市场重点及预期用途	主要服务于个人所有者、非商业运营和飞行培训机构，并针对私人所有者、教练和个人飞行爱好者等个人客户，重点关注个人或小规模商务旅行的可达性、效率和实用性。	以企业客户、政府和豪华旅游市场为目标，强调全球范围覆盖、速度和更大载客量，同时提供豪华舒适体验。
奢华与定制化	提供功能齐全、舒适的内饰，配备必要设施，注重安全和运营效率而非奢华。	类型多样化，包括用于农业、医疗应急、物流运输和消防目的的类型，该等类型可能不优先考虑奢华，但满足特定的运营需求。其他类型的专用航空飞机，客舱宽敞且提供定制，可配备高端豪华设施，迎合最挑剔客户的需求和偏好，提供豪华舒适的飞行体验，通常用于商务差旅、豪华包机和其他高端航空服务。

Source: Wind, HTI

通用航空上游产业链呈现显著的技术壁垒与区域集中特征，欧美企业在核心材料与部件领域占据主导地位。以航空铝合金为例，美国铝业 Alcoa 的航空级板材占据全球主要市场份额，俄罗斯 VSMPO-AVISMA 的钛合金锻件在发动机关键部件领域具有不可替代性。复合材料领域，美国 Hexcel 和日本东丽分别垄断碳纤维预浸料及 T800 级高端产品供应。在动力系统领域，美国厂商占据主导地位，其中 Continental Aerospace 的 IO-550 系列活塞发动机广泛应用于西锐 SR22 等机型。涡轮螺旋桨发动机市场则由加拿大 Pratt & Whitney、美国 GE Aviation 领跑。在航电系统方面，Garmin 的 G1000/G3000 系列成为通用航空标配。传感器领域呈现多元化格局，Honeywell 提供气象雷达等高端公务机设备，瑞士 TE Connectivity 则专注于航空级连接器解决方案。

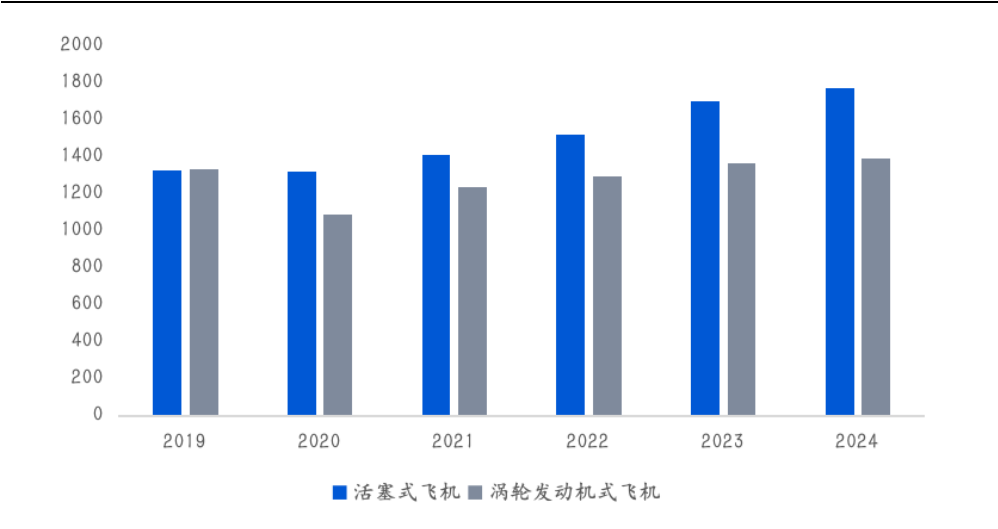
图 16: 通用航空上游主要供应商情况

产业链环节	细分领域	代表企业	国家	主要产品/服务
原材料与基础材料	航空铝合金/钛合金	Alcoa(美国铝业)	美国	航空铝合金板材、锻件
		VSMPO-AVISMA	俄罗斯	钛合金锻件(发动机叶片、起落架)
	复合材料	Hexcel	美国	碳纤维预浸料
		Toray(东丽)	日本	T800 级碳纤维
	涂料与胶粘剂	PPG	美国	航空涂料(防腐、减阻)
		3M	美国	航空胶粘剂、密封材料
核心部件制造	机身结构件	Spirit AeroSystems	美国	机身分段、机翼
		GKN Aerospace	英国	复合材料机翼、尾翼
	起落架与液压系统	Safran Landing Systems	法国	起落架组件
		Parker Hannifin	美国	液压作动器、管路系统
动力系统	活塞发动机	Continental Aerospace	美国	10-550 系列发动机
		Lycoming	美国	0-360 系列发动机
	涡轮螺旋桨发动机	Pratt &Whitney Canada	加拿大	PT6A 发动机
		GE Aviation	美国	H80 发动机
	小型涡扇发动机	Williams International	美国	FJ33 涡扇发动机
		Honeywell	美国	HTF7000 涡扇发动机
航电与电气系统	航电集成	Garmin	美国	G1000/G3000 航电系统
		Collins Aerospace	美国	Pro Line Fusion 航电
	传感器与连接器	Honeywell	美国	气象雷达、自动驾驶仪
		TE Connectivity	瑞士	航空级连接器/线束
基础设施与服务	地面支持设备	Textron GSE	美国	牵引车、电源车
		TLD Group	法国	飞机加油车、除冰设备
	维修与大修(MRO)	StandardAero	美国	发动机大修(PT6A 主力)
		Lufthansa Technik	德国	公务机维护与改装
	培训与模拟器	CAE	加拿大	飞行模拟器
		FlightSafety International	美国	机型专项培训

Source:各公司官网, Wind, HTI

2024 年全球通用航空市场展现出稳健的发展态势，各动力系统的飞机交付量均呈积极表现。据通用航空制造商协会数据显示，全年活塞式飞机交付量达到 1,772 架，涡轮式飞机交付 1,390 架，显示出市场对多样化动力配置航空器的持续需求。进入 2025 年第一季度，行业交付节奏略有放缓，但整体仍维持稳定运行，其中活塞式飞机交付 353 架，涡轮式飞机交付 274 架。

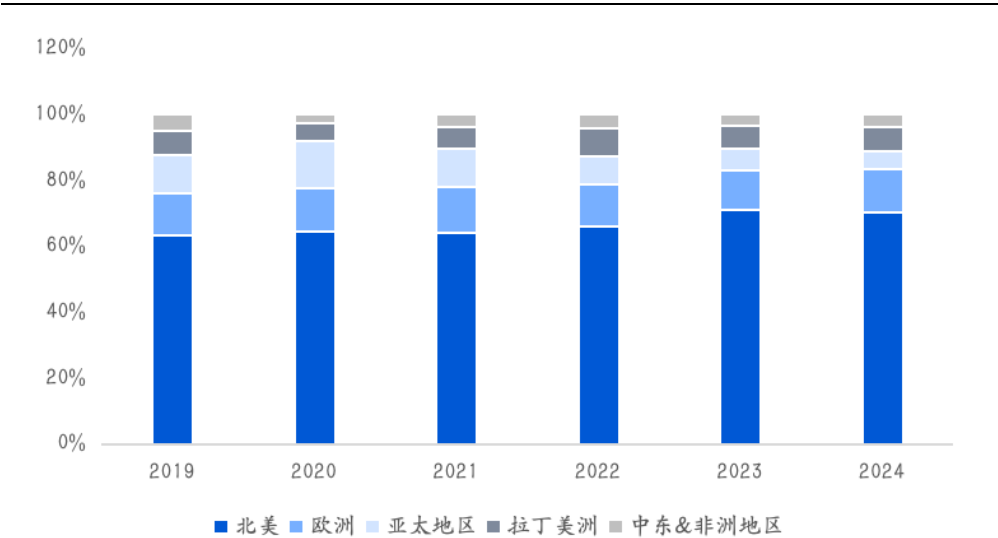
图 17: 全球通用航空交付量（分机型类别-架）



Source: GAMA, HTI

近年来，全球通用航空市场呈现出以北美为核心的增长态势，而欧洲维持稳定，亚太面临调整压力，拉美和中东非则处于较低水平。未来，随着各国政策的逐步落地，尤其是中国在低空经济和通用航空方面的持续发力，亚太地区的市场占比有望迎来回升。同时，多式联运和空域管理改革的推进也将为全球通用航空行业的长期发展注入新的动能。

图 18: 全球通用航空交付量占比（分地区-%）

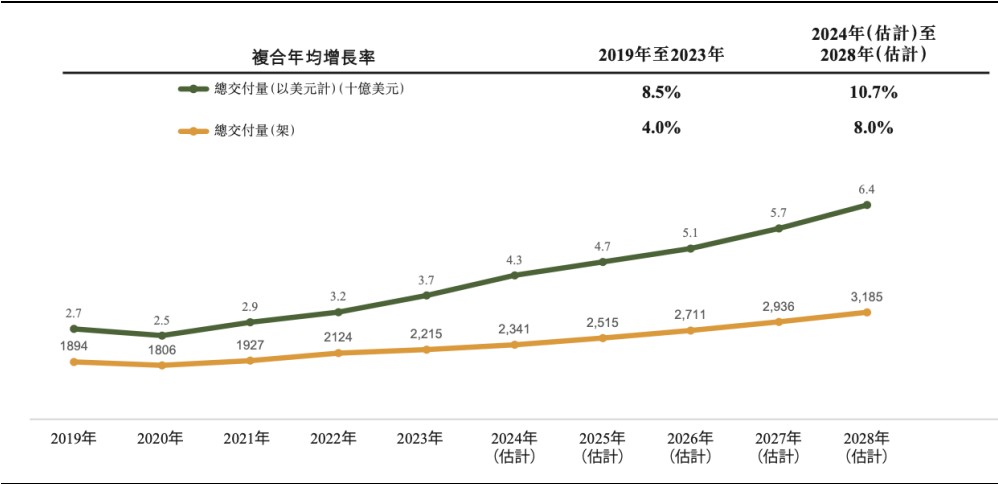


Source: GAMA, HTI

2.2 私人航空市场趋势：交付量增长与高端机型需求的崛起

近年来，全球通用航空飞机市场整体保持稳健增长，而私人航空飞机细分市场的交付量更是呈现出加速上升的趋势。私人飞机因其机动性强、隐私性好、安全性高、时间灵活以及不受季节限制等特性，逐渐受到市场青睐，成为私人航空市场中不可忽视的增长力量。

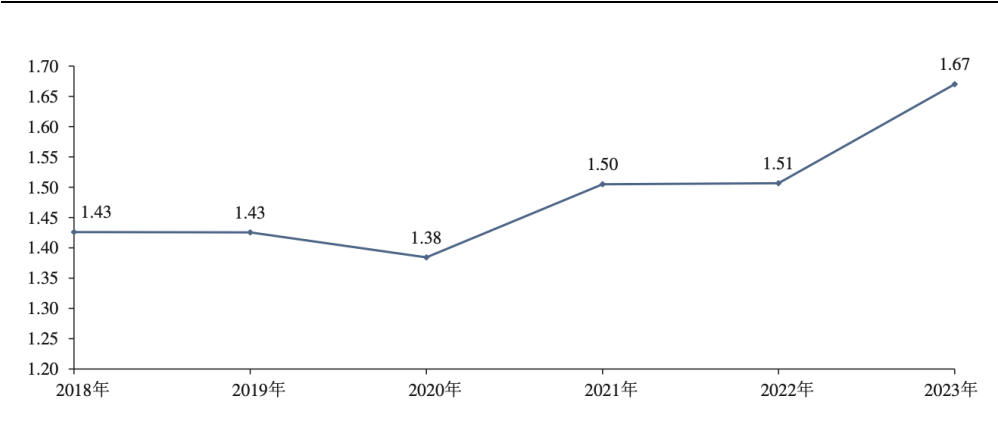
图 19：全球私人航空交付量



Source: Wind, HTI

与此同时，私人飞机的平均售价在过去几年内有所上升，主要受制于原材料及劳动力成本的上涨，以及制造商在高端机型上的研发投入加大。这些高附加值产品不仅提升了企业的盈利能力，也反映了消费者对个性化、定制化航空运输解决方案的偏好日益增强。

图 20：全球私人飞机历史平均售价趋势（百万美元）



Source: Wind, HTI

在全球私人飞机市场中，西锐（Cirrus）、赛斯纳（Cessna，自 2014 年起由Textron Aviation 拥有）与钻石（Diamond Aircraft）作为主要制造商，占据了重要地位。据 GAMA 报告数据显示，2024 年西锐/赛斯纳/钻石三家企业飞机交付量分别为 731 架/559 架/252 架。

图 21：2024 全球通用航空头部企业交付量（架）

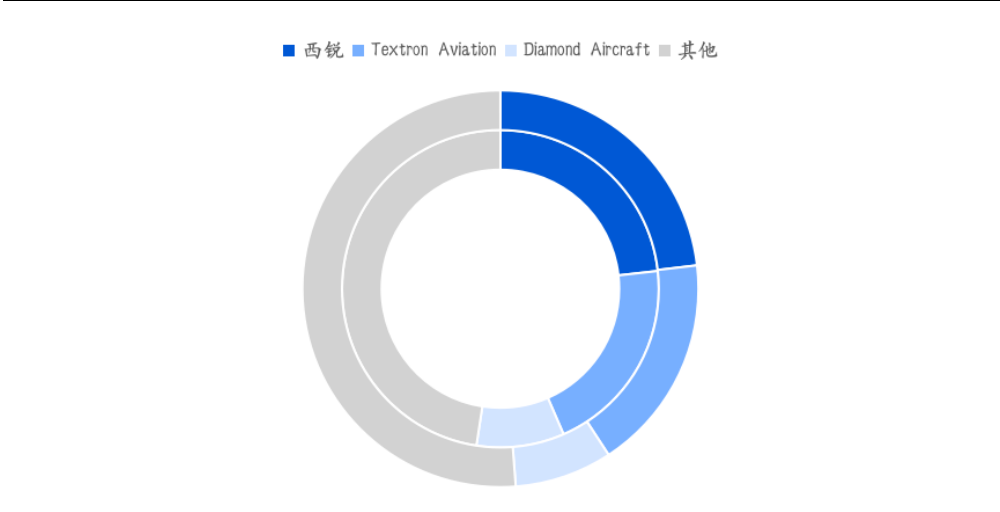
Cirrus Aircraft					
SR20	1	66	36	18	121
SR22	14	32	45	54	145
SR22T	40	91	94	139	364
SF50	20	23	19	39	101
Total Units	75	212	194	250	731

Textron Aviation ^{4, 5}					
CE-172S Skyhawk SP	31	41	48	44	164
CE-182T Skylane	7	5	13	17	42
CE-T182 Turbo Skylane	8	2	12	12	34
CE-T206H Turbo Stationair	4	9	8	13	34
Bonanza G36	1	1	2	1	5
Baron G58	1	0	0	1	2
CE-208 Caravan 675	2	3	2	3	10
CE-208B Grand Caravan EX	10	19	8	23	60
King Air 260	1	10	7	2	20
King Air 360 / ER	6	11	5	2	24
CE-408 SkyCourier	1	1	3	8	13
CE-525 Citation M2 Gen2	4	5	8	5	22
CE-525B Citation CJ3+	6	8	6	4	24
CE-525C Citation CJ4 Gen2	6	8	7	5	26
CE-560 Citation XLS+ Gen2	2	5	4	4	15
CE-680 Citation Sovereign+	0	0	0	1	1
CE-680A Citation Latitude	13	8	11	8	40
CE-700 Citation Longitude	5	8	5	5	23
Total Units	108	144	149	158	559
Diamond Aircraft ^{5, 6}					
DA20 (All)	5	4	0	5	14
DA40 (All)	23	26	28	18	95
DA42 (All)	16	9	14	14	53
DA50	8	2	11	5	26
DA62	12	20	16	16	64
Total Units	64	61	69	58	252

Source: GAMA, HTI

2024 年上述三家销售合计市场份额达到 48.77%，显示出该细分市场的高度集中。

图 22：2023-2024 全球通用航空头部企业市占率（%）



Source: GAMA, HTI（外圈-2024 年，内圈-2023 年）

2.3 卓越产品与供应链把控能力，西锐巩固全球竞争优势

西锐作为私人航空领域的开拓者与全球领导者，凭借其卓越的产品设计与技术创新能力，持续巩固在通用航空市场的领先地位。目前，西锐拥有两条核心产品线——SR2X 系列与愿景喷气机，这两类产品不仅在市场上广受欢迎，更在推动行业标准方面发挥了重要作用。根据 GAMA 数据，SR2X 机型在过去 22 年中始终稳居单引擎活塞飞机销量榜首。愿景喷气机是近年来西锐在公务喷气式飞机领域的重要突破。自 2016 年实现首架交付以来，愿景喷气机已连续六年成为最畅销的公务喷气机（2016-2023），显示出其在细分市场中的强大竞争力。自 1984 年公司在美国威斯康星州成立以来，已经交付逾 10,000 架 SR2X 系列飞机和逾 600 架愿景喷气机。

图 23：西锐主要机型



Source: Wind, HTI

SR2X 系列飞机作为西锐产品组合战略的重要组成部分，涵盖 SR20、SR22 及 SR22T 三款机型，形成从入门级到高性能单引擎活塞飞机的梯度布局。其中 SR20 定位基础市场，而 SR22 与 SR22T 通过持续升级性能参数满足差异化需求，全系标配 4 名成人+1 名儿童的载客能力。与之形成战略互补的是定位高端私人航空市场的愿景喷气机，该机型在飞行性能、技术规格及客舱配置（5 名成人+2 名儿童）方面显著提升，对应更高的价格带。这种"基础款-进阶款-旗舰款"的产品矩阵有效覆盖了从初级用户到高净值客户的全谱系需求，通过精准的细分市场定位实现收入结构的多元化。

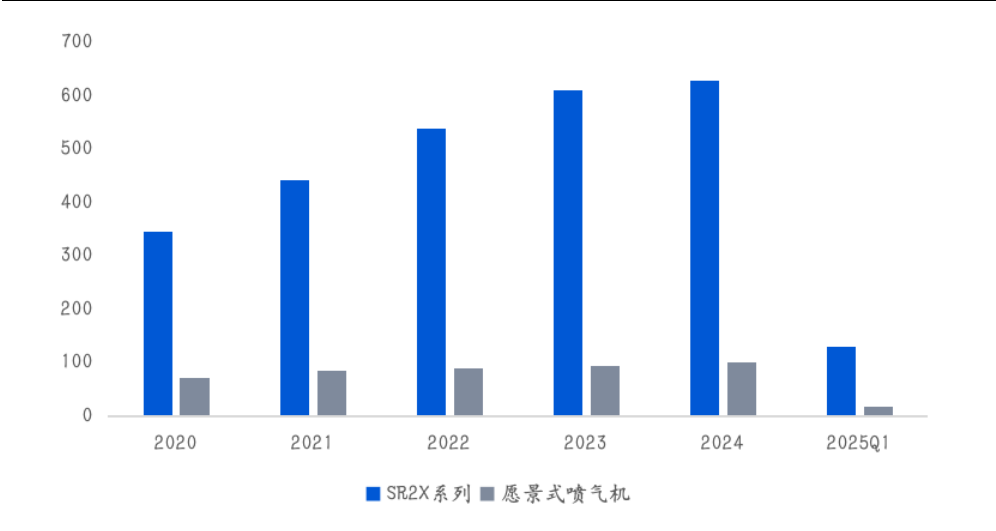
图 24：西锐主要机型参数

				
机型	SR20	SR22	SR22T	願景噴氣機
引擎	活塞	活塞	活塞	噴氣機
最大巡航速度(KTAS)	155	183	213	311
最大有效高度(英尺)	17,500	17,500	25,000	31,000
最大飛行距離(55%功率)(海里)	709	1,169	1,021	1,275
有效負載(磅)	1,028	1,328	1,246	2,450
最大起飛重量(磅)	3,050	3,600	3,600	6,000
起飛距離(英尺)	1,685	1,082	1,517	2,036
最大載客量	5	5	5	7
截至最後實際可行日期的				
價格範圍 ⁽¹⁾⁽²⁾	626,900美元– 922,000美元	838,900美元– 1,295,900美元	963,900美元– 1,493,800美元	3,240,000美元– 3,634,700美元
首次交付	1999年7月	2001年2月	2010年6月	2016年12月
截至最後實際可行日期的總交付量	1,811	4,500	3,262 ⁽³⁾	522
概約產品使用週期 ⁽⁴⁾	←—————12,000個飛行小時—————→			24,000個飛行 小時

Source: Wind, HTI

西锐 2025Q1 表现亮眼，市场份额达到 23.9%。根据 GAMA 发布的数据，西锐当季共交付飞机 150 架，实现 100% 的同比增长。其中，SR 系列活塞式飞机交付量达到 131 架，同比增长 138%。愿景喷气机系列交付量虽同比持平，但其在高端市场中的稳定表现体现了公司在多元化产品布局上的成效。

图 25：西锐飞机历史销量情况（架）



Source: Wind, HTI

西锐飞机在私人航空领域展现出显著竞争优势，其产品矩阵覆盖活塞与涡轮机型，在性价比、性能参数及运营效率方面均优于同业竞品。以活塞机型为例，SR22T 基础价格虽达 96.4 万美元，但较同性能级别的 Piper M350 和 Diamond DA62 分别低 39.3%和 34.9%，同时实现 213ktas 的最大巡航速度，与 M350 性能持平。高性价比特性使其在私人飞机市场持续获得份额。

图 26：多种私人航空机型参数对比

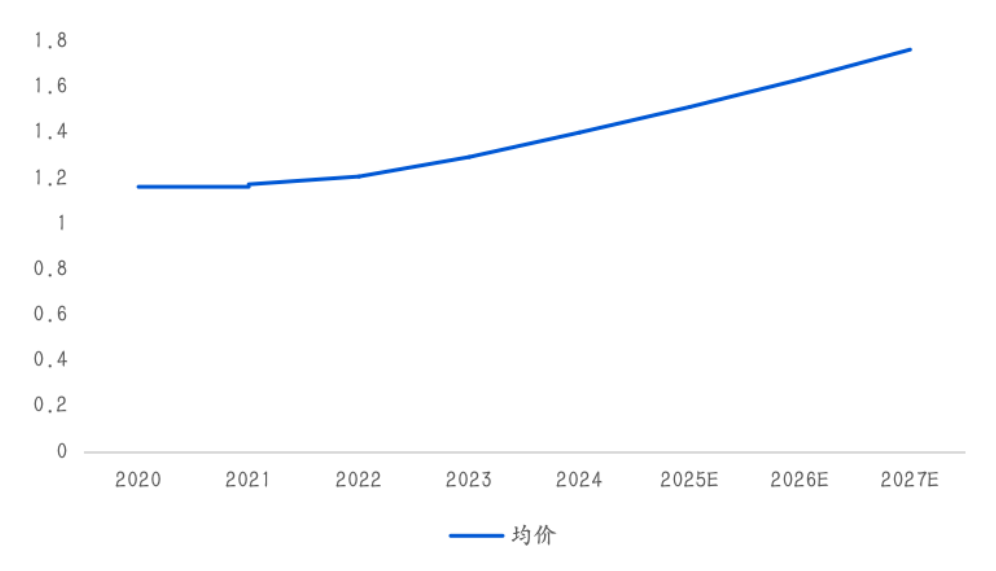
私人活塞飛機對比						
製造商	Cirrus	Cirrus	Cirrus	Cessna	Diamond	Piper
機型	SR20	SR22	SR22T	Skylane	DA62	M350 PA-46
基礎價格	626,900美元	838,900美元	963,900美元	574,000美元	1,482,000美元	1,586,183美元
最多可容納人數 ¹	5	5	5	4	7	6
最大起飛重量(磅) ²	3,050	3,600	3,600	3,100	5,071	4,340
最大巡航速度(ktas) ³	155	183	213	145	192	213
有效負載(磅) ⁴	1,028	1,328	1,246	1,110	1,545	1,308
起飛距離(英尺) ⁵	1,685	1,082	1,517	795	1,570	2,090
最大航程(海里) ⁶	709	1,169	1,021	915	1,288	1,343

私人渦輪飛機對比						
製造商	Cirrus	Piper	Epic	Daher	Pilatus	德事隆
機型	Vision SF 50	M600-PA-46	E1000	TBM 960	PC-12 NGX	Citation M2
基礎價格	3,240,000美元	3,524,000美元	4,190,000美元	4,778,964美元	5,716,200美元	5,855,000美元
最多可容納人數 ¹	7	6	6	6	11	7
最大起飛重量(磅) ²	6,000	6,000	8,000	不適用	10,450	10,700
最大巡航速度(ktas) ³	311	274	333	330	290	404
有效負載(磅) ⁴	2,450	2,400	2,860	不適用	不適用	3,810
起飛距離(英尺) ⁵	2,036	2,635	2,254	2,535	2,485	3,210
最大航程(海里) ⁶	1,275	1,658	1,560	1,730	1,803	1,550

Source: Wind, HTI

根据公司报告，2024 年 SR2X 系列与愿景喷气机平均售价分别为 1.1 百万美元与 3.3 百万美元，同比分别提升 10%与 8%；2024 年全系列机型平均售价约为 1.4 百万美元。预计未来随着公司新机型的推出及老机型的更新换代，预计公司产品均价将会进一步提升，2027 年全系列机型均价有望达到 1.8 百万美元。

图 27：西锐全系列机型均价及未来预期（百万美元）



Source: Wind, HTI

西锐航空构建了完整的制造与服务体系，形成独特的产业优势。公司拥有两大核心制造基地：北达科他州大福克斯工厂专注于碳纤维等先进复合材料部件的研发生产，明尼苏达州德鲁斯工厂则负责飞机总装和测试，并通过垂直整合金属部件制造和子系统生产实现高效协同。同时，西锐以田纳西州诺克斯维尔愿景中心为旗舰，配合分布在明尼苏达、佛罗里达、德克萨斯的自有服务中心及全球 242 个授权服务网点，为客户提供从生产交付到售后维护的全周期服务。这种"材料研发-核心制造-全球服务"的一体化布局，使西锐在私人航空领域建立了难以复制的全产业链竞争优势。

图 28：西锐飞机重大物业概要

工廠名稱	地點	概約建築面積 (平方米)	主要流程 (平方米)
德魯斯 ⁽¹⁾	明尼蘇達州德魯斯	707,874	生產、噴漆、飛行測試、全球零件分銷、工程、行政、實驗性建築
大福克斯 ⁽²⁾	北達科他州大福克斯	179,983	生產、複合材料製造
諾克斯維爾 ⁽³⁾	田納西州諾克斯維爾	158,362	飛機訓練、保養、管理、飛行訓練、電子商務及零售商店、新飛機交付中心
麥金尼 ⁽⁴⁾	德克薩斯州麥金尼	16,762	飛機訓練、保養、管理
斯科茨代爾 ⁽⁴⁾	亞利桑那州斯科茨代爾	6,804	飛行訓練
本頓港 ⁽⁴⁾	密歇根州本頓港	13,000	噴漆
基西米 ⁽⁴⁾	佛羅里達州基西米	14,126	飛機訓練、保養、管理

Source: Wind, HTI

同时，西锐拥有完善的供应链管理体系，主要通过和全球领先供应商建立长期合作关系，以确保原材料质量和零部件供应的稳定性。公司供应商主要来自航电系统、复合材料、推进系统、机舱及内饰系统的制造商与开发商。

图 29：西锐飞机主要供应商情况

类别	供应商名称	国家	提供的材料/部件	应用机型
机身结构 & 复合材料	Spirit AeroSystems	美国	机身复合材料部件（机翼、尾翼等）	SR 系列、Vision Jet
	Hexcel	美国	碳纤维预浸料（用于主结构件）	SR 系列、Vision Jet
	Toray Advanced Composites	美国/日本	碳纤维织物及树脂系统	SR 系列、Vision Jet
发动机 & 推进系统	Continental Aerospace	美国	I0-550/TSI0-550 活塞发动机	SR20/SR22/SR22T
	Williams International	美国	FJ33 涡扇发动机	Vision Jet（SF50）
航电系统 & 飞行控制	Garmin	美国	G1000/G3000 集成航电系统（显示屏、自动驾驶等）	SR 系列、Vision Jet
	Honeywell	美国	传感器、空速管、高度计	SR 系列、Vision Jet
	BRS Aerospace	美国	整机降落伞系统（CAPS）	SR 系列（标配安全设备）
起落架 & 液压系统	Safran Landing Systems	法国	起落架组件、刹车系统	Vision Jet
	Parker Hannifin	美国	液压作动器、管路系统	SR 系列、Vision Jet
内饰 & 客舱系统	Sage Parts	美国	座椅、侧壁板、地毯等内饰件	SR 系列、Vision Jet
	Collins Aerospace（原 B/E）	美国	客舱照明、空调系统	Vision Jet
	Hartzell Propeller	美国	三叶恒速螺旋桨	SR 系列
其他关键部件	PPG Aerospace	美国	挡风玻璃、舷窗玻璃	SR 系列、Vision Jet
	TE Connectivity	瑞士/美国	电气连接器、线束系统	SR 系列、Vision Jet
	3M	美国	航空胶粘剂、密封材料	

Source: Wind, 各公司官网, HTI

3. 飞机服务：私人航空领域的核心竞争力与增长引擎

随着通用航空市场的发展，服务平台的重要性日益凸显。市场需求转变和技术进步是主要驱动力：一方面，个人和企业参与度提高，带动了维护、培训、保险等配套服务的需求；另一方面，飞机智能化、电动化趋势使专业维修和技术服务变得更为关键。因此，具备技术能力的服务提供商在市场中愈发关键，成为连接制造商与终端用户的桥梁。

图 30：全球通用航空飞机服务需求增长的原因

原因	内容
需求增加	随着越来越多的个人及企业进入通用航空市场，对保养及升级飞机以及提供培训、保险及融资解决方案的支持服务的需求也越来越大。
定期保养	定期保养是通用航空业售后服务的重要组成部分，不仅有助于优化运营水平，还可以进一步创造新的销售机会。
技术进步	小型飞机的新技术不断开发，需要专门的专业知识进行安装、保养及维修。保养、维修及大修及备件供应商等通用航空服务对于确保此类技术有效整合至飞机中发挥着关键作用。
安全问题	安全是航空业的重中之重，培训及保险等通用航空服务有助于确保飞行员已接受适当培训并已针对潜在风险投保。
飞机使用寿命长	通过适当的保养及升级，通用飞机可使用数十年。升级及改造等通用航空服务有助于延长飞机的使用寿命，同时使其与最新技术及安全标准保持同步。
合规性	航空业受到严格监管，且通用航空服务必须遵守严格的法规及要求，以确保飞机的安全性及可靠性。
品牌声誉	新用户对具有较高声誉及良好品牌形象的通用航空品牌表现出较大的倾向性。品牌声誉对于吸引客户购买新产品及服务以及进一步提升通用航空品牌的市场份额至关重要。

Source: Wind, HTI

全球通用航空飞机服务市场近年来展现出强劲的增长动能，尤其在售后服务体系的深化与多元化方面表现突出。随着通用航空飞机数量的持续上升，尤其是个人及中小企业对通航飞机的使用频率增加，围绕飞机的固定基地运营商（FBO）、保养、维修与大修（MRO）、备件供应、升级改装、飞行员培训、保险及融资等服务的重要性日益凸显。对于拥有大规模且平均机龄较高的机队的顶级飞机制造商而言，这些服务已成为其收入结构中的重要组成部分，贡献比例可达总收入的35%-40%。相较之下，新飞机的交付收入在整体业务中的占比逐渐下降，而售后市场则因其持续性与高附加值特性，成为推动企业盈利的关键驱动力。

图 31：全球通用航空飞机服务内容

服务类别	服务内容
固定基地运营商	提供通用飞机的地勤、加油、停机等相关服务，同时为乘客及机组人员提供礼宾、餐饮及其他便利设施。
保养、维修及大修	包括飞机系统及零部件的例行检查、维修及升级，以确保飞机的安全及适航性。
零备件	用于更换飞机中磨损或损坏的零件。
升级	对飞机的设备、系统或设计进行改进或改装，以提高其性能。
培训	教授飞行员、机械师及其他人员认识如何操作飞机的教育计划及课程。
保险	防止因事故、损坏、盗窃或与飞机所有权及操作相关的其他事件造成的经济损失，包括责任险、机身险及其他专项保险。
融资	通常通过贷款或其他财务安排获得购买或操作飞机所需的资金。

Source: Wind, HTI

全生命周期服务保障，西锐引领私人航空新标准。西锐服务通过整合飞机全生命周期服务（包括保养支持、飞行训练、融资保险等）构建了差异化竞争壁垒，其 2018 年推出的客户中心化运营模式有效应对了私人飞机市场碎片化痛点。该业务模式以飞机销售为入口，延伸至所有权周期各环节的服务变现，形成高粘性的客户关系闭环，体现了从单一硬件销售向"产品+服务"生态的战略转型。

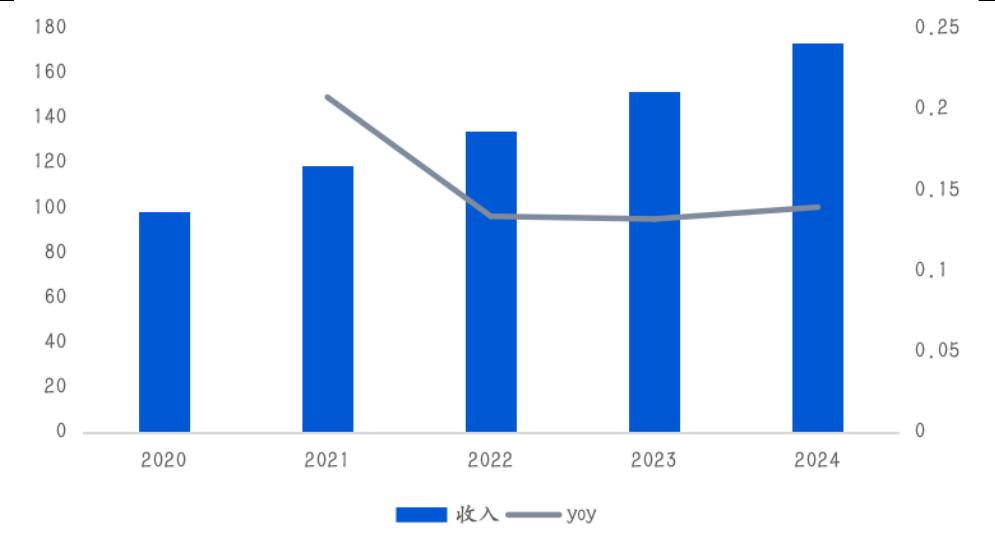
图 32: 私人航空产业链



Source: Wind, HTI

西锐服务业务收入自 2020 年以来持续增长，年复合增长率约为 13.6%。2024 年，服务业务收入达到 1.73 亿美元，同比增长 13.8%，主要得益于公司飞机市场保有量的增加，以及围绕维护、保养、二手飞机、培训等服务业务的拓展。

图 33: 西锐服务历史收入及增速 (百万美元)



Source: Wind, HTI

在产品创新方面，西锐于 2025 年 4 月推出了全新的 Cirrus IQ™ 智慧飞机管理平台及其高级订阅服务 IQ PRO™。该平台通过移动端和 PC 端实现对飞机状态的实时监控、飞行数据管理及维护追踪等功能，极大提升了用户的使用体验与运营效率。IQ PRO™ 版本还配备了技术文件库和数据导出工具，为飞行员和机主提供了覆盖整个生命周期的数字化管理解决方案。这一举措不仅增强了产品的附加价值，也为西锐在激烈的市场竞争中赢得了差异化优势。

图 34: 西锐服务平台各产品类型

平台名称	平台功能	服务内容
Cirrus IQ 连接	实时监控与远程诊断	提供飞机健康状态监测、故障预警及远程技术支持，帮助客户提高飞行安全性和维护效率。
维修与保养服务	全球授权服务中心网络	通过全球分布的授权服务中心，为客户提供飞机的定期维护、修理及升级服务。
飞行培训服务	驾驶员培训与认证	提供针对 SR 系列和愿景喷气机的飞行员培训课程，包括基础飞行训练、高级驾驶技巧及认证考试支持。
二手飞机交易支持	二手飞机买卖服务	提供二手飞机的评估、交易协助及售后支持服务，帮助客户完成飞机生命周期管理。
客户服务网络	售后支持与咨询	通过在中国、北美、欧洲等地设立的销售和服务网点，为客户提供本地化的咨询、技术支持和售后服务。
电子商务平台	在线购买与配件订购	提供在线选购飞机、配件及相关服务的平台，简化客户采购流程。
飞行员服务	飞行员支持与资源	包括飞行员社区、飞行手册下载、技术问答等，为飞行员提供便捷的信息获取渠道。

Source: Wind, HTI

4. 通用航空发展态势良好，安全始终是核心考量

通用航空发展至今，安全至关重要，因其高风险、复杂运行环境和多样化任务特性直接关乎机组、乘客及地面人员生命，一旦发生事故可能引发严重伤亡和社会信任危机。同时，安全是行业可持续发展的核心——高事故率会推高保险与运营成本，阻碍新兴技术的市场接纳，并影响全球产业链信心。

整机降落伞与多层防护，西锐定义私人航空安全新标杆。在航空安全领域，西锐公司通过创新技术树立了行业标杆，公司每 100,000 个飞行小时的总事故率为通用航空业平均水平的三分之一。其标志性的整机降落伞系统已累计保障飞机安全飞行超过 1650 万小时，成功实施 126 次紧急降落并挽救 258 名乘员生命，展现出卓越的安全性能。值得注意的是，该公司是当前唯一为所有认证机型标配该系统的制造商，其中愿景喷气机更成为全球首款配备弹道降落伞的喷气式飞机，这一创新使其荣获 2017 年罗伯特·科利尔奖。此外，与佳明合作开发的安全返回系统实现了紧急情况下的全自动着陆，配合数字化自动驾驶系统和电子稳定保护系统，构建了涵盖主动与被动的多层次安全防护体系。特别是 SR2X 系列作为唯一配备安全气囊的单引擎机型，进一步强化了安全优势。

图 35：西锐飞机安全功能

情境	主动缓解措施	被动缓解措施
失控	合成视景	系统宽屏比电子显示器 机翼前缘技术 简化引擎控制动态座椅技术 耐撞性复合结构
	电子稳定保护系统 (ESP™)	
	推杆器/振杆器	
	蓝色水平按钮	
	先进的自动驾驶	
	西锐整机降落伞系统	
空中碰撞	自动油门杆	窗口可视性 动态座椅技术 耐撞性复合结构
	襟翼空速保护	
	西锐整机降落伞系统	
飞行员丧失行为能力	交通感知/合成视景	动态座椅技术 耐撞性复合结构
	安全返回	
功率损耗	西锐整机降落伞系统	耐撞性复合结构 动态座椅技术 耐撞性复合结构
	数字引擎监控	
	西锐整机降落伞系统	

飞行撞地/耐撞性	地形感知/合成视景 气囊式安全带	动态座椅技术 耐撞性复合结构 侧杆控制
天气/结冰	已知结冰保护 先进的气象产品 气象雷达 闪电探测系统 高空能力 电子飞行显示器	先进的防雷系统
跑道侵入	ADS-B/交通感知 安全滑行技术 滑行路径选择	窗口可视性 动态座椅技术 耐撞性复合结构

Source: Wind, HTI

技术层面，西锐在 2025 年 5 月推出的 SR 系列 G7+机型标志着行业内的重大突破。该机型是全球首款配备 FAA 认证 Safe Return™ 紧急自动着陆系统的单引擎活塞飞机，能够在紧急情况下自主完成机场选择、地形避让、ATC 通信及全流程着陆操作。结合其标志性的整机降落伞系统，G7+机型构建了双重安全保障体系，大幅提升了飞行安全系数。此类技术创新不仅增强了用户信任，也进一步巩固了西锐在高端私人飞机市场的竞争力。

图 36：西锐 SR 系列 G7+机型信息

项目	详情
机型名称	Cirrus SR 系列 G7+
发布时间	2025 年 5 月
主要特点	全球首款配备 FAA 认证 Safe Return™ 紧急自动着陆系统的单引擎活塞飞机
紧急自动着陆系统	Safe Return™ Emergency Autoland，可在紧急情况下自动完成机场选择、地形避让、ATC 通信及全流程着陆操作
双重安全保障	Safe Return™ Emergency Autoland 与 CAPS® 整机降落伞系统共同构成双重安全保障
航空电子系统	配备 Garmin Cirrus Perspective Touch+航空电子套件，首次采用双 Garmin Touch 控制器
屏幕特性	更大、高分辨率的显示屏，增强飞行员的态势感知能力
自动化功能	自动数据库更新、智慧皮托管加热等智能化功能
交付情况	已开始交付市场

Source: Wind, HTI

西锐飞机通过整合 Cirrus IQ 互联技术和 Perspective Touch+航电系统显著提升了飞行体验与操作效率，其中 Cirrus IQ 自 2020 年部署以来已覆盖 SR2X 和愿景喷气机系列，支持 35 个国家实时传输飞行数据用于调度、保养及训练优化；而触控式 Perspective Touch+系统则通过双屏显示、实时天气集成及电子稳定保护等功能简化了飞行操作，尤其适配不同经验水平的飞行员。此外，Cirrus Xi 定制计划通过个性化涂装与内饰设计强化了产品差异化竞争力，反映出公司对用户体验与技术创新的双重投入，其性能升级进一步巩固了其作为高效移动解决方案的市场定位。

图 37：西锐飞机设计制造及若干技术制造工艺

项目	工艺 / 技术	系列	来源
航电系统	电子飞行显示器	SR2X	设计
	飞行管理系统	愿景喷气机	制造
	自动驾驶系统		
	安全返回		
	ESP 技术		
	交通感知		
	气象雷达		
推进系统	引擎	SR2X	设计
		愿景喷气机	制造
西锐整机降落伞系统降落伞	舱盖集成	SR2X	制造
		愿景喷气机	
西锐整机降落伞系统火箭	固体燃料弹道火箭	SR2X	设计
		愿景喷气机	制造
飞行控制装置	铝制控制面	愿景喷气机	制造
照明	LED 共形外部照明	SR2X	制造
内饰系统	模制内饰面板	SR2X	制造
		愿景喷气机	制造
座椅	座位集成	SR2X	制造
	视垫	愿景喷气机	
安全系统	安全带	SR2X	设计
	安全气囊技术	愿景喷气机	制造
连接性	网关 / IQ	SR2X	设计
		愿景喷气机	制造
连接性	Wi-Fi	愿景喷气机	设计
			制造
舒适性	环境控制系统	SR2X	设计
		愿景喷气机	制造
增压	入流阀门	愿景喷气机	设计
	出流阀门		制造
	压力控制		
	流量控制阀门		
防水系统	TKS 渗漏机翼 (SR2X)	SR2X	设计
	气动式引导系统 (愿景喷气机)	愿景喷气机	制造

Source: Wind, HTI

5. 盈利预测与估值分析

5.1 核心假设

1) 随着未来高净值人群数量增加、区域市场扩展、技术创新提升飞行体验以及政策支持促进行业发展，私人航空市场有望迎来快速发展。我们预计公司 2025-2027 年飞机交付量分别为 790/860/930 架，对应营业收入分别为 11.95/14.05/16.41 亿美元，根据历史盈利水平，假设毛利率在 30%-35% 区间浮动。

2) 根据西锐公司历年服务业务占比情况，我们假设 2025-2027 年，西锐服务将实现营业收入 1.99/2.29/2.63 亿美元，对应毛利分别为 0.66/0.76/0.88 亿美元。

根据综合假设，预计 2025-2027 年，公司将分别实现营业收入 13.94/16.34/19.04 亿美元，对应毛利为 4.67/5.28/5.85 亿美元，对应净利润为 1.41/1.76/2.06 亿美元。

图 38：西锐主要业务核心假设

飞机 (mn USD)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	915.65	1023.91	1195.08	1405.05	1640.97
yoy	20.52%	11.82%	16.72%	17.57%	16.79%
交付量 (架)	708	731	790	860	930
均价	1.29	1.40	1.51	1.63	1.76
yoy	7.07%	8.30%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本	601.72		794.27	953.12	1143.75

西锐服务及其他 (mn USD)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	152.05	173.22	199.20	229.08	263.44
yoy	13.18%	13.92%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本	101.30		132.80	152.72	175.63

合计 (mn USD)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1067.71	1197.13	1394.28	1634.13	1904.41
yoy	19.42%	12.12%	16.47%	17.20%	16.54%
销售成本	703.02	783.58	927.07	1105.84	1319.38
毛利	364.69	413.55	467.21	528.29	585.04

Source: Wind, HTI

5.2 DCF 估值

根据 DCF 估值模型，给与西锐 (2507 HK) 目标价 60 港元 (按照美元-港币汇率 7.85 换算)，给与“优于大市”评级。

图 39: DCF 估值模型

Discounted Cash Flow										
USD mn										
Free cashflow forecast										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Net Revenue	738	894	1,068	1,197	1,394	1,634	1,904	2,152	2,410	2,651
YoY		21%	19%	12%	16%	17%	17%	13%	12%	10%
EBIT	90	112	124	153	183	228	266	311	338	352
YoY		25%	11%	23%	20%	24%	17%	17%	9%	4%
EBIT Margin	12%	13%	12%	13%	13%	14%	14%	14%	14%	13%
EBIT*(1 - t)	71	89	98	121	145	180	210	246	267	278
+ Depreciation and Amortization	35	33	37	45	40	43	45	47	49	52
- Change in working capital	16	24	32	28	80	0	(4)	25	6	7
- Capex	(49)	(71)	(90)	(93)	(100)	(108)	(117)	(126)	(136)	(147)
Free Cash Flows	73	76	77	101	165	115	134	191	186	190
DCF Analysis										
PV of FCF	826							Tax rate	21.0%	
Terminal value	2,444							Debt ratio	60.0%	
PV of terminal value	1,470							Beta	1.50	
Enterprise Value	2,296							Risk free ra	3.0%	
Net Cash/(Debt), Minority interest	512							Risk premil	10.0%	
Equity Value	2,808							Equity cost	15.0%	
Equity value per share	7.67							Debt cost	6.0%	
								Debt cost (u	4.7%	
								WACC	8.8%	
								Perpetual C	1.0%	

Equity value per share (USD)							
Perpetual Growth	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	
	8.5%	7.75	7.80	7.86	7.92	7.98	8.04
	8.6%	7.67	7.72	7.78	7.83	7.89	7.96
	8.7%	7.59	7.64	7.70	7.75	7.81	7.87
	8.8%	7.51	7.56	7.62	7.67	7.73	7.78
WACC	8.9%	7.44	7.49	7.54	7.59	7.65	7.70
	9.0%	7.37	7.41	7.46	7.52	7.57	7.62
	9.1%	7.30	7.34	7.39	7.44	7.49	7.55
% change from DCF TP upon WACC/perpetual growth change							
Perpetual Growth	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	
	8.5%	1.0%	1.7%	2.5%	3.2%	4.0%	4.9%
	8.6%	-0.1%	0.6%	1.4%	2.1%	2.9%	3.7%
	8.7%	-1.1%	-0.4%	0.3%	1.1%	1.8%	2.6%
	8.8%	-2.1%	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.5%
WACC	8.9%	-3.0%	-2.4%	-1.7%	-1.0%	-0.3%	0.4%
	9.0%	-4.0%	-3.3%	-2.7%	-2.0%	-1.3%	-0.6%
	9.1%	-4.9%	-4.3%	-3.6%	-3.0%	-2.3%	-1.6%

Source: Wind, HTI

6. 风险提示

原材料价格波动的风险；供应链中断的风险；市场竞争加剧的风险；客户需求变化和偏好变化的风险；政策推进不及预期的风险等。

图 40: 财务模型

BS (USD mn)	2024	2025E	2026E	2027E	IS (USD mn)	2024	2025E	2026E	2027E
Cash and equivalents	392	532	621	742	Revenue	1,197	1,394	1,634	1,904
Accounts receivable	15	16	17	18	Cost of sales	784	927	1,106	1,319
Inventories	167	192	221	255	Gross Profit	414	467	528	585
Other current assets	103	34	46	61	Sales expenses	-	-	-	-
Total current assets	724	825	961	1,137	SG&A expenses	-	-	-	-
LT Investments & Receivables	407	419	431	444	Financial expenses	5	5	5	5
Property, Plant & Equip, Net	233	245	257	270	Other expenses/(-) revenue	-	-	-	-
Intangible assets	-	-	-	-	Net non-operating income	-	-	-	-
other non-current assets	-	-	-	-	Pre-tax profit	148	178	222	261
Total non-current assets	640	663	688	714	Tax	27	37	47	55
Total assets	1,363	1,489	1,649	1,851	Net profit	121	141	176	206
Short-term borrowing	16	17	19	21	Minority interests	0	-0	-0	-0
Account payable	51	56	61	68	Net profit attribute to shareholders	121	141	176	206
Other current liabilities	-	-	-	-	Financial Ratios				
Total current liabilities	448	493	542	596		2024	2025E	2026E	2027E
Long-term debt	40	36	30	23	Profitability ratios				
Other non-current liabilities	93	102	112	124	ROE	19%	17%	19%	20%
Total non-current liabilities	133	138	142	147	Gross profit margin	35%	34%	32%	31%
Total liabilities	581	631	684	743	Operating profit margin	22%	20%	18%	17%
Capital	343	350	357	364	Net profit margin	10%	10%	11%	11%
Total shareholders' equity	782	858	964	1,107	Growth rates				
Total liabilities & shareholders' equ	1,363	1,489	1,649	1,851	Revenue growth rate	12%	16%	17%	17%
					Operating profit growth rate	13%	13%	13%	11%
					Net profit growth rate	32%	17%	25%	17%
					Liquidity & Solvency ratio				
CF/S (USD mn)	2024	2025E	2026E	2027E	Current ratio	162%	167%	177%	191%
Net profit	121	141	176	206	Quick ratio	124%	128%	136%	148%
Depreciation & amortization	45	40	43	45	Valuation				
Net working capital	28	80	0	-4		2024	2025E	2026E	2027E
Others	-29	-31	-38	-34	Per share				
Cash flow from operations	165	230	181	213	EPS	0.33	0.38	0.48	0.56
CAPEX	-93	-100	-108	-117	BVPS	2.14	2.34	2.63	3.03
Others	-103	-36	-49	-66	Valuation ratios				
Cash flow from investing activities	-193	-136	-156	-181	P/E	15.9	13.7	11.0	9.3
Debt financing	-4	-5	-6	-7	P/B	2.5	2.2	2.0	1.7
Others	178	50	70	96	P/S	1.61	1.38	1.18	1.01
Cash flow from financing activities	174	45	64	90					
Total cash generated	145	140	89	121					

Source: Wind, HTI

APPENDIX 1**Summary****Leading Product Portfolio and Market Share**

Cirrus Aircraft has established a comprehensive product range spanning mid - to high - end markets with its SR2X single - piston and Vision Jet lines. SR2X, launched in 1999, has delivered over 10,000 units, with the SR22T model topping single - piston plane sales for 22 years thanks to its cost - effectiveness. The Vision Jet, the world's first single - engine jet, has been the best - selling business jet for six consecutive years since its 2016 debut, capturing the high - end private aviation market.

Innovative Safety Tech and Industry Leadership

Cirrus is reshaping private aviation safety standards with its groundbreaking safety technology. The Whole - Aircraft Parachute System (CAPS), standard across its fleet, has safeguarded over 16.5 million flight hours, enabled 126 emergency landings, and saved 258 lives, with an accident rate one - third of the industry average. Moreover, the 2025 SR Series G7 +, the first single - piston plane with FAA - certified Safe Return™ auto - landing tech, strengthens Cirrus's safety commitment.

Full - Life - Cycle Services and Financial Strength

Cirrus has cultivated customer loyalty via a "product + service" ecosystem and demonstrated robust financial growth. Its customer - centric model encompasses maintenance, repair, training, and financing. Cirrus IQ technology operates in 35 countries, optimizing scheduling and maintenance through real - time data transmission. From 2020 to 2024, revenue surged from \$587 million to \$1.197 billion (CAGR 19.4%), and net profit from \$36.11 million to \$121 million (CAGR 32.3%). Pricing strategies, high - margin models, and production efficiency fueled these gains.

Valuation

With the growth of high - net - worth individuals, regional market expansion, technological innovation, and policy support, the private aviation market is poised for rapid growth. We project Cirrus's 2025 - 2027 revenues to reach \$1.394b, \$1.634b, and \$1.904b, with net profits of \$141m, \$176m, and \$206m. Using the DCF model, we set a target price of HK \$60 for Cirrus (2507 HK) and assign an "Outperform" rating.

Risks

Potential risks include raw material price fluctuations, supply chain disruptions, intensified market competition, shifting customer preferences, and slower - than - expected policy implementation.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

More eco friendly actions required

Social:

Good workplace for commuters

Governance:

Improvement needed on corporate governance

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨斌，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Bin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）:

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX，韩国 – KOSPI，台湾 – TAIEX，印度 – Nifty100，美国 – SP500；其他所有中国概念股 – MSCI China。

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。
 只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock’s listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI’s Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team’s bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a

change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and

reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer

of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Cirrus Aircraft - 2507 HK



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates