

# 西锐 (02507.HK)

## 从主机厂到综合飞行服务商，商业化能力构筑长期龙头地位

优于大市

### 核心观点

**西锐主营私人飞机制造和服务业务。**西锐 2025 年营收为 13.54 亿美元，同比+13.13%，私人飞机制造和服务业务营收分别占比 85.03%、14.97%，其中飞机制造业务包括 SR 系列和愿景喷气机，2025 年营收分别为 7.81、3.71 亿美元，同比+14.71%、+8.05%，服务业务主要包括固定基地运营商、保养、维修及大修、备件、升级、培训、保险及融资等，2025 年营收为 2.03 亿美元，同比+17.04%。

**产品定位清晰，在高壁垒的航空市场，强者恒强。**SR 系列市场份额持续扩大，交付量从 2021 年的 442 架增长至 2025 年的 691 架，CAGR 为 11.8%，在活塞式飞机中市占率第一。愿景喷气机专注于打造轻量化喷气式公务机，价格 320-360 万美元，精准卡位高端私人飞机和价格更贵的公务机之间，形成差异化竞争能力，2025 年交付量为 106 架，市占率 12.4%，已为行业第五。

**安全性与高端属性叠加，技术行业领先。**西锐开发整机降落伞系统 (CAPS) 和 Safe Return™ 系统提升飞机安全性能，其中 CAPS 已经成功挽救 250 余名乘客生命，西锐每 100,000 飞行小时的总事故率比通用航空业平均水平低三倍。西锐实现产品设计消费者导向，外围喷漆、内饰物品等均可定制化，打造品牌高端属性，具有“空中宝马”之称。

**从航空主机厂到综合飞行服务商，商业化能力为王。**通用航空市场日趋成熟，高净值人士增加、飞机保有量增长等因素拉动服务需求增长，西锐主动调整业务结构，整合固定基地运营商、保养、维修及大修、备件、升级、培训、保险及融资等服务内容，打造从飞机销售到各项服务的全生命周期服务保障，未来将持续扩大服务生态，降低客户飞机使用成本，坚持直营销售模式，并以缩短交付周期为目标。西锐服务收入占主营收入的比例约为 15%，2021-2025 年从 1.19 亿美元增长至 2.03 亿美元，CAGR 为 14.36%，商业化能力增强。

**盈利预测与估值：**西锐飞机制造和服务业务并驾齐驱，预计 26/27/28 年营收 16.01/18.42/21.01 亿美元，同比+18.18%/+15.10%/+14.04%，净利润 1.77/2.27/2.95 亿美元，同比+27.15%/+28.30%/+30.12%，对应 EPS 为 0.48/0.62/0.81 美元/股。参考可比公司估值，给予公司 2026 年 13.5-15.5 倍 PE，对应 49.40-56.72 港币/股区间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**估值的风险、盈利预测的风险、供应链受阻风险、宏观经济风险、燃油价格上涨可能带来的消费情绪衰退风险、飞行器安全风险、相关数据和行业规模测算偏差风险、地缘政治风险、流通盘较小风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	1197.13	1354.37	1600.56	1842.27	2101.01
(+/-%)	12.12%	13.13%	18.18%	15.10%	14.04%
净利润(百万美元)	120.75	138.88	176.59	226.55	294.78
(+/-%)	32.48%	15.02%	27.15%	28.30%	30.12%
摊薄每股收益(EPS)(美元)	0.33	0.38	0.48	0.62	0.81
EBIT Margin	14.05%	14.47%	11.23%	13.07%	15.45%
净资产收益率(ROE)	15.44%	15.71%	16.65%	17.60%	18.63%
市盈率(PE)	15.55	13.52	10.63	8.29	6.37
EV/EBITDA	105.76	92.19	68.01	53.56	41.57
市净率(PB)	2.40	2.12	1.77	1.46	1.19

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·海外公司深度报告

#### 港股·港股 II

证券分析师: 李聪

licong3@guosen.com.cn  
S0980525080006

证券分析师: 曹翰民

0755-81981873  
caohanmin@guosen.com.cn  
S0980524100001

证券分析师: 唐旭霞

0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	49.40 - 56.72 港元
收盘价	42.46 港元
总市值/流通市值	15540/15540 百万港元
52 周最高价/最低价	76.50/27.80 港元
近 3 个月日均成交额	78.18 百万港元

#### 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

## 内容目录

<b>西锐：私人航空业制造龙头</b> .....	<b>5</b>
公司概况和发展历程 .....	5
股权架构和治理结构 .....	5
公司产品 .....	7
财务分析 .....	10
<b>通用航空行业分析</b> .....	<b>13</b>
市场格局 .....	14
竞争优势之财务比较 .....	18
行业发展趋势分析：全球通航飞机连续三年交付超 4000 架，平均售价大幅增长 .....	20
<b>西锐核心竞争力</b> .....	<b>21</b>
产品定位清晰，定价能力与市场份额双重提升 .....	21
安全性与高端属性叠加，技术行业领先 .....	23
从航空主机厂到综合飞行服务商，商业化能力为王 .....	24
<b>盈利预测与估值分析</b> .....	<b>27</b>
盈利预测 .....	27
DCF 估值 .....	28
可比公司估值 .....	29
投资建议 .....	30
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>
估值的风险 .....	31
盈利预测的风险 .....	31
供应链受阻风险 .....	31
燃油价格上涨可能带来的消费情绪衰退 .....	31
宏观经济风险 .....	32
飞行器安全事故风险 .....	32
相关数据和行业规模测算偏差风险 .....	32
地缘政治风险 .....	32
流通盘较小风险 .....	32
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 西锐历史发展沿革	5
图 2: 西锐股权架构	6
图 3: 西锐产品线	7
图 4: SR 系列	8
图 5: SR 系列 G7+	8
图 6: 愿景喷气机	8
图 7: Safe Return™系统	8
图 8: 西锐飞机生产周期的主要阶段及细化阶段	9
图 9: 西锐在手订单情况	9
图 10: 西锐订单出货比情况	9
图 11: 西锐 SR 系列产能情况	9
图 12: 西锐愿景喷气机产能	9
图 13: 西锐营业总收入和归母净利润 (百万美元)	10
图 14: 西锐毛利率和期间费用率	10
图 15: 西锐营业收入阶段性变化趋势 (百万美元)	11
图 16: 西锐营业研发投入情况 (百万美元)	11
图 17: 西锐单机价格 (万美元)	11
图 18: 西锐服务及其他业务收入 (百万美元)	11
图 19: 西锐三费结构变化情况	12
图 20: 我国航空业划分情况	13
图 21: 活塞引擎、涡桨式发动机、涡喷式发动机	14
图 22: 按机型划分的全球现役飞机数量 (架)	15
图 23: 按主要用途划分的全球现役飞机数量 (架)	15
图 24: 全球二手通航飞机存货及交易量	16
图 25: 2025 年全球主要固定翼通航飞机制造商销售量	17
图 26: 2025 年全球固定翼通航飞机厂商市占率	17
图 27: 2025 年全球主要直升机制造商销售量	17
图 28: 2025 年全球直升机厂商市占率	17
图 29: 钻石飞机营业收入 (百万美元)	19
图 30: 钻石飞机毛利和净利润 (百万美元)	19
图 31: 德事隆营业收入 (百万美元)	20
图 32: 德事隆毛利和净利润 (百万美元)	20
图 33: 巴西航空工业营业收入 (百万美元)	20
图 34: 巴西航空工业毛利和净利润 (百万美元)	20
图 35: 美国私人用途机场数量	21
图 36: 中国私人用途机场数量	21
图 37: 2021-2025 年西锐同业交付量对比	22

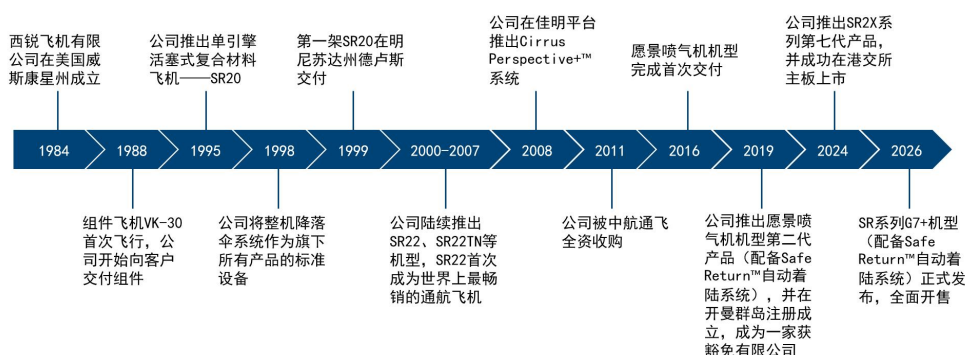
图 38: 2021-2025 年西锐同业市占率对比 .....	22
图 39: 整机降落伞系统 (CAPS) .....	23
图 40: Safe Return™ 系统 .....	23
图 41: 西锐定制化外围喷漆 .....	24
图 42: 西锐交接仪式 .....	24
图 43: 西锐服务收入 (百万美元) 及增速 .....	25
表 1: 西锐治理结构 .....	6
表 2: 西锐分业务财务情况 .....	13
表 3: 私人航空飞机和专业航空飞机对比 .....	14
表 4: 2025 年度通航飞机交付量和交付额 .....	14
表 5: 全球通航飞机年龄结构 .....	16
表 6: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况 .....	18
表 7: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况 .....	19
表 8: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况 .....	19
表 9: 私人活塞飞机对比 .....	21
表 10: 私人涡轮飞机对比 .....	22
表 11: 私人涡轮飞机对比 .....	23
表 12: 全球通用航空飞机主要服务内容 .....	24
表 13: 西锐主营业务收入情况 (百万美元) .....	25
表 14: 西锐盈利预测 .....	27
表 15: 西锐资本成本假定 .....	28
表 16: DCF 估值 .....	28
表 17: 针对 WACC 和永续增长率的敏感性分析结果 .....	29
表 18: 可比公司情况 .....	29

## 西锐：私人航空业制造龙头

### 公司概况和发展历程

西锐飞机有限公司（Cirrus Aircraft Limited）于1984年在美国威斯康星州成立，2011年被中航通飞收购，2024年在港交所上市。公司是目前全球私人航空飞机制造龙头企业，主要负责设计、研发、制造活塞式和喷气式通用航空飞机。据公司公告，SR系列单引擎活塞式飞机自1999年首次交付以来，已经连续24年成为全球高性能单发活塞飞机畅销之最，截至2025年底，已累计交付11,000架SR系列以及超700架愿景系列飞机，西锐飞机的全球飞行时长已达到1,900万小时的里程碑。

图1：西锐历史发展沿革

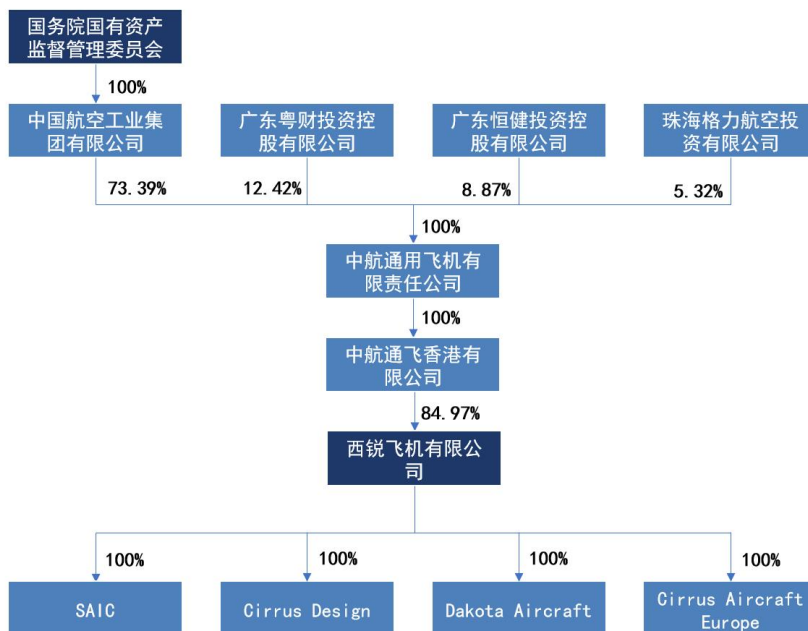


资料来源：公司官网，公司招股书，国信证券经济研究所整理

### 股权架构和治理结构

公司由中国航空工业集团控股，由海外管理团队负责日常经营。中国航空工业集团为公司实际控制人，通过中航通飞香港有限公司控股，中航通飞香港持有公司80.18%股权。西锐飞机旗下有四家子公司，分别为负责飞机设计、制造及零售相关业务的Cirrus Design、主要业务为飞机复合零部件的制造的Dakota Aircraft、主要业务为自保保险业务的SAIC以及Cirrus Aircraft Europe。

图2: 西锐股权架构



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

**公司经营高管专业背景丰富, 具备成熟的运营管理经验。**在日常经营管理层面, 核心高管全部常驻美国, 具备深厚的通用航空、高端制造与全球销售背景。其中 CEO Zean Nielsen 2019 年加入公司, 此前曾担任 Tesla 全球销售运营部副总裁以及 James Hardie 北美销售执行副总裁等职务。公司首席财务官、首席运营官、销售与市场高级副总裁等核心岗位均由美国籍或长期驻美高管担任, 高管团队平均拥有 20 年以上通用航空或高端制造业经验。此外, 中资股东还委派了王晖(Wang Hui) 和皮巍 (Pi Wei) 担任公司董事会副主席和联席公司秘书, 协调联席控股股东和公司管理层, 并支持公司本地化运营。

表1: 西锐治理结构

高管姓名	加入西锐的时间	职位	主要职责	履历背景
Zean Hoffmeister Vang NIELSEN	2019 年 6 月	行政总裁 (CEO)	负责日常管理运营和全面损益、领导实施战略规划和业务策略、业务监督	1997 年 4 月在丹麦赫宁商学院获得商学学位, 曾就职于 Bang & Olufsen 国际分销发展部, 曾任 B0A 零售、销售和营销总监、总裁, Tesla 全球销售运营部副总裁、James Hardie 北美销售执行副总裁, 2019 年 6 月加入西锐, 担任行政总裁 (CEO)
Patrick Christopher WADDICK	1988 年 5 月	创新与运营总裁	产品战略和规划、创意、研发、新产品导入系统、卓越运营	拥有美国威斯康星大学工程力学学士学位、西北大学工商管理硕士学位, 于 1988 年 5 月加入西锐, 曾任运营部执行副总裁、首席运营官等职务, 2015 年 7 月至今担任创新与运营总裁





William Todd SIMMONS	2008年4月	客户体验总裁	销售、营销、个性化、交付、服务和支持、飞行培训、飞行运营、开设愿景中心、领导实施客户战略	1991年6月在美国乔治亚理工学院获得工业和系统工程学士学位，1995年6月在芝加哥大学获得工商管理硕士学位，曾任达美航空公司经理、CubCrafters 总裁兼行政总裁，并于2008年初加入西锐，担任营销副总裁，历任销售、营销和客户支持执行副总裁、销售和营销执行副总裁，直至现在的客户体验总裁职位
George James LETTEN IV	2021年7月	首席财务官 (CFO)兼执行副总裁	组织制定财务战略、财务核算和内控、制定年度运营预算、负责风险管理	1999年5月在美国圣诺伯特学院获得会计学文学学士学位，2008年5月成为美国伊利诺伊州执业会计师，曾在 Navistar 担任战略和规划副总裁，2021年7月加入西锐，担任财务副总裁，2022年4月升职为首席财务官 (CFO) 兼执行副总裁

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

## 公司产品

西锐产品线包括 SR 系列单引擎活塞式飞机和愿景系列喷气式飞机 (Vision Jet)。

图3：西锐产品线

				
机型	SR20	SR22	SR22T	愿景喷气机
引擎	活塞	活塞	活塞	喷气机
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
最大飞行距离 (55%功率) (海里)	709	1,169	1,021	1,275
有效负载 (磅)	1,028	1,328	1,246	2,450
最大起飞重量 (磅)	3,050	3,600	3,600	6,000
起飞距离 (英尺)	1,685	1,082	1,517	2,036
最大载客量	5	5	5	7
截至最后实际可行日期的 价格范围 <sup>(1)(2)</sup>	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
截至最后实际可行日期 的总交付量	1,862	4,527	3,349 <sup>(3)</sup>	548
概约产品使用週期 <sup>(4)</sup>	<-----	12,000个飞行小时	----->	24,000个飞行小时

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

SR 系列包含 SR20、SR22 和 SR22T 三种机型，定位入门级通航飞机，适用于私人通勤、航校培训等场景，可同时搭载 5 名乘客，飞行高度范围为 17,500-25,000 英尺，飞行距离范围为 709-1,021 海里，单机售价为 60-150 万美元，兼具性能优、舒适度高、安全系数大、性价比高等特点，使其成为全球最畅销的私人飞机之一。公司在 2025 年 5 月推出 SR 系列 G7+ 飞机，在航电、安全系统、材料、配色选装等方面进行优化升级，全面提升飞机持有者的整体感受。2025 年 SR 系列交付量为 691 架，截至 2025 年底 SR 系列累计交付超 11,000 架。

图4: SR 系列



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图5: SR 系列 G7+



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

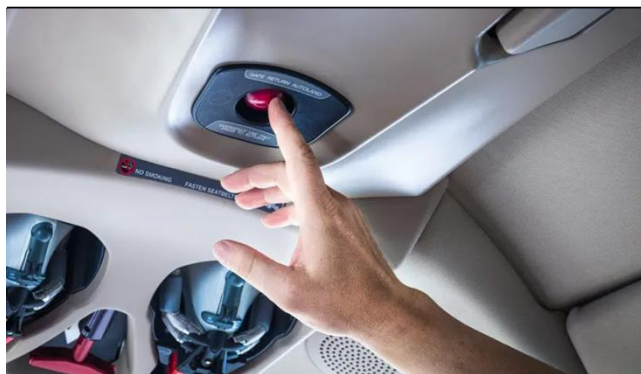
愿景喷气机 (Vision Jet) 定位为中高端私人喷气式飞机, 卡位高端私人机和公务机之间的市场空白, 兼顾家庭与商务, 于 2003 年立项至 2016 年量产交付。该机型可同时搭载 7 名乘客, 最大飞行高度为 31,000 英尺, 最大飞行距离为 1,275 海里, 是全球唯一配备整机降落伞系统的喷气机, 其配备的 Safe Return™ 系统使机内人员在遇到意外情况时可以快速一键返航、安全着陆, 深受高端客户群体的欢迎。愿景飞机初始售价为 196 万美元, 后因配置升级多次提价, 2026 年 G3 版起售价约 275 万美元。2025 年 Vision Jet 交付量为 106 架, 截至 2025 年底 Vision Jet 累计交付超 700 架。

图6: 愿景喷气机



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图7: Safe Return™ 系统



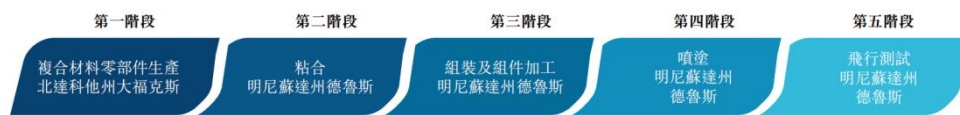
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**公司在手订单充足, 并持续提升交付能力。**从 2023 至 2025 年, 公司累计在手订单分别为 1233 架、1135 架、1066 架; 当年新增订单分别为 519 架、633 架、728, 可见公司储备订单充沛且强劲。公司过去三年产能稳步扩张, 交付能力持续提升, 交付量分别为 708 架、731 架、797 架。2025 年订单出货比为 0.91, 维持在公司目标区间 0.80-1.20, 在平衡订单、产能与交付做了大量努力。公司目标缩短机型交付周期。SR 系列当前交付周期约为 15 个月, SF50 当前交付周期约为两年半, 目标未来从产能端出发缩短交付周期, 将两款机型的交付周期优化至 12 个月左右, 在保持稀缺性的同时提升客户消费体验。

**西锐在美国拥有完整的供应链配套和服务体系。**公司供应链以美国本土为主, 主要生产基地位于明尼苏达州德鲁斯工厂和北达科他州大福克斯工厂。公司产能接

近满产，2021-2023年SR系列和愿景喷气机产能利用率均在90%以上，大福克斯复材中心于2025年5月开工扩建，投资1,400万美元，新增5万平方英尺产能，预计2026年底或2027年上半年完工，扩产方向为复材件产能。同时，公司在全球共有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。

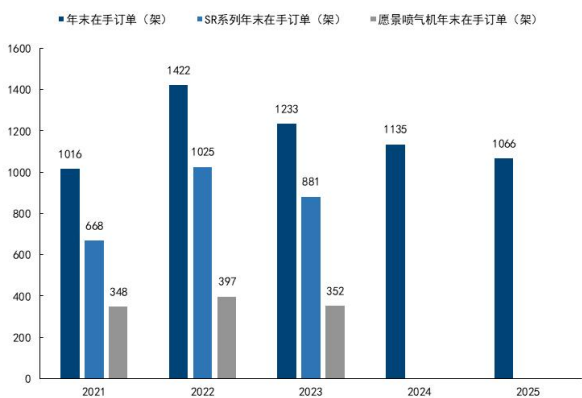
图8: 西锐飞机生产周期的主要阶段及细化阶段



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

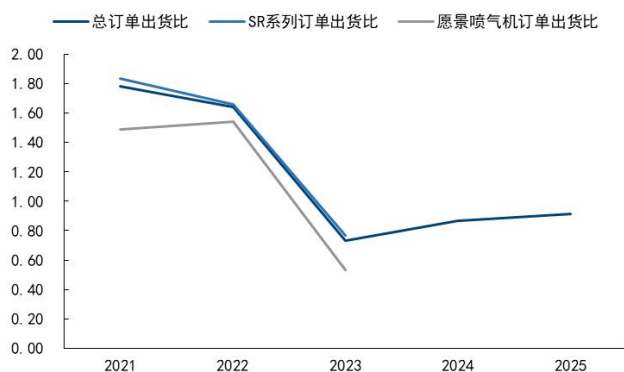
西锐核心零部件供应链体系完整, 与95%核心零部件供应商保持长期合作关系, 包括机身复合材料、发动机、航电/飞控系统、起落架/液压系统、内饰/客舱系统等, 公司同通航领域零部件头部供应商进行长期合作, 进而确保产品生产的长期稳定性和安全性。

图9: 西锐在手订单情况



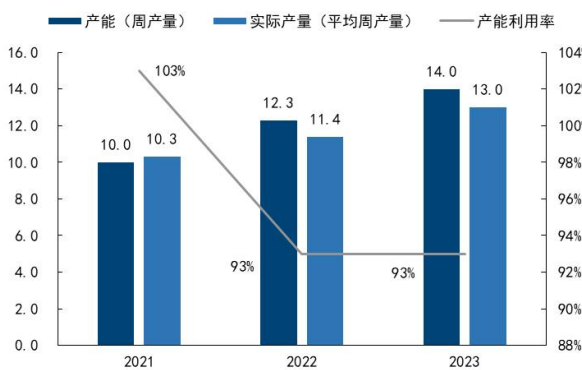
资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图10: 西锐订单出货比情况



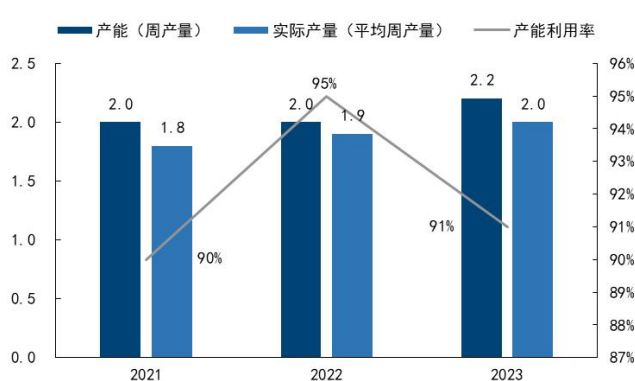
资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图11: 西锐 SR 系列产能情况



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图12: 西锐愿景喷气机产能



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析

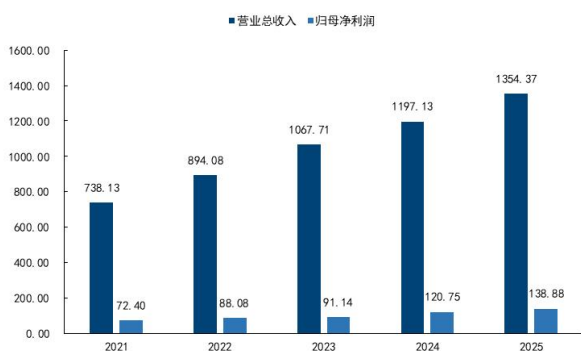
公司财务数据良好，盈利能力快速提高。2021–2025 年，公司营业收入从 7.38 亿美元增长至 13.54 亿美元，年复合增长率为 16.39%。2021–2025 年，公司毛利从 2.42 亿美元上升至 4.77 亿美元，年复合增长率为 18.46%。净利润从 2021 年的 0.72 亿美元增长至 2024 年的 1.39 亿美元，年复合增长率为 17.69%。

2021–2025 年，公司毛利率从 32.82% 增长至 35.23%，净利率从 9.81% 提升至 10.25%，而期间费用率则从 22.16% 增长至 22.95%，较为稳定，凸显了公司强劲的盈利能力。

亮眼的盈利水平主要源于规模效应带来的成本优势、高毛利服务业务占比提升，以及 SR 系列产品的提价和高附加值愿景喷气机机型交付量提升。公司订单储备丰富，支撑未来长期可持续发展。截至 2025 年末，公司在手订单超 1,066 架，可支撑未来 1–2 年的产量。

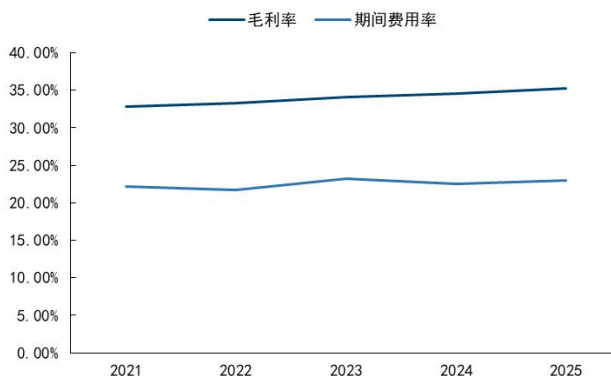
公司营收扩张显示出阶段性变化趋势，疫情后航空需求有所回升，2021 年营收增速迅猛，达到 25.86%；2022–2023 年间供应链扰动对公司业务产生影响，营收增速有所放缓，降至 20% 上下；2024–2025 年公司优化产品及业务结构，并叠加需求回调、融资成本高、劳动力缺口增大等因素，营收增速下跌，分别为 12.12%/13.13%。

图13: 西锐营业总收入和归母净利润（百万美元）



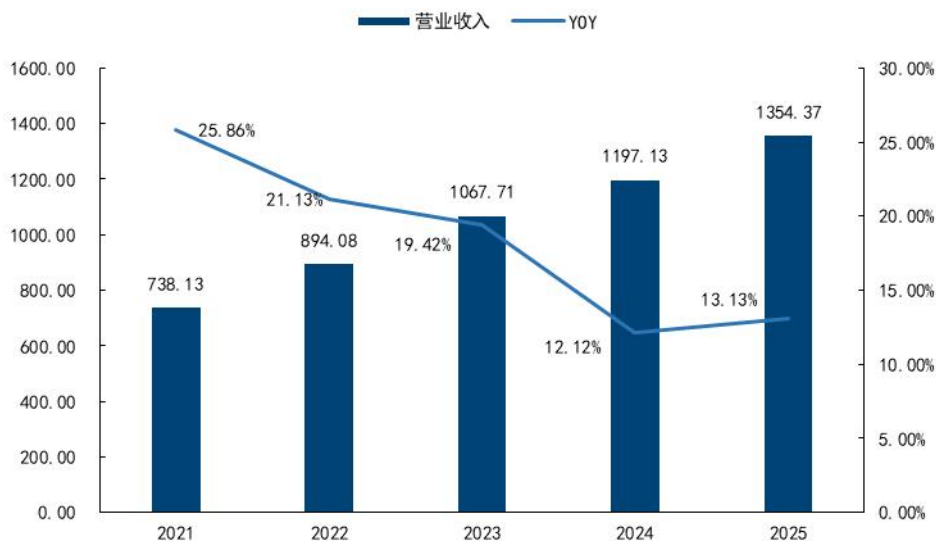
资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

图14: 西锐毛利率和期间费用率



资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

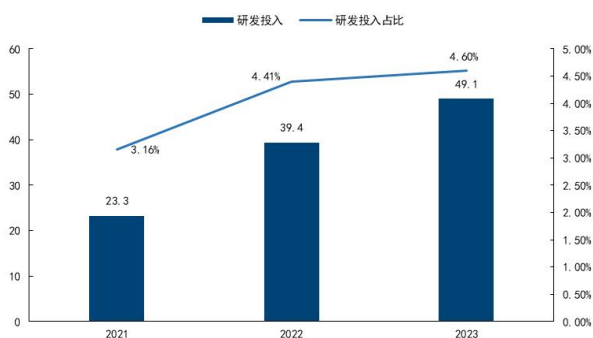
图15: 西锐营业收入阶段性变化趋势 (百万美元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, Wind, 国信证券经济研究所整理

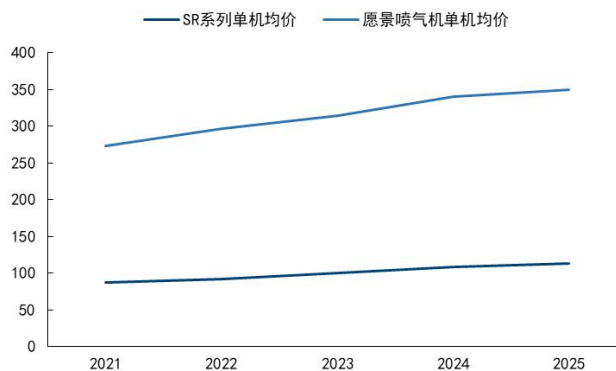
公司加大产品研发投入, 加速产品迭代创新进程, 单机均价逐年攀升, 在市场掌握定价权。公司研发投入从2021年的0.23亿美元增长至2023年的0.49亿美元, 研发投入占比由3.16%增长至4.60%, 显示了公司管理层对于产品更新优化理念的重视, 产品也因此受到客户群体的欢迎, 需求稳定增长。SR系列单机价格由2021年的87.02万美元增长至2025年的112.96万美元, 愿景喷气机由2021年的273.23万美元增长至2025年的350.08万美元, 进一步优化了公司飞机销售的盈利结构。

图16: 西锐营业研发投入情况 (百万美元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

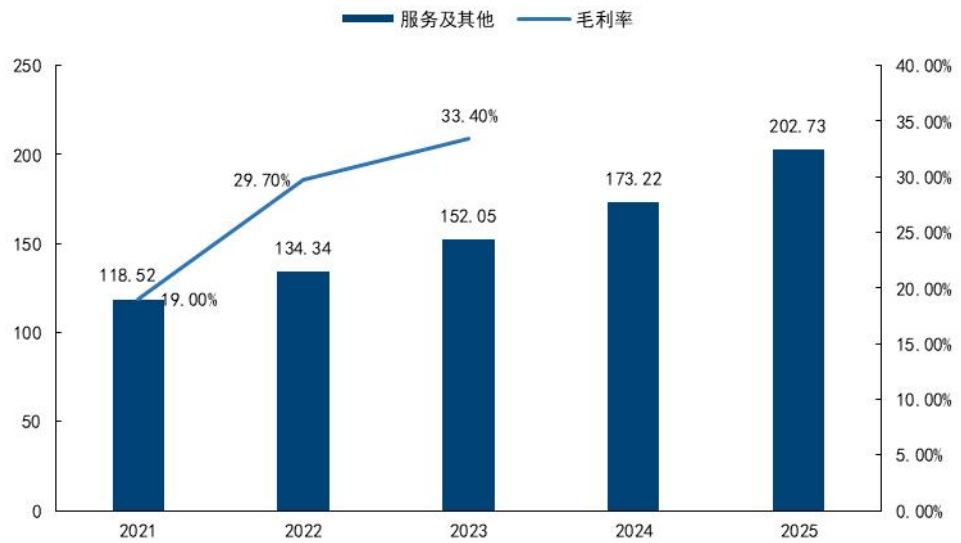
图17: 西锐单机价格 (万美元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

公司大幅提升服务收入, 实现从航空主机厂到综合飞行服务商的转型。飞机制造是公司主要收入。收入从2021年的6.20亿美元增长至2025年的11.52亿美元, 增速为16.76%。公司服务及其他收入从2021年的1.19亿美元增长至2025年的2.03亿美元, 增速为14.36%, 占主营收入的比例从2021年的16.06%下降至2025年的14.97%, 带动公司整体毛利率由2021年的32.82%增长至2025年的35.23%。

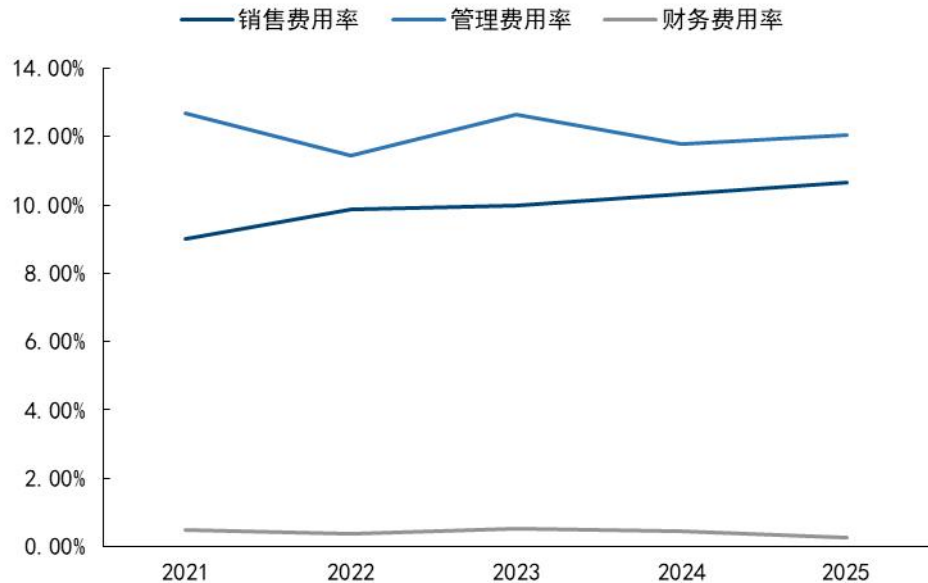
图18: 西锐服务及其他业务收入 (百万美元)



资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

西锐在 2021-2025 年间三项费率保持稳定，显示出公司在通航飞机市场的资本运作能力。销售费用率维持在 10%左右，管理费用率维持在 12%左右，财务费用率由 0.48%降低至 0.27%，整体费率变化趋势较为平稳。

图19：西锐三费结构变化情况



资料来源：公司招股书，公司年报，Wind，国信证券经济研究所整理

西锐 2025 年收入增速为 13.1%，其中飞机制造和服务收入均平稳上涨，增速分别为 12.5%和 17.0%。对于飞机制造业务，分产品线来看，2024 年 SR 系列、愿景喷气机的营业收入增速分别为 14.7%、8.0%，交付量增速分别为 9.7%、5.0%，单机均价增速分别为 4.6%、3.0%。2025 年飞机制造收入贡献度占比 85.0%，其中 SR 系列、愿景喷气机分别贡献 57.6%、27.4%，而服务及其他收入贡献度占比达 15.0%，公司收入端来源实现多样化发展。

表2: 西锐分业务财务情况

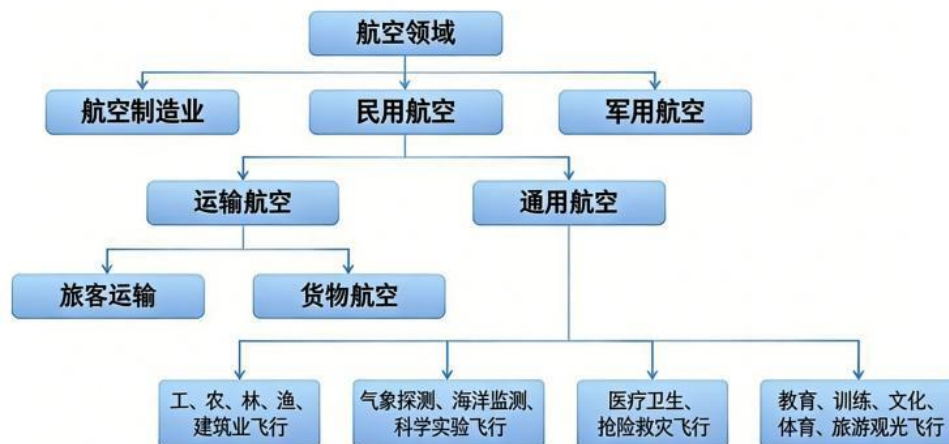
业务		2024	2025	增速 (YOY)
飞机制造	营业收入 (百万美元)	1023.91	1151.64	12.5%
	营业收入 (百万美元)	680.46	780.55	14.7%
SR 系列	交付量 (架)	630	691	9.7%
	单机均价 (万美元)	108.01	112.96	4.6%
愿景喷气机	营业收入 (百万美元)	343.45	371.09	8.0%
	交付量 (架)	101	106	5.0%
服务及其他	单机均价 (万美元)	340.05	350.08	3.0%
	营业收入 (百万美元)	173.22	202.73	17.0%

资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

## 通用航空行业分析

除了军用以及民用客货运航班以外, 其他所有的飞行活动都可以归入通用航空的范畴, 包括从事工业、农林牧渔、建筑业等作业飞行, 以及天气干预、遥感遥测、科学实验、飞行娱乐、飞行培训、短途通勤以及应急救援等飞行活动。通用航空以灵活航线或非航线、个性化的服务为特点, 作业范围广、作业空域低、作业时效性强, 涉及多样化民用领域。

图20: 我国航空业划分情况



资料来源: 海峡科学, 国信证券经济研究所整理

通用航空包括私人航空和专业航空, 其中私人航空是指固定翼通航飞机的非商业航空活动, 包括自驾和飞行教学等。私人航空领域的主要机型有活塞引擎飞机和涡轮飞机, 其中涡轮飞机包括涡轮螺旋桨飞机和涡轮喷气式飞机。

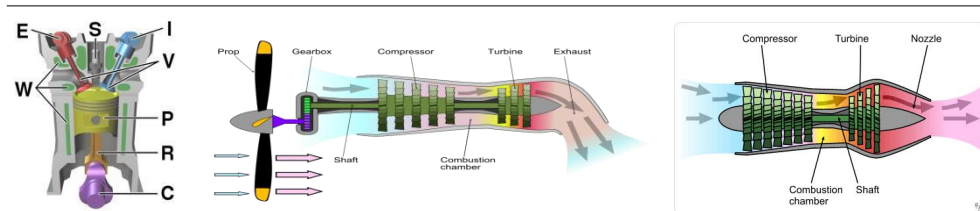
表3: 私人航空飞机和专业航空飞机对比

	私人航空飞机	专业航空飞机
运营能力及范围	专为中短程（即 1000 公里以内）飞行而设计，通常配备单引擎或双引擎。私人航空使用的主要机型包括活塞引擎飞机和涡轮飞机。这类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、跨大陆和洲际飞行，配备先进技术和多台引擎，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、非商业运营机构及飞行培训机构，针对私人所有者、教练及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、效率与实用性。	以企业客户、政府及豪华旅游市场为目标，强调全球覆盖范围、速度及更大载客量，同时提供豪华舒适的体验。
奢华和定制化	提供功能完备、舒适的内饰，配备必要设施，注重安全与运营效率，而非奢华。	类型多样，包括用于农业、医疗应急、物流运输和消防目的的类型，这些类型可能不会优先考虑奢华，但能满足特定的运营需求。而其他类型的专业航空飞机，客舱宽敞且提供定制服务，可配备高端豪华设施。这类飞机迎合最挑剔客户的需求和偏好，提供豪华舒适的飞行体验，通常用于商务旅行、豪华包机和其它高端航空服务。

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

活塞式飞机通过汽油和空气的混合燃烧，推动活塞进行往复运动，进而让螺旋桨旋转产生上升的推力，具备简单方便、成本低的特点，但飞行速度较慢、搭载重量较小；涡桨式飞机利用涡轮驱动螺旋桨，优点是成本低、噪音小，适用于低空飞行，但速度较慢；涡喷式飞机通过燃烧压缩空气，喷射高速气体产生推力，实现高速飞行，但缺点是油耗高、噪音大。

图21: 活塞引擎、涡桨式发动机、涡喷式发动机



资料来源：Wikipedia，国信证券经济研究所整理

## 市场格局

全球通用航空市场整体保持增长，年交付量连续三年超过 4,000 架。根据《通航统计报告》，2019 年至 2025 年全球通航飞机年度交付量从 3,535 架跃升至 4,168 架，年复合增长率为 2.8%，连续第三年超过 4,000 架。根据美国通用航空制造商协会（GAMA）发布的《2025 年全球通用航空航空器交付和销售额报告》（《通航统计报告》），2025 年私人航空飞机交付量为 3,230 架，占通用航空市场交付量的 77.5%，交付额达 310.4 亿美元。

表4: 2025 年度通航飞机交付量和交付额

飞机类型	2024 年	2025 年	增长率
固定翼通用飞机总数/架	3162	3230	2.2%

固定翼通用飞机总价值/亿美元	267.1	310.4	16.2%
活塞通用飞机/架	1772	1782	0.6%
涡桨通用飞机/架	626	594	-5.1%
喷气公务机/架	764	854	11.8%
直升机总数/架	956	938	-1.9%
直升机总价值/亿美元	44.5	47.0	5.5%
活塞直升机/架	210	206	-1.9%
涡轴直升机/架	746	732	-1.9%

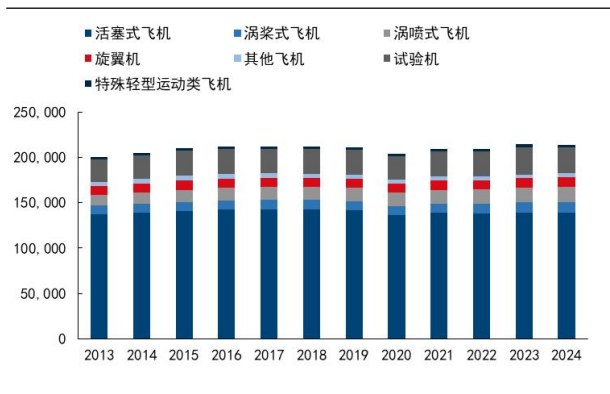
资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

**全球通用航空器交付额再创十年内新高。**《通航统计报告》显示，2025 年全球通用航空器交付额为 357.4 亿美元，增长 14.6%，全球通用航空器年交付额连续两年超 300 亿美元。其中，固定翼通用飞机交付额从 2024 年的 267.1 亿美元增至 310.4 亿美元，增长 16.2%；直升机交付额从 2024 年的 44.5 亿美元增至 47.0 亿美元，增长 5.5%。根据 Global Market Insights 预测，2029 年全球通用航空器市场规模将达到 402 亿美元，复合年增长率为 4.72%。

**全球通用航空飞机行业平均售价稳步增长。**根据《通航统计报告》，2025 年全球通航飞机行业平均单机售价为 857.4 万美元，同比增长 13.2%，显示出整机制造厂商较为强劲的定价能力，未来有望进一步实现行业整体扩产，进一步实现规模和盈利增长。

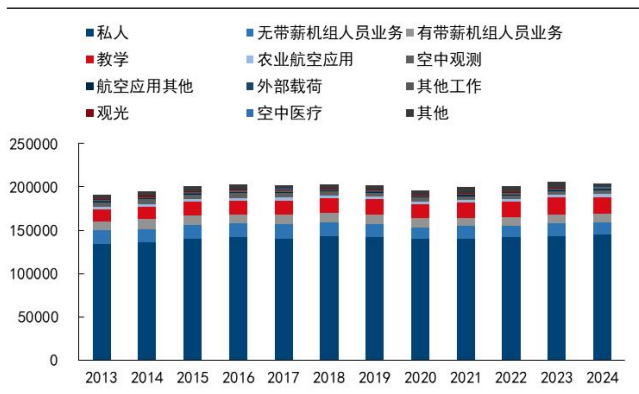
**全球现役飞机保有量结构稳定，活塞式飞机为主要机型，大部分飞机用于私人。**根据 FAA 相关资料，2024 年全球现役飞机保有量达 21.4 万架，其中活塞式飞机占比 65.0%，保有量为 13.9 万架；按主要用途划分，私人飞机保有量达 14.5 万架，占比 71.0%。

图22: 按机型划分的全球现役飞机数量（架）



资料来源：FAA，国信证券经济研究所整理

图23: 按主要用途划分的全球现役飞机数量（架）



资料来源：FAA，国信证券经济研究所整理

**全球现役飞机老龄化程度高，飞机换新助力行业需求增长。**根据国际通用标准，飞机平均服役年限为 25-30 年。根据 FAA，2024 年全球通航飞行总时长估计为 2,900 万小时，其中 40 年机龄及以上的飞机估计现役数量占比达 57.6%，行业整体老龄化严重，存在较多的老旧飞机仍在服役，飞机迭代换新成为行业下一步发展目标，进而推动整体需求增长。

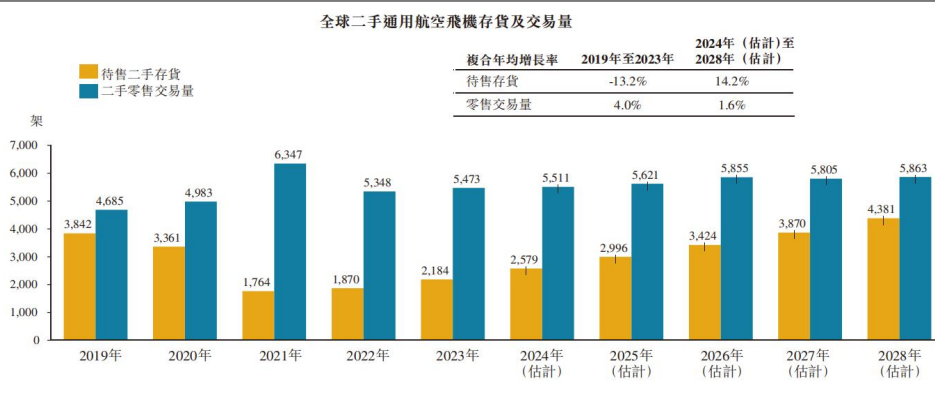
表5: 全球通航飞机年龄结构

机龄 (年)	制造年份	飞机数量	估计现役数量	百分比标准误差	估计现役百分比	百分比标准误差	估计总飞行小时数	百分比标准误差	估计平均小时数	百分比标准误差
0-4	2020-2024	16,637	15,273	0.4	91.8	0.4	4,069,831	1.6	266.5	1.5
5-9	2015-2019	14,559	13,144	0.7	90.3	0.7	2,951,833	3.0	224.6	2.7
10-14	2010-2014	12,941	10,896	0.9	84.2	0.9	2,096,351	2.9	192.4	2.4
15-19	2005-2009	20,356	16,276	1.1	80.0	1.1	3,110,226	3.1	191.1	2.5
20-24	2000-2004	18,925	15,023	1.5	79.4	1.5	2,409,889	3.4	160.4	2.7
25-29	1995-1999	11,907	9,493	1.4	79.7	1.4	1,596,696	6.0	168.2	4.8
30-34	1990-1994	7,820	5,802	1.7	74.2	1.7	687,215	6.5	118.4	4.8
35-39	1985-1989	5,984	4,778	1.4	79.8	1.4	756,489	5.3	158.3	4.3
40-44	1980-1984	15,623	12,626	1.5	80.8	1.5	2,003,888	4.5	158.7	3.6
45-49	1975-1979	36,791	30,876	1.6	83.9	1.6	3,711,482	3.9	120.2	3.3
50-54	1970-1974	22,064	17,658	1.8	80.0	1.8	1,658,897	4.6	93.9	3.7
55-59	1965-1969	29,535	22,430	2.3	75.9	2.3	1,789,281	4.6	79.8	3.5
60-64	1960-1964	16,031	11,851	2.4	73.9	2.4	755,760	6.0	63.8	4.4
65-69	1955-1959	13,560	9,539	2.5	70.3	2.5	592,095	6.9	62.1	4.9
70-74	1950-1954	7,342	4,573	2.9	62.3	2.9	259,383	7.3	56.7	4.6
75及以上	-1949	27,127	13,517	4.9	49.8	4.9	556,005	9.8	41.1	4.9
总计: 所有飞机		277,204	213,756	1.6	77.1	1.6	29,005,320	1.2	135.7	0.9

资料来源: FAA, 国信证券经济研究所整理

二手飞机市场曾因“事件驱动”而短暂爆发，现已回归合理区间。受公共卫生事件影响，全球出行偏好被重塑，高净值人群和企业为规避公共航空风险，转向私人飞行。此外，飞机工厂停工、供应链断裂、劳动力短缺、国际物流受阻等问题使得新飞机交付周期被大幅拉长，由此直接推高二手需求与成交效率。据 GAMA 统计，全球二手通用航空飞机交易量在 2020 年为 4,983 架、2021 年激增至 6,347 架（同比增长 27.4%）。此后，商业航空服务恢复分流，美联储加息叠加俄乌冲突，推动油价、航材、保险成本飙升，大幅抬升飞机持有与运营成本，二手市场交易量所有回落。2022 年回落至 5,348 架（同比下降 15.7%），2023 年为 5,473 架，市场完成再平衡，需求回归并稳定在合理区间。

图24: 全球二手通航飞机存货及交易量



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

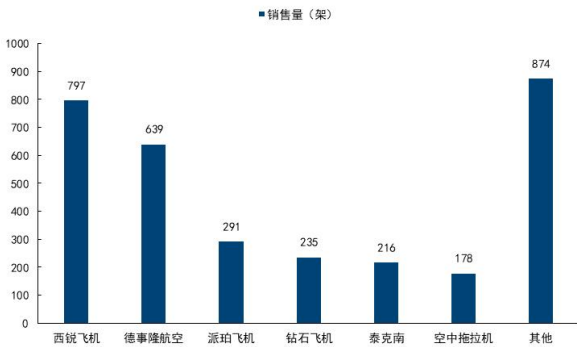
**从通用飞机交付地来看，北美保持主导地位。**2025年北美占全球交付量的67.8%，继续占据全球通航飞机交付量主导地位；第二为拉美地区，占全球交付量的11.0%，相比2024年的7.7%有所增加；第三是欧洲，占全球交付量的10.6%，相比2024年的12.9%有所减少。亚太地区增速最快，2023-2027年CAGR达8.8%。

**从产品结构看，固定翼飞机是通航市场主力。**2025年全球固定翼飞机交付3,230架，占全球交付量的77.5%，同比上升2.2%。活塞式飞机是通航市场的主力机型，交付量占固定翼飞机的55.2%，喷气公务机占26.4%，涡桨式飞机占18.4%。此外，2025年全球直升机交付938架，其中活塞直升机206架，涡轴直升机732架。

**传统通航航空器制造壁垒高，目前由欧美企业主导，市场集中度高。**从市占率来看，2025年全球固定翼通用飞机交付量3,230架，前六大厂商占比为72.9%。其中总部位于美国的西锐公司（Cirrus）交付797架，占24.7%；美国德事隆航空（Textron）交付639架，占19.8%；美国派珀飞机公司（Piper Aircraft）交付291架，占9.0%；由我国万丰奥威集团旗下钻石飞机（Diamond）交付235架，占7.3%；意大利泰克南公司（Tecnam）交付216架，占6.7%；美国空中拖拉机公司（Air Tractor）交付178架，占5.5%。

2025年全球直升机共交付938架，空客直升机（Air Bus）交付373架，占39.8%，美国罗宾逊直升机（Robinson）交付256架、美国贝尔（Bell）交付169架、意大利莱奥纳多直升机（Leonardo）交付113架，CR4达97.1%。2025年全球喷气公务机交付854架，美国德事隆、美国湾流宇航、加拿大庞巴迪公司、巴西航空工业和西锐飞机的交付量分别达到171架、158架、157架、155架和106架，位居前五，CR5为87.5%。

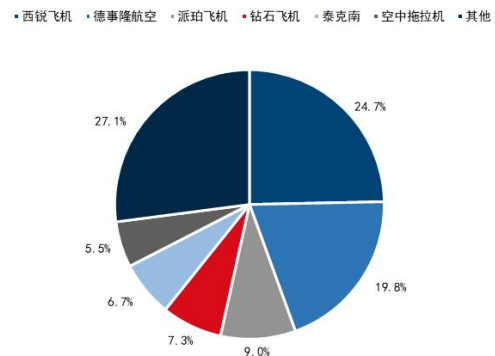
图25：2025年全球主要固定翼通航飞机制造商销售量



资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

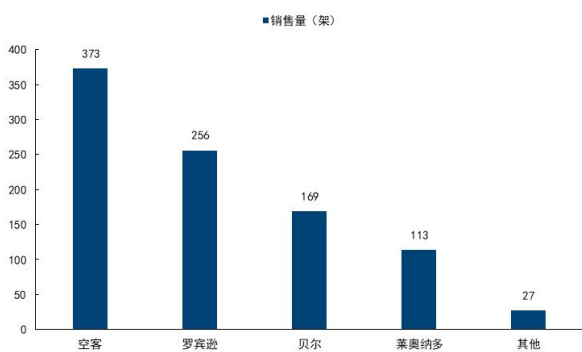
图27：2025年全球主要直升机制造商销售量

图26：2025年全球固定翼通航飞机厂商市占率

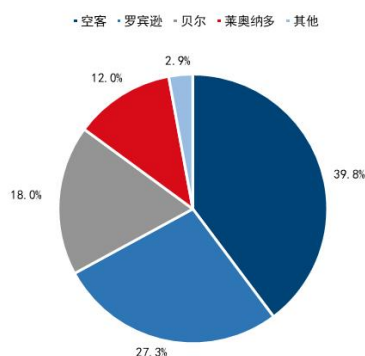


资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

图28：2025年全球直升机厂商市占率



资料来源: GAMA, 国信证券经济研究所整理



资料来源: GAMA, 国信证券经济研究所整理

## 竞争优势之财务比较

我们选取了巴航工业 (Embraer)、德事隆 (Textron) 和钻石飞机 (Diamond) 作为西锐的同类可比公司, 进行财务数据的横向比较。巴航工业主要从事航空航天与国防行业, 业务包括商用飞机、公务飞机、防务飞机以及航空服务; 德事隆在通航业主要经营贝尔直升机和塞斯纳飞机; 钻石飞机主要生产 DA20、DA40 等活塞式飞机及 DA62 涡桨飞机。

表6: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况

指标	西锐 (Cirrus)	巴航工业 (Embraer)	德事隆 (Textron)	钻石飞机 (Diamond)
成立时间	1984 年	1969 年	1923 年	1981 年
所在国家	美国	巴西	美国	奥地利
通航业收入规模 (亿美元)	12.0	63.95	88.96	28.14
通航业收入占集团收入比例	100.0%	100.0%	64.9%	17.3%
毛利率 (公司整体)	34.5%	18.0%	21.0%	24.71%
净利率 (公司整体)	10.1%	5.5%	9.7%	8.0%
收入增速 (YOY)	12.1%	21.4%	4.0%	1.6%
净利润增速 (YOY)	32.5%	114.9%	-5.1%	-54.3%
交付量 (架)	731	130	559	252
平均产品单价 (万美元)	140.2	1,575.3	586.9	81.5

资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

**2024 年西锐毛利率高达 34.5%，远高于所有竞争对手。**巴航工业因公务机研发成本高、交付周期长 (2-3 年) 导致毛利率低, 仅为 18.0%; 钻石飞机和德事隆作为螺旋桨飞机制造商, 毛利率接近行业平均值 20%-25%, 分别为 24.7% 和 21.0%, 但低于西锐。

**西锐净利率为 10.1%，而德事隆净利率为 9.7%，二者持平，但显著高于巴航工业和钻石飞机，分别为 5.5% 和 8.0%。**西锐净利润增速高达 +32.5%，远超收入增速 +12.1%，反应公司运营效率提升, 例如产品提价、成本优化等策略的实施, 体现西锐盈利质量提升; 巴航工业净利润增速大于 1, 达到 +114.9%，主要是因为 2022 年及之前多年处于亏损状态, 2023 年开始扭亏为盈, 2024 年净利润翻倍增长; 而德事隆和钻石飞机净利润却在降低, 其中钻石飞机增长最弱, 净利润增速为 -54.3%，利润空间缩小, 竞争劣势明显, 主要原因有产品同质化、缺乏创新等。

**表7: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况**

指标	西锐 (Cirrus)	巴航工业 (Embraer)	德事隆 (Textron)	钻石飞机 (Diamond)	行业基准
毛利率(公司整体)	34.5%	18.0%	21.0%	24.7%	通用航空平均 20-25%
净利率(公司整体)	10.1%	5.5%	9.7%	8.0%	通用航空平均 6-8%

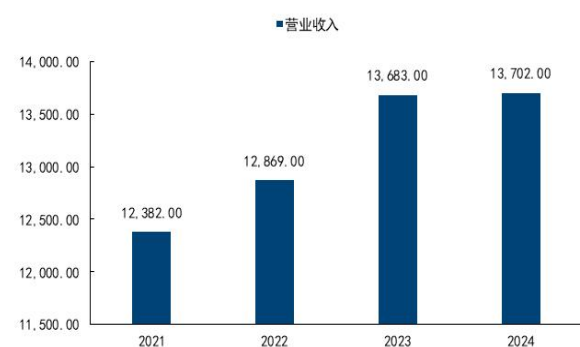
资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

**三费方面, 西锐以更高的投入带来了更好的效益。**西锐三费率为 22.6%, 高于巴航工业的 14.5%和钻石飞机的 6.1%, 但因高毛利率 34.5%覆盖了投入, 净利率仍领先; 德事隆营业收入高达 88.96 亿美元, 远高于西锐, 受益于规模效应, 三费率较低, 仅为 7.2%, 但毛利率为 21.0%, 相比于西锐毛利率较低, 因此净利率与西锐持平, 达到 9.7%; 钻石飞机三费率为 6.1%, 低于西锐, 但毛利率为 24.7%, 远低于西锐的毛利率 34.5%, 因此净利率同样低于西锐, 仅为 8.0%; 西锐 2024 年销售及营销开支从前一年的 1.07 亿美元增长至 1.24 亿美元, 增长率为 15.7%, 但毛利率提升了 0.3%, 证明公司投入有效。

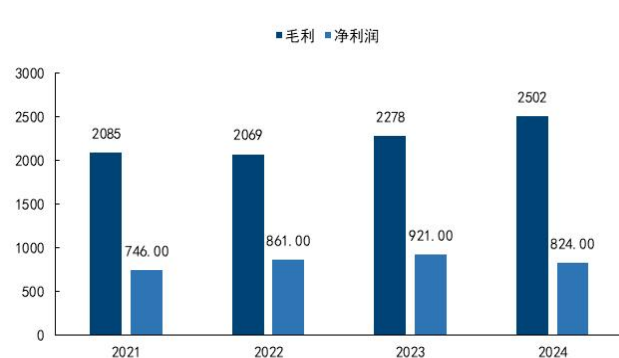
**表8: 2024 年度西锐和竞争对手财务数据情况**

项目	西锐 (Cirrus)	巴航工业 (Embraer)	德事隆 (Textron)	钻石飞机 (Diamond)
销售费用率	10.3%	4.8%	7.2%	1.2%
管理费用率	11.8%	3.1%	-	4.4%
财务费用率	0.4%	6.5%	-	0.5%
三费合计率	22.6%	14.5%	7.2%	6.1%

资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

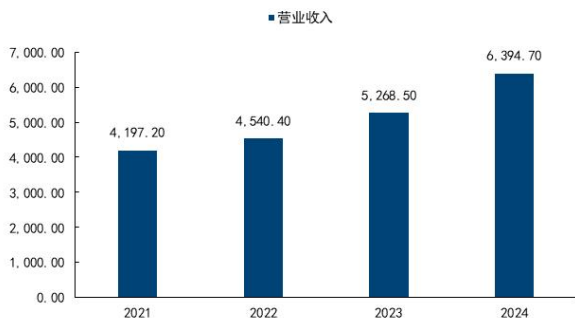
**图29: 钻石飞机营业收入 (百万美元)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图30: 钻石飞机毛利和净利润 (百万美元)**


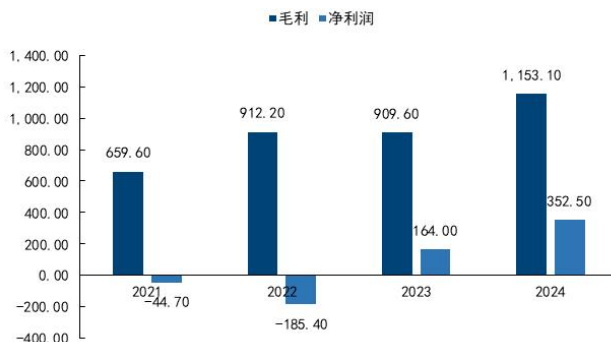
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 德事隆营业收入 (百万美元)



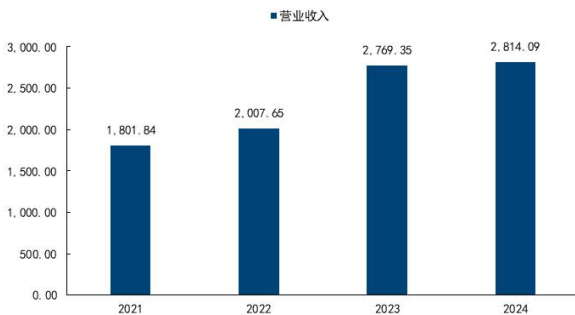
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 德事隆毛利和净利润 (百万美元)



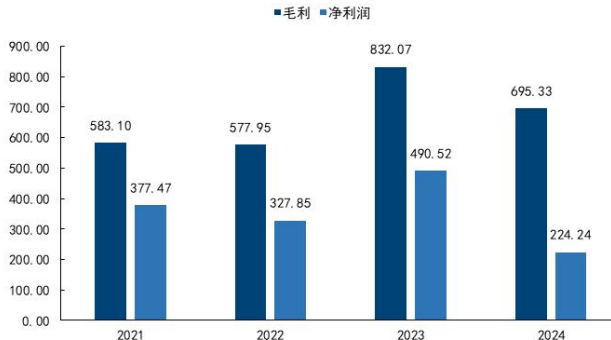
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 巴西航空工业营业收入 (百万美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 巴西航空工业毛利和净利润 (百万美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业发展趋势分析: 全球通航飞机连续三年交付超 4000 架, 平均售价大幅增长

**全球经济增长和高净值人士数量增加推动通用航空产业增长。**根据弗若斯特沙利文统计, 2018-2023 年, 全球高净值人群由 5220 万人增长至 7390 万人, 并预计 2028 年达到近 1.19 亿人, 2024 年至 2028 年的年复合增长率为 10.6%。私人飞机因其便利性、舒适性等优点, 受到高净值人士的欢迎, 广泛应用于短途通勤、风景观光等场景, 高净值人士不断扩充私人飞机消费群体, 私人飞机市场需求稳健增长。

**全球通航飞机市场向高价值机型倾斜。**2025 年公务喷气机交付量显著增长, 交付量达到 854 架, 同比上升 11.8%, 带动整体交付价值大幅提升, 成为增长最快的细分市场。活塞飞机共交付 1,782 架, 增速为 0.6%。涡桨式飞机交付 594 架, 同比下降 5.1%。尽管交付总量增长温和, 但受益于产品结构向高价值机型倾斜, 飞机交付总价值达到 357.4 亿美元, 同比大幅增长 14.6%。同年, 直升机总交付量为 938 架, 同比下降 1.9%; 直升机交付总价值达到 47.0 亿美元, 同比增长 5.5%, 反映出高价值机型占比提升的市场趋势。

**通航基础设施持续建设, 助力行业发展。**机场数量直接决定了私人飞机的适航范

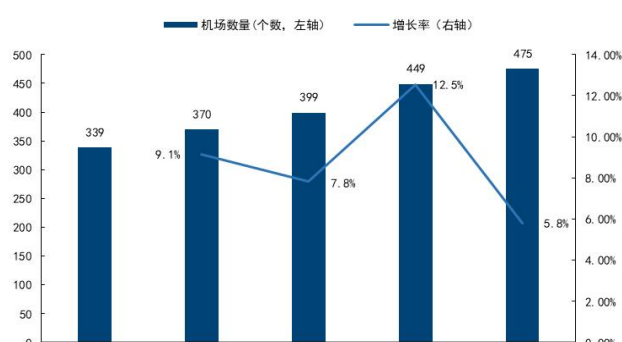
围和飞行便利度，机场基础设施的扩建与升级已成为行业趋势，旨在满足私人航空服务需求的持续增长。根据美国交通部统计，2016-2024年美国私人用途机场数量由14,112个增长至14,653个。许多机场通过升级基础设施新增了多项设施与服务，例如配备飞机停放、加油、保养及餐饮服务的固定基地运营商（FBO），可用性与可达性不断提升，极大地推动了私人航空业的发展。根据中国民航局，2024年中国在册通用机场数量为475个，同比增长5.8%，2020-2024年复合增长率为8.8%，但与美国通航机场相比仍然存在较大差距，存在巨大发展潜力。

图35: 美国私人用途机场数量



资料来源: Bureau of Transportation Statistics, 国信证券经济研究所整理

图36: 中国私人用途机场数量



资料来源: 中国民航局, 国信证券经济研究所整理

## 西锐核心竞争力

### 产品定位清晰，定价能力与市场份额双重提升

私人航空行业壁垒高，全球整机制造厂商数量有限。全球通航飞机制造企业较少，主要是因为飞机制造对厂商生产技术水平要求高，需要投入较多资金，另一方面前期研发周期较长，且产品资质认证周期长，仅有少部分企业能够在高标准的行业中站稳脚跟。

表9: 私人活塞飞机对比

制造商	Cirrus	Cirrus	Cirrus	Cessna	Diamond	Piper
机型	SR20	SR22	SR22T	Sky lane	DA62	M350 PA-46
基础价格	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
最多可容纳人数	5	5	5	4	7	6
最大起飞重量 (磅)	3,050	3,600	3,600	3,100	5,071	4,340
最大巡航速度 (ktas)	155	183	213	145	192	213
有效负载 (磅)	1,028	1,328	1,246	1,110	1,545	1,308
起飞距离 (英尺)	1,685	1,082	1,517	795	1,570	2,090
最大航程 (海里)	709	1,169	1,021	915	1,288	1,343

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

西锐产品定位清晰，SR系列市场份额持续扩大。西锐的产品矩阵由SR系列（SR20、SR22、SR22T）以及愿景喷气机构成，从入门活塞机到高端轻型喷气机形成完整阶梯，能够覆盖从初级用户到高净值用户的升级路径。2021-2025年，西锐交付

量从 528 架增长至 797 架，年复合增长率达 10.8%，市占率从 20.0% 增长至 24.7%，市场份额稳健增长。其中，SR 系列交付量从 2021 年的 442 架增长至 2025 年的 691 架，增速为 11.8%。在活塞式飞机中的市占率从 31.4% 提升至 38.8%，增速为 5.4%。同期，市占率第二的德事隆的塞斯纳系列飞机和排名第三的钻石飞机交付量增速分别为 5.2% 和 -0.5%。西锐在市占率第一的情况下，增速仍快于其竞争对手，展现出“强者恒强”的竞争优势。

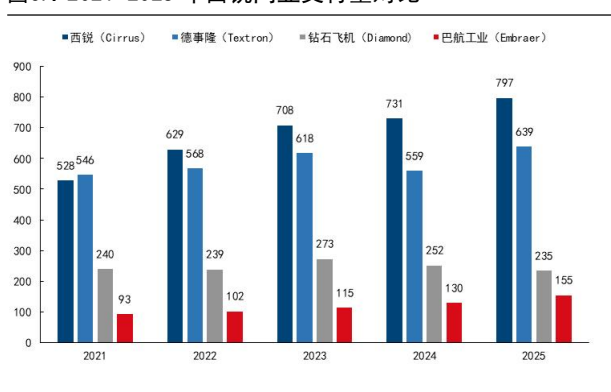
**愿景系列喷气式飞机凭借其产品定位优势，形成差异化竞争能力。**愿景喷气机专注于打造轻量化喷气式公务机，价格 320-360 万美元，精准卡位高端私人飞机和价格更贵的公务机之间，其竞争对手庞巴迪和湾流公务机价格在 3,250-7,900 万美元区间，用相对较低的价格对高端喷气式商务机形成较强的替代和竞争关系。愿景飞机 2025 年交付量为 106 架，市占率 12.4%，已为行业第五。

表10: 私人涡轮飞机对比

制造商	Cirrus	Piper	Epic	Daher	Pilatus	德事隆	Bombardier	Gulfstream
机型	Vision SF	M600-PA-4	E1000	TBM 960	PC-12 NGX	Citation M2	Challenger	G700
基础价格	50	6	4,190,000	4,778,964	5,716,200	5,855,000	32,500,000	79,000,000
	美元	美元	美元	美元	美元	美元	美元	美元
最多可容纳人数	7	6	6	6	11	7	19	19
最大起飞重量 (磅)	6,000	6,000	8,000	不适用	10,450	10,700	48,200	107,600
最大巡航速度 (ktas)	311	274	333	330	290	404	488	594
有效负载 (磅)	2,450	2,400	2,860	不适用	不适用	3,810	4850	不适用
起飞距离 (英尺)	2,036	2,635	2,254	2,535	2,485	3,210	5,640	5,995
最大航程 (海里)	1,275	1,658	1,560	1,730	1,803	1,550	3,756	7,500

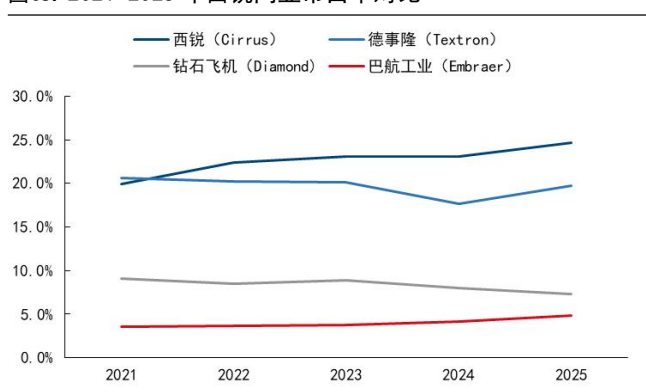
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图37: 2021-2025 年西锐同业交付量对比



资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

图38: 2021-2025 年西锐同业市占率对比



资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

**ASP 持续提升反映出西锐属于“拥有定价权的高端消费制造品”。**根据公司数据，2021-2023 年 SR2X 系列平均售价 (ASP) 是 87.02 万美元、91.43 万美元和 100.22 万美元，CAGR 为 7.32%。同期，愿景系列 ASP 分别为 273.23 万美元、296.57 万美元、314.91 万美元，CAGR 为 7.36%。根据测算，2025 年 SR2X 系列 ASP 约 113 万美元，愿景喷气机约 350 万美元。相较 2021 年，SR2X 系列售价提高了 29.81%，

CAGR 为 6.74%，愿景喷气机售价提高了 28.13%，CAGR 为 6.39%。

过去 10 年，西锐均价 CAGR 为 7.1%，而全球活塞式飞机行业均价 CAGR 3.1%；同期美国 CPI 的 CAGR 约 2.8%，美国人均可支配收入 CAGR 约 4.4%，法拉利均价 CAGR 为 3.8%。西锐的提价速度不仅快于行业，也快于宏观通胀和可选消费升级速度，其本质是品牌溢价和产品迭代带来的主动提价能力。

表11: 私人涡轮飞机对比

指标	2021	2022	2023	2024	2025
SR2X 交付量 (架)	442	539	612	630	691
SR2X 均价 (万美元)	87.02	91.43	100.22	108.01	112.96
愿景喷气机交付量 (架)	86	90	96	101	106
愿景喷气机均价 (万美元)	273.23	296.57	314.91	340.05	350.08

资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

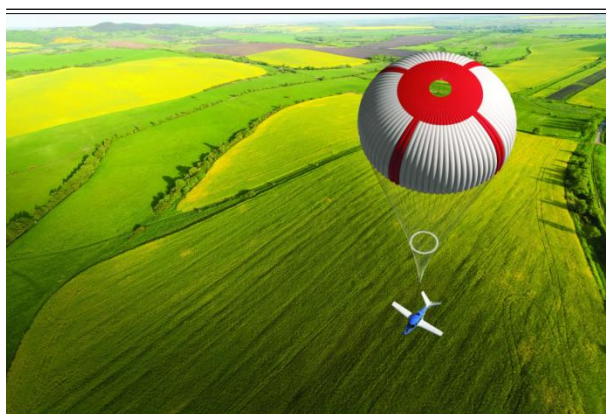
可持续提价意味着公司利润率具备对冲原材料、人工、关税和供应链波动的缓冲垫，2025 年西锐毛利率达 35.23%，依然保持强劲，背后重要因素之一就是产品结构与定价。

### 安全性与高端属性叠加，技术行业领先

西锐持续提升安全性能，为客户私人飞行保驾护航。整机降落伞系统 (CAPS) 为西锐全系列飞机标配安全装置，获得美国联邦航空管理局 (FAA) 认证，自 1999 年推出以来已经成功挽救 250 余名乘客生命，安全保障功能成效显著；Safe Return™ 系统于 2019 年底首次配备在愿景喷气机，现已推广配备至 2025 年 5 月发布的 SR 系列 G7+ 飞机，可在机内人员遭遇意外情况时实现一键返航、安全着陆，对飞行安全性施行双重保障，对私人飞机用户吸引力巨大。

除配备两项核心安全装置外，西锐针对失控、空中碰撞、飞行员丧失行为能力、引擎功率损耗、飞行撞地、恶劣天气条件和跑道侵入，制定了多项主动和被动缓解措施。根据弗若斯特沙利文资料显示，西锐每 100,000 飞行小时的总事故率比通用航空业平均水平低三倍。

图39: 整机降落伞系统 (CAPS)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图40: Safe Return™ 系统

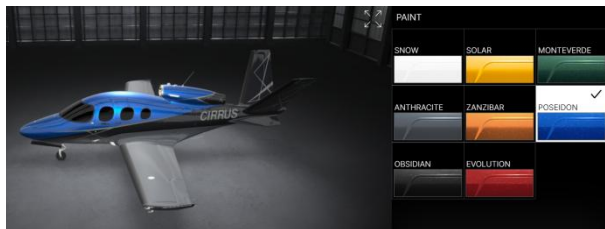


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

西锐实现产品设计消费者导向，打造品牌高端属性。西锐有“空中宝马”之称，具有手工工艺品质，外围喷漆、内饰物品等均可定制化，满足客户的个性化需求，

同时丰富交接仪式内容，例如展台、音乐、灯光等，增强客户品牌认同感，体现高端消费属性。

图41：西锐定制化外围喷漆



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图42：西锐交接仪式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 从航空主机厂到综合飞行服务商，商业化能力为王

**通用航空市场发展日趋成熟，服务需求增长推动西锐业务转型。**随着通航市场体系逐步完善，客户希望获得更好的飞机使用体验，对于各项衍生服务的需求相应增长。一方面，高净值人群增加为通航市场带来更多客户，对于零件安装及驾驶培训的需求相应增长；另一方面，飞机保有量同步平稳增长，定期检查、保养及维修作为售后服务的重要组成部分，带来了巨大的服务需求空间；除此之外，通用航空业合规性监管严格，其中安全问题更是重点，伴随现役飞机老龄化程度高，厂商有必要提供安全保障服务，同时也能够打造良好品牌形象，提高品牌声誉，吸引更多潜在客户，维持品牌市场份额。综合多种原因，在整机制造市场较为饱和的情况下，服务需求增长带来新的利润空间，西锐敏锐地调整业务结构，完成从“航空主机厂”到“综合飞行服务商”的转型。

**西锐整合通航市场服务内容，打造飞机全生命周期服务保障。**在全球通用航空飞机服务市场中，主要服务内容包括固定基地运营商、保养、维修及大修、备件、升级、培训、保险及融资等，但客户往往面临服务间的碎片化问题，缺乏便利性。西锐于2018年推出客户中心化运营模式，迎合客户服务需求，完成从飞机销售到各项服务的全生命周期服务保障，提升客户粘性，形成“产品+服务”的多样化业务生态体系。

表12：全球通用航空飞机主要服务内容

服务	内容
固定基地运营商	固定基地运营商为通用飞机提供地勤、加油、停机及其他服务，亦可为乘客及机组人员提供礼宾服务、餐饮及其他便利设施。
保养、维修及大修	保养、维修及大修服务对于确保通用飞机的安全及适航性至关重要，涉及飞机系统及零部件的例行检查、维修及升级。
零备件	用于更换飞机磨损或损坏零件的零部件。
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。这可能包括责任险、机身险及其

他专项保险。

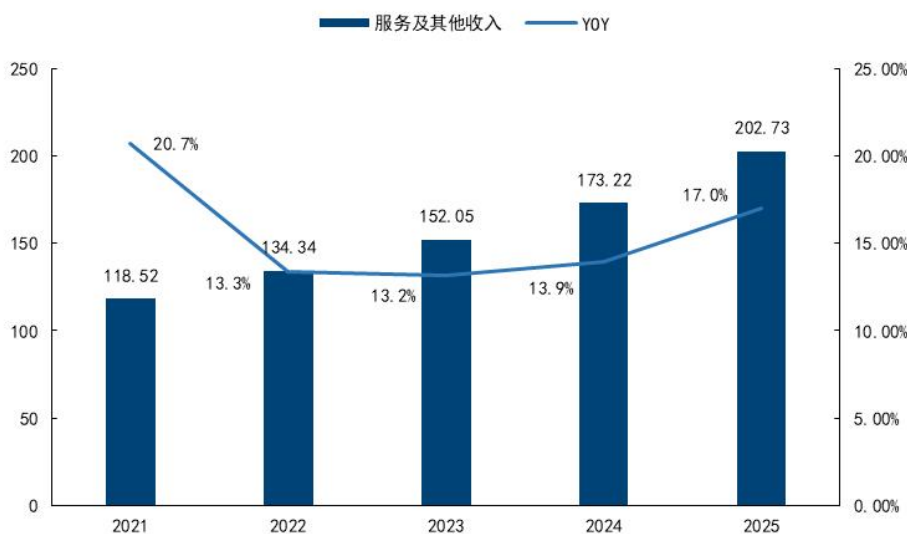
融资

通常通过贷款或其他财务安排获得购买或操作飞机的资金。

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

**西锐服务收入大幅增长，商业化能力增强。**西锐服务收入占主营收入的比例约为15%，2021-2025年从1.19亿美元增长至2.03亿美元，复合增长率达14.36%，2025年服务收入同比增速为17.04%，高于同期飞机销售收入同比增速12.47%，呈现出较快的增长趋势，体现了服务业务战略的成效。飞机传统维修、保养毛利率约为40%-50%，西锐的服务业务仍存巨大成长空间。

图43：西锐服务收入（百万美元）及增速



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

表13：西锐主营业务收入情况（百万美元）

业务	2021	2022	2023	2024	2025	2025YOY	2021-2025CAGR
营业收入	738.13	894.08	1,067.71	1,197.13	1,354.37	13.13%	16.39%
飞机制造	619.61	759.74	915.65	1,023.91	1,151.64	12.47%	16.76%
服务及其他	118.52	134.34	152.05	173.22	202.73	17.04%	14.36%

资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

**西锐未来以扩大服务生态系统为核心增长战略。**服务业务结构方面，西锐以传统服务为主力，包括维修保养、定检、设备升级改装等，因全球飞机保有量增长，叠加飞机销售直营化将代理商差额收入转为全额收入，公司利润率提升；同时积极拓展新兴服务，提供飞行培训以降低学飞难度、扩大潜在客户，通过二手飞机业务（Cirrus Series Next）提升产品保值率、缩短客户等待周期，以及开展金融服务（包括贷款、保险等）、“托管+共享”的Cirrus One服务等，形成了完整且良好的服务生态系统。

**西锐坚持六大服务生态战略，降低客户飞机使用成本。**飞机使用成本主要包括三个项目：一是油费（目前通航机场已将起降费等并入油费计算），二是通航机场FBO运营中心的托管费（包含飞机停放费、场地使用费等），三是每年出行报备

以及资质保持相关费用（包括复训费用等）。西锐通过六大服务生态战略，为客户提供优质飞机使用体验，其中固定基地运营商建设可帮助客户减少油费、托管费，培训服务可帮助客户减少复训费用，进而降低客户飞机使用成本，增强客户粘性。

**西锐本土销售以直营为主，客户粘性持续提高。**西锐在北美有 4 个直营交付中心，在欧洲有 1 个直营交付中心，2025 年公司在美国本土交付额占总交付额的比例为 90%，销售区域以美国本土为主。美国本土销售中 80% 以上由直营网点售出，而其他主机厂主要采用经销模式。直营模式一方面减少了经销商从中抽成，同时提升客户交付体验，增强客户品牌认同感及使用粘性。据公司统计，C 端客户实际更换飞机的周期为 5 到 10 年，通常会更新至新一代或两代机型。愿景系列机型的客户中，接近 70% 是曾拥有 SR 系列的复购升级客户。

## 盈利预测与估值分析

### 盈利预测

随着高净值人士数量增加，私人飞机市场需求稳健增长，西锐 2023-2025 年年末在手订单分别为 1,233/1,135/1,066 架，但交付量在产能扩大后有望继续增加，且西锐在市场需求上涨的形势下掌握较大定价权，单机价格也有望进一步上升。预计公司 2026-2028 年交付总量分别为 885/956/1,023 架，其中 SR 系列占 770/834/893 架，单机均价逐年上升为 121.23/129.18/137.14 万美元；2026-2028 愿景喷气机交付量为 115/122/130 架，单机均价逐年依次为 370.06/390.58/409.07 万美元。预计公司飞机业务总销售收入为 13.59/15.54/17.56 亿美元。

从服务收入来看，2025 年公司服务收入为 2.03 亿美元，占比为 14.97%，增速为 17.04%，随着公司服务生态战略的扩张和存量飞机数量的持续提高，预计服务收入有望进一步提高。假设 2026-2028 年西锐服务收入增速分别为 19.13%/19.40%/19.50%，预计服务收入分别为 2.42/2.88/3.45 亿美元。

预计 2026-2028 年，西锐营业成本分别为 10.36/11.59/12.67 亿美元，同比 +18.13%/+11.84%/+9.30%，预计销售费用率、管理费用率在规模效应下小幅波动，销售费用率分别为 10.83%/11.13%/11.41%，管理费用率分别为 12.17%/12.00%/12.07%，预计财务费用率分别为 0.30%/0.24%/0.20%。

综上，预计 2026-2028 年西锐营业收入分别为 16.01/18.42/21.01 亿美元，同比 +18.18%/+15.10%/14.04%，对应毛利率分别为 35.25%/37.09%/39.71%，对应净利润分别为 1.77/2.27/2.95 亿美元，同比 +27.15%/+28.30%/+30.12%。

表14: 西锐盈利预测

飞机销售 (百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总交付量 (架)	731	797	885	956	1023
SR 系列					
交付量 (架)	630	691	770	834	893
单机均价 (万美元)	108.01	112.96	121.23	129.18	137.14
收入	680.46	780.55	933.49	1077.4	1224.63
愿景喷气机					
交付量 (架)	101	106	115	122	130
单机均价 (万美元)	340.05	350.08	370.06	390.58	409.07
收入	343.45	371.09	425.56	476.51	531.79
飞机销售收入	1023.91	1151.64	1359.05	1553.91	1756.42
YOY	11.82%	12.47%	18.01%	14.34%	13.03%
服务及其他 (百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	173.22	202.73	241.51	288.36	344.59
YOY	13.92%	17.04%	19.13%	19.40%	19.50%
合计 (百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1197.13	1354.37	1600.56	1842.27	2101.01
YOY	12.12%	13.13%	18.18%	15.10%	14.04%
营业成本	783.58	877.25	1036.30	1159.00	1266.79

YOY	11.46%	11.95%	18.13%	11.84%	9.30%
毛利率	34.55%	35.23%	35.25%	37.09%	39.71%
销售费用率	10.32%	10.64%	10.83%	11.13%	11.41%
管理费用率	11.80%	12.04%	12.17%	12.00%	12.07%
财务费用率	0.43%	0.27%	0.30%	0.24%	0.20%
净利润	120.75	138.88	176.59	226.55	294.78
YOY	32.48%	15.02%	27.15%	28.30%	30.12%

资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

## DCF 估值

根据 DCF 估值模型，西锐（2507.HK）股价估值为 56.42 港币/股，给予“优于大市”评级。

表15: 西锐资本成本假定

指标	合理值
无杠杆 Beta	1.8
无风险利率	2.00%
股票风险溢价	7.00%
公司股价	40.1
发行在外股数	366
股票市值 (E)	1877
债务总额 (D)	32
Kd	5.88%
T	21.00%
Ka	14.60%
有杠杆 Beta	1.82
Ke	14.77%
E/(D+E)	98.32%
D/(D+E)	1.68%
WACC	14.60%
永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源：Wind，公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

表16: DCF 估值

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT	179.7	240.8	324.5	318.5	365.3	409.8	445.9	497.0	553.5	610.8	
所得税税率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	142.0	190.2	256.4	251.6	288.6	323.7	352.2	392.7	437.3	482.5	
折旧与摊销	48.6	50.5	52.9	55.8	59.0	62.8	66.9	71.6	76.9	83.0	
营运资金的净变动	149.5	29.0	28.2	68.9	44.9	48.9	57.0	52.5	54.2	57.5	
资本性投资	-75.0	-80.0	-85.4	-93.9	-103.3	-113.6	-125.0	-141.5	-160.3	-181.7	
FCFF	265.1	189.7	252.1	282.4	289.2	321.8	351.1	375.2	408.1	441.4	3,277.8
PV(FCFF)	231.3	144.5	167.5	163.7	146.3	142.1	135.3	126.1	119.7	113.0	839.0

<b>核心企业价值</b>	<b>2,328.4</b>
减：净债务	-140.6
<b>股票价值</b>	<b>2,469.0</b>
<b>每股美元价值</b>	<b>6.75</b>
<b>每股港币价值</b>	<b>52.73</b>

资料来源：公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

表17：针对 WACC 和永续增长率的敏感性分析结果

	WACC					
	13.6%	14.1%	<b>14.60%</b>	15.1%	15.6%	
2.5%	7.75	7.39	7.07	6.77	6.50	
2.0%	7.60	7.26	6.95	6.67	6.40	
1.5%	7.46	7.14	6.85	6.57	6.32	
<b>永续增长率</b>	<b>1.0%</b>	<b>7.34</b>	<b>7.03</b>	<b>6.75</b>	<b>6.48</b>	<b>6.24</b>
0.5%	7.22	6.93	6.65	6.40	6.17	
0.0%	7.11	6.83	6.57	6.32	6.10	
-0.5%	7.01	6.74	6.49	6.25	6.03	

资料来源：Wind，公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 可比公司估值

此处采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。西锐是全球私人航空飞机制造龙头企业，选取同类整机公司庞巴迪（Bombardier）、德事隆（Textron）和万丰奥威作为可比公司。相较下，西锐持续提升飞机交付单价并且提高高价值机型交付量，扩大服务生态系统，使其具备了高端消费品属性。相比于其他主机厂，西锐未来盈利水平或有一定优势。预计西锐 2026-2028 年归母净利润分别为 1.77/2.27/2.95 亿美元，按照 2026 年 3 月 25 日收盘价，对应 PE 分别为 10.63/8.29/6.37 倍。

2026 年可比公司 PE 平均值为 21.30 倍，我们认为西锐 2026 年 13.5-15.5 倍为相对合理的 PE 估值区间，对应目标价格区间 49.40-56.72 港币/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表18：可比公司情况

证券代码	可比公司	收盘价	总市值	归母净利润（百万美元）			市盈率（P/E）		
		（美元）	（亿美元）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
BBD_A.TO	庞巴迪（Bombardier）	181.29	175.23	775.50	1140.00	1482.00	22.60	15.37	11.82
TXT.N	德事隆（Textron）	90.71	157.93	1016.59	1121.91	1262.55	15.53	14.08	12.51
002085.SZ	万丰奥威	2.09	44.34	172.20	203.93	234.52	25.77	21.74	18.91
	可比公司平均估值						21.30	17.06	14.41
2507.HK	西锐（Cirrus）	5.13	18.76	176.59	226.55	294.78	10.63	8.29	6.37

资料来源：Wind，公司招股书，公司年报，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

综合上述盈利预测与估值分析，我们预计 2026–2028 年西锐营业收入分别为 16.01/18.42/21.01 亿美元，同比+18.18%/+15.10%/+14.04%，归母净利润预测分别为 1.77/2.27/2.95 亿美元，同比+27.15%/+28.30%/+30.12%，对应 PE 分别为 10.63/8.29/6.37 倍。DCF 估值为 52.73 港币/股。结合可比公司情况以及未来公司发展潜力，我们预计西锐 2026 年 PE 为 13.5–15.5 倍，目标股价区间 49.40–56.72 港币/股，存在 23.19%–41.45% 的溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 49.40-56.72 港币之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的私人飞机制造企业，庞巴迪、德事隆、万丰奥威的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 21 年 13.5-15.5 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 18.18%/15.10%/14.04%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 35.25%/37.09%/39.71%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司大福克斯复材中心于 2026 年底或 2027 年上半年完工，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受 SR 系列和愿景喷气机的价格影响较大，我们预计未来 3 年 SR 系列的单机均价为 121.23/129.18/137.14 万美元/架，愿景喷气机的单机均价为 370.06/390.58/409.07 万美元/架，若由于形势变化，SR 系列和愿景喷气机的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 供应链受阻风险

中美关系等地缘政治变化可能影响公司供应链、技术合作及海外市场拓展。航空器及相关技术可能受出口管制政策影响。

### 燃油价格上涨可能带来的消费情绪衰退

全球原油价格上涨可能会影响终端消费者对于燃油飞机的使用和持有成本，进而影响消费者的消费意愿和购买决策，对公司需求产生不利影响。

## 宏观经济风险

私人航空市场通常受到整体宏观经济条件的影响，诸多因素影响消费者对高端产品的消费水平，包括整体经济状况、股市表现、利率及汇率、通货膨胀、政治不确定性、消费信贷的可用性、税率、失业率及其他影响消费者信心的因素。整体经济状况恶化可能会令可支配收入及消费者财富以及高净值人士的财富增长减少，对客户需求产生不利影响。

## 飞行器安全事故风险

飞机的飞行事故的出现可能会对公司产品销售产生不利影响。

## 相关数据和行业规模测算偏差风险

低空经济产业化进度存在不确定性，许多面向未来的应用场景发展刚刚起步，发展节奏难以预测。因此，对低空整体行业和具体细分领域的应用场景渗透率、收入和盈利水平以及整体市场规模等商业化测算可能与未来实际发展情况存在偏差，测算机制无法涵盖市场所有潜在因素带来的影响。

## 地缘政治风险

西锐是于美国创始且在美国经营的公司，但其实际控制人为中国航空工业集团，若未来中美贸易摩擦或出现因地缘政治产生的贸易商业风险，则可能对公司实际经营和管理产生不利影响。

## 流通盘较小风险

中航通飞香港有限公司持有西锐 80.18% 的股份，实际流通盘较小，股票流动性以及价格存在潜在波动。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)						利润表 (百万美元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	392	280	600	727	924	<b>营业收入</b>	<b>1197</b>	<b>1354</b>	<b>1601</b>	<b>1842</b>	<b>2101</b>
应收款项	59	65	145	167	190	营业成本	784	877	1036	1159	1267
存货净额	167	230	14	15	17	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	240	276	315	销售费用	124	144	173	205	240
<b>流动资产合计</b>	<b>724</b>	<b>747</b>	<b>1171</b>	<b>1392</b>	<b>1694</b>	管理费用	161	189	211	238	270
固定资产	233	282	300	318	337	财务费用	5	4	5	5	4
无形资产及其他	390	409	418	429	443	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	16	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	1	1	51	101	其他收入	23	32	49	50	53
<b>资产总计</b>	<b>1363</b>	<b>1461</b>	<b>1910</b>	<b>2211</b>	<b>2596</b>	营业利润	148	172	224	287	373
短期借款及交易性金融负债	16	4	24	10	8	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	69	53	193	200	202	<b>利润总额</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>224</b>	<b>287</b>	<b>373</b>
其他流动负债	364	400	476	538	598	所得税费用	27	34	47	60	78
<b>流动负债合计</b>	<b>448</b>	<b>457</b>	<b>693</b>	<b>748</b>	<b>808</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	40	8	8	8	8	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>139</b>	<b>177</b>	<b>227</b>	<b>295</b>
其他长期负债	93	112	149	168	198						
<b>长期负债合计</b>	<b>133</b>	<b>119</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>205</b>	现金流量表 (百万美元)					
<b>负债合计</b>	<b>581</b>	<b>576</b>	<b>850</b>	<b>924</b>	<b>1014</b>	净利润	121	139	177	227	295
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	782	884	1061	1287	1582	折旧摊销	45	57	49	50	53
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1363</b>	<b>1461</b>	<b>1910</b>	<b>2211</b>	<b>2596</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	5	4	5	5	4
关键财务与估值指标						营运资本变动	7	(34)	150	29	28
每股收益	0.33	0.38	0.48	0.62	0.81	其它	(0)	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>173</b>	<b>161</b>	<b>375</b>	<b>306</b>	<b>376</b>
每股净资产	2.14	2.42	2.90	3.52	4.32	资本开支	0	(80)	(75)	(80)	(85)
ROIC	18%	16%	17%	21%	27%	其它投资现金流	(104)	(67)	0	(34)	(41)
ROE	15%	16%	17%	18%	19%	投资活动现金流	<b>(104)</b>	<b>(147)</b>	<b>(75)</b>	<b>(164)</b>	<b>(177)</b>
毛利率	35%	35%	35%	37%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	11%	13%	15%	负债净变化	(16)	(33)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	14%	16%	18%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	12%	13%	18%	15%	14%	其它融资现金流	107	(61)	21	(15)	(2)
净利润增长率	32%	15%	27%	28%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>(127)</b>	<b>21</b>	<b>(15)</b>	<b>(2)</b>
资产负债率	43%	39%	44%	42%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>145</b>	<b>(112)</b>	<b>320</b>	<b>127</b>	<b>197</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	247	392	280	600	727
P/E	15.5	13.5	10.6	8.3	6.4	货币资金的期末余额	392	280	600	727	924
P/B	2.4	2.1	1.8	1.5	1.2	企业自由现金流	0	58	265	190	252
EV/EBITDA	88	76	68	54	42	权益自由现金流	0	(39)	282	172	247

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.GSI）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±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±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

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