西锐 20260901

西锐飞机：全球私人航空龙头，安全技术筑基，量价齐升驱动增长

摘要

- 西锐飞机是全球私人航空领军者，2023 年交付量市占率达 32%，2020-2024 年营收 CAGR 近 20%，利润 CAGR 达 35%，利润率升至 10%。
- 行业增长由价格驱动，2000-2024 年行业规模 CAGR 为 4.9%，其中单机均价贡献 4.3%，交付量仅贡献 0.5%，未来量价齐升趋势明确。
- 核心护城河为整机降落伞(CAPS)及自动着陆系统，事故率比行业平均低 3 倍，将航空安全由依赖飞行员转向技术保障，有效拓展 toC 市场。
- 产品采取差异化定价策略，SR 系列单价约 100 万美元，介于传统活塞机与涡桨机之间；愿景喷气机通过单发设计实现低成本与高性能的平衡。
- 截至 2025 年底在手订单超 1,000 架，交付周期长且二手保值率高；服务业务占比仅 15%-17%，对比标杆德事隆 30%占比，存量机队增长带动服务空间巨大。
- 预测 2026-2028 年利润增速为 21%/19%/18%，对应 2026 年 PE 仅 12-13 倍，估值处于低位，具备长期投资价值。

Q&A

请介绍一下西锐公司的基本情况及其在通航产业中的市场地位？

西锐作为全球私人航空业的市场领导者，于 1987 年在美国成立，并于 2011 年被中航工业集团旗下的中航通飞收购，目前中航工业通过中航通飞持有公司 80%的股权。被收购后，公司逐步走出了资金压力与交付低谷期，近年来交付量与交付总价值持续攀升，屡创历史新高。 公司的业务主要分为飞机销售和服务两大板块，其中飞机销售业务贡献了约 85%的营收，服务业务占比不足 15%。产品线主要包括 SR 系列活塞飞机（如 SR20、SR22、SR22T）和“愿景”（Vision Jet）系列喷气机。SR 系列是过去 22 年全球最畅销的单引擎活塞机型，而“愿景”系列自 2016 年开始交付以来，已连续 6 年在公务机领域销量领先。 从市场份额来看，以 2023 年的交付量计算，西锐在全球通航产业的份额为 23%，在私人航空领域的交付量份额达到 32%，是全球最大的私人飞机制造商。在业绩方面，公司 2020 年至 2024 年的营收复合年均增长率接近 20%，利润的复合年均增长率达到

35%，利润率从 6%以上提升至 2024 年的 10%。

全球通用航空产业的发展历程、增长动能以及未来趋势是怎样的？

全球通用航空产业规模从 2000 年的 85 亿美元增长至 2024 年的 267 亿美元，过去近 25 年的复合年均增长率约为 4.9%。产业增长的核心动能主要包括全球经济发展、宽松的信贷环境（航空融资利率可参照房屋抵押利率）、高净值人士数量的增加，以及机场等基础设施建设完善和数字化座舱等技术进步带来的飞行门槛降低。 从发展阶段看，该产业经历了四个主要时期：

1. **2000-2007 年**：受益于全球经济增长和宽松信贷，行业年均复合增长率达 14%，2007 年全球交付量达到约 4,300 架的峰值。
2. **2007-2012 年**：受次贷危机影响，行业进入下滑和整合期，交付量在 2012 年降至 2000 余架，接近腰斩。期间发生了中航工业收购西锐、德事隆收购比奇飞机等行业整合事件。
3. **2012-2019 年**：行业触底后进入稳步复苏阶段，主要由民航客运量提升和航校订单增长驱动。
4. **近五年至今**：后公共卫生事件时代，高净值人士对出行效率、卫生安全和隐私的需求成为刚需，叠加技术迭代，行业延续了良好的发展态势。

展望未来，根据行业公开数据预测，2024 年至 2028 年，全球私人飞机的交付量预计将保持 8%的年均增长，交付额则有望实现超过双位数的增长。

在全球通航产业的增长中，销量和价格各自扮演了怎样的角色？未来单机价格的走势如何？

价格是驱动全球通航产业增长的核心因素。在 2000 年至 2024 年间，行业市场规模的复合年均增长率约为 4.9%，其中交付量的 CAGR 不足 0.5%，而单机平均售价提升的贡献则高达 4.3%。这表明行业增长主要由价格上涨驱动。 单机价格能够持续上行的原因主要有两点：首先，以美国这一最大市场为例，劳动力成本指数和通货膨胀是重要的推动力；其次，近年来机型持续升级，产品结构从低附加值的活塞飞机向高附加值的涡桨和涡喷飞机演进。 预计未来，随着机型升级、技术迭代、产品附加值提升以及通胀持续，行业的单机平均售价将继续保持增长态势。

西锐公司的核心竞争力体现在哪些方面，尤其是在航空安全领域有何独特优势？

西锐的核心竞争力首先体现在其卓越的航空安全性能，这也是其关键的护城河。公司自成立以来，持续投入并优化主动与被动安全系统。 其最著名的安全技术是 1998 年首创的整机降落伞系统。该系统允许飞行员在紧急情况下，通过拉动驾驶舱内的手柄，利用固体燃料火箭弹射出一个大型降落伞，使整架飞机能够平

稳降落。自 1999 年应用至今，该系统已成功挽救超过 250 人的生命。CAPS 系统不仅装备于 SR 系列活塞飞机，也应用于“愿景”系列喷气机。 在此基础上，公司还引入了“安全返回”自动着陆系统（Safe Return Emergency Autoland System）。当飞行员失能时，乘客可一键启动该系统，飞机会自动搜索并飞往最近的机场，与空管联系，并完成自动着陆和刹停。这项技术为“愿景”系列提供了双重安全保障。此外，从 2025 年款的 SR 系列机型开始，也将配备该自动着陆系统，从而实现全产品线的双重安全保障。 得益于这些安全技术，西锐在美国通用航空领域保持着最安全之一的记录。其每 10 万飞行小时的总事故比例比行业平均水平低 3 倍。在 2021 至 2023 年间，其每 10 万飞行小时的非致命事故率在 1.5 至 2.0 之间，而全美私人航空的平均值约为 8.0。

请分析一下西锐飞机（Cirrus Aircraft）的核心竞争优势体现在哪些方面？

公司的核心竞争优势主要体现在安全性、价格定位、产品持续升级、制造能力以及贴近客户的服务模式等多个层面。 首先，在安全性方面，公司通过主动和被动安全技术，尤其是其标志性的整机降落伞系统，将航空安全从依赖飞行员技能转变为由技术保障，为客户提供了心理上的保障，这有助于拓展 to C 客户群体。其次是价格定位，公司产品具备高性价比和高保值率的特点。以 SR 系列活塞飞机为例，其单价约 100 万美元，高于塞斯纳 172 等传统活塞飞机（约四五十万美元），但远低于派珀 M700 等涡桨飞机（约 400 万美元）。这种定位使其在性能、航程和驾驶体验上优于传统活塞机，同时又比涡桨机更具价格优势，占据了一个有利的价格区间。同样，其“愿景”喷气机作为单发涡扇飞机，相比飞鸿、HondaJet 等双发机型，在价格和成本上更低，同时能提供涡扇飞机特有的飞行体验，如降噪和速度。此外，SR 系列作为畅销的单发活塞机，其二手市场保值率非常坚挺，加之目前在手订单交付周期较长，反映出供不应求的市场状态，高保值率也进一步吸引了 to C 消费者。 第三，产品功能与性能持续迭代。SR 系列自 1998 年推出第一代（G1）以来，已升级至第七代（G7），并于 2025 年推出了 G7 Plus 版本。愿景喷气机自 2016 年推出后也已升级至 G3 系列。每一代升级都在飞行性能（如升限、飞行包线）、航电系统智能化、操控感及内饰设计等方面进行提升。公司飞机采用全复合材料设计，结合侧杆操控和与佳明定制化的航电系统，带来了优异的气动效率、载荷比、轻量化和降噪表现，为 to C 消费者提供了综合最优的飞行体验。 第四是公司的复合材料制造与生产能力。公司拥有两大制造基地：位于大福克斯的大批量复合材料制造厂和位于明尼苏达州德鲁斯的总部总装车间及试飞厂区。其供应链在通用航空领域内具备效率、成熟度和管理优势。 最后是贴近客户的服务模式。与主要面向 to B 客户的竞争对手不同，西锐超过 95% 的业务面向零售客户，并以直营模式为主导（占比超过 80%）。这种模式能为消费者提供更优质的体验。公司还建立了全球化的培训系统和服务业务，包括授权培训中心和飞行员社群，为客户提供从购机、取证到后期价值链管理的一站式闭环服务，从而建立了强大的客户粘性。

人在草木间

公司的成长逻辑是什么？从订单、产能和产品均价等角度来看，未来的增长驱动力有哪些？

公司的成长逻辑主要由 SR 系列活塞飞机和“愿景”喷气机两大产品线的“双轮驱动”构成，并体现在量价齐升的趋势上。 从产品线来看，SR 系列凭借其在安全性、性价比和价格方面的优势，持续在活塞飞机市场中提升份额，保持着良好的景气度。“愿景”系列则开辟了私人单发喷气机这一新的细分市场，通过差异化卡位实现了快速增长。随着未来价格的提升和产能的跟进，“愿景”系列仍有巨大的发展空间。 从订单和产能角度看，公司的订单交付比（Book-to-Bill Ratio）近年来保持在 0.8 至 1.2 的健康区间，显示出强劲的市场需求。例如，公司飞机的交付量从 2020 年的 420 架增长至 2025 年的 797 架，年均增长率达到十几个百分点。截至 2025 年底，公司储备订单超过 1,000 架，其中近 200 架为“愿景”喷气机。饱满的在手订单为未来业绩提供了有力支撑。同时，公司产能正处于持续扩张阶段，产能释放将进一步保障业绩的确定性。 从销售均价来看，公司产品价格处于持续提升通道。2001 年至 2024 年，公司飞机的销售均价年均提升幅度约为 7%。这主要得益于两个方面：一是产品附加值的增加，SR 系列从 G1 迭代至 G7 Plus，特别是涡轮增压版（SR22T）的推出，进一步提升了产品价值；二是产品结构的优化，“愿景”喷气机在总销量中的占比逐年提升，拉高了整体机队的平均售价。在通胀背景以及机型不断升级和新型号推出的趋势下，公司产品的均价预计将长期保持量价齐升的状态。

公司服务业务的现状如何，未来的增长空间和潜力体现在哪里？

目前，公司服务业务的收入占比约为 15%至 17%，尚未达到 20%。该业务的增长与飞机保有量直接相关。随着公司飞机存量的不断增加，服务业务的收入比例必然会随之提升。可以对标德事隆，其服务业务收入占比通常超过 30%。相比之下，西锐目前仅十几个百分点的服务收入占比意味着巨大的增长潜力。公司累计交付量约为 1.1 万架，与行业巨头相比仍有较大差距。未来，随着存量机队规模的持续扩大，服务业务的增速将拥有非常可观的提升空间。

基于公司近期的业绩表现，对未来几年的收入和利润增长有何预测？目前的估值水平如何？

根据公司近期披露的半年报，其收入和利润均实现了非常不错的增长。基于此，我们对公司 2026 年的盈利预测进行了略微上修。预计 2026 年至 2028 年，公司收入端的年均增长率分别为 16%、14%和 13%；利润端的年均增长率预计为 21%、19%和 18%。对应 2026 年的估值约为 12 至 13 倍，而 2027 年和 2028 年的估值则可能降至 10 倍甚至以内。对于这样一项优质资产而言，目前的估值水平被认为是低估的，因此长期看好其投资机会。