仅供内部参考，请勿外传

公司评级	增持（维持）
报告日期	2026 年 09 月 15 日

基础数据

09 月 14 日收盘价（元）	60.49
总市值（亿元）	1,616.35
总股本（亿股）	26.72

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证军工】中航成飞 2025 年报及 2026 年一季报点评：25 年业绩稳健收官，紧抓全球防务市场机遇-2026.05.04

分析师：石康
S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦
S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

中航成飞(302132.SZ)

产品谱系持续扩容，军贸拓展空间远大

投资要点：

- **中航成飞是我国航空主战装备核心整机平台。**2025 年 1 月，航空工业成飞通过重大资产重组整体注入上市公司平台，形成覆盖航空装备研制、维修保障、民机制造及智能测控等领域的业务布局。2025 年，公司实现营业收入 753.59 亿元，规模居国内五大航空主机厂上市公司首位；归母净利润 34.32 亿元，位居第二。
- **国防投入稳步增长叠加装备更新升级，我国战机长期扩量提质空间广阔。**我国国防支出保持稳定增长，为航空装备建设提供持续支撑。同时，我国战斗机代际结构仍有较大优化空间，2025 年我国四代及五代战机占比 46%，相比美国四代及五代机占比 84%仍存在差距。未来随着先进战机列装及存量装备升级，航空主机厂有望持续受益。
- **军贸出口基础深厚，海外市场拓展有望打开新增量。**中航成飞长期参与航空装备出口，产品覆盖歼-7、歼-10、“枭龙”等系列。根据 SIPRI 数据，1949-2025 年航空工业成飞累计出口战斗机超 1000 架，其中“枭龙”系列超 150 架。近年来，军贸加快向高端型号拓展，歼-10CE 已出口巴基斯坦和乌兹别克斯坦，孟加拉国等亦推进相关采购谈判。随着海外装备升级需求释放，军贸有望成为公司航空主业的重要增量。
- **规模制造与智能制造能力持续强化，生产效率优势不断释放。**公司具备航空装备规模化生产能力，并持续推进数字化制造体系建设，通过“黑灯工厂”、智能生产线等方式提升制造效率，零件平均研制周期由 138.3 天缩短至 98.3 天，产品研制周期缩短 28.92%，设备综合利用率提升 20.6%，运营成本降低 32%。
- **产品谱系持续扩容，横向衍生与纵向升级拓展成长空间。**横向来看，公司围绕歼-10、歼-20 等平台持续开展改进衍生，面向不同作战任务和使用需求拓展产品边界；纵向来看，公司积极布局新质新域方向。随着未来空战向智能化、体系化发展，公司依托先进战机平台探索有人-无人协同，有望推动航空装备由单机平台向体系化能力延伸。
- **多元业务布局拓展成长边界。**公司持续拓展民机制造、商业航天、无人系统等业务领域，有望形成航空装备主业之外的长期增长支点。
- 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 806.34/854.72/871.82 亿元；归母净利润分别为 37.72/42.64/49.43 亿元，EPS 分别为 1.41/1.60/1.85 元/股，对应 2026 年 9 月 14 日收盘价 PE 为 42.8/37.9/32.7 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：1）标的资产业绩承诺发生调整或无法实现的风险；2）产品定价的风险；3）贵飞持续亏损难以扭亏的风险；4）航空产业需求波动的风险等。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	75359	80634	85472	87182
同比增长	15.8%	7.0%	6.0%	2.0%
归母净利润（百万元）	3432	3772	4264	4943
同比增长	6.5%	9.9%	13.0%	15.9%
毛利率	8.5%	9.1%	9.2%	10.0%
ROE	16.2%	16.9%	18.0%	19.7%
每股收益（元）	1.28	1.41	1.60	1.85
市盈率	47.1	42.8	37.9	32.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 中航成飞：中国航空主战装备龙头，借壳中航电测登陆资本市场 4
（一） 六十余载积淀，迈向航空产业核心平台 4
（二） 航空工业集团绝对控股，多元航空资产协同布局 5
（三） “十四五”航空装备批产持续推进，航空工业成飞盈利水平稳步提升 ... 7
（四） 研发创新实力突出，产业链生态加速完善 8
（五） 交易标的资产业绩承诺 10
二、 军费增长支撑装备建设，我国战机扩量升级空间广阔 10
三、 制造、产品与体系优势共振，多维布局拓展成长边界 14
（一） 航空主机厂龙头地位稳固，规模化优势持续释放 14
（二） 对标海外航空龙头加速追赶，外贸需求拓展增量空间 16
（三） “脉动”生产释放规模效应，智能制造提升生产效率 21
（四） 产品谱系持续扩容，代际升级拓宽成长边界 24
（五） 从航空装备走向多元发展，探索空天与智能化新方向 32
四、 盈利预测与估值 34
五、 风险提示 34

图目录

图 1、 中航成飞历史沿革 5
图 2、 中航成飞股权结构（截至 2026 年 8 月） 6
图 3、 航空工业成飞 2021-2024 年营业收入及同比增速 7
图 4、 航空工业成飞 2021-2024 年归母净利润及同比增速 7
图 5、 航空工业成飞 2021-2024 年毛利率及归母净利率 8
图 6、 航空工业成飞 2021-2024 年期间费用率 8
图 7、 航空工业成飞 2021-2023 年分产品收入占比 8
图 8、 航空工业成飞 2021-2023 年分产品毛利率 8
图 9、 2024-2025 年五大主机厂研发人员数量对比（人） 9
图 10、 中国国防支出预算增速及占 GDP、国家公共财政支出比重 11
图 11、 1992-2025 年中国与全球主要国家国防支出占 GDP 比重 11
图 12、 1949-2025 年中美国防支出对比（亿美元） 12
图 13、 2025 年中美俄军用飞机数量对比（架） 14
图 14、 2025 年中国战斗机各代型号数量占比 14
图 15、 2025 年美国战斗机各代型号数量占比 14
图 16、 2020-2025 年五大航空主机厂营业收入对比（亿元） 15
图 17、 2020-2025 年五大航空主机厂归母净利润对比（亿元） 15
图 18、 2020-2025 年五大航空主机厂毛利率对比 15
图 19、 2020-2025 年五大航空主机厂净利率对比 15
图 20、 2020-2025 年五大航空主机厂人均创收对比（万元） 16
图 21、 2020-2025 年五大航空主机厂人均创利对比（万元） 16
图 22、 中航成飞主营业务与洛克希德·马丁航空业务收入对比 16
图 23、 中航成飞与洛克希德·马丁毛利率对比 16
图 24、 2020-2025 年中航成飞与洛克希德·马丁海外业务收入及占比对比 . 17
图 25、 洛克希德·马丁海外市场营收拆分（亿元） 17
图 26、 1949-2025 年中国各类型军机出口占比（数量） .....

仅供内部参考，请勿外传

图 27、 1949-2025 年中国各类型军机出口占比（TIV） 18
图 28、 1949-2025 年中国各类战斗机型号出口占比（数量） 18
图 29、 1949-2025 年中国各类战斗机型号出口占比（TIV） 18
图 30、 我国军机对外出口占比前三十的国家（TIV 口径）（截至 2025 年底） 19
图 31、 JF-17（“枭龙”）战机 20
图 32、 F-35“脉动”生产线车间 21
图 33、 F-35 单架生产平均工时随产量增加而下降 22
图 34、 LRIP1-14 F-35A 单价持续下降 23
图 35、 公司 F-35 成本下降（百万美元/架）（截至 2019 年 10 月） 23
图 36、 中航成飞“黑灯工厂” 24
图 37、 “复杂航空装备规模化生产线设计与构建关键技术”项目荣获四川省科学技术进步一等奖 24
图 38、 F-35 战机衍生型号 25
图 39、 美空军作战飞机发展路线图（美空军 INVENT 计划提出） 28
图 40、 美空军 F-47 战斗机与无人机协同作战效果图 29
图 41、 法国、德国、西班牙联合主导的“未来空中作战系统”战斗机模型 29
图 42、 美国 XQ-58A“女武神”无人机 31
图 43、 美国 XQ-67A 无人机 31
图 44、 2025 年“九三”阅兵中空中无人作战方队 31
图 45、 “昊龙”航天飞机 32
图 46、 成飞民机 2021-2024 年经营情况 33
图 47、 成飞民机 C919 机头生产线 33
图 48、 尾座式无人机 34
图 49、 “文鳐”系统 34

表目录

表 1、 中航成飞下属子公司/孙公司介绍 6
表 2、 交易标的资产业绩承诺 10
表 3、 2025 年北约军费及 GDP 占比情况 13
表 4、 “枭龙”战机的发展历程 19
表 5、 每架 F-35 生产所需工时 22
表 6、 我国部分主战机型的相关改型 25
表 7、 美国《空军杂志》战斗机五代划分法 27
表 8、 有/无人机典型协同作战运用构想 30
表 9、 可比公司估值（截至 2026 年 9 月 14 日） 34

仅供内部参考，请勿外传

一、中航成飞：中国航空主战装备龙头，借壳中航电测登陆资本市场

根据航空工业成飞官网，成都飞机工业（集团）有限责任公司（简称“航空工业成飞”）创建于 1958 年，是中国航空工业集团有限公司直属单位，是我国航空武器装备研制生产和出口的主要基地，民机零部件重要制造商。

公司在军机方面，研制生产了歼-5、歼-7、枭龙、歼教-9、歼-10、歼-20 等有人机，以及翼龙系列、靶机系列等无人机。在民机方面，公司具备完整的机头设计研发试验体系和航空大部件制造专业化优势。在维修保障方面，公司具备二代机、三代机规模化维修能力。

根据公司公告，航空工业成飞具备高端航空装备研制、生产、试验、维修、服务等全链条能力。目前已形成以科技创新为引领，武器装备、民用航空、军品贸易、维修服务、空天网信、现代制造服务六大产业有序协调发展的新格局。

（一）六十余载积淀，迈向航空产业核心平台

成飞前身为国营 132 厂，是国家“一五”计划重点建设项目之一。根据公司公告，1955 年国家做出建设第二套歼击机制造厂的决定，选址确定在成都，由我国原第二机械工业部明确代号为 132 厂，国营 132 厂于 1958 年 10 月 18 日正式创建。

建厂初期，成飞从测绘仿制起步，后围绕歼-7 系列研制生产，逐渐从测绘仿制走向自主改型研制。根据人民网，1964 年，我国测绘设计试制的第一款夜间低空截击机歼-5 甲首飞成功，成为成飞航空装备研制能力形成的重要起点。1968 年起，设计团队根据部队需求对歼-7 进行系列改进，此后 10 余年的时间里，相关设想逐渐在歼-7Ⅰ、歼-7Ⅱ等改进型飞机上得以实现。

改革开放后，成飞逐步推进企业化改革，对外开放程度持续提升。根据中航工业成飞公众号，1982 年，以“成都飞机公司”的名义对外开放。1989 年，公司名称变更为“成都飞机工业公司”。

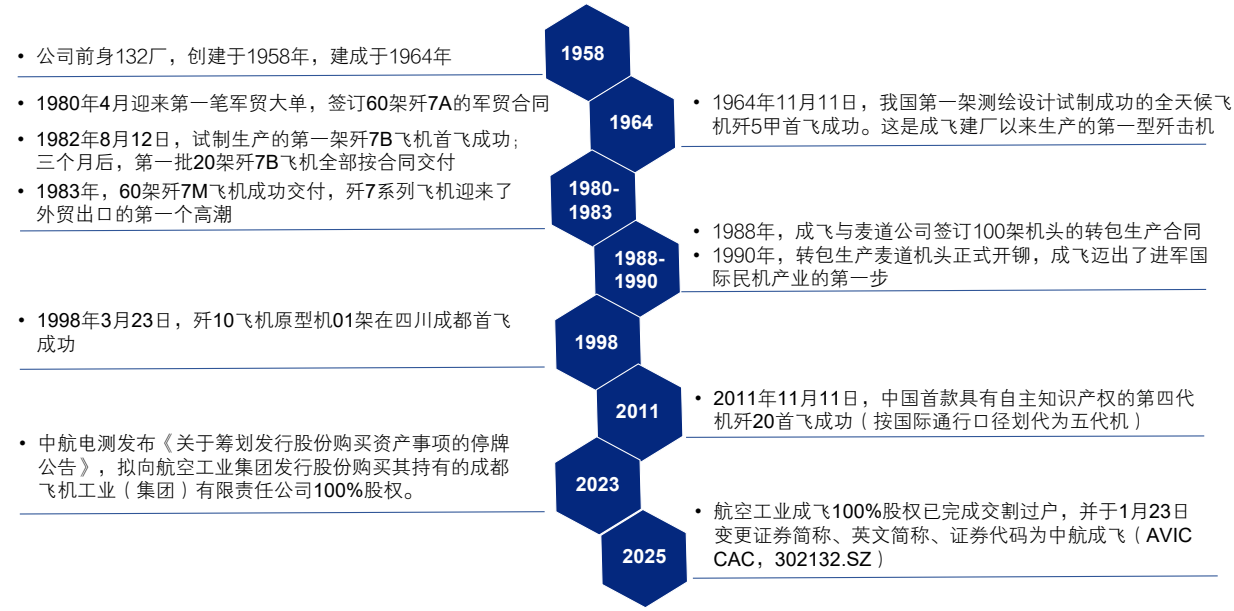
战机型号持续演进，成飞航空装备研制稳步推进。根据人民网，1998 年，我国第一架自主研制的第三代战机歼-10 首飞。2003 年 8 月 25 日，中巴联合研制的“枭龙”01 架原型机首飞成功，2007 年首批“枭龙”飞机交付巴基斯坦空军。2008 年，公司名称变更为成都飞机工业（集团）有限公司。根据国防部官网，2011 年 1 月 11 日，歼-20 首飞成功，成飞进一步进入先进隐身战斗机研制生产阶段。2018 年，歼-20 开始列装空军作战部队。

资产重组落地，成飞核心资产实现整体上市。根据公司公告，2023 年 1 月 11 日，中航电测发布《关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告》，拟向航空工业集

仅供内部参考，请勿外传

团发行股份购买其持有的成都飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权。2025 年 1 月 6 日，航空工业成飞 100%股权已完成交割过户，并于 1 月 23 日变更证券简称、英文简称、证券代码为中航成飞（AVIC CAC，302132.SZ）。

图1、中航成飞历史沿革



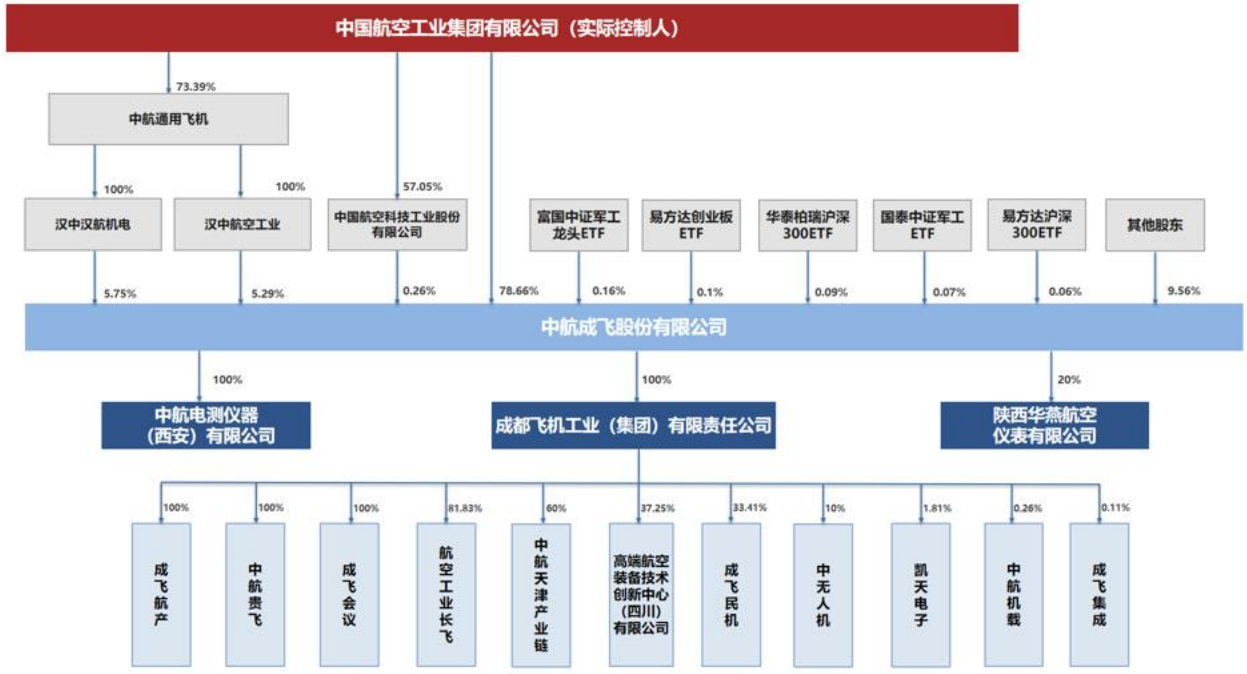
据来源：中航成飞公众号、公司公告，中国国防部官网，中华网军事频道，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）航空工业集团绝对控股，多元航空资产协同布局

航空工业集团为公司实控人。截至 2026 年 8 月，航空工业集团直接持有中航成飞 78.66%的股份，通过汉中汉航机电有限公司和汉中航空工业（集团）有限公司间接分别持有中航成飞 4.22%和 3.88%的股份。

仅供内部参考，请勿外传

图2、中航成飞股权结构（截至 2026 年 8 月）



据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

子公司业务覆盖整机研制、航空维修、民机制造及智能测控等领域。根据公司公告，2025 年 1 月，航空工业成飞通过与原中航电测实施重大资产重组实现整体上市，航空工业成飞成为上市公司全资子公司，贵飞、长飞、成飞民机等也随之进入上市公司体系，成为上市公司孙公司，分别承担航空装备研制、航空装备维修、国内外航空装备部件研制等业务。原中航电测智能测控业务继续保留在上市公司体内，2025 年 6 月，公司将原中航电测本部资产以账面净值划转增资至全资子公司中航电测仪器（西安）有限公司，由其承接传感器、仪器仪表等智能测控业务。

表1、中航成飞下属子公司/孙公司介绍

公司名称	公司层级	主要业务	概述
航空工业贵飞	孙公司	航空装备研制	长期承担军用飞机研制生产任务，先后形成歼教 7、“山鹰”高级教练机、FTC-2000G 及多型无人机“翼龙”（“鹞鹰”）系列等产品谱系，其中歼教 7、“山鹰”、FTC-2000G 等型号实现出口。公司具备飞机设计、制造及总装集成能力，业务覆盖军品、军贸及转包协作。
航空工业长飞	孙公司	航空装备维修	主要承担我军的歼击机、强击机、轰炸机、教练机、直升机、无人机等二、三代战机大修保障、战场抢修保障和各型飞机机载设备修理任务。是我国主要的军贸航空装备修理基地，承担我国军贸出口歼强机整机和部附件修理、大修建线、战斗力提升和加改装任务，用户遍及亚非十几个国家和地区。
成飞民机	孙公司	国内外航空装备部件研制	主导产品涵盖了机头及机身、舱门和翼面三大类，是中国商飞、美国波音、欧洲空客等国际知名航空制造企业的的优质供应商，是国内唯一的大飞机机头（C909、C919、C929、AG600、MA700 等）专业化研制基地。
中航电测	子公司	智能测控产品研制	聚焦“智能测控”领域，确立了航空防务、传感控制、数智产业、智能交通四大业务板块，是国内提供军民两用智能测控产品及系统解决方案的骨干企业。
高端航空装备技术创新中心（四川）有限公司（航空国创）	子公司	研究和试验发展	航空国创中心于 2022 年 12 月 30 日由科技部批复成立，四川省人民政府、国务院国资委作为组织单位，中国航空工业集团作为牵头建设单位，中国航空工业集团成飞、成都所作为依托单位，是国防领域第一家、航空领域唯一一家国家技术创新中心。中心聚焦高端航空装备跨越式发展需要，围绕“目标特性控制、极限性能制造、智能集成及测试”三大技术方向，打通与主机厂所成果转化合作链路，实施高水平成果转化与产业化。

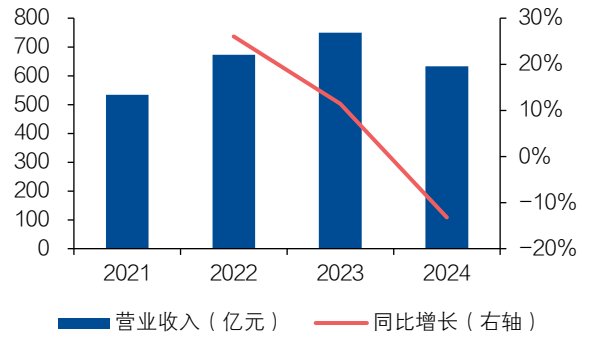
数据来源：公司公告，中国航空报，航空工业长飞公众号，航空工业民机公众号，中航电测官网，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

（三）“十四五”航空装备批产持续推进，航空工业成飞盈利水平稳步提升

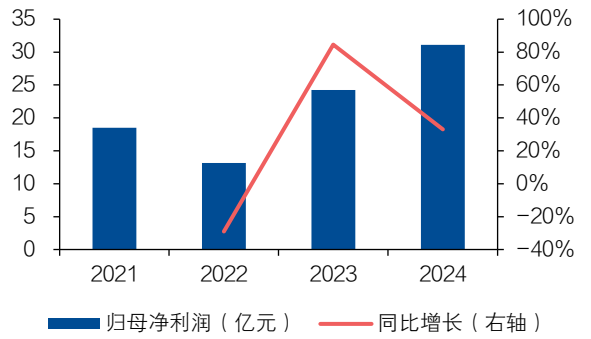
航空装备交付呈现阶段性特征，航空工业成飞收入增速回落但盈利表现持续改善。2021-2023 年，航空工业成飞营业收入由 533.90 亿元增至 749.68 亿元，2022 年、2023 年分别同比增长 26.04%、11.41%；随着前期批次交付推进及收入基数抬升，2024 年营业收入回落至 632.75 亿元，同比下降 13.22%。利润端表现更具韧性，归母净利润由 2021 年的 18.50 亿元增至 2024 年的 31.11 亿元，CAGR 为 18.92%，盈利水平持续提升。

图3、航空工业成飞 2021-2024 年营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据，2024 年数据为中航成飞重组后合并报表减去重组前中航电测报表数据。

图4、航空工业成飞 2021-2024 年归母净利润及同比增速

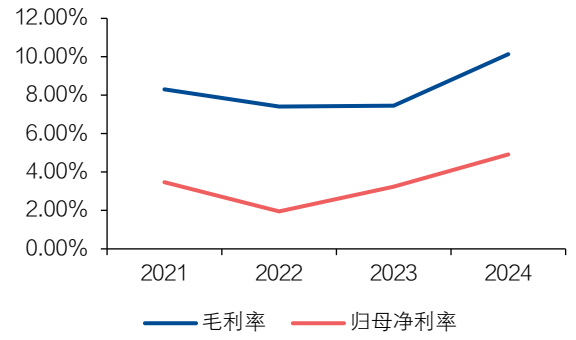


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据，2024 年数据为中航成飞重组后合并报表减去重组前中航电测报表数据。

毛利率与净利率同步回升，费用端变化整体可控。2021-2024 年，航空工业成飞毛利率分别为 8.30%、7.41%、7.45%和 10.14%，2024 年毛利率较 2023 年提升 2.69pct；归母净利率由 2022 年的 1.95%提升至 2024 年的 4.92%，盈利指标持续优化。费用端，2021-2024 年期间费用率分别为 4.01%、4.34%、2.90%和 3.62%，整体波动较小。

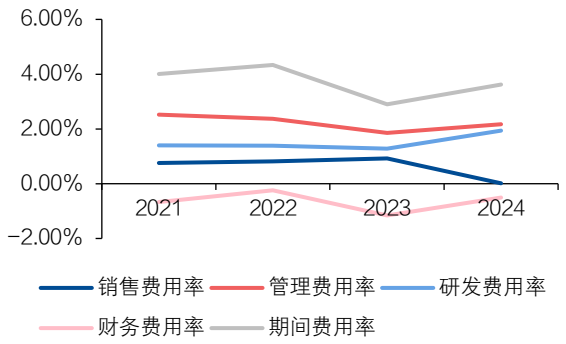
仅供内部参考，请勿外传

图5、航空工业成飞 2021-2024 年毛利率及归母净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据，2024 年数据为中航成飞重组后合并报表减去重组前中航电测报表数据。

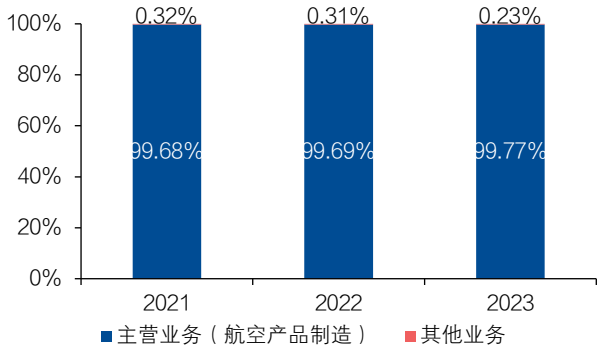
图6、航空工业成飞 2021-2024 年期间费用率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据，2024 年数据为中航成飞重组后合并报表减去重组前中航电测报表数据。

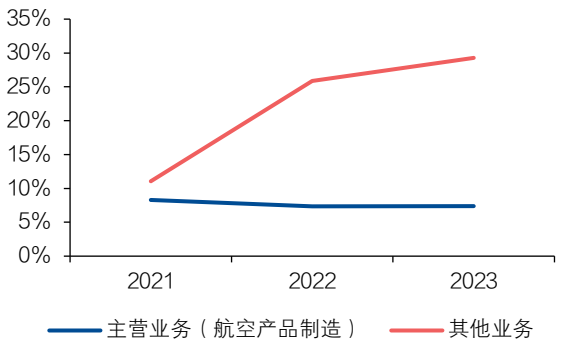
航空产品制造长期占据绝对主导，重组后主业集中度仍保持高位。2021-2023 年，航空工业成飞主营业务（航空产品制造）收入由 532.18 亿元增长至 747.94 亿元，年均复合增长 18.55%，主营业务收入占比始终维持 99%以上，主营业务毛利率分别为 8.30%、7.35%、7.40%，整体保持稳定。2025 年完成重组上市后，中航成飞主营业务收入为 750.62 亿元，占营业收入比重达 99.61%，主营业务毛利率为 8.41%，表明公司业务结构仍高度聚焦航空装备制造，重组后航空主业优势进一步延续。

图7、航空工业成飞 2021-2023 年分产品收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据。

图8、航空工业成飞 2021-2023 年分产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处统计重组前航空工业成飞经营数据。

（四）研发创新实力突出，产业链生态加速完善

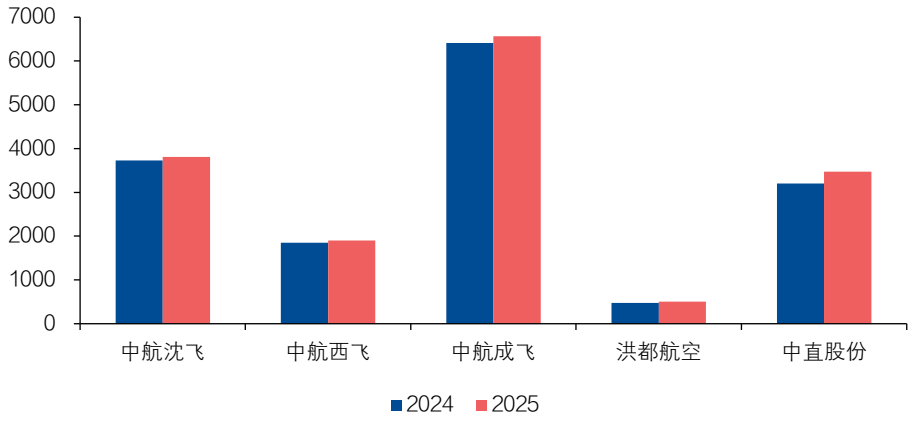
创新能力持续夯实，技术突破与成果积累并进。根据公司公告，航空工业成飞始终把科技创新作为发展的核心支撑，坚持高端航空武器研制需求牵引与专业内生发展“双轮”驱动，在先进制造技术、数字化测量、装配产线优化控制等关键领

仅供内部参考，请勿外传

域不断取得技术突破。截至 2025 年底，上市公司形成有效发明专利 2400 余项，拥有 2 项国际标准，发布国家级、行业级标准 100 余项，获得国家级科学技术奖 5 项、省部级科学技术奖 67 项，科技创新能力行业领先。

高度重视研发团队建设，持续夯实创新人才基础。根据公司公告，自设立以来，航空工业成飞重视对技术创新和研发团队培养，设有健全的航空技术体系，在航空装备整机及部附件研制生产领域，培养造就了一批高素质的研发人员，形成了专业齐全、结构优化的研发队伍。2025 年，上市公司研发人员数量为 6600 余人，占公司总员工数量比例为 24.68%。根据证券时报网，截至 2026 年 5 月，公司已建成 4 个国家级创新平台、12 个省部级平台和 6 个企业级科技创新平台，并建立院士（专家）创新工作站。资深的研发技术团队保障了公司的持续创新能力。

图9、2024-2025 年五大主机厂研发人员数量对比（人）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：航空工业成飞研发人员数量采用重组后上市公司口径

发挥“链主”带动作用，持续构建高效协同的航空产业链集群。根据证券时报网，成飞依托技术、产业和资源优势，带动上下游企业协同发展，打造“研-产-试-修”一体化协同机制，并推动“1+1+N”模式落地，即由地方政府、龙头企业和配套企业共同参与，撬动 160 亿元社会资本和地方政府资源建设集群化航空产业园，逐步形成覆盖研发、制造、维修等环节的全产业链生态。

通过资本纽带深化核心供应商协同。根据公司公告，航空工业成飞通过参与中航产业基金对产业链企业开展战略投资，重点支持具备较强创新能力和协同研发能力的高技术企业，提升产业链供应链韧性。已投企业中，安徽佳力奇、泰格尔、大连长之琳主要提供复材结构件、蒙皮、连接件等零部件，北京瑞风协同提供软件服务，西安羚控提供检测服务并开展检测设备协同研发，有研复材从事金属基复合材料及特种有色金属合金材料等超材料研发生产，逐步形成以成飞为核心、供应商协同配套的产业集群。

仅供内部参考，请勿外传

（五）交易标的资产业绩承诺

成飞本次重组同步设置三年业绩承诺，强化注入资产经营兑现预期。根据上市公司与航空工业集团签署的《业绩承诺协议》及其补充协议，业绩承诺补偿期为发行股份购买资产实施完毕后连续三个会计年度，包括实施完毕当年，并分别对相关资产设置净利润和收入考核指标。

其中，针对业绩承诺资产 1，若交易于 2023 年实施完毕，航空工业集团承诺 2023-2025 年各年度净利润分别不低于 0.16 亿元、0.16 亿元和 0.17 亿元；若交易于 2024 年实施完毕，则 2024-2026 年各年度净利润分别不低于 0.16 亿元、0.17 亿元和 0.17 亿元，实际净利润以经审计单体财务报表中扣非净利润为准。

针对业绩承诺资产 2，若交易于 2023 年实施完毕，2023-2025 年承诺收入分别不低于 651.53 亿元、660.86 亿元和 699.70 亿元；若交易于 2024 年实施完毕，则 2024-2026 年承诺收入分别不低于 660.86 亿元、699.70 亿元和 749.42 亿元。

表2、交易标的资产业绩承诺

资产	法人主体	承诺事项				
		项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
业绩承诺资产 1	成飞航产	净利润（亿元）	0.16	0.16	0.17	0.17
业绩承诺资产 2	航空工业成飞母公司	营业收入（亿元）	614.51	617.50	648.67	698.08
	航空工业贵飞		9.24	12.78	17.46	15.83
	航空工业长飞		6.60	7.26	7.84	8.47
	成飞民机		21.18	23.32	25.73	27.04
	合计		651.53	660.86	699.70	749.42

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

重组于 2025 年初正式落地。根据中航电测于 2025 年 1 月 7 日披露的《发行股份购买资产暨关联交易标的资产过户完成的公告》，截至 2025 年 1 月 6 日，本次重组标的资产成飞 100%股权已完成交割及过户，成飞正式成为上市公司全资子公司，标志着本次重大资产重组完成资产交割。根据中航成飞 2025 年年度报告，资产重组时所做的业绩承诺及补偿期限变更为 2025 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，但未就 2027 年的具体承诺事项作出更新。

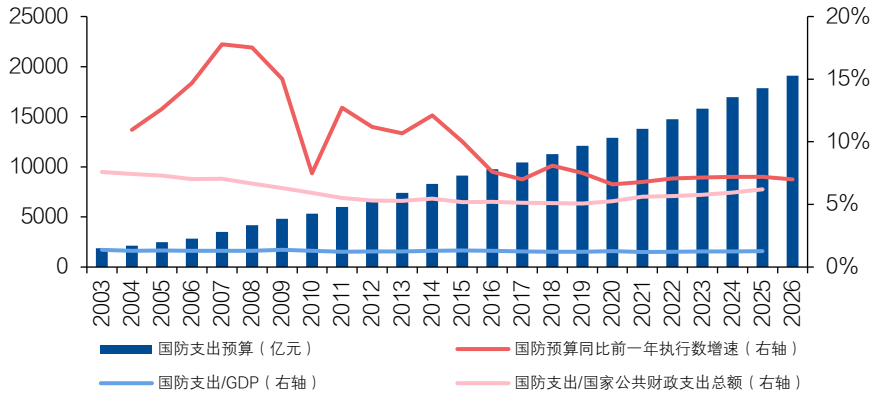
2025 年公司达成业绩承诺。根据《中航成飞股份有限公司关于 2025 年度业绩承诺完成情况的专项说明》，2025 年，业绩承诺资产 1 的扣除非经常性损益后的净利润的承诺金额为 0.17 亿元，实现金额为 0.20 亿元，业绩承诺完成率 119.51%；业绩承诺资产 2 的无形资产对应收入的承诺金额为 699.70 亿元，实现金额为 715.08 亿元，业绩承诺完成率 102.20%。

二、军费增长支撑装备建设，我国战机扩量升级空间广阔

仅供内部参考，请勿外传

我国军费增速连续四年保持 7%及以上。据中华人民共和国财政部，2025 年我国国防支出为 17846.65 亿元，增长 7.2%，增幅与 2024 年持平。2016-2026 年全国财政安排国防支出预算分别为 9765/10444/11276/12114/12912/13795/14761/15808/16943/17847/19096 亿元，较前一年度执行数增速分别为 7.6%/7.0%/8.1%/7.5%/6.6%/6.8%/7.1%/7.2%/7.2%/7.2%/7.0%。2021-2025 年，国防支出占 GDP 比重分别为 1.20%/1.22%/1.25%/1.26%/1.27%，占国家公共财政支出总额比重分别为 5.62%/5.66%/5.76%/5.95%/6.21%。

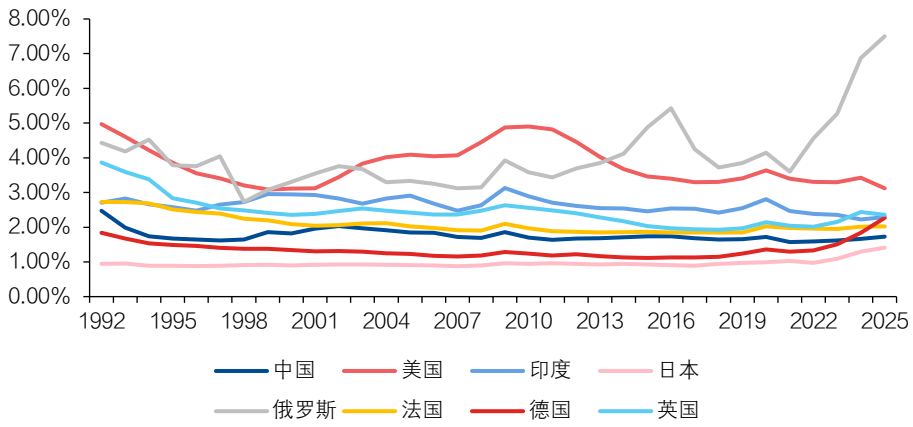
图10、中国国防支出预算增速及占 GDP、国家公共财政支出比重



数据来源：财政部，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

我国国防支出强度仍具提升空间。据斯德哥尔摩国际和平研究院统计，2025 年中国国防开支占 GDP 比重为 1.72%（相比我国披露的实际数据 1.27%有所夸大），低于美国、俄罗斯、印度、英国、德国和法国分别 3.12%、7.50%、2.30%、2.35%、2.27%和 2.03%的 GDP 占比，在主要国家中仅高于日本。

图11、1992-2025 年中国与全球主要国家国防支出占 GDP 比重

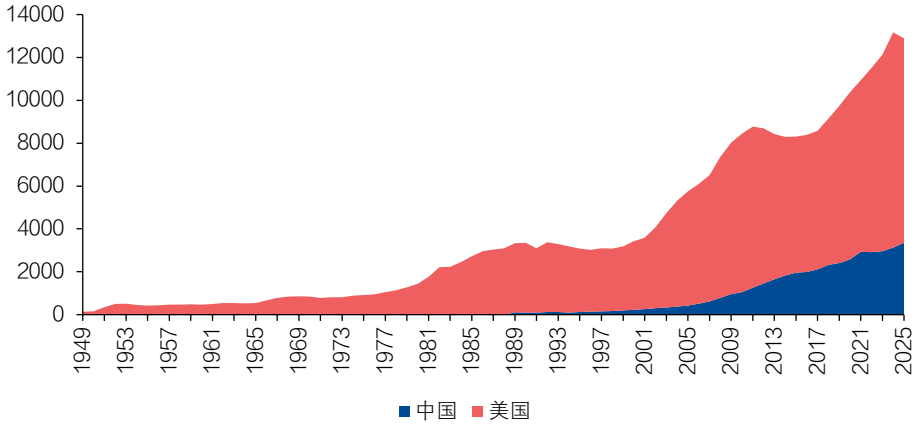


数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

中美国防支出规模差距较显著，我国长期投入空间仍待释放。据斯德哥尔摩国际和平研究院统计数据，1949-2025 年，美国国防支出年均复合增速为 5.70%，若以此增速线性外推，到 2050 年美国国防支出将达 38193 亿美元；2025 年我国国防支出是美国的 35.16%，1989-2025 年累计国防支出是美国的 20.45%。

图12、1949-2025 年中美国防支出对比（亿美元）



数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

除了美国，欧洲和亚洲主要军事大国的国防预算也大幅增长：

- 据欧洲防务局（EDA）2026 年 7 月 16 日发布的最新数据，2025 年欧盟 27 个成员国国防开支达到 4180 亿欧元，较 2024 年增长 20%，占欧盟 GDP 的 2.2%；EDA 预计，2026 年欧盟国防开支将进一步增至 4540 亿欧元，占 GDP 的比重升至 2.4%。2025 年，欧盟已有 23 个成员国的国防开支达到或超过本国 GDP 的 2%；预计 2026 年国防投资将占国防开支总额的 36%。
- 据新华网 2025 年 7 月 14 日报道，法国总统马克龙在国防部发表讲话时宣布，法国国防预算将在 2026 年度增加 35 亿欧元，2027 年度再增加 30 亿欧元。这将使法国年度国防预算达到 640 亿欧元的目标从原计划的 2030 年提前到 2027 年。
- 据央视新闻 2025 年 7 月 30 日报道，德国内阁正式通过 2026 财年预算案。根据预算案，2026 年德国国防预算将增至 837 亿欧元，与 2025 年相比大幅增加 32%。
- 据环球网 2025 年 2 月 25 日报道，英国首相斯塔默当地时间 24 日在英国议会下院发表讲话时宣布，到 2027 年，英国将把国防开支占国内生产总值的比重提高到 2.5%；斯塔默同时表示，从 2027 年起，英国每年将增加 134 亿英镑国防开支，并承诺在下一届议会中将国防开支占 GDP 的比重提高到 3%。

仅供内部参考，请勿外传

- 据俄罗斯财政部 2025 年 10 月 3 日发布的预算政策文件，2026 年“国家国防”支出约为 12.93 万亿卢布，2027 年计划增至 13.57 万亿卢布，2028 年约为 13.05 万亿卢布，国防开支继续维持历史高位。
- 据新华网 2026 年 1 月 15 日报道，日本政府正式敲定 2026 财年预算案，其中防卫预算激增至 9.04 万亿日元，连续 14 年刷新历史纪录。

表3、2025 年北约军费及 GDP 占比情况

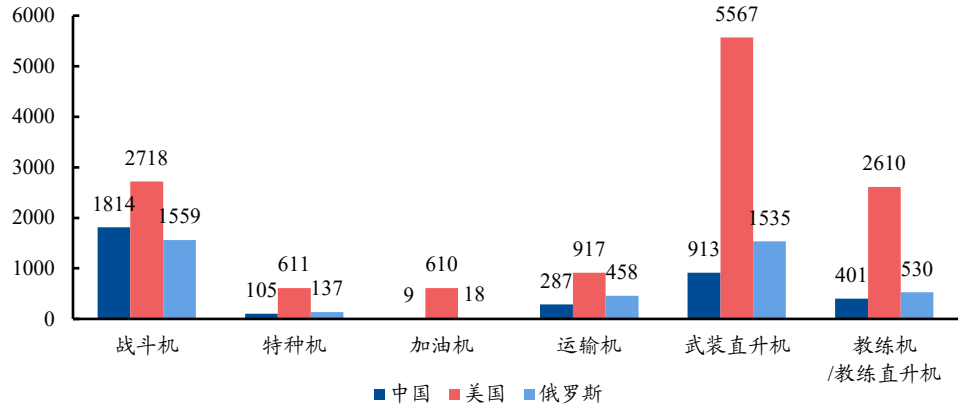
国家	2025 年核心国防支出占 GDP 比例（%）	2025 年 GDP（百万美元）
波兰	4.25	1,038,864
立陶宛	4.03	95,156
爱沙尼亚	3.93	46,988
拉脱维亚	3.67	48,591
丹麦	3.27	462,525
美国	3.17	30,762,099
挪威	3.16	530,756
瑞典	2.85	670,573
希腊	2.79	280,476
芬兰	2.75	316,860
荷兰	2.53	1,331,501
土耳其	2.33	1,597,304
英国	2.32	4,062,084
德国	2.22	5,056,631
罗马尼亚	2.19	429,286
保加利亚	2.13	131,024
北马其顿	2.1	19,142
意大利	2.09	2,550,111
克罗地亚	2.07	105,001
匈牙利	2.06	248,606
法国	2.04	3,570,182
黑山	2.04	9,228
斯洛伐克	2.03	154,442
加拿大	2.03	2,319,200
葡萄牙	2.01	346,443
卢森堡	2.01	67,588
比利时	2	725,055
西班牙	2	1,905,372
捷克	1.86	391,196
斯洛文尼亚	1.57	79,603
阿尔巴尼亚	1.48	30,446
NATO 合计	2.75	59,162,016

数据来源：NATO 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

我国战斗机数量较美国仍有较大差距。根据《World Air Forces 2026》，2025 年全球现役战斗机共计 14074 架，其中中国 1814 架，占全球现役战斗机数量的 13%；美国 2718 架，占全球现役现役战斗机数量的 19%。

仅供内部参考，请勿外传

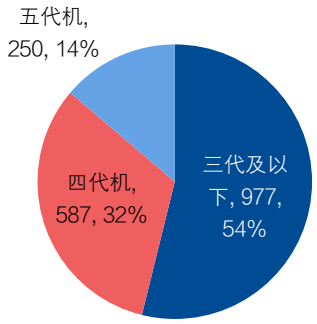
图13、2025 年中美俄军用飞机数量对比（架）



数据来源：《World Air Forces 2026》，兴业证券经济与金融研究院整理

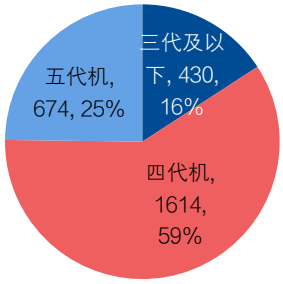
我国战斗机代际结构仍偏旧，先进机型占比提升空间显著。根据《World Air Forces 2026》，从战斗机构成看，中国三代及以下战机数量占比达到 54%，四代及五代战机占比为 46%；对比美国三代及以下占比仅为 16%，四代及五代战机占比则达到 84%。

图14、2025 年中国战斗机各代型号数量占比



数据来源：《World Air Forces 2026》，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2025 年美国战斗机各代型号数量占比



数据来源：《World Air Forces 2026》，兴业证券经济与金融研究院整理

三、制造、产品与体系优势共振，多维布局拓展成长边界

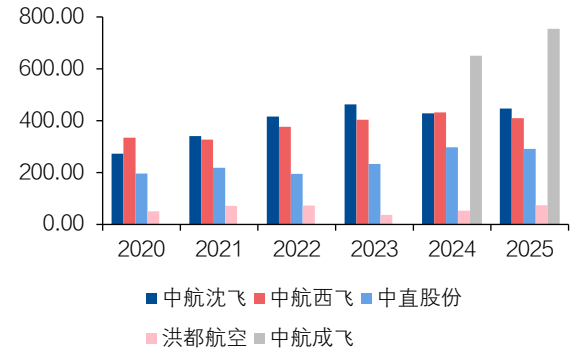
（一）航空主机厂龙头地位稳固，规模化优势持续释放

中航成飞营收规模领衔五大航空主机厂上市公司。对比中航成飞、中航沈飞、中航西飞、中直股份、洪都航空五家航空主机厂上市公司 2025 年营业收入，中航成飞以 753.59 亿元显著高于中航沈飞的 446.56 亿元和中航西飞的 410.14 亿元，营收规模领衔五大航空主机厂上市公司。

仅供内部参考，请勿外传

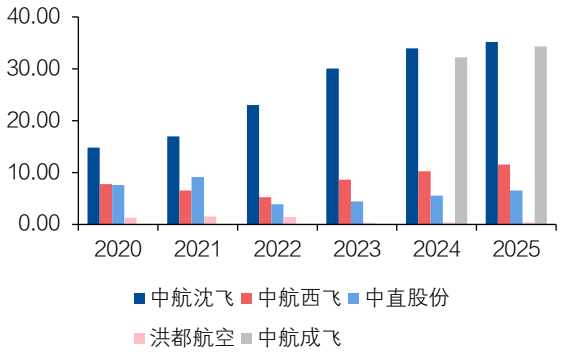
归母净利润仅次于中航沈飞。2025 年，中航成飞归母净利润为 34.32 亿元，在五大航空主机厂上市公司中仅次于中航沈飞的 35.18 亿元，高于中航西飞的 11.51 亿元，位列第二。

图16、2020-2025 年五大航空主机厂营业收入对比（亿元）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

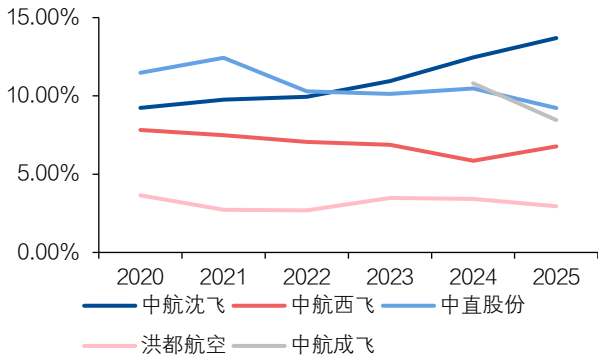
图17、2020-2025 年五大航空主机厂归母净利润对比（亿元）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

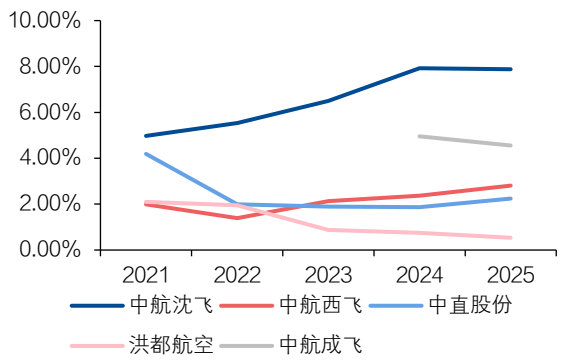
中航成飞盈利能力相较中航沈飞仍有较大向上空间。对比五大航空主机厂上市公司盈利水平，2025 年中航成飞毛利率为 8.46%，低于中航沈飞的 13.70%以及中直股份的 9.22%，略高于中航西飞的 6.78%，考虑到中航成飞产品类型与中航沈飞的相似性，未来毛利率水平仍有较大的提升空间。2025 年，中航成飞归母净利率为 4.55%，显著低于中航沈飞的 7.88%，高于中航西飞、中直股份及洪都航空。

图18、2020-2025 年五大航空主机厂毛利率对比



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

图19、2020-2025 年五大航空主机厂净利率对比



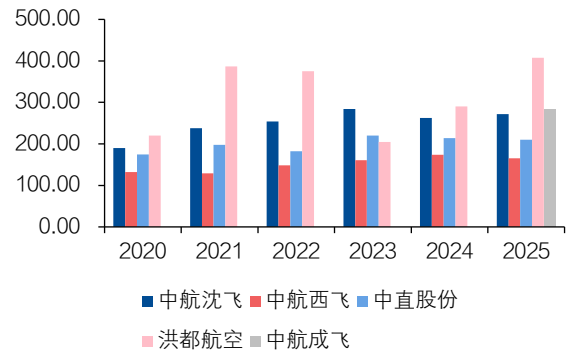
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

中航成飞人效优势较为突出，人均创收及创利均居前列。据工商信息显示，2025 年中航成飞员工人数为 26596 人，对应人均创收为 283.36 万元，远高于中航沈

仅供内部参考，请勿外传

飞、中直股份、中航西飞的 271.56、210.42、165.71 万元；2025 年中航成飞人均创利为 12.91 万元，中航沈飞、中直股份、洪都航空、中航西飞分别为 21.39、4.72、2.17、4.65 万元。

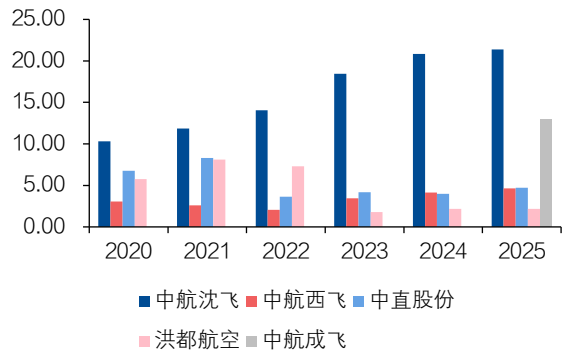
图20、2020-2025 年五大航空主机厂人均创收对比（万元）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

图21、2020-2025 年五大航空主机厂人均创利对比（万元）



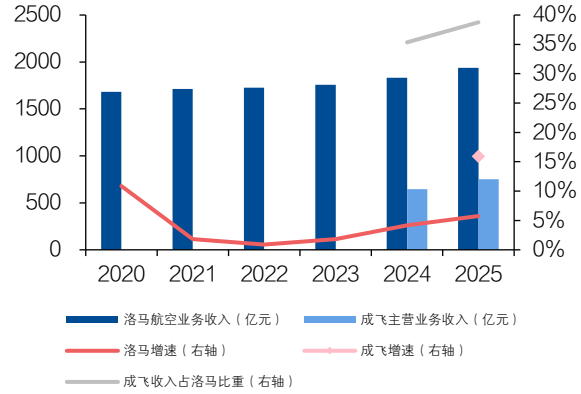
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处中航成飞为重组后合并报表口径

（二）对标海外航空龙头加速追赶，外贸需求拓展增量空间

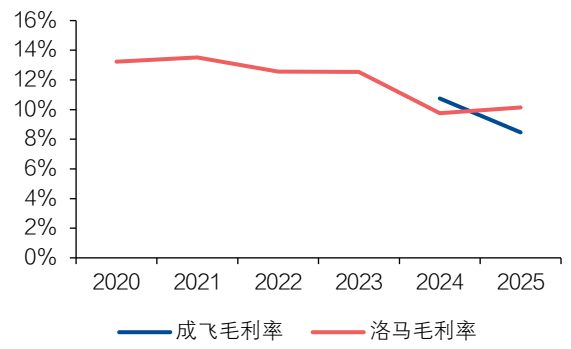
营收规模加速追赶海外龙头，毛利率已处于相近水平。2024-2025 年，中航成飞主营业务收入由 647.38 亿元增长至 750.62 亿元，同比增长 15.95%，成飞 2025 年增速高于洛克希德·马丁的 5.73%；同时，成飞主营业务收入占洛马航空业务收入的比重进一步提升至 38.76%，双方规模差距持续收窄。盈利能力方面，2024 年成飞毛利率一度高于洛马，2025 年有所回落并低于洛马，整体看双方毛利率已处于相近区间。

图22、中航成飞主营业务与洛克希德·马丁航空业务收入对比



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、中航成飞与洛克希德·马丁毛利率对比

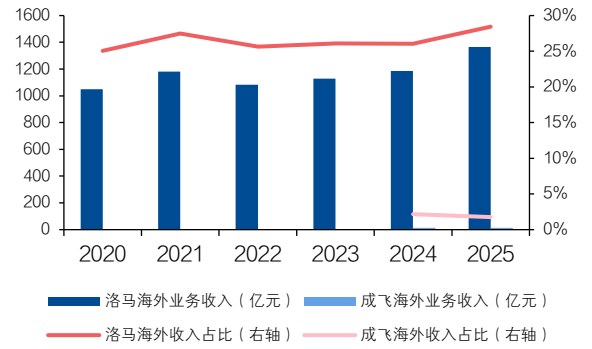


数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

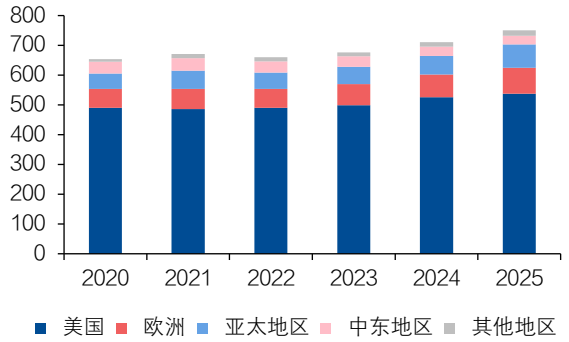
洛克希德·马丁公司海外市场收入占比较高。洛克希德·马丁公司海外客户主要包括日本、韩国、印度、中国台湾等国家和地区的军事机构，2025 年，洛马海外业务收入为 213.43 亿美元，折合人民币为 1365.95 亿元（假设人民币兑美元汇率为 6.4:1），占比 28.44%，其中 F-35 机型受海外客户关注度较高。2025 年，中航成飞海外业务收入 13.25 亿元，占总营收比为 1.76%。

图24、2020-2025 年中航成飞与洛克希德·马丁海外业务收入及占比对比



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、洛克希德·马丁海外市场营收拆分（亿元）

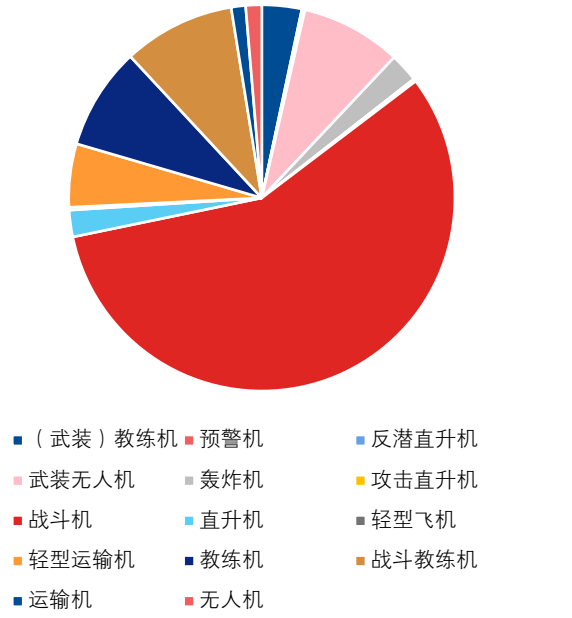


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

成飞航空装备具备海外出口基础，外贸市场拓展空间广阔。根据中航成飞 2025 年 6 月 25 日投关记录，公司外贸出口业务在国内航空主机厂中显著领先，机型包括歼-7 系列、歼-10 系列、枭龙系列等。根据 SIPRI，1949-2025 年，航空工业成飞合计出口战斗机数量超过 1000 架，其中枭龙系列出口共计 168 架，占中国战斗机总出口量的 4.41%；价值量共计 3151.2TIV，占中国战斗机总出口额的 14.26%。

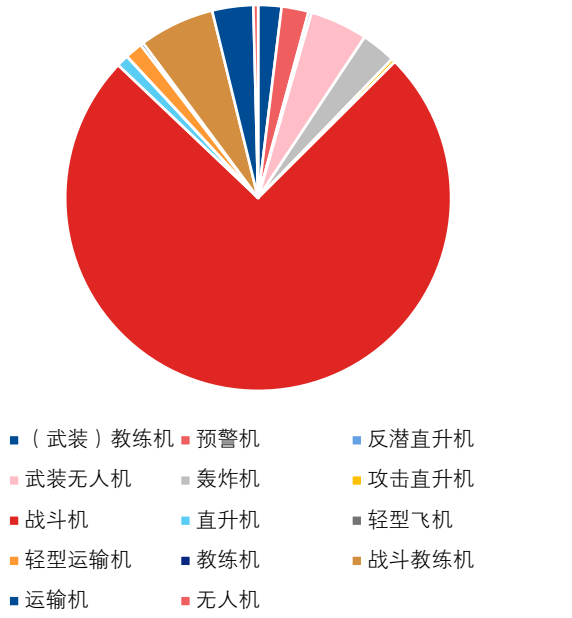
仅供内部参考，请勿外传

图26、1949-2025 年中国各类型军机出口占比（数量）



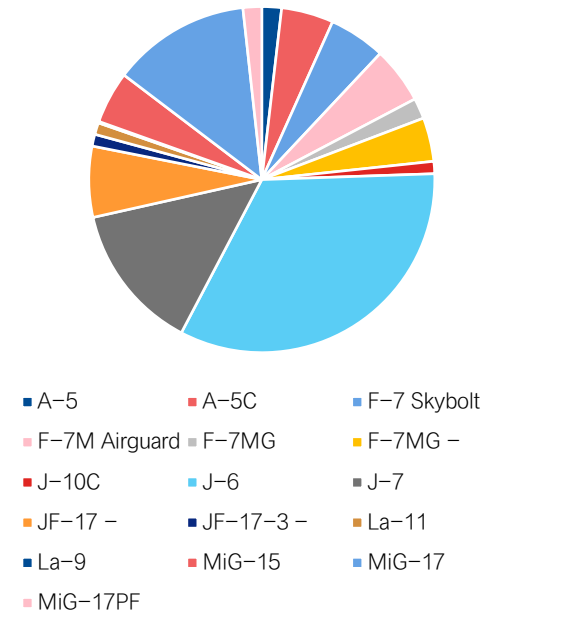
数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、1949-2025 年中国各类型军机出口占比（TIV）



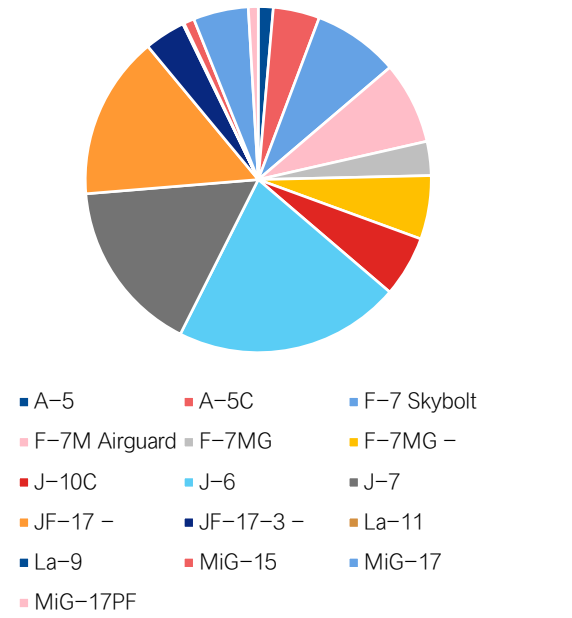
数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、1949-2025 年中国各类战斗机型号出口占比（数量）



数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、1949-2025 年中国各类战斗机型号出口占比（TIV）



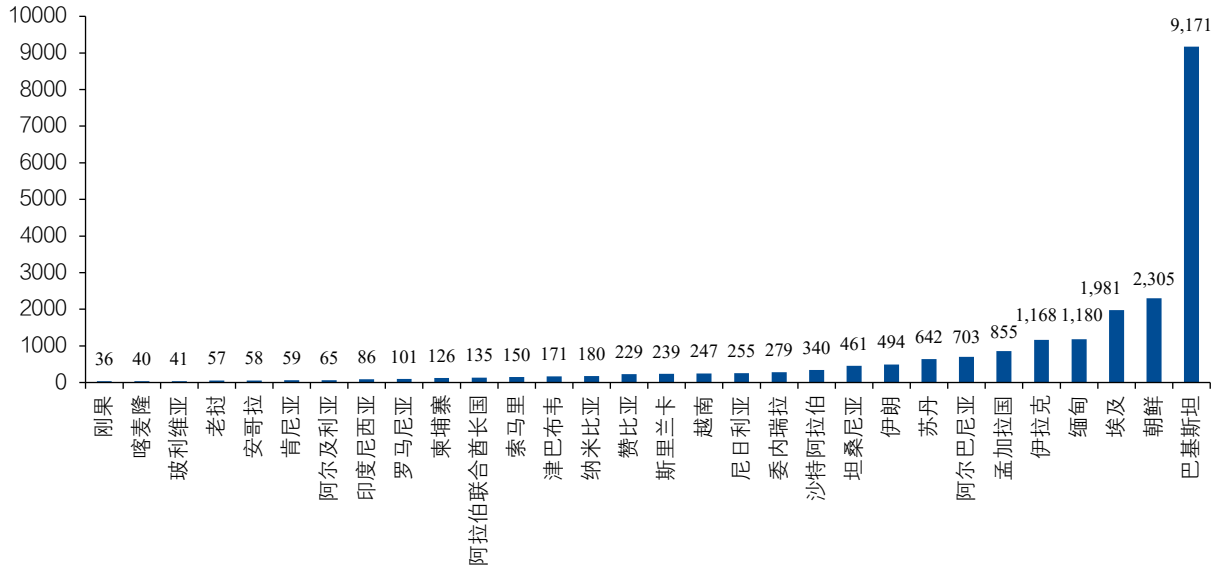
数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

巴基斯坦是我国军机的第一大出口国。1949-2025 年，我国军机对外出口（TIV 口径）占比前五的国家分别为巴基斯坦、朝鲜、埃及、缅甸和伊拉克，其中巴基斯

仅供内部参考，请勿外传

坦我国军机的第一大出口国，截至2025年底，累计出口数量占总数比重为24.09%，累计出口价值量占总价值比重为41.49%。

图30、我国军机对外出口占比前三十的国家（TIV口径）（截至2025年底）



数据来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

枭龙：联合研制拓展军贸模式，深化海外市场布局

“枭龙”是由中国设计、中巴联合制造的第三代战斗机。根据国家航天局官网，2003年，“枭龙”（FC-1）战机首飞成功，2007年交付巴基斯坦空军，至2015年，中巴双方签署100架“枭龙”战机的销售合同。“枭龙”战机交付用户后，中航工业在用户基地派驻了由中航工业成飞、成都所、中航技等单位组成的联合保障团队，在使用维护、培训带教、改装升级、提升完好率方面做了大量工作。

表4、“枭龙”战机的发展历程

时间	事件
20世纪80年代中期	上世纪80年代中期，中国和巴基斯坦最开始决定在歼-7M的基础上研制新型战机，该项目巴方称为“佩刀Ⅱ”，中方对应型号为歼-7CP。
-	随着方案的升级，美国格鲁曼公司也加入该项目，摆脱了歼-7M局部有限改进方案的新机型被称为超-7。
-	由于国际局势突变以及巴方获得F-16战斗机，“佩刀Ⅱ”方案、超-7项目的发展一度搁浅。
1999年初	中巴两个签署协议重新开始合作，全新的FC-1“枭龙”战斗机研制正式启动。
2003年8月30日	FC-1战斗机首飞成功，巴基斯坦方面将其命名为JF-17 Thunder（雷电）。
2018年8月	经过不断改进，FC-1已经发展至第三批次，并于2018年8月成功首飞双座战斗教练型。

数据来源：央视网选公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

“枭龙”海外需求持续升温，出口市场进一步扩围。根据中国新闻社公众号援引外媒的报道，JF-17（“枭龙”）单价2500万至3000万美元，仅为同类型欧美战机的40%左右，在保持现代化雷达、航电及武器配置的同时具备较强成本优势。

仅供内部参考，请勿外传

截至 2024 年 5 月，JF-17 已加入巴基斯坦、阿塞拜疆、缅甸和尼日利亚四国空军战斗序列，总装备量约 190 架。2026 年伊始，又有孟加拉国、沙特、伊拉克、印尼等多个国家，计划引进或对这款战斗机表现出浓厚兴趣，未来或再增几十亿甚至上百亿美元订单。据巴基斯坦空军退役准将阿迪尔表示，“这些国家除了引进 JF-17，也对 J-10 战机表现出兴趣”、“这意味着从战略上，其已经决定未来与谁合作”。

图31、JF-17（“枭龙”）战机



数据来源：中国新闻社公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

歼-10 系列：国际市场需求旺盛，出口空间持续打开

歼-10C 战斗机在印巴冲突中大放异彩。据新华网，2025 年 5 月 7 日凌晨，印度军方对巴基斯坦境内及巴控克什米尔地区多处目标发动军事打击，巴方随即反击并称击落了多架印军战机。据巴基斯坦今日新闻电视台，巴基斯坦副总理兼外交部长伊沙克·达尔 5 月 7 日在议会发言时透露，巴方在当天凌晨的“短暂空战”中，使用了由中国制造的歼-10C 战斗机对抗并击落印度空军的战机，其中包括 3 架法制“阵风”战斗机。

国际市场关注度提升，多国采购需求持续涌现：

- **印尼宣布将采购歼-10 战斗机。**据印尼安塔拉通讯社 2025 年 10 月 15 日的报道，印尼国防部长沙夫里表示，该国将采购中国歼-10 战斗机。“歼-10 战斗机将很快出现在雅加达”，沙夫里当天对记者表示。据环球网 2025 年 10 月 16 日转引美联社报道，这将是印尼首笔非西方国家飞机采购交易。据环球网 2025 年 10 月 16 日转引安塔拉通讯社报道，印尼财政部长普尔巴亚 15 日在雅加达接受采访时证实，他已批准国防部提出的约 90 亿美元预算申请。
- **孟加拉国考虑采购歼-10CE 战斗机和攻击直升机。**据环球时报官方公众号 2026 年 8 月 26 日转引路透社的报道，孟加拉国总理新闻和广播顾问拉赫曼

仅供内部参考，请勿外传

8 月 25 日表示，孟加拉国正考虑从中国采购歼-10CE 战斗机和攻击直升机，并朝正式谈判迈进。孟官方一个小组目前正在起草协议。

- **乌兹别克斯坦成为歼-10CE 第二个海外用户。**根据新加坡联合早报 2026 年 9 月 1 日的报道，此前有消息称，乌兹别克斯坦订购了 24 架歼-10CE，但两国均未证实这笔交易。2026 年 8 月 28 日乌兹别克斯坦总统办公室为庆祝独立日发布的视频中，出现至少六架歼-10CE。画面显示，这些战机停在跑道上，随后进行编队飞行，并接受通常用于迎接重要新飞机的“过水门”仪式。乌兹别克斯坦国防部于 8 月 30 日也发布相关视频称，这些飞机是“守卫我国空中边界的现代化战机”。

- **阿尔及利亚或将采购歼-10 及 KJ-500。**根据环球时报 2026 年 8 月 31 日援引法国 Meta Defense 的报道，阿尔及利亚正在洽谈可能购买 40 架成都歼-10 战斗机和 4 至 5 架陕西 KJ-500 空中预警与管制机，该消息并未被阿尔及利亚或中国正式确认。

（三）“脉动”生产释放规模效应，智能制造提升生产效率

洛克希德·马丁公司通过 F-35 战机“脉动”生产，实现先进战机制造的降本增效。F-35 战机初期成本高昂，LRIP（Lot）1.0 阶段单价高达 2.2 亿美元/架，2014 年美国国防部推出“可支付性蓝图计划”，要求降低 F-35 的制造和维护成本。洛克希德·马丁公司借鉴汽车工业流水生产线，建立高效自动化的“脉动”整机生产方式，使得 F-35 战机的制造成本快速下降。

图32、F-35“脉动”生产线车间

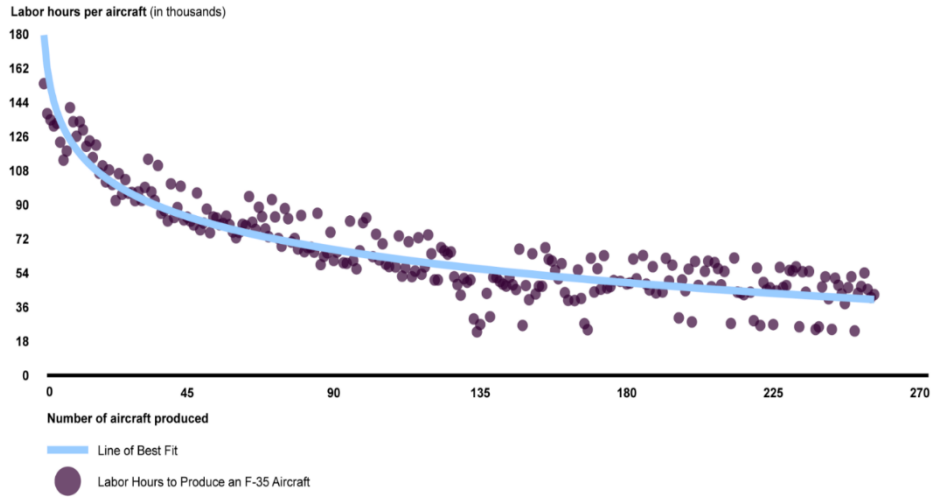


数据来源：观察者网，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

生产规模扩大带动单架飞机所需工时下降。根据美国政府问责办公室 2018 年报告数据显示，F-35 战机平均单架飞机所需工时与总产量强负相关，即 F-35 战机产量越高平均单架飞机所需工时越少。2012 年，F-35 战机共交付 29 架，每架 F-35A 和 F-35B 生产对应工时分别为 108355 和 107998 小时，报废、返工、维修所需工时为 20125 小时。到 2017 年，随着交付量提升至 66 架，每架 F-35A 和 F-35B 生产对应工时下降至 41541 和 57152 小时，较 2012 年分别下降 61.7%和 47.1%；报废、返工、维修所需工时则下降 69.0%。根据美国政府问责办公室统计拟合数据预测，当 F-35A 生产规模达到 250 架时，平均每架所需工时约为 4 万小时，约为第一架生产所需工时的四分之一。

图33、F-35 单架生产平均工时随产量增加而下降



数据来源：美国政府问责办公室，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、每架 F-35 生产所需工时

项目	2012 年	2016 年	2016 年相比 2012 年	2017 年	2017 年相比 2012 年
交付总数（架）	29	46	58.62%	66	127.59%
F-35A 平均工时（小时/架）	108355	47269	-56.38%	41541	-61.66%
F-35B 平均工时（小时/架）	107998	61928	-42.66%	57152	-47.08%
F-35C 平均工时（小时/架）	-	65187	-	60121	-
报废、返工、维修平均工时（小时/架）	20125	7797	-61.26%	6237	-69.01%

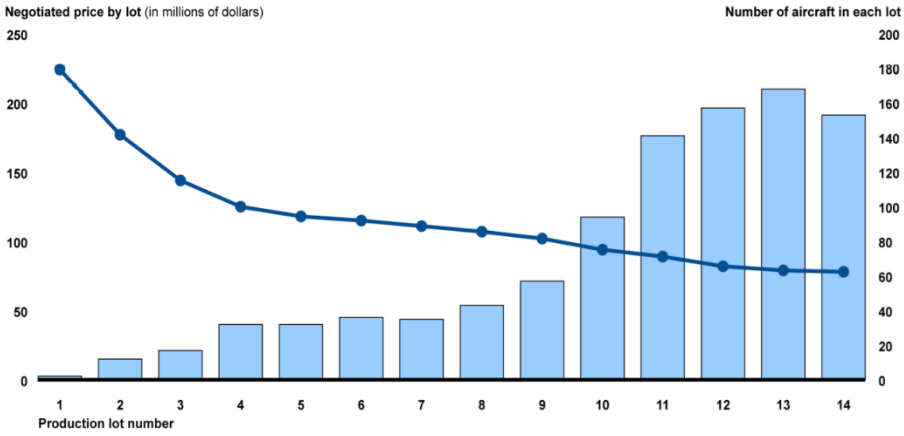
数据来源：美国政府问责办公室，兴业证券经济与金融研究院整理

莱特定律揭示了飞机制造的学习曲线降本规律。根据《Factors Affecting the Cost of Airplanes》(T.P.Wright)，1936 年，美国航空工程师莱特基于同一型号飞机在不同生产批量下的历史制造数据发现，随着累计产量提升，工人熟练度提高、工装投入增加、生产流程趋于标准化，单位劳动投入及平均劳动成本持续下降；并提出的“80%曲线”这一概念，即飞机累计产量每翻倍，平均劳动成本降至此前的 80%。

仅供内部参考，请勿外传

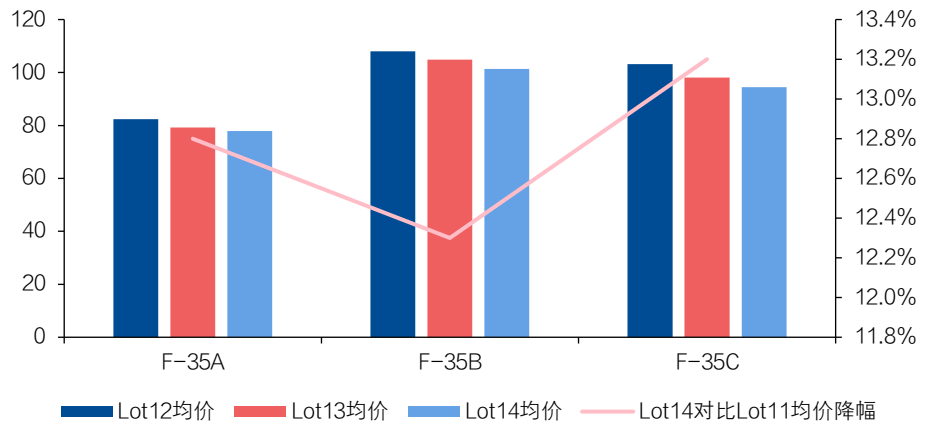
F-35 量产降价印证了战机制造的学习曲线效应。随着生产批次推进及交付规模扩大，F-35 单机采购价格持续下降。根据洛克希德·马丁官网 2019 年公布的 LRIP（Lot）12-14 批次采购合同，F-35A 单价由 0.82 亿美元降至 0.78 亿美元，F-35B 由 1.08 亿美元降至 1.01 亿美元，F-35C 由 1.03 亿美元降至 0.94 亿美元；其中 LRIP14 较 LRIP11 单价分别下降 12.8%、12.3%和 13.2%。

图34、LRIP1-14 F-35A 单价持续下降



数据来源：美国政府问责办公室，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、公司 F-35 成本下降（百万美元/架）（截至 2019 年 10 月）



数据来源：洛克希德·马丁官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：左轴为均价，右轴为均价降幅

中航成飞持续推进数字化生产，“黑灯工厂”等智能制造模式加快落地。根据中国航空报公众号，2024 年航空能力建设数字化解决方案交流大会上，航空工业成飞分享的数字化转型案例“黑灯工厂”、航空结构件智能车间，该模式具有自动化加工、智能物流、集成管控的特点，实现了车间全流程自动化管控、实现基于数字孪生的车间全要素监控。零件平均研制周期由 138.3 天缩短至 98.3 天，产品研制周期缩短率 28.92%，设备综合利用率指标提升 20.6%，运营成本降低 32%。

仅供内部参考，请勿外传

根据清华大学工业工程系官网，在中共四川省委办公厅、四川省人民政府于 2025 年 8 月 28 日召开的四川省科学技术奖励大会上，成飞与清华大学联合攻关的“复杂航空装备规模化生产线设计与构建关键技术”项目，荣获四川省科学技术进步一等奖。该研究旨在突破航空装备规模化生产瓶颈，研究团队基于 MBSE 方法，开创性地提出“可变形”整机生产线正向设计方法，构建了未来工厂数字蓝图，并实现了总装生产线的数字化集成，奠定了生产线谱系化构建与快速迭代的基础。

图36、中航成飞“黑灯工厂”



数据来源：人民网，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、“复杂航空装备规模化生产线设计与构建关键技术”项目荣获四川省科学技术进步一等奖



数据来源：清华大学工业工程系官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）产品谱系持续扩容，代际升级拓宽成长边界

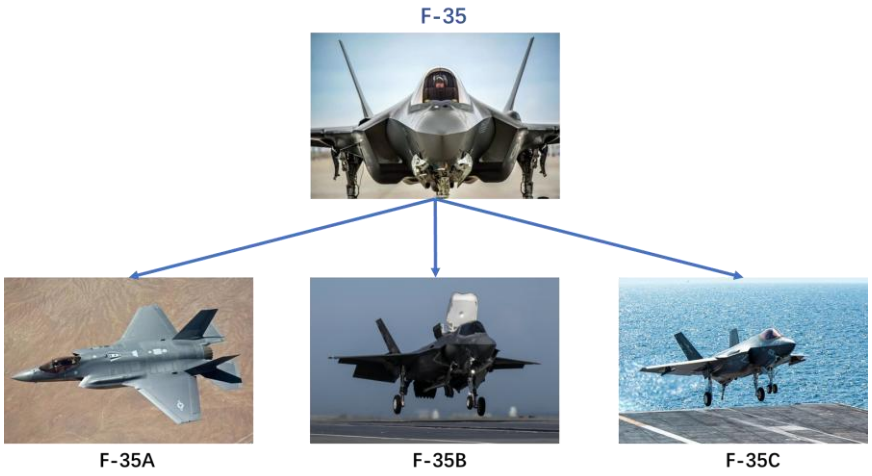
1. 平台拓展延伸任务边界，横向衍生丰富型号谱系

主战机型向系列化、衍生化发展已成为航空装备演进的重要特征。根据国资委官网，全国政协委员在 2024 年“两会”上表示，在现有各种机型的基础上，国产航空装备会继续加快规模化、系列化发展，以满足快速增长的市场需求。系列化是使飞机系统的结构优化、功能最佳的标准化形式，系列化发展既能及时满足快速增长的市场需求，又能提高产品质量，方便使用和维修，减少备件配件的储备。

F-35 通过多型号衍生适配不同作战场景。根据中国军网公众号，F-35“闪电”-2 联合攻击战斗机（JSF），是一款单座单发多用途战斗机，也是 F-22 的低阶辅助机种，具备较强的隐身能力、先进的航电系统以及一定的超音速巡航能力，主要用于前线支援、目标轰炸、防空截击等多种任务。它共分为三种型号：常规起降型（CTOL）F-35A、短距离起飞/垂直降落型（STOVL）F-35B 和舰载型（CV）F-35C。

仅供内部参考，请勿外传

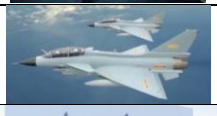
图38、F-35 战机衍生型号



数据来源：Military，JPO，DVIDS，USNI News，兴业证券经济与金融研究院整理

我国主战机型持续横向拓展，形成多型号、多用途的衍生谱系。以歼-10 和歼-20 为例，围绕航电系统、雷达、动力、武器挂载及任务定位等持续迭代，已衍生出歼-10A/B/C/CE/S/H 以及歼-20A/S 等多个改型，以适应制空、对地对海打击、舰载使用、出口等不同场景。其中，双座型并非简单增加座舱，而是通过增加一名机组成员强化复杂任务下的分工协同：歼-10S 可兼顾作战与飞行员改装训练，歼-20S 则进一步强化态势感知、电子干扰和战术指挥控制能力，并具备开展有人机-无人机协同作战的潜力。

表6、我国部分主战机型的相关改型

主战型号	改型	概述	图例
歼-10	歼-10A	在歼-10 基础上自主改进研制的单发、全天候、多用途歼击机，采用大推力涡扇发动机和鸭式气动布局，是夺取制空权和中远程作战的空中利剑。	
	歼-10B	基于歼-10A 的改进型，采用了蚌式进气道、全新的无源相控阵雷达以及全面升级的航电系统，作战性能显著提升。	
	歼-10C	我国自主研发的超音速多用途战斗机，配装先进航电系统及多型先进机载武器，具备中近距离制空和对地面、海面目标精确打击能力。	
	歼-10CE	在歼-10 基础上改进的一款用于出口的单发单座多用途第三代战斗机。	
	歼-10S	采用双座设计，既具备较强的空对空、空对地火力打击能力，同时还能够支持飞行员进行改装训练。	
	歼-10H	用于海航部队。	
歼-20	歼-20A	歼-20 的“升级版”，我国自主研发的重型隐身单座多用途战斗机，具备良好的精确打击、态势感知和机动能力。	

仅供内部参考，请勿外传

	歼-20S	双座型歼-20，全球首款双座型隐身战斗机。具有优异的中远程制空作战能力和对地、对海精确打击能力和突出的态势感知、电子干扰和战术指挥控制能力，可进行有人机-无人机协同作战。	

数据来源：央视网，中国国防部，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 航空主战装备代际纵向演进，抢占“下一代空中优势”

按照国际通行的战斗机代际划分体系，战斗机已历经五代发展。据《从历代战斗机核心性能特征看国外六代机发展方向》(亦林)，喷气战斗机发展大致经历五个代际，核心性能由高速化逐步向机动性、隐身性和体系作战能力演进：

- 第一代喷气战斗机诞生于二战末期，以德国 Me-262、英国“流星”、美国 F-80 等为代表，主要是在传统活塞式战斗机基础上换装喷气发动机，实现飞行速度的大幅提升。
- 第二代于 20 世纪 40 年代后期出现，以美国 F-86、苏联米格-15 为代表，通过采用后掠翼降低激波阻力，最大飞行速度逐步接近声速。
- 第三代于 20 世纪 50—60 年代大量服役，以美国 F-4、苏联米格-21 等为代表，采用适应超声速飞行的气动布局和加力发动机，突破“声障”，部分型号进一步向高空高速发展。
- 第四代自 20 世纪 70 年代起服役，以 F-15、F-16、F/A-18、“阵风”、苏-27 等为代表，设计重点由单纯追求高空高速转向中低空、亚跨声速条件下的高机动性。
- 第五代于 21 世纪初投入使用，以 F-22、F-35、苏-57 等为代表，在超声速巡航、机动性等性能进一步提升的同时，更加强调隐身能力，综合作战效能实现显著跃升。

仅供内部参考，请勿外传

表7、美国《空军杂志》战斗机五代划分法

代别		代表机型	气动设计特点	动力装置	核心性能特征
第一代		Me262、He162、“流星”、F-80、米格-9	平直翼	早期离心/轴流式涡喷发动机	亚声速
第二代		F-86、米格-15/17	后掠翼	更加成熟的离心/轴流式涡喷发动机	高亚声速
第三代	3	F-100、米格-19	更大角度后掠翼/变后掠翼/三角翼、面积率设计机身	带加力的轴流式涡喷发动机	超声速
	3+	F-104、米格-21			
	3++	F-4、米格-23			
	双 3	YF-12/SR-71、米格-25			
第四代	4	F-14/15/16/18、米格-29、苏-27、“幻影”2000	升力体机身、边条翼、翼身融合	高推重比涡扇发动机	高机动
	4+	F/A-18E/F、“台风”“阵风”“鹰狮”			
	4++	F-15EX、F/A-18“沉默大黄蜂”苏-35S			
第五代	5	F-22/35、苏-57	隐身气动一体化设计	带矢量喷管的更高推重比涡扇发动机	隐身
	5+	“暴风”、FCAS			
第六代		NGAD、F/A-XX	-	自适应变循环发动机	人工智能

数据来源：《从历代战斗机核心性能特征看国外六代机发展方向》(亦林)，兴业证券经济与金融研究院整理

第六代战机尚无统一定义，但其技术方向已逐步清晰。根据参考消息公众号 2026 年 1 月 18 日转载美国《国家利益》双月刊网站 1 月 12 日发表的题为《哪些国家正在研发第六代战机？》的文章，目前还没有第六代战机的正式定义，但普遍认为它包括从 21 世纪 20 年代末到 21 世纪 40 年代服役的飞机。目前还没有第六代战机；第一款列装的很可能是 B-21“突袭者”轰炸机，该机有多个工作原型机，预计将于 2027 年推出。

第六代战机的共同特点包括：有人-无人协同作战，利用“协作战斗机”（CCA）无人机作为力量倍增器；先进的网络和传感器融合技术，已应用于 F-35“闪电”-2 型联合攻击战斗机等第五代战机；自适应发动机和动力系统，使飞机能在高速飞行与节能模式之间切换；先进的（宽带）隐形性能。

仅供内部参考，请勿外传

图39、美空军作战飞机发展路线图（美空军 INVENT 计划提出）



数据来源：《美军的 2030 年制空优势项目——“下一代空中主宰”（NGAD）项目发展启示》(郭涛、陈朝、程瀚、张恒、蔡亚梅、王振宇)，兴业证券经济与金融研究院整理

第六代战机竞赛已拉开序幕，中美领跑，多国加速布局。根据参考消息公众号 2026 年 1 月 18 日转载美国《国家利益》双月刊网站 1 月 12 日发表的题为《哪些国家正在研发第六代战机？》的文章，美国和中国是第六代战机项目的两大明显竞争者，多个欧洲国家也致力于这一项目：

- **美国**：“下一代空中优势”（NGAD）计划是最先进、最可行的第六代项目，体现了美国在系统工程、产业深度和作战经验方面的独特优势。据了解，NGAD 示范机已经试飞，尽管目前尚未发布试飞视频。研发原则侧重于印太地区的高端冲突，这意味着该平台很可能依赖宽带隐形、远程以及与 CCA 无人机的有人-无人协同。然而，由于担心单机成本失控（据说已攀升至数亿美元），该项目近期已被暂停。如果该项目无法控制成本，机队规模可能会受到影响，就像上一代 F-22 和 B-2 机队的情况一样。
- **中国**：已经成功部署了第五代歼-20“威龙”战斗机，使其成为世界上为数不多的真正拥有第五代战机的国家之一。中国的第六代战机项目很可能包含联网战斗机和忠诚僚机，这些机型很可能以补充反介入/区域拒止（A2/AD）网络为核心进行设计。
- **欧洲**：第六代战机研发落后于中美。欧洲国家有两个相互竞争的第六代项目：“未来空中作战系统”（FCAS）（参与者有法国、德国和西班牙）和“全球作战空中计划”（GCAP）（参与者有英国、意大利和日本）。缺乏统一性导致工作重复，成本上升，从而延误甚至可能导致项目失败。而政治分裂和资金不稳定可能会阻碍第六代战机的推出。

仅供内部参考，请勿外传

- **俄罗斯**：第五代苏-57“重罪犯”战斗机目前只交付了少量飞机，据估计约有 30 架，而 F-35 的数量超过 1000 架。俄罗斯也不愿在真实环境下测试苏-57；由于飞机数量有限，克里姆林宫一直让这款第五代战斗机远离乌克兰战场，虽然保住了飞机的数量，却让潜在客户无法了解这款飞机是否真的能像宣传的那样发挥作用。因此，尽管俄罗斯对第六代战机表示了兴趣，但在可预见的未来，它大规模生产第六代战机的可能性极小。

图40、美空军 F-47 战斗机与无人机协同作战效果图



数据来源：中国国防报公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、法国、德国、西班牙联合主导的“未来空中作战系统”战斗机模型



数据来源：中国国防报公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

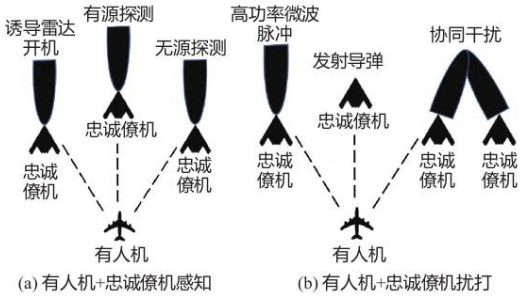
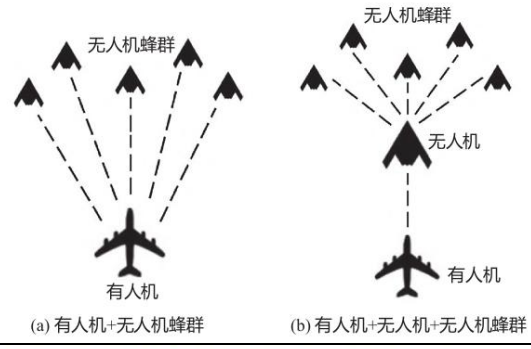
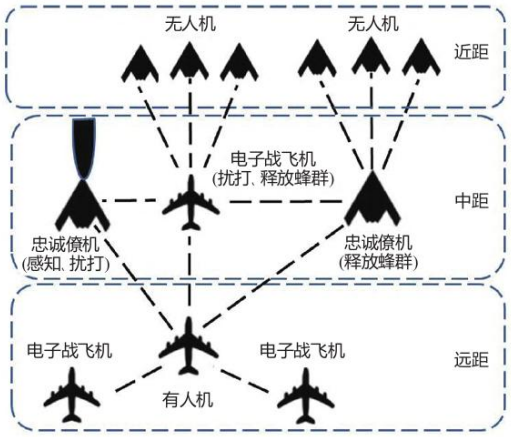
3. 有人-无人协同重塑空战体系，带动航空装备向新形态演进

有人-无人协同作战成为未来空战体系的重要发展方向。根据《高性能协同作战无人机的发展与思考》(王海峰)，近年来，大国竞争军事背景和人工智能技术浪潮的推动加快了无人机主战化、智能化、协同化发展，无人机与有人机编组行动、适应强对抗战场环境、执行协同作战任务的发展趋势已经成为各国共识。

海外围绕有人-无人协同作战模式开展多路径探索。根据《美军有/无人机协同作战运用及关键技术研究》(张路、邵正途、翁呈祥、许登荣)，美军将有/无人机典型协同作战运用构想分为三种：1）基于长机僚机式有/无人机协同作战（有人机为主）；2）基于分布式有/无人机协同作战（有人机为主或有人机与无人机地位平等为主）；3）基于分层式有/无人机协同作战（有人机为主或有人机与无人机地位平等为主）。

仅供内部参考，请勿外传

表8、有/无人机典型协同作战运用构想

模式	概述	示意图
基于长机僚机式有/无人机协同作战	采用“单架有人机+单（多）架忠诚僚机感知”、“有人机+忠诚僚机扰打”的基本协同思路，忠诚僚机在有人机的指挥控制下，形成有源诱饵、电磁攻击、侦察扩展、多功能协同等作战能力。	
基于分布式有/无人机协同作战	采用“单架有人机+无人机蜂群”或“单架有人机+单（多）架无人机+无人机蜂群”的基本协同思路，无人机蜂群在有人机或无人机的指挥控制下，联合其他力量遂行各项任务，形成集“侦察-干扰-打击”于一体的综合作战能力。	
基于分层式有/无人机协同作战	由五代指控机、远距离干扰电子战飞机等在远距指控和干扰，由随队干扰电子战飞机、忠诚僚机等在中距实施无人机发射、干扰、释放无人机蜂群等任务，由无人机蜂群突入近距执行侦察、干扰、反辐射打击等任务。在近距，无人机蜂群突前，具体作战依托分布式协同实现；在中距，随队干扰电子战飞机实施随队干扰，忠诚僚机与控制有人机协同，负责感知、扰打、释放无人机蜂群等任务，协同方式依托长机僚机式协同实现；在远距，五代机进行后方指控、电子战飞机进行远距离支援干扰。	

数据来源：《美军有/无人机协同作战运用及关键技术研究》(张路、邵正途、翁呈祥、许登荣)，兴业证券经济与金融研究院整理

美国持续推进协同无人机发展，推动“忠诚僚机”向 CCA 体系演进。根据光明军事公众号，1996 年，美国军方正式启动有人/无人战机协同作战概念技术研究，DARPA（美国国防部高级研究计划局）及美空军、海军、陆军分别提出相关项目，“忠诚僚机”概念由此萌芽，即由无人机取代传统双机编队中的僚机，由有人长机指挥控制一架乃至多架无人僚机实施统一作战行动。2019 年，克拉托斯公司研制的 XQ-58A“女武神”无人机首飞成功，凭借低成本与隐身性能成为早期最具代表性的忠诚僚机原型机。

2022 年 5 月，美空军首次公开“协同作战飞机”（CCA）计划，将此前各部门分散的无人僚机项目整合统一，CCA 概念正式确立，其性能定位高于传统忠诚僚机，是能以分布式阵型自主协同有人机实施大规模行动的智能化无人机。2024 年 2 月，

仅供内部参考，请勿外传

基于“低成本飞机平台共享”计划的 XQ-67A 完成首飞，被美空军称为第二代协同作战飞机；同年 4 月，美空军选定通用原子公司与安杜里尔公司设计、制造和测试首批 CCA 原型机。

图42、美国 XQ-58A“女武神”无人机



数据来源：中国国防报公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、美国 XQ-67A 无人机



数据来源：美国空军官网，兴业证券经济与金融研究院整理

我国新型空中无人作战装备加速向协同化、体系化作战演进。根据中国军网，2025 年“九三”阅兵中，空中无人作战方队集中展示 10 架我国自主研制的无人机，涵盖新型攻击无人机、新型察打一体无人机、两型无人僚机、两型制空作战无人机以及舰载无人直升机，可遂行侦察、打击、通信等多样化作战任务。其中，无人僚机与制空作战无人机等新型装备集中亮相，反映我国无人作战力量正由传统侦察、察打一体平台向协同作战、制空作战等更高阶任务领域拓展，并逐步融入体系化作战运用。

图44、2025 年“九三”阅兵中空中无人作战方队



数据来源：中国军网，兴业证券经济与金融研究院整理

歼-20S 拓展有人机作战节点能力，支撑无人协同体系发展。根据新华网，在第十五届中国航展中展出的歼-20S 战斗机是目前全球首款正式亮相的双座五代战机。据军事专家接受《环球时报》采访时表示，不同于以往的双座机是为了方便换装训练以及降低飞行员操纵难度而生，歼-20S 是为了服务于未来信息化战场的需要，其作用更像是足球场上的 10 号球员，或可承担“忠诚僚机”指挥官的重任。

仅供内部参考，请勿外传

成飞围绕有人-无人协同作战持续推进前瞻研究与体系化验证。成都飞机设计研究所总设计师王海峰于 2024 年 9 月在《航空学报》上发表《高性能协同作战无人机的发展与思考》，围绕高性能协同无人机的发展趋势、关键技术及未来作战运用模式展开研究。据中国航空工业集团官网 2026 年 2 月转载中国航空报的报道，航空工业成飞成功完成有人、无人，内场、外场，科研、验收在内的 5 地 10 型体系化试飞组训，推进新质生产力与新质战斗力“两新融合”发展，也是公司面向现代航空装备体系化应用的一次有力试飞尝试。

（五）从航空装备走向多元发展，探索空天与智能化新方向

空天领域：昊龙货运航天飞机打开商业航天空间

“昊龙”航天飞机标志着成飞从航空装备向航天领域的延伸。据央视网专访“昊龙”总设计师，“昊龙”货运航天飞船获得了空间站低成本货物运输系统总体方案的工程支持，已开始方案设计阶段工作，正全面开展工程研制。该航天飞机由中航工业成都所自主设计研制，专门为空间站的上、下行需求研发，主要执行执行短周期的运输任务。相较于货运飞船，航天飞机的成本可降低约三分之一，且重复使用带来了效费比的快速提升。

公司已瞄准航天方向进行项目推进，有望持续发力。据 iFinD 转引公司 2026 年 5 月 20 日在交易所互动平台的回复，“公司以昊龙货运航天飞机为抓手，进入商业航天领域，后续将紧扣空天一体化发展趋势，聚焦核心技术攻关与能力体系构建，稳步推进以空间站货运为代表的商业空天重点项目落地”。

图45、“昊龙”航天飞机



数据来源：环球网，兴业证券经济与金融研究院整理

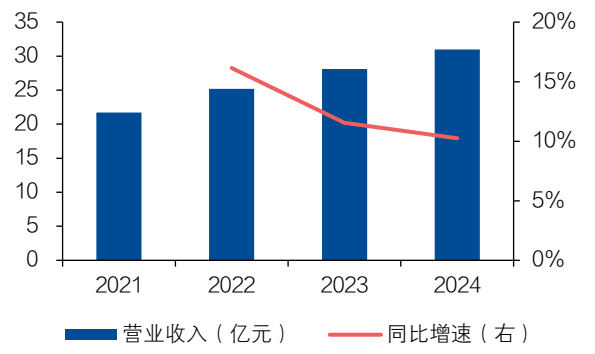
民机领域：参与国产大飞机产业链建设

仅供内部参考，请勿外传

中航成飞民机业务主要由成飞民机承担，深耕民机产业已有 40 余年。根据中国商飞《大飞机报》，成飞自 20 世纪 80 年代承接麦道飞机机头生产任务起步，由此进入民机制造领域；2007 年，原成飞内部民机业务独立成立一航成飞民用飞机有限责任公司，2011 年更名为中航成飞民用飞机有限责任公司。此后，公司业务逐步由机头制造向舱门、方向舵等航空结构件以及系统集成延伸，已具备航空结构和系统集成整体解决方案能力，营业收入也从成飞民机成立之初的 0.9 亿元增至 2024 年的 31 亿元。

国产大飞机方面，成飞民机是 C919 机头的主要研制生产单位。根据公司公告，航空工业成飞是航空工业集团内唯一的大型民用飞机专业化机头供应商及特定型号民机舱门类零部件唯一供应商，公司承担了大型客机 C919、新支线客机 ARJ21、大型水陆两栖飞机 AG600 等机头的研制及批生产任务，并承担国际民用飞机制造企业机头、舱门等国际转包生产任务。以大型客机 C919 机体为例，航空工业成飞独家供应机头。根据中国商飞《大飞机报》，成飞民机的产品还包括 A320 登机门、驾驶舱地板，A350 扰流片和下垂板，达索猎鹰 7X、8X 壁板，737 登机门、方向舵，747-8 平尾等。此外，成飞民机还是 787 方向舵的全球唯一供应商。

图46、成飞民机 2021-2024 年经营情况



数据来源：公司公告，中国商飞《大飞机报》，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、成飞民机 C919 机头生产线



数据来源：中国商飞《大飞机报》，兴业证券经济与金融研究院整理

无人系统：“文鳐”智慧管控系统拓展民用场景

成飞依托无人系统协同控制技术积累，推动相关能力向民用智能化场景延伸。根据国资委官网，中航成飞“文鳐”系统和尾座式无人机应邀参加四川省应急厅在凉山州宁南县组织开展的“应急使命·2025”——高原山区防灾救灾演习活动。尾座式无人机是一款尾座涵道式垂直起降无人机，该型无人机采用模块化结构设计，可实现任务载荷的快速换装，兼顾旋翼机垂直起降和固定翼无人机高速巡航的双

仅供内部参考，请勿外传

重优势，而且结构简单易维护，螺旋桨有整个涵道保护，使用安全，可快速部署，适应复杂地形环境。

除此之外，该型无人机配备“文鳐”管控系统，该系统基于成飞多功能无人机协同管控系统开发转化的，适用于民用场景的大规模异构无人设备管控调度应用系统。此次防灾救灾演习活动中，“文鳐”系统演示了在大规模应急投送场景下，通过系统的集中管控算法，自主完成投送目标分配、自动航线规划、自动威胁规避等无人机体系化应用功能。

图48、尾座式无人机



数据来源：航空工业成飞官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、“文鳐”系统



数据来源：航空工业成飞官网，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 806.34/854.72/871.82 亿元；归母净利润分别为 37.73/42.64/49.43 亿元，EPS 分别为 1.41/1.60/1.85 元/股，对应 2026 年 9 月 14 日收盘价 PE 为 42.8/37.9/32.7 倍，维持“增持”评级。

表9、可比公司估值（截至 2026 年 9 月 14 日）

公司简称	公司代码	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				市盈率 PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
中航成飞	302132	1,616.35	34.32	37.73	42.64	49.43	47.1	42.8	37.9	32.7
中航沈飞	600760	1,289.89	35.18	33.60	39.65	47.50	36.7	38.4	32.5	27.2
中航西飞	000768	628.97	11.51	12.31	14.23	16.70	54.6	51.1	44.2	37.7
洪都航空	600316	234.35	0.40	1.43	2.93	5.09	589.4	164.1	79.9	46.1
中直股份	600038	224.16	6.52	7.29	8.28	9.62	34.4	30.8	27.1	23.3

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中航成飞盈利预测为上市公司合并报表口径；中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份归母净利润预测数据来自 iFinD 一致预期

五、风险提示

1）**标的资产业绩承诺发生调整或无法实现的风险**：上市公司已与交易对方签署《业绩承诺协议》及其补充协议，如未来标的资产在被上市公司收购后出现经

仅供内部参考，请勿外传

营未达预期情况，可能导致承诺业绩无法实现，将影响上市公司的整体经营业绩和盈利水平。

2）**产品定价的风险**：公司产品及服务价格主要根据国家相关采购定价政策确定，部分产品根据国家相关采购定价政策可能需就前期累计销售形成的价差与客户及供应商退补价差，并对公司经营业绩造成一定影响。

3）**贵飞持续亏损难以扭亏的风险**：贵飞近年来持续亏损，若后续产品结构优化、订单增长及降本增效不及预期，可能无法按计划实现扭亏，对公司整体盈利水平或产生不利影响。

4）**航空产业需求波动的风险**：公司主营业务为航空装备整机及部附件研制生产，若未来行业政策、市场需求等出现不利于标的公司的变化，可能对其生产经营产生负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**88482**	**84551**	**88908**	**91057**
货币资金	21791	28983	30062	31234
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	22606	18367	19469	19858
预付款项	2285	2567	2715	2745
存货	24359	24443	25861	26146
其他	17441	10192	10801	11074
非流动资产	**26065**	**24928**	**23789**	**22631**
长期股权投资	3047	3047	3047	3047
固定资产	11101	10097	9077	8039
在建工程	758	767	773	779
无形资产	3124	2889	2653	2418
商誉	30	30	30	30
其他	8004	8098	8208	8318
资产总计	**114548**	**109479**	**112697**	**113688**
流动负债	**83671**	**78334**	**80207**	**79640**
短期借款	3633	3683	3783	3933
应付票据及应付账款	67367	52961	56032	56649
其他	12671	21690	20392	19058
非流动负债	**7349**	**6420**	**6420**	**6420**
长期借款	718	718	718	718
其他	6631	5701	5701	5701
负债合计	**91020**	**84753**	**86627**	**86059**
股本	2672	2672	2672	2672
未分配利润	5194	5757	6397	7138
少数股东权益	2319	2376	2441	2516
股东权益合计	**23527**	**24726**	**26070**	**27629**
负债及权益合计	**114548**	**109479**	**112697**	**113688**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3432	3772	4264	4943
折旧和摊销	2541	1831	1849	1868
营运资金的变动	-8542	6204	-1504	-1694
经营活动产生现金流量	**-2542**	**11895**	**4692**	**5200**
资本支出	-1784	-139	-125	-113
长期投资	106	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	**-1667**	**-622**	**-615**	**-603**
债权融资	167	-1110	100	150
股权融资	30	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-1045**	**-4078**	**-2998**	**-3425**
现金净变动	-5257	7192	1079	1172

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**75359**	**80634**	**85472**	**87182**
营业成本	68984	73330	77583	78437
税金及附加	291	282	256	262
销售费用	109	121	85	87
管理费用	1208	1210	1197	1221
研发费用	1158	1250	1325	1351
财务费用	6	112	113	115
投资收益	17	30	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	67	0	0	0
资产减值损失	171	0	0	0
营业利润	**4165**	**4521**	**5103**	**5904**
营业外收支	-17	-15	-10	0
利润总额	**4148**	**4506**	**5093**	**5904**
所得税	663	676	764	886
净利润	3485	3830	4329	5018
少数股东损益	52	57	65	75
归属母公司净利润	**3432**	**3772**	**4264**	**4943**
EPS(元)	**1.28**	**1.41**	**1.60**	**1.85**

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	15.8%	7.0%	6.0%	2.0%
营业利润增长率	7.9%	8.5%	12.9%	15.7%
归母净利润增长率	6.5%	9.9%	13.0%	15.9%
盈利能力				
毛利率	8.5%	9.1%	9.2%	10.0%
归母净利率	4.6%	4.7%	5.0%	5.7%
ROE	16.2%	16.9%	18.0%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	79.5%	77.4%	76.9%	75.7%
流动比率	1.06	1.08	1.11	1.14
速动比率	0.57	0.64	0.66	0.68
营运能力				
资产周转率	67.8%	72.0%	76.9%	77.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.28	1.41	1.60	1.85
每股经营现金	-0.95	4.45	1.76	1.95
估值比率(倍)				
PE	47.1	42.8	37.9	32.7
PB	7.6	7.2	6.8	6.4

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院（2025 年后为资产完成交割后口径）

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn