下载日志已记录，仅供内部参考



# 中航西飞（000768.SZ）

## 运输机、轰炸机龙头，列装、军贸及民用具备广阔市场

**公司是我国运输机&轰炸机龙头，同时具备完整的民机部件生产制造体系及先进的研制能力，将核心受益于 1）国内战略空军建设、2）中国军贸打开国际市场、3）C919 放量、大型无人货运市场打开及大中型复材业务拓展。维持“强烈推荐”评级。**

- **公司利润端近年持续提升。**中航西飞是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机等的主机制造商，同时，拥有完整的民机部件生产制造体系及先进的研制能力，开拓国内、国外双市场，是我国民用航空产业链和供应链体系发展的主体力量之一。近年业绩情况：
  - 营收端：伴随合同负债的增长，2021-2024 年营收稳步提升；2025-2026 年业绩短期持平。2021-2024 年，公司合同负债大幅提升，下游需求放量，带来公司营收的稳步增长。2024 年底，合同负债回到 2021 年低点水平，并在 2025-2026 年持续走低，公司营收短期面临一定压力，25 年略有下降，2026 年上半年，公司实现营业收入 141.86 亿元（同比-26.94%）。2026 年全年根据公司经营规划实现营收 402 亿（同比-1.98%），同比略有下降，26 年下半年或将有较大好转。
  - 利润端：2022 年见底，2023-2025 年持续提升。2023-2025 年，公司归母净利润持续提升，CAGR 达到 15.6%。2026 年上半年，公司实现归母净利润 4.90 亿元，同比下降 28.91%；扣非净利润 4.58 亿元，同比下降 29.80%。主要原因是受产品结构转型调整影响，新产品尚处于研制阶段，暂未形成市场投放能力，经营业绩出现波动。
- **军用&军贸：运输机、轰炸机龙头，支撑现代化战略空军建设。**1）国防军费：稳步增长。2026 年 3 月 5 日，根据公布的 2026 年中央和地方财政预算草案报告，2026 年我国国防支出为 19095.61 亿元人民币，同比增长 7%，相较 2025 年的 7.2%小幅下调。作为国内军用运输机及轰炸机的龙头主机厂，未来，随着现代化战略空军的深入建设，中航西飞将核心受益。2）军贸市场：运 20BE 具备全球强竞争力，具备涨价逻辑，国际竞品军贸较内销涨价幅度在 30%-50%区间。世界安全局势风雨飘摇，军贸市场或再度扩容，格局变化提供窗口期。运-20BE 亮相迪拜航展，向国际军贸市场展现“中国力量”。竞争格局方面，C-17 停产多年，IL-76MD-90A 产量仍在挣扎，年产仅 6-7 架。运 20 在同类竞争中具备强大的产能优势。
- **民机：聚焦 C919 放量、布局大型无人货运，打造世界级大中型复合材料研发生产基地。**
  - 商飞：C919 目前在订单端确认订单与意向订单合计超 1000 架，截至 2026 年 4 月累计交付 35 架。航空工业西飞是 C919 机体的核心供应商之一，有望乘扩产东风。航空工业西飞作为主供应商，承担了机体结构的机翼、中机身（中央翼）等 6 个工作包的研制任务，任务量约占整个机体结构的 50%。未来随着 C919 的不断交付和产能的扩大，西飞有望乘上商飞扩产东风，逐步扩大民用航空业务的营收。
  - 大型无人货运机：2026 年 4 月 9 日，在 2026 低空产业发展大会上，陕飞

**强烈推荐（维持）**

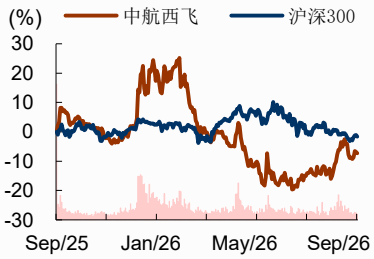
中游制造/航空航天及国防
目标估值：NA
当前股价：22.71 元

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本（百万股） | 2781 |
| 已上市流通股（百万股） | 2776 |
| 总市值（十亿元） | 63.1 |
| 流通市值（十亿元） | 63.1 |
| 每股净资产（MRQ） | 8.1 |
| ROE（TTM） | 4.3 |
| 资产负债率 | 71.0% |
| 主要股东 | 中国航空工业集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 43.77% |

### 股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | 8 | -10 | -8 |
| 相对表现 | 11 | -13 | -8 |




资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

1、《中航西飞（000768）—上半年业绩短期承压，筹划定增支撑长期发展》2026-08-24
2、《中航西飞（000768）—净利率持续改善，拓展民航与战略新兴产业布局》2026-04-15
3、《中航西飞（000768）—关联交易预计仍处于高位，新型号或取得新进展》2026-01-10

**王超** S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
**战泳壮** S1090525070011
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



公司发布了“鹞影 60 无人货运系统”。根据陕西政务服务网公开信息，公司全资子公司陕飞公司申报了“鹞影 60 大型无人运输机”相关的 4 个项目并通过 3 个，申请日期均为 2026 年 6 月 16 日。从开工节奏来看，验证机于 2026 年 9 月开始，原型机于 2028 年 1 月开始，量产于 2029 年 1 月开始，陕西飞机工业公司按适航取证的程序把研发、验证、量产拆开分步走。“鹞影 60”整套技术路径建立在陕飞公司数十年运-8、运-9 中型运输机成熟工业体系之上，预计研发顺利，未来打开民用大型无人货运市场。

- 复材：打造世界级大中型复材研发生产基地。中航西飞复合材料专业先后参与 30 余型军民用飞机复合材料构件的研制。同时，不断拓展航空复材制造技术的溢出效应，是航天器复合材料天线的主要供应商，研制的产品有有源相控阵雷达复合材料天线等，同时在兵器、电子和无人机等领域均有涉及，并以优质的产品、良好的信誉成为波音、法宇航、英宇航等国内外著名公司复合材料制件的合格供应商。

- **筹划定增事项，支撑公司未来长期发展。**2026 年 8 月 24 日，公司发布公告，正在筹划向特定对象发行 A 股股票事项。本次发行募集资金拟用于军民用飞机研制及产能提升、售后服务、国际转包产能提升、空天复材及金属结构件生产能力提升等项目，募集资金规模及用途以公司董事会审议通过后披露的预案为准。此次拟定增投资方向与公司未来长期发展驱动因素高度一致：1）紧抓国内民机产业高速发展机遇，持续扩大 C909、C919 等项目部件订单储备，积极拓展客户结构优化设计、工程问题处理及新技术应用等技术服务领域工作包拓展，促进产业链向研发端延伸；依据公司国际合作客户拓展策略，大力拓展新客户，开发新机型，探索新的业务领域。2）从航空产业主业延伸和高端制造衍生应用两个领域，加大市场需求分析和关键技术研究，在科学论证基础上捕获机遇做大增量。航空产业主业延伸方面，瞄准未来飞机“有人无人化，无人智能化”的发展趋势，以无人运输、有人无人协同、无人特种飞机为产业拓展方向；高端制造衍生应用方面，发挥航空武器装备研制优势技术溢出效应，重点发展复材结构件制造、增材制造等项目，积极培育公司发展新动能。
- **盈利预测：**公司随着军贸拓展及内需列装的持续推进，提高 2026-2028 年归母净利润预测分别为 12.19 亿、15.80 亿和 20.88 亿元，对应估值 52/40/30 倍，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：航空产品研发技术风险，军品采购订单出现波动，上游供应商供应不及时影响整机生产。**

## 财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 43216 | 41014 | 42277 | 47047 | 53333 |
| 同比增长 | 7% | -5% | 3% | 11% | 13% |
| 营业利润(百万元) | 1185 | 1333 | 1393 | 1808 | 2392 |
| 同比增长 | 16% | 13% | 4% | 30% | 32% |
| 归母净利润(百万元) | 1023 | 1151 | 1219 | 1580 | 2088 |
| 同比增长 | 19% | 12% | 6% | 30% | 32% |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.41 | 0.44 | 0.57 | 0.75 |
| PE | 61.7 | 54.9 | 51.8 | 40.0 | 30.2 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

一、中航西飞基本情况 ..... 4
1、公司发展沿革回顾 ..... 4
2、公司财务分析 ..... 4
3、公司主营业务及产品 ..... 6
二、国内国防：运输机&轰炸机龙头，支撑现代化战略空军建设 ..... 7
1、国防预算保持 7%增速 ..... 7
2、军用运输机 ..... 9
（1）运-20 及衍生型号：大国鲲鹏，填补大型军用运输机空白 ..... 11
（2）运-8/9：中型战术运输机，与运-20 形成高低搭配 ..... 12
3、轰炸机 ..... 14
三、军贸：全球军贸进入新一轮增长区间，我国战略运输机及衍生型全球竞争力强 ..... 16
1、全球军贸进入新一轮增长区间 ..... 16
2、我国运-20 平台具备全球强竞争力 ..... 18
四、民用市场：聚焦 C919 放量、布局大型无人货运，打造世界级大中型复合材料研发生产基地 ..... 19
1、国产 C919 开启商业运营，提速扩产打开万亿市场 ..... 20
2、布局大型无人货运市场 ..... 21
3、打造世界级大中型复合材料研发生产基地 ..... 23
五、拟筹备定增事项，支撑未来长期发展 ..... 24
六、盈利预测 ..... 25



下载日志已记录，仅供内部参考



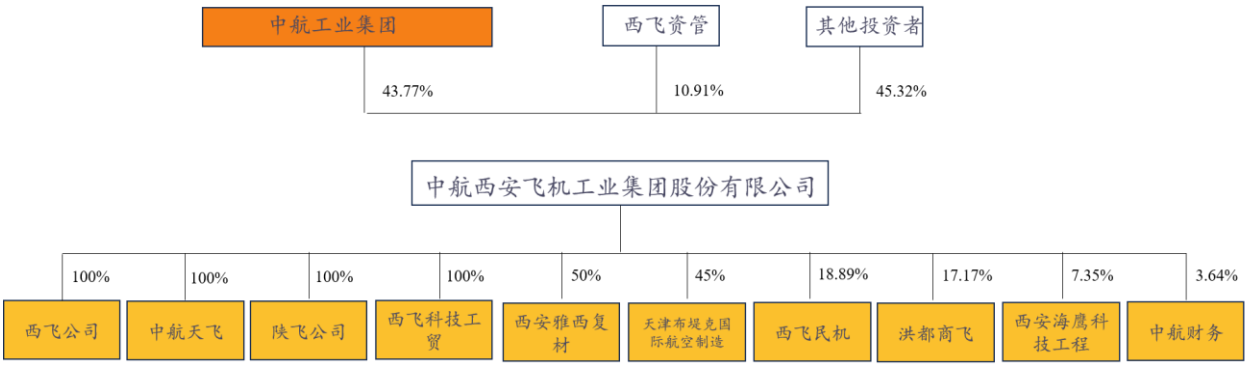
# 一、中航西飞基本情况

## 1、公司发展沿革回顾

中航西安飞机工业集团股份有限公司隶属于中国航空工业集团有限公司，是我国大中型军民用飞机科研生产基地，于 1997 年 6 月 26 日在深圳证券交易所挂牌上市，成为中国航空制造业首家上市公司。2020 年 12 月，中航西飞完成重大资产置换，置入西安飞机工业（集团）有限责任公司、陕西飞机工业（集团）有限公司、中航天水飞机工业有限责任公司等飞机整机制造及维修资产，实现对大中型飞机整机制造资产的专业化整合。

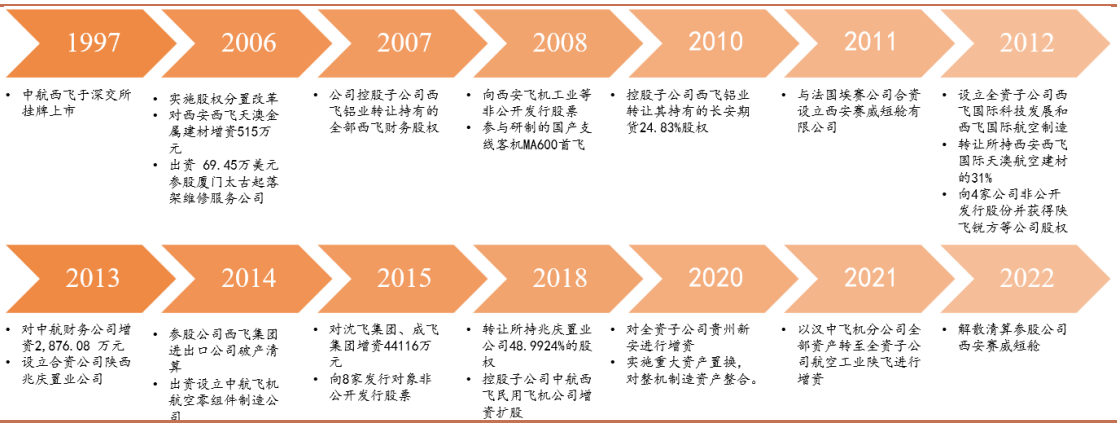
中航西飞主要从事大中型飞机整机及航空零部件等航空产品的研制、批产、维修及服务，目前主要产品有大中型运输机、轰炸机、特种飞机等，同时还承担了 ARJ21、C919、AG600 等国内外大中型民用飞机机体部件设计、制造、配套与服务，与欧洲空中客车公司、美国波音公司以及中国商用飞机有限责任公司、中航通用飞机有限责任公司等国内外知名航空公司拥有长期而稳定的合作关系。

图 1：中航西飞股权结构




资料来源：Wind、招商证券

图 2：中航西飞发展沿革




资料来源：Wind、招商证券、

## 2、公司财务分析

➢ **营收端：伴随合同负债的增长，2021-2024 年营收稳步提升；2025-2026**

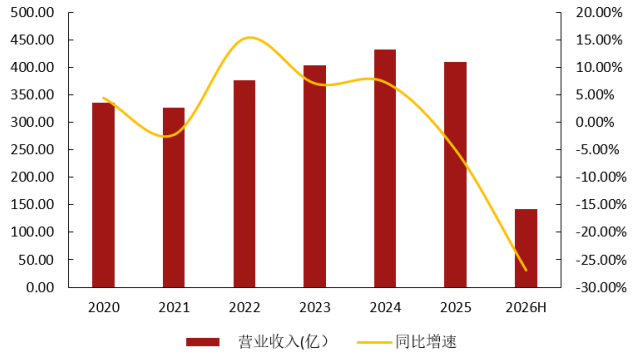
下载日志已记录，仅供内部参考



**年业绩短期持平。**2021-2024 年，公司合同负债大幅提升，下游需求放量，带来公司营收的稳步增长。2024 年底，合同负债回到 2021 年低点水平，并在 2025-2026 年持续走低，公司营收短期面临一定压力，25 年略有下降，2026 年上半年，公司实现营业收入 141.86 亿元（同比-26.94%）。2026 年全年根据公司经营规划实现营收 402 亿（同比-1.98%），同比略有下降，26 年下半年或将有较大好转。

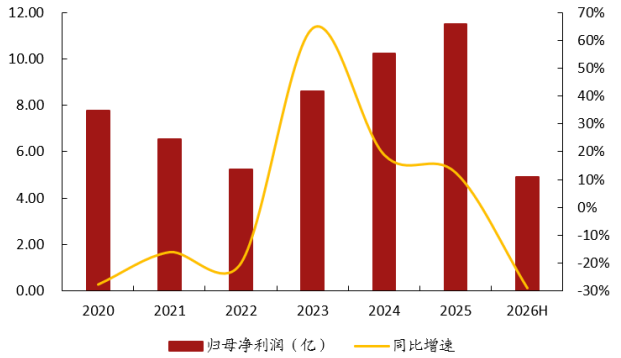
- **利润端：2022 年见底，2023-2025 年持续提升。**2023-2025 年，公司归母净利润持续提升，CAGR 达到 15.6%。2026 年上半年，公司实现归母净利润 4.90 亿元，同比下降 28.91%；扣非净利润 4.58 亿元，同比下降 29.80%。主要原因是受产品结构转型调整影响，新产品尚处于研制阶段，暂未形成市场投放能力，经营业绩出现波动。

图 3：公司近年营收情况



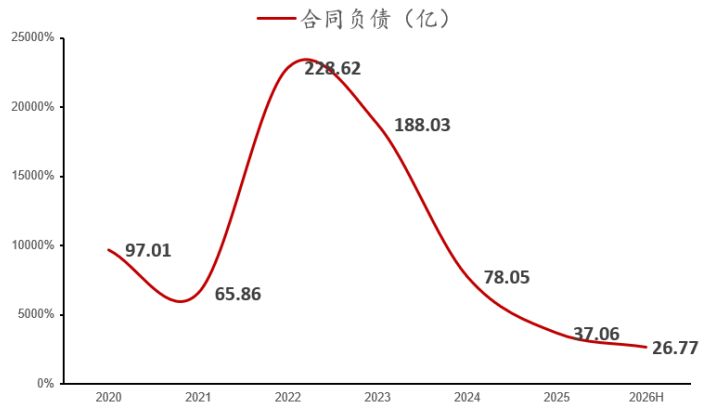

资料来源：Wind、招商证券

图 4：公司近年归母净利润情况




资料来源：Wind、招商证券

图 5：中航西飞合同负债情况



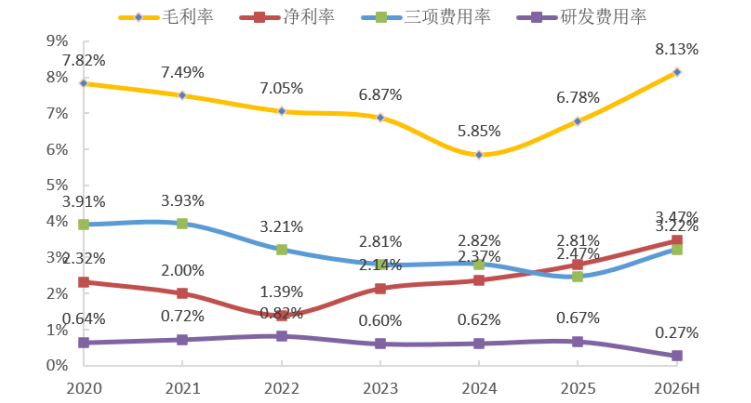

资料来源：Wind、招商证券

**公司盈利能力拐点初现，费用管控成效斐然。**自 20 年开始，公司毛利率逐渐下行，24 年降至 5.85%。2025-2026H1 持续回升，26H1 达到 8.13%，盈利能力拐点初现。费用端，通过开展降本增效等专项工作，持续推进全价值链成本管控，公司三项费用率在 2022 年开启下降势头，由 2021 年的 3.93%下降到 2025 年的 2.47%，费用管理成效斐然。由此，净利率于 22 年出现拐点，26 年上半年提升至 3.47%.

下载日志已记录，仅供内部参考



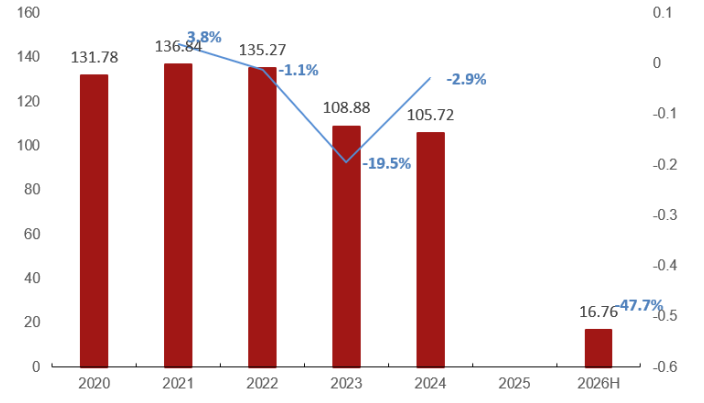
图 6：中航西飞盈利能力




资料来源：Wind、招商证券

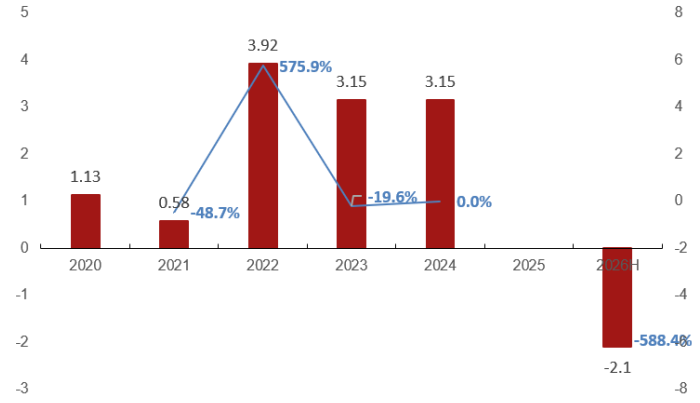
**子公司情况：陕飞近年受产品结构转型等因素影响有所营收、利润有所下降。**陕飞公司以中型运输机、特种飞机等产品为主，2020-2022 年营收利润呈上升趋势，23 年开始转向下滑，2026 年上半年受产品结构转型、新产品尚未放量等因素影响，营收利润出现较大幅度下滑。

图 7：陕飞公司近年营收情况




资料来源：Wind、招商证券（2025 年公司未公布数据）

图 8：陕飞公司近年归母净利润情况




资料来源：Wind、招商证券（2025 年公司未公布数据）

## 3、公司主营业务及产品

**公司业务包括航空装备、民用航空、工业制造和现代服务业四个方面。**公司始终坚持以军民用飞机研制生产为主，现业务已涉及飞机、汽车、建材、电子、进出口贸易等领域。公司目前主要产品：

- 军用：大中型运输机、轰炸机、特种飞机等，最终用户主要为空军和海军航空兵；
- 民用：公司还承担了 ARJ21、C919、AG600 等大中型民用飞机机体部件设计、制造、配套与服务，与空客公司、波音公司以及中国商飞、中航通用飞机等国内外航空公司有合作关系。

表 1：公司主营业务产品

| 产品类别 | 细分产品名称 | 产品简介 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|---|---|---|---|---|
| 航空装备 | 运-20 | 首款自主研发的大型军用运输机 | 该三型军用飞机是我国 |  |

下载日志已记录，仅供内部参考



| 产品类别 | 细分产品名称 | 产品简介 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|---|---|---|---|---|
| 民用航空 | 轰-6 | 以图－16 为基础上研制的高亚音速战略轰炸机 | 空军、海军航空兵的主流装备，填补了我国军事装备相关领域的空白 | |
| | C919 研制项目 | 中国商飞自行研制、具有自主知识产权的新型单通道干线飞机 | 产品应用于主流民用飞机机型的研制、生产装配等领域 |  |
| | AG600 生产装配项目 | 首款自主研制的大型特种用途民用飞机 | | |
| | 新舟 60 | 按国际标准设计、生产和试飞验证的新型客机 | |  |
| 工业制造 | 铝制型材 | | 拥有型材挤压生产线，可生产铝制型材 | |
| 现代服务业 | 西安空地勤保障中心 | | 提供飞机技术服务 | |

资料来源：公司官网、招商证券

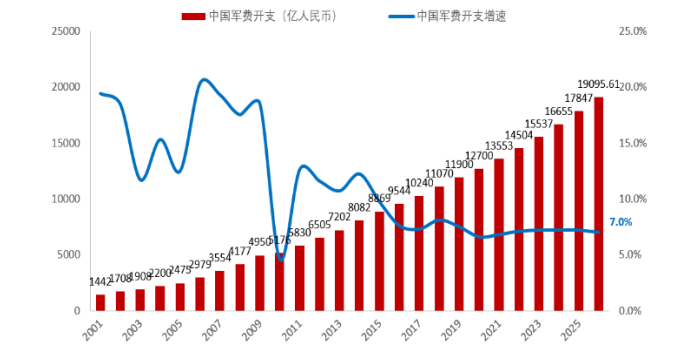
# 二、国内国防：运输机&轰炸机龙头，支撑现代化战略空军建设

## 1、国防预算保持 7%增速

**2026 年我国国防预算同比增长 7.0%，增速高于 GDP 增速，支撑现代化军队建设。**2026 年 3 月 5 日，根据公布的 2026 年中央和地方财政预算草案报告，2026 年我国国防支出为 19095.61 亿元人民币，同比增长 7%，相较 2025 年的 7.2%小幅下调。

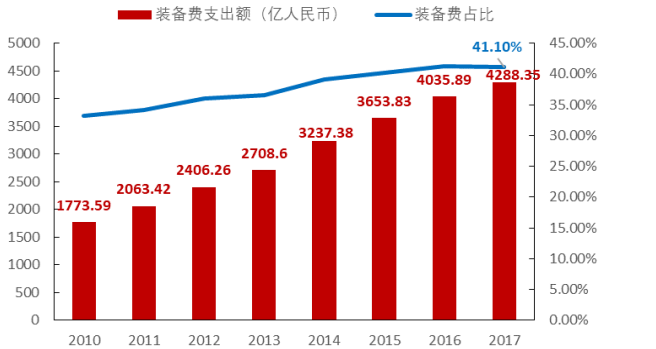
**从军费使用构成来看，我国装备费占国防费比例持续提升。**2019 年 7 月 24 日，《新时代的中国国防》白皮书发布。报告指出，我国军费预算一般包含三个方面的投入，分别是人员生活费、装备费和训练维护费。纵向对比，装备费占国防费比例持续提升，从 2010 年的 1773.59 亿元提升至 2017 年的 4288.35 亿元，年均复合增长率达 13.44%；装备费占比相应由 2010 年的 33.2%提升至 2017 年的 41.1%，提升 7.9 个百分点。

图 9：我国军费预算保持持续稳定增长趋势




资料来源：Wind、招商证券

图 10：我国军费中装备费规模和占比持续提升




资料来源：《国防白皮书》、招商证券

**我国历史性跨入战略空军门槛，迈向现代化战略空军。**2021 年 11 月 25 日，国防部 25 日举行例行记者会，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦表示，新时代人民空军历史性跨入战略空军门槛。近年来，歼-20、运-20、空警-500、红-9B 和新型电子战飞机歼-16D、高空无人侦察机无侦-7 等一大批新型国产主战装备，陆续加入人民空军战斗序列、投入实战化训练，形成战斗力，也展示了新

下载日志已记录，仅供内部参考



时代人民空军历史性跨入战略空军门槛的新气象。

图 11：人民空军历史性跨入战略空军门槛



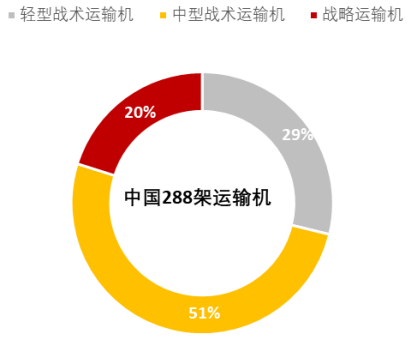

资料来源：国防部、凤凰网、招商证券

**根据战略空军的定义和能力价值体现，运输机和轰炸机在战略空军体系中占据重要地位。**运输机能够快速运送军事人员、武器装备和其他军用物资，实现军力部署，能够有力支撑战略空军所要求的战略投送能力；轰炸机具备突击力强、航程远、载弹量大、机动性高等特点，能够投掷核弹、核巡航导弹、空地导弹等多种弹药，是空军战略打击能力中的主体构成。

相比美国，我国运输机与轰炸机在数量和结构上仍存在较大差距亟待弥补。

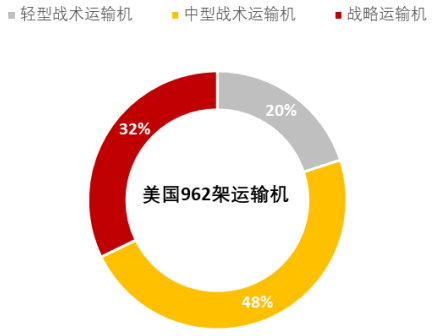
- **运输机：我国运输机缺口较大、大中型运输机结构欠缺。**根据《World Air Forces 2023》统计数据显示，我国运输机当前总量为 288 架，其中中型运输机占比过半，大型战略运输机（运-20、伊尔 76）合计 58 架，占比达 20%；反观美国，运输机总量达到 962 架，以中型运输机和大型战略运输机为主，合计占比达到 80%，其中大型运输机（C-5、C-17 等）数量达 310 架，空中战略运输能力强大。总结来看，我国运输机总量不及美国 1/3，结构上仍存在较大的欠缺，列装缺口亟待弥补。

图 12：中国运输机数量及结构




资料来源：《World Air Forces 2023》、招商证券

图 13：美国运输机数量及结构




资料来源：《World Air Forces 2023》、招商证券

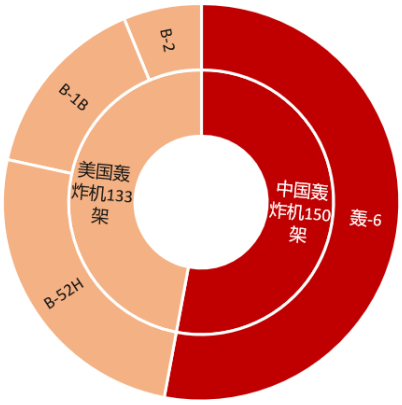
- **轰炸机：我国轰炸机数量与美国差距不大，但结构与代际存在较大差距。**根据《World Air Forces 2023》统计数据显示，我国轰炸机当前总量为 150 架，以轰-6 轰炸机为唯一平台型号，其中空军 130 架、海军 20 架。对比美国，美轰炸机现役数量为 133 架，其中 B21 轰炸机有 100 架的订单未开始交付，现役+订单轰炸机数量总量为 233 架。从数量上来看，我国轰炸机与美军差

下载日志已记录，仅供内部参考



距不大，但从结构上来看，我国轰炸机全部为轰-6 轰炸机及其改型，而美军已形成 B-1B 轰炸机、B-52H 轰炸机与 B-2 隐身轰炸机三者结合的多机型结构，未来 B-21 隐身轰炸机列装也将继续优化其结构。我国轰-6 轰炸机虽然衍生发展了多型号、多代际机型，但从轰炸机机型搭配与代际对比上，仍与美国存在较大差距。

**图 14：中美轰炸机数量及结构对比**




资料来源：《World Air Forces 2023》、招商证券

## 2、军用运输机

军用运输机是一种军用支援保障类飞机，主要承担实施兵力机动和后勤支援任务，可以快速将部队及其装备部署转移到目标区域，并为部署在前沿或前线作战的部队提供人员、装备和其他物资。

- 按照任务性质和能力的不同，军用运输机一般分为战略运输机和战术运输机两大类。战略运输机主要承担远距离、大量人员、大中型装备的运输任务，有的还承担大规模空降任务。战术运输机多在战区附近及战区以内承担近距离运输任务，一般为中小型飞机，短距起降性好，对机场条件要求低。
- 按最大起飞质量和有效载荷，运输机又可分为大、中、轻型 3 个类别。起飞质量大于 150t，有效载荷大于 36t 的通常为大型运输机，最大起飞质量小于 40t、有效载荷小于 9t 的为轻型运输机，介于中间的为中型运输机。最大起飞质量超过 350t，载荷超过 100t 的，为重型运输机。

**表 2：军用运输机分类**

| 按用途分类 | 按质量分类 | 最大起飞重量/t | 有效载重/t | 航程/km |
|---|---|---|---|---|
| 战略运输机 | 大型运输机 | ＞150 | ＞36 | 5000~12000 |
| 战术运输机 | 中型运输机 | 40~150 | 9~36 | ＜5000 |
| | 轻型运输机 | ＜40 | ＜9 | ＜3000 |

资料来源：《军用运输机发展及动力选型》、招商证券

**我国运-9 与运-20 形成高低搭配，现代化战略战术空运体系初步成型。**2020 年 2 月 13 日，解放军空军出动运-20、伊尔-76、运-9 共 11 架运输机联手运送抗疫物资和人员到武汉“主战场”，是运-20 服役以来首次执行大型非战争军事任务。最大载重量达 66 吨的运-20（绰号“鲲鹏”）虽然未使用极限载荷量来运输，但已展示出快速投送军事力量的优势。空军运输机“三巨头”首次成体系大规模出动

下载日志已记录，仅供内部参考



执行重大空运任务，标志着空军现代化战略战术空运体系初步成型。

图 15：运-9 与运-20 形成高低搭配




资料来源：央视网、招商证券

图 16：鲲鹏领军“三巨头” 战略空运



资料来源：新华社、招商证券

**参考美俄运输机体系，我国运输机谱系仍存在一定空缺。**

- 美国运输机体系：在 20 世纪 80 年代以前，美国空军的运输体系是由 C-5“银河”、C-141“运输星”和 C-130“大力神”构成。在执行全球空运任务的时候，首先由 C-5 负责洲际间的远程战略空运，随后转由 C-141 运输到战场的后方基地，最后转由 C-130 最终运输到前线。C-17 列装部队并替代 C-141 之后，美国运输机体系发展成为 C-5“银河”、C-17 “环球霸王 III”和 C-130“大力神”构成，形成了结构更佳的高低搭配运输机体系。
- 俄罗斯运输机体系：根据《中国国防部》发表的《俄制定军事运输兵发展“规划图”》一文，俄罗斯目前运输机体系主要由以安-124 和安-22 为代表的远程重型运输机、以伊尔-76 为代表的重型运输机以及安-12 为代表的中型运输机三部分组成。根据俄防长绍伊古在 2021 年第三季度国防部部务会议上推出的未来 10 年规划方案，俄军将在未来 10 年实现军事运输航空兵力量和能力“重塑”：运输机数量达到 550 架，其中远程重型运输机超过 30 架，重型运输机超过 250 架，具备单日空运 1 万人或 5000 吨军用物资能力，能够在 2 昼夜内完成 1 个陆军摩步旅的整建制跨区投送，1 次搭载 1 个空降师遂行战斗任务。

对比美俄，我国目前形成的运-20 重型战略运输机和运-8/9 中型战术运输机的运输机体系在载重吨 100t 以上型号上呈现空缺状态，且数量上仍有较大差距，运力差距亟待弥补。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 17：中美俄运输机体系对比图




资料来源：维基百科、Lockheed Martin、Boeing、招商证券

## （1）运-20 及衍生型号：大国鲲鹏，填补大型军用运输机空白

**“五年首飞、八年交付”，运-20 填补了我国大型军用运输机的空白。**运-20（编号：Y-20，代号：鲲鹏），是中国研究制造的新一代军用大型运输机，于 2013 年 1 月 26 日首飞成功，并于 2016 年 7 月 6 日在空军航空兵某部举行了飞机授装接装仪式，实现军队列装。运-20 采用常规布局，悬臂式上单翼、前缘后掠、无翼梢小翼，拥有高延伸性、高可靠性和安全性。运-20 作为大型多用途运输机，可在复杂气象条件下，执行各种物资和人员的长距离航空运输任务。相比俄罗斯的伊尔-76 运输机，运-20 在最大起飞重量、最大载重以及气动布局、货舱尺寸、飞控和航电等方面均有所超越，具备较大优势。

**践行“一院六厂”项目组织模式，西飞作为主制造商承担主要研制及总装任务。**根据《大国鲲鹏》纪录片介绍，运-20 的研制和生产过程遵循组建的“一院六厂”的项目组织模式，强化总体部署，协同调动航空工业全行业之力，保障运-20 的研制和生产任务。其中，航空工业西飞担任主制造商，承担前机身、中机身、机翼等大部件研制以及整机总装的任务，航空工业陕飞为后机身和五开门的承制商中航西飞两个子公司承担了主要的机体研制、生产以及整机总装集成任务，成为关键的链长企业。

图 18：运-20 主要供应商

| 分类 | 系统/部件 | 供应商 |
|---|---|---|
| 总设计 | - | 航空工业一飞院 |
| 机体结构 | 前机身、中机身、机翼等大部件研制以及整机总装 | 西飞 |
| | 后机身和五开门 | 陕飞 |
| | 机头 | 成飞 |
| | 尾翼（大T型翼）制造任务 | 沈飞 |
| | 翼身整流罩、机身尾段以及主起整流罩 | 哈飞 |
| | 起落架 | 中航起 |
| 机载系统 | 机载网络产品 | 航空工业计算所 |
| | 平视显示器和视景增强系统 | 航空工业光电所 |
| | 线缆插头 | 中航光电 |
| | 机电、燃油、液压系统 | 航空工业新航 |
| | 机载液压、空气管理等分系统 | 航空工业南京机电 |
| | 显示控制分系统 | 航空工业上电所 |
| 材料 | 金属材料 | 东轻公司与北京有色金属研究总院、中南大学、航材院等 |
| | 碳纤维 | 江苏恒神等 |

资料来源：《大国鲲鹏》、招商证券

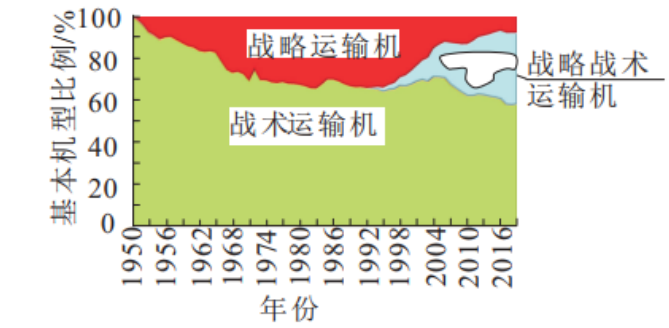
**参考美国 C-17，战略战术运输机作战地位逐步提升，美军列装 223 架。**C-17 运

下载日志已记录，仅供内部参考



输机是美国空军一型大型战略战术运输机，最大起飞重量达到 265 吨，最大载重量达到 77 吨，具备其作战范围和功能涵盖了过去的 C-5 运输机和运输机所具备的一切，融合战略和战术空运能力于一身，具备短场起降能力。C-17 适应于快速将部队部署到主要军事基地或者直接运送到前方基地的战略运输，必要时该飞机也可胜任战术运输和空投任务。根据《美国空军军用运输机发展初探》，兼具战略战术性能的 C-17 随着作战需求增加地位逐渐凸显，在美国空军中逐步占据较大比例。C-17 于 1991 年 9 月 15 日首飞，1993 年 7 月开始列装美军，到 2015 年 11 月 28 日生产线正式停产，共生产销售 279 架，其中美国空军购买 223 架。

**图 19：美空军三种基本类型军用运输机数量对比**




资料来源：《美国空军军用运输机发展初探》、招商证券

**另一方面，运-20 平台具备较强的扩展性，衍生机型包括运油 20、大型预警机等。**可以改装成多种特种保障飞机，譬如预警机、加油机、巡逻机等。2022 年 7 月 31 日，空军航空开放活动暨长春航空展在北京举行新闻发布会，空军新闻发言人申进科表示，新一代空中加油机运油-20 投入练兵备战。2022 年 11 月 8 日，运油-20 在第 14 届中国航展上首次飞行表演，展示 3 根加油管。

**图 20：运-20 与 C-17 列装数量对比**




资料来源：《World Air Forces 2023》、招商证券

**图 21：运油-20 首次飞行表演**




资料来源：央视频、招商证券

### （2）运-8/9：中型战术运输机，与运-20 形成高低搭配

**中型战术运输机以陕飞公司生产的运-8、运-9 为主，与运-20 组成高低搭配。**

- 运-八型飞机（Y-8）是由中航工业陕西飞机工业（集团）有限公司生产的中程中型多用途运输机，源自苏联购入的安-12B 型，性能与美军的 C-130 十分相近，属于四发涡桨运输机，最大载重为 15 吨左右，是当时中国研制成功投入使用的最大的运输机。陕飞对运-八进行了一系列改进改型，先后研制成多种运-八专业机型，包括远距离支援干扰机、电子侦察机、反潜巡逻机以及预警机等，另外还有民用型。

下载日志已记录，仅供内部参考



- 运-九（Y-9）是由陕西飞机工业（集团）有限公司开发中的中型中程战术运输机，载重为 20 吨级，由运-8 三类平台发展而来，与美国的 C-130J 重启计划类似。

图 22：运-8 运输机



资料来源：《兵工科技》、招商证券

图 23：运-9 运输机



资料来源：央视新闻、招商证券

**参考美国 C-130 运输机，中型战术运输机经济性好，需求量大，产品生命周期悠长。**C-130 运输机是由美国洛克希德公司（现洛克希德·马丁公司）在上个世纪五十年代研制的四发涡桨多用途战术运输机，C-130 是世界上设计最成功、使用时间最长、服役国家最多的运输机之一，从 1954 年 8 月 23 日首飞至今已服役 60 余年，有 70 余个国家或地区使用，总生产/订单数量 2700+架，各种任务改型 70+种，改型 C-130J “超级大力神” 仍在生产交付中，产品生命周期悠长。C-130 可在前线简易机场跑道上起降，向战场运送或空投军事人员和装备，返航时可用于撤退伤员。改型后用于执行各种任务，用于电子监视、空中指挥、控制和通讯的型别有 EC-130、EC-130Q 等；此外还有搜索救援和回收型、空中加油型、特种任务型、气象探测型、海上巡逻型及空中预警型，此外还有大量民用型别。参考 C-130 运输机的列装及军贸历程，作为我国当前主力中型战术运输机型号运-8/9 同样将具备较大列装空间。

表 3：C-130 重要型号累计生产数量

| C-130 型号 | 服役时间 | 累计生产数量 |
|---|---|---|
| C-130A | 1956 年 | 233 架 |
| C-130B | 1958 年 | 230 架 |
| C-130E | 1961 年 | 493 架 |
| L-100 | 1965 年 | 118 架 |
| C-130H | 1965 年 | 1085 架 |
| C-130J | 1998 年 | 540+架 |
| 合计 | | **2700+**架 |

资料来源：Lockheed Martin、招商证券

**我国中型运输机同国际先进水平仍有差距，“新中运”或已在路上。**根据《中型军用运输机发展现状及趋势》，运-8 原型机设计于 20 世纪 60 年代，当初的设计理念和使用要求已远远不能满足当前我国的实际需求，虽经多次改进，但实际使用过程中遇到的某些固有问题仍难以解决。未来随着使用需求的不断变化，最大起飞重量 110t 左右的新型军用运输机很可能出现，其使用定位将更趋模糊，越来越呈现战略战术兼顾、多用途化鲜明特点。根据中国国际航空航天博览会，2014 年第十届中国航展中首次展出标有 “运 30”（Y30）和 “新中运” 字样的 4 发涡桨中型运输机的模型，新型中型战术运输机或已在路上。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 24：2014 年航展首次展出“新中运”模型




资料来源：中国国际航空航天博览会，招商证券

## 3、轰炸机

**轰-6 轰炸机——国内海、空军轰炸机群中的绝对主力。**轰-6 轰炸机，是中国西安飞机工业公司仿制的前苏联中型喷气轰炸机图-16(Tu-16)。轰-6 轰炸机于 1968 年 12 月 24 日实现首飞，目前仍是中国海、空军轰炸机群中的绝对主力。该机主要担任战术战略轰炸、侦察、反舰、巡逻监视、空中加油等多种任务，主要的缺陷是载弹量小、速度慢、体积大，战场生存能力有限。

**衍生型号众多，平台具备较强拓展性。**根据航空知识杂志社，如今的轰-6 已经衍生出十多种型号，目前已用的编号字母有 A、B、C、D、E、F、G、H、I、J、K、M、N。其中，轰-6K 于 2015 年 9 月 3 日首次亮相，是我国自主研发的中远程轰炸机，相比轰-6 原型机，轰-6K 的机身、机载设备和发动机都有了大幅升级改进，具备远程奔袭、大区域巡逻、防区外打击等能力，是中国空军向战略空军转型的标志性装备之一，其最大航程达到 8000km，最大作战半径超过 3500km，成为我军轰炸机装备中跨域作战的主力机型。

表 4：轰-6 衍生型号情况

| 轰-6 型号 | 简介 |
|---|---|
| 轰-6A | 轰-6A 核轰炸基本型，1965 年 5 月 14 日，中国轰炸航空兵某师李源一机组驾驶编号 4201 的轰-6 甲，首次空投原子弹爆炸成功。1967 年 6 月 17 日，轰-6 甲 4251 号执行了中国第一次空投氢弹试爆 |
| 轰-6B | 专用侦察机平台 |
| 轰-6C | 改装中国自行研制、具有 70 年代水平的自动领航轰炸系统。系统正式命名为二型自动领航轰炸系统，简称“二代领航”系统。 |
| 轰-6D | 根据海军航空兵 60 年代的作战需求而研制的反舰改型“轰-6 丁”(轰-6D)，经多次导弹试射后，于 1984 年 12 月 24 日通过技术鉴定，批准生产交付。轰-6D 主要作为反舰导弹载机，装备 C-601、C-801 等多种反舰导弹。并曾经向伊拉克空军出口 4 架 |
| 轰-6E | 轰-6C 改进型，在轰-6C 加装“二代领航”系统基础上改型设计了轰-6E 飞机，该机通信、导航、轰炸设备和抗干扰能力都比轰-6C 飞机有了较大提高 |
| 轰-6F | 是轰-6A 核轰炸基本型的延寿改进升级型号，于 20 世纪 90 年代实施，重点改进航电系统，安装新型导航系统，加装雷达警戒系统、干扰系统 |
| 轰-6G | 轰-6G 是在轰-6D 基础上改装的海军型导弹载机，可发射鹰击-83K 空舰导弹，具有投放精确制导武器的能力，2004 年服役。 |
| 轰-6H | 轰-6H 可以携带 2 枚 KD-63 空地导弹、鹰击-12 超音速导弹，这使轰-6H 具备了 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| 轰-6 型号 | 简介 |
|---|---|
| | 打击防区外的能力。 |
| 轰-6U | 轰油-6（轰-6U）是由轰-6D 型改装而成，保留机头下部的雷达罩，机腹弹仓改装为燃油舱，每侧机翼下外各挂一个空中加油吊舱，带插头锥管式空中加油装置。轰油-6 的最大加油量只有 30 吨，通常是 20 吨。 |
| 轰-6J | 轰-6J 能够携带最新型的鹰击-12，以及原有的鹰击-83K、鹰击-62、鹰击-63（AKD-63）等性能各异的大中型空射反舰导弹，对 500 公里外的舰船目标，发起超视距攻击。 |
| 轰-6K | 轰-6K 于 2015 年 9 月 3 日首次亮相，是我国自主研发的中远程轰炸机，相比轰-6 原型机，轰-6K 的机身、机载设备和发动机都有了大幅升级改进，具备远程奔袭、大区域巡逻、防区外打击等能力 |
| 轰-6M | 巡航导弹平台，没有防御武器和炸弹舱，配备了地形跟踪雷达，四个外部挂载点。 |
| 轰-6N | 在轰-6K 基础上进行多种改进，具备空中加油能力，作战范围及武器装载量大大扩大 |

资料来源：航空知识、Military Factory、环球时报、招商证券

**美新型隐身战略轰炸机 B-21 面世，我国新一代远程轰炸机正在发展。**

- 根据中国国防报，2022 年 12 月 2 日，美国空军和诺·格公司在加利福尼亚州帕姆代尔的美空军第 42 号工厂，正式对外展示新型战略轰炸机 B-21“突袭者”。B-21 延续了 B-2 的外形设计，采用相同的翼身融合布局，同时发动机进气道、座舱等部位也采用类似设计，但机体尺寸较 B-2 更小。据公开信息，目前在建的 B-21 原型机共有 6 架，计划于 2025 年列装。根据环球时报报道，美国空军计划购买至少 100 架 B-21，将于 21 世纪 20 年代中期开始装备，全面取代现役 B-1B 超音速轰炸机和 B-2 隐形轰炸机。B-21 具备突出的隐身性能，可执行多样化任务，具备经济可承受性（B-21 的采购单价目前达到 6.5 亿美元）。2023 年 11 月 20 日，美 B-21“突袭者”完成首飞。
- 据《解放军报》，2016 年 9 月 1 日，时任中国空军司令员马晓天在长春出席空军航空开放活动透露，中国正在发展新一代的远程轰炸机。

**图 25：美国 B-21 轰炸机**



资料来源：Northrop Grumman、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考



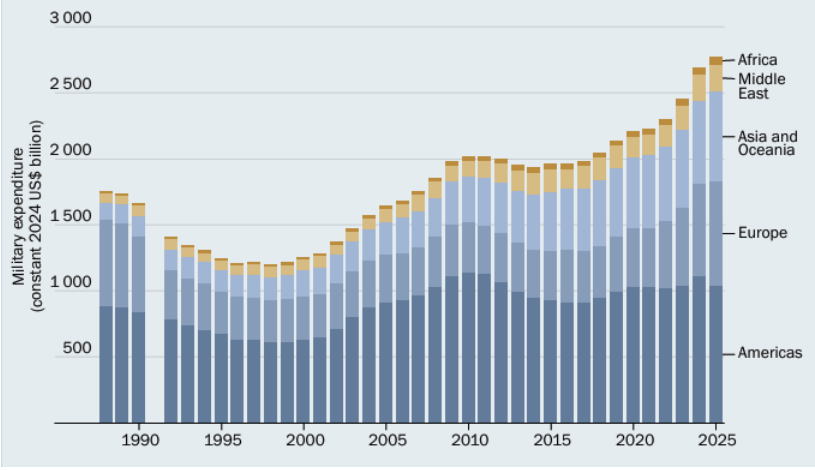
# 三、军贸：全球军贸进入新一轮增长区间，我国战略运输机及衍生型全球竞争力强

## 1、全球军贸进入新一轮增长区间

**市场空间：全球军费进入新一轮增长通道。**2025 年，全球军事开支达到 2.887 万亿美元，实际较 2024 年增长 2.9%。美国的军事开支有所下降，但欧洲增长了 14%，亚洲及大洋洲增长了 8.1%。根据斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）发布的最新数据，军事开支排名前三的国家——美国、中国和俄罗斯——总计支出 1.48 万亿美元，占全球军事开支总额的 51%。

- 美国：仍然是世界上最大的军事开支国。由于年内未批准对乌新军事援助，美国军费开支缩减 2025 年，美国军费开支为 9540 亿美元，较 2024 年下降了 7.5%。这一下降主要是因为当年未批准对乌克兰的新军事财政援助。斯德哥尔摩国际和平研究所军事开支与武器生产项目主任表示：“2025 年美国军费开支的下降可能是短暂的。美国国会批准的 2026 年军费开支已增至超过 1 万亿美元，较 2025 年大幅增加，如果特朗普总统最新的预算提案获得通过，2027 年可能会进一步增至 1.5 万亿美元。”
- 北约（NATO）：29 个欧洲北约成员国 2025 年的军费开支总额为 5590 亿美元，其中 22 个国家的军费开支至少占 GDP 的 2.0%。德国是该集团中军费开支最高的国家，其军费开支同比增长 24%，达到 1140 亿美元。自 1990 年以来，德国的军费负担首次超过 2.0%的门槛，2025 年达到 GDP 的 2.3%。西班牙的军费开支增长了 50%，达到 402 亿美元，自 1994 年以来，其军费负担也首次超过 GDP 的 2.0%。
- 俄乌：2025 年，俄罗斯的军费开支增长了 5.9%，达到 1900 亿美元，军费负担占国内生产总值（GDP）的 7.5%。乌克兰是 2025 年军费开支第七高的国家，其军费开支增长了 20%，达到 841 亿美元，占 GDP 的 40%。

图 26：1988-2025 年全球军费开支情况




资料来源：SIPRI、招商证券

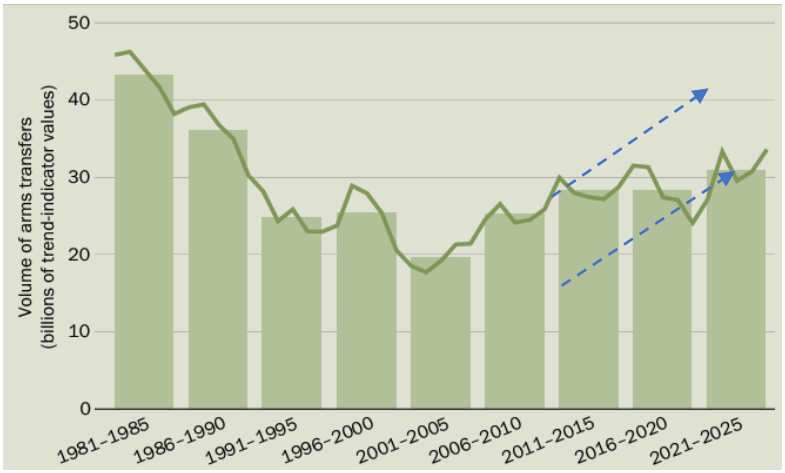
**全球军贸转移额近年保持稳定，军费增加、采购流程推进等预计将推动未来军贸市场快速增长。**根据 SIPRI 数据。2021 - 2025 年国家间主要武器转让的全球总

下载日志已记录，仅供内部参考



量比上一个五年期（2016 - 2020 年）高出 9.2%。这是自 2011 - 2015 年以来的最大增幅。欧洲国家的武器进口量在这两个时期之间增长了两倍多（增长 210%）。美洲国家的武器进口量也有所增加（增长 12%），而非洲（下降 41%）、亚洲及大洋洲（下降 20%）和中东（下降 13%）国家的进口量则有所减少。在过去 15 年里，除其他许多因素外，有三个关键因素使国际武器转让保持在同一水平：漫长的采购周期、不断扩大的国内武器生产和经济制约。未来，随着军费的不断增长和采购流程的推进国际武器转让或将持续或更高程度地满足对主要武器的需求。远程陆攻武器，包括先进战斗机与导弹，以及更为简单廉价的武装无人飞机与导弹，仍将显著占据主要武器转让的份额。

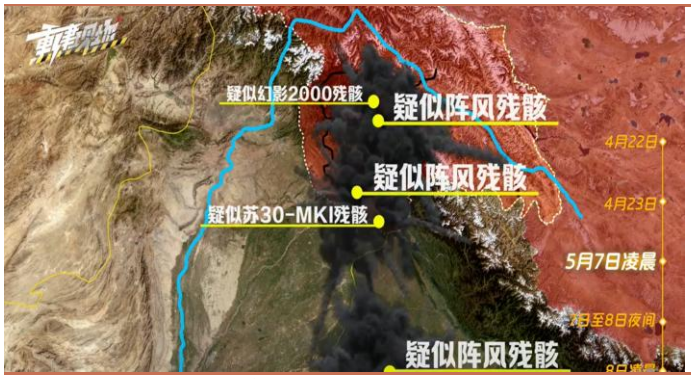
**图 27：1981-2025 年全球主要武器装备贸易趋势**




资料来源：SIPRI、招商证券

**中国军贸：印巴空战已过一周年，歼-35“0001 编号”战机亮相。**2025 年 5 月 7 日印巴空战后，中国军贸得到了实战的检验，在国际市场上关注度提升显著。在过去一年之后，歼 35“0001 编号”战机亮相，根据央视的一台节目中，一架机头印着“AVIC”标识、编号为“0001”的歼-35 隐身战斗机从机库滑出，在屏幕上惊艳亮相，这并非一次普通的装备展示，机身没有空军的“八一”军徽，涂装也与军方列装版本有所不同，而航空工业的英文缩写“AVIC”非常醒目。根据军事评论员傅前哨，歼-35 系列战机很有可能成为下一阶段重点出口的机型，将在全球高端战机市场掀起一场真正的“风暴”。

**图 28：印巴空战情况**




资料来源：新京报，招商证券

**图 29：歼 35“0001”号**




资料来源：央视军事、招商证券

**运-20BE 亮相迪拜航展，向国际军贸市场展现“中国力量”。**2023 年 11 月 13 日至 17 日，第十八届迪拜国际航空航天博览会（以下称迪拜航展）在迪拜阿勒马

下载日志已记录，仅供内部参考



克图姆机场举行，航空工业是此次迪拜航展参展规模最大的中国军工企业。其中航空工业展出了换装新型国产大涵道比涡扇发动机的运-20 改进型运输机模型。

**图 30：中国“运 20BE”在迪拜航展上首次露面**



资料来源：星岛环球，招商证券

## 2、我国运-20 平台具备全球强竞争力

**西飞中运具备较好的军贸和国际客户基础。**公司子公司陕飞研制批产的运-8、运-9 及衍生型在军贸市场具备较好的军贸和国际客户基础，其中：

- 运-8 及衍生型：出口国包括哈萨克斯坦、缅甸、巴基斯坦、斯里兰卡、苏丹、坦桑尼亚及委内瑞拉。
- 运-9 及衍生型：出口国包括哈萨克斯坦和纳米比亚。

**表 5：运-8 及衍生型出口情况统计**

| 进口国 | 服役时间 |
|---|---|
| 哈萨克斯坦 | 2018 年交付 1 架 Y-8F-200WA，2023 年交付 1 架 Y-8F-200WA，2025 年交付 3 架 Y-8F-200WA |
| 缅甸 | 5 架 Y-8D、Y-8F-200 |
| 巴基斯坦 | 2008 年订购 4 架 ZDK-03 |
| 斯里兰卡 | 1987 年订购 |
| 苏丹 | 1991 年订购 2 架 Y-8 |
| 坦桑尼亚 | 2003 年交付 2 架 Y-8F-200 |
| 委内瑞拉 | 8 架 Y-8F-200，2012 年交付 |
| **合计交付数量** | **20+架** |

资料来源：SIPRI、招商证券

**产品升级：我国运-20 对标 C-17 与 IL-76MD-90A，具备广阔军贸及升级空间。**根据前文，我国运-20 战略运输机全球对标的机型主要是美国的 C-17 和俄罗斯的 IL-76MD-90A。其中，C-17 合计出口 56 架，下游客户主要包括英国、印度、加拿大、卡塔尔、阿联酋、澳大利亚以及北约重型空运联队。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 31：C-17 主要用户




资料来源：Boeing、招商证券

**竞争格局：C-17 停产多年，IL-76MD-90A 产量仍在挣扎，年产仅 6-7 架。运 20 在同类竞争中具备强大的产能优势。**

- C-17（美国）：2010 年后，由于 2008 金融危机的影响，以及全球大型运输机市场的相对饱和，波音一直在考虑关闭 C-17 生产线。2015 年，最后一架 C-17 在波音长滩工厂下线，随后这家工厂正式关闭。尽管 2025 年 5 月波音公司国际政府和国防组织副总裁特博·肖格伦（Turbo Sjogren）透露，波音公司正在与一位客户展开初步磋商，评估重启 C-17 运输机生产线的可能性。但其可能性目前未得到确认。
- IL-76MD-90A（俄罗斯）：后苏联时代的俄罗斯生产的 IL-76 飞机被命名为 IL-76MD-90A，它并非乌兹别克斯坦原版设计的直接延续，而是对苏联运输机进行深度重新设计的改进型。该机型的生产在 2020 年代中期逐渐趋于稳定，年交付量从 2、3 架增加到 6-7 架，而俄罗斯工业界也正着手制定更高的产量计划。然而，供应链瓶颈、劳动力短缺和质量控制问题仍然阻碍着产能扩张计划的实施。

图 32：C-17 运输机



资料来源：澎湃新闻、招商证券

图 33：IL-76MD-90A



资料来源：央视新闻、招商证券

**涨价逻辑：军贸相较销售国内具备强涨价逻辑，幅度在 30-50%区间。**

参考当前军贸市场上的大中型运输机价格，价格处于 2 亿美金左右的价格水平，且军贸相较对国内/研制国的价格具备强涨价的逻辑。其中：

- C-17：涨价幅度在 33%左右，印度采购价格奇高。美国国内采购价格为 1.5 亿美金，外销给澳大利亚价格为 1.9 亿美金，英国是 2.2 亿美金，而印度则高达 5.8 亿美金（包括售后服务）。
- A400M：涨价幅度超 50%。欧洲六国（比利时、法国、德国、西班牙、土耳其和英国）共同研制的战术运输机，参研各国订购价格超 1.1 亿欧元（约

下载日志已记录，仅供内部参考



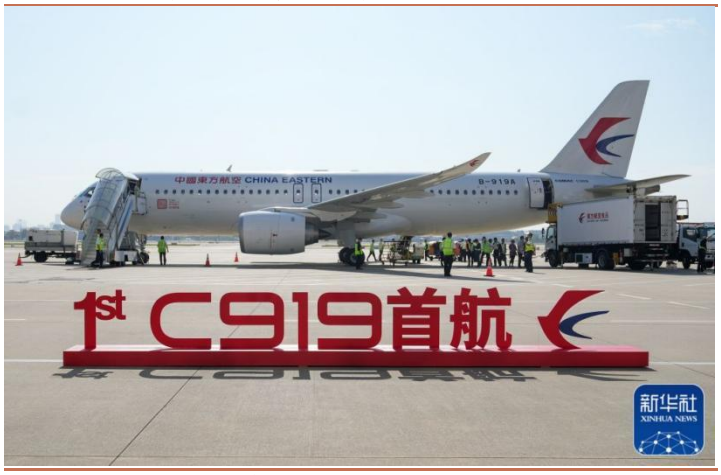
1.25 亿美金）。而在此前阿联酋订单中与日本 C-2 竞争中的报价超过 1.9 亿美金。

# 四、民用市场：聚焦 C919 放量、布局大型无人货运，打造世界级大中型复合材料研发生产基地

## 1、国产 C919 开启商业运营，提速扩产打开万亿市场

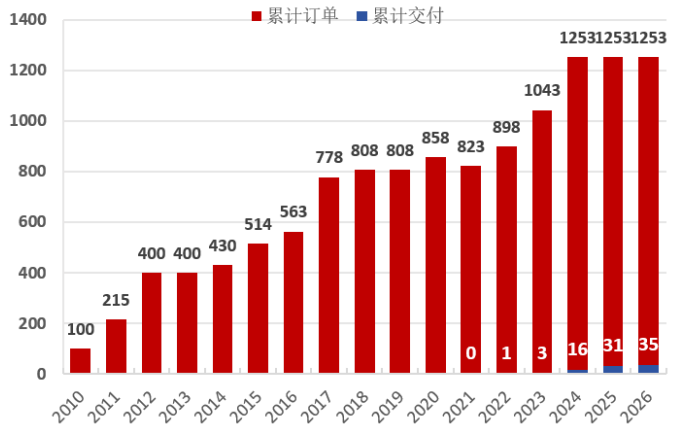
C919 作为我国首次按照国际通行适航标准自行研制、具有自主知识产权的喷气式干线客机，2023 年 5 月 28 日正式开启商业运营，进入民航市场，开启市场化运营、产业化发展新征程。目前在订单端确认订单与意向订单合计超 1000 架，截至 2026 年 4 月累计交付 35 架。

图 34：C919 在 2023 年正式商业运营




资料来源：新华社、招商证券

图 35：C919 累计订单与交付情况




资料来源：维基百科、招商证券

**C919 订单端、产能端、运营端及海外取证均在稳步推进：**

- **订单端：**东航、南航、国航三大航司力挺 100 架订单，各大航空租赁公司积极下单，截至 26 年 3 月合计确认及意向订单 1253 架。
- **产能端：二期产能 24 年完成招标。**根据澎湃新闻，2024 年 1 月 24 日，上海市人大代表、中国商用飞机有限责任公司党委常委、副总经理张玉金透露，2024 年预计 C919 产能将继续逐步扩大，稳步增长，实现“多快好”生产；同时，计划在三至五年内，投入几百亿元用于扩大产能。根据 2023 年 1 月 12 日其在接受澎湃新闻记者采访时透露，预计 C919 在 5 年内年产能规划将达到 150 架，甚至更多。C919 大型客机批生产条件能力（二期）建设项目完成招标。2024 年 5 月 6 日，航空工业规划总院中标 C919 大型客机批生产条件能力（二期）建设项目。项目位于上海市浦东新区，总建筑面积约为 33 万平方米，大客总部装厂房、大客零件总库、室外道路、绿化、停机坪都包含其中。项目建成将满足 C919 大型客机未来批量化生产需求，为国产大飞机的商业化运营和市场竞争提供有力保障。
- **运营端：航线不断开拓。**根据航班管家 DAST 数据，截至 2026 年 4 月 30 日，C919 累计执飞商业客运航班已超过 4.2 万班次。航线网络方面，自 C919 投入运行以来，已累计执飞往返航线 57 条，单程 113 条，覆盖 29 座机场，

下载日志已记录，仅供内部参考



其中包括 28 座境内机场及港澳台机场 1 座（中国香港），航线布局稳步拓展。目前，C919 的运力投放效率、旅客接受度和运维适配性等指标均超出预期。

**航空工业西飞是 C919 机体的核心供应商之一，有望乘扩产东风。**航空工业西飞作为主供应商，承担了机体结构中设计最为复杂、制造难度最大的部件——机翼、中机身（中央翼）等 6 个工作包的研制任务，任务量约占整个机体结构的 50%。未来随着 C919 的不断交付和产能的扩大，西飞有望乘上商飞扩产东风，逐步扩大民用航空业务的营收。

图 36：C919 的发动机等核心部件仍依赖海外供应商




资料来源：COMAC，中国功能材料网，招商证券

## 2、布局大型无人货运市场

2026 年 7 月，据界面新闻报道，根据陕西政务服务网公开信息，中航西飞（000768.SZ）全资子公司陕西飞机工业公司申报了“鹞影 60 大型无人运输机”相关的 4 个项目，申请日期均为 2026 年 6 月 16 日，申办状态显示，3 个项目备案审核通过，1 个项目备案已撤销。

- 第一个项目，“鹞影 60 大型运输机技术验证机项目”，总投资 3.2793 亿元，建设性质为新建，建设地点在陕西省汉中市城固县柳林镇，计划开工时间为 2026 年 9 月，审核状态为“审核通过”。建设规模及内容：研制一款高自主、模块化、系统开放、技术可移植的鹞影 60 大型无人运输机技术验证机。

- 第二个项目，“鹞影 60 大型无人运输机原型机项目”，总投资 29 亿元，建设性质为新建，建设地点在陕西省汉中市城固县柳林镇，计划开工时间为 2028 年 1 月，审核状态为“审核通过”。建设规模及内容：研制一款最大起飞重量 60 吨级、业载 20 吨级、航程 4500 公里的大型无人干线运输机，并完成 TC 取证。

- 第三个项目，“鹞影 60 大型无人运输机量产交付项目”，总投资 19.7704 亿元，建设性质为新建，建设地点在陕西省汉中市城固县柳林镇，计划开工时

下载日志已记录，仅供内部参考



间为 2029 年 1 月，审核状态为“审核通过”。建设规模及内容：建设年生产交付 100 架飞机的零部件生产装配厂（160 亩）、外场交付中心（包含 420 亩飞机总装厂和停机坪）、无人机客服中心。

**图 37：鹞影 60 大型运输机技术验证机项目**

鹞影60大型运输机技术验证机项目

| | | | |
|---|---|---|---|
| 项目代码： | 2606-610764-04-03-260789 | 项目名称： | 鹞影60大型运输机技术验证机项目 |
| 单位名称： | 陕西飞机工业有限责任公司 | 项目法人： | 安刚 |
| 建设地点： | 陕西省汉中市城固县柳林镇 | 申报单位经济类型： | |
| 项目所属行业： | 制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业-航空、航天器及设备制造-飞机制造 | | |
| 项目总投资： | 32793（万元） | | |
| 建设性质： | 新建 | 计划开工时间： | 202609 |
| 审核状态： | 审核通过 | | |
| 建设规模及内容： | 以现有成熟运-8/9飞机机体结构和总体气动布局为基准，适应性改进机体结构、动力、燃油等系统，新研飞行控制与管理系统、地面站系统，研制一款高自主、模块化、系统开放、技术可移植的鹞影60大型无人运输机技术验证机，开展关键技术试飞验证，技术成熟度达到5级。 | | |

资料来源：陕西政务服务网、招商证券

**图 38：鹞影 60 大型无人运输机原型机项目**

鹞影60大型无人运输机原型机项目

| | | | |
|---|---|---|---|
| 项目代码： | 2606-610764-04-03-353792 | 项目名称： | 鹞影60大型无人运输机原型机项目 |
| 单位名称： | 陕西飞机工业有限责任公司 | 项目法人： | 安刚 |
| 建设地点： | 陕西省汉中市城固县柳林镇 | 申报单位经济类型： | |
| 项目所属行业： | 制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业-航空、航天器及设备制造-飞机制造 | | |
| 项目总投资： | 290000（万元） | | |
| 建设性质： | 新建 | 计划开工时间： | 202801 |
| 审核状态： | 审核通过 | | |
| 建设规模及内容： | 立足运-8/9飞机气动布局，围绕兼容标准航空集装箱、上翻式机头门及快速装卸系统、简易跑道起降等技术，购置专用工艺装备，研制一款最大起飞重量60吨级、业载20吨级、航程4500公里的大型无人干线运输机，并完成TC取证。 | | |

资料来源：陕西政务服务网、招商证券

**图 39：鹞影 60 大型无人运输机量产交付项目**

鹞影60大型无人运输机量产交付项目

| | | | |
|---|---|---|---|
| 项目代码： | 2606-610764-04-01-610435 | 项目名称： | 鹞影60大型无人运输机量产交付项目 |
| 单位名称： | 陕西飞机工业有限责任公司 | 项目法人： | 安刚 |
| 建设地点： | 陕西省汉中市城固县柳林镇 | 申报单位经济类型： | |
| 项目所属行业： | 制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业-航空、航天器及设备制造-飞机制造 | | |
| 项目总投资： | 197704（万元） | | |
| 建设性质： | 新建 | 计划开工时间： | 202901 |
| 审核状态： | 审核通过 | | |
| 建设规模及内容： | 建设年生产交付100架飞机的零部件生产装配厂（160亩）、外场交付中心（包含420亩飞机总装厂和停机坪）、无人机客服中心。 | | |

资料来源：陕西政务服务网、招商证券

从开工节奏来看，验证机于 2026 年 9 月开始，原型机于 2028 年 1 月开始，量产于 2029 年 1 月开始，陕西飞机工业公司按适航取证的程序把研发、验证、量产拆开分步走。“鹞影 60”并非从零起步的全新机型，整套技术路径建立在陕西飞机工业公司数十年运-8、运-9 中型运输机成熟工业体系之上，预计能够顺利研发出来。

2026 年 4 月 9 日，在 2026 低空产业发展大会上，陕西飞机工业公司发布了“鹞影 60 无人货运系统”。2026 年 7 月 3 日，中航西飞在回应投资者提问时确认，公司具备军民用无人机验证的技术储备与运营能力，军用领域方面因保密原因，暂无法公布。在民用无人机领域，公司全资子公司陕西飞机工业公司正在研制“鹞影 60”大型无人运输机。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 40：鹞影 60 大型无人运输机




资料来源：中国航空新闻网，招商证券

## 3、打造世界级大中型复合材料研发生产基地

**中航西飞致力于打造世界级大中型复合材料主承力零/部件研发生产基地**。经过 40 余年的砥砺奋进，先后参与了 30 余型军民用飞机复合材料构件的研制及批产，创造了国内复合材料产品发展历程中的“多个第一”，建成了国内唯一的 30 米级适度智能化制造生产线以及复材研发实验室。目前公司产品系列实现了大中型飞机复合材料产品结构的全覆盖，其中在产的 10 米级活动翼面等次承力构件作为特色产品，是波音 747 - 8 飞机内襟翼全球唯一供应商，在研的大尺寸复合材料机翼壁板实现了工程化应用，达到国内领先、世界一流水平。同时，公司积极向相关领域进行产业拓展，承制多项航天高精度反射器、大型整体化无人机、运载火箭燃料储存舱、航海天线反射器等高价值复合材料构件研制任务，专业化、规模化、系列化发展成果丰硕。

公司以正向研发标准体系为平台，在基础技术研究、关键技术攻关和前沿技术探索等方面靶向发力，已形成“测试分析、仿真计算、工艺设计”等八大技术能力，建立了包括“超大型机翼壁板制造技术、主承力梁精确制造技术”等 6 大关键技术在内的“大型飞机复合材料整体结构件制造关键技术集群”，实现了集材料验证到培训服务的复合材料全业务领域的领先优势。在创新机制建设方面，公司以大飞机创新原复材研发实验室等创新平台为依托，以博士后科研工作站、国家重大专项等为抓手，承担多项国家科技部、工信部、军科委的揭榜挂帅和重大专项，产品研制能力和创新发展能力不断增强。未来，公司将持续打造“1+2+6 +X”产业布局（一个研发中心，两个产业平台，六大技术前沿和若干相关辐射产业），紧盯国民经济需求，主动融入地方经济发展，加快形成航空为主、多种经营的协调可持续发展模式，带动上下游产业达“千亿”规模，切实发挥国有企业顶梁柱和压舱

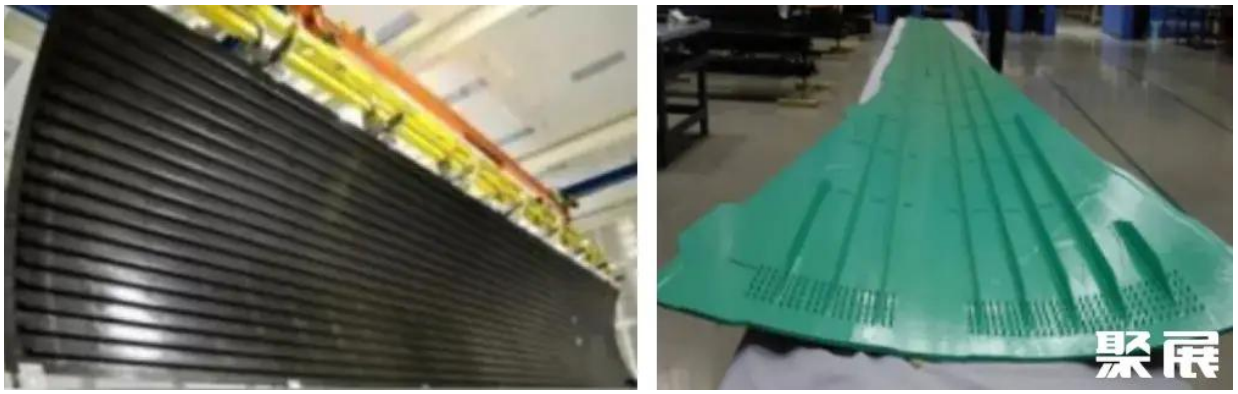
下载日志已记录，仅供内部参考



石作用，为国防现代化和国民经济发展贡献智慧和力量。

中航西飞复合材料专业研发团队人员占比 25%，硕博以上学历占比 41%，高工占比 36%。以“复合材料制造技术研究实验室”等 7 大技术创新平台为依托，组建 6 大博士团队，以“正向研发流程”为牵引，开展 6 大核心技术研究，承担了多项国家部委揭榜挂帅和重大专项项目。中航西飞复合材料专业先后参与 30 余型军民用飞机复合材料构件的研制。同时，不断拓展航空复材制造技术的溢出效应，是航天器复合材料天线的主要供应商，研制的产品有有源相控阵雷达复合材料天线等，同时在兵器、电子和无人机等领域均有涉及，并以优质的产品、良好的信誉成为波音、法宇航、英宇航等国内外著名公司复合材料制件的合格供应商。

**图 41：C919 的发动机等核心部件仍依赖海外供应商**




资料来源：聚展网，招商证券

根据陕西采购与招标网，2025 年 8 月公司发布《648B 喷丸加工厂房项目 EPC 总承包招标公告》，随后在 2026 年 8 月，根据天眼查数据显示，中航西安飞机工业集团股份有限公司发布大型数控喷丸成形和强化机中标候选人公示，采购 3800 万数控喷丸成形机采购，赋能航空制造升级。

**图 42：648B 喷丸加工厂房项目 EPC 总承包招标公告**


648B喷丸加工厂房项目EPC总承包招标公告

相关公告

01 公告内容

项目所在地区：陕西省,西安市

一、招标条件

本 648B 喷丸加工厂房项目 EPC 总承包已由项目审批/核准/备案机关批准，项目资金来源为其他资金/国有资金 100%，招标人为中航西安飞机工业集团股份有限公司。本项目已具备招标条件，现招标方式为公开招标。

二、项目概况和招标范围

规模 新建 648B 喷丸加工厂房建筑面积约为 2400 平方米，建筑形式为单层单跨度钢结构工业厂房，跨度为 32.5m

范围：本招标项目划分为 1 个标段，本次招标为其中的：

(001)648B 喷丸加工厂房项目 EPC 总承包；

资料来源：陕西采购与招标网，招商证券

## 五、拟筹备定增事项，支撑未来长期发展

**筹划定增事项，支撑公司未来长期发展。**2026 年 8 月 24 日，公司发布公告，正在筹划向特定对象发行 A 股股票事项。本次发行募集资金拟用于军民用飞机研制及产能提升、售后服务、国际转包产能提升、空天复材及金属结构件生产能力提升等项目，募集资金规模及用途以公司董事会审议通过后披露的预案为准。本次

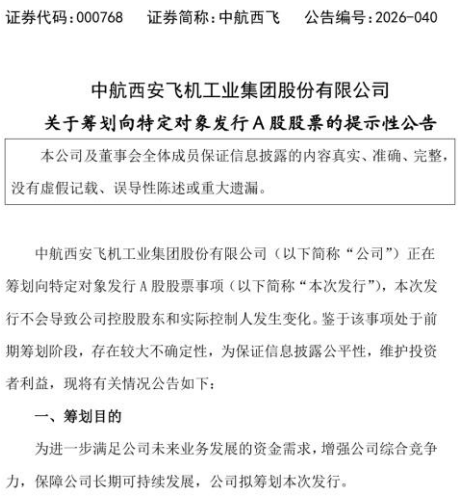
下载日志已记录，仅供内部参考



向特定对象拟发行的股票数量不超过本次发行前公司股本总数的 30%，最终根据募集资金投资项目实际需求，以经深圳证券交易所审核通过并经中国证监会作出予以注册决定后发行的数量为准。此次拟定增投资方向与公司未来长期发展驱动因素高度一致：

- 紧抓国内民机产业高速发展机遇，持续扩大 C909、C919 等项目部件订单储备，积极拓展客户结构优化设计、工程问题处理及新技术应用等技术服务领域工作包拓展，促进产业链向研发端延伸；依据公司国际合作客户拓展策略，大力拓展新客户，开发新机型，探索新的业务领域。
- 从航空产业主业延伸和高端制造衍生应用两个领域，加大市场需求分析和关键技术研究，在科学论证基础上捕获机遇做大增量。航空产业主业延伸方面，瞄准未来飞机“有人无人化，无人智能化”的发展趋势，以无人运输、有人无人协同、无人特种飞机为产业拓展方向；高端制造衍生应用方面，发挥航空武器装备研制优势技术溢出效应，重点发展复材结构件制造、增材制造等项目，积极培育公司发展新动能。

**图 43：中航西飞拟实施定增**



证券代码：000768　证券简称：中航西飞　公告编号：2026-040

中航西安飞机工业集团股份有限公司

关于筹划向特定对象发行A股股票的提示性公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

中航西安飞机工业集团股份有限公司（以下简称“公司”）正在筹划向特定对象发行A股股票事项（以下简称“本次发行”），本次发行不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。鉴于该事项处于前期筹划阶段，存在较大不确定性，为保证信息披露公平性，维护投资者利益，现将有关情况公告如下：

一、筹划目的

为进一步满足公司未来业务发展的资金需求，增强公司综合竞争力，保障公司长期可持续发展，公司拟筹划本次发行。

资料来源：Wind，招商证券

## 六、盈利预测

公司是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机等的主机制造商，同时，拥有完整的民机部件生产制造体系及先进的研制能力，开拓国内、国外双市场，是我国民用航空产业链和供应链体系发展的主体力量之一。研制并生产了多种型号运输机、轰炸机，目前主要型号包括运-20、轰-6 等。公司业务以航空产品为主体。对航空产品分军、民两个市场：

- 军机&军贸：公司轰炸机持续列装，主要型号运-20 具备列装和外贸两大空间，新型号研制持续在路上，未来预计保持收入稳步增长，利润端方面军贸具备强涨价逻辑，预计增速高于收入增速。盈利能力方面，公司主要机型技术趋于稳定，规模效应逐步体现，若实现新型号的军贸则将带来利润率的较大提升，毛利率有望呈现提升态势。
- 民用：1）随着商飞订单的不断增加和产能的不断扩充，公司作为主供应商，

下载日志已记录，仅供内部参考



承担了机体结构的机翼、中机身（中央翼）等 6 个工作包的研制任务，任务量约占整个机体结构的 50%，预计核心受益，打开更高的空间。2）大型无人货运及复材随着市场打开和放量，支撑公司长期发展。

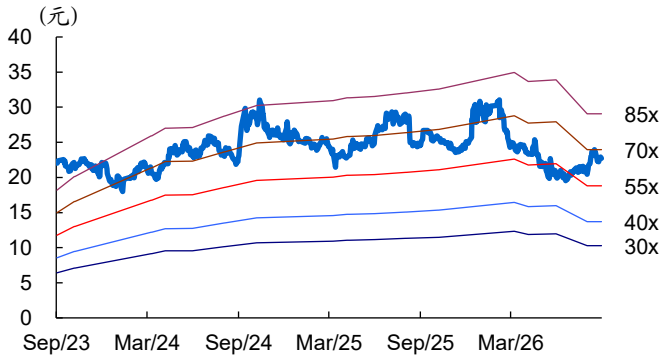
公司 2026-2028 年归母净利润预测达到分别为 12.19 亿、15.80 亿和 20.88 亿元。

**表 6：销售收入结构预测**

| 报告期 | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 合计 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 43216 | 41014 | 42277 | 47047 | 53333 |
| 成本 | 百万元 | 40686 | 38234 | 39359 | 43663 | 49186 |
| 毛利 | 百万元 | 2530 | 2780 | 2918 | 3384 | 4146 |
| 毛利率 | | 5.9% | 6.8% | 6.9% | 7.2% | 7.8% |
| 航空产品 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 42695 | 40548 | 41764 | 46484 | 52713 |
| 成本 | 百万元 | 40361 | 37951 | 39048 | 43321 | 48810 |
| 毛利 | 百万元 | 2334 | 2597 | 2717 | 3163 | 3903 |
| 毛利率 | | 5.5% | 6.4% | 6.5% | 6.8% | 7.4% |
| 其他主营业务 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 521 | 466 | 512 | 564 | 620 |
| 成本 | 百万元 | 325 | 283 | 311 | 342 | 377 |
| 毛利 | 百万元 | 196 | 183 | 201 | 221 | 243 |
| 毛利率 | | 37.6% | 39.2% | 39.2% | 39.2% | 39.2% |

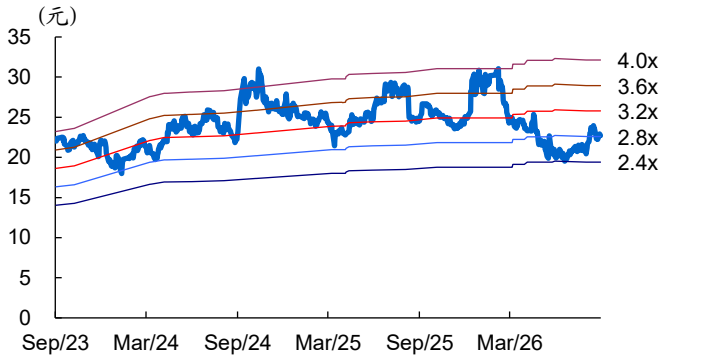
资料来源：公司公告、招商证券

**图 24：中航西飞历史 PE Band**




资料来源：公司数据、招商证券

**图 45：中航西飞历史 PB Band**




资料来源：公司数据、招商证券

**参考报告：**

1、《中航西飞（000768）—上半年业绩短期承压，筹划定增支撑长期发展》2026-08-24

2、《中航西飞（000768）—净利率持续改善，拓展民航与战略新兴产业布局》2026-04-15

3、《中航西飞（000768）—关联交易预计仍处于高位，新型号或取得新进展》2026-01-10

下载日志已记录，仅供内部参考



## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 57315 | 62124 | 61729 | 68344 | 76956 |
| 现金 | 17888 | 10632 | 8686 | 9411 | 10342 |
| 交易性投资 | 181 | 199 | 199 | 199 | 199 |
| 应收票据 | 135 | 84 | 87 | 96 | 109 |
| 应收款项 | 12465 | 18540 | 19111 | 21267 | 24108 |
| 其它应收款 | 4 | 3468 | 3575 | 3979 | 4510 |
| 存货 | 22692 | 19594 | 20170 | 22376 | 25206 |
| 其他 | 3950 | 9607 | 9901 | 11016 | 12480 |
| **非流动资产** | 16495 | 15722 | 15903 | 16057 | 16187 |
| 长期股权投资 | 1604 | 1619 | 1619 | 1619 | 1619 |
| 固定资产 | 7524 | 7930 | 8285 | 8596 | 8867 |
| 无形资产商誉 | 1784 | 1743 | 1568 | 1412 | 1270 |
| 其他 | 5584 | 4432 | 4431 | 4431 | 4431 |
| **资产总计** | **73811** | **77847** | **77632** | **84401** | **93143** |
| **流动负债** | 54564 | 56729 | 55713 | 61268 | 68396 |
| 短期借款 | 680 | 2108 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 41605 | 44115 | 45413 | 50379 | 56752 |
| 预收账款 | 7805 | 3706 | 3815 | 4232 | 4768 |
| 其他 | 4474 | 6800 | 6484 | 6656 | 6876 |
| **长期负债** | (1778) | (1090) | (1090) | (1090) | (1090) |
| 长期借款 | 496 | 1558 | 1558 | 1558 | 1558 |
| 其他 | (2274) | (2648) | (2648) | (2648) | (2648) |
| **负债合计** | **52786** | **55638** | **54622** | **60177** | **67305** |
| 股本 | 2782 | 2781 | 2781 | 2781 | 2781 |
| 资本公积金 | 11591 | 11845 | 11845 | 11845 | 11845 |
| 留存收益 | 6651 | 7582 | 8384 | 9598 | 11212 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 21024 | 22208 | 23010 | 24224 | 25838 |
| **负债及权益合计** | **73811** | **77847** | **77632** | **84401** | **93143** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | (58) | (8354) | 2093 | 2201 | 2508 |
| 净利润 | 1023 | 1151 | 1219 | 1580 | 2088 |
| 折旧摊销 | 1114 | 1049 | 1166 | 1193 | 1216 |
| 财务费用 | 27 | 27 | 34 | (10) | (17) |
| 投资收益 | 10 | (57) | (227) | (227) | (227) |
| 营运资金变动 | (2233) | (10536) | (99) | (335) | (553) |
| 其它 | 2 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (1303) | (847) | (1120) | (1120) | (1120) |
| 资本支出 | (1404) | (909) | (1347) | (1347) | (1347) |
| 其他投资 | 101 | 62 | 227 | 227 | 227 |
| **筹资活动现金流** | (64) | 1963 | (2920) | (356) | (457) |
| 借款变动 | 238 | 2337 | (2468) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 573 | 254 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (278) | (334) | (417) | (366) | (474) |
| 其他 | (597) | (294) | (34) | 10 | 17 |
| **现金净增加额** | (1425) | (7239) | (1947) | 726 | 931 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 43216 | 41014 | 42277 | 47047 | 53333 |
| 营业成本 | 40686 | 38234 | 39359 | 43663 | 49186 |
| 营业税金及附加 | 304 | 258 | 266 | 296 | 335 |
| 营业费用 | 56 | 53 | 54 | 60 | 68 |
| 管理费用 | 1294 | 1052 | 1084 | 1206 | 1314 |
| 研发费用 | 266 | 275 | 283 | 221 | 251 |
| 财务费用 | (132) | (92) | 34 | (10) | (17) |
| 资产减值损失 | (51) | (129) | (30) | (30) | (30) |
| 公允价值变动收益 | 37 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 其他收益 | 467 | 151 | 151 | 151 | 151 |
| 投资收益 | (10) | 57 | 57 | 57 | 57 |
| **营业利润** | 1185 | 1333 | 1393 | 1808 | 2392 |
| 营业外收入 | 14 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| **利润总额** | 1195 | 1333 | 1392 | 1807 | 2391 |
| 所得税 | 172 | 182 | 174 | 227 | 303 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | 1023 | 1151 | 1219 | 1580 | 2088 |

### 主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业总收入 | 7% | -5% | 3% | 11% | 13% |
| 营业利润 | 16% | 13% | 4% | 30% | 32% |
| 归母净利润 | 19% | 12% | 6% | 30% | 32% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 5.9% | 6.8% | 6.9% | 7.2% | 7.8% |
| 净利率 | 2.4% | 2.8% | 2.9% | 3.4% | 3.9% |
| ROE | 5.0% | 5.3% | 5.4% | 6.7% | 8.3% |
| ROIC | 4.2% | 4.4% | 4.9% | 6.2% | 7.8% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 71.5% | 71.5% | 70.4% | 71.3% | 72.3% |
| 净负债比率 | 1.7% | 5.2% | 2.0% | 1.8% | 1.7% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |
| 应收账款周转率 | 2.8 | 2.6 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| 应付账款周转率 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| **每股资料(元)** | | | | | |
| EPS | 0.37 | 0.41 | 0.44 | 0.57 | 0.75 |
| 每股经营净现金 | -0.02 | -3.00 | 0.75 | 0.79 | 0.90 |
| 每股净资产 | 7.56 | 7.99 | 8.28 | 8.71 | 9.29 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.15 | 0.13 | 0.17 | 0.23 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 61.7 | 54.9 | 51.8 | 40.0 | 30.2 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 52.8 | 49.5 | 41.6 | 36.1 | 30.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

**股票评级**

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**行业评级**

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。