仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

运营继续好转，等待油价回落

华泰研究

2026 年 10 月 15 日 | 中国内地　　动态点评

9 月航司运力增长维持较高水平，三大航（国航/东航/南航，下同）+春秋+吉祥 ASK/RPK 分别同增 6.6%/7.4%，客座率同增 0.7pct 至 86.6%，同时票价有所改善，国内线含油票价第 36 周-39 周（8/31-9/27）同增 7.6%（明显好于暑运的-0.1%，航班管家）。目前航司整体油价负担仍较重，市场对板块关注度和预期较低。往后展望，板块反弹需等待油价回落，不过近期票价等高频数据持续好转，并且《国内航线航班评审优化措施》出台以及新航季时刻表体现“反内卷”导向，中长期我们仍看好行业景气底部回暖。

三大航运力投放同比仍较快，国航缩小客座率差距

9 月三大航或部分由于中秋假期错期，运力增长加速，整体供给同增 6.2%，增速相比 8 月的 5.0%进一步提升，客座率同增 0.6pct 至 86.2%。其中国际线增长更为迅速，供给同增 12.3%，客座率小幅同增 0.4pct 至 84.1%，国内线运力平稳提升，同增 3.7%，客座率同增 0.6pct 至 87.2%。三大航客座率的提升主要来自国航，同增 2.3pct 至 85.4%，缩小与东航（87.4%，同降 0.2pct）和南航（85.8%，同降 0.4pct）的差距。

春秋运营优势维持，吉祥运力增速继续回暖

春秋 9 月整体 ASK 同增 10.5%，重回两位数增长，客座率仍优势明显，同比提升 1.2pct 至 93.0%。其中国际线或仍受日本线航班削减影响，ASK 同降 5.5%，客座率同增 0.3pct 至 87.1%；运力主要增投至国内线，ASK 同增 14.4%，客座率同增 1.2pct 至 94.3%。吉祥整体运力投放进一步加速，ASK 同增 10.2%，客座率同增 1.6pct 至 87.7%。其中投放结构与春秋相似，国际线 ASK 同降 1.2%，不过客座率表现较好，同增 2.8pct 至 82.3%；国内线 ASK 同增 15.4%，客座率 89.7%，同比继续走高（+0.7pct）。

油价压制持续，收益水平有所好转

10 月航司燃油成本负担加重，我国航煤出厂价环比 9 月提升 9.5%至 8946 元/吨（同增 58.8%），同时国内线燃油附加费 800 公里以上/以下环比分别提升 20/10 元至 90/50 元，我们测算可覆盖燃油成本增量的约 50%，航司需通过调节裸票价，进一步传导燃油成本。不过 9 月进入平季后，票价表现有所好转，第 36-41 周（8/31-10/11），国内线含油票价同比增长 6.7%，明显好于暑运的-0.1%。另外国庆假期虽旅客量同比基本持平，但国内线含油票价同增 9.5%（航班管家），且前低后高，或由于去程受中秋假期和拼假分流因素影响，分散需求，但回程较为集中，体现一定民航出行韧性。

“反内卷”措施加码，新航季航班量进一步缩减

民航局 10 月 8 日公告《国内航线航班评审优化措施》，有望在供给端促进航线反内卷。文件主要通过设定承运人数量、客座率、旅客运输量指标考核，控制热门航段准入、增班；并设立退出机制，奖励主动注销和责令整改、逾期吊销低执行率航班；同时对于主枢纽运营人、主基地航司、200 万以下机场独飞航段等进行不同维度的豁免评审。文件已在新航季时刻表有所体现，26/27 冬春航季客运内航内线 10.18 万班/周，同降 5.6%；内航外线 0.99 万班/周，同增 7.8%，内航内线已连续第 5 个航季同比减少，且降幅扩大。往后展望，中长期仍看好行业供需改善及“反内卷”推动航司收益水平回暖。

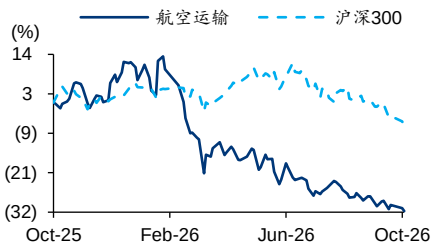
风险提示：民航需求增长不及预期、供给增速超预期、油汇风险、竞争加剧、安全事故。

航空运输　　**增持（维持）**

沈晓峰　研究员
SAC No. S0570516110001　shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366　+(86) 21 2897 2088

黄凡洋，CFA　研究员
SAC No. S0570519090001　huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

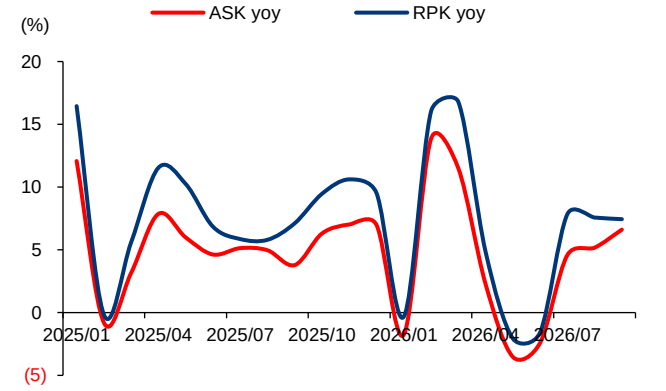
重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
中国南方航空股份	1055 HK	6.10	买入
中国东方航空股份	670 HK	4.70	买入
中国国航	753 HK	6.30	买入
南方航空	600029 CH	7.80	买入
中国东航	600115 CH	5.15	买入
华夏航空	002928 CH	9.45	买入
春秋航空	601021 CH	61.80	买入
吉祥航空	603885 CH	14.70	买入
国泰航空	293 HK	19.85	买入
中国国航	601111 CH	8.15	买入

资料来源：华泰研究预测

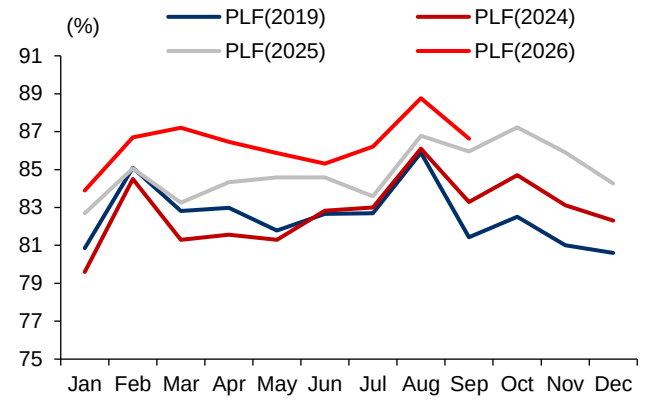
仅供内部参考，请勿外传！

图表1：三大航+春秋+吉祥 ASK/RPK 同比



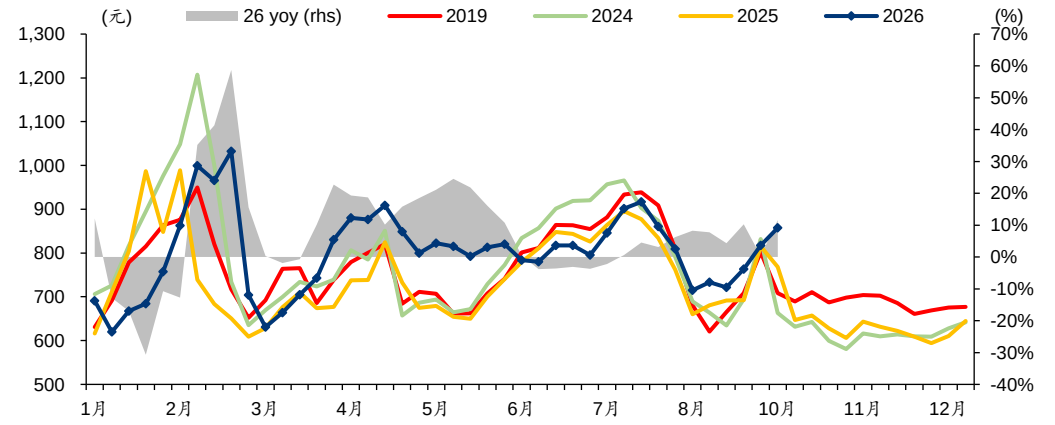
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：三大航+春秋+吉祥月客座率变化图



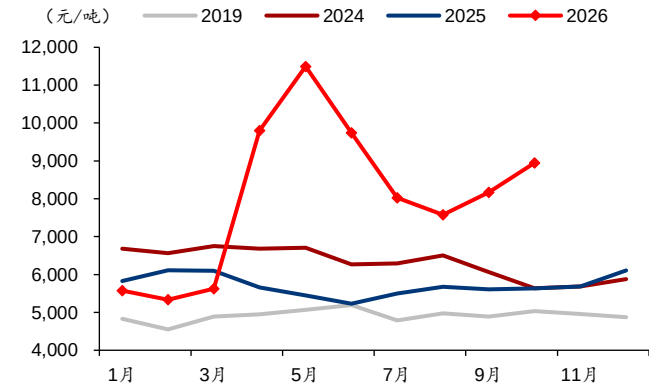
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：国内航线周频含油票价及其同比



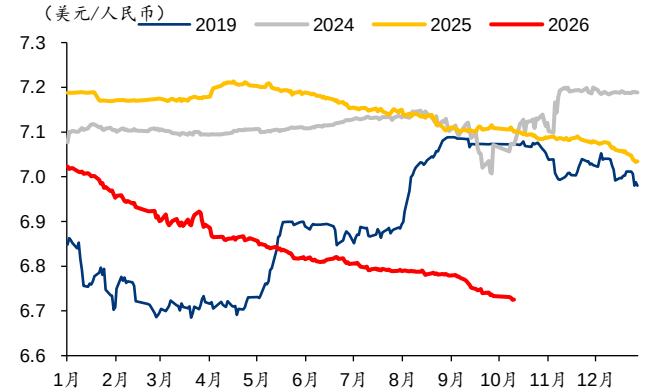
资料来源：航班管家，华泰研究

图表4：中国航空煤油出厂价走势图



资料来源：Wind，华泰研究

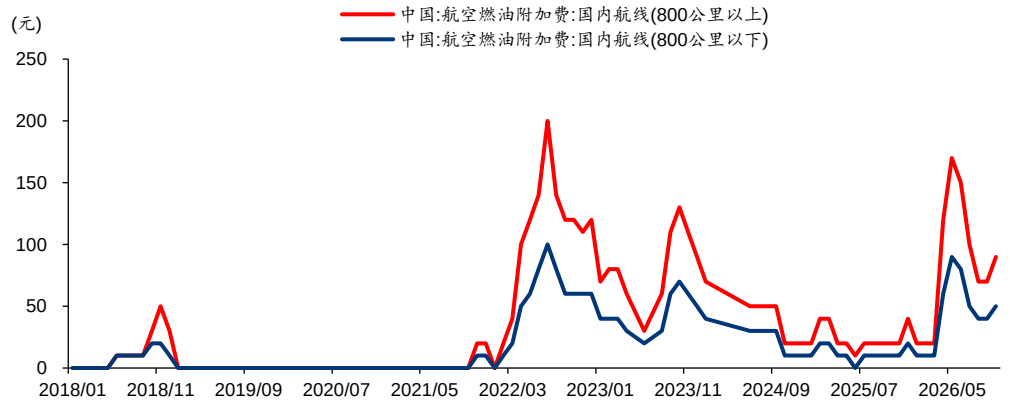
图表5：美元兑人民币中间价走势图



资料来源：Wind，华泰研究

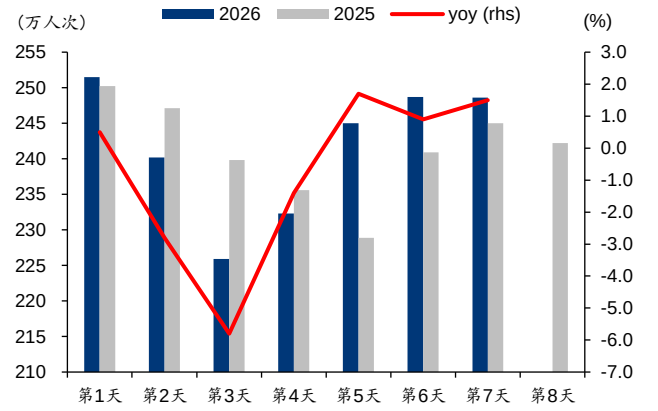
仅供内部参考，请勿外传！

图表6：国内航线燃油附加费



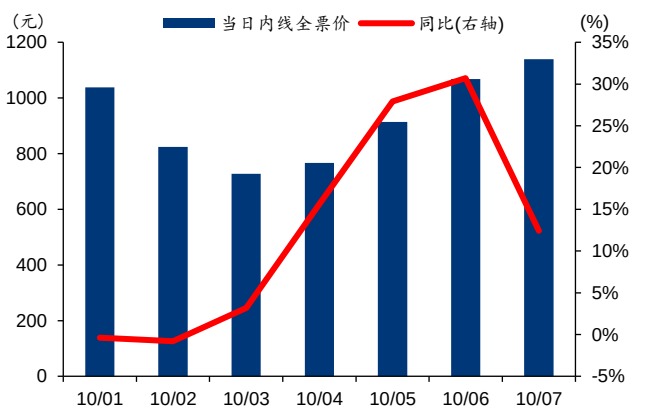
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：国庆假期日度旅客量及其同比



资料来源：交通运输部，华泰研究

图表8：国庆假期日度国内线全票价及其同比



资料来源：航班管家，华泰研究

图表9：《国内航线航班评审优化措施》主要条款

控制新增：

条款	管控对象	规则内容
第（一）条 承运人数量分类管理	新进承运人	以各类市场平均承运人数量为目标值；航段承运人数量达到目标值→暂停新进承运人
第（四）条 客座率和旅客运输量指标	新进承运人	"供过于求型"航段：客座率、旅客运输量均未达到评审目标值→暂停新进承运人
第（二）条 新进承运人数量要求	新进承运人	仍允许进入的航段：每次集中评审最多新进 1 家，新增航班量≤14 班/周
第（七）条 客座率调控	在位承运人（增班）	客座率未达目标值→暂停批准增加航班量；达标航段：每次评审每承运人每航段增班≤14 班/周，每航段获准增班的承运人≤3 家
第（十二）条 集团内调整	集团内调整（增班）	承运人数量达标航段：集团内一家退出，另一家在飞航司豁免该航段上增加航班量的各项评审要求（增班量≤退出交回航班量）；航段总供给不变、竞争主体减少

鼓励退出、挤水分：

条款	机制	规则内容
第（十八）条 主动注销鼓励措施	退出奖励	承运人数量达标航段，每主动注销 1 条航线→同一航季内可在其他合规航段豁免客座率、旅客运输量评审新进 2 个航段（所退出航段承运人<10 家）或 4 个航段（≥10 家）
第（十九）条 运行效率监管	末位淘汰	承运人数量已达标的航段：连续两个同航季许可执行率排名末位且均<85%→责令限期整改，逾期仍不符合→吊销许可
第（十三）条 灵活安排航班频次	供给灵活	航空公司可根据市场实际情况灵活安排航班频次，淡季可主动减班（不用担心执行率考核）

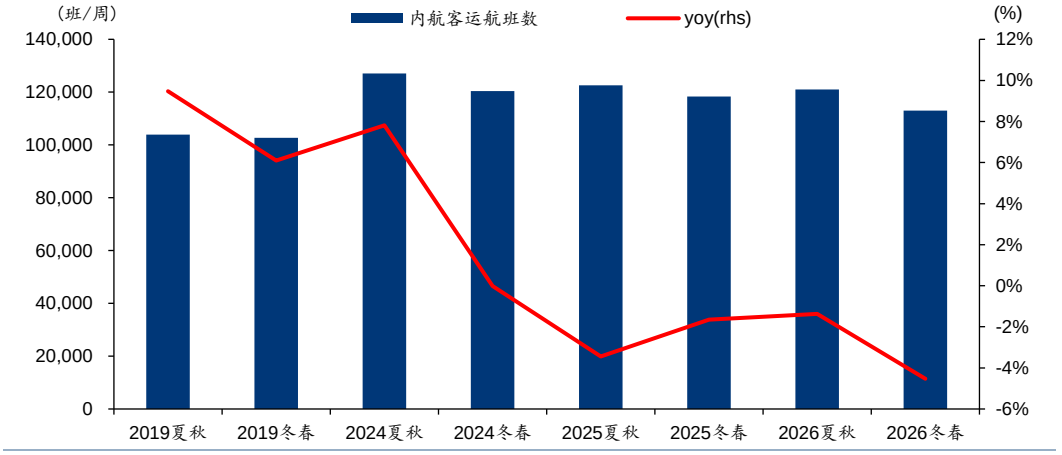
豁免条款：

豁免对象	豁免内容	条件/期限
主枢纽运营人、主基地航空公司	承运人数量、客座率、旅客运输量限制	4 个航季内（至 2028 夏秋）；限所在航空枢纽始发航段/主基地始发至非国际航空枢纽航段
200 万以下机场单一承运人航段	市场培育期保护（期间暂不批准新进承运人）	2 年；新投入使用机场 2 年内不适用
国内通程航班前 3 名航司	每公司每航季 2 个航段豁免客座率、旅客运输量中 1 项	新进承运人、增加航班量时均可申请；同一航司豁免航段不重复计算

资料来源：民航局，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

图表10：内航客运航班数及其同比



资料来源：民航预先飞行管理系统，华泰研究

图表11：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值（百万）	EPS（元）				PE（倍）			
股票名称	股票代码	投资评级	（当地币种）	（当地币种）	（当地币种）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
中国南方航空股份	1055 HK	买入	2.71	6.10	49,108	0.05	0.09	0.38	0.64	49.22	26.85	6.07	3.60
中国东方航空股份	670 HK	买入	2.28	4.70	50,360	-0.07	-0.15	0.23	0.38	-26.43	-13.43	8.67	5.12
中国国航	753 HK	买入	3.46	6.30	70,904	-0.09	-0.15	0.25	0.46	-32.72	-19.43	11.67	6.39
南方航空	600029 CH	买入	4.69	7.80	84,987	0.05	0.09	0.38	0.64	99.17	54.23	12.27	7.27
中国东航	600115 CH	买入	3.13	5.15	69,135	-0.07	-0.15	0.23	0.38	-42.34	-21.52	13.89	8.20
华夏航空	002928 CH	买入	5.85	9.45	7,478	0.49	0.07	0.63	0.99	11.95	88.81	9.34	5.91
春秋航空	601021 CH	买入	39.01	61.80	38,165	2.37	1.68	3.08	4.01	16.47	23.16	12.68	9.74
吉祥航空	603885 CH	买入	9.54	14.70	20,692	0.48	0.13	0.79	1.16	19.90	72.67	12.00	8.24
国泰航空	293 HK	买入	13.37	19.85	81,305	1.61	2.04	1.86	1.93	8.30	6.57	7.19	6.91
中国国航	601111 CH	买入	5.59	8.15	114,553	-0.09	-0.15	0.25	0.46	-62.31	-36.63	21.99	12.04

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表12：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
南方航空 (600029 CH) **中国南方航空股份** (1055 HK)	公司公布一季度业绩：收入 477.82 亿元，同比 10.1%；归母净利润同比扭亏至 14.81 亿元（1Q25 为净亏损 7.47 亿）。公司一季度净利润低于我们的预期 18.5 亿元，或主因公司单位扣油成本小幅超过我们预期。当前国际油价仍是市场关注重点，不过我国航司或可较好向旅客传导燃油成本上涨，同时中东国际枢纽中转受限，相关客运和货运需求或均将向我国民航外溢。另外中长期行业仍有望景气底部向上，推动公司进入盈利周期，维持“买入”。 由于燃油成本传导超预期，我们上调 26 年盈利预测至 15.67 亿（前值-23.76 亿），并上调 27-28 年 16%/10%至 69.29/116.82 亿。我们预计 26 年 BPS 为 2.05 元，公司历史 10 年 A/H 股 PB 均值 2.3x/1.4x，考虑油价回稳后，行业仍有望景气向上，推动 ROE 等盈利能力取得突破，给予溢价至 26E PB 3.8x/2.6x 不变，目标价 A 股人民币 7.80 元/H 股 6.10 港币（前值人民币 6.95 元/H 股 5.30 港币），维持“买入”。 风险提示：需求恢复不及预期，行业机队引进超预期，维修等成本增长超预期，油汇波动，定增摊薄风险，安全事故。 报告发布日期：2026 年 05 月 01 日 **点击下载全文：南方航空(600029 CH,买入;1055 HK,买入)：毛利率+投资收益改善推动同比扭亏**
中国东航 (600115 CH) **中国东方航空股份** (670 HK)	公司公布 1H26 业绩：收入 742.34 亿元，同增 11.1%；归母净亏损 21.79 亿元，亏损额同比扩大 52.3%。其中二季度收入 371.74 亿元，同增 11.2%；归母净亏损 38.12 亿元，2Q25 为归母净亏损 4.36 亿元。公司上半年业绩符合预告净亏损区间 18-24 亿元。2Q 公司盈利受到高油价冲击较为显著，当前油价仍处较高水平，暑运或受较高燃油附加费和极端天气等因素影响，未明显展现旺季效应，公司全年盈利承压。不过我们仍看好中长期行业景气底部向上，供给增长或难以加速，且国际线竞争力有望提升，公司有望实现盈利弹性。维持“买入”。 我们下调 26 年盈利预测至净亏损 32.13 亿（前值净利润 18.43 亿），并下调 27-28 年 25%/25%至 49.76/84.36 亿，主因近期国际油价有所反弹，且暑运收益水平或低于预期。公司历史 10 年 PB 均值 A/H 股为 2.2x/1.3x，由于之后若油价回落，ROE 有望取得突破，给予溢价至 A/H 股 3.3x/2.6x 26E PB 不变，并预计 26 年 BPS 为 1.56 元，A/H 股目标价人民币 5.15 元/4.70 港币（前值：人民币 5.90 元/5.30 港币），维持“买入”。 风险提示：需求增长不及预期，行业机队引进超预期，油汇波动，维修等成本增长超预期，安全事故。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：中国东航(600115 CH,买入;670 HK,买入)：盈利回暖需等待油价回落**
中国国航 (601111 CH) **中国国航** (753 HK)	公司公布 1H26 业绩：收入 892.68 亿元，同增 10.5%；归母净亏损 22.86 亿元，亏损额同比扩大 26.6%。其中二季度收入 447.31 亿元，同增 9.8%；归母净亏损 40.00 亿元，2Q25 为归母净利润 2.38 亿元。公司上半年业绩符合预告净亏损区间 21-26 亿元。高油价拖累 2Q 公司盈利，暑运油价有所反弹，叠加需求受较高燃油附加费和极端天气等因素影响，航司顺价能力边际下降，公司全年盈利承压。当前板块估值和关注度处于低位，不过中长期供给增长或难以加速，行业景气仍有望底部向上，维持“买入”。

仅供内部参考，请勿外传！

股票名称	最新观点
	由于近期国际油价有所反弹，且旺季票价表现较弱，我们下调 26 年盈利预测至净亏损 30.12 亿（前值净利润 21.43 亿），并下调 27-28 年 28%/20%至 50.15/91.59 亿。同时我们预计 26 年 BPS 为 3.02 元（前值 2.68 元，由于定增完成，BPS 提升幅度较大），给予 26E PB A/H 股 2.7/1.8x（前值 3.3/2.4x，由于定增下调 PB 估值倍数，公司历史 10 年 A/H 股 PB 均值 2.2x/1.5x，但考虑油价回稳后，行业仍有望景气向上，推动 ROE 等盈利能力取得突破，仍给予溢价），目标价 A 股人民币 8.15 元/H 股 6.30 港币（前值人民币 8.85 元/H 股 7.35 港币），维持“买入”。 风险提示：需求增长不及预期，行业机队引进超预期，维修等成本增长超预期，国泰航空投资收益大幅下降，油汇风险，安全事故。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：中国国航(601111 CH,买入;753 HK,买入)：高油价冲击，2Q 亏损较为明显**
华夏航空 (002928 CH)	公司公布 1H26 业绩：收入 37.29 亿元，同增 3.3%；归母净利润 0.44 亿元，同降 82.6%。其中二季度公司实现收入 19.05 亿元，同增 3.8%；归母净亏损 0.91 亿元，2Q25 为归母净利润 1.69 亿元。公司上半年净利润受油价波动影响前高后低，符合业绩预告区间 0.35-0.50 亿元。往后展望，短期等待国际油价回落，中长期公司作为支线龙头，已逐步在支线市场建立运营壁垒，通过机队扩张和飞机利用率提升，有望持续深耕支线航空市场，实现盈利释放。维持“买入”。 考虑油价仍较高以及近期暑运收益水平较弱，我们下调公司 26-28 年归母净利润 69%/6%/3%至 0.84/8.01/12.66 亿元，对应 EPS 为 0.07/0.63/0.99 元。可比公司（中国东航、春秋航空、吉祥航空）2027 年一致预期平均 PE 倍数 13x，给予公司溢价至 27E 15x（前值 27E PE18x，可比公司 16x；考虑公司为支线龙头，相比行业增速较高，给予溢价；考虑 26 年油价冲击，可比公司盈利波动较大，故选取对标 27E 估值），目标价 9.45 元（前值 11.90 元），维持“买入”。 风险提示：政府补助低于预期，机构运力购买意愿下降，油汇波动，运力引进低于预期，航空安全事故风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：华夏航空(002928 CH,买入)：2Q 受高油价拖累录得亏损**
春秋航空 (601021 CH)	公司公布 1H26 业绩：收入 123.36 亿元，同增 19.7%；归母净利润 10.42 亿元，同降 10.8%。公司上半年业绩相比我们预期净利润 11.0 亿元低 5%，或主因 2Q 其他收益小幅低于预期。其中二季度公司实现收入 62.66 亿元，同增 25.6%，归母净利润 0.59 亿元，同降 87.9%。公司作为我国低成本航空龙头地位稳固，在高油价环境下，充分展现经营效率和成本优势，虽然 2Q 净利润同比下降，但仍实现盈利，在行业内一枝独秀。中长期民航大众化趋势下，春秋有望引领我国低成本航空渗透率继续提升。同时公司受益于单位扣油成本优化、利用率以及行业景气向上，单机利润有望持续增长，维持“买入”。 我们下调公司 26-28 年归母净利润（26%/3%/1%）至 16.48/30.09/39.19 亿，对应 EPS 为 1.68/3.08/4.01 元，下调主因暑运行业需求较弱且近期油价上涨。参考上市以来 PB 均值 3.2x，给予 26E PB 3.2x（前值 3.5x），26E BPS 为 19.30 元（前值 19.90 元），目标价 61.80 元（前值 69.65 元）。维持“买入”。 风险提示：油价大幅上涨，高铁提速，民航出行需求不及预期，补贴下滑超预期，行业运力投放超预期，安全事故。 报告发布日期：2026 年 08 月 29 日 **点击下载全文：春秋航空(601021 CH,买入)：盈利受油价拖累但仍显著优于行业**
吉祥航空 (603885 CH)	公司公布 1H26 业绩：收入 120.81 亿元，同增 9.2%；归母净利润 1.50 亿元，同比下降 70.3%。其中二季度收入 61.01 亿元，同增 14.1%；归母净亏损 2.90 亿元，2Q25 为归母净利润 1.60 亿元。公司上半年业绩符合预告净利润区间 1.4-2.1 亿元。公司 2Q 受高油价拖累录得亏损，3Q 暑运油价有所反弹，叠加极端天气等因素，航司在旺季未能展现较强的顺价能力。往后展望，需等待油价回落以及收益水平回暖。不过行业供给增速有望维持低位，公司飞机停场影响有望逐步减弱，通过提高机队利用率和优化航网，我们仍看好公司资源使用效率提升。维持“买入”。 考虑燃油成本上升和近期行业票价较弱，我们下调公司 26-28 年归母净利润 70%/19%/21%至 2.85/17.24/25.12 亿元。参考过去 10 年 PB 均值 2.7x，给予 2.7x 26E PB 不变，26E BPS 为 5.45 元（前值 5.80 元），目标价 14.70 元（前值 15.65 元）；维持“买入”。 风险提示：需求增长不及预期，行业机队引进超预期，油汇波动，维修等成本增长超预期，安全事故。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：吉祥航空(603885 CH,买入)：等待油价回落和票价回暖**
国泰航空 (293 HK)	公司公布 1H26 业绩：收入 680.61 亿港币，同增 25.3%；归母净利润 62.43 亿港币，同增 71.0%，符合业绩预告的 60-65 亿港币。公司 1H26 业绩表现优异，主因客货运内生需求较强，且中东局势令旅客经香港中转，助力公司有效应对高油价，同时所持国航权益摊薄获得一次性收益 14 亿港币。往后展望，短期关注油价走势及公司传导成本能力，不过需求有望持续强劲，中期公司积极扩充机队增投运力，叠加联营公司盈利或将改善，我们预计公司有望维持较高景气表现，维持“买入”评级。 我们上调公司 26-28 年归母净利润（34%/13%/24%）至 123.80/113.16/117.66 亿港币，上调盈利主因公司客货运收益水平表现好于此前预期，以及视作出售股权带来的一次性收益。我们上调公司估值至 26E PB 2.0x（前值 1.8x，参考公司盈利周期 2001 年-2015 年均值 1.2x，公司已在 23-25 年连续三年处于景气高点，资产负债表有望持续改善，并考虑完成股权回购，给予溢价并上调），调整目标价至 19.85 港币（26E BPS 为 9.92 港币；目标价前值 17.00 港币）；维持“买入”评级。 风险提示：1）油价高于我们的预期；2）客运及货运需求低于预期；3）运力提升受阻；4）成本涨幅超预期；5）安全事故。 报告发布日期：2026 年 08 月 05 日 **点击下载全文：国泰航空(293 HK,买入)：客货双旺有效应对燃油成本压力**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国东方航空股份（670 HK）、中国国航（753 HK）、国泰航空（293 HK）、中国南方航空股份（1055 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 春秋航空（601021 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 春秋航空（601021 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中国东方航空股份（670 HK）、中国国航（753 HK）、国泰航空（293 HK）、中国南方航空股份（1055 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司