下载日志已记录，仅供内部参考

3Q 油价传导较弱致净利大幅下滑

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 30 日 | 中国内地/中国香港 航空运输

公司公布 9M26 业绩：收入 1409.63 亿元，同增 8.6%；归母净亏损 20.15 亿元，9M25 为归母净利润 18.70 亿元。其中三季度收入 516.95 亿元，同增 5.4%；归母净利润 2.71 亿元，同降 92.6%。公司 3Q26 归母净利相比我们预期的 4.0 亿低 1.3 亿。公司 3Q 盈利表现较弱，主因暑运旺季传导油价上涨效果较弱。近期油价仍处高位，公司盈利改善需等待油价回落。当前板块估值和市场关注度处于低位，不过中长期供给增长或难以加速，叠加反内卷措施逐步落地，行业景气仍有望底部向上，我们仍看好油价回落后，公司盈利释放。维持“买入”。

旺季运力投放同比转正，但收益水平承压明显

3Q 公司借助旺季积极投放运力，并实现客座率的明显提升。整体 ASK 同增 5.1%（2Q 为同降 4.1%），客座率同增 3.7pct 至 86.0%，其中国际线 ASK 同比较快增长 10.4%，紧抓国际航空枢纽建设机遇，国内线 ASK 同增 3.5%，相比 2Q 的-5.8%大幅提升。客座率方面均表现亮眼，国内/国际分别同增 3.5/4.4pct 至 87.2%/83.8%。不过或为消化供给增长和提高客座率，3Q 公司收益水平同比表现较弱，我们测算单位客公里收益同降约 5%，基本未体现旺季效应。

油价压力拖累净利，同比下滑明显

3Q26 公司营业成本同比提升 17.9%至 498.60 亿，单位 ASK 成本同比增长 12.1%，其中航空煤油出厂价均价同增 42%，扣油单位成本同比或较为平稳。旺季高油价传导效果欠佳，毛利润同比大幅下滑 72.9%至 18.35 亿。另一方面，财务费用同比下降 34.9%至 8.22 亿，或由于利息支出减少和汇兑收益共同影响。同时投资收益/其他收益稳中有升，分别同增 15.7%/10.5%至 9.95/12.25 亿。不过最终 3Q26 归母净利润仍仅为 2.71 亿，同比下滑 92.6%。

等待油价回落，行业竞争格局有望改善

目前市场对于航空关注度处于低位，等待油价回落催化板块盈利反弹。往后展望，4Q 淡季供给增长或将边际收紧，叠加票价绝对值较低，收益水平同比表现有望回暖。另外中长期行业供给增长或难以加速，并且行业反内卷措施有望逐步落地，10 月 8 日民航局印发的《国内航线航班评审优化措施》或将有效限制热门航段准入和增班，资源向主枢纽、主基地倾斜，对于枢纽承运人更为利好，我们仍看好公司收益水平底部向上，迎来盈利释放。

盈利预测与估值

由于近期国际油价仍较高，且旺季票价表现较弱，我们下调 26 年盈利预测至净亏损 42.65 亿（前值净亏损 30.12 亿），并下调 27-28 年 20%/5%至 40.27/87.08 亿。同时我们预计 26 年 BPS 为 2.95 元（前值 3.02 元），给予 26E PB A/H 股 2.7/1.8x 不变（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 8.00 元/H 股 6.10 港币（前值人民币 8.15 元/H 股 6.30 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，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。

	601111 CH	753 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：8.00	港币：6.10

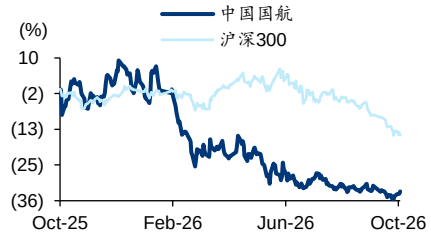
沈晓峰 研究员
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

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

基本数据

(人民币/港币)	601111 CH	753 HK
收盘价 (截至 10 月 29 日)	5.75	3.44
市值 (百万)	117,832	70,494
6 个月平均日成交额 (百万)	500.36	94.06
52 周价格范围	5.53-9.37	3.35-7.77

股价走势图



资料来源：Wind

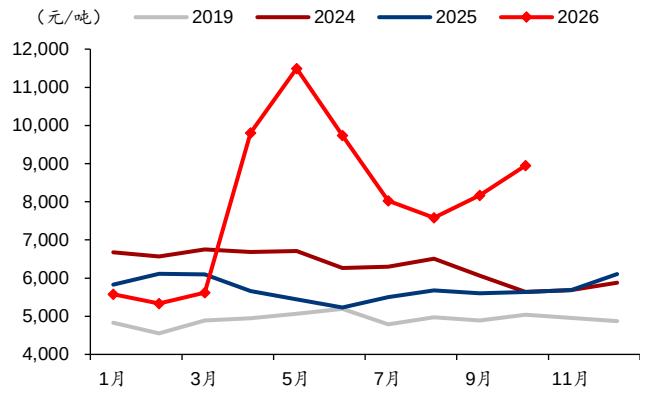
经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	171,485	191,582	199,118	207,991
+/-%	2.87	11.72	3.93	4.46
归属母公司净利润 (百万)	(1,770)	(4,265)	4,027	8,708
+/-%	(646.04)	(140.93)	194.42	116.23
EPS (最新摊薄)	(0.09)	(0.22)	0.20	0.44
ROE (%)	(8.98)	(12.59)	7.72	14.46
PE (倍)	(64.09)	(26.60)	28.17	13.03
PB (倍)	2.67	1.95	1.82	1.60
EV EBITDA (倍)	7.97	9.96	6.94	5.60
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

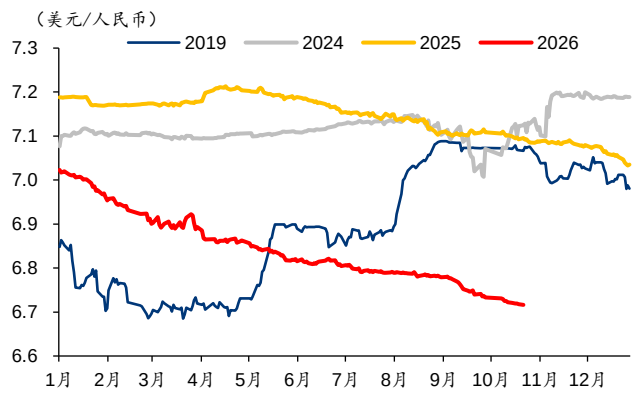
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1： 中国航空煤油出厂价（含税）



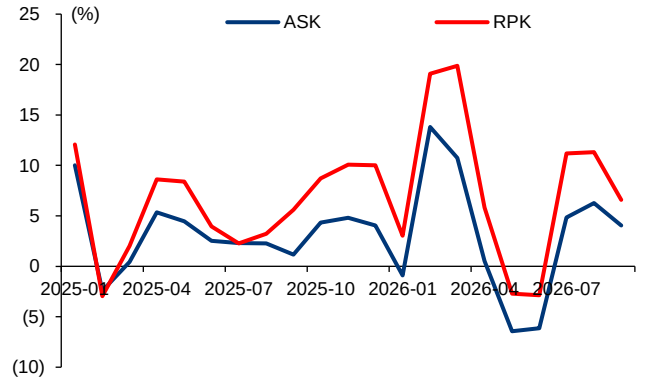
资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 美元兑人民币中间价



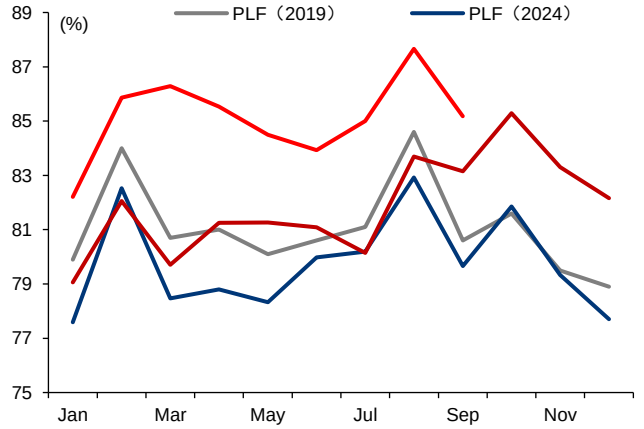
资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 国航供需同比增速 (2025.1-2026.9)



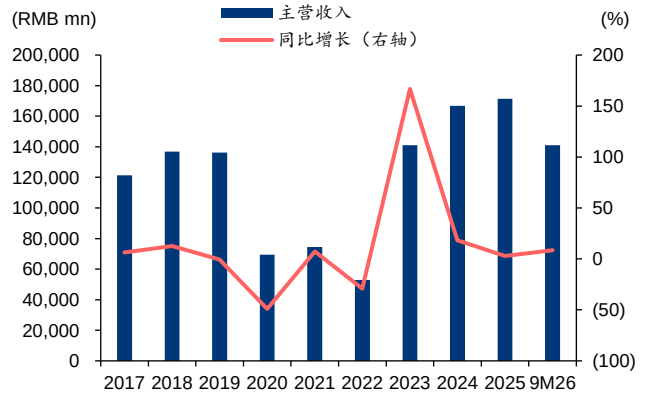
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4： 国航月客座率变化图 (2019/2024/2025/2026)



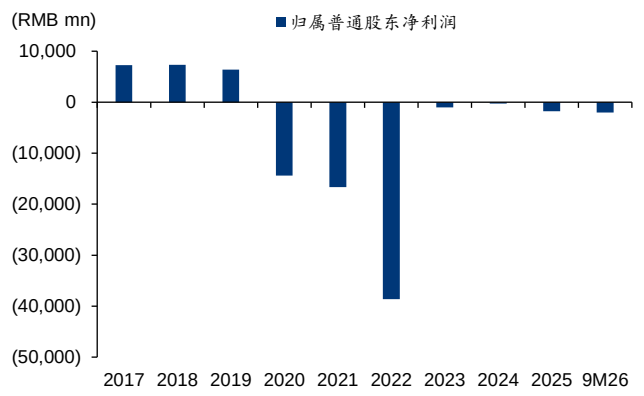
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5： 中国国航营业收入及其增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6： 中国国航归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：中国国航季度业绩分析

（百万元）	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E
总收入	49069	41658	44536	44731	51695	50619	50326
yoy	0.9%	8%	11%	10%	5%	22%	13%
营业成本	42307	41911	41034	47852	49860	51016	48420
yoy	0.1%	9%	3%	24%	18%	22%	18%
总毛利	6762	-253	3503	-3121	1835	-397	1906
yoy	6.4%	-338.3%	1567.6%	-242.0%	-72.9%	57.0%	-45.6%
总毛利率	13.8%	-0.6%	7.9%	-7.0%	3.6%	-0.8%	3.8%
yoy	0.7	-0.9	7.3	-12.4	-10.2	-0.2	-4.1
归属母公司股东的净利润	**3676**	**-3640**	**1714**	**-4000**	**271**	**-2250**	**250**
yoy	**-11.3%**	**127.6%**	**-183.9%**	**-1778.4%**	**-92.6%**	**-38.2%**	**-85.4%**

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：中国国航盈利假设汇总

		2026E	2027E	2028E	
可供座公里	调整前	379,067	395,908	411,077	
（百万）	调整后	377,997	392,317	407,471	
	(+/-%)	(0.3)	(0.9)	(0.9)	
客座率	调整前	84.8	84.5	84.1	客座率表现超预期，上调客座率预测
（%）	调整后	84.9	84.9	84.5	
	(+/-pp)	0.1	0.4	0.4	
燃油成本	调整前	69,713	58,631	55,456	根据最新油价预测，上调燃油成本预期
（百万元）	调整后	72,575	61,962	57,135	
	(+/-%)	4.1	5.7	3.0	

资料来源：华泰研究预测

图表9：盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
项目	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入（百万元）	191873	199841	208661	191582	199118	207991	-0.15%	-0.36%	-0.32%
营业成本（百万元）	188441	182641	185081	189761	184457	185758	0.70%	0.99%	0.37%
毛利率（%）	1.79%	8.61%	11.3%	0.95%	7.36%	10.7%	-0.84pct	-1.24pct	-0.61pct
归属母公司净利润（百万元）	-3012	5015	9159	-4265	4027	8708	-41.62%	-19.70%	-4.92%
净利率（%）	-1.82%	2.75%	4.86%	-3.46%	2.21%	4.64%	-1.63pct	-0.54pct	-0.23pct

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：年度核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
行业指标（行业供给 ASK 增速）	Industry ASK yoy	%	17.2%	6.1%	0.6%	7.5%	4.1%
运营数据概览(Operational results summary)							
产量(ASK)	ASK	mn	356,104	367,637	377,997	392,317	407,471
销量(RPK)	RPK	mn	284350	300971	320792	332958	344491
yoy	yoy	%	32.8%	5.8%	6.6%	3.8%	3.5%
产销率(客座率)	PLF	%	79.9%	81.9%	84.9%	84.9%	84.5%
单位价格	ASP	Rmb	0.53	0.51	0.54	0.54	0.55
单位成本	COGS	Rmb	0.48	0.48	0.54	0.51	0.50
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb mn	4,272	3,387	-1,956	8,529	15,466
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	33,375	34,105	28,008	40,704	48,366
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	2,820	3,426	4,221	3,631	3,611
净利润	Net Profit	Rmb mn	(233)	(1,788)	(4,265)	4,027	8,708
EPS	EPS	Rmb/sh	-0.01	-0.11	-0.22	0.20	0.44
BVPS	BVPS	Rmb/sh	2.85	2.55	2.95	3.16	3.60
应收账款周转天数	A/R days	days	7.5	7.6	9.0	11.1	11.0
应付账款周转天数	A/P days	days	44.0	45.3	42.8	43.7	41.2
存货周转天数	Inv days	days	9.1	10.1	9.8	10.8	11.2
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	34,546	42,045	11,915	31,618	43,734
资本支出	Capex	Rmb mn	(20,104)	(17,561)	(27,581)	(16,787)	(13,839)
自由现金流	FCF	Rmb mn	14,441	24,484	-15,666	14,831	29,896
净负债	Net debt	Rmb mn	213,513	210,960	214,159	218,878	207,569
净负债率	Net Gearing	%	412%	401%	317%	299%	236%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

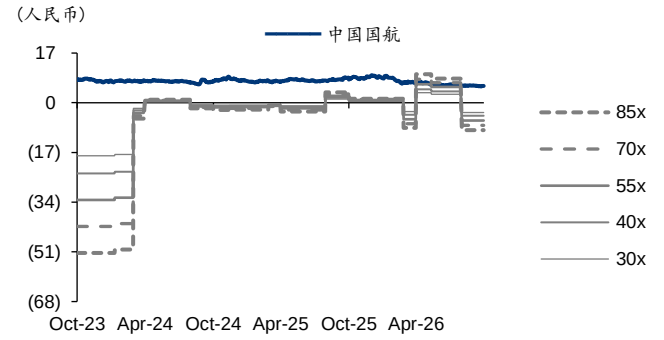
图表11：季度实际和预测比较

运营数据概览(Operational results summary)			2026Q2	2026Q3	YoY	2026Q3 E	A vs E
产量(ASK)	ASK	mn	85504	103243	5.1%	103243	0.0%
销量(RPK)	RPK	mn	72394	88789	9.8%	88789	0.0%
产销率（客座率）	PLF	%	84.7%	86.0%	3.7%	86.0%	0.0%
单位价格	ASP	Rmb	0.56	0.52	-4.8%	0.58	-9.7%
单位成本	COGS	Rmb	0.56	0.48	12.1%	0.54	-10.6%
财报数据总结(financial results summary)							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	44731	51695	5.4%	55468	-6.8%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	47852	49860	17.9%	51762	-3.7%
毛利率	Gross margin	%	-7.0%	3.6%	-10.2%	6.7%	-3.1%
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	3024	3107	0.6%		
研发费用	R&D	Rmb mn	134	139	14.0%		
财务费用	Finance costs	Rmb mn	810	822	-34.9%		
营业利润	Operating profit	Rmb mn	-5122	-114	-102.8%		
税前利润	PBT	Rmb mn	-5029	86	-97.9%		
所得税	Tax	Rmb mn	190	115	51.1%		
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-1219	-300	-176.5%		
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	-4000	271	-92.6%	400	-32.4%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	-169	-208	n.a.		
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	-4169	63	-98.3%		
EPS	EPS	Rmb/sh	-0.2	0.01	n.a.	0.02	-32.4%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	-0.21	0.00	n.a.		
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh	0	0	n.a.		

资料来源：公司公告，华泰研究预测

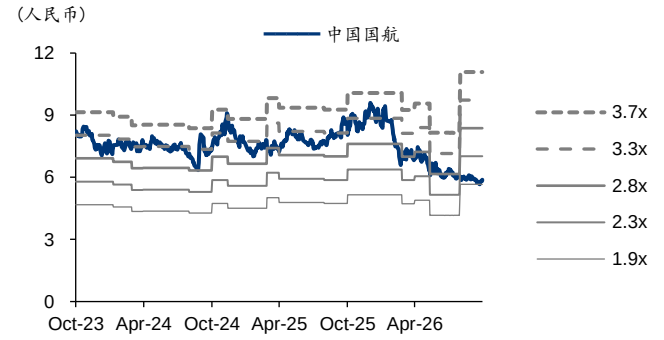
下载日志已记录，仅供内部参考

图表12： 中国国航 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表13： 中国国航 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究



下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	40,687	34,803	34,228	33,186	33,278
现金	22,468	15,859	11,492	9,855	9,246
应收账款	3,670	3,480	5,923	6,155	6,427
其他应收账款	4,761	4,276	3,949	4,103	4,284
预付账款	462.25	590.83	1,564	1,564	1,564
存货	4,225	4,810	5,372	5,583	5,829
其他流动资产	5,101	5,788	5,927	5,927	5,927
非流动资产	305,082	308,244	328,176	331,489	330,134
长期投资	16,917	18,293	22,744	26,391	30,000
固定投资	109,655	112,844	127,887	129,438	126,260
无形资产	5,938	6,194	6,194	6,194	6,194
其他非流动资产	172,572	170,913	171,350	169,466	167,679
资产总计	345,769	343,047	362,403	364,675	363,411
流动负债	137,610	117,292	122,431	123,575	126,002
短期借款	16,876	6,561	9,384	10,384	10,384
应付账款	19,539	20,857	23,692	20,516	21,422
其他流动负债	101,195	89,874	89,355	92,675	94,197
非流动负债	167,214	186,524	187,365	184,093	170,761
长期借款	77,837	60,858	64,745	63,403	55,060
其他非流动负债	89,377	125,666	122,620	120,691	115,701
负债合计	304,824	303,816	309,796	307,668	296,763
少数股东权益	(4,202)	(3,320)	(5,679)	(5,306)	(4,374)
股本	17,448	17,448	20,493	20,493	20,493
资本公积	46,151	46,114	63,070	63,070	63,070
留存公积	(19,180)	(20,922)	(27,546)	(23,147)	(13,506)
归属母公司股东权益	45,147	42,552	58,286	62,314	71,022
负债和股东权益	345,769	343,047	362,403	364,675	363,411

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	34,546	42,045	11,915	31,618	43,734
净利润	(2,450)	(3,525)	(6,624)	4,400	9,640
折旧摊销	29,103	30,718	29,964	32,175	32,900
财务费用	6,767	4,854	3,360	3,741	3,794
投资损失	(2,897)	(3,487)	(4,289)	(3,706)	(3,693)
营运资金变动	4,289	11,490	(7,986)	(4,452)	1,728
其他经营现金	(266.01)	1,996	(2,510)	(540.40)	(634.65)
投资活动现金	(17,863)	(15,082)	(43,096)	(31,242)	(27,217)
资本支出	(20,104)	(17,561)	(27,581)	(16,787)	(13,839)
长期投资	(921.20)	(584.88)	(4,451)	(3,647)	(3,609)
其他投资现金	3,163	3,064	(11,064)	(10,808)	(9,769)
筹资活动现金	(10,558)	(33,651)	26,814	(2,013)	(17,126)
短期借款	(4,487)	(10,315)	2,823	1,000	0.00
长期借款	(2,941)	(16,979)	3,887	(1,343)	(8,343)
普通股增加	1,248	0.00	3,044	0.00	0.00
资本公积增加	6,563	(37.07)	16,956	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,941)	(6,320)	104.17	(1,671)	(8,784)
现金净增加额	6,023	(6,744)	(4,367)	(1,638)	(608.45)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	166,699	171,485	191,582	199,118	207,991
营业成本	158,189	162,647	189,761	184,457	185,758
营业税金及附加	374.48	416.74	465.58	483.90	505.46
营业费用	6,937	7,189	7,280	7,965	8,320
管理费用	5,485	5,560	5,747	5,974	6,240
财务费用	6,767	4,854	3,360	3,741	3,794
资产减值损失	(156.00)	(586.08)	(403.17)	(403.17)	(403.17)
公允价值变动收益	0.05	2.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,897	3,487	4,289	3,706	3,693
营业利润	(3,432)	(2,048)	(6,658)	4,420	11,414
营业外收入	1,945	559.01	559.01	344.12	344.12
营业外支出	118.30	107.81	107.81	107.81	107.81
利润总额	(1,605)	(1,597)	(6,207)	4,656	11,650
所得税	844.89	1,928	417.13	256.20	2,010
净利润	(2,450)	(3,525)	(6,624)	4,400	9,640
少数股东损益	(2,213)	(1,754)	(2,359)	372.48	932.03
归属母公司净利润	(237.31)	(1,770)	(4,265)	4,027	8,708
EBITDA	33,375	34,105	28,008	40,704	48,366
EPS (人民币，基本)	(0.01)	(0.11)	(0.22)	0.20	0.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	18.14	2.87	11.72	3.93	4.46
营业利润	(3.24)	40.33	(225.12)	166.38	158.25
归属母公司净利润	77.32	(646.04)	(140.93)	194.42	116.23
获利能力 (%)					
毛利率	5.10	5.15	0.95	7.36	10.69
净利率	(1.47)	(2.06)	(3.46)	2.21	4.64
ROE	(5.98)	(8.98)	(12.59)	7.72	14.46
ROIC	2.86	3.31	(0.92)	3.37	5.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	88.16	88.56	85.48	84.37	81.66
净负债比率 (%)	412.49	401.01	317.19	298.61	236.32
流动比率	0.30	0.30	0.28	0.27	0.26
速动比率	0.23	0.20	0.18	0.16	0.16
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.54	0.55	0.57
应收账款周转率	48.65	47.96	40.75	32.97	33.06
应付账款周转率	8.30	8.05	8.52	8.34	8.86
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.01)	(0.09)	(0.22)	0.20	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	2.13	0.60	1.60	2.22
每股净资产(最新摊薄)	2.29	2.16	2.95	3.16	3.60
估值比率					
PE (倍)	(478.16)	(64.09)	(26.60)	28.17	13.03
PB (倍)	2.51	2.67	1.95	1.82	1.60
EV EBITDA (倍)	8.46	7.97	9.96	6.94	5.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。
- 中国国航（753 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。
- 中国国航（753 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。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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