

2Q 同比扭亏；景气改善仍需等待

华泰研究

2025 年 8 月 29 日 | 中国内地/中国香港

中报点评

航空运输

公司公布 1H25 业绩：收入 807.57 亿元，同增 1.6%；归母净亏损 18.06 亿元，同比缩窄 35.1%。其中二季度公司实现收入 407.34 亿元，同增 3.2%；归母净利润 2.38 亿元，2Q24 为归母净亏损 11.08 亿元。公司上半年净利润符合预告净亏损区间 17-22 亿元。近期暑运旺季票价表现较弱，行业景气仍处底部。不过我们认为行业机队引进放缓将在中期延续，若需求改善，叠加综合整治“内卷式”竞争，有望推动收益水平好转。公司主基地首都机场航线质量优质，我们仍看好行业景气改善带来的盈利弹性。维持“买入”。

2Q25 收益水平仍承压，营收同比小幅增长

2Q25 公司供给增速较为平稳，整体 ASK/RPK 分别同增 4.1%/7.0%，客座率表现良好，同增 2.2pct 至 81.2%；其中国内线投入重回正增长，同增 1.1%，国际线 ASK 同比增速达 12.4%，恢复至 1Q19 的 93%。客座率方面，国内/国际分别同比+2.8/+1.2pct。不过收益水平表现仍较弱，我们测算单位客公里收益同降约 5%，使得 A 股口径 2Q25 营收录得 407.34 亿，同增 3.2%。

油价利好叠加财务费用减少，2Q25 实现扭亏

成本端，2Q25 航空煤油出厂价均价同比下降 17%，推动单位座公里成本同降 4.4%，并且毛利率同比提升 3.6pct 至 5.4%，毛利润同比增加 208.0% 至 21.98 亿。另一方面，公司 2Q25 录得投资收益 6.60 亿，同增 13.4%，或主要来源于国泰航空贡献。同时财务费用同比下降 33.6% 至 11.54 亿，或由于利息支出减少和汇兑收益共同影响。最终 2Q25 实现扭亏至 2.38 亿。

1H25 亏损同比缩窄；公告注资深航改善其运营竞争力

1H25 公司运力投放并不激进，ASK 同增 3.4%，增幅在三大航中较低，客座率同增 1.4pct 至 80.7%。但票价表现不佳，公司 1H25 单位客公里收益 0.51 元，同降 4.9%（国内/国际分别同降 6.2%/0.8%）。成本端有所承压，单位扣油 ASK 成本同增 3.8%，不过受益于航煤出厂均价同降 13%，毛利率仍同增 0.4pct 至 3.0%，同时财务费用同降 27.2% 至 25.07 亿，其中汇兑收益同比改善 5.37 亿、利息支出同比减少 3.40 亿。最终净亏损同比缩窄 9.77 亿（缩窄 35.1%）至 18.06 亿。另外公司公告将按持股比例 51%，分阶段对深航注资不超过 81.6 亿，或将有效改善深航资本结构，提高竞争力。

盈利预测与估值

考虑国内线票价表现较弱，我们下调公司 25-27 年归母净利润 (86%/37%/23%) 至 7.71/52.46/79.65 亿元，对应 EPS 为 0.05/0.33/0.50 元。同时我们预计 25 年 BPS 为 2.89 元，估值给予 25E PB A/H 股 3.2/2.0x 不变（08 年金融危机后 2010-2011 年复苏时期 PB 均值 A/H 股 2.8x/1.8x，考虑 ROE 等盈利能力指标有望取得突破，给予溢价），目标价至 A 股人民币 9.25 元/H 股 6.35 港币（目标价前值 10.20 元/6.90 港币），维持“买入”。

风险提示：需求恢复不及预期，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。

	753 HK	601111 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：6.35	人民币：9.25

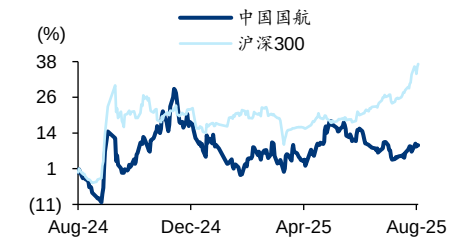
沈晓峰 研究员
 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
 SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

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

基本数据

(港币/人民币)	753 HK	601111 CH
目标价	6.35	9.25
收盘价(截至 8 月 29 日)	5.25	7.55
市值(百万)	91,604	131,736
6 个月平均日成交额(百万)	112.39	511.48
52 周价格范围	2.87-6.12	6.20-8.89
BVPS	2.44	2.44

股价走势图



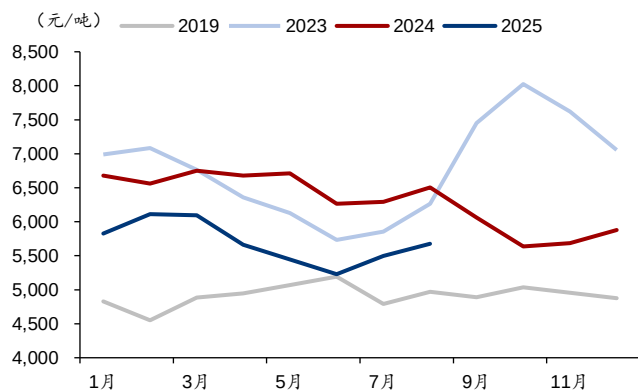
资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	166,699	167,966	178,192	186,444
+/-%	18.14	0.76	6.09	4.63
归属母公司净利润(百万)	(237.31)	770.52	5,246	7,965
+/-%	77.32	424.70	580.82	51.84
EPS(最新摊薄)	(0.01)	0.05	0.33	0.50
ROE(%)	(5.98)	(1.06)	12.36	15.82
PE(倍)	(504.74)	155.45	22.83	15.04
PB(倍)	2.65	2.61	2.34	2.03
EV EBITDA(倍)	8.15	7.95	6.63	6.13
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

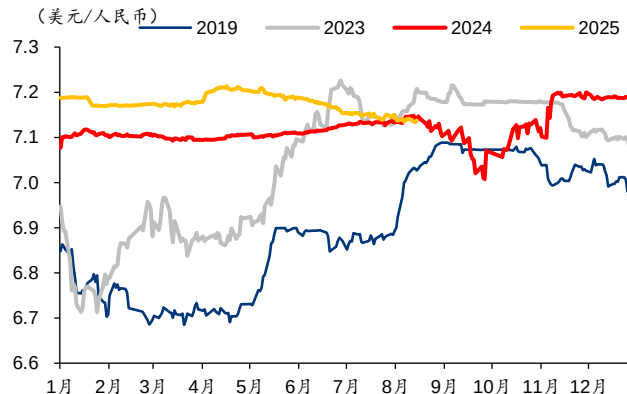
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国航空煤油出厂价(含税)



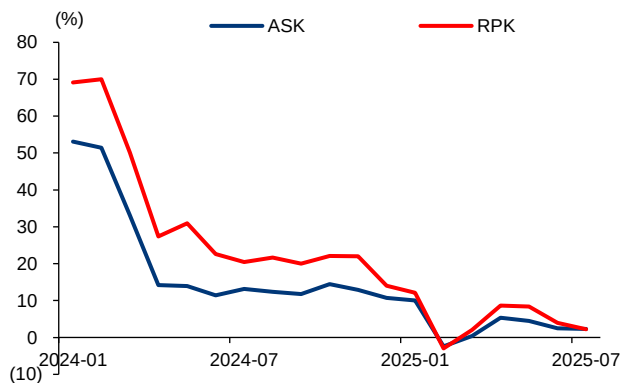
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 美元兑人民币中间价



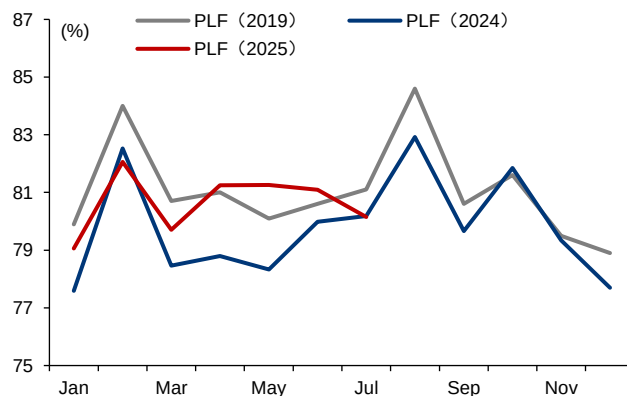
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 国航供需同比增速 (2024.1-2025.7)



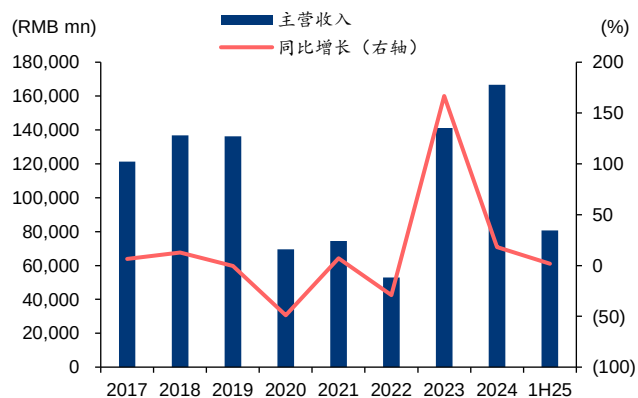
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 国航月客座率变化图 (2019/2024/2025)



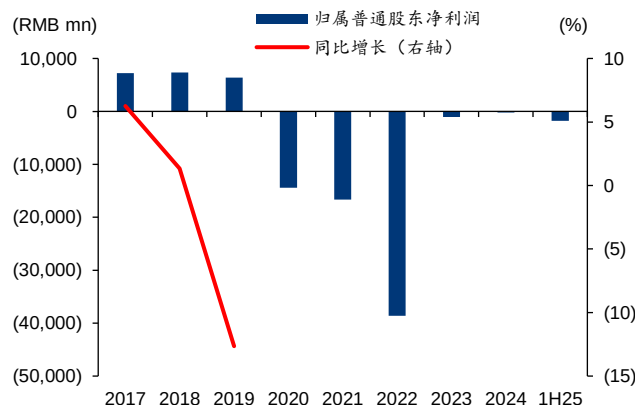
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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

图表7：中国国航季度业绩分析

(百万元)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
总收入	39455	48630	38549	40023	40734	48143	39065
yoy	14.2%	6.0%	8.2%	-0.1%	3.2%	-1%	1%
营业成本	38741	42277	38443	39813	38536	42277	38728
yoy	17.8%	10.8%	4.9%	2.8%	-0.5%	0%	1%
总毛利	714	6353	106	210	2198	5866	337
yoy	-56.8%	-17.7%	-110.3%	-84.3%	208.0%	-7.7%	217.6%
总毛利率	1.8%	13.1%	0.3%	0.5%	5.4%	12.2%	0.9%
yoy	-3.0	-3.8	3.2	-2.8	3.6	-0.9	0.6
归属母公司股东的净利润	-1108	4144	-1599	-2044	238	3701	-1125
yoy	111.3%	-2.3%	-13.0%	22.1%	n.a.	-10.7%	-29.7%

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

		2025E	2026E	2027E	
可供座公里	调整前	371,244	380,466	391,511	
(百万)	调整后	366,139	377,679	388,562	
	(+/-%)	(1.38)	(0.73)	(0.75)	
客座率	调整前	81.1	81.1	81.1	
(%)	调整后	81.2	81.6	81.9	
	(+/-pp)	0.19	0.48	0.78	
客公里收入	调整前	0.53	0.54	0.55	票价表现较弱，调低收益水平
(元/客公里)	调整后	0.51	0.52	0.53	
	(+/-%)	(4.38)	(3.80)	(3.84)	
主营收入	调整前	176,832	184,730	192,746	
(人民币 百万)	调整后	167,966	178,192	186,444	
	(+/-%)	(5.01)	(3.54)	(3.27)	
燃油成本	调整前	50,842	51,067	52,467	根据最新油价和运力投入，调整燃油成本
(人民币 百万)	调整后	48,362	47,560	49,533	
	(+/-%)	(4.88)	(6.87)	(5.59)	
汇兑收益	调整前	(909)	570	172	根据最新彭博一致人民币预期，调整汇兑
(人民币 百万)	调整后	222	291	590	损益
	(+/-%)	n.a.	(48.94)	243.81	
归母净利润	调整前	5,397	8,354	10,379	
(人民币 百万)	调整后	771	5,246	7,965	
	(+/-%)	(85.72)	(37.20)	(23.25)	
每股盈利	调整前	0.34	0.53	0.65	
(人民币)	调整后	0.05	0.33	0.50	
	(+/-%)	(85.72)	(37.20)	(23.25)	

资料来源：华泰研究预测

图表9：年度核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
行业指标 (行业供给增速)	Industry ASK	yoy	%	125.2%	17.2%	5.4%	5.2%	3.0%
运营数据概览(Operational results summary)								
产量(ASK)	ASK	mn		292,513	356,104	366,139	377,679	388,562
销量(RPK)	RPK	mn		214173	284350	297463	308010	318072
yoy	yoy	%			32.8%	4.6%	3.5%	3.3%
产销率(客座率)	PLF	%		73.2%	79.9%	81.2%	81.6%	81.9%
单位价格	ASP	Rmb		0.61	0.53	0.51	0.52	0.53
单位成本	COGS	Rmb		0.50	0.48	0.47	0.47	0.47
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb bn		4,678	4,272	5,023	11,135	13,816
EBITDA	EBITDA	Rmb bn		31,788	33,375	31,982	38,888	42,362
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn		2,834	2,820	2,646	2,590	2,471
净利润	Net Profit	Rmb bn		(1,038)	(233)	771	5,246	7,965
EPS	EPS	Rmb/sh		-0.07	-0.01	0.05	0.33	0.50
BVPS	BVPS	Rmb/sh		2.42	2.85	2.89	3.23	3.73
应收账款周转天数	A/R days	days		6.2	7.5	9.7	11.1	11.2
应付账款周转天数	A/P days	days		41.2	44.0	42.5	38.5	35.5
存货周转天数	Inv days	days		8.5	9.1	9.7	9.9	10.1
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn		35,418	34,546	26,696	37,073	37,987
资本支出	Capex	Rmb mn		(22,769)	(20,104)	(13,713)	(13,741)	(14,938)
自由现金流	FCF	Rmb bn		-26,419	-12,869	15,392	20,597	21,328
净负债	Net debt	Rmb bn		218,632	213,513	203,023	186,896	169,440
净负债率	Net Gearing	%		65%	62%	60%	57%	54%

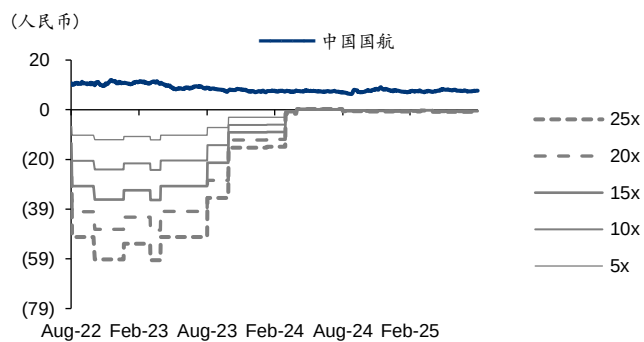
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：季度实际和预测比较

运营数据概览(Operational results summary)				2025Q1	2025Q2	YoY	2025Q2 E	A vs E
产量(ASK)	ASK	mn		88460	89116	4.1%	89034	0.1%
销量(RPK)	RPK	mn		70971	72366	7.0%	71722	0.9%
产销率 (客座率)	PLF	%		80.2%	81.2%	2.2pct	80.6%	0.6pct
单位价格	ASP	Rmb		0.51	0.51	-4.9%	0.59	-13.4%
单位成本	COGS	Rmb		0.45	0.43	-4.4%	0.44	-1.6%
财报数据总结(financial results summary)								
总收入	Net Revenue	Rmb mn		40023	40734	3.2%	42216	-3.5%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn		39813	38536	-0.5%	39128	-1.5%
毛利率	Gross margin	%		0.5%	5.4%	3.6pct	7.3%	-1.9pct
销售及管理费用	SG&ARmb mn			3070	3073	6.8%		
研发费用	R&DRmb mn			85	105	-8.5%		
财务费用	Finance costs	Rmb mn		1353	1154	-33.6%		
营业利润	Operating profit	Rmb mn		-2514	-410	-73.2%		
税前利润	PBTRmb mn			-2453	-336	-75.4%		
所得税	Tax	Rmb mn		82	-160	n.a.		
少数股东损益	Minority	Rmb mn		-491	-414	n.a.		
归母净利润	Net Profit	Rmb mn		-2044	238	n.a.	286	-16.7%
非经常性损益	One offs	Rmb mn		-84	-114	n.a.		
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn		-2128	124	n.a.		
EPS	EPS	Rmb/sh		-0.12	0.01	n.a.	0.01	-16.7%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh		-0.12	0.01	n.a.		
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh		0	0	n.a.		
核心财务指标(core financial indicators)								
有效税率	Effective tax rate	%		-3.3%	47.6%	n.a.		
少数股东损益占比	Minorities	%		20.0%	123.2%	n.a.		
分红比例	Dividend payout	%		0	0	0pct		

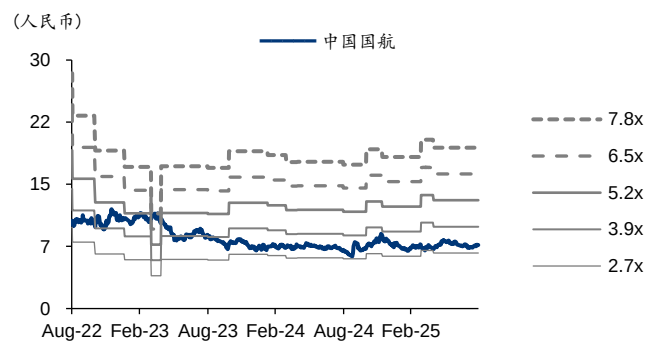
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11: 中国国航 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 中国国航 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	32,335	40,687	46,265	44,490	40,662
现金	15,628	22,468	24,789	23,998	19,536
应收账款	3,183	3,670	5,272	5,589	5,845
其他应收账款	5,438	4,761	5,283	3,726	3,897
预付账款	414.43	462.25	1,428	1,428	1,428
存货	3,683	4,225	4,267	4,523	4,731
其他流动资产	3,988	5,101	5,225	5,225	5,225
非流动资产	302,968	305,082	293,369	284,111	273,795
长期投资	15,137	16,917	19,727	22,325	24,778
固定投资	104,971	109,655	111,348	111,945	111,888
无形资产	5,817	5,938	5,938	5,938	5,938
其他非流动资产	177,043	172,572	156,357	143,904	131,191
资产总计	335,303	345,769	339,634	328,601	314,457
流动负债	110,317	137,610	125,345	131,319	131,584
短期借款	21,363	16,876	16,918	16,918	16,918
应付账款	18,595	19,539	17,575	16,767	15,587
其他流动负债	70,359	101,195	90,853	97,635	99,078
非流动负债	189,697	167,214	173,773	151,050	127,955
长期借款	80,778	77,837	78,748	76,830	74,912
其他非流动负债	108,920	89,377	95,025	74,220	53,044
负债合计	300,015	304,824	299,119	282,369	259,539
少数股东权益	(1,942)	(4,202)	(5,402)	(4,932)	(4,211)
股本	16,201	17,448	17,448	17,448	17,448
资本公积	39,588	46,151	46,151	46,151	46,151
留存公积	(18,931)	(19,180)	(19,609)	(13,893)	(5,207)
归属母公司股东权益	37,230	45,147	45,918	51,164	59,129
负债和股东权益	335,303	345,769	339,634	328,601	314,457

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	35,418	34,546	26,696	37,073	37,987
净利润	(1,569)	(2,450)	(429.48)	5,716	8,686
折旧摊销	27,111	29,103	26,959	27,752	28,546
财务费用	7,453	6,767	5,392	4,963	4,212
投资损失	(3,047)	(2,897)	(2,732)	(2,684)	(2,574)
营运资金变动	6,453	4,289	(4,857)	1,958	(370.62)
其他经营现金	(981.17)	(266.01)	2,363	(633.03)	(512.81)
投资活动现金	(15,246)	(17,863)	(14,878)	(15,177)	(15,143)
资本支出	(22,769)	(20,104)	(13,713)	(13,741)	(14,938)
长期投资	(8.03)	(921.20)	(2,810)	(2,597)	(2,453)
其他投资现金	7,532	3,163	1,645	1,161	2,248
筹资活动现金	(15,847)	(10,558)	(9,498)	(22,687)	(27,306)
短期借款	1,417	(4,487)	41.86	0.00	0.00
长期借款	13,909	(2,941)	910.91	(1,918)	(1,918)
普通股增加	1,676	1,248	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13,317	6,563	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(46,166)	(10,941)	(10,451)	(20,769)	(25,388)
现金净增加额	4,409	6,023	2,321	(790.65)	(4,462)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	141,100	166,699	167,966	178,192	186,444
营业成本	134,015	158,189	159,354	162,834	166,498
营业税金及附加	366.84	374.48	377.33	400.30	418.84
营业费用	5,333	6,937	6,719	7,128	7,458
管理费用	5,083	5,485	5,543	5,880	6,153
财务费用	7,453	6,767	5,392	4,963	4,212
资产减值损失	(222.10)	(156.00)	(20.80)	(20.80)	(20.80)
公允价值变动收益	(0.89)	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,047	2,897	2,732	2,684	2,574
营业利润	(3,324)	(3,432)	(2,418)	4,054	8,788
营业外收入	1,794	1,945	1,945	1,945	344.12
营业外支出	130.53	118.30	118.30	118.30	118.30
利润总额	(1,660)	(1,605)	(591.37)	5,881	9,014
所得税	(91.19)	844.89	(161.89)	164.52	327.15
净利润	(1,569)	(2,450)	(429.48)	5,716	8,686
少数股东损益	(522.84)	(2,213)	(1,200)	470.47	721.09
归属母公司净利润	(1,046)	(237.31)	770.52	5,246	7,965
EBITDA	31,788	33,375	31,982	38,888	42,362
EPS (人民币, 基本)	(0.07)	(0.01)	0.05	0.33	0.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	166.74	18.14	0.76	6.09	4.63
营业利润	92.79	(3.24)	29.54	267.65	116.76
归属母公司净利润	97.29	77.32	424.70	580.82	51.84
获利能力 (%)					
毛利率	5.02	5.10	5.13	8.62	10.70
净利率	(1.11)	(1.47)	(0.26)	3.21	4.66
ROE	(4.45)	(5.98)	(1.06)	12.36	15.82
ROIC	2.34	3.31	2.05	5.88	6.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.48	88.16	88.07	85.93	82.54
净负债比率 (%)	473.08	412.49	376.32	336.43	285.70
流动比率	0.29	0.30	0.37	0.34	0.31
速动比率	0.22	0.23	0.28	0.25	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.49	0.49	0.53	0.58
应收账款周转率	58.40	48.65	37.57	32.81	32.61
应付账款周转率	8.87	8.30	8.59	9.48	10.29
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.07)	(0.01)	0.05	0.33	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	2.18	1.68	2.34	2.39
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.85	2.89	3.23	3.73
估值比率					
PE (倍)	(114.47)	(504.74)	155.45	22.83	15.04
PB (倍)	3.22	2.65	2.61	2.34	2.03
EV EBITDA (倍)	8.56	8.15	7.95	6.63	6.13

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。

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。
- 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。
- 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

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

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

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

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2025年华泰证券股份有限公司