

景气向上有望推动盈利弹性兑现

华泰研究

2025 年 10 月 28 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

航空运输

公司公布 9M25 业绩：收入 1376.65 亿元，同增 2.2%；归母净利润 23.07 亿元，同增 17.4%。其中三季度公司实现收入 513.74 亿元，同增 3.0%；归母净利润 38.40 亿元，同增 20.3%。公司 9M25 净利高于我们预期的 17.1 亿元，或由于 3Q 票价同比降幅小于预期。往后展望，新航季时刻数同比持续收紧，景气呈现底部好转迹象，叠加反内卷和低基数，我们认为票价同比转正有望在 4Q 延续。中长期行业供给增速或将保持低位，支撑收益水平改善，同时油价下跌有望降低航司成本压力，共同推动航司兑现盈利弹性。维持 A/H 股“买入”评级。

3Q 整体量增价跌，票价呈现好转趋势

3Q25 旺季公司平稳增投运力，经营呈现量增价跌态势。供/需分别同增 5.7%/6.2%，客座率为 85.9%，同增 0.4pct。其中国际线增速逐步趋于正常，供给同增 9.8%，为 19 年同期的 93%，客座率同比小幅下降 0.4pct 至 84.7%；国内线供给同增 4.5%，客座率同增 0.6pct 至 86.3%。3Q 公司票价或前低后高，我们测算单位客公里收益小幅同降约 3%。A 股口径 3Q25 营收为 513.74 亿，同增 3.0%。

油价下跌推动毛利率提升，单季盈利实现同比正增长

公司 3Q25 营业成本 428.74 亿，同增 1.6%，其中航空煤油出厂价均价同降 11%，公司单位 ASK 成本同降 3.9%。油价下跌推动公司毛利润同增 10.6%（8.16 亿）至 85.00 亿，毛利率同增 1.1pct 至 16.5%。最终 3Q25 归母净利润同比增加 20.3%（6.47 亿）至 38.40 亿。

行业景气有望持续改善，公司或将进入盈利周期

截至 2025 年 9 月公司机队规模达到 936 架客机和 20 架货机，机队规模行业领先。展望之后，行业供给增速难以加快，虽然暑运票价承压，但客运景气改善有望推动公司收益水平提升，另外货运业务运营展现韧性，或仍将助力盈利增厚。同时油价下跌有望降低航司成本压力。我们认为凭借国内线规模优势，公司有望进入盈利周期。

盈利预测与估值

考虑单位客收同比转正或将持续，我们上调公司 25-27 年归母净利润（166%/19%/23%）至 6.42/60.47/85.60 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.33/0.47 元。我们预计 26 年 BPS 为 2.29 元，给予 A/H 股 26E PB 3.8x/2.5x（前值为 25 年 3.8x/2.3x，历史 10 年/12 年均值 2.2x/1.2x，考虑 ROE 等盈利能力指标有望取得突破，给予溢价，并且考虑 A/H 价差缩窄趋势，提高 H 股估值倍数），目标价 A 股人民币 8.70 元/H 股 6.30 港币（前值人民币 7.35 元/H 股 4.90 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，油汇波动，安全事故。

	600029 CH	1055 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：8.70	港币：6.30

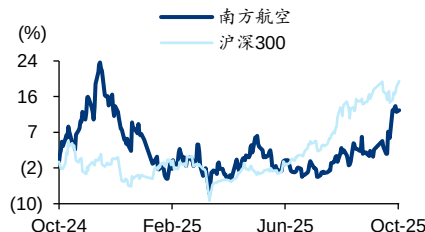
沈晓峰 研究员
 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
 SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

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)	600029 CH	1055 HK
收盘价 (截至 10 月 27 日)	6.60	4.65
市值 (百万)	119,598	84,262
6 个月平均日成交额 (百万)	344.61	67.19
52 周价格范围	5.43-7.27	2.95-4.74

股价走势图



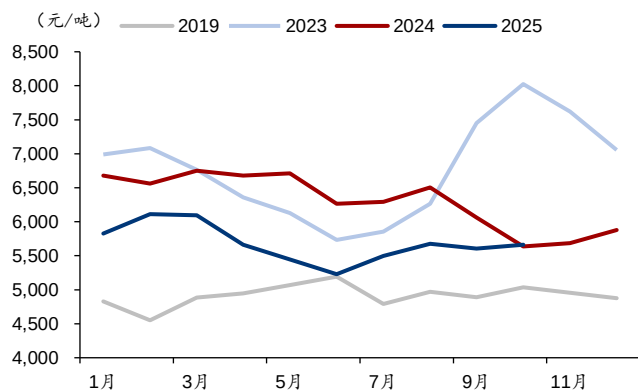
资料来源：Wind

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)	174,224	178,611	186,173	195,902
+/-%	8.94	2.52	4.23	5.23
归属母公司净利润 (百万)	(1,696)	642.10	6,047	8,560
+/-%	59.71	137.86	841.71	41.57
EPS (最新摊薄)	(0.09)	0.04	0.33	0.47
ROE (%)	0.29	4.84	12.03	14.36
PE (倍)	(70.52)	186.26	19.78	13.97
PB (倍)	3.44	3.38	2.89	2.39
EV EBITDA (倍)	6.60	5.27	4.46	3.96
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

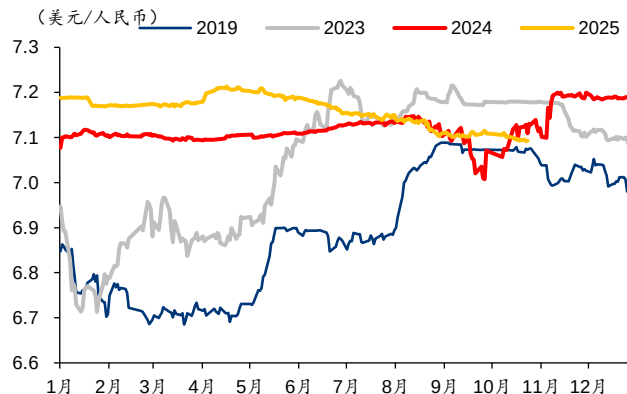
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：中国航空煤油出厂价（含税）



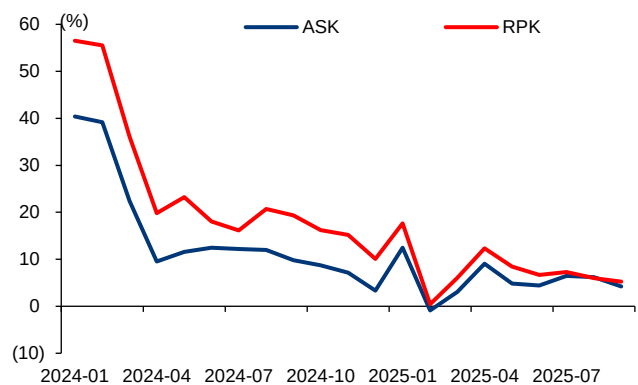
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：美元兑人民币中间价



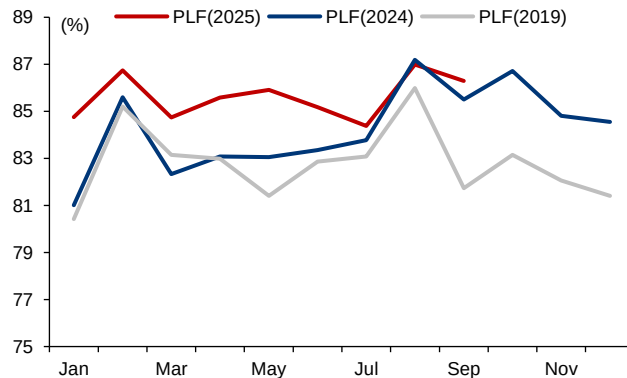
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：南方航空供需同比增速(2024.1-2025.9)



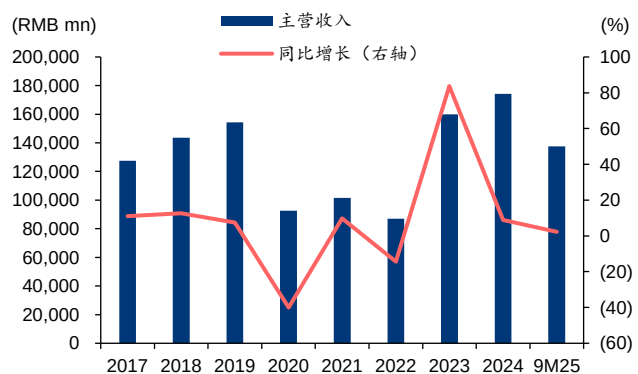
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：南方航空月客座率变化图(2019/2024/2025)



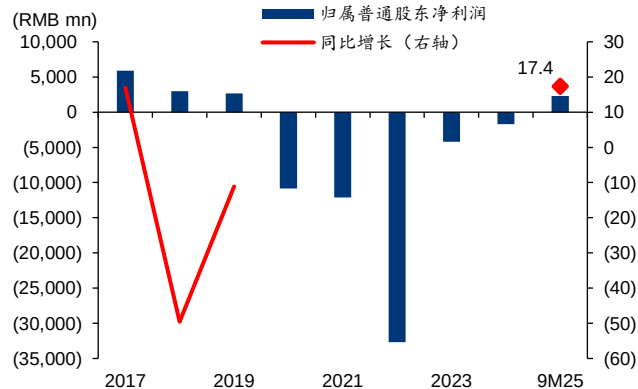
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：南方航空营业收入及其增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：南方航空归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：南方航空季度业绩分析

(百万元)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
营业收入	49871	39563	43407	42884	51374	40946	45143
yoy	4.6%	-2.2%	-2.7%	6.7%	3.0%	3%	4%
营业成本	42187	38833	39725	38963	42874	39071	40917
yoy	6.9%	-5.8%	0.0%	0.4%	1.6%	1%	3%
毛利润	7684	730	3682	3921	8500	1875	4227
yoy	-6.3%	-192.6%	-24.5%	187.7%	10.6%	156.8%	14.8%
毛利率	15.4%	1.8%	8.5%	9.1%	16.5%	4.6%	9.4%
yoy	-1.8	3.8	-2.4	5.8	1.1	2.7	0.9
归属母公司股东的净利润	3193	-3661	-747	-786	3840	-1665	1300
yoy	-23.9%	-33.8%	-198.8%	-60.4%	20.3%	-54.5%	-274.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：盈利假设汇总

		2025E	2026E	2027E	说明
可供座公里	调整前	382,683	393,800	406,155	
(百万)	调整后	383,685	397,475	409,829	
	(+/-%)	0.26	0.93	0.90	
客座率	调整前	85.7	84.3	84.3	
(%)	调整后	85.8	84.5	84.5	
	(+/-%)	0.1	0.1	0.2	
客公里收入	调整前	0.45	0.47	0.47	票价转正有望持续，调高收益
(元/客公里)	调整后	0.46	0.47	0.48	水平
	(+/-%)	1.33	0.66	1.39	
主营收入	调整前	175,990	183,429	191,868	
(人民币 百万)	调整后	178,611	186,173	195,902	
	(+/-%)	1.49	1.50	2.10	
燃油成本	调整前	50,412	49,482	51,666	根据最新油价和运力投入，调
(人民币 百万)	调整后	50,266	47,559	50,296	整燃油成本。
	(+/-%)	(0.29)	(3.89)	(2.65)	
汇兑收益	调整前	159	611	886	根据最新彭博一致人民币汇
(人民币 百万)	调整后	772	886	1,082	率预期，调整汇兑损益。
	(+/-%)	385.17	44.90	22.09	
净利润	调整前	242	5094	6955	
(人民币 百万)	调整后	642	6047	8560	
	(+/-%)	165.60	18.69	23.09	
每股盈利	调整前	0.01	0.28	0.38	
(人民币)	调整后	0.04	0.33	0.47	
	(+/-%)	165.60	18.69	23.09	

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		316217	362609	383685	397475	409829
销量(RPK)	RPK	mn		246947	305966	329370	335797	346214
yoy	yoy	%			23.9%	7.6%	2.0%	3.1%
产销率(客座率)	PLF	%		78.1%	84.4%	85.8%	84.5%	84.5%
单位价格	ASP	Rmb		0.55	0.48	0.46	0.47	0.48
单位成本	COGS	Rmb		0.50	0.47	0.46	0.45	0.45
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb bn		-3,082	154	2,675	7,558	10,536
EBITDA	EBITDA	Rmb bn		31,087	35,465	40,171	46,897	51,307
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn		(1,698)	(616)	286	702	740
净利润	Net Profit	Rmb bn		(4,140)	(1,769)	642	6,047	8,560
EPS	EPS	Rmb/sh		-0.23	-0.09	0.04	0.33	0.47
BVPS	BVPS	Rmb/sh		2.03	1.92	1.95	2.29	2.76
应收账款周转天数	A/R days	days		6.8	7.1	7.0	6.8	6.8
应付账款周转天数	A/P days	days		42.1	43.7	45.4	48.8	49.0
存货周转天数	Inv days	days		3.7	4.1	4.6	4.7	4.7
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn		27,422	48,101	38,153	42,805	46,279
资本支出	Capex	Rmb mn		(11,369)	(16,139)	(12,351)	(13,610)	(14,489)
自由现金流	FCF	Rmb bn		-15,429	-42,245	9,201	5,182	9,020
净负债	Net debt	Rmb bn		196,675	212,034	202,765	197,850	188,912
净负债率	Net Gearing	%		64%	64%	61%	60%	56%

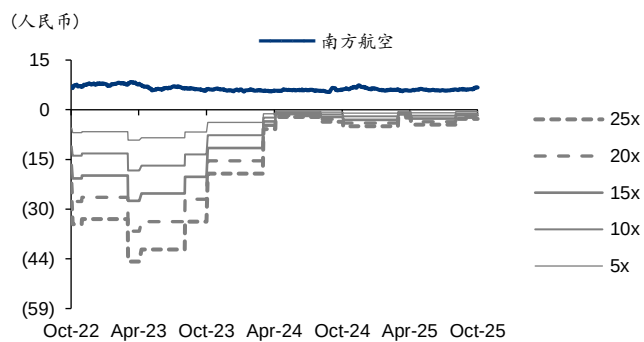
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：季度实际和预测比较

运营数据概览(Operational results summary)				2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
产量(ASK)	ASK	mn		90918	104972	5.7%	104972	0.0%
销量(RPK)	RPK	mn		77785	90143	6.2%	90143	0.0%
产销率 (客座率)	PLF	%		85.6%	85.9%	0.4pct	85.9%	0.0pct
单位价格	ASP	Rmb		0.47	0.48	-2.9%	0.47	2.1%
单位成本	COGS	Rmb		0.43	0.41	-3.9%	0.42	-1.2%
财报数据总结(financial results summary)								
总收入	Net Revenue	Rmb mn		42884	51374	3.0%	49372	4.1%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn		38963	42874	1.6%	42187	1.6%
毛利率	Gross margin	%		9.1%	16.5%	1.1pct	14.6%	2.0pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn		2705	3096	6.2%		
研发费用	R&D	Rmb mn		110	127	-4.5%		
财务费用	Finance costs	Rmb mn		1521	1208	28.8%		
营业利润	Operating profit	Rmb mn		443	5135	11.7%		
税前利润	PBT	Rmb mn		563	5497	14.6%		
所得税	Tax	Rmb mn		1026	669	14.2%		
少数股东损益	Minority	Rmb mn		323	988	-2.9%		
归母净利润	Net Profit	Rmb mn		-786	3840	20.3%	3244	18.4%
非经常性损益	One offs	Rmb mn		-87	-384	76.0%		
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn		-873	3456	19.8%		
EPS	EPS	Rmb/sh		-0.04	0.21	20.3%	0.18	18.4%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh		0.01	0.19	19.8%		
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh		0	0			
核心财务指标(core financial indicators)								
有效税率	Effective tax rate	%		182.2%	12.2%	0.0pct		
少数股东损益占比	Minorities %	%		57.4%	18.0%	-3.2pct		
分红比例	Dividend payout	%		0	0	0pct		

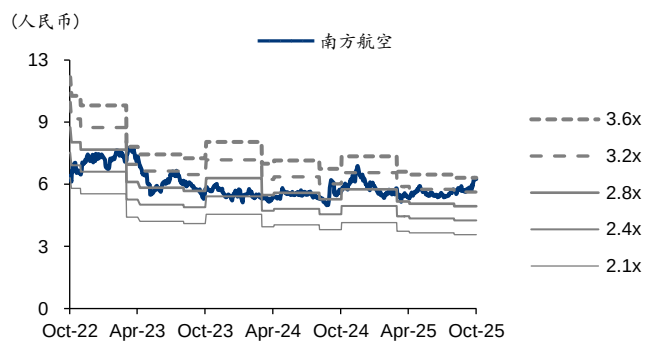
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11: 南方航空 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 南方航空 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	27,741	37,643	33,417	32,393	35,461
现金	9,924	15,994	16,874	16,081	19,311
应收账款	3,322	3,463	3,389	3,533	3,717
其他应收账款	1,640	3,095	3,982	3,746	3,510
预付账款	695.00	819.00	263.47	274.63	288.98
存货	1,565	2,002	2,052	2,139	2,251
其他流动资产	10,595	12,270	6,855	6,619	6,383
非流动资产	281,485	292,095	296,600	299,729	301,244
长期投资	6,718	7,168	6,795	6,804	6,817
固定投资	93,076	100,691	104,202	106,997	109,076
无形资产	6,629	7,341	7,341	7,341	7,341
其他非流动资产	175,062	176,895	178,262	178,587	178,010
资产总计	309,226	329,738	330,017	332,122	336,705
流动负债	129,436	138,402	110,951	110,238	108,954
短期借款	51,362	40,440	43,000	43,000	43,000
应付账款	19,722	18,490	21,433	22,341	23,508
其他流动负债	58,352	79,472	46,517	44,898	42,445
非流动负债	127,793	138,741	163,796	159,054	154,387
长期借款	38,130	35,985	40,972	37,472	33,972
其他非流动负债	89,663	102,756	122,823	121,582	120,415
负债合计	257,229	277,143	274,746	269,293	263,341
少数股东权益	15,213	17,866	19,899	21,411	23,386
股本	18,121	18,121	18,121	18,121	18,121
资本公积	52,756	52,444	52,444	52,444	52,444
留存公积	(34,309)	(36,005)	(33,330)	(25,771)	(15,235)
归属母公司股东权益	36,784	34,729	35,371	41,418	49,978
负债和股东权益	309,226	329,738	330,017	332,122	336,705

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	40,134	31,445	38,153	42,805	46,279
净利润	(3,082)	154.00	2,675	7,558	10,536
折旧摊销	27,165	28,341	29,635	31,811	33,709
财务费用	6,393	6,628	4,413	4,122	3,346
投资损失	1,688	599.00	373.20	(9.45)	(13.23)
营运资金变动	5,625	(5,334)	552.00	(481.18)	(1,123)
其他经营现金	2,345	1,057	504.13	(195.75)	(176.13)
投资活动现金	(17,511)	(16,452)	(34,286)	(34,704)	(34,995)
资本支出	(11,369)	(16,139)	(12,351)	(13,610)	(14,489)
长期投资	(8,571)	(2,534)	373.20	(9.45)	(13.23)
其他投资现金	2,429	2,221	(22,309)	(21,085)	(20,493)
筹资活动现金	(33,006)	(11,546)	(2,986)	(8,894)	(8,054)
短期借款	(2,312)	(10,922)	2,560	0.00	0.00
长期借款	22,814	(2,145)	4,987	(3,500)	(3,500)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(19.00)	(312.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(53,489)	1,833	(10,533)	(5,394)	(4,554)
现金净增加额	(10,358)	3,453	880.40	(793.36)	3,230

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	159,929	174,224	178,611	186,173	195,902
营业成本	147,582	159,571	160,633	163,788	170,683
营业税金及附加	531.00	608.00	623.31	649.70	683.65
营业费用	6,629	7,122	7,680	8,005	8,424
管理费用	3,779	4,113	4,823	5,027	5,289
财务费用	6,393	6,628	4,413	4,122	3,346
资产减值损失	(11.00)	(5.00)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	874.00	195.00	227.00	227.00	216.33
投资净收益	(1,688)	(599.00)	(373.20)	9.45	13.23
营业利润	(2,142)	(747.00)	4,228	8,910	11,956
营业外收入	581.00	2,434	1,347	1,401	1,457
营业外支出	84.00	106.00	224.54	233.52	242.86
利润总额	(1,645)	1,581	5,351	10,078	13,170
所得税	1,437	1,427	2,675	2,519	2,634
净利润	(3,082)	154.00	2,675	7,558	10,536
少数股东损益	1,127	1,850	2,033	1,512	1,975
归属母公司净利润	(4,209)	(1,696)	642.10	6,047	8,560
EBITDA	31,087	35,465	40,171	46,897	51,307
EPS (人民币, 基本)	(0.23)	(0.09)	0.04	0.33	0.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	83.70	8.94	2.52	4.23	5.23
营业利润	93.35	65.13	666.01	110.74	34.18
归属母公司净利润	87.12	59.71	137.86	841.71	41.57
获利能力 (%)					
毛利率	7.72	8.41	10.07	12.02	12.87
净利率	(1.93)	0.09	1.50	4.06	5.38
ROE	(5.93)	0.29	4.84	12.03	14.36
ROIC	4.62	0.47	4.26	9.01	11.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	83.18	84.05	83.25	81.08	78.21
净负债比率 (%)	257.24	236.68	180.98	152.88	120.10
流动比率	0.21	0.27	0.30	0.29	0.33
速动比率	0.14	0.18	0.24	0.24	0.27
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.55	0.54	0.56	0.59
应收账款周转率	53.51	51.36	52.13	53.79	54.04
应付账款周转率	8.66	8.35	8.05	7.48	7.45
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.23)	(0.09)	0.04	0.33	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.21	1.74	2.11	2.36	2.55
每股净资产(最新摊薄)	2.03	1.92	1.95	2.29	2.76
估值比率					
PE (倍)	(28.41)	(70.52)	186.26	19.78	13.97
PB (倍)	3.25	3.44	3.38	2.89	2.39
EV EBITDA (倍)	7.73	6.60	5.27	4.46	3.96

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。
- 南方航空（600029 CH）、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/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 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。
- 南方航空（600029 CH）、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/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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。

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