

座收水平/单位成本改善推动大幅扭亏

华泰研究

2026年4月30日 | 中国内地/中国香港

季报点评

航空运输

公司公布一季度业绩：收入 445.36 亿元，同比+11.3%；归母净利润同比扭亏至 17.14 亿元（1Q25 为净亏损 20.44 亿），公司一季度净利润超出我们预期的 10.6 亿元，超预期或主因成本精细化管理效果良好，以及投资收益超预期。目前中东局势仍存不确定性，航司燃油成本仍较高，不过航司顺价能力较为良好，盈利所受冲击或并不需特别悲观。当前板块估值和关注度处于低位，中长期供给增长或难以加速，且国际线竞争力有望提升，行业景气仍有望底部向上，维持“买入”。

国际线客座率表现突出，单位座收同比改善

公司一季度供给较快提升，同增 7.6%，且需求较为旺盛，客座率同增 4.6pct 至 84.8%，公司客座率改善幅度在三大航中最为明显。分航线来看，国内/国际运力增长较为均衡，分别同增 7.4%/7.7%，其中国际线或受益于免签政策带来的出入境游，以及 3 月中东中转旅客的外溢，客座率同增 7.2pct 至 83.6%；同时国内线在春运出行等因素的推动下，客座率同增 3.5pct 至 85.6%。由于客座率改善明显，我们测算单位座公里收益同增约 3%。最终 A 股口径 1Q26 营收为 445.36 亿，同比提升 11.3%。

成本管控良好，叠加财务费用+投资收益改善，1Q 同比大幅扭亏

1Q26 我国航司航空煤油成本尚未明显受到国际局势影响，出厂价均价同比下降 8%，同时公司成本管控效果较为良好，单位座公里成本同比下降 4.2%。叠加较强的收益水平，公司 1Q26 毛利润同比提升 32.93 亿至 35.03 亿，毛利率同比提升 7.3pct 至 7.9%。另外人民币表现强劲，1Q26 兑美元升值 1.6%，幅度明显高于 1Q25 的 0.1%，叠加利息支出改善，使得公司财务费用同比减少 4.41 亿元至 9.12 亿元。投资收益方面，由于处置国泰航空股权，投资收益同增 4.88 亿。最终公司归母净利润 17.14 亿元，同比改善 37.58 亿，实现扭亏。

展现较强顺价能力，国际线竞争力有望提升

近期中东局势仍较为动荡，4 月我国航煤出厂价同增 74%，5 月或将环比进一步提升。不过目前来看，航司通过征收燃油附加费和提高裸票价，成本传导效果较为良好，且高油价对于航空板块投资情绪的影响逐步缓和。往后展望，关注顺价能力持续性，中长期行业供给增速或将保持低位。公司拥有优质航线，26 夏秋航季我们测算公司在首都机场市场份额达到 66%，并且中东中转受限，公司基地枢纽建设或迎机遇，国际航线竞争力有望提升。

盈利预测与估值

由于近期票价提升，燃油成本向下游传导程度有望超预期，我们上调 26 年盈利预测至 21.43 亿（前值-26.26 亿），并上调 27-28 年 26%/20% 至 69.80/113.89 亿。同时我们预计 26 年 BPS 为 2.68 元，给予 26E PB A/H 股 3.3/2.4x 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，考虑中长期盈利能力指标有望取得突破给予溢价），目标价 A 股人民币 8.85 元/H 股 7.35 港币（前值人民币 8.00 元/H 股 6.40 港币），维持“买入”。

风险提示：需求不及预期，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，定增摊薄风险，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：8.85	港币：7.35

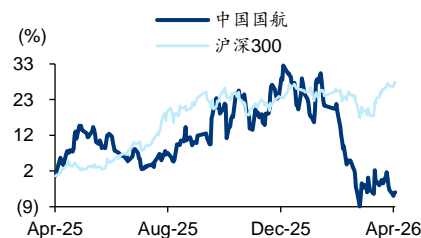
沈晓峰 研究员
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

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4月30日)	6.73	4.69
市值(百万)	117,428	81,833
6个月平均日成交额(百万)	696.58	173.84
52周价格范围	6.44-9.37	4.50-7.77

股价走势图



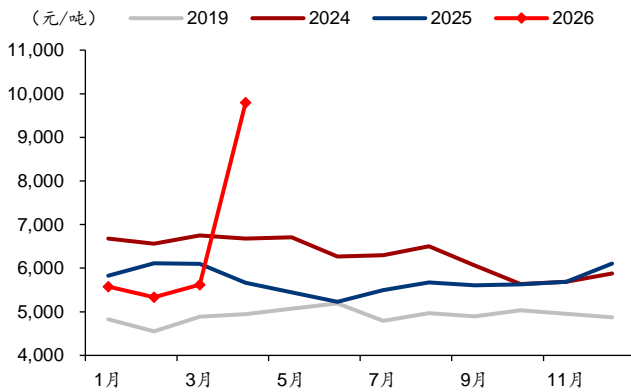
资料来源：Wind

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	201,076	199,945	210,393
+/-%	2.87	17.26	(0.56)	5.23
归属母公司净利润(百万)	(1,770)	2,143	6,980	11,389
+/-%	(646.04)	221.06	225.70	63.15
EPS(最新摊薄)	(0.11)	0.13	0.42	0.68
ROE(%)	(8.98)	5.54	15.67	20.44
PE(倍)	(63.37)	52.34	16.07	9.85
PB(倍)	2.64	2.51	2.17	1.78
EV EBITDA(倍)	7.65	7.31	5.78	4.71
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

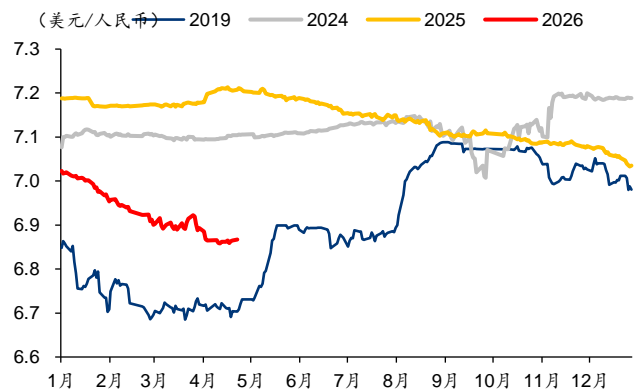
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国航空煤油出厂价(含税)



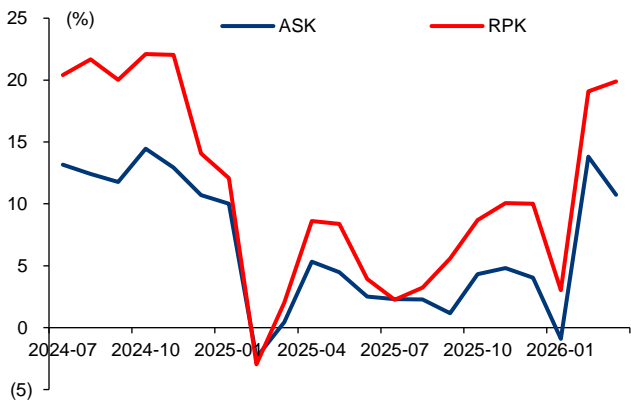
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 美元兑人民币中间价



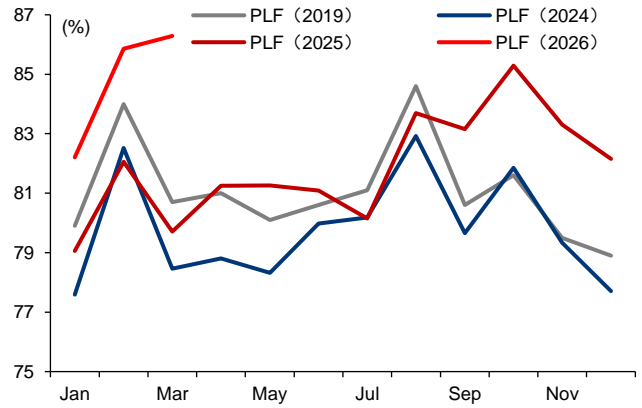
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 国航供需同比增速 (2024.7-2026.3)



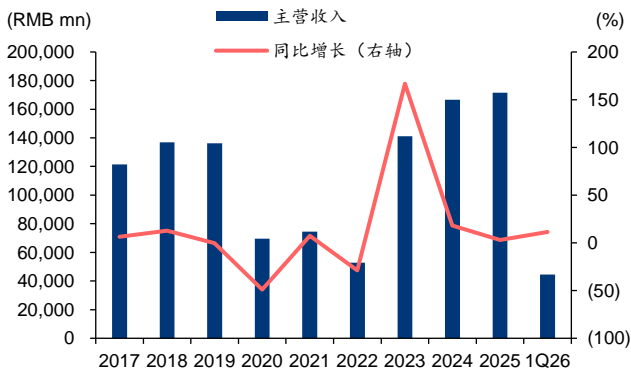
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 国航月客座率变化图 (2019/2024/2025/2026)



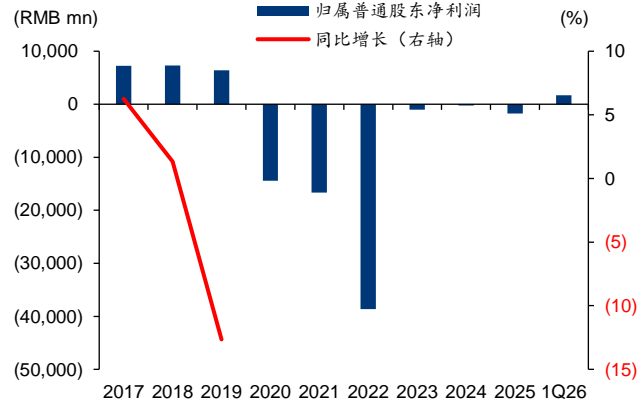
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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

图表7: 中国国航季度业绩分拆

(百万元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E
总收入	40023	40734	49069	41658	44536	49573	60767
yoy	-0.1%	3.2%	0.9%	8%	11%	22%	24%
营业成本	39813	38536	42307	41991	41034	51368	52203
yoy	2.8%	-0.5%	0.1%	9%	3%	33%	23%
总毛利	210	2198	6762	-333	3503	-1795	8563
yoy	-84.3%	208.0%	6.4%	-413.6%	1567.6%	-181.7%	26.6%
总毛利率	0.5%	5.4%	13.8%	-0.8%	7.9%	-3.6%	14.1%
yoy	-2.8	3.6	0.7	-1.1	7.3	-9.0	0.3
归属母公司股东的净利润	-2044	238	3676	-3640	1714	-3217	3599
yoy	22.1%	-121.5%	-11.3%	127.6%	-183.9%	-1450.1%	-2.1%

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	379,170	393,459	408,577	
(百万)	调整后	379,170	393,459	408,577	
	(+/-%)	0.0	0.0	0.0	
客座率	调整前	81.8	82.1	82.4	票价上涨对于需求影响低于预期, 上调客座率
(%)	调整后	82.8	83.1	83.4	预测
	(+/-pp)	1.0	1.0	1.0	
客公里收入	调整前	0.57	0.56	0.56	当前公司顺价能力较强, 调高 26 年公司客收水
(元/客公里)	调整后	0.58	0.55	0.56	平
	(+/-%)	2.6	(0.4)	(0.4)	
主营收入	调整前	194,327	198,629	208,934	
(人民币 百万)	调整后	201,076	199,945	210,393	
	(+/-%)	3.5	0.7	0.7	
燃油成本	调整前	72,647	59,296	57,909	
(人民币 百万)	调整后	72,647	59,296	57,909	
	(+/-%)	0.0	0.0	0.0	
汇兑收益	调整前	891	0	0	
(人民币 百万)	调整后	891	0	0	
	(+/-%)	0.0	n.a.	n.a.	
归母净利润	调整前	(2,626)	5,558	9,515	
(人民币 百万)	调整后	2,143	6,980	11,389	
	(+/-%)	(181.6)	25.6	19.7	

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)			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
行业指标 (行业供给 ASK 增速)	Industry ASK yoy	%	17.2%	6.1%	4.3%	4.5%	4.1%
运营数据概览(Operational results summary)							
产量(ASK)	ASK	mn	356104	367637	379170	393459	408577
销量(RPK)	RPK	mn	284350	300971	313950	326874	340658
YOY	yoy	%	32.8%	5.8%	4.3%	4.1%	4.2%
产销率(客座率)	PLF	%	79.9%	81.9%	82.8%	83.1%	83.4%
单位价格	ASP	Rmb	0.53	0.51	0.58	0.55	0.56
单位成本	COGS	Rmb	0.48	0.48	0.54	0.50	0.49
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb bn	4,272	3,387	6,823	13,417	19,409
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	33,375	34,105	36,150	44,448	51,602
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	2,820	3,426	3,224	3,228	3,110
净利润	Net Profit	Rmb bn	(233)	(1,788)	2,143	6,980	11,389
EPS	EPS	Rmb/sh	-0.01	-0.11	0.13	0.42	0.68
BVPS	BVPS	Rmb/sh	2.42	2.85	2.55	2.68	3.10
应收账款周转天数	A/R days	days	6.2	7.5	7.6	8.8	11.3
应付账款周转天数	A/P days	days	41.2	44.0	45.3	44.5	46.3
存货周转天数	Inv days	days	8.5	9.1	10.1	10.2	11.4
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	35,418	34,546	42,045	25,226	35,376
资本支出	Capex	Rmb mn	(22,769)	(20,104)	(17,561)	(10,251)	(15,695)
自由现金流	FCF	Rmb bn	12,649	14,441	24,484	14,975	19,682
净负债	Net debt	Rmb bn	218,632	213,513	210,960	201,189	200,323
净负债率	Net Gearing	%	473%	412%	401%	386%	309%

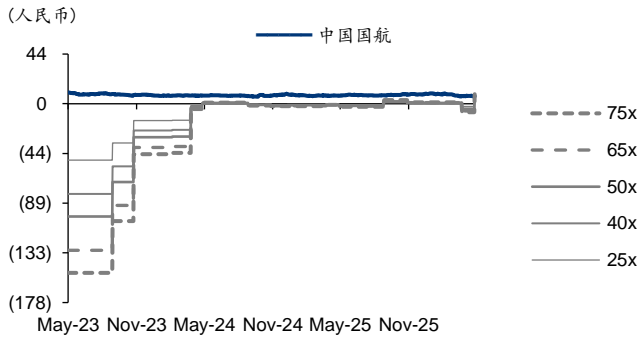
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：季度实际和预测比较

运营数据概览(Operational results summary)			2025Q4	2026Q1	YoY	2026Q1 E	A vs E
产量(ASK)	ASK	mn	91825	95172	7.6%	95172	0.0%
销量(RPK)	RPK	mn	76784	80716	13.7%	80716	0.0%
产销率(客座率)	PLF	%	83.6%	84.8%	4.6%	84.8%	0.0%
单位价格	ASP	Rmb	0.48	0.50	3.0%	0.52	-4.9%
单位成本	COGS	Rmb	0.46	0.43	-4.2%	0.44	-2.2%
财报数据总结(financial results summary)							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	41658	44536	11.3%	43625	2.1%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	41991	41034	3.1%	39893	2.9%
毛利率	Gross margin	%	-0.8%	7.9%	7.3%	8.6%	-0.7%
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	3517	3040			
研发费用	R&D	Rmb mn	158	96	12.6%		
财务费用	Finance costs	Rmb mn	1083	912	-32.6%		
营业利润	Operating profit	Rmb mn	-3272	1768	n.a.		
税前利润	PBT	Rmb mn	-2952	1897	n.a.		
所得税	Tax	Rmb mn	1930	104	26.6%		
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-1242	79	n.a.		
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	-3640	1714	n.a.	1058	62.0%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	-489	-332	n.a.		
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	-4129	1382	n.a.		
EPS	EPS	Rmb/sh	-0.21	0.10	n.a.	0.06	62.0%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	-0.24	0.08			
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh	0	0			

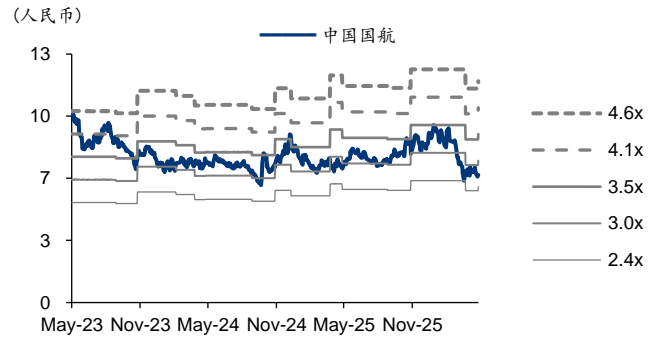
资料来源：公司公告，华泰研究预测

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	40,687	34,803	47,361	51,232	53,848
现金	22,468	15,859	23,918	27,865	29,660
应收账款	3,670	3,480	6,198	6,168	6,487
其他应收账款	4,761	4,276	4,132	4,112	4,325
预付账款	462.25	590.83	1,564	1,564	1,564
存货	4,225	4,810	5,622	5,595	5,884
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	307,526	307,903	307,670
长期投资	16,917	18,293	21,647	24,850	27,909
固定投资	109,655	112,844	111,945	111,888	111,178
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	167,740	164,969	162,389
资产总计	345,769	343,047	354,887	359,135	361,518
流动负债	137,610	117,292	130,162	125,753	128,708
短期借款	16,876	6,561	9,384	10,384	10,384
应付账款	19,539	20,857	24,793	20,561	21,625
其他流动负债	101,195	89,874	95,985	94,808	96,699
非流动负债	167,214	186,524	183,191	184,130	170,903
长期借款	77,837	60,858	54,876	53,725	46,574
其他非流动负债	89,377	125,666	128,315	130,404	124,328
负债合计	304,824	303,816	313,352	309,883	299,610
少数股东权益	(4,202)	(3,320)	(3,160)	(2,423)	(1,156)
股本	17,448	17,448	17,448	17,448	17,448
资本公积	46,151	46,114	46,114	46,114	46,114
留存公积	(19,180)	(20,922)	(18,619)	(10,902)	1,754
归属母公司股东权益	45,147	42,552	44,695	51,675	63,064
负债和股东权益	345,769	343,047	354,887	359,135	361,518

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	25,226	35,376	46,723
净利润	(2,450)	(3,525)	2,303	7,718	12,656
折旧摊销	29,103	30,718	29,327	31,031	32,193
财务费用	6,767	4,854	3,936	4,203	3,572
投资损失	(2,897)	(3,487)	(3,292)	(3,303)	(3,192)
营运资金变动	4,289	11,490	(5,963)	(4,332)	2,133
其他经营现金	(266.01)	1,996	(1,086)	59.75	(638.21)
投资活动现金	(17,863)	(15,082)	(24,231)	(28,165)	(28,130)
资本支出	(20,104)	(17,561)	(10,251)	(15,695)	(16,421)
长期投资	(921.20)	(584.88)	(3,354)	(3,204)	(3,058)
其他投资现金	3,163	3,064	(10,626)	(9,267)	(8,651)
筹资活动现金	(10,558)	(33,651)	7,064	(3,264)	(16,799)
短期借款	(4,487)	(10,315)	2,823	1,000	0.00
长期借款	(2,941)	(16,979)	(5,982)	(1,151)	(7,151)
普通股增加	1,248	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,563	(37.07)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,941)	(6,320)	10,223	(3,113)	(9,648)
现金净增加额	6,023	(6,744)	8,058	3,948	1,795

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	166,699	171,485	201,076	199,945	210,393
营业成本	158,189	162,647	187,148	178,942	182,620
营业税金及附加	374.48	416.74	488.65	485.90	511.29
营业费用	6,937	7,189	8,429	7,998	8,416
管理费用	5,485	5,560	6,519	6,483	6,821
财务费用	6,767	4,854	3,936	4,203	3,572
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	3,292	3,303	3,192
营业利润	(3,432)	(2,048)	1,545	8,978	15,601
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)	1,996	9,214	15,838
所得税	844.89	1,928	(307.03)	1,497	3,182
净利润	(2,450)	(3,525)	2,303	7,718	12,656
少数股东损益	(2,213)	(1,754)	159.67	737.13	1,267
归属母公司净利润	(237.31)	(1,770)	2,143	6,980	11,389
EBITDA	33,375	34,105	36,150	44,448	51,602
EPS (人民币, 基本)	(0.01)	(0.11)	0.13	0.42	0.68

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	17.26	(0.56)	5.23
营业利润	(3.24)	40.33	175.43	481.22	73.78
归属母公司净利润	77.32	(646.04)	221.06	225.70	63.15
获利能力 (%)					
毛利率	5.10	5.15	6.93	10.50	13.20
净利率	(1.47)	(2.06)	1.15	3.86	6.02
ROE	(5.98)	(8.98)	5.54	15.67	20.44
ROIC	2.86	3.31	3.54	4.88	6.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	88.16	88.56	88.30	86.29	82.88
净负债比率 (%)	412.49	401.01	385.86	309.13	221.67
流动比率	0.30	0.30	0.36	0.41	0.42
速动比率	0.23	0.20	0.26	0.30	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.58	0.56	0.58
应收账款周转率	48.65	47.96	41.55	32.34	33.25
应付账款周转率	8.30	8.05	8.20	7.89	8.66
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.01)	(0.11)	0.13	0.42	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	2.52	1.51	2.12	2.80
每股净资产(最新摊薄)	2.71	2.55	2.68	3.10	3.78
估值比率					
PE (倍)	(472.74)	(63.37)	52.34	16.07	9.85
PB (倍)	2.48	2.64	2.51	2.17	1.78
EV EBITDA (倍)	8.15	7.65	7.31	5.78	4.71

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。
- 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

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2026年华泰证券股份有限公司