



## 把握修复行情

每周债券策略聚焦 | 2026.2.8

中信证券研究部

核心观点



明明

中信证券首席经济学家

S1010517100001



丘远航

固定收益分析师

S1010521090001



赵诣

固定收益分析师

S1010524090005

**进入 2 月，债市行情有所升温，一方面是因为权益、商品等赚钱效应减弱，另一方面则受益于总量宽松预期升温。两大积极因素或仍延续，建议把握债市修复行情。**

**2026 年 2 月 2 日至 2026 年 2 月 6 日，债市情绪转暖。**根据中债估值，10 年期国债收益率从上周的 1.8112% 变动至 1.8102%；10 年期国开债收益率从上周的 1.9865% 变动至 1.9645%。**周一，权益、商品齐跌，但债市表现一般。**当日，权益、商品市场均出现下跌，但债市未能呈现跷跷板效应，现券收益率涨跌互现，整体变化不大。**周二，权益反弹，债市温和修复。**当日 A 股反弹，债市方面，也继续与股市表现脱敏，当日国债现券收益率普遍下行，幅度基本在 1bp 以内，呈现温和修复状态。当日晚间，央行公布 1 月国债净买入规模为 1000 亿元。**周三，股市继续反弹，央行买债增加未能提振债市。**当日 A 股一度下探，但随即展开反弹，市场风险偏好有所回升。前一日央行宣布 1 月购债规模提升至 1000 亿元，但对于债市情绪未起到提振作用，当日现券收益率变动幅度极小。**周四，央行重启 14 天逆回购，收益率普遍下行。**当日，央行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 3000 亿元 14 天期逆回购操作，债市对此反应积极，收益率普遍下行。**周五，收益率继续下探，长端表现更佳。**当日，央行继续开展 14 天期逆回购操作，债市继续修复，长端表现更佳，10 年国债收益率回落至 1.8%，超长债收益率下行幅度更大。

**信用方面，收益率窄幅波动。**本周信用债收益率窄幅波动，幅度在 2bps 以内，信用利差有所上行，变动幅度在 5bps 以内。**品种选择上，二级债利差变化不大，城投债利差有所分化。**本周二级债利差变化不大，3 年期 AAA-国开利差上行 0.6bps，5 年期 AAA-国开利差上行 1.9bps，当前分别为 24bps 和 35bps，分别处于 14% 和 20% 的历史分位数。城投债利差有所分化，高等级长久期利差有所上行。

**2 月第一周，债市行情有所升温，背后反映两大积极因素，建议把握修复行情。**

**第一，权益、商品等赚钱效应减弱。**回顾 1 月，权益市场、商品市场表现都非常亮眼，万得全 A 指数和南华商品指数分别上涨 5.8% 和 8.6%，呈现明显的赚钱效应，实际上，1 月中债-总财富指数表现尚可，年化收益率为 4.3%，好于此前月度，但关注度不及股票商品，对增量资金的吸引力较弱。进入 2 月之后，权益、商品等波动加剧，赚钱效应开始减弱，截至 2 月 6 日，万得全 A 指数和南华商品指数分别下跌 1.5% 和 4.5%，中债-总财富指数则继续保持正收益，债市配置价值得到更多关注。

**第二，央行言行释放暖意，总量宽松预期升温。**分析判断货币当局思路，既要听其言，更要观其行。1 月，中国人民银行副行长邹澜、中国人民银行行长潘功胜先后表示“今年降准降息还有一定的空间”，行动层面，1 月 19 日再贷款、再贴现降息 25bps，其余结构性工具利率同步调降，1 月央行净买入国债 1000 亿元，较此前月度实现翻倍，2 月 5 日、6 日，央行连续两日进行 14 天期逆回购操作，金额总计 6000 亿元。历史上看，结构性降息和总量降息或存在时滞，但方向一致，本次 1 年再贷款利率下调至 1.25% 后，将是 2024 年 7 月以来首次低于 7 天逆回购利率，我们认为本轮结构性降息领先于总量降息，随着一季度定存大量到期后，银行息差压力缓释，OMO 利率调降窗口也将打开。

**风险因素：**货币政策、财政政策超预期；央行公开市场操作投放超预期；信用违约事件频发；经济增长、通胀等数据超预期；海外风险事件超预期等。

## 目录

本周（2026 年 2 月 2 日至 2 月 6 日，下同）债市复盘 .....	3
下周债市展望 .....	6
风险因素 .....	8

## 插图目录

图 1：本周利率债收益率变化：国债（%，bps） .....	3
图 2：本周利率债收益率变化：国开债（%，bps） .....	3
图 3：10 年期国债期限利差本周变化（%，bps） .....	3
图 4：10 年期国债期限利差历史走势（bps） .....	3
图 5：本周中债 10Y 国债与国开债收益率变动以及重要事件梳理（bps） .....	4
图 6：AAA-二级债国开利差走势（bps） .....	6
图 7：城投债国开利差及分位数 .....	6
图 8：股债商月度收益率对比（%） .....	7
图 9：几类政策利率走势（%） .....	7
图 10：银行间质押式回购成交量（左轴）与 R001 占比（百万元，%） .....	8
图 11：交易所回购成交量（左轴）与 GC001 占比（百万手，%） .....	8
图 12：重要利差：国债、地方政府债与资金利率（%） .....	8
图 13：期限利差：10 年期与 1 年期国债期限利差（%） .....	8

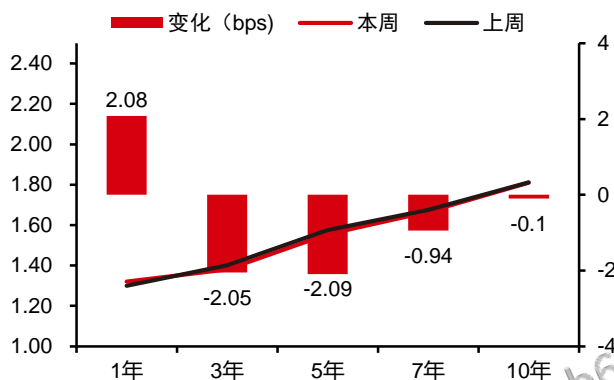
## 表格目录

表 1：信用债收益率变动情况 .....	4
表 2：信用利差（国开债）变动情况 .....	5
表 3：期限利差变动情况 .....	5
表 4：下周债市重要信息梳理 .....	7

2026 年 2 月 2 日至 2026 年 2 月 6 日，债市情绪转暖。根据中债估值，10 年期国债收益率从上周的 1.8112% 变动至 1.8102%；10 年期国开债收益率从上周的 1.9865% 变动至 1.9645%。

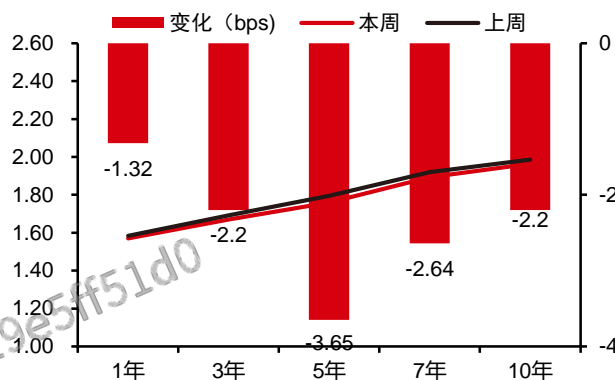
## ■ 本周（2026 年 2 月 2 日至 2 月 6 日，下同）债市复盘

图 1：本周利率债收益率变化：国债（%，bps）



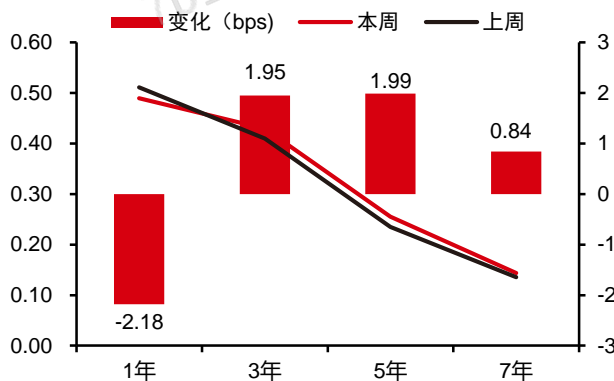
资料来源：Wind，中信证券研究部（本周和上周为左轴，变化为右轴）

图 2：本周利率债收益率变化：国开债（%，bps）



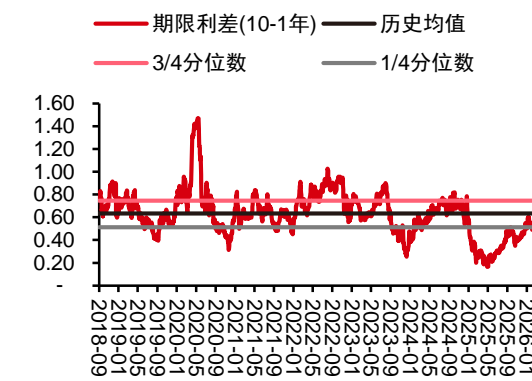
资料来源：Wind，中信证券研究部（本周和上周为左轴，变化为右轴）

图 3：10 年期国债期限利差本周变化（%，bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部（本周和上周为左轴，变化为右轴）

图 4：10 年期国债期限利差历史走势（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**周一，权益、商品齐跌，但债市表现一般。**当日，权益、商品市场均出现下跌，但债市未能呈现跷跷板效应，现券收益率涨跌互现，整体变化不大。

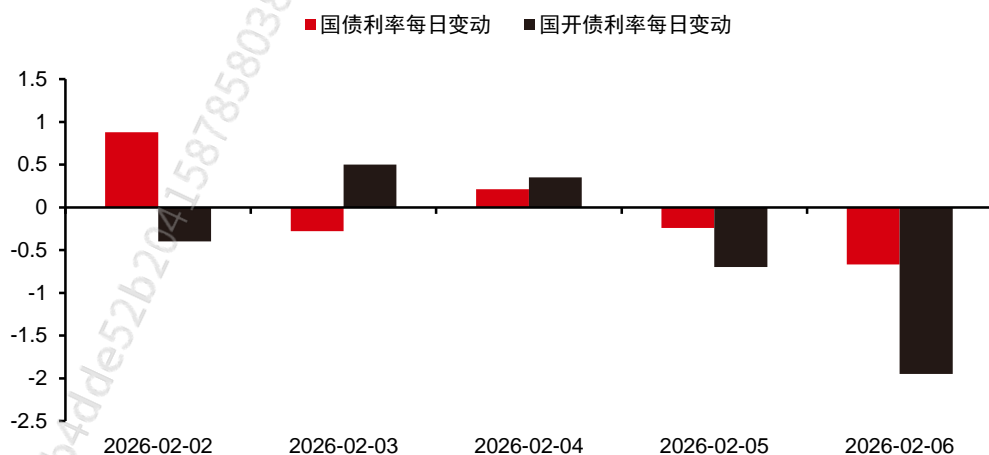
**周二，权益反弹，债市温和修复。**当日 A 股反弹，债市方面，也继续与股市表现脱敏，当日国债现券收益率普遍下行，幅度基本在 1bp 以内，呈现温和修复状态。当日晚间，央行公布 1 月国债净买入规模为 1000 亿元。

**周三，股市继续反弹，央行买债增加未能提振债市。**当日 A 股一度下探，但随即展开反弹，市场风险偏好有所回升。前一日央行宣布 1 月购债规模提升至 1000 亿元，但对于债市情绪未起到提振作用，当日现券收益率变动幅度极小。

**周四，央行重启 14 天逆回购，收益率普遍下行。**当日，央行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 3000 亿元 14 天期逆回购操作，债市对此反应积极，收益率普遍下行。

**周五，收益率继续下探，长端表现更佳。**当日，央行继续开展 14 天期逆回购操作，债市继续修复，长端表现更佳，10 年国债收益率回落至 1.8%，超长债收益率下行幅度更大。

图 5：本周中债 10Y 国债与国开债收益率变动以及重要事件梳理（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**信用方面，收益率窄幅波动。**本周信用债收益率窄幅波动，幅度在 2bps 以内，信用利差有所上行，变动幅度在 5bps 以内。

表 1：信用债收益率变动情况

YTM	短融				中票 3Y				中票 5Y			
(%)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2026/2/6	1.69	1.74	1.78	2.09	1.84	1.89	2.02	2.52	1.97	2.07	2.33	2.96
2026/1/30	1.68	1.73	1.78	2.10	1.85	1.91	2.04	2.53	1.97	2.08	2.32	2.95
2026/1/4	1.69	1.75	1.78	2.10	1.89	1.99	2.15	2.66	2.00	2.16	2.33	2.96
周度变化 (bps)	1	1	0	-1	-1	-2	-2	-1	0	-1	1	1
较年初 (2026/1/4) 变化 (bps)	0.0	-1.0	0.0	-1.0	-5.8	-10.8	-13.8	-14.8	-2.5	-8.5	0.5	0.5
最小值	1.49	1.70	1.74	2.09	1.67	1.83	1.98	2.51	1.79	1.97	2.19	2.92
1/4 位置	2.63	2.80	2.94	4.51	2.98	3.19	3.53	5.28	3.33	3.59	4.14	5.84
1/2 位置	3.19	3.40	3.59	5.24	3.66	3.93	4.19	5.96	3.99	4.37	4.81	6.42
3/4 位置	4.35	4.62	4.77	5.69	4.55	4.91	5.21	6.39	4.77	5.19	5.60	6.83
最大值	6.33	6.79	7.09	7.70	6.30	6.81	7.27	7.93	6.36	6.91	7.48	8.23
分位数水平	3%	1%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	3%	2%	4%	1%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据取自 2009 年 1 月 1 日以来数据，分位数计算采取 2009 年 1 月 1 日以来区间，没有剔除异常值

表 2：信用利差（国开债）变动情况

信用利差	短融				中票 3Y				中票 5Y			
(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2026/2/6	12	17	21	52	17	22	35	85	21	31	57	120
2026/1/30	10	15	20	52	15	21	34	83	17	28	52	115
2026/1/4	14	20	23	55	20	30	46	97	19	35	52	115
周度变化 (bps)	2	2	1	0	1	0	0	1	4	3	5	5
较年初 (2026/1/4) 变化 (bps)	-2	-3	-2	-3	-4	-9	-12	-13	2	-4	5	5
最小值	4	12	14	42	12	20	27	82	13	24	29	111
1/4 位置	35	51	65	141	34	54	85	190	41	67	109	211
1/2 位置	48	73	96	211	46	74	112	258	50	86	135	278
3/4 位置	64	93	121	289	63	98	136	306	71	113	160	339
最大值	178	258	296	409	169	258	296	410	165	242	299	409
分位数水平	2%	1%	1%	1%	2%	0%	2%	0%	3%	2%	5%	1%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据取自 2009 年 1 月 1 日以来数据，分位数计算采取 2009 年 1 月 1 日以来区间，没有剔除异常值

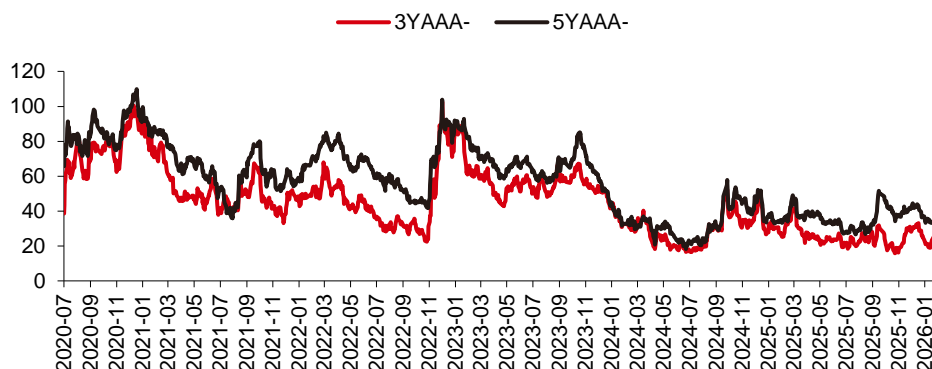
表 3：期限利差变动情况

期限利差	中票 3Y-1Y				中票 5Y-3Y				中票 5Y-1Y			
(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2026/2/6	15	15	24	43	14	19	32	45	28	33	55	87
2026/1/30	16	17	25	42	12	17	28	42	29	35	54	85
2026/1/4	20	24	37	56	10	16	17	29	31	41	55	86
周度变化 (bps)	-2	-3	-2	0	1	1	3	2	0	-1	2	3
较年初 (2026/1/4) 变化 (bps)	-6	-10	-14	-14	3	2	14	15	-3	-8	0	1
最小值	-54	-52	-32	-23	-7	-4	0	4	-45	-38	-14	-7
1/4 位置	17	20	27	46	14	17	25	33	32	38	50	85
1/2 位置	34	39	54	64	24	32	40	43	60	73	100	111
3/4 位置	51	57	71	84	34	41	55	61	82	95	122	141
最大值	158	187	216	206	92	114	100	102	222	248	277	271
分位数水平	20%	17%	21%	21%	24%	27%	38%	52%	21%	21%	30%	28%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据取自 2009 年 1 月 1 日以来数据，分位数计算采取 2009 年 1 月 1 日以来区间，没有剔除异常值

品种选择上，二级债利差变化不大，城投债利差有所分化。本周二级债利差变化不大，3 年期 AAA-国开利差上行 0.6bps，5 年期 AAA-国开利差上行 1.9bps，当前分别为 24bps 和 35bps，分别处于 14%和 20%的历史分位数。城投债利差有所分化，高等级长久期利差有所上行。

图 6：AAA-二级债国开利差走势（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：城投债国开利差及分位数

2026-02-06		AAA	AA+	AA	AA (2)	AA-
国开利差 (bps)	1Y	13	17	20	23	27
	3Y	19	22	27	39	59
	5Y	21	28	43	67	105
周度变化 (bps)	1Y	2	2	1	0	0
	3Y	3	2	1	2	-1
	5Y	4	4	-1	2	-1
当前分位数	1Y	2%	2%	1%	1%	1%
	3Y	3%	1%	0%	2%	1%
	5Y	2%	2%	3%	5%	3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

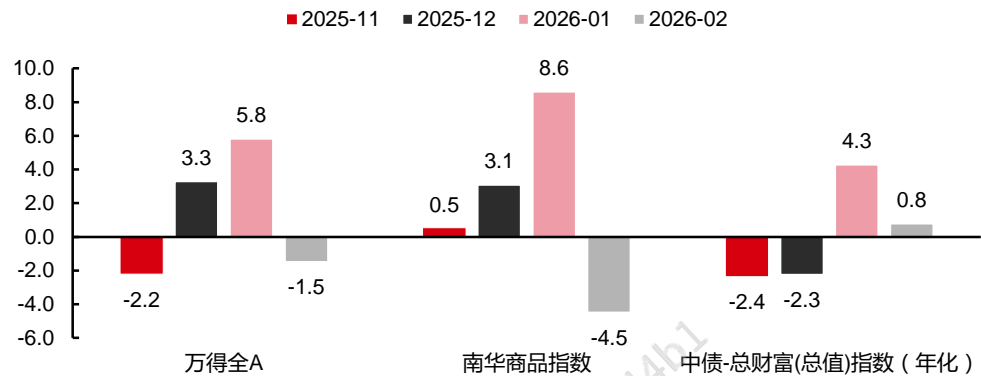
## ■ 下周债市展望

**2月第一周，债市行情有所升温，背后反映两大积极因素，建议把握修复行情。**

**第一，权益、商品等赚钱效应减弱。**回顾 1 月，权益市场、商品市场表现都非常亮眼，万得全 A 指数和南华商品指数分别上涨 5.8%和 8.6%，呈现明显的赚钱效应，实际上，1 月中债-总财富指数表现尚可，年化收益率为 4.3%，好于此前月度，但关注度不及股票商品，对增量资金的吸引力较弱。进入 2 月之后，权益、商品等波动加剧，赚钱效应开始减弱，截至 2 月 6 日，万得全 A 指数和南华商品指数分别下跌 1.5%和 4.5%，中债-总财富指数则继续保持正收益，债市配置价值得到更多关注。



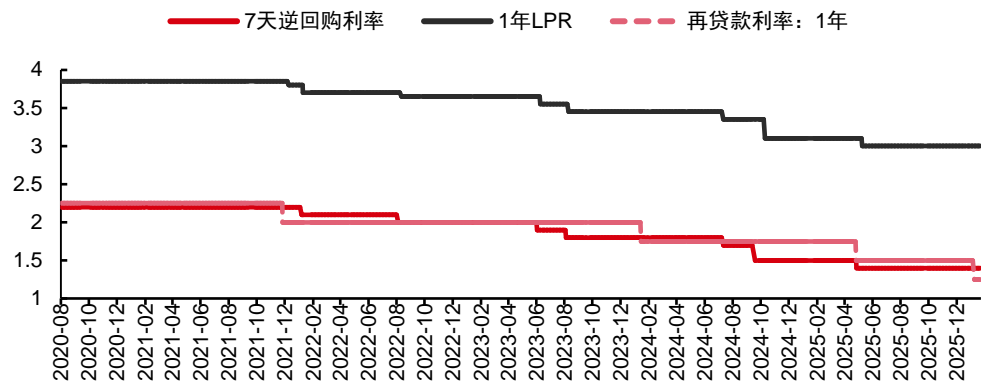
图 8：股债商月度收益率对比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2026 年 2 月数据截至 2 月 6 日

**第二，央行言行释放暖意，总量宽松预期升温。**分析判断货币当局的思路，既要听其言，更要观其行。1 月，中国人民银行副行长邹澜、中国人民银行行长潘功胜先后表示“今年降准降息还有一定的空间”，行动层面，1 月 19 日再贷款、再贴现降息 25bps，其余结构性工具利率同步调降，1 月央行净买入国债 1000 亿元，较此前月度实现翻倍，2 月 5 日、6 日，央行连续两日进行 14 天期逆回购操作，金额总计 6000 亿元。历史上看，结构性降息和总量降息或存在时滞，但方向一致，本次 1 年再贷款利率下调至 1.25%后，将是 2024 年 7 月以来首次低于 7 天逆回购利率，我们认为本轮结构性降息领先于总量降息，随着一季度定存大量到期后，银行息差压力缓释，OMO 利率调降窗口也将打开。

图 9：几类政策利率走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

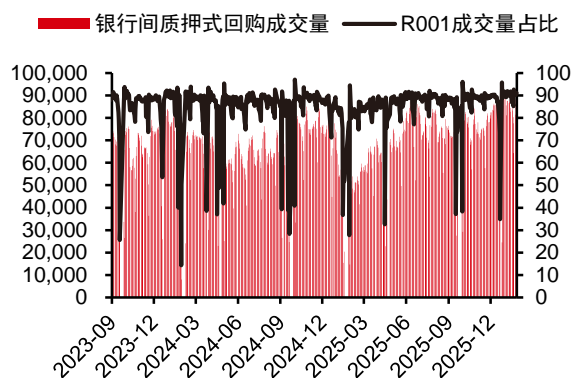
表 4：下周债市重要信息梳理

	2月9日	2月10日	2月11日	2月12日	2月13日
	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
资金到期情况	☆逆回购到期 750 亿元	☆逆回购到期 1055 亿元	☆逆回购到期 750 亿元	☆逆回购到期 1185 亿元	☆逆回购到期 315 亿元 ☆买断式逆回购到期 5000 亿元
国债发行情况		国债计划发行 1300 亿元			

	2月9日	2月10日	2月11日	2月12日	2月13日
	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
地方债发行情况	地方债计划发行 2258 亿元	地方债计划发行 913 亿元	地方债计划发行 50 亿元		
国内重要事件	12 月经济数据		1 月通胀数据 1 月金融数据		
国际重要事件			美国 1 月失业率		美国 1 月 CPI

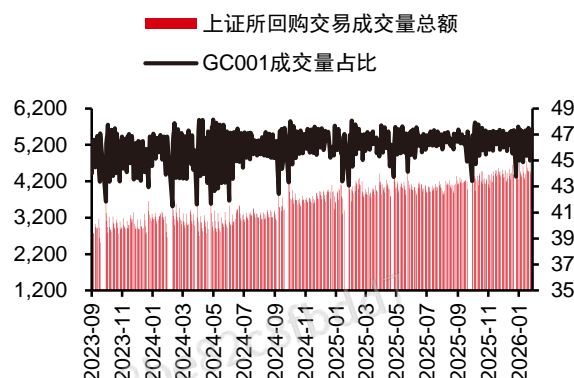
资料来源：Wind（含规划），中信证券研究部 注：数据截至 2026 年 2 月 6 日

图 10：银行间质押式回购成交量（左轴）与 R001 占比（百万元，%）



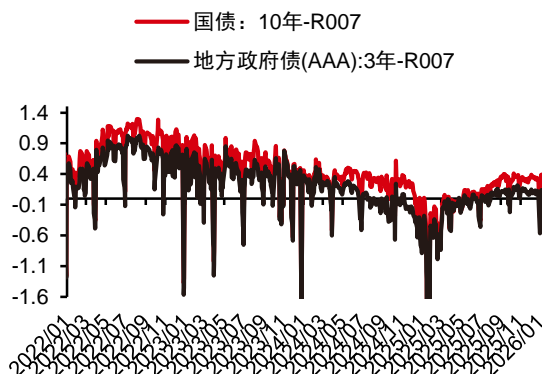
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：交易所回购成交量（左轴）与 GC001 占比（百万手，%）



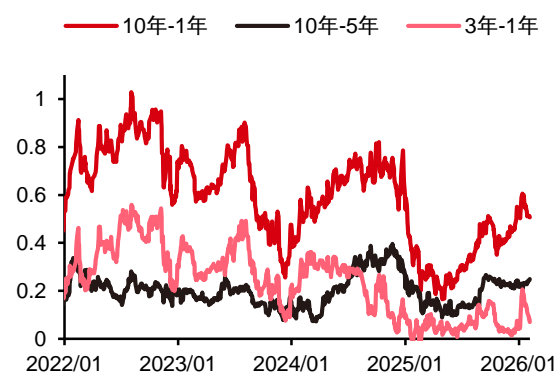
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：重要利差：国债、地方政府债与资金利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：期限利差：10 年期与 1 年期国债期限利差（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 风险因素

货币政策、财政政策超预期；央行公开市场操作投放超预期；信用违约事件频发；经济增长、通胀等数据超预期；海外风险事件超预期等。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI(P) 018/11/2024。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

**马来西亚：**本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**韩国：**本研究报告仅为提供信息之用；不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。