



中信证券
CITIC SECURITIES

一季度业绩大幅增长，低成本扩张筑牢成长基石

中国心连心化肥（01866.HK）2026年一季报点评

王喆

能源与材料产业首席分析师

S1010513110001

中信证券研究部

2026.5.20

2026Q1 公司归母净利润同比大增 52%至 3.00 亿元，量价齐升带动盈利显著改善，尿素一季度毛利同比+97%。公司化工品受地缘政治冲突催化短期价格弹性突出，同时 26Q1 三聚氰胺、聚甲醛等毛利率大幅提升。短期重点关注尿素出口政策变化，长期公司凭借低成本优势持续扩张，预计尿素产能将在 2027 年中达到 800 万吨/年。我们看好公司化肥基本盘与化工品弹性共振，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 15.16/18.43/21.90 亿元，给予公司 2026 年 11xPE，上调公司 2026 年目标价至 14 港元，维持“买入”评级。

■ 26Q1 归母同比+52%，归属于母公司的持股比例提升至 83.32%。据公司公告，2025 年公司实现营业收入 253.5 亿元，同比+9.6%；2025 年公司通过收购少数股东股权，将归属于母公司持股比例提升 2.59pcts 至 82.77%（26Q1 进一步提升至 83.32%），扣非归母净利润同比+1%（扣除 2024 年出售天欣煤矿股权），归母净利润为 9.32 亿元，同比-36.1%。公司末期股息拟派发每股人民币 0.32 元，同比+23%，分红率达到 44%，体现出管理层对股东回报的重视及对未来发展的信心。据公司公告，公司 26Q1 实现营收 68.22 亿元，同比+16.7%，毛利率 18.74%，同比+4.47pcts，归母净利润 3.00 亿元，同比+51.7%，量价齐升带动盈利改善。

■ 一季度尿素毛利同比+97%，新增产能料将持续贡献业绩增量。据公司公告，2025 年公司抓住出口窗口期，出口占比同比提升 6pcts，全年实现尿素销量 391.3 万吨，同比+3%。受产品售价下滑 10%影响，尿素业务实现收入 68.3 亿元，同比-6%，毛利率同比下降 4pcts 至 21%。2026 年一季度公司尿素销量达到 11.1 万吨，同比+21%，毛利率同比提升 9pcts 至 27%，尿素毛利同比+97%。据公司公告预期，2026 年国内尿素市场呈现“供应宽松、需求稳定、出口调控”的发展趋势，公司预计国家有望继续放宽出口政策，不排除提升出口规模。据公司官网，公司后续 300 万吨/年尿素产能将在今明两年陆续投产，有望凭借低成本优势，持续贡献利润增量。

■ 复合肥营销转型提升销量卓有成效，原料价格高位利润率短期承压。据公司公告，公司依托小微基地全国布局的优势，2025 年复合肥销量同比大幅增长 19%至 272.6 万吨，实现收入 69.2 亿元，同比+15%；受钾肥、磷肥等原料价格上涨及售价下滑双重影响，毛利率同比下降 3pcts 至 12%。据公司公告，26Q1 公司实现复合肥销量 64.9 万吨，同比+8%，但受到原材料价格上涨影响，毛利率下降 2pcts 至 12%。我们预计公司将通过提升高附加值复合肥占比提升板块盈利能力，加强销售网络覆盖面积和营销战略转型提升市占率。

■ 化工品短期价格弹性显著，2026 年业绩增量明确。2025 年，公司化工板块合计营收 73.3 亿元，同比+25%，毛利 10.8 亿元，同比+38%。公司 26Q1，三聚氰胺深耕海外市场，出口量同比+109%，销量同比+17%，毛利率提升 27pcts 至 49%；聚甲醛受到反倾销政策影响，高端进口收缩 23%，公司通过工艺改造提升优等品产量 22%，26Q1 销量提升 139%至 2.01 万吨，毛利率提升 8pcts 至 23%。2026 年 3 月，受美伊冲突影响，甲醇、DMF、三聚氰胺产品 3 月底价格较 2 月底上涨 900、1700、4400 元/吨，短期内化工品产品价格弹性显著，我们预计公司 2026 年将受益于化工产品涨价和成本管控能力提升，化工板块业绩将呈现明显增长。

■ 远期产能规划稳步推进，低成本优势有望强化。据公司公告，公司持续推进“以肥为基、高质量发展”战略，重点布局九江二期、新乡化工新材料及准东新基地等项目。其中，九江二期已顺利投运，显著降低江西基地尿素成本约 80 元；

中国心连心
化肥

01866.HK

| | |
|------------|--------------|
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 11.01 港元 |
| 目标价 | 14.00 港元 |
| 总股本 | 1,283 百万股 |
| 港股流通股本 | 1,283 百万股 |
| 总市值 | 141 亿港元 |
| 近三月日均成交额 | 64 百万港元 |
| 52 周最高/最低价 | 12.73/4.4 港元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | -2.91% |
| 近 6 月绝对涨幅 | 49.59% |
| 近 12 月绝对涨幅 | 159.96% |

新乡基地 57 万吨合成氨项目已进入试生产阶段，成本预计较现有产线再降约 8%；准东一期项目预计于 2026 年底投运，将依托当地低价原料资源进一步巩固成本优势。低成本和高市占率，为中长期盈利能力提供有力支撑。

■ **风险因素：**固定床尿素产能出清速度不及预期；原材料价格大幅波动；高效肥推广进度不及预期；下游需求不及预期；公司在建工程进度不及预期；安全生产风险；行业竞争进一步加剧风险。

■ **盈利预测、估值与评级：**我们坚定看好公司立足于尿素和复合肥基本盘，进行低成本产能的持续扩张，提升化肥市占率和差异化产品销售占比，未来公司有望实现营收和归母净利润的稳定增长。考虑到复合肥等原材料成本价格位于高位，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测至 15.16/18.43 亿元（原预测为 18.56/26.17 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 21.90 亿元，对应 2026-2028 年 EPS 预测为 1.28/2.56/1.86 港元。据 Wind 一致性预测，可比公司中化化肥、中海石油化学、华鲁恒升（考虑 AH 股折价，参考与公司同属周期性行业的中国石化、紫金矿业、鞍钢股份过去 2 年的平均折价率为 39%）现价对应 2026 年估值分别为 7x、8x、11xPE，平均 2025 年 PE 为 9x，考虑到公司在行业当中成本优势处于领先地位，具有规模优势，给予一定的估值溢价，给予公司 2026 年 11xPE，上调公司 2026 年目标价至 14 港元（原为 8 港元），维持“买入”评级。

| 项目/年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 23,128 | 25,352 | 30,334 | 34,684 | 38,265 |
| 营业收入(百万港元) | 25,243 | 27,411 | 32,971 | 37,700 | 41,592 |
| 营业收入增长率 YoY | -1.5% | 9.6% | 19.6% | 14.3% | 10.3% |
| 净利润(百万元) | 1,459 | 932 | 1,516 | 1,843 | 2,190 |
| 净利润(百万港元) | 1,593 | 1,008 | 1,647 | 2,004 | 2,381 |
| 净利润增长率 YoY | 23.0% | -36.1% | 62.6% | 21.6% | 18.8% |
| 核心净利润(百万元) | 1,459 | 932 | 1,516 | 1,843 | 2,190 |
| 核心净利润(百万港元) | 1,593 | 1,008 | 1,647 | 2,004 | 2,381 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 1.14 | 0.73 | 1.18 | 1.44 | 1.71 |
| 每股收益 EPS(基本)(港元) | 1.24 | 0.79 | 1.28 | 1.56 | 1.86 |
| 每股净资产 (港元) | 7.62 | 8.21 | 9.26 | 10.30 | 11.53 |
| 核心净利润每股收益 EPS(基本)(元) | 1.14 | 0.73 | 1.18 | 1.44 | 1.71 |
| 每股净资产 (元) | 6.98 | 7.59 | 8.51 | 9.48 | 10.61 |
| 核心净利润每股收益 EPS(基本)(港元) | 1.24 | 0.79 | 1.28 | 1.56 | 1.86 |
| 毛利率 | 17.0% | 15.0% | 15.8% | 16.2% | 16.7% |
| 净利率 | 6.3% | 3.7% | 5.0% | 5.3% | 5.7% |
| 核心净利润率 | 6.3% | 3.7% | 5.0% | 5.3% | 5.7% |
| 净资产收益率 ROE | 16.3% | 9.6% | 13.9% | 15.2% | 16.1% |
| PE | 8.9 | 13.9 | 8.6 | 7.1 | 5.9 |
| PE* | 8.9 | 13.9 | 8.6 | 7.1 | 5.9 |
| PB | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| PS | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 7.8 | 5.9 | 5.3 | 4.9 |

资料来源：中信证券财经数据库系统，中信证券研究部预测
 盘价，PE*由核心净利润计算得到

注：股价为 2026 年 5 月 20 日收

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 23,128 | 25,352 | 30,334 | 34,684 | 38,265 |
| 营业成本 | (19,197) | (21,544) | (25,551) | (29,061) | (31,891) |
| 毛利 | 3,931 | 3,808 | 4,783 | 5,622 | 6,374 |
| 销售费用 | (708) | (744) | (849) | (971) | (1,071) |
| 管理费用 | (1,324) | (1,363) | (1,608) | (1,838) | (2,028) |
| 营业利润 | 4,921 | 4,167 | 5,615 | 6,481 | 7,261 |
| 融资收入净额 | (495) | (480) | (526) | (549) | (524) |
| 投资收益 | 2 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 利润总额 | 2,376 | 1,583 | 2,219 | 2,699 | 3,207 |
| 所得税费用 | (363) | (280) | (393) | (478) | (568) |
| 税后利润 | 2,014 | 1,303 | 1,826 | 2,221 | 2,639 |
| 少数股东损益 | 554 | 371 | 310 | 378 | 449 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 1,459 | 932 | 1,516 | 1,843 | 2,190 |
| 核心净利润 | 1,459 | 932 | 1,516 | 1,843 | 2,190 |
| EBITDA | 4,492 | 3,904 | 5,180 | 5,783 | 6,209 |

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 887 | 1,199 | 1,719 | 1,895 | 2,597 |
| 存货 | 1,710 | 1,958 | 2,123 | 2,557 | 2,602 |
| 应收及预付款 | 3,004 | 3,254 | 3,893 | 4,470 | 4,918 |
| 其他流动资产 | 699 | 401 | 449 | 497 | 546 |
| 流动资产 | 6,301 | 6,813 | 8,184 | 9,419 | 10,663 |
| 非流动资产: | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 22,981 | 29,067 | 31,687 | 33,008 | 32,236 |
| 无形资产 | 91 | 117 | 119 | 121 | 123 |
| 其他长期资产 | 3,145 | 2,763 | 2,794 | 2,868 | 2,918 |
| 非流动资产 | 26,218 | 31,948 | 34,600 | 35,997 | 35,278 |
| 资产总计 | 32,518 | 38,760 | 42,784 | 45,416 | 45,941 |
| 短期借款 | 5,267 | 3,301 | 4,550 | 5,203 | 5,740 |
| 应付款及应计费用 | 2,388 | 3,176 | 3,800 | 4,345 | 4,794 |
| 其他流动负债 | 3,713 | 4,491 | 4,414 | 4,199 | 4,001 |
| 流动负债 | 11,368 | 10,968 | 12,765 | 13,746 | 14,535 |
| 长期借款 | 7,716 | 13,095 | 13,395 | 13,195 | 11,195 |
| 其他长期负债 | 912 | 1,501 | 1,936 | 2,171 | 2,006 |
| 非流动性负债 | 8,628 | 14,596 | 15,331 | 15,366 | 13,201 |
| 负债合计 | 19,996 | 25,564 | 28,096 | 29,112 | 27,736 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 8,961 | 9,745 | 10,927 | 12,164 | 13,617 |
| 少数股东权益 | 3,561 | 3,452 | 3,762 | 4,140 | 4,588 |
| 股东权益合计 | 12,522 | 13,196 | 14,689 | 16,303 | 18,205 |
| 负债股东权益总计 | 32,518 | 38,760 | 42,784 | 45,416 | 45,941 |
| 负债所有者权益和夹层权益总计 | 32,518 | 38,760 | 42,784 | 45,416 | 45,941 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 增长率 | | | | | |
| 营业收入(%) | -1.5% | 9.6% | 19.6% | 14.3% | 10.3% |
| 营业利润(%) | 10.7% | -15.3% | 34.8% | 15.4% | 12.0% |
| 核心净利润(%) | 23.0% | -36.1% | 62.6% | 21.6% | 18.8% |
| 归母净利润(%) | 23.0% | -36.1% | 62.6% | 21.6% | 18.8% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率(%) | 17.0% | 15.0% | 15.8% | 16.2% | 16.7% |
| EBIT Margin(%) | 12.4% | 8.1% | 9.0% | 9.4% | 9.8% |
| EBITDA Margin(%) | 19.4% | 15.4% | 17.1% | 16.7% | 16.2% |
| 净利率(%) | 6.3% | 3.7% | 5.0% | 5.3% | 5.7% |
| 核心净利润率(%) | 6.3% | 3.7% | 5.0% | 5.3% | 5.7% |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率(%) | 16.3% | 9.6% | 13.9% | 15.2% | 16.1% |
| 总资产收益率(%) | 4.5% | 2.4% | 3.5% | 4.1% | 4.8% |
| 其他 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 61.5% | 66.0% | 65.7% | 64.1% | 60.4% |
| 所得税率(%) | 15.3% | 17.7% | 17.7% | 17.7% | 17.7% |
| 股利支付率(%) | 21.1% | 35.8% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 3.1% | 2.9% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| 管理费用率(%) | 5.7% | 5.4% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| 财务费用率(%) | 2.1% | 1.9% | 1.7% | 1.6% | 1.4% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 税后利润 | 2,014 | 1,303 | 1,826 | 2,221 | 2,639 |
| 折旧和摊销 | 1,621 | 1,841 | 2,435 | 2,535 | 2,478 |
| 营运资金的变化 | -108 | -489 | -277 | -701 | -262 |
| 其他经营现金流 | -176 | 722 | 524 | 547 | 521 |
| 经营现金流合计 | 3,350 | 3,377 | 4,508 | 4,602 | 5,377 |
| 资本支出 | -4,854 | -5,978 | -5,017 | -3,817 | -1,667 |
| 其他投资现金流 | 563 | 563 | -66 | -111 | -89 |
| 投资现金流合计 | -4,291 | -5,415 | -5,083 | -3,928 | -1,756 |
| 权益变动 | 98 | -0 | - | - | - |
| 负债变动 | 10,795 | 13,388 | 1,554 | 458 | -1,458 |
| 股息支出 | -291 | -320 | -334 | -606 | -737 |
| 其他融资现金流 | -9,937 | -10,717 | -126 | -349 | -724 |
| 融资现金流合计 | 666 | 2,350 | 1,094 | -498 | -2,919 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -275 | 312 | 519 | 176 | 702 |
| 期初现金及现金等价物 | 1,163 | 887 | 1,199 | 1,719 | 1,895 |
| 期末现金及现金等价物 | 887 | 1,199 | 1,719 | 1,895 | 2,597 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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。