

长安汽车

车市竞争较大，下调至卖出

出口业务或难以弥补国内利润下滑压力

长安汽车股价自2024年以来持续下跌，我们认为主要由于长安汽车新能源汽车盈利贡献晚于预期。深蓝、启源定位大众市场，车市竞争激烈，扭亏晚于预期。阿维塔定位中高端，但竞争亦激烈，持续亏损。出口领域，公司在积极拓展出口业务，2026年销量目标隐含近20%销量增长，但出口业务对利润的贡献仍在30%以内。考虑到出口业务增长较快，但短期难以弥补国内利润下滑风险，我们下调公司2026-28年盈利约20%，隐含公司利润年增长5-7%的预期。我们的预期比市场一致预期低22-37%，市场或对于长安国内燃油车的盈利贡献，和新能源品牌的扭亏过于乐观。下调评级至卖出。

我们下调2026-28年盈利约16-21%

我们下调公司2026-28年盈利约16-21%至43/46/48亿元，隐含公司利润年增长5-7%的预期，以反映国内车市竞争激烈，自主品牌深蓝、长安启源扭亏时间晚于预期，我们大幅降低了2026-28年深蓝品牌的盈利预期至0-10亿元，合资品牌如福特与林肯面临关税增加，销量与利润均较低迷，我们对合资品牌2026-28年盈利预期亦大幅下修84-85%至1.31-1.41亿元。出口是新的增长点，但我们预期出口的利润贡献仍低。

近期投资者反馈

基于我们与客户的交流，近期投资者对长安汽车总体兴趣不高。中国国内新能源业务竞争激烈，旗下新能源汽车品牌扭亏时间晚于预期；与此同时，出口业务增长较快，但2025年出口业务毛利贡献占比25%。而且，2025年出口利润率大幅下降，考虑前期出口费用较高。总体而言，我们认为长安汽车缺乏明显催化剂。

估值: 评级由中性下调至卖出

考虑车市竞争加剧，我们下调公司目标价，从13.0下调至7.7元，我们的目标价基于分部估值法：其中传统业务基于9倍2027年预期市盈率（此前为15倍2025年预期市盈率），我们下调倍数由于海外新能源渗透率加速，新倍数与国内可比公司接近；深蓝基于0.8倍2027年预期市销率（此前基于1倍2025年预期市销率），与国内主流新能源车企接近；阿维塔基于1.5倍2027年预期市销率（此前基于1.5倍2025年预期市销率），与国内高端新能源车企接近。评级由中性下调至卖出。我们的目标价隐含18/17倍2026/27年预期市盈率。

股票

中国

汽车制造业

12个月评级 **卖出**
之前：中性

12个月目标价 **Rmb7.70**
之前：Rmb13.00

股价 (2026年5月28日) **Rmb7.88**

RIC: 000625.SZ BBG: 000625 CS

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb13.37-7.88
市值	Rmb78.1b/US\$11.5b
已发行股本	9,914m (ORDA)
流通股比例	73%
日均成交量(千股)	69,725
日均成交额(百万)	Rmb672.7
普通股股东权益(12/26E)	Rmb85.3b
市净率(12/26E)	0.9x
净债务/息税折旧摊销前利润(12/26E)	NM

每股收益 (UBS 稀释后) (Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/26E	0.55	0.43	-21	0.51
12/27E	0.56	0.46	-18	0.63
12/28E	0.58	0.49	-16	0.61

沈微

分析师

S1460518060001

wei.shen@ubs.com

+86-21-3866 8897

邹年轶

研究助理

S1460525090001

james.zou@ubs.com

+86-213-866 8286

重要数据(Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	151,298	159,733	164,000	188,722	204,726	221,317	230,810	240,977
息税前利润(UBS)	4,433	853	35	2,440	3,164	3,918	4,115	4,331
净利润 (UBS)	11,327	7,321	4,075	4,284	4,586	4,830	5,100	5,380
每股收益(UBS 稀释后) (Rmb)	1.14	0.74	0.41	0.43	0.46	0.49	0.51	0.54
每股股息净值 (Rmb)	0.34	0.30	0.17	0.17	0.19	0.20	0.21	0.22
净(债务)/现金	(1,182)	(1,205)	(2,211)	9,423	11,379	14,065	18,489	23,184
盈利能力和估值	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
息税前利润率 %	2.9	0.5	0.0	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8
ROIC (EBIT) %	7.9	1.4	0.1	4.0	5.3	6.4	6.6	7.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心) x	12.9	18.9	17.1	6.4	5.5	4.6	4.0	3.3
市盈率 (UBS, 稀释后) x	12.2	19.4	30.7	18.2	17.0	16.2	15.3	14.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.6	(3.4)	(2.9)	9.1	9.1	10.2	9.8	10.4
净股息收益率 %	2.5	2.1	1.3	2.2	2.4	2.5	2.6	2.8

来源：公司报告、LSEG Eikon、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2026年5月28日的股价(Rmb 7.88)得出。

瑞银证券 研究 主题页我们的观点与本文内容概览

关键问题

问：电动车渗透率加速，公司燃油车利润率是否会面临挑战？

是的，我们认为不可避免。2026年4月，中国乘用车行业新能源渗透率已达60%，下半年是新能源销售旺季，渗透率或进一步提升，这也意味着燃油车的市场份额越来越小，但燃油车产能出清仍需等待，价格竞争或持续。截至2026年1季度，燃油车目前仍占长安汽车销售的70%，利润占比超过100%，燃油车销量和利润下滑风险较大。

瑞银证券观点

长安汽车股价自2024年以来持续下跌，我们认为主要由于长安汽车新能源汽车盈利贡献晚于预期。深蓝、启源定位大众市场，车市竞争激烈，扭亏晚于预期。阿维塔定位中高端，但竞争亦激烈，持续亏损。出口领域，公司在积极拓展出口业务，2026年销量目标隐含近20%销量增长，但出口业务对利润的贡献仍在30%以内。考虑到出口业务增长较快，但短期难以弥补国内利润下滑风险，我们下调公司2026-28年盈利约20%，隐含公司利润年增长5-7%的预期。我们的预期比市场一致预期低22-37%，市场或对于长安国内燃油车的盈利贡献，和新能源品牌的扭亏过于乐观。下调评级至卖出。

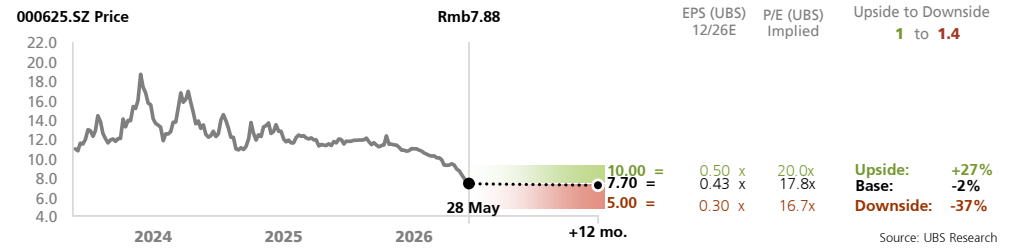
论据

- 1) 2026年4月，在高油价背景下，中国新能源乘用车渗透率超过60%，单看出口市场，渗透率亦超过50%，与此同时，4月燃油车销量同比下跌37%，环比下降33%。
- 2) 2026年1季度，长安汽车的电动化渗透率约30%，渗透率低于平均。而且，长安汽车的新能源业务仍处于亏损，意味着燃油车贡献了100%以上的利润。

什么已反映在股价中？

长安股价自2023年11月以来持续下降，反映的是新能源渗透率提升背景下，燃油车占比高的企业面临市场份额下降，而新能源汽车业务尚未扭亏为盈。2026年，新能源汽车渗透率仍在加速，而且各项成本在上升，车市竞争激励，我们认为长安汽车的利润改善幅度不大。我们的盈利预期比市场一致预期低22-37%。目前股价隐含2026年预期市盈率18倍，对于未来增长能见度不高的公司而言，我们认为目前估值仍较高。

乐观/悲观情景分析



价值影响因素 (2026E)	自主品牌销量 (万台)	深蓝销量 (万台)	阿维塔销量 (万台)	净利润 (亿元)
乐观情景10.00元	300	50	20	50
基准情景7.70元	250	40	15	43
悲观情景5.00元	230	35	12	30

来源: 瑞银证券估算

公司背景

公司的主要业务涵盖整车研发、制造和销售以及发动机的研发、生产 ...

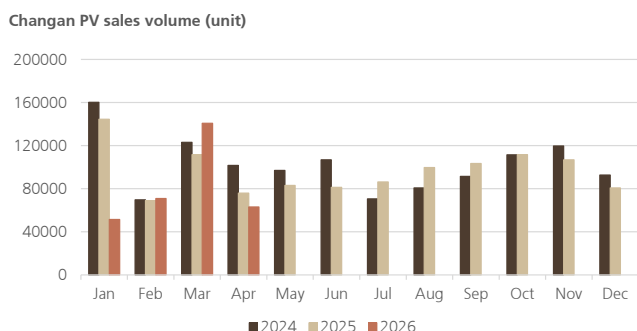
关键问题

问：电动车渗透率加速，公司燃油车利润率是否会面临挑战？

瑞银证券观点

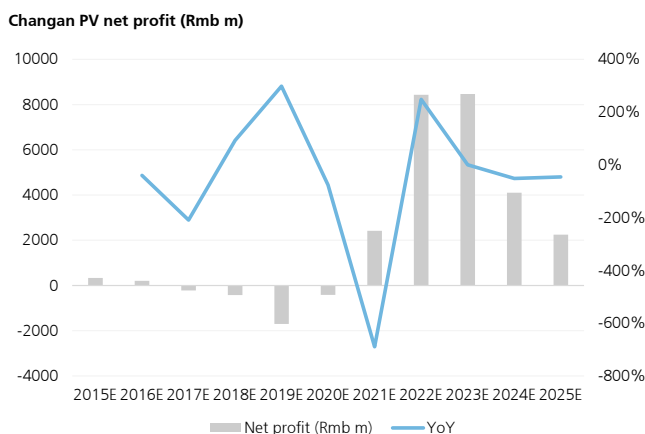
是的，我们认为不可避免。2026年4月，中国乘用车行业新能源渗透率已达60%，下半年是新能源销售旺季，渗透率或进一步提升，这也意味着燃油车的市场份额越来越小，但燃油车产能出清仍需等待，价格竞争或持续。截至2026年1季度，燃油车目前仍占长安汽车销售的70%，利润占比超过100%，燃油车销量和利润下滑风险较大。

图表1: 长安自主品牌2026年至今销量总体下滑，意味着出口和新能源增长并未弥补国内燃油车下滑



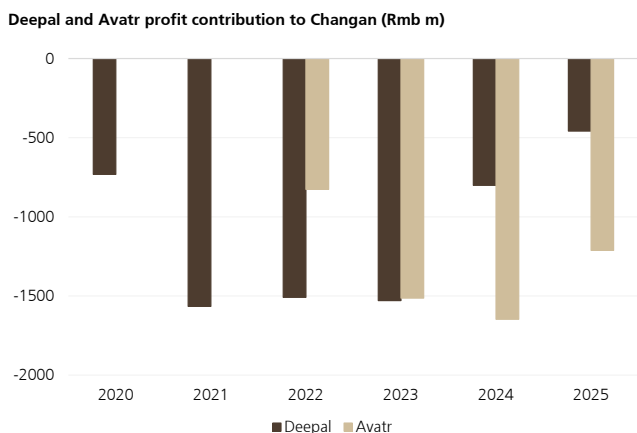
来源: 中汽协, 注: 含长安引力和长安启源

图表2: 我们估算，长安自主品牌盈利2024-25年大幅收缩，主要受国内燃油车市场加速下滑影响



来源: 公司数据, 瑞银证券估算, 注: 含长安引力和长安启源

图表3: 由于竞争激烈，公司新能源品牌，深蓝和阿维塔仍在投入期



来源: 公司数据

什么已反映在股价中？

(mn Rmb)	UBS-S estimates	Wind consensus	diff. %
2026E			
Revenue	188,722	186,683	1.1%
Net profit	4,284	5,509	-22.2%
EPS (Rmb)	0.43	0.56	
2027E			
Revenue	204,726	204,053	0.3%
Net profit	4,586	7,019	-34.7%
EPS (Rmb)	0.46	0.71	
2028E			
Revenue	221,317	214,096	3.4%
Net profit	4,830	7,672	-37.0%
EPS (Rmb)	0.49	0.77	

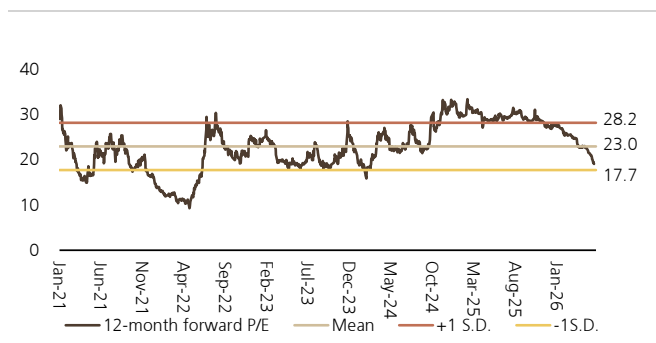
来源: Wind, 瑞银证券估算

与一致预期相比：我们对公司2026-28年盈利预期低于一致预期22-37%，主要由于我们对长安燃油车在海外市场的盈利和国内新能源扭亏预期更低，且卖方一致预期的调整存在一定程度滞后。考虑到海外电动车渗透率加速，长安盈利能力或不及预期。

与历史估值相比：公司未来12个月市盈率水平19倍，低于过去5年平均水平，考虑到公司处在盈利阶段性下行期，我们认为当前估值或尚未完全反映公司经营层面的压力。

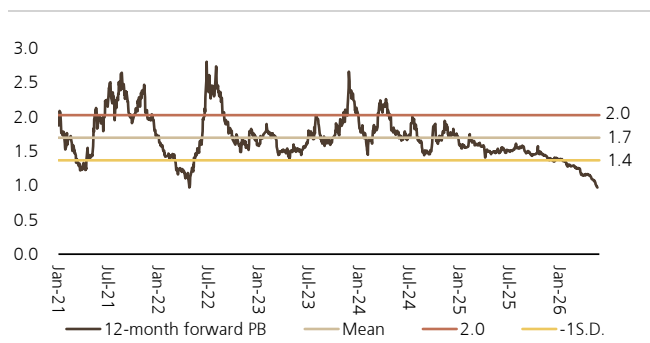
与行业估值相比：长安的2026年预期市盈率18倍，高于行业龙头比亚迪的17倍，考虑到长安的燃油车占比较高，我们认为有所高估。

图表5: 未来12个月市盈率区间



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表6: 未来12个月市净率区间



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表7: 行业估值表

Company	Ticker	Share price (local currency)	Mkt cap (US\$ m)	PE (x)		PB (x)		PS (x)		EPS growth (%)		ROE (%)	
				2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
A-share passenger vehicle company													
SAIC*	600104.SH	12.04	19,772	14.9	12.5	0.5	0.4	0.2	0.2	-7.2	18.5	3.1	3.6
Changan*	000625.SZ	7.88	11,159	18.2	17.0	0.9	0.9	0.4	0.4	5.1	7.0	5.3	5.3
GAC-A*	601238.SH	6.07	8,842	-18.8	-58.9	0.6	0.6	0.5	0.4	-62.5	-68.1	-3.2	-1.0
GWM-A*	601633.SH	16.87	20,624	11.9	10.5	1.5	1.4	0.5	0.5	22.9	13.9	13.1	13.7
JAC*	600418.SH	38.00	12,237	276.2	17.1	6.3	4.7	1.0	0.7	n.a.	1,513.4	2.7	31.4
BYD*	002594.SZ	95.88	124,880	17.3	13.1	3.1	2.6	0.8	0.7	43.0	31.9	18.9	21.7
SERES*	601127.SH	82.98	20,650	20.7	17.4	3.1	2.8	0.7	0.7	17.0	19.0	16.0	17.0
Average				16.6	14.1	2.3	1.9	0.5	0.4	0.3	0.6	8.9	10.0
H-share passenger vehicle													
GAC-H	2238.HK	2.54	3,700	-6.8	-21.5	0.2	0.2	0.2	0.2	-62.5	-68.1	-3.2	-1.0
Geely	0175.HK	18.87	29,241	10.5	9.3	1.8	1.6	0.5	0.5	-6.7	13.5	17.9	18.2
Brilliance China	1114.HK	2.64	1,903	4.1	4.5	0.5	0.5	10.7	10.2	43.6	-9.1	13.1	11.4
BAIC	1958.HK	1.22	1,397	-6.1	-4.8	0.2	0.2	0.1	0.1	-1,242.2	27.7	-2.4	-3.2
Xiaomi	1810.HK	28.56	105,425	26.4	19.6	2.4	2.2	1.6	1.3	-36.0	34.6	9.3	11.9
BYD-H	1211.HK	90.30	117,612	17.8	12.9	2.5	2.2	0.8	0.7	23.2	38.1	15.2	18.1
Average				14.7	11.6	1.3	1.1	0.6	0.5			8.3	9.2

来源: Wind, 瑞银证券估算 | 注: *为瑞银证券估算, 其他基于Wind一致预期, 价格截至2026年5月28日

盈利预测调整与估值

由于国内新能源市场竞争加剧, 出口盈利可见度较低, 我们大幅降低了2026-28年深蓝品牌的盈利预期至0-10亿元, 同时由于国内燃油车需求加速下滑, 我们降低了2026-28年长安汽车自主品牌的盈利预期8-12%至28-32亿元, 由于合资品牌出口受阻, 我们对合资品牌2026-28年盈利预期亦大幅下修84-85%至1.31-1.41亿元。综合来看, 我们下调了长安汽车2026-28年盈利预期16-21%至43-48亿元。

图表8: 长安汽车盈利预期调整

(Rmb m)	2026E			2027E			2028E		
	New	Old	Diff	New	Old	Diff	New	Old	Diff
Domestic brand	3,226	3,687	-12%	3,033	3,346	-9%	2,782	3,039	-8%
Deepal	-	500	-100%	500	1,000	-50%	1,000	1,500	-33%
Avatr	(615)	(615)	0%	(615)	(615)	0%	(615)	(615)	0%
Changan Ford& Mazda	141	884	-84%	136	865	-84%	131	846	-85%
One off & subsidies	1,532	1,000	53%	1,532	1,000	53%	1,532	1,000	53%
Net profit in total	4,284	5,456	-21%	4,586	5,595	-18%	4,830	5,770	-16%

来源: 瑞银证券估算

考虑车市竞争加剧, 我们下调公司目标价, 从13.0下调至7.7元, 我们的目标价基于分部估值法: 其中传统业务基于9倍2027年预期市盈率(此前为15倍2025年预期市盈率), 倍数下调由于海外新能源渗透率加速, 新倍数与国内可比公司接近; 深蓝基于0.8倍2027年预期市销率(此前基于1倍2025年预期市销率), 与国内主流新能源车企接近; 阿维塔基于1.5倍2027年预期市销率(此前基于1.5倍2025年预期市销率), 与国内高端新能源车企接近。评级由中性下调至卖出。我们的目标价隐含长安交易在18/17倍2026/27年预期市盈率。



图表9: 分部估值表

SOTP Valuation cross check			
Traditional Business	New	Old	Diff
2027E NP (Rmb bn) - recurring	3	6	-40%
2027E PE (x)	9	15	-38%
Valuation (Rmb bn)	31	80	-61%
Valuation per share (Rmb/share)	3.2	8.0	-61%
EV business - Deepal			
2027E Revenue (Rmb bn)	62	55	13%
2027E P/S (x)	0.8	1.0	-17%
Stake	51%	51%	0%
Valuation (Rmb bn)	26	28	-6%
Valuation per share (Rmb/share)	2.6	2.8	-6%
EV business - Avatr			
2027E Revenue (Rmb bn)	30	35	-13%
2027E P/S (x)	1.5	1.5	0%
Stake	41%	41%	0%
Valuation (Rmb bn)	18	21	-13%
Valuation per share (Rmb/share)	1.9	2.1	-13%
SOTP valuation (Rmb/share)	7.7	13.0	-41%
# of shares (mn)	9,914		

来源: 瑞银证券估算

长安汽车 (000625.SZ)

损益表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	151,298	159,733	164,000	188,722	15.1	204,726	8.5	221,317	230,810	240,977
毛利	27,775	23,864	25,486	30,847	21.0	33,773	9.5	36,785	38,162	39,636
息税折旧摊销前利润(UBS)	9,658	6,557	6,201	7,413	19.6	8,337	12.5	9,291	9,688	10,103
折旧和摊销	(5,224)	(5,704)	(6,166)	(4,973)	19.3	(5,173)	-4.0	(5,373)	(5,572)	(5,772)
息税前利润(UBS)	4,433	853	35	2,440	NM	3,164	29.7	3,918	4,115	4,331
联营及投资收益	3,050	188	(297)	38	-	25	-33.2	13	0	(13)
其他非营业利润	2,208	4,782	1,717	1,680	-2.1	1,680	0.0	1,680	1,680	1,680
净利息	897	934	2,402	868	-63.9	1,147	32.2	1,268	1,407	1,540
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	10,589	6,758	3,857	5,026	30.3	6,016	19.7	6,879	7,202	7,538
税率	(1,087)	(653)	(690)	(698)	-1.2	(899)	-28.7	(1,030)	(1,080)	(1,133)
税后利润	9,502	6,104	3,167	4,328	36.6	5,118	18.3	5,849	6,122	6,405
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	1,826	1,217	908	(43)	-	(532)	NM	(1,019)	(1,022)	(1,025)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	11,327	7,321	4,075	4,284	5.1	4,586	7.0	4,830	5,100	5,380
净利润 (UBS)	11,327	7,321	4,075	4,284	5.1	4,586	7.0	4,830	5,100	5,380
税率 (%)	10.3	9.7	17.9	13.9	-22.3	14.9	7.5	15.0	15.0	15.0
每股 (Rmb)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
每股收益(UBS 稀释后)	1.14	0.74	0.41	0.43	5.1	0.46	7.0	0.49	0.51	0.54
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.14	0.74	0.41	0.43	5.1	0.46	7.0	0.49	0.51	0.54
每股收益 (UBS, 基本)	1.14	0.74	0.41	0.43	5.1	0.46	7.0	0.49	0.51	0.54
每股股息净值 (Rmb)	0.34	0.30	0.17	0.17	5.1	0.19	7.0	0.20	0.21	0.22
每股现金收益(UBS,稀释后) ¹	1.67	1.31	1.03	0.93	-9.6	0.98	5.4	1.03	1.08	1.12
每股账面价值	7.24	7.72	7.80	8.60	10.2	8.89	3.4	9.19	9.51	9.84
平均股数(稀释后)	9,922	9,922	9,922	9,922	0.0	9,922	0.0	9,922	9,922	9,922
资产负债表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
现金和现金等价物	64,871	64,182	54,022	65,655	21.5	72,193	10.0	79,628	86,769	94,375
其他流动资产	66,064	72,187	74,532	83,314	11.8	88,984	6.8	94,854	98,135	101,658
流动资产总额	130,935	136,369	128,553	148,969	15.9	161,176	8.2	174,482	184,905	196,033
有形固定资产净值	21,915	23,376	23,083	24,222	4.9	25,255	4.3	26,184	27,008	27,728
无形固定资产净值	19,098	20,313	22,432	20,303	-9.5	18,078	-11.0	15,758	13,343	10,832
投资/其他资产	18,223	28,111	28,893	28,893	0.0	28,893	0.0	28,893	28,893	28,893
总资产	190,171	208,168	202,961	222,387	9.6	233,403	5.0	245,318	254,149	263,486
应付账款和其他短期负债	103,129	113,188	104,848	116,315	10.9	123,933	6.5	131,840	136,488	141,466
短期债务	110	169	1,211	1,211	0.0	1,211	0.0	1,211	1,211	1,211
流动负债总额	103,239	113,357	106,059	117,526	10.8	125,144	6.5	133,051	137,699	142,677
长期债务	1,072	1,036	1,000	1,000	0.0	1,000	0.0	1,000	1,000	1,000
其它长期负债	11,177	14,694	13,917	13,917	0.0	13,917	0.0	13,917	13,917	13,917
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	115,488	129,088	120,976	132,443	9.5	140,061	5.8	147,967	152,616	157,594
普通股股东权益	71,853	76,576	77,336	85,252	10.2	88,118	3.4	91,108	94,269	97,602
少数股东权益	2,830	2,504	4,649	4,692	0.9	5,223	11.3	6,243	7,265	8,290
负债和权益总计	190,171	208,168	202,961	222,387	9.6	233,403	5.0	245,318	254,149	263,486
现金流量表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
净利润(支付优先股股息前)	11,327	7,321	4,075	4,284	5.1	4,586	7.0	4,830	5,100	5,380
折旧和摊销	5,224	5,704	6,166	4,973	-19.3	5,173	4.0	5,373	5,572	5,772
营运资本变动净值	7,880	(4,442)	(7,840)	2,684	-	1,949	-27.4	2,036	1,367	1,456
其他营业性现金流	(4,570)	(3,734)	(565)	(845)	-49.6	(623)	26.3	(244)	(366)	(483)
经营性现金流	19,861	4,849	1,836	11,096	NM	11,085	-0.1	11,995	11,673	12,126
有形资本支出	(2,978)	(5,560)	(1,619)	(3,000)	-85.4	(3,000)	0.0	(3,000)	(3,000)	(3,000)
无形资本支出	(13,298)	(4,063)	(3,816)	(1,000)	73.8	(1,000)	0.0	(1,000)	(1,000)	(1,000)
净 (收购) / 处置	(1,946)	(4,345)	(589)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	12,014	9,654	(6,200)	1,044	-	1,248	19.5	1,357	1,482	1,602
投资性现金流	(6,208)	(4,313)	(12,224)	(2,956)	75.8	(2,752)	6.9	(2,643)	(2,518)	(2,398)
已付股息	(2,342)	(3,402)	(2,925)	(1,636)	44.1	(1,720)	-5.1	(1,841)	(1,939)	(2,047)
股份发行/回购	35	1,611	3,062	5,267	72.0	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	741	(107)	(767)	(138)	82.0	(76)	45.2	(76)	(76)	(76)
债务及优先股变化	(563)	506	436	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(2,128)	(1,391)	(194)	3,493	-	(1,795)	-	(1,916)	(2,014)	(2,123)
现金流量中现金的增加/(减少)	11,525	(855)	(10,582)	11,634	-	6,537	-43.8	7,435	7,141	7,605
外汇/非现金项目	(184)	166	422	0	-	0	0.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	11,341	(689)	(10,160)	11,634	-	6,537	-43.8	7,435	7,141	7,605

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。 ¹ Cash EPS (UBS, diluted) is calculated using UBS net income adding back depreciation and amortization.

长安汽车 (000625.SZ)

估值(x)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	12.2	19.4	30.7	18.2	17.0	16.2	15.3	14.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	12.2	19.4	30.7	18.2	17.0	16.2	15.3	14.5
股价/每股现金收益	8.3	10.9	12.2	8.4	8.0	7.7	7.3	7.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.6	(3.4)	(2.9)	9.1	9.1	10.2	9.8	10.4
净股息收益率 %	2.5	2.1	1.3	2.2	2.4	2.5	2.6	2.8
市净率	1.9	1.9	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
企业价值/营业收入(核心)	0.8	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心)	12.9	18.9	17.1	6.4	5.5	4.6	4.0	3.3
企业价值/息税前利润(核心)	28.1	>100	>100	19.5	14.4	11.0	9.4	7.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	11.7	27.2	24.6	6.5	5.6	4.7	4.1	3.5
企业价值/运营投入资本	2.2	2.0	1.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
企业价值 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
市值	137,742	141,791	124,830	78,123	78,123	78,123	78,123	78,123
净债务 (现金)	1,182	1,205	2,211	(9,423)	(11,379)	(14,065)	(18,489)	(23,184)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	138,923	142,996	127,041	68,700	66,744	64,058	59,634	54,939
非核心资产	(14,292)	(19,022)	(21,119)	(21,119)	(21,119)	(21,119)	(21,119)	(21,119)
核心企业价值	124,632	123,974	105,922	47,581	45,625	42,939	38,515	33,820
增长率(%)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	24.8	5.6	2.7	15.1	8.5	8.1	4.3	4.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	(9.4)	(32.1)	(5.4)	19.6	12.5	11.4	4.3	4.3
息税前利润(UBS)	(34.6)	(80.8)	(95.9)	NM	29.7	23.8	5.0	5.2
每股收益(UBS 稀释后)	45.3	(35.4)	(44.3)	5.1	7.0	5.3	5.6	5.5
每股股息净值	45.3	(14.0)	(44.1)	5.1	7.0	5.3	5.6	5.5
利润率与盈利能力(%)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
毛利率	18.4	14.9	15.5	16.3	16.5	16.6	16.5	16.4
息税折旧摊销前利润率	6.4	4.1	3.8	3.9	4.1	4.2	4.2	4.2
息税前利润率	2.9	0.5	0.0	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8
净利 (UBS) 率	7.5	4.6	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
ROIC (EBIT)	7.9	1.4	0.1	4.0	5.3	6.4	6.6	7.0
税后投资资本回报率	7.3	1.3	0.0	3.4	4.5	5.4	5.6	6.0
股东权益回报率(UBS)	16.8	9.9	5.3	5.3	5.3	5.4	5.5	5.6
资本结构与覆盖率	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.1	0.2	0.4	(1.3)	(1.4)	(1.5)	(1.9)	(2.3)
净债务/总权益 %	1.6	1.5	2.7	(10.5)	(12.2)	(14.4)	(18.2)	(21.9)
净债务/（净债务 + 总权益） %	1.6	1.5	2.6	(11.7)	(13.9)	(16.9)	(22.3)	(28.0)
净债务/企业价值 %	1.1	0.8	1.3	(5.2)	(15.6)	(19.9)	(27.3)	(37.9)
资本支出 / 折旧 %	99.5	184.0	57.7	161.1	152.6	144.9	137.9	131.6
资本支出/营业收入 %	2.0	3.5	1.0	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS)	3.3	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	30.0	40.0	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2
分部门收入 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
Auto	151,298	159,733	164,000	188,722	204,726	221,317	230,810	240,977
其他	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	151,298	159,733	164,000	188,722	204,726	221,317	230,810	240,977
分部门息税前利润 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
Auto	4,433	853	35	2,440	3,164	3,918	4,115	4,331
其他	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	4,433	853	35	2,440	3,164	3,918	4,115	4,331

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	-2.3%
预测股息收益率	2.2%
预测股票回报率	-0.1%
市场回报率假设	6.8%
预测超额回报率	-6.9%

公司背景

公司的主要业务涵盖整车研发、制造和销售以及发动机的研发、生产，并整合优势资源积极发展出行服务、新零售、金融投资等领域，进行多维度的产业布局。公司旗下拥有长安乘用车、深蓝汽车、阿维塔、长安福特等众多品牌。公司已形成轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车、客车、货车等产品谱系，覆盖传统燃油和新能源车型。

估值方法及风险声明

我们通过分部估值法推导出目标价。我们认为公司面临的下行风险：（1）中国宏观经济变化导致长安福特及自主品牌乘用车销量波动；（2）政府汽车消费政策的改变；（3）竞争对手推出新的车型使得竞争加剧，迫使长安福特和长安自主品牌加入价格战，从而拖累公司的利润率；（4）原材料（如钢材）价格大幅上涨，侵蚀公司毛利率；（5）公司外方合作伙伴的中国战略出现调整。

公司面临如下上行风险：（1）中国宏观经济超预期导致长安福特及自主品牌乘用车销量高于预期；（2）政府汽车出台消费刺激政策；（3）长安新车型销量超预期；（4）原材料（如钢材）价格下降提高公司毛利率。

<https://neo.ubs.com/quantitative>找到量化研究回顾，或联系您的瑞银销售代表获取该报告，或联系量

丰茂安斗

，美外普鼎鼎的总系雅需然然您，告鼎集合的答回音了总工鼎鼎出以登。（ubs-quant-answers@ubs.com）。

点版日本。品平以量行批答回的出益题同些某的率鼎主发素因题感个冬关育权而体代鼎鼎品汽“题回究以量”的亦发究而全鼎鼎
目个1的知又题题票跟回以中告鼎本干同不果鼎同如其，点题的素因题感些文知又以点版的票跟或排故母中品平益。题铁文才主可
可，告鼎究而的应时亦发未目益答（!!）又：告鼎究而全鼎鼎的亦发前以（!）题参普答回的而前之。果鼎回的相
查

题回究以量

要求披露

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，包括原瑞士信贷 (Credit Suisse AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为“瑞银” (UBS)。

关于UBS (瑞银) 管理利益冲突以及保持其瑞银全球研究产品独立性的方法、历史业绩表现、有关UBS (瑞银) 全球研究报告投资建议的更多披露，以及研究报告中使用的某些第三方数据的条款和条件，请访问：<https://www.ubs.com/disclosures>。除非特别指出，本报告中的信息和数据来源为公司披露，包括但不限于年报、半年报、季报和其他公司公告。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS (瑞银) 是或者可能是这份报告可能针对的债务证券 (或相关衍生产品) 的委托人。确定本建议的时间为格林尼治时间2026 年 05月 29 日 上午 09:21。瑞银已将瑞银全球研究部门某些成员指定为衍生产品研究分析师，这些成员发布的研究报告主要是对某种衍生产品的价格或市场的分析，同时提供合理充分的信息，从而形成衍生产品交易决策的基础。衍生产品研究分析师和股票研究分析师或经济学家共同撰写报告时，衍生产品研究分析师为衍生产品投资观点、预测和/或建议负责。**定量研究评论:**瑞银全球研究“定量研究评论”产品对其分析师就与一系列短期因素出现可能性相关的某些问题所做回复开展定量评估。评估所含特定股票观点仅基于这些短期因素，其时间框架与报告所列股票评级时间框架 (12个月) 不同。对于最新的回答，请参阅本报告最后的量化研究回顾附录 (如适用)。之前的回答请参阅 (i) 以前发布的瑞银全球研究报告；及 (ii) 若当月未发布相应的研究报告，可在<https://neo.ubs.com/quantitative>找到量化研究回顾，或联系您的瑞银销售代表获取该报告，或联系量化研究团队 (ubs-quant-answers@ubs.com)。我们也提供汇总了所有回答的合集报告，您依然需联系您的瑞银销售代表，以了解详情及价格，或通过上述电邮联系量化研究团队。

分析师声明:

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明: 就本报告中所提及的证券或每家发行人, (1) 本报告中所述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法, 并且以独立的方式表述 (包括与瑞银相关的部分); (2) 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银全球研究: 全球股票评级定义

12个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上。	54%	24%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	40%	21%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上。	6%	21%

资料来源: 瑞银。上述评级分布为截止至2026年03月31日。

1: 全球范围内, 12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率。在某些情况下, 此收益率可能基于应计股息。 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价) **处于观察期 (UR)**: 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应。 **股票目标价**的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)**: 投资审核磋商 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格, 该分析师可能不是UBS Securities LLC的关联人员, 并且也不受FINRA有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 沈 微, 邹 年轶.

涉及报告中提及的公司的披露

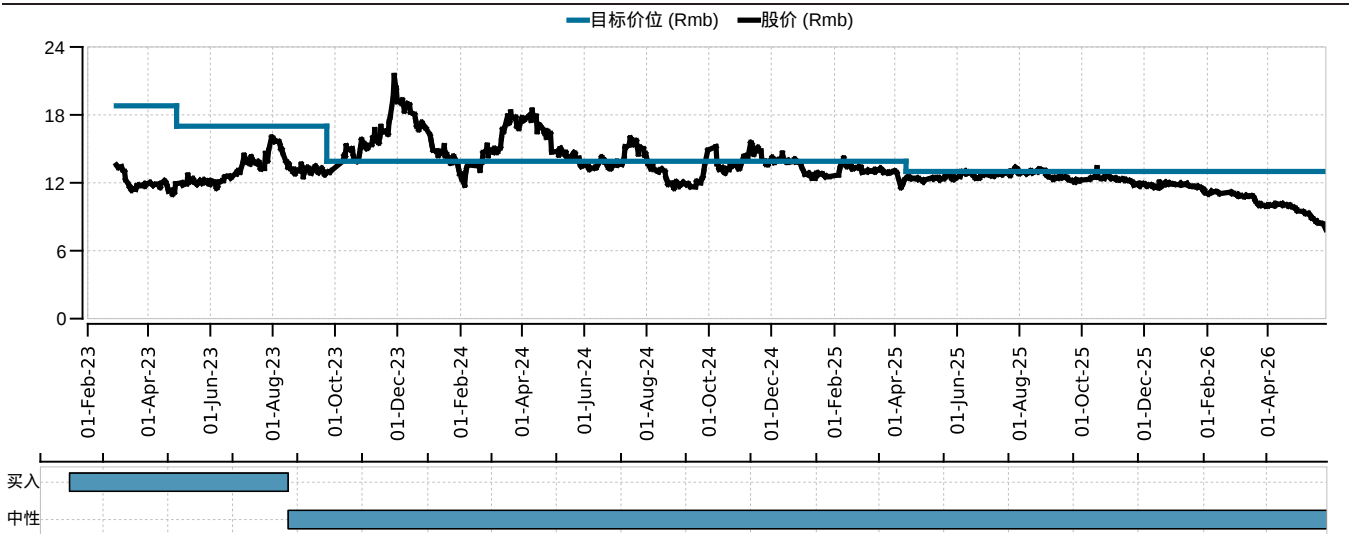
公司名称	路透	12个月评级	股价	定价日期及时间
长安汽车 ¹⁸	000625.SZ	中性	Rmb7.88	2026年5月28日

来源: 瑞银全球研究; LSEG Eikon。所有价格均为当地市场收盘价。本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

18. 市值是通过当前股价与A/H股数量之和相乘所得。

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险信息,请联系: UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, 联系人: Investment Research。

长安汽车 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2023-02-28	13.42	18.80	买入
2023-04-28	11.91	17.00	买入
2023-09-22	12.93	13.90	中性
2025-04-11	12.31	13.00	中性

来源: 瑞银全球研究; LSEG Eikon 截至 2026年5月28日。所有价格均为当地市场收盘价。评级为截至所示日期的评级。

瑞银全球研究声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,包括原瑞士信贷(Credit Suisse AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为“瑞银”(UBS)。

本文件中表达的任何意见如有更改,恕不另行通知,并且仅以发布日期为准。瑞银内部的不同领域、团体和人员可能会相互独立地制作和分销单独的研究产品。例如,UBSCIO的研报由瑞银全球财富管理制作。瑞银全球研究由瑞银投资银行部制作。每个独立研究机构的研究方法论和评级体系可能有所不同,例如,在投资建议、投资期限、模型假设和估值方法方面。因此,除了某些经济预测(UBS CIO和瑞银全球研究部可能在这方面展开合作)外,每个独立研究机构提供的投资建议、评级、目标价和估值可能有所不同或不一致。您应该参考每个相关的研究产品,以了解其研究方法论和评级体系的详细信息。并非所有客户都可以访问每个研究机构的所有产品。每个研究产品均受其制作机构的政策和程序的约束。

本文件仅提供给获得瑞银明确接收授权的接收方。如果您未获得该授权,则须立即销毁本文件。

我们通过UBS Neo,而且某些情况下还会通过UBS.com和其他系统、或者UBS Neo或UBS.com所发交流文件中专门指出且获批为瑞银全球研究报告分发方式的途径(以下统称为“系统”)向客户提供瑞银全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。

UBS Neo可提供所有瑞银全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题,请与您的客户顾问联系。瑞银全球研究报告提到“其中有UBS Evidence Lab的内容”或使用了UBS Evidence Lab提供的数据时,并且您希望访问这些数据,请联系您的瑞银销售代表。UBS Neo可提供UBS Evidence Lab数据。通过瑞银全球研究报告和UBS Evidence Lab向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银全球研究和UBS Evidence Lab的整体关系以及法律和监管方面的限制。UBS HOLT和UBS Pharma Values是瑞银全球研究的产品。HOLT Lens是一款公司业绩平台化产品,借助以客观会计为核心的框架,对公司进行比较以及估值,瑞银全球研究客户均可获得;关于更多详细信息及定价,请联系您的瑞银销售代表。其中,HOLT根据所选场景提供各类权证执行价格。若您对特定公司的权证执行价格感兴趣,请发邮件至UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, Attention: Investment Research(同样受商业考虑约束)。UBS Pharma Values是一个分析工具,涉及基于已发布药品销售预测创建多个产品的净现值计算,瑞银全球研究客户均可获得;关于更多详细信息及定价,请联系您的瑞银销售代表。对于所有其他特定免责声明,请见<https://www.ubs.com/disclosures>。

通过系统接收瑞银全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、UBS Neo平台使用协议(以下称为“Neo条款”)以及相应系统的其他任何相关使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收瑞银全球研究报告即表明客户同意在使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、Neo条款、UBS投资银行适用业务条款(<https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html>)以及瑞银使用条款/声明(<https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<https://www.ubs.com/global/en/legal/privacy/users.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收瑞银全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告提供给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。未经瑞银事先书面许可,您不得在任何人工智能系统中使用瑞银全球研究内容。

在某些情况下,您可能会以瑞银客户以外的身份收到瑞银全球研究报告,您明白并同意在这些情况下:(i)瑞银全球研究报告仅供参考之用;(ii)就接收全球研究报告之目的而言,您无意也不会因任何法律或监管目的而被视为瑞银“客户”;(iii)不应依赖瑞银全球研究报告或根据瑞银全球研究报告采取行动;以及(iv)该等内容受正文后的相关免责声明约束。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,分发、发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。

本文件为普通交流文件,具有教育性质;本文件既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。提供本文件时,瑞银及其代表均无任何责任也无任何权力以受托人等身份提供投资建议。市场有风险,投资需谨慎且自主决定。瑞银及其代表均未建议接收方或他人采取某种行动或其他任何行动。接收方应仔细阅读本文件的全文,不得仅从评级得出推论或结论。接收本文件即表明接收方了解并同意上述预期目的,而且不会预计或相信这些信息构成对接收方的投资建议或旨在实现接收方的投资目标。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。

期权、结构性衍生产品和期货(包括柜台市场衍生产品)并不适合所有投资者。这些工具的交易被认为有风险,而且可能只适于老练的投资者。买入或卖出期权前,同时为了全面了解期权相关风险,您一定会收到《标准化期权的特征和风险》(The Characteristics and Risks of Standardized Options)。您可以通过链接<https://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp>查阅该文件,或向您的销售人员索取。对这些工具相关风险的各种理论分析均已发表。可应要求提供用于支持任何主张、比较和建议的文件、统计数据或其他技术性数据。过去的表现并不一定能预示未来的结果。要进行多重期权买卖的期权策略,如息差期权和跨式期权,可能有很高的交易成本。由于税务方面的考量对许多期权交易来说都很重要,考虑从事期权交易的投资者应咨询其税务顾问,以便了解税收对拟实施的期权交易结果有何影响。

住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

瑞银指出,对于什么构成了“ESG”(环境、社会或治理)或等效标签,或信息(定义如下)需要具备哪些确切特征才能被定义为ESG或等效标签,目前尚无全球公认的框架或定义(法律、监管或其他方面),也不存在市场一致预期。围绕任何实际或潜在的ESG目标、问题或考虑因素,瑞银或第三方包含、在此提及或用于任何目的的任何信息、数据或其他内容,包括来自第三方来源的内容(“信息”),都不应被用作ESG分类、监管制度或行业倡议(“ESG制度”)的依据。这些材料中的任何内容均无意传达、暗示或表明瑞银认为或声明这些材料中提及的任何产品、服务、个人或机构符合或满足ESG制度下可能存在的任何ESG分类、标签或类似标准。瑞银未就是否遵循ESG制度进行过任何评估。提醒各方应就这些目的自行开展评估。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

做出投资或财务决定前,本文件或这些信息的所有接收方都应采取措施来了解投资的风险和回报并听取其个人财务、法律、税务和其他专业顾问考虑到接收方投资目标的所有具体情况和环境后提出的针对性建议。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对与本文件有关的任何材料中所含信息(下称“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用

和解释未经第三方核对。在任何情况下都不应将本文件及其中信息（包括任何预测、价值、指数或其他计算结果（下称“价值”））用于下列目的：

- (i) 估值或记账；
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值；
- (iii) 衡量任何金融工具的表现，包括但不限于用于追踪任何价值的回报或表现，确定证券投资的资产配置或者计算绩效费用。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的，或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。瑞银设有旨在并以其为基础来管理潜在利益冲突并控制瑞银各个部门、子公司、分支机构和关联机构之间信息流动的政策和流程，其中包括但不限于独立性政策和信息隔离墙。瑞银正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。有关瑞银全球研究部门管理冲突和保持研究产品独立性的方法、历史表现以及关于瑞银全球研究建议的某些附加披露信息，请参见<https://www.ubs.com/disclosures>。

瑞银全球研究部门仅基于瑞银全球研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究，研究部管理层同时全权决定所有研究产品的发布时机和频率。本文件所包含的分析基于各种假设。按照市场滥用行为监管规定的要求，在UBS Neo上可找到所有与已发布研究报告有关的重大信息，比如估值方法、风险声明、基本假设（包括对该等假设的敏感性分析）以及评级历史等。不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

瑞银全球研究部门在撰写本文件时可能会使用人工智能工具（“AI工具”）。尽管可能存在前述任何使用AI工具的情形，本文件已通过人工审核。

负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由瑞银全球研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银和/或其部门的整体收入有关，其中包括投行部、销售与交易业务，还可能与瑞银的整体收入有关。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国法律对此类术语的解释；如未由瑞银在英国开展此类活动，则按照瑞银决定开展此类活动的相关司法管辖区的法律对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

在过去的12个月里，瑞银可能接受或提供过《欧盟金融工具市场指令II（MiFID II）》规定的投资服务和活动或者辅助服务，而且可能支付或收到、或者承诺支付或得到承诺将收到与这些服务有关的款项。

请注意，根据瑞银全球制裁政策，瑞银进行的所有交易均符合瑞士、欧盟、联合国、英国和美国实施的制裁规定。瑞银对未来投资价值的看法基于未实施新制裁的假设。

根据修订后的美国总统第13959号行政令，美国投资者被禁止购买或出售某些被认定为与中国军队有关联的公司证券。

英国：本文件由UBS AG, London Branch提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS AG, London Branch由英国审慎监管局（PRA）授权并接受英国金融行为监管局（FCA）的监管和英国审慎监管局的有限监管。**欧洲：**除非另有具体说明，否则本文件由UBS AG 子公司UBS Europe SE向符合资格的交易对手或专业客户（具体如德国联邦金融监管局（BaFin）规则所述且按照MiFID的规定）而且仅供这些对象使用。本文件中的信息不适用于零售客户，零售客户亦不应依赖本文件中的信息。UBS Europe SE由欧洲央行（ECB）授权并受BaFin和ECB监管。**德国、卢森堡、荷兰、比利时和爱尔兰：**如果UBS Europe SE的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE编制。在所有情况下，本文件由UBS Europe SE和UBS AG, London Branch 分发。**土耳其：**由UBS AG, London Branch分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。UBS AG, London Branch未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第32号法令第15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。如果UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯：**由UBS Bank (OOO)编制和分发。“就俄罗斯法律而言，不应将其解释为个人投资建议” - 第39-FZ号《联邦法》“证券市场”第6.1-6.2条。**瑞士：**仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE意大利分支机构分发。如果UBS Europe SE意大利分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE意大利分支机构编制。**法国：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE法国分支机构分发。如果UBS Europe SE法国分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE法国分支机构编制。**西班牙：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE西班牙分支机构分发。如果UBS Europe SE西班牙分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE西班牙分支机构编制。**瑞典：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE瑞典分支机构分发。如果UBS Europe SE瑞典分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE瑞典分支机构编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）分发。**沙特阿拉伯：**由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**阿联酋/迪拜：**UBS AG迪拜分支机构发布的信息仅供拜金融局（DFSA）规则手册下分类的专业客户和/或市场交易对手方使用。任何其他人都不应根据此材料/通信采取行动。该信息不得在阿拉伯联合酋长国境内进一步分发。UBS AG迪拜分支机构在迪拜金融中心（DIFC）受DFSA监管。瑞银未获得阿联酋央行在阿联酋提供银行服务的许可，也未获得阿联酋证券及商品管理局的许可。**以色列：**该材料由UBS AG, London Branch分发。UBS Securities Israel Ltd是受以色列证券局监管的持牌投资推介商。UBS AG, London Branch及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS AG, London Branch及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人不应提供本材料，依赖本材料或根据本材料采取行动。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC不担任在美国《证券交易法》（Securities Exchange Act）15B（即Municipal Advisor Rule）下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成Municipal Advisor Rule所定义的建议。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (UBS BB CCTVM)分发给居住在巴西的有资格投资者，即适用法规，主要是2021年5月11日巴西证券交易委员会（CVM）发布的第30号指令（明确了基于客户身份核实产品、服务和交易是否适宜的责任）规定的职业投资者（Investidores Profissionais）。UBS BB CCTVM是UBS BB Servicos de Assessoria Financeira e Participacoes S.A. (UBS

BB) 的子公司。UBS BB 是瑞银集团与 Banco do Brasil (通过其子公司 BB - Banco de Investimentos S.A.) 设立的关联机构, 瑞银集团持有多数股份。UBS BB 在巴西、阿根廷、智利、巴拉圭、秘鲁和乌拉圭提供投资银行服务和业务覆盖。UBS BB CCTVM 受巴西证券交易委员会 (Comissão de Valores Mobiliários, CVM) 和巴西央行监管。监察专员 (Ombudsman): 0800-940-0266/ <https://www.ubs.com/br/pt/ubsbb-investment-bank/ombudsman.html>。瑞银可能持有与本报告所涉及的公司相关的经济和商业利益。

香港: 由 UBS Securities Asia Limited 分发。由分析师或本报告引起或与之相关的任何事务, 请联系 UBS Securities Asia Limited 在当地的授权人员。

新加坡: 由 UBS Securities Pte. Ltd. [Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte. Ltd., 一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法 (第 19 章) 持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法 (第 289 章) 定义下之认可及机构投资者。

日本: 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本报告由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本报告的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。

澳大利亚: UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚商业号码: 47 088 129 613; 澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, 所有其他接收方: 由 UBS Securities Australia Ltd 分发 (澳大利亚商业号码: 62 008 586 481; 澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。

新西兰: 由 UBS New Zealand Ltd 分发。UBS New Zealand Ltd 并非新西兰注册银行。贵方获得本文件或材料是因为贵方已经向瑞银表明, 贵方是符合新西兰《2013 年金融市场行为法》第五附表第 4 条定义的“批发类客户” (下称“获许可客户”)。本文件或材料不提供给获许可客户以外的客户 (下称“未获许可客户”)。如果贵方是未获许可客户, 请勿以本文件或材料为依据。如果贵方无视本警告, 仍以本文件或材料为依据, 则 (i) 贵方承认贵方不应以本文件或材料的内容为依据, 而且本文件或材料中的任何建议或观点均非为贵方做出或向贵方提供; (ii) 贵方在法律允许的最大程度上, (a) 对瑞银及其关联机构或相关实体 (及其董事、管理人员、代理人 and 顾问) (下称“相关方”) 由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受, 或与贵方此类行为有关的任何损失、损害或责任或者对该等损失、损害或责任的索赔进行赔偿, 并 (b) 宣布放弃由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受, 或与贵方此类行为有关的任何损失、损害、责任或索赔使贵方拥有的对相关方的权利或由相关方为贵方提供的补救措施。

韩国: 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。本材料仅供专业/机构客户使用, 不向任何零售客户分发。

马来西亚: 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。

印度: 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 3 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 分发。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: INZ000259830; 商人银行服务, SEBI 注册号为: INM000013101; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。合规官姓名: Parameshwaran Shivaramakrishnan 先生, 电话: +912261556151, 电子邮件: parameshwaran.s@ubs.com; 申诉官姓名: Parameshwaran Shivaramakrishnan, 电话: +912261556151, 电子邮件: ol-ubs-sec-compliance@ubs.com; SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并非对中介机构业绩的保证, 亦非为投资者提供任何回报保证。瑞银可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。瑞银可能不时在所涉及印度公司持有经济利益 (如贷款/衍生产品, 投资权利或利益等)。在过去的 12 个月里, 瑞银可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银投资银行业务和 / 或非投资银行证券相关业务和 / 或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为 https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html。UBS Securities India Private Limited 的研究年度合规报告可通过点击 www.ubs.com/ubssi 上的 Research 标签查阅。

台湾: 除非具体说明, 本材料不得在台湾分发。在台湾有组织的交易所中交易的证券/工具的信息和材料被视为由 UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 分发, UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 受台湾证券期货局监管。除在台湾有组织的交易所中交易的证券/工具外, 并未就所覆盖公司或本文件中提到的任何公司构成对客户或台湾接收方的任何“建议”。未经瑞银授权, 媒体或任何其他人不得复制或引用本文件的任何部分。

印尼: 本报告由 PT UBS Sekuritas Indonesia 分发, 并由其持照员工, 包括营销/销售人员递交给客户。PT UBS Sekuritas Indonesia 的注册办公地址为 Sequis Tower Level 22 unit 22-1, Jl. Jend. Sudirman, kav.71, SCBD lot 11B, Jakarta 12190, Indonesia, 是瑞银集团子公司, 按照《1995 年第 8 号资本市场法》(Capital Market Law no. 8 year 1995) 持有牌照, 同时持有资本市场和金融监管局 (Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency, 现为 Otoritas Jasa Keuangan/OJK) 颁发的经纪-交易商和承销商牌照。PT UBS Sekuritas Indonesia 还是印尼证券交易所会员, 受 Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 监管。除非符合印尼资本市场适用法律和规定的要求, 否则不得在印尼分发本报告或其任何副本, 或者将其分发给任何印尼公民。本报告并非在印尼发售证券, 在按印尼资本市场法律和规定之定义构成证券发售的情况下, 不得在印尼境内分发本报告或将其分发给印尼公民。

由 UBS AG, London Branch 或 UBS Europe SE 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。在任何情况下, 瑞银对本文件或其中内容的再分发或者第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2026 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

