Jefferies

China (PRC) | Technology

Equity Research
July 10, 2026

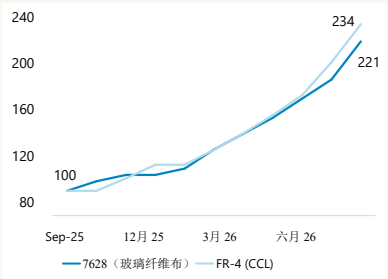
PCB/CCL Update: Continued Trend of Divergent Earnings by AI/Non-AI Players

我们预计AI领域PCB厂商的表现将持续优于非AI厂商——后者正面临材料成本飙升（FR-4芯片价格自2025年第三季度末以来已上涨逾一倍）及需求疲软的双重压力；而高端材料价格涨幅则相对可控（≥M4 CCL 芯片 YTD 幅度为10%-40%）。创始人公司/德尔顿公司第二季度更强劲的利润增长便是这一趋势的初步佐证。尽管未来成本可能进一步攀升，但AI PCB产品的成本传导效应预计仍将保持平稳。

人工智能与非人工智能PCB厂商之间的盈利差距很可能进一步扩大.....尽管由人工智能基础设施建设推动的高端PCB需求依然强劲，但我们注意到传统（即非人工智能）PCB制造商仍面临持续压力：1）上游材料成本因产能转移而急剧上涨（供应商不断将产能转向通常消耗更多产能的高端产品，导致常规材料供应短缺）；2）终端市场需求疲软制约了价格传导效应。以典型的电子玻璃布7628系列为例，自2025年第三季度末以来其价格已上涨约1.2倍。据Kingboard数据显示，该公司在同一时期已将最常用 CCL 材料FR-4的报价上调约1.3倍。虽然其他 CCL 供应商的调价幅度可能不及此快，但传统材料的价格传导趋势依然平稳——这主要得益于行业集中度较高带来的议价优势，以及下游PCB客户订单需求旺盛且库存水平较低所致。部分PCB制造商试图将这部分额外成本转嫁给终端客户；但由于行业集中度相对较低，这种做法通常会对其销量产生显著影响。相比之下，高端材料的价格涨幅则较为可控：我们观察到主要厂商对高速 CCL（≥M4）仅 YTD 上调10%-40%，对某些大型客户更是几乎未提价。因此我们认为，在未来几个季度内，AI与非AI型PCB厂商之间的财务表现差距将持续扩大。

.为更清晰地呈现即将公布的第二季度业绩。通过分析中国上市PCB企业2026年第一季度的数据（详见下页表2），并剔除长尾企业（市值低于100亿美元）及 DSBJ（因资产整合导致盈利数据失真）以排除随机性影响，我们已发现：尽管存在个别例外案例（如目前AI业务布局有限的Avary、Kinwong和Dynamic），但大多数AI相关企业（其中涉及AI服务器、高速交换器/光收发器及IC基板业务的企业均用红色标注）在净利润增长方面均优于其他企业。已完成第二季度财报预披露的企业进一步印证了这一趋势——Founder（进军中美AI服务器供应链）与Delton（高度依赖服务器市场）均呈现利润增速加速，表明市场需求强劲且成本影响有限；而其他企业的盈利状况（如Sunshine、Olympic和Bomin）持续恶化。因此，这些初步财报披露可为其余企业的未来表现提供重要参考依据。展望未来，我们预计传统材料的价格上涨将持续存在，这主要将影响非人工智能PCB制造商的盈利能力，不过目前尚无法确定这一趋势会持续多久。由于供应严重短缺，某些高端材料（如低介电常数/热膨胀系数玻璃）也可能面临价格上涨，但我们认为成本向终端客户的传导过程应能保持平稳。因此，我们认为在可预见的未来，主要人工智能PCB厂商因成本上升导致盈利受损的风险相对较低。

Chart 1 - 7628 and FR-4 Price Trend



Source: SCI99, Company data, Jefferies estimates
Note: FR-4's price applies to Kingboard only instead of the whole industry

Table 1 - China PCB Earnings Summary (Condensed)

公司	市值（人民币亿元）	净利润（同比增长） 1Q26	2Q26
创 始 人	55	195%	260%
SYE	103	122%	
快速打印	70	100%	
朱庇特主神	31	89%	
沈南·德尔顿	290	73%	
WUS 胜利巨	83	63%	108%
	249	63%	
人阳光色	267	40%	
	11	22%	-14%
Redboard Avary	69	14%	
	228	-5%	
CEE	11	-17%	
前往世界	11	-21%	
这些人	69	-28%	
金shine·埃	37	-56%	
林顿·韦尔	11	-68%	
高 · 孙 塔	10	-70%	
	22	-72%	
克·奥林匹	30	-80%	-77%
克·阿奥希	17	-84%	
康·博明	13	-140%	-461%
动态的	35	-234%	

Source: Company data, FactSet, Jefferies

Jacky He * | Equity Analyst
+852 3743 8084 | jacky.he@jefferies.com

Edison Lee, CFA * | Equity Analyst
852 3743 8009 | edison.lee@jefferies.com

Nick Cheng * | Equity Analyst
+852 3743 8750 | nick.cheng@jefferies.com

Matt Ma * | Equity Analyst
852 3767 1109 | matt.ma@jefferies.com

Annie Ping, CFA, FRM * | Equity Associate
+852 3767 1273 | annie.ping@jefferies.com

Table 2 - China PCB Earnings Summary

公司	小提琴	Mkt 帽 (Rmb bn)	1Q25	净利润（人民币万元） 2Q25	1Q26	2Q26	净利润（同比增长） 1Q26	2Q26
主要PCB制造商								
创始人	600601 CH	55	78	94	232	338	195%	260%
SYE	688183 CH	103	200	330	445		122%	
快速打印	002436 CH	70	9	19	19		100%	
朱庇特主神	300814 CH	31	10	7	19		89%	
申南	002916 CH	290	491	869	850		73%	
Delton	001389 CH	83	240	251	393	522	63%	108%
WUS	002463 CH	249	762	920	1,242		63%	
胜利巨人	300476 CH	267	921	1,222	1,288		40%	
阳光	300739 CH	11	12	29	15	25	22%	-14%
红色板	603459 CH	69	108	N/A	124		14%	
Avary	002938 CH	228	488	745	463		-5%	
CEE	002579 CH	11	7	12	6		-17%	
前往世界	000823 CH	11	42	73	33		-21%	
这些人	603228 CH	69	325	325	233		-28%	
国王的光辉	300903 CH	37	(33)	(29)	(52)		-56%	
埃林顿	603328 CH	11	116	144	38		-68%	
Welgao	301251 CH	10	22	23	7		-70%	
Suntak	002815 CH	22	115	106	32		-72%	
奥运会	603920 CH	30	180	204	37	47	-80%	-77%
Aoshikang	002913 CH	17	112	84	17		-84%	
博明	603936 CH	13	27	11	(11)	(38)	-140%	-461%
动态的	603175 CH	35	72	87	(96)		-234%	
其他PCB制造商								
Printronics	002134 CH	7	1	6	12	32	2187%	422%
Edadoc	301366 CH	9	(7)	11	12		273%	
DSBJ	002384 CH	444	456	302	1,110		143%	
兄弟啊！	301041 CH	3	(2)	6	(0)		93%	

全部点赞	300964 CH	7	10	11	12		15%	
思辉富士	300852 CH	9	29	47	29		3%	
Aohong	605058 CH	4	37	44	33		-10%	
Xunjiexing	688655 CH	5	(5)	2	(5)		-10%	
Q&D	301628 CH	7	26	32	23		-15%	
Mankun	301132 CH	4	28	35	18		-36%	
卡梅洛特	301282 CH	6	16	37	9		-43%	
谢河	605258 CH	2	12	17	5		-57%	
冠军	603386 CH	5	15	23	(20)	11	-235%	-50%

Source: Company data, FactSet, Jefferies

本报告仅限杰富瑞客户使用，未经授权不得分发。

IN THE UNITED STATES DISTRICT COURT
FOR THE EASTERN DISTRICT OF VIRGINIA
Alexandria Division

CENTRIPETAL NETWORKS, INC.,	)
Plaintiff,	)
v.	)
PALO ALTO NETWORKS, INC.,	)
Defendant.	)

Civil Action No. 1:23-cv-108 (LMB/JFA)

COMPLAINT FOR PATENT INFRINGEMENT AND DEMAND FOR JURY TRIAL

Plaintiff Centripetal Networks, Inc. ("Centripetal"), for its Complaint against Defendant Palo Alto Networks, Inc. ("Palo Alto Networks"), alleges as follows:

NATURE OF THE ACTION

1. This is a civil action for infringement of United States Patent Nos. 9,686,193 ("the '193 patent"), 9,917,856 ("the '856 patent"), 9,560,077 ("the '077 patent"), 10,284,526 ("the '526 patent"), 10,567,343 ("the '343 patent"), and 10,757,126 ("the '126 patent") (collectively, "the patents-in-suit"), arising under the patent laws of the United States, Title 35 of the United States Code.

THE PARTIES

2. Plaintiff Centripetal is a corporation organized and existing under the laws of the State of Delaware, with its principal place of business at 1151 Herndon Parkway, Suite 900, Herndon, Virginia 20170.

3. Defendant Palo Alto Networks is a corporation organized and existing under the laws of the State of Delaware, with its principal place of business at 3000 Tannery Way, Santa Clara, California 95054.

JURISDICTION AND VENUE

4. This Court has subject matter jurisdiction over this action pursuant to 28 U.S.C. §§ 1331 and 1338(a).

5. This Court has personal jurisdiction over Palo Alto Networks because Palo Alto Networks has committed acts within this District giving rise to this action, and has established minimum contacts with this forum such that the exercise of jurisdiction over Palo Alto Networks would not offend traditional notions of fair play and substantial justice. Palo Alto Networks has conducted and does conduct business within this District, directly or through intermediaries, including: (i) offering for sale, selling, and advertising its products and services in this District; (ii) soliciting business in this District; (iii) providing support services to customers in this District; and (iv) deriving substantial revenue from goods and services provided to customers in this District.

6. Venue is proper in this District pursuant to 28 U.S.C. § 1400(b). Palo Alto Networks has a regular and established place of business in this District, including at 12010 Sunset Hills Road, Reston, Virginia 20190, and has committed acts of infringement in this District.

BACKGROUND

7. Centripetal was founded in 2009 by Dr. Jonathan Rogers, a former U.S. Navy officer and cybersecurity expert. Centripetal's founding mission was to develop innovative technologies to help protect networks from cyber threats.

8. Centripetal's patented technologies address a fundamental problem in network security: how to efficiently match network traffic against large sets of security rules in real time. Centripetal's solutions enable organizations to process high-volume network traffic while applying sophisticated threat intelligence, and to share threat intelligence with trusted partners in a privacy-preserving manner.

9. Centripetal has received numerous awards and recognitions for its technology, including being named to the Deloitte Technology Fast 500 and receiving the Virginia Business Technology Council's Innovation Award.

THE PATENTS-IN-SUIT

10. On June 20, 2017, the '193 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '193 patent is attached as Exhibit A.

11. On March 13, 2018, the '856 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '856 patent is attached as Exhibit B.

12. On January 31, 2017, the '077 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '077 patent is attached as Exhibit C.

13. On May 7, 2019, the '526 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '526 patent is attached as Exhibit D.

14. On February 18, 2020, the '343 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '343 patent is attached as Exhibit E.

15. On August 25, 2020, the '126 patent, titled "Rule-Based Network-Threat Detection," was duly and legally issued by the United States Patent and Trademark Office. A true and correct copy of the '126 patent is attached as Exhibit F.

16. Centripetal is the owner of all right, title, and interest in the patents-in-suit, and has the right to sue for and obtain damages for infringement.

表现不佳型证券——指我们预计其在12个月内总回报率（价格增值与收益率之和）将低于-10%的证券。对于评级为“买入”的证券，若其平均价格持续低于10美元，则预期12个月内的总回报率（价格增值与收益率之和）将达到20%或更高；这类公司的波动性通常高于整体股市水平。对于评级为“持有”的证券，若其平均价格持续低于10美元，则预期12个月内的总回报率（价格增值与收益率之和）为正负20%；而对于评级为“表现不佳”的证券，若其平均价格持续低于10美元，则预期12个月内的总回报率（价格增值与收益率之和）将低于-20%。

NR——投资评级及目标价已暂时暂停调整。此类暂停操作符合相关法规及/或杰富瑞公司的政策要求。

CS——覆盖暂停。杰富瑞已暂停对该公司的评级跟踪。

NC – 未涵盖。杰富瑞证券不承销该公司股票。

受限条款——适用于以下发行方：在杰富瑞参与特定交易的情况下，公司政策或适用的证券法规禁止发送某些类型的通信内容（包括投资建议）。

监控对象——指其公司基本面及财务状况均处于监测状态、且未提供任何财务预测或对公司投资价值评估意见的证券。

Valuation Methodology

杰富瑞的评级评定方法可能涵盖以下要素：市值、期限、成长性/价值比率、波动性以及未来12个月的预期总回报率。目标股价的确定基于多种分析方法，包括但不限于市场风险分析、增长率评估、收入来源分析、折现现金流（DCF）、 EBITDA 估值、每股收益（EPS）、现金流（CF）、自由现金流（FCF）、市盈率（EV/ EBITDA）、市净率（P/E）、市盈率/增长率比（PE/growth）、市净率/现金流比（P/CF）、市净率/自由现金流比（P/ FCF）、溢价（折价）与行业平均EV/ EBITDA 比率、溢价（折价）与行业平均P/E比率、综合评分、净资产价值、股息收益率以及未来12个月的股本回报率（ROE）。

Jefferies Franchise Picks

杰富瑞特许经营精选组合包含我们股票分析师在过去12个月内推荐的最佳股票选项。选股基于基本面分析，并可能综合考虑其他因素，如分析师的判断信心、独特的分析视角、有利的风险/回报比以及杰富瑞分析师推荐的投资主题。该组合仅包含评级为“买入”的股票，具体数量会根据分析师的推荐意见而变化。随着新投资机会出现或入选标准发生变化（如股票达到预期收益目标、评级变更为非“买入”或触发止损机制），相关股票将被增减。对于标普指数成分股中120日波动率处于最低四分位数的股票，我们将继续设置15%的止损阈值；其余股票则设置20%的止损阈值。需特别说明的是，特许经营精选组合并非旨在构建推荐投资组合，也不局限于特定行业领域，但我们可能会标注某只股票所属的投资风格（如成长型或价值型）。

Risks which may impede the achievement of our Price Target

本报告仅供普遍参考，不提供针对个人投资者的具体投资建议。因此，本报告中讨论的金融工具可能并不适合所有投资者，投资者必须根据自身具体投资目标和财务状况，并在必要时咨询专业理财顾问后自行做出投资决策。本报告推荐的金融工具过往表现不应被视为未来业绩的保证或指标。报告提及的任何金融工具的价格、价值及收益均可能波动，且受经济、金融及政治因素变化的影响。若金融工具以投资者所在国货币以外的货币计价，汇率变动可能对本报告所述金融工具的价格、价值或收益产生不利影响。对于以非美元计价的金融工具，请注意：我们的本地货币价格目标均基于前一交易日的汇率进行换算（除非另有说明）。若此后汇率出现波动，将影响非美国目标价格，投资者不应再依赖这些数据。此外，持有美国存托凭证（ADR）等证券的投资者，其投资价值受基础证券所用货币的影响，实际上已承担了汇率风险。

Other Companies Mentioned in This Report

- Avary Holding (Shenzhen) Co., Ltd. (002938 CH: CNY95.38, BUY)
- Delton Technology (Guangzhou) Inc. (001389 CH: CNY183.32, BUY)
- Delton Technology (Guangzhou) Inc. (1989 HK: HK$148.90, BUY)
- WUS Printed Circuit (002463 CH: CNY137.30, BUY)

评级分布情况

			IB服务/过去12个月		JIL市场服务部/过去12个月表现	
	Count	Percent	Count	Percent	Count	Percent
BUY	2234	62.51%	387	17.32%	111	4.97%
HOLD	1176	32.90%	99	8.42%	20	1.70%
UNDERPERF-ORM	164	4.59%	1	0.61%	1	0.61%

本报告仅限杰富瑞客户使用，未经授权不得分发。

Other Important Disclosure

Other Important Disclosures

杰富瑞公司开展业务，并致力于与其研究报告中涵盖的企业开展合作；同时期望从这些企业获得或计划寻求投资银行服务等相关报酬。因此，投资者应知悉：杰富瑞可能存在利益冲突，这可能影响本报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告作为单一参考依据。杰富瑞股票研究系指由以下杰富瑞金融集团（“杰富瑞”）旗下公司聘请分析师编制的研究报告：

美国：JefferiesLLC是一家在美国证券交易委员会（SEC）注册的经纪交易商，同时也是 FINRA 成员（相关研究报告由同样在SEC注册的投资顾问机构JefferiesResearchServices，LLC向客户单独提供）。

加拿大：杰富瑞证券公司是一家在加拿大十三个司法管辖区均注册的投资交易商，同时也是加拿大投资监管组织的会员机构，其发布的研究报告均由该公司与相关机构联合编制。以及另一家杰富瑞旗下机构（由杰富瑞证券公司发行）。

当杰富瑞证券公司分销由杰富瑞有限责任公司、杰富瑞国际有限公司、杰富瑞日本有限公司或杰富瑞印度私人有限公司编制的研究报告时，特此告知：上述各机构均根据《国家工具31-103号注册要求、豁免条款及持续注册义务》中的豁免规定，在您所在司法管辖区作为交易商运营；因此，这些机构均无需在您的司法管辖区注册为注册交易商或注册顾问。此外，若本研究报告由杰富瑞有限责任公司或杰富瑞国际有限公司编制，则其编制过程未符合加拿大关于研究报告的披露要求。

英国：杰富瑞国际有限公司，经英国金融行为监管局授权并受其监管；注册于英格兰及威尔士，注册号为1978621；注册办公地址：伦敦Bishopsgate 100号 EC2N 4JL；电话：+44 (0)20 7029 8000；传真：+44 (0)20 7029 8010。

Germany: Jefferies GmbH, which is authorized and regulated by the Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin-ID: 10150151; registered office: Bockenheimer Landstr. 24, 60323 Frankfurt a.M., Germany; telephone: +49 (0) 69 719 1870

香港：杰富瑞香港有限公司，系获香港证券及期货事务监察委员会颁发牌照（CE编号ATS546），地址位于香港中环金融街8号国际金融中心26层；电话：+852 3743 8000。

Singapore: Jefferies Singapore Limited, which is licensed by the Monetary Authority of Singapore; located at 10 Collyer Quay #41-01, Ocean Financial 新加坡中心，邮编：049315，电话：+65 6551 3950。

日本：Jefferies Japan Company Limited是一家由日本金融厅注册的证券公司，同时也是日本证券商协会成员；地址位于东京千代田区百合丘1-1-2号日立大厦百合座30层（东京100-0006）；电话：+813 5251 6100；传真：+813 5251 6101。

印度：杰富瑞印度私人有限公司（CIN - U74140MH2007PTC200509），获印度证券交易委员会颁发以下牌照：股票经纪商（NSE及BSE交易所）INZ 000243033、研究分析师INH000000701及商业银行家INM000011443；公司地址：印度孟买400 021纳里曼角Express Towers大厦16层；电话：+91 22 4356 6000。合规官姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱：spai@jefferies.com；投诉处理专员姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱：compliance_india@jefferies.com。本机构经 SEBI 注册并获 NISM 认证，但绝不保证中介服务的质量或向投资者提供任何投资回报担保。

澳大利亚：Jefferies（澳大利亚）有限公司（ACN 号623 059 898），持有澳大利亚金融服务牌照（AFSL 号504712），地址位于悉尼新南威尔士州60 Martin Place大厦20层，邮编2000；电话：+61 2 9364 2800。

迪拜：杰富瑞国际有限公司迪拜分公司，持有迪拜金融服务管理局颁发的牌照（DFSA 编号F007325）；注册办公地址：阿联酋迪拜市 DIFC ICD Brookfield Place大厦31层L31-06、L31-07单元，邮政信箱121208。

本报告由杰富瑞集团（包括杰富瑞证券公司、杰富瑞国际有限公司、杰富瑞有限公司、杰富瑞香港有限公司、杰富瑞新加坡有限公司、杰富瑞日本有限公司及杰富瑞印度私人有限公司）及杰富瑞（澳大利亚）有限公司的相关人员，或同时隶属于杰富瑞有限责任公司与杰富瑞研究服务有限责任公司（“JRS”）的人员共同编制。杰富瑞有限责任公司是美国注册经纪交易商，并与 JRS（一家美国注册投资顾问机构）存在关联关系。 JRS 不提供定制化或个性化研究报告，其所有研究报告均采用非个人化形式呈现；若您单独付费购买该研究报告，则由 JRS 提供；否则由杰富瑞有限责任公司提供。下文将杰富瑞有限责任公司、 JRS 及其关联机构统称为“杰富瑞”。杰富瑞可能与本研究报告涉及的企业开展业务往来，因此投资者需注意可能存在利益冲突，这可能影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应将本报告作为众多考量因素之一参考。本披露部分列出了 FINRA 、加拿大投资监管组织及其他法规要求的具体利益冲突及其他披露事项。

* * *

若您从非美国境内的杰富瑞机构处收到本报告，请注意以下事项：除非《1933年美国证券法》（经修订）的S条例另有规定，本材料在美国由杰富瑞有限责任公司（Jefferies LLC）分发；该公司根据《1934年美国证券交易法》（经修订）第15a-6条的规定对内容负责。任何美国个人或其代表进行的交易均须通过杰富瑞有限责任公司办理。在英国及欧洲经济区，本报告由杰富瑞国际有限公司（“JIL”）和/或杰富瑞股份有限公司（Jefferies GmbH）发布并/或批准发行，仅限具备相应专业经验与资质的人员或依法有权接收该报告的其他主体使用。杰富瑞有限责任公司、JIL、杰富瑞有限公司及其关联机构可为本报告所述金融工具提供市场服务或流动性支持；若其确实开展此类市场活动，则该信息将在本报告“公司特定披露”部分予以专门披露。

For Canadian investors, this material is intended for use only by professional or institutional investors. None of the investments or investment services mentioned or described herein is available to other persons or to anyone in Canada who is not a "permitted client" as defined by National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations, as applicable. This research report is a general discussion of the merits and risks of a security or securities only, and is not in any way meant to be tailored to the needs and circumstances of any recipient. The information contained

本报告仅限杰富瑞客户使用，未经授权不得分发。

本文件内容绝非（在任何情况下均不应被解释为）在加拿大或其任何省份/地区出售本文所述证券的要约，亦非招揽购买此类证券的要约。在加拿大境内销售本文所述证券时，仅可在符合相关加拿大证券监管机构要求提交招股说明书的豁免条款下进行（如适用），且必须由依据适用证券法正式注册的交易商实施；或根据该销售行为发生地加拿大相关省份/地区的交易商注册豁免规定执行。本文所载信息绝不应被视为加拿大任何省份/地区的投资建议，亦未针对接收方的具体需求量身定制。若本文提及依据加拿大或其省份/地区法律设立的发行人的证券，则所有此类证券交易均须通过在加拿大注册的交易商进行。加拿大任何证券委员会或类似监管机构均未审阅或以任何形式对本研究报告、其中所含信息或所述证券的优劣作出评价；任何相反陈述均属违法行为。在新加坡，杰富瑞新加坡有限公司（“JSL”）受新加坡金融管理局监管。对于新加坡共和国境内的投资者（该材料由杰富瑞在新加坡境外的关联公司编制并发行），其分发工作由 JSL 依据《金融顾问条例》第32C条执行。本文件内容仅适用于《2001年证券及期货法》（新加坡）所定义的合格投资者、专业投资者或机构投资者。如因本材料产生任何问题，请联系 JSL，地址：新加坡048624 UOB Plaza 2 Raffles Place 80#15-20，电话：+65 6551 3950。在迪拜地区，本资料由杰富瑞国际有限公司迪拜分公司发布并分发，仅面向专业客户使用，不得向零售客户（按 DFSA 定义）分发或提供参考。各涵盖领域的评级百分比数据可应销售代表要求提供。在日本，本资料由杰富瑞日本有限公司专为机构投资者发布。在香港，本报告经杰富瑞香港有限公司发布及批准，仅限符合《香港证券及期货条例》及其附属法规所定义的专业投资者使用。在中国大陆（台湾地区），本报告不得分发；相关研究工作均在中国境外开展，故本报告不构成在中国大陆出售任何证券的要约或购买要约的招揽。中国投资者须具备投资此类证券的相关资格，并需自行向相关政府机构申请所有必要的审批、许可、验证及/或注册手续。在印度，本报告由杰富瑞印度私人有限公司提供；在澳大利亚，本报告由杰富瑞（澳大利亚）证券有限公司（ACN 610 977 074）发布并/或批准发行，该公司持有澳大利亚金融服务牌照（AFSL 487263）。本报告仅面向《2001年澳大利亚公司法》（以下简称“公司法”）所定义的批发客户，供其参考本报告所述的投资或投资服务时使用。报告中可能包含一般性金融产品建议；若涉及特定金融产品，请在做出决策前查阅该产品的相关披露文件或销售资料。在其他司法管辖区接收本文件的人员应自行了解并遵守与接收本文件相关的所有适用法律要求。

本报告并非购买或出售任何证券、衍生工具或进行投资的要约或要约邀请。所有观点及估算均代表编制方在编制当日的最佳判断，且可能随时变更且无需事先通知。杰富瑞公司不承担根据后续信息和事件更新或维护本报告的责任。杰富瑞及其相关高管、董事和员工，无论是作为代理人还是以自身名义，均可能持有本文提及或描述的任何证券、衍生工具或其他投资标的的多头或空头头寸，并可能据此买卖相关资产。本材料仅用于提供信息参考，未针对特定接收方定制，亦未基于或考虑任何接收方的具体投资目标、投资组合构成、投资策略、财务状况或需求。因此，本报告中的任何建议或推荐可能并不适用于特定投资者。杰富瑞公司认为，接收本报告的投资者具备评估报告所含信息的能力，并能够独立判断。投资者在做出投资决策前，应首先根据自身具体情况评估本报告中的建议是否适用；若有必要，应寻求专业意见（包括税务咨询）。杰富瑞公司不会进行任何适配性分析或其他评估，以确认投资者基于本报告作出的投资决策是否符合其投资目标、资产配置、投资策略、财务状况或实际需求。

通过提供本报告，JRS 及杰富瑞旗下任何其他实体均不接受对接收方资产管理的任何授权、裁量权或控制权。接收方基于本报告信息采取的任何行动均完全由其自行判断并承担全部风险。接收方必须对任何潜在投资进行独立审查。若接收方在购买或出售本材料涉及的证券时使用Jefferies LLC（或其他关联经纪交易商）的服务，该经纪交易商可代表其自身账户行事，亦可作为他人代理人。仅 JRS 已在美国证券交易委员会注册为投资顾问；因此，Jefferies LLC及任何其他Jefferies关联机构均无需就这些报告的分发承担受托责任。

本文所述投资项目的价格、价值及其收益均可能波动。过往表现不能作为未来表现的参考，未来回报无法保证，且可能存在本金损失风险。汇率波动可能对某些投资的价值、价格或收益产生不利影响。

本报告可能包含前瞻性陈述，这些陈述可能受到不准确假设或已知/未知的风险、不确定性及其他重要因素的影响。因此，该金融产品的实际结果、事件、表现或成就可能与上述声明中明示或暗示的内容存在显著差异。

本报告系独立编制，与文中提及的任何证券发行机构均无关联，亦非作为任何证券发行机构的代理人。Jefferies的任何股权研究人员均无权代表相关发行机构作出任何陈述或保证。本文所载观点及声明仅代表Jefferies发布本报告的部门立场，可能与其他Jefferies分支机构的观点存在差异。

本报告可能包含从第三方获取的信息，包括来自标准普尔等信用评级机构的评级数据，以及源自第三方或自主研发的生成式人工智能（Gen AI）模型的信息。杰富瑞公司不保证这些信息的准确性、完整性、时效性或可获取性，且不对任何错误或遗漏（无论出于疏忽或其他原因）或使用此类内容所产生的结果承担责任。杰富瑞公司及任何第三方内容提供商（包括Gen AI模型的提供方）均不提供任何明示或暗示的保证，包括但不限于商品适销性或特定用途适用性的保证。对于因使用其内容（包括评分数据）所产生的任何直接、间接、附带、示范性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害赔偿、费用支出、法律诉讼费用或损失（包括收入/利润损失及机会成本），杰富瑞公司及任何第三方内容提供商均不承担相应责任。



本报告仅限杰富瑞客户使用，未经授权不得分发。

评级仅为观点陈述，并非事实陈述或购买、持有或出售证券的建议。它们既不涉及证券的适用性，也不涉及证券是否适合投资用途，因此不应作为投资建议参考。未经相关第三方事先书面许可，严禁以任何形式复制或分发第三方内容。

杰富瑞的研究报告均以电子形式发布并可供查阅，部分报告亦提供纸质版本。所有客户均可同时获取电子版研究报告。未经杰富瑞事先书面许可，接收方或任何第三方均不得复制、重印、销售、重新分发或披露本报告及其任何部分内容；亦不得通过内容抓取、自动化处理或其他任何形式或手段进行传播。未经授权的使用行为均被严格禁止。杰富瑞公司及其所有董事、高级管理人员或员工均不对任何投资的财务成功承担担保责任，亦不对因使用本报告或其内容而产生的任何直接、间接或附带损害或损失承担任何法律责任。本文件中的任何内容均不得被解释为免除杰富瑞公司根据美国联邦或州证券法应承担的任何责任。

有关 JRS 的重要披露信息，请参阅https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx？BRCHR_VRSN_ID =483878和https://adviserinfo.sec.gov/Firm/292142，或访问我们的网站https://javatar.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action、www.jefferies.com，或致电1.888.jefferies。

© 2026 Jefferies

本报告仅限杰富瑞客户使用，未经授权不得分发。