本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

UBS 瑞银

Global Research
2026 年 08 月 25 日

快评

九州通

H126业绩点评：行业逆风下收入增长稳健；应收账款回款情况改善

问：相对于预期，业绩表现如何？

九州通H126实现收入873亿元（同比增长7.6%），归母净利润为12亿元（同比下降17.0%），扣非归母净利润为9.8亿元（同比增长3.2%）。收入符合预期，但我们认为扣非净利润略低于市场预期。我们认为，分销业务的稳健增长（如医院分销和B2B电商收入）驱动公司收入增长，而新业务投资导致的销售费用率增加则小幅拖累净利润率。

问：业绩中最值得关注的是什么？

在H126：**1**）尽管今年面临政策和监管不利因素，但公司公立医院**分销收入**仍实现约10%的稳健增长，管理层将其归因于公司市占率上升以及对公司更高的集采产品占比（集采产品需求更为刚性）。**2**）**新零售业务**实现快速增长：针对头部电商平台（如京东健康、美团等）的分销收入迅速增长28.8%至56亿元。”药九九“（九州通旗下的B2B医药电商平台）收入同比增长18.9%至75亿元。截至6月底，”好药师“（九州通旗下药房加盟品牌）总门店数量达到36,120家（较2025年12月末34,500余家有所增加），加盟店分销收入同比增长23.2%，达到42亿元。**3**）**H126经营性现金流实现净流出**27.8亿元，较H125净流出28.2亿元略有改善，主要得益于应收账款回款情况改善。根据管理层，Q226整体应收账款天数同比减少7天至67天，而医院渠道应收账款天数同比下降2天至173天。

问：公司的前景/预期是否发生了变化？

基本未变。鉴于公司战略方向顺应中国医疗保健市场的关键结构性趋势，包括非公立医院渠道处方药销售加速、药品零售渠道电商渗透率提升以及政策对基层医疗结构的支持，我们预计九州通今年将实现高个位数的收入增长，快于分销行业的增长。

估值: 目标价从6.70元小幅下调至6.10元；维持买入评级

最新业绩发布后，我们将2026-28年每股收益预测调整-4%至3%。我们得出新的DCF目标价为6.10元（WACC仍为8.8%），隐含15x 2026E PE。

股票

中国
药品

12个月评级	**买入**
12个月目标价	**Rmb6.10** 之前：**Rmb6.70**
股价 (2026年8月25日)	**Rmb4.92**
RIC: 600998.SS **BBG:** 600998 CH	

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb5.60-4.62
市值	Rmb24.9b/US$3.70b
已发行股本	5,060m (ORDA)
流通股比例	41%
日均成交量(千股)	36,172
日均成交额(百万)	Rmb179.5
普通股股东权益(12/26E)	Rmb29.5b
市净率(12/26E)	0.8x
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	0.39	0.38	-4	0.47
12/27E	0.43	0.43	-1	0.51
12/28E	0.47	0.49	3	0.57

刘 嘉洲
分析师
S1460520110002
henry-za.liu@ubs.com
+86-105-832 8509

陈 晨, 博士
分析师
S1460520100001
chen-zb.chen@ubs.com
+86-10-5832 8201

谢 清竹
研究助理
S1460125100001
judy.xie@ubs.com
+86-105-832 8006

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	150,140	151,810	161,390	173,163	186,471	199,663	212,582	225,189
息税前利润(UBS)	4,248	3,997	3,897	4,015	4,400	4,805	5,138	5,480
净利润 (UBS)	1,960	1,814	1,748	1,907	2,170	2,448	2,676	2,911
每股收益(UBS 稀释后) (Rmb)	0.39	0.36	0.35	0.38	0.43	0.49	0.53	0.58
每股股息净值 (Rmb)	0.25	0.25	0.20	0.18	0.20	0.23	0.25	0.27
净（债务）/现金	2,261	4,734	4,564	4,195	3,705	2,895	2,355	2,178

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 %	2.8	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
ROIC (EBIT) %	16.9	15.4	14.0	13.5	14.1	14.5	14.5	14.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心) x	6.2	6.4	5.2	5.0	4.4	4.0	3.8	3.5
市盈率 (UBS, 稀释后) x	14.3	15.2	14.7	13.0	11.4	10.1	9.3	8.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	9.6	6.5	2.8	3.4	2.5	1.6	3.3	5.2
净股息收益率 %	4.5	4.6	3.9	3.6	4.0	4.6	5.0	5.4

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8月25日的股价(Rmb 4.92)得出.

本证券研究报告由瑞银证券有限责任公司编制. 本文为瑞银证券有限责任公司同一日期所发布英文报告的翻译版本。 **分析师声明及要求披露的项目，包括UBS(瑞银)发布的有关QUANTITATIVE RESEARCH REVIEW的信息，从第4 页开始。**

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

预测回报率

预测股价涨幅	24.0%
预测股息收益率	3.8%
预测股票回报率	27.8%
市场回报率假设	6.8%
预测超额回报率	21.1%

公司背景

以年销售额计，九州通是国内第四大医药商业企业，同时也是国内最大的民营医药商业企业。公司核心业务为医药分销（商业批发+终端配送），同时涵盖医院纯销、医疗器械、中药材与中药饮片业务、零售连锁、电子商务、基药与处方药、总代理业务和医药工业等多种战略业务。

估值方法及风险声明

我们采用DCF估值法得出目标价。

主要风险包括集采对利润率的侵蚀大于预期、REIT发行延期以及院外分销市场竞争加剧。对于分销行业而言，主要风险包括：1）医保成本管控下医疗产品大幅降价，这可能会影响分销商的收入和利润率；2）持续的医疗反腐；3）院外分销市场的竞争加剧。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

量化研究回顾

瑞银全球研究发布的“量化研究回顾”产品就瑞银分析师对有关多个短期因素发生概率的某些问题给出的回答进行量化评估。本月的观点可在下文找到。该评估中针对特定股票的观点仅反映对这些短期因素的观点，其时间框架不同于本报告中任何股票评级所反映的12个月时间框架。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。

九州通

问题	回答
1. 未来六个月，该公司所处的行业结构会否改善或恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 恶化，**3** = 不变，**5** = 改善，**N/A** = 无看法）	**3**
2. 未来六个月，该公司面对的监管/政府环境会否改善或恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 不利变化，**3** = 不变，**5** = 有利变化，**N/A** = 无看法）	**3**
3. 综合来看，在过去**3-6**个月中，该股票的各方面情况是否有所改善/没有变化/有所恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 明显恶化，**3** = 变化不大，**5** = 明显改善，**N/A** = 无看法	**3**
4. 相较于当前市场的一致预期每股收益，下一期公司每股收益更新的结果可能是：（**1** = 低于市场一致预期，**3** = 与市场一致预期相符，**5** = 高于市场一致预期，**N/A** = 无看法）	**3**
5. 以上差异由哪些因素造成？	
6. 相较于您当前的盈利预测，下一次盈利业绩的风险更偏： **1** = 下行风险，**3** = 上下行风险均衡，**5** = 上行风险，**N/A** = 无看法）	**3**
7. 以上差异由哪些因素造成？	
8. 未来**3**个月，该公司是否存在即将发生的催化剂？	无催化剂
9. 该催化剂有无实际或预计日期？	
10. 该催化剂日期是实际日期，还是预计日期？	无看法
11. 该催化剂是什么？	

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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 08月 25 日 上午 10:23。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）本报告中所表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。	55%	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06月30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: 刘 嘉洲, 谢 清竹, 陈 晨, 博士.

涉及报告中提及的公司的披露

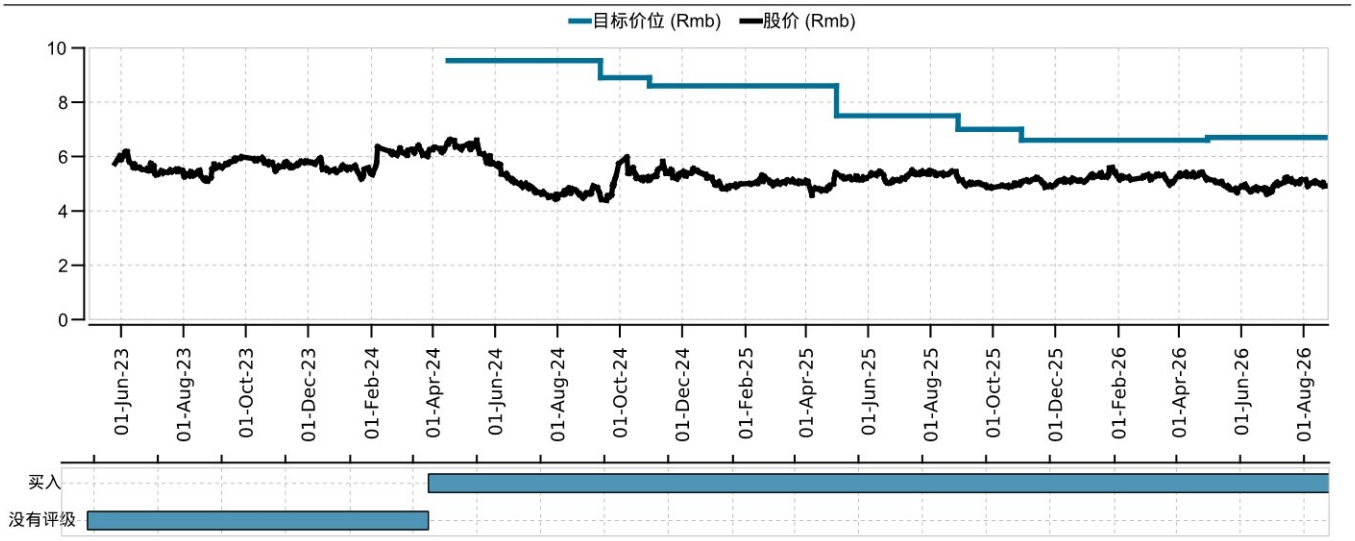
公司名称	路透	**12个月评级**	股价	定价日期及时间
九州通	600998.SS	买入	Rmb4.92	2026年8月25日

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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, 联系人：Investment Research。

九州通 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2023-05-25	5.67	-	没有评级
2024-04-15	6.47	9.53	买入
2024-09-11	4.68	8.90	买入
2024-10-29	5.13	8.60	买入
2025-04-30	5.41	7.50	买入
2025-08-27	5.27	7.00	买入
2025-10-28	5.05	6.60	买入
2026-04-28	5.15	6.70	买入

来源：瑞银全球研究；LSEG Eikon 截至 2026年8月25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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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部制作。**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摘取数据。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件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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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、使用和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市场行为监管局（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，在未经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 ia) Oddzial w Polsce分发。如果UBS Europe SE(spolka z ograniczona ia) 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 ia) 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**本文件由瑞银集团（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 and 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服务局（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）受迪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 Se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 B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

人在草木间

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（Comissao de Valores Mobiliarios, 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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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下，(a)对瑞银及其关联机构或相关实体（及其董事、管理人员、代理人和顾问）（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.首尔分行於韩国分发。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 97299），Unit 2901，Level 29 Altimus，Pandurang Budhkar Road，Worli，Mumbai – 400 018分发。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 n先生，电话：+912261556151，电子邮件：parameshwaran.s@ubs.com；申诉官姓名：Parameshwaran n，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，并仅限提供予专业机构投资者及/或根据适用法规获准的相关人士。除非依据台湾适用法律法规另有允许，本材料仅供参考及信息用途，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转载、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。

UBS 瑞银