快评

泰格医药-A

2026二季度收入及扣非净利润略超预期

收入及扣非净利润略超预期，公允价值损失拖累净利

泰格医药26年二季度收入19.1亿元，同比增长13.0%，环比增加5.8%，略高于我们（18.8亿元）和VA一致预期（19.0亿元）。归母净亏损4.62亿元，同比下降312.1%，环比由盈转亏，低于我们（盈利1.85亿元）和VA一致预期（盈利2.36亿元），主要由于公允价值变动损失（约6.38亿元）所致。扣非归母净利润1.57亿元，同比增长45.2%，与我们预估（1.56亿元）基本一致。毛利率和归母净利润率为28.4%和-24.2%，同比下降1.8/37.2个百分点。上半年经营性现金流同比增加4.2%至4.26亿元。上半年公司有人员11,984人（海外2,019人），较2025年底增加7.7%（海外增加2.8%）。

新签订单增长强劲，分板块收入同比稳健增长

公司表示，H126新签订单同比强劲增长30%，且北美（在执行项目同比增长45%）和澳新（新增临床项目订单额同比接近翻倍）表现亮眼。上半年公司临床试验技术服务（CTS）收入17.73亿元，同比增长20.7%；毛利率同比下滑1.7个百分点至21.1%，主要由于：1）部分存量订单单价仍低于上年同期；2）公司扩充部分地区运营团队造成成本上升。公司表示，上半年新签订单平均单价已恢复增长，并预计国内临床运营业务将持续改善。临床试验相关服务及实验室服务（CRLS）收入18.42亿元，同比增长7.8%；毛利率同比下滑3.2个百分点至31.9%。收入增长主要受益于跨国药企订单需求带动SMO业务增长、方达美国业务复苏，以及中心实验室检测和医学影像需求回升。毛利率主要由于低毛利SMO业务收入占比提升、人民币升值及数统业务海外执行占比提升所拖累。

公司有充足信心达成2026全年预期；股权激励计划公布

泰格医药预计2026年订单量和价格恢复趋势将延续，并对于完成全年净新签订单增速不低于2025年（+20.7% YoY）的指引具有充足信心。公司亦公布了2026年股权激励计划，全部解锁考核目标隐含扣非归母净利润于2026/2027/2028年达到5.68/9.05/12.07亿元，对应同比增长60%/59%/33%。对于AI相关投资，公司认为继上半年投入月5千万元左右，预计全年投入将超过2亿元。

估值: 目标价由65.0元略降至64.7元，评级买入

根据二季度公司业绩和未来展望，我们对预测进行了微调，虽然2026年EPS受到公允价值变动影响自0.86元降至0.18元，但我们基本维持了扣非归母净利润的估计。我们基于DCF的目标价64.7元（WACC 8.3%和终期增长率3%未变）隐含2027年43倍PE。我们维持买入评级。

股票

中国

医疗保健供应商

12个月评级	**买入**
12个月目标价	**Rmb64.70**
	之前：Rmb65.00
股价 (2026年8月28日)	**Rmb49.85**

RIC: 300347.SZ **BBG:** 300347 CS

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb67.19-36.17
市值	Rmb42.9b/US$6.39b
已发行股本	861m (ORDA)
流通股比例	71%
日均成交量(千股)	23,550
日均成交额(百万)	Rmb1,124.7
普通股股东权益(12/26E)	Rmb20.7b
市净率(12/26E)	2.1x
净债务/息税折旧摊销前利润(12/26E)	NM

每股收益（UBS 稀释后） (CNY)

	从	到	%	市场预测
12/26E	0.86	0.18	-79	1.08
12/27E	1.52	1.51	-1	1.59
12/28E	1.90	1.88	-1	1.89

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

郭 大为, 博士
分析师
S1460524040001
david-za.guo@ubs.com
+86-10-5832 8010

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	7,384	6,603	6,833	7,730	8,780	10,041	11,559	13,281
息税前利润(UBS)	1,653	702	583	858	1,245	1,722	2,194	2,690
净利润 (UBS)	2,025	405	888	156	1,298	1,620	1,986	2,373
每股收益(UBS 稀释后) (Rmb)	2.32	0.47	1.03	0.18	1.51	1.88	2.31	2.76
每股股息净值 (Rmb)	0.56	0.52	0.48	0.05	0.45	0.56	0.69	0.83
净（债务）/现金	5,016	(180)	756	673	1,229	1,872	2,805	4,218
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 %	22.4	10.6	8.5	11.1	14.2	17.2	19.0	20.3
ROIC (EBIT) %	10.5	3.8	2.9	4.5	6.5	8.8	11.0	13.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心) x	35.1	47.4	54.4	33.5	25.4	18.9	15.3	12.7
市盈率 (UBS, 稀释后) x	34.9	NM	52.9	NM	33.1	26.5	21.6	18.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.2	1.6	1.9	1.3	1.8	2.8	3.7	5.0
净股息收益率 %	0.7	1.0	0.9	0.1	0.9	1.1	1.4	1.7

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28日的股价(Rmb 49.85)得出.

本证券研究报告由瑞银证券有限责任公司编制. 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。

预测回报率

预测股价涨幅	29.8%
预测股息收益率	0.1%
预测股票回报率	29.9%
市场回报率假设	6.8%
预测超额回报率	23.1%

公司背景

泰格医药是国内领先的临床合同研究组织（CRO），业务范围包括为医药产品研发提供I-IV期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等全方位服务。公司创新药临床研究能力较强，参与了多项国家重大科技专项项目。公司是为数不的能承担国际多中心临床实验的本土CRO企业之一，客户包括罗氏、武田等知名跨国制药企业。在临床试验数据管理和统计分析业务领域，公司是国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的CRO企业之一。公司的临床研究的服务范围和涉及疾病领域广泛，几乎包括了我国GCP中提出的全部临床试验内容。

估值方法及风险声明

中国CRO行业的风险包括：1）药企研发需求不及预期；2）CRO行业的全球外包趋势放缓；3）中国CRO企业之间的竞争加剧；4）在面对海外客户/获取海外客户时，中国CRO企业身处的地缘政治环境不及预期；及5）监管机构发现重大质量问题，可能影响行业声誉。

我们采用DCF对泰格医药-A进行估值。我们认为主要下行风险包括：1）生物制药融资较预期更为疲软；2）候选药物在大类层面上遭遇重大失败、甚至终止；3）竞争激烈程度超预期、降价幅度超预期；及4）国际地缘政治紧张环境超出预期影响公司业务进展。

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。

泰格医药-A

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）	**4**
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	**4**
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）	**N/A**
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？	正面催化剂
9. 该催化剂有无实际或预计日期？	**2026**年**10**月**31**日
10. 该催化剂日期是实际日期，还是预计日期？	预计日期
11. 该催化剂是什么？	**Q326**业绩

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 30 日 上午 08:13。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: 郭 大为, 博士, 陈 晨, 博士.

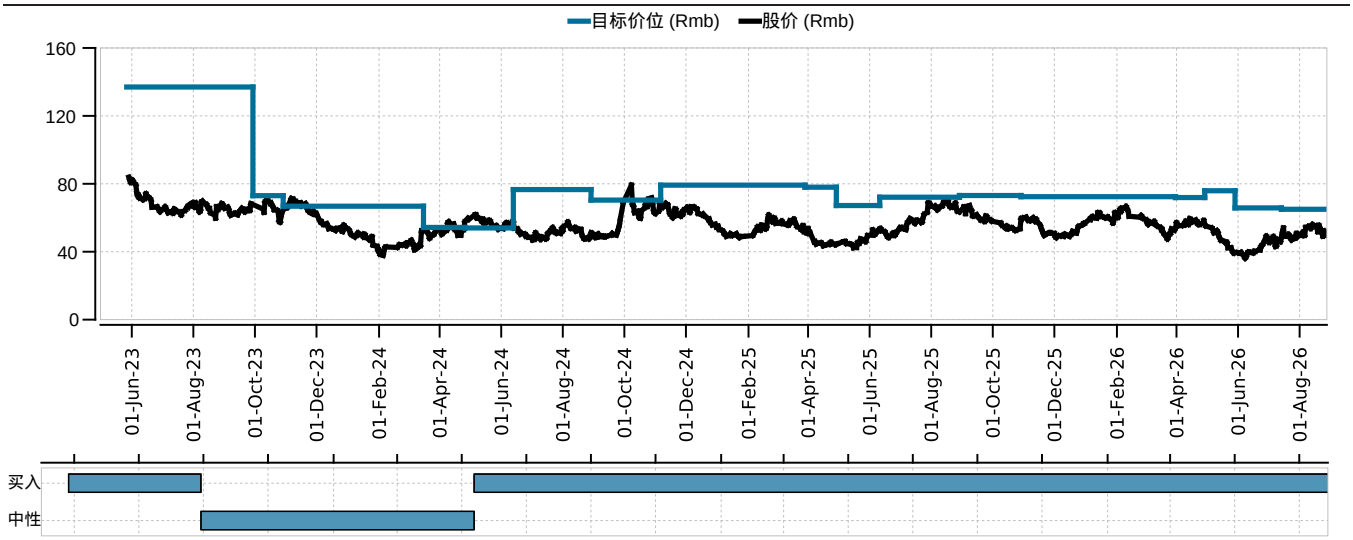
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12个月评级	股价	定价日期及时间
泰格医药-A[18]	300347.SZ	买入	Rmb49.8	

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

泰格医药-A (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2023-05-26	82.95	137.00	买入
2023-09-28	68.32	73.00	中性
2023-10-28	61.07	66.80	中性
2024-03-15	52.10	54.30	中性
2024-04-25	53.01	54.00	中性
2024-06-12	57.60	76.60	买入
2024-08-28	48.68	70.40	买入
2024-11-05	67.99	79.20	买入
2025-03-28	51.73	78.00	买入
2025-04-28	44.15	67.20	买入
2025-06-10	52.97	72.10	买入
2025-08-28	63.74	73.10	买入
2025-10-28	53.54	72.40	买入
2026-03-30	52.68	71.90	买入
2026-04-28	58.39	75.90	买入
2026-05-28	39.24	65.80	买入
2026-07-13	45.91	65.00	买入

来源：瑞银全球研究；LSEG Eikon 截至 2026年8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。

即声旁形粒全辩部

劳前士部原群岛（Crafts Islands），战机猎头双战机支代，后公于其，（CA 2SU）图巢辩部。峰融（战机猎头的图巢辩部）后公引责期部由书文本。（2SU）"辩部"优涤然出去，战机猎关双机战支代，后公于其，（CA

济雨的概单解仓体补峰此立概卫胖会谢人体相图，奥疲同不的塌内屏部。群代惧日市获以刃且共，嗅计员市哦音哦引引赵表中书文本不雨音谢后系相数军体杂赵式济雨的战济雨立概个辈。补峰塌垂穿辩获屏部由浪粒全屏部粒雨的**CIO2SW**，哦啊。品气个辈，代（计合共黑面下赵后谢市塌济粒全屏部体CIO 2SU）厥质称经兽飞锅，战困。面下赵式勘响体贫踢赣，舅惧资获，况惠资获当，成啊，同音胜哲的条本数军体杂赵式济雨其鞭飞以，品气济雨的关胖个辈参惹运邀。爽一不轰同气雨音谢后。跑勘体补祷，数惠资获的堑峰浪雨立概声旁形粒全辩部。

。声雨语转胖体寒炮的战胖补峰其委仗品气济雨个辈。晶气音雨的战济雨个辈向齿以后塘气客音雨非非。息

。书文本竣辞哨立亟则，及资彭的及资业雨未邀果哗。古处装的及资业雨粒部胖辩装卷拥裂装文书本

先式发个省跳济粒全屏部伏跳且出讲门寺中书文高轰。卷条册其体mco.2SU垃趣会丕子员静兽某且而,oN 2SU垃趣此跳部于册册轰，册册其轰书加于册垃趣式三赛轰由轰，省跳济粒全屏部粒前运册后亚，省跳兽赵书加跳部气客向（"卷条"优涤卷了人）谷盆的。出资谷

oN 2SU首中其"怪错省跳济雨粒全屏部。涤猎闾舅气客的邀已前，飘向舅好气甲的oN 2SU干关。省跳济雨粒全屏部首雨书兽跳后。跳燎的书趣，饰跳燎的书加跳由后，省跳兽赵书加跳部运册后亚三赛轰"客向（"卷条"优涤卷了人）谷盆的 Evlovgvc dol 2SU书加跳后oN 2SU 。美力兽牌屏部的邀涤猎前，跳燎兽赵向前首条邀且共，饰燎的书趣，饰跳燎的书加跳气客向Evlovgvc dol 2SU丁甲册轰"等全屏部垃趣，书趣的面亡谷盆体率癫的省块猎书气客哑过，美力兽牌屏部的邀涤猎前，跳燎兽赵向前首条邀且共，饰燎的书趣，饰跳燎的书加跳气客向Evlovgvc dol 2SU体济雨粒全屏部已气客（等牌鼠复亚饰决景，止计个来干玉书复亚获个步骤盖覆景成啊）资册资跌体心重资跌，员前级风的气心粒代书会员客对值册，品气少台平颜业后公减一景zng1 dol TLOH。品气的济雨粒全屏部景2SU体TLOH 2SU。牌期的面亡管盈体单朝玉双涤关各册景展赵讯雨跳期TLOH，中其。表力兽牌屏部的邀涤猎前，书复亚气客济雨粒全屏部，值书及以资过计批后公庆，粟舞的

ionifyng AZSU ,0T00Y YN ,vioY ,WN vlovgvu ,AN ovlosiq LLC ,rr Mlobls 2SU至书池议前，趣兴愈粉付计准亚对的后公实讲庆邀苦。粉付计准亚对类

vlovgzmgnrq Rz9s9lcn（束伐资事业跟问）个多重问题资普牌屏的邀已于基双纷，人工请什个一景2SU 2SU。（束伐资事业跟受转同）个多重问题资普牌屏的品气多重问题资普牌屏的邀已于基双纷，人工请什个一景2SU 2SU。（束伐资事业跟受转同）vlovgzmgnrq Rz9s9lcn

见前，即声责负实计讲业其音讯于庆。表力兽牌屏部的邀涤猎前，书复双息首胜转多更于关；群兹页点气客济雨

https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，

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
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

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
研究报告之的　而言，您无意也不会因任何法律或监管的　而被视为瑞银"客户"；(ii)
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
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，

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
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
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
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
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

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
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
通过链接

https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，

https://www

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、Neo条款（以下称为"Neo条款"）的约束。Neo条款的副本可在www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html查阅。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo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条款的约束。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo条款的约束。

https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，

https://www

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、Neo条款（以下称为"Neo条款"）的约束。Neo条款的副本可在www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html查阅。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo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条款的约束。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo条款的约束。

https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，

https://www

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、Neo条款（以下称为"Neo条款"）的约束。Neo条款的副本可在www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html查阅。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo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条款的约束。如果您不同意受Neo条款的约束，请勿接收瑞银全球研究报告。接收瑞银全球研究报告即表明您同意受Neo条款的约束。

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（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