TMT Daily

一家具有全国规模的新融合电信运营商？蔚来移动虚拟网络运营商正式发布；AMX完成DESK收购，为退市铺平道路

股票

新兴市场电信

莱昂纳多·奥尔莫斯，CFA
Analyst
leonardo.olmos@ubs.com
+55-11-9658 7533

加夫托·费亚拉斯
Associate Analyst
gustavo.farias@ubs.com
+55-11-2767 6154

TMT核心进展

一家具有全国规模的新融合电信运营商？蔚来移动虚拟网络运营商正式发布

发生了什么：据Tecnoblog报道，Nio（前身为Oi Fibra）已通过MVNO模式重返移动市场，将其5G连接与其光纤宽带计划捆绑，以推动融合、客户保留和交叉销售机会。

“以光纤为先的移动服务瞄准现有用户基础：蔚来已在全国范围内推出移动服务，将5G连接嵌入光纤套餐，起步速度为700 Mbps，套餐起价140雷亚尔/月。 管理层强调其简化方案，即符合条件的宽带套餐将自动包含移动接入，无需客户自行组合不同的服务套餐。”

轻资产MVNO策略借助TIM网络：该移动服务通过Surf Telecom提供，Surf Telecom是一家持牌MVNO，主要利用TIM的网络基础设施。 此次合作使蔚来能够无需大量网络投资即可提供全国范围的4G和5G覆盖，降低了执行风险，同时加速了其无线业务的推出进程。

“聚合支持增长与客户粘性：目前nio拥有超过300个城市的大约330万宽带用户，正利用其光纤基础拓展邻近业务。 管理层将移动业务视为增量增长驱动力，同时公司承诺通过2030年维持固定价格，这或有助于客户留存与差异化竞争。据CNN Brasil早前报道，该举措是nio扩大融合电信服务业务的 broader strategy（更广泛战略）的一部分。”

UBS的观点：在我们看来，Nio的推出超越了传统MVNO的范畴，考虑到其全国性的光纤规模——它是巴西第三大宽带运营商，拥有约330万用户，仅次于Claro和Vivo——我们认为这是其在以融合为关键竞争工具的市场中的主要差异。在这方面，我们认为TIM面临更大的风险，因为其光纤用户群较小，约92万用户，并且其融合业务的推广尚处于起步阶段。尽管Nio的捆绑套餐在价格或收益上最初似乎没有颠覆性，尤其是与同行相比，其移动GB配额更为有限。值得强调的是：1）Nio的MVNO将使用Surf Telecom，该公司历史上一直使用TIM的网络；2）TIM的融合套餐（Ultracombo）目前是大运营商中定价最激进的，并且利用了Vtal在其光纤覆盖范围外的城市中的光纤基础设施。

瑞银巴西银行联合公司是瑞银集团和巴西银行的合资企业。

本报告由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.编制。分析师认证及所需披露信息，包括UBS发布的定量研究评审，始于第4页。

图1：与同行相比，Nio的聚合报价在光纤方面显得有吸引力，但在移动方面则有限。

入门级聚合产品/服务				
操作员	Nio	Vivo	克拉罗	TIM
价格	R$140/mo （信用额度每月125雷亚尔 card)	R$160/月（R$224.80/月现款支付）） promotion)	R$159.90/mo	R$89.90/mo
纤维速度	700 Mbps	500 Mbps	600 Mbps	500 Mbps
移动GB津贴	10GB	60GB	100GB	65GB
益处包含	无限WhatsApp	杰尼米（Geminis）包含6个月	无限 WhatsApp；云存储：Google One 或 iCloud+；Globo Play	Facebook, Instagram 和 X 包含

来源：各公司网站；可用性与价格均适用于圣保罗。

AMX完成DESK收购，为退市铺平道路

发生什么：根据Claro巴西的说法，该公司已斥资约17.5亿雷亚尔完成了对Desktop公司控股权的收购，此举加强了其在圣保罗的固定宽带业务覆盖范围，同时启动了将该区域运营商退市的过程。

宽带整合战略：Claro以每股20.63雷亚尔的价格收购了8470万股Desktop股份，占该公司有表决权股本的72.8%。该交易通过整合Desktop的客户群、网络基础设施以及其在圣保罗州强大的区域覆盖，扩大了Claro的固定宽带业务版图。

控权变更后，Claro NXT计划启动统一要约收购，向少数股东提供与控股权收购中达成的相同经济条件。 该流程将支持Desktop从A类转为B类注册，并支持其退出Novo Mercado，目前尚未宣布任何公司重组计划。

估值方法与风险声明

AMX：我们的估值基于2028年EV/EBITDA市盈率，并与拉美同行保持一致。 我们估值的关键下行风险包括：涉及超过20个国家（其中拉美地区有17个国家）、外汇风险；AMX在墨西哥被视为电信领域的“主导者”；以及5G相关资本支出高于预期。关键上行风险是移动和固定业务增长高于预期，以及资本支出低于预期。

VIVT：我们的估值基于2027年的EV/EBITDA，并得到2028年自由现金流收益率的支持，该收益率与BZ同业持平。 对我们的估值构成主要风险的是：移动业务增长停滞、固定业务领域价格战、5G资本支出超预期、与母公司 Telefonica 集团的治理问题，以及税收法规变化（尤其是涉及股权利息或电信特定税种如Fistel或Fust的法规变更）。

泰晤士（TIM）：我们的定价基于2028年的EV/EBITDA，并得到2028年自由现金流收益率的支持，该收益率与巴克莱（BZ）同行持平。 对我们估值的主要风险是：移动业务板块、5G、德州仪器（TI）债务、物联网（IoE）。

所需披露信息

本文件由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S. A.（UBS AG的附属公司）编制。UBS AG及其子公司、分支机构及附属公司，包括前瑞士信贷集团（Credit Suisse AG）及其子公司、分支机构及附属公司，在本文中统称为“UBS”。

关于UBS如何管理利益冲突并维护其UBS全球研究产品的独立性；历史表现信息；有关UBS全球研究建议的某些其他披露；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 除非另有说明，本报告中的信息和数据均基于公司披露，包括但不限于年度报告、中期报告、季度报告及其他公司公告。业绩图表中的数据指过去的情况；过去业绩并非未来结果的可靠指标。 如需更多信息，请随时提出。UBS证券有限公司已获得中国证券监督管理委员会的授权，可从事证券投资咨询业务。UBS可能作为主承销商参与本报告可能涉及的本息证券（或相关衍生品）。本建议最终确定于：2026年10月2日GMT时间中午12:40。UBS已指定UBS全球研究部某些成员为衍生品研究分析师，这些部门成员主要发布关于衍生品价格或市场的分析研究，并提供合理充分的信息，以便基于此信息做出进入衍生品交易的决策。当衍生品研究分析师与股票研究分析师或经济学家合著研究报告时，衍生品研究分析师对衍生品投资观点、预测和/或建议负责。 **定量研究综述：** 瑞士信贷集团全球研究部在其名为《量化研究评论》的产品中，发布了一份关于其分析师对某些问题的回应的量化评估，这些问题涉及某产品中若干短期因素发生的可能性。本评估中包含的对特定股票的观点，仅反映那些与本文中列出的任何股票评级所反映的12个月时间范围不同的短期因素的观点。欲了解最新回应，请参阅本报告末尾的《量化研究评论补充》，如适用。欲了解先前回应，请参考：(i) 先前的瑞士信贷集团全球研究部报告；以及 (ii) 如当月未发布适用的研究报告，则可参考可在处找到的《量化研究评论》。

https://www.ubs.com/disclosures

https://neo.ubs.com/quantitative, or contact your UBS sales representative for access to the report or the Quantitative Research Team on ubs-quant-answers@ubs.com. A consolidated report which contains all responses is also available and again you should contact your UBS sales representative for details and pricing or the Quantitative Research team on the email above.

分析师认证：

本研究报告内容的主要负责研究人员，就其在报告中涵盖的每一项证券或发行人，均保证：(1)所表达的所有观点均准确反映其个人对相关证券或发行人的看法，并系独立作出，包括涉及UBS的情况；(2)其任何部分的薪酬，现在、过去或将来，均未直接或间接与其在报告中提出的具体建议或观点相关。

UBS全球研究：全球股票评级定义

12个月评级	定义	覆盖范围 [1]	国际商业服务 [2]
Buy	FSR比MRA高6%以上。	55%	24%
中立	FSR介于MRA的-6%到6%之间。	40%	21%
Sell	FSR低于MRA 6%以上。	6%	21%

来源：UBS。评级分配截至2026年6月30日。
1：覆盖范围内的公司在全球范围内属于12个月评级类别的百分比。 2：在12个月评级类别中，过去12个月内曾获得投资银行（IB）服务的公司所占的百分比。

关键定义：
预测股票回报（FSR）是指未来12个月内预期价格涨幅加上毛股息收益率。 在某些情况下，该收益率可能基于已累积的股息。市场回报假设（MRA）是指一年期本地市场利率加5%（作为股权风险溢价的代理指标，而非预测）。

例外及特殊情况：英国和欧洲投资基金评级和定义如下：买入：对结构、管理、业绩记录、折让等因素持正面看法； 中性：对结构、管理、业绩记录、折让等因素持中性看法；卖出：对结构、管理、业绩记录、折让等因素持负面看法。核心区间例外（CBE）：投资评审咨询委员会（IRC）可酌情批准偏离标准±6%区间的例外情况。IRC考虑的因素包括股票波动性和相关公司债务的信用利差。因此，被认定为风险非常高或非常低的股票，其评级对应的区间可能更高或更低。当适用此类例外情况时，相关信息将在相关研究报告中“公司披露”表格中注明。

为本报告做出贡献的UBS证券有限公司任何非美国附属机构的分析师均未在FINRA注册/获得资格。 此类分析师可能不是UBS证券有限公司的关联人士，因此不受FINRA关于与目标公司沟通、公开露面以及交易研究分析师账户持有的证券的限制。若存在，由该附属机构委派并为本报告做出贡献的每位附属机构及分析师的姓名如下。

UBS BB外汇、证券及有价证券经纪公司：古斯塔沃·费亚斯，莱昂纳多·奥尔莫斯，CFA。

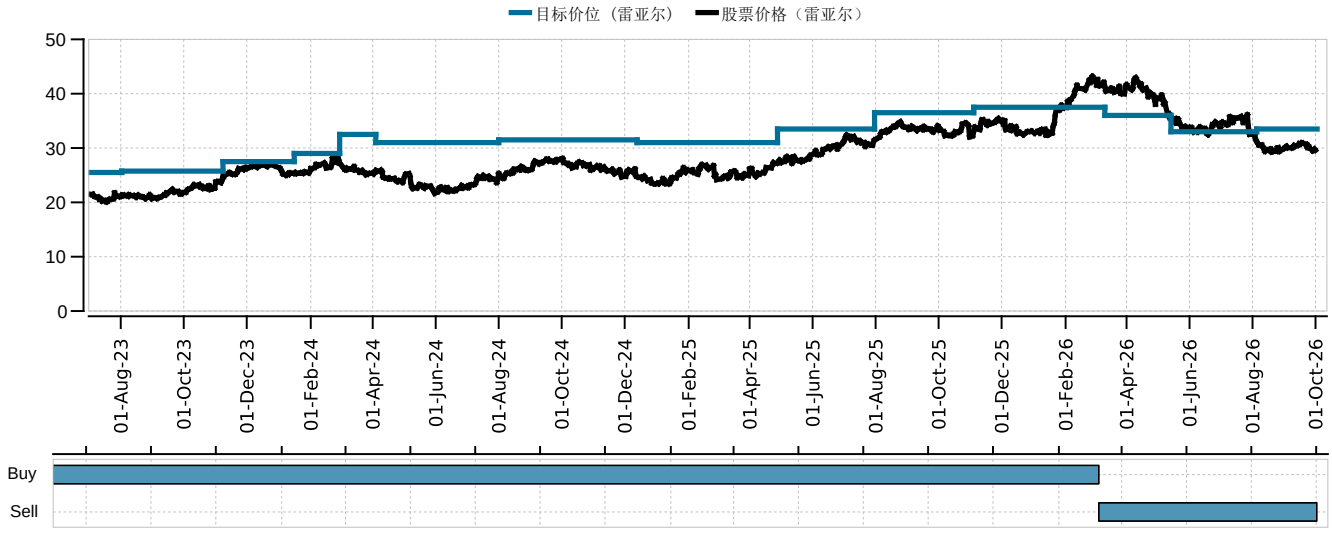
公司披露

公司名称	路透社	12个月评级	价格	价格日期
美国移动 16,7	AMX.N	Buy	US$20.73	2026年10月1日
美国移动 16,7	AMXB.MX	Buy	P18.99	2026年10月1日
桌面 2,4,6,28	DESK3.SA	中立	R$19.50	2026年10月1日
TIM 2,4,16,6,28	TIMS3.SA	中立	R$18.22	2026年10月1日
Vivo 16	VIVT3.SA	Sell	R$29.58	2026年10月1日

来源：UBS全球研究； LSEG Eikon。所有价格均为当地市场收盘价。本表中的评级是在本报告发布前最新发布的评级，可能比股票定价日期更新。

除非另有说明，请参阅本报告正文中的估值与风险部分。 如需获取与本报告所述公司相关的完整披露声明（包括估值与风险信息），请联系：UBS Securities LLC，地址：美国纽约麦迪逊大道11号，邮编10010，注意：投资研究部。

维沃（雷亚尔）



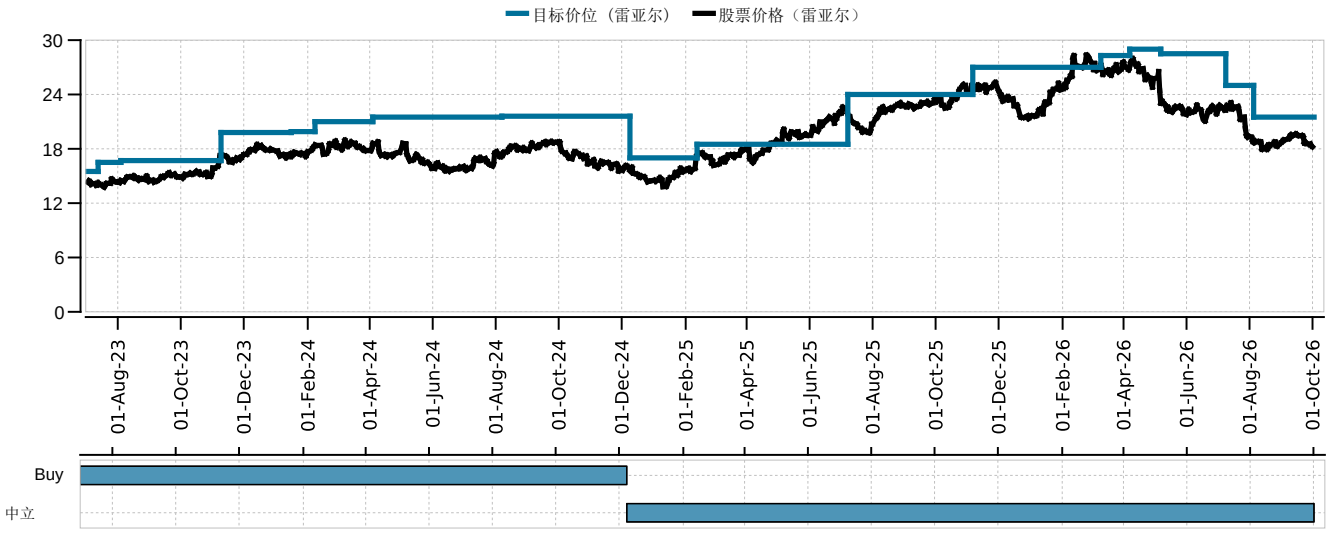
Date	股票价格（雷亚尔）	目标价位（雷亚尔）	评分
2023-06-30	21.64	25.50	Buy
2023-08-01	21.20	25.75	Buy
2023-11-07	24.02	27.50	
2024-01-15	25.35	29.00	
2024-02-28	27.86	32.50	
2024-04-03	25.55	31.00	
2024-07-31	24.26	31.50	

人在草木间

Date	股票价格（雷亚尔）	目标价位（雷亚尔）	评分
2024-12-12	24.88	31.00	Buy
2025-04-27	27.15	33.50	Buy
2025-07-30	31.15	36.50	Buy
2025-11-03	32.25	37.50	Buy
2026-03-10	42.09	36.00	Sell
2026-05-13	35.57	33.00	Sell
2026-08-04	31.65	33.50	Sell

来源：UBS全球研究；LSEG Eikon数据截至2026年10月1日。所有价格以当地市场收盘价为准。评级以所示日期为准。

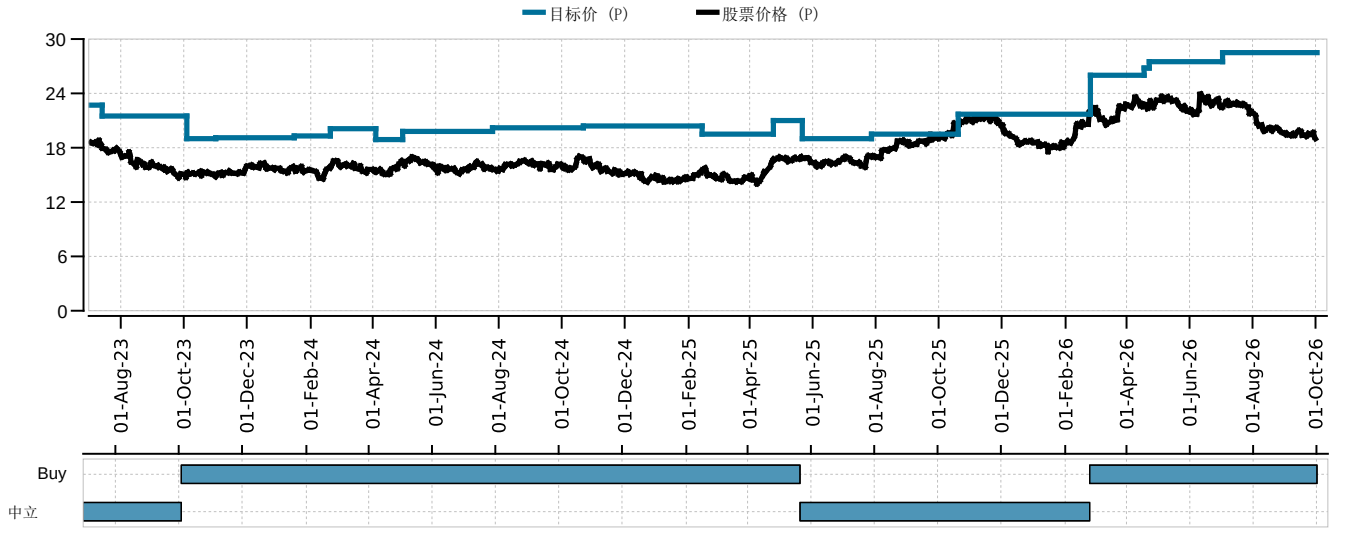
TIM（雷亚）



Date	股票价格（雷亚尔）	目标价位（雷亚尔）	评分
2023-06-30	14.62	15.50	Buy
2023-07-12	14.03	16.50	Buy
2023-08-03	14.28	16.70	Buy
2023-11-08	17.24	19.80	Buy
2024-01-15	17.46	19.90	Buy
2024-02-07	18.22	21.00	Buy
2024-04-03	18.03	21.50	Buy
2024-08-06	17.14	21.60	Buy
2024-12-08	16.11	17.00	中立
2025-02-11	16.93	18.50	中立
2025-07-07	22.34	24.00	中立
2025-11-05	25.01	27.00	中立
2026-03-09	26.77	28.30	中立
2026-04-06	26.72	29.00	中立
2026-05-06	24.44	28.50	中立
2026-07-08	22.29	25.00	中立
2026-08-04	18.83	21.50	中立

来源：UBS全球研究；LSEG Eikon数据截至2026年10月1日。所有价格以当地市场收盘价为准。评级以所示日期为准。

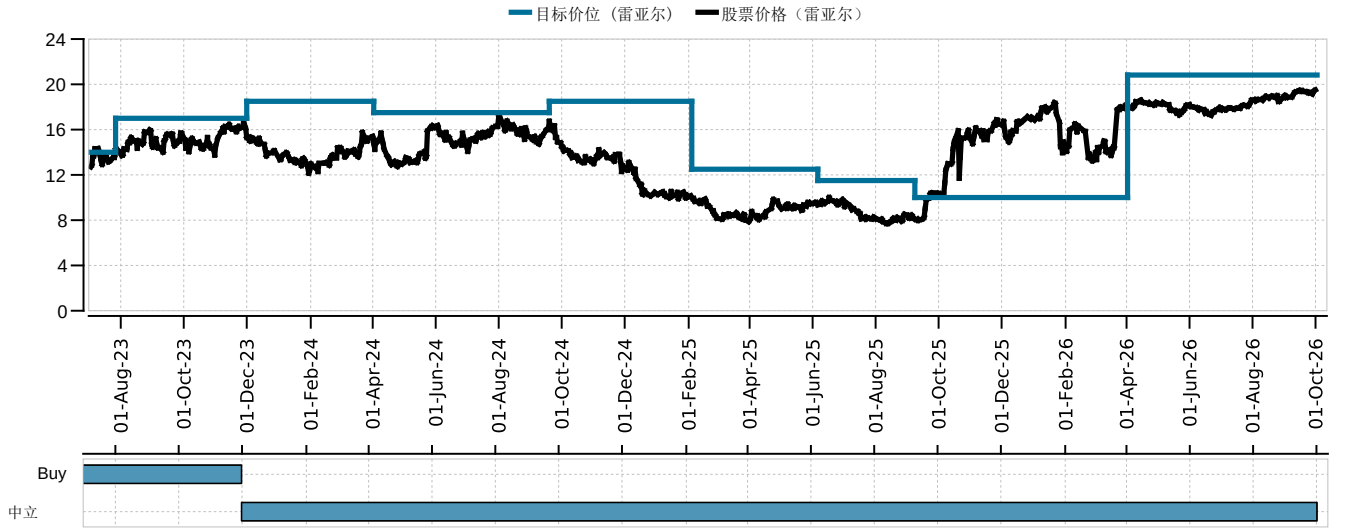
美国移动（P）



Date	股票价格（P）	目标价（P）	评分
2023-06-30	18.58	22.70	中立
2023-07-13	18.34	21.50	中立
2023-10-03	14.72	19.00	Buy
2023-10-31	14.91	19.10	Buy
2024-01-15	15.92	19.30	Buy
2024-02-19	15.85	20.10	Buy
2024-04-03	15.35	18.90	Buy
2024-04-29	16.56	19.80	Buy
2024-07-25	15.76	20.20	Buy
2024-10-21	16.93	20.40	Buy
2025-02-13	15.25	19.50	Buy
2025-04-23	16.55	21.00	Buy
2025-05-21	17.00	19.00	中立
2025-07-27	17.12	19.50	中立
2025-10-19	20.60	21.70	中立
2026-02-24	21.94	26.00	Buy
2026-04-17	22.86	26.80	Buy
2026-04-22	22.38	27.50	Buy
2026-07-02	22.46	28.50	Buy

来源：UBS全球研究；LSEG Eikon数据截至2026年10月1日。所有价格以当地市场收盘价为准。评级以所示日期为准。

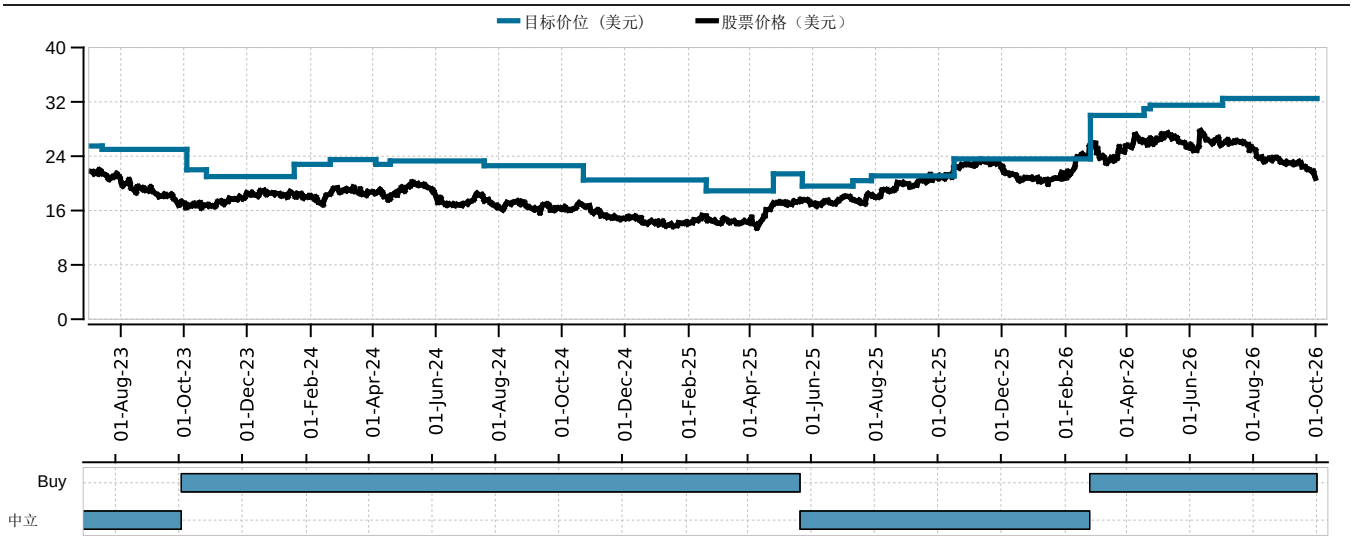
桌面（R$）



Date	股票价格（雷亚尔）	目标价位（雷亚尔）	评分
2023-06-30	11.46	14.00	Buy
2023-07-26	13.56	17.00	Buy
2023-11-30	16.09	18.50	中立
2024-04-01	15.40	17.50	中立
2024-09-18	16.00	18.50	中立
2025-02-03	10.14	12.50	中立
2025-06-05	9.53	11.50	中立
2025-09-07	8.44	10.00	中立
2026-04-01	17.89	20.82	中立

来源：UBS全球研究；LSEG Eikon数据截至2026年10月1日。所有价格以当地市场收盘价为准。评级以所示日期为准。

美国移动（美元）



Date	股票价格（美元）	目标价位（美元）	评分
2023-06-30	21.64	25.50	中立
2023-07-13	21.75	25.00	中立
2023-10-03	16.43	22.00	Buy
2023-10-22	16.83	21.00	Buy
2024-01-15	18.79	22.80	Buy
2024-02-19	18.24	23.50	Buy
2024-04-03	18.54	22.80	Buy

Date	股票价格（美元）	目标价位（美元）	评分
2024-04-17	18.03	23.30	Buy
2024-07-17	17.99	22.60	Buy
2024-10-21	16.86	20.50	Buy
2025-02-17	15.28	18.90	Buy
2025-04-23	16.80	21.40	Buy
2025-05-21	17.59	19.60	中立
2025-07-09	17.66	20.40	中立
2025-07-27	18.48	21.10	中立
2025-10-15	21.56	23.60	中立
2026-02-24	25.49	30.00	Buy
2026-04-17	26.37	31.00	Buy
2026-04-23	26.04	31.50	Buy
2026-07-02	25.72	32.50	Buy

来源：UBS全球研究；LSEG Eikon数据截至2026年10月1日。所有价格以当地市场收盘价为准。评级以所示日期为准。

与全球财富管理客户相关的免责声明遵循全球研究免责声明。 UBS全球研究免责声明

本文件由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S. A.（UBS AG的附属公司）编制。UBS AG及其子公司、分支机构及附属公司，包括前瑞士信贷集团（Credit Suisse AG）及其子公司、分支机构及附属公司，在本文中统称为“UBS”。

本文件中表达的任何意见均可能未经通知而更改，且仅自发布之日起有效。 UBS内部的不同区域、团队及人员可能独立地制作和分发各自的研究产品。例如，UBS首席投资官（CIO）的研究出版物由UBS全球财富管理部制作。UBS全球研究由UBS投资银行制作。各个独立研究机构的研究方法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等方面。因此，除某些经济预测（UBS首席投资官和UBS全球研究可能进行合作）外，各个独立研究机构提供的研究建议、评级、目标价和估值可能会有所不同，或存在不一致。您应参考相关的研究产品，以了解其具体的研究方法和评级体系。并非所有客户都能获取所有机构提供的所有产品。每一项研究产品均需遵守其制作机构的相关政策和程序。

本文件仅供UBS特别授权接收方能接收。 若您未获得此种授权，必须立即销毁本文件。

UBS全球研究通过UBS Neo提供给我们的客户，在某些情况下，也通过UBS. com或通过UBS Neo或UBS.com分发的任何其他通讯中特别指明的任何其他系统或分销方式提供给客户（每一系统均作为批准的分销UBS全球研究的途径）。它也可以通过第三方供应商提供，并通过UBS和/或第三方通过电子邮件或其他电子方式分发。

所有UBS全球研究内容均可在UBS Neo上获取。 如需讨论您访问UBS Neo的权限，请联系您的UBS销售代表。若UBS全球研究提及“UBS证据实验室内部”或使用了由UBS证据实验室提供的数据，且您希望访问该数据，请联系您的UBS销售代表。UBS证据实验室数据可在UBS Neo上获取。UBS全球研究及UBS证据实验室向客户提供的服务的级别和类型可能因多种因素而异，例如客户在接收沟通的频率和方式上的个人偏好、客户的风险状况和投资焦点与视角（例如，市场整体、特定行业、长期、短期等）、客户与UBS全球研究及UBS证据实验室的整体客户关系的规模和范围，以及法律和监管限制。UBS HOLT和UBS Pharma Values是UBS全球研究的提供内容。HOLT镜片是一个企业绩效平台产品，提供基于会计主导的客观框架用于比较和评估公司，可供UBS全球研究客户使用；欲了解详情及价格，请联系您的UBS销售代表。特别地，HOLT根据所选情景提供多种有担保价格；如对特定公司的有担保价格感兴趣，请邮寄至UBS证券有限公司，美国纽约麦迪逊大道11号，邮编10010，收件人：投资研究，但此亦受商业考量约束。UBS Pharma Values是一个分析工具，涉及基于已发布的药品销售预测创建多个个别产品净现值计算，可供UBS全球研究客户使用；欲了解详情及价格，请联系您的UBS销售代表。所有其他具体免责声明，请参阅https://www.ubs.com/disclosures。

当您通过系统接收UBS全球研究时，您访问和/或使用该UBS全球研究的权利受本UBS全球研究免责声明以及UBS Neo平台使用协议（以下简称“Neo条款”）的约束，并受适用于该系统的其他相关使用条款的约束。

当您通过第三方供应商、电子邮件或其他电子方式接收UBS全球研究时，您同意使用受本UBS全球研究免责声明、Neo条款以及适用情况下的UBS投资银行业务条款（https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html）的约束，并受UBS使用条款/免责声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束。此外，您同意UBS根据我们的隐私声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html）和Cookie通知（https://www.ubs.com/global/en/legal/privacy/users.html）中所述的方式处理您的个人数据和使用Cookie。

如果您通过系统或其他任何方式接收UBS全球研究，您同意您不得复制、修订、修改、创作衍生作品、提供给任何第三方或以任何方式进行商业利用通过UBS全球研究提供或以其他方式提供的任何UBS研究，并且您不得在未经UBS事先书面同意的情况下，从通过UBS全球研究或以其他方式提供给您的任何研究或预测中提取数据。您同意未经UBS事先书面同意，不得将UBS全球研究用于任何人工智能系统。

在某些情况下，您可能并非作为UBS的客户而收到UBS全球研究，您理解并同意在这些情况下：(i) UBS全球研究仅供您参考；(ii) 为接收该研究之目的，您并非也无意被视为UBS的“客户”，且在法律或监管方面也不会被视为UBS的客户；(iii) UBS全球研究不得用于任何目的的依赖或依据；(iv) 该内容受随后相关免责声明的约束。

本文件仅供依据法律规定分发。 本文件并非旨在向或提供给任何为任何地区、州、国家或其他司法管辖区的公民、居民或实体使用，或分发、发布、提供或使用此类文件、发布、可用性或使用将违反该司法管辖区的法律或法规，或使UBS在该司法管辖区面临任何注册或许可要求。

本文件是一份通用通讯，具有教育性质； 它并非广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何特定交易策略的招揽或要约。本文件中任何内容均不构成任何投资策略或建议适合或适合投资者个人情况的陈述，也不构成个人建议。提供本文件，UBS或其代表均无责任或权限以受信责任或其它方式提供或已提供投资建议。投资涉及风险，投资者应在做出投资决策时谨慎行事并自行判断。UBS或其代表均未建议接收人或任何其他人采取特定行动或任何行动。接收人应仔细阅读本文件全文，而不仅依据评级就得出推论或结论。通过接收本文件，接收人确认并同意上述预期目的，并进一步放弃任何预期或信念，即本文件中的信息构成对接收人的投资建议或声称满足接收人的投资目标。文件中描述的金融工具可能不在所有司法管辖区销售或向某些类别的投资者销售。

期权、结构化衍生品和期货（包括场外衍生品）并非适合所有投资者。 交易这些工具被认为具有风险，并且可能仅适用于经验丰富的投资者。在购买或出售期权之前，以及为了了解期权相关的全部风险，您必须获得一份《标准化期权特征与风险》的副本。您可以在 https://www.theocc.com/publications/risks/riskchapl.jsp 阅读该文件，或向您的销售代表索取副本。已发布关于这些工具相关风险的多种理论解释。对于任何声明、比较~~、建议、统计数据或其他技术数据的支持文件，如需提供，~~ 我们将予以供应。过往业绩并不必然预示未来结果。在需要多次购买和出售期权的期权策略（例如跨式期权和宽跨式期权）中，交易成本可能相当可观。由于税收因素对许多期权交易至关重要，考虑进行期权交易的投资者应咨询其税务顾问，了解税收如何影响预期的期权交易结果。

抵押贷款和资产支持证券可能涉及高风险，并且对利率或其他市场条件的变化可能高度波动。 外汇汇率可能对文中所提及的任何证券或相关工具的价值、价格或收入产生不利影响。如需投资建议、交易执行或其他查询，客户应联系其当地销售代表。

UBS指出，目前尚无全球公认的框架或定义（法律、监管或其他方面），也缺乏市场对于何为“ESG”（环境、社会或治理）或同等标签的共识，或者信息（如下定义）需具备何种精确属性才能被定义为ESG或同等标签。UBS或第三方为任何目的（无论何种）包含、提及或使用于此处的任何信息、数据或其他内容（包括来自第三方来源的信息，“信息”），若与任何实际或潜在的ESG目标、问题或考量相关，均不应用于ESG分类、监管制度或行业倡议目的（“ESG制度”）。本材料中的任何内容均无意传达、暗示或表明UBS认为或代表本材料中提到的任何产品、服务、个人或机构符合或具备ESG制度下可能存在的任何ESG分类、标签或类似标准。UBS未进行任何ESG制度的合规性评估。各方被提醒为此目的自行进行评估。

任何投资或收入的价值观可能上涨也可能下跌，投资者可能无法收回全部（或任何）已投资金额。 过去的表现不一定能预示未来的表现。UBS及其董事、雇员或代理人不对因使用全部或任何部分信息而产生的任何损失（包括投资损失）或损害承担任何责任。

在做出任何投资或财务决策之前，本文件或信息的任何接收者都应采取措施了解投资的风险与回报，并寻求其个人财务、法律、税务及其他专业顾问提供的个性化建议，该建议应考虑其投资目标的所有具体情况。

本文件中列明的任何价格仅供参考，并不代表任何个别证券或其他金融工具的价值评估。 没有声明任何交易可以或可能以这些价格达成，且这些价格不一定反映UBS的内部账簿记录或基于理论模型的估值，并可能基于某些假设。UBS或任何其他来源的不同假设可能导致结果产生重大差异。

与本文相关的任何材料（“信息”）所包含的信息的准确性、完整性或可靠性均不作任何明示或暗示的陈述或保证，除涉及UBS信息外。 本信息并非旨在构成本文所述证券、市场或发展的完整陈述或摘要。UBS不承担更新或保持信息当前有效的义务。本报告中归因于第三方的任何陈述均代表UBS对第三方通过公开渠道或订阅服务提供的数据、信息及/或意见的解释，且此类使用和解释未经第三方审阅。在任何情况下，本文或任何信息（包括任何预测、价值、指数或其他计算金额（“价值”））均不得用于以下任何目的：

（i）用于评估或会计目的；

（ii）确定应付或应收的金额、任何金融工具或金融合同的价格或价值；或

(iii) 用于衡量任何金融工具的表现，包括但不限于，旨在追踪任何价值（Value）的回报或表现、定义投资组合（portfolio）的资产配置或计算业绩费（performance fees）。

通过接收本文件及信息，即视为您代表并保证UBS，您不会将本文件或任何信息用于上述任何目的，或否则依赖本文件或任何信息。

瑞士信贷集团（UBS）制定并执行相关政策及程序，其中包括但不限于独立性和永久性信息隔离政策，旨在管理潜在利益冲突，并控制信息在瑞士信贷集团内部各部门及其子公司、分支机构及关联公司之间的流转。瑞士信贷集团会与其研究报告涵盖的公司进行业务往来，并寻求与其进行业务往来。因此，投资者应注意，该机构可能存在影响本报告客观性的利益冲突。投资者应将本报告视为其投资决策的单一因素。欲了解瑞士信贷集团全球研究部如何管理利益冲突、保持研究产品独立性、历史表现信息以及有关瑞士信贷集团建议的某些其他披露信息的更多信息，请访问 https://www.ubs.com/disclosures。

瑞银全球研究部将根据其自身判断启动、更新和终止对相关标的的覆盖，其亦将全权决定任何已发布研究产品的发布时机与频率。 本文件中的分析基于多项假设。根据市场滥用法规要求，所有与已发布研究报告相关的重要信息，例如估值方法、风险声明、基本假设（包括对假设的敏感性分析）、评级历史等，均可于UBS Neo上找到。不同的假设可能导致结果产生实质性差异。

UBS全球研究部在编制本文件时可能使用人工智能工具（“AI工具”）。 尽管可能使用了AI工具，但本文件已过人工审核。

负责准备本文件的分析师可能与交易台人员、销售人员和其他相关方互动，目的是收集、应用和解读市场信息。 UBS依靠信息壁垒来控制其一个或多个领域内的信息流入其他领域、部门、团队或关联公司。本文件制备分析师的薪酬完全由UBS全球研究管理部门及高级管理层（不包括投资银行）决定。分析师薪酬不基于投资银行业务收入；然而，薪酬可能与UBS整体及/或其部门收入相关，其中投资银行、销售与交易均是其一部分，即UBS整体。

对于在欧盟监管市场上市交易的金融工具：除UBS证券有限公司外，UBS作为做市商或流动性提供商（根据这些术语在英国法下的解释，或，如果UBS未在英国开展该活动，则根据UBS确定其开展该活动的相关司法管辖区的法律），在发行人的金融工具中履行该职能，但若流动性提供商的职能是根据任何其他欧盟司法管辖区的法律和法规所赋予的定义而开展的，则相关信息将在此文件中单独披露。对于在非欧盟监管市场上市交易的金融工具：UBS可作为做市商，但若该活动是根据相关法律和法规在美国的定义而开展的，则此类活动将在本文件中特别披露。UBS可能已发行认股权证，其价值基于本文件所述的一个或多个金融工具。UBS及其附属公司和员工可能持有多头或空头头寸，作为交易主体进行交易，并买卖本文件中指明的工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中表达的观点不一致。

在过去12个月内，UBS可能根据MiFID II的规定接受了或提供了投资服务及活动或辅助服务，这可能涉及从或向该公司支付款项或承诺支付款项。

请注意，UBS所进行的所有交易均符合瑞士、欧盟、联合国、英国和美国施行的制裁规定，此依据UBS的全球制裁政策。 UBS对未来投资价值的意见均假定不会实施新的制裁。

根据修订后的美国总统行政令第13959号，美国人士被禁止购买或出售被指定与中国军方有关联的某些公司的证券。

英国：本材料由UBS AG伦敦分行分销给有资格的交易对手方或专业客户。 UBS AG伦敦分行受审慎监管局授权，并受金融行为管理局监管及审慎监管局有限监管。

注册为美国经纪自营商（ **非美国联属机构** 仅限主要美国机构投资者。UBS证券有限公司或UBS金融服务公司对由另一家非美国附属机构编制并由UBS证券有限公司或UBS金融服务公司向美国人士分发报告的内容承担责任。美国人士在本文所述证券进行的所有交易必须通过UBS证券有限公司或UBS金融服务公司进行，而不能通过非美国附属机构进行。UBS证券有限公司并非根据《证券交易法》第15B条（以下简称“市政顾问规则”）所定义的任何市政实体或义务人的市政顾问，且本文包含的意见或观点并非意在构成，亦不构成根据市政顾问规则定义的建议。 由UBS Securities Canada Inc.（加拿大注册投资经销商，加拿大投资者保护基金成员）或UBS AG的其它加拿大注册或无需注册的附属机构分销。 除本文件另有规定外，本资料由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.（UBS BB CCTVM）为居住在巴西的合格投资者准备，这些投资者被视为专业投资者（Investidores Profissionais），根据适用法规指定，主要是2021年5月11日第30号CVM决议（确定产品、服务和交易与客户特征相匹配的义务）。UBS BB CCTVM是UBS BB Servicos de Assessoria Financeira e Participacoes S.A.（“UBS BB”）的子公司。UBS BB是UBS AG与巴西银行（通过其子公司BB – Banco de Investimentos S.A.）之间的合资企业，其中UBS AG为多数股东，并提供投资银行服务并在巴西、阿根廷、智利、巴拉圭、秘鲁和乌拉圭提供业务覆盖。UBS BB CCTVM受巴西证交所（CVM）和巴西中央银行监管。调解员：0800-940-0266/ UBS可能持有与本研究报告所涉及公司相关的财务及商业利益。 **香港：** 由UBS证券亚洲有限公司分发。因分析或文件引起的或与之相关的事宜，请联系UBS证券亚洲有限公司的当地持牌人士。 由UBS证券私人有限公司［公司注册号：198500648C］或 UBS AG新加坡分行分销。如需联系，请联系根据《新加坡金融顾问法》（第110章）免于注册的金融顾问UBS证券私人有限公司；或根据《新加坡金融顾问法》（第110章）免于注册且根据《新加坡银行法》（第19章）获得批发银行牌照的UBS AG新加坡分行。该分行受新加坡金融管理局监管，就与该分析或文件有关或由此产生的任何事项进行联系。本文件的接收方声明并保证他们是根据《证券及期货条例》（第289章）定义的合格投资者和机构投资者。 由UBS证券日本株式会社分销给专业投资者（除非另有许可）。若本报告由UBS证券日本株式会社编制，则UBS证券日本株式会社是本报告的作者、出版商和发行人。 在涉及外汇及其他银行业务时，由UBS AG东京分行分销给专业投资者（除非另有许可）。 通过超级年金基金接收者：由UBS AG澳大利亚分行（ABN 47 088 129 613，持有澳大利亚金融服务许可证号231087）分发。对于所有其他接收者：由UBS证券澳大利亚有限公司（ABN 62 008 586 481，持有澳大利亚金融服务许可证号231098）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成个人金融产品建议。因此，本文件中的信息是在未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求的情况下准备的，投资者在根据本文件采取行动前，应考虑信息的适当性，并参考其目标、财务状况和需求。如果本文件包含的信息涉及根据2001年《公司法》第761G节定义的“零售”客户获取或潜在获取特定金融产品，且需要提供产品披露声明，则零售客户应在就是否获取该产品做出任何决定前，获取并审阅与该产品相关的产品披露声明。 **新西兰：** 由UBS新西兰有限公司发行。UBS新西兰有限公司在新西兰不是一家注册银行。您收到本出版物或资料，是因为您已向UBS表明您属于《2013年新西兰金融市场行为法》第五附表第四条中所定义的“批发客户”（获授权客户）。本出版物或资料并非面向非获授权客户。如果您是非获授权客户，您必须不得依赖本出版物或资料。如果您尽管收到本警告仍依赖本出版物或资料，您在此（i）确认您不得依赖本出版物或资料的内容，且其中任何建议或意见并非作出或提供给您，并（ii）在法律允许的最大范围内（a）就您因未经授权依赖本出版物或资料而直接或间接受到任何损失、损害、责任或索赔，赔偿UBS及其关联公司或相关实体（及各自董事、高管、代理人及顾问）（每一方均为“相关方”）；（b）放弃您可能拥有的针对任何相关方就您因未经授权依赖本出版物或资料而直接或间接受到任何损失、损害、责任或索赔所拥有的任何权利或救济。 由UBS证券私人有限公司首尔分行在韩国分销。本报告可能由UBS证券私人有限公司首尔分行的附属机构不时编辑或提供。本材料仅供专业/机构客户使用，不得分发给任何零售客户。 本材料由UBS证券马来西亚有限公司（资本市场服务许可证号：CMSL/A0063/2007）获授权在马来西亚分发。本材料仅供专业/机构客户使用，不得分发给任何零售客户。
UBS证券印度私人有限公司的研究年度合规报告可在以下链接获取： 在“研究”标签下 除本文件另有规定外，本材料不得在中国台湾地区分发。在台灣組織交易所交易的有價證券/工具的信息和材料視為由UBS證券私人有限公司台北分行發布並分发给專業機構投資者及/或依適用規範獲得授權的人士。除非獲得適用台灣法律法規的許可，本材料僅供參考和信息僅用，不應構成對台灣客戶或收件人的所涉公司或本文件中提及的任何公司的「建議」。未經UBS授權，報刊或任何其他人不得转载、翻印或引用本文件任何部分。 本报告由PT UBS Sekuritas Indonesia分发，并由其授权员工（包括营销/销售人员）递送给其客户。PT UBS Sekuritas Indonesia的注册办公地址位于印度尼西亚雅加达SCBD Sequis塔22楼22-1单元，Jl. Jend. Sudirman, kav. 71, SCBD地块11B, 邮编12190。该公司是UBS AG的子公司，根据1995年第8号资本市场法获得许可，持有由资本市场和金融机构监管机构（现称金融服务业管理局/OJK）颁发的经纪商和承销商许可证。PT UBS Sekuritas Indonesia也是印度尼西亚证券交易所的成员，并接受金融服务业管理局（OJK）的监管。未经遵守适用的印度尼西亚资本市场法律法规，本报告或其任何副本不得在印度尼西亚分发或分发给任何印度尼西亚公民。本报告并非印度尼西亚的证券要约，且不得在构成印度尼西亚资本市场法律法规意义上的要约的情况下，在印度尼西亚共和国境内或分发给印度尼西亚公民。

Canada:

Brazil:

香港：

https://www.ubs.com/br/pt/ubsbb-investment-bank/ombudsman.html

Singapore:

Japan:

Australia:

Korea:

Malaysia:

India: Distributed by UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number U67120MH1996PTC097299) Unit 2901, Level 29 Altimus, Pandurang Budhkar Road, Worli, Mumbai – 400 018. It provides brokerage services bearing SEBI Registration Number: INZ000259830; Merchant Banking services bearing SEBI Registration Number: INM000013101; and Research Analyst services bearing SEBI Registration Number: INH000001204. Name of Compliance Officer Mr. Parameshwaran Shivaramakrishnan, Phone : +912261556151, Email : parameshwaran.s@ubs.com, Name of Grievance Officer Parameshwaran Shivaramakrishnan, Phone : +912261556151, Email: ol-ubs-sec-compliance@ubs.com Registration granted by SEBI, and certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors. UBS may have debt holdings or positions in the subject Indian company/companies. UBS may have financial interests (e.g. loan/derivative products, rights to or interests in investments, etc.) in the subject Indian company / companies from time to time. Within the past 12 months, UBS may have received compensation for non-investment banking securities-related services and/or non-securities services from the subject Indian company/companies. The subject company/companies may have been a client/clients of UBS during the 12 months preceding the date of distribution of the research report with respect to investment banking and/or non-investment banking securities-related services and/or non-securities services. With regard to information on associates, please refer to the Annual Report at: https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

www.ubs.com/ubssi

Taiwan:

Indonesia:

由UBS AG伦敦分行或UBS Europe SE产生的研究文件中包含的披露内容，应受英国法律管辖并根据英国法律进行解释。

UBS明确禁止未经UBS书面许可，以任何形式（全部或部分）重新分发本文件，并且无论如何，UBS对任何对本文件或其内容的重新分发，或第三方在此方面的行为，均不承担任何责任。图片中可能包含受第三方版权、商标及其他知识产权保护的对象或元素。© UBS 2026。关键符号和UBS是UBS的注册商标和非注册商标。版权所有。

全球财富管理免责声明

您作为UBS全球财富管理公司的客户收到此文件。 本出版物由您与其有银行关系的UBS瑞士股份有限公司（受瑞士金融市场监管机构FINMA监管）及其附属机构（“UBS”）之一分发。分发该附属机构的完整名称及其监管机构可在本文件末尾的国家特定免责声明中找到。UBS可能在准备本文件时使用人工智能工具（“AI工具”）。尽管可能使用AI工具，但本文件已经过人工审核。

该出版物首次传播的日期和时间与其发布日期和时间相同。

风险信息：

您同意您不得复制、修改、修订、创作衍生作品、提供给任何第三方或以任何方式进行商业利用任何UBS研究报告，并且未经UBS事先书面同意，您不得从任何研究报告或预测中提取数据。

本文件仅供依据法律规定分发。 本文件并非旨在向或提供给任何为任何地区、州、国家或其他司法管辖区的公民、居民或实体使用，或分发、发布、提供或使用此类文件、发布、可用性或使用将违反该司法管辖区的法律或法规，或使UBS在该司法管辖区面临任何注册或许可要求。

本文件仅供您参考； 它不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何特定交易策略的邀请或要约。本文件中任何内容均不构成任何投资策略或建议适合或适合投资者个人情况的陈述，也不构成个人建议。提供本文件，UBS或其代表均无责任或权限以受信身份或其他方式提供或已提供投资建议。投资涉及风险，投资者应在做出投资决策时保持谨慎并运用自己的判断。UBS或其代表均未建议接收人或任何其他人采取特定行动或采取任何行动。接收人通过接收本文件，确认并同意上述预期用途，并进一步放弃任何预期或信念，即本文件中的信息构成对接收人的投资建议或声称满足接收人的投资目标。文件中描述的金融工具可能不在所有司法管辖区销售或向某些类别的投资者销售。

期权、衍生品和期货不适合所有投资者，交易这些工具被认为是有风险的。 抵押贷款和资产支持证券可能涉及高风险，并且对利率或其他市场状况的波动可能高度波动。汇率变动可能对本文提到的任何证券或相关工具的价值、价格或收入产生不利影响。如需投资建议、交易执行或其他查询，客户应联系其当地销售代表。

任何投资或收入的价值观可能上涨也可能下跌，投资者可能无法收回全部（或任何）已投资金额。 过去的表现不一定能预示未来的表现。UBS及其董事、雇员或代理人不对因使用全部或任何部分信息（如下定义）而产生的任何损失（包括投资损失）或损害承担任何责任。

在做出任何投资或财务决策之前，本文件或信息的任何接收者都应采取措施了解投资的风险与回报，并寻求其个人财务、法律、税务及其他专业顾问提供的个性化建议，该建议应考虑其投资目标的所有具体情况。

本文件中列明的任何价格仅供参考，并不代表任何个别证券或其他金融工具的价值评估。 没有声明任何交易可以或可能以这些价格达成，且这些价格不一定反映UBS的内部账簿记录或基于理论模型的估值，并可能基于某些假设。UBS或任何其他来源的不同假设可能导致结果产生重大差异。

与本文相关的任何材料（“信息”）中所包含的信息的准确性、完整性或可靠性均不提供任何明示或暗示的陈述或保证，除涉及UBS的信息外。 本信息并非旨在成为本文所述证券、市场或发展的完整陈述或摘要。UBS不承担更新或保持信息当前的义务。本文中表达的任何意见都可能未经通知而更改，并且可能与UBS其他业务领域或集团、人员或UBS其他代表所表达的意见不同或相反。本报告中归因于第三方的任何陈述均代表UBS对第三方通过公开渠道或订阅服务提供的数据、信息和/或意见的解释，并且此种使用和解释未经第三方审查。在任何情况下，本文或任何信息（包括任何预测、价值、指数或其他计算金额（“价值”））均不得用于以下任何目的：（i）估值或会计目的；（ii）确定任何应付或应收金额、任何金融工具或金融合同的价格或价值；或（iii）衡量任何金融工具的表现，包括但不限于，用于跟踪任何价值或表现、定义投资组合资产配置或计算业绩费的目的。

通过接收本文件及信息，即视为您代表并保证UBS，您不会将本文件或任何信息用于上述任何目的，或否则依赖本文件或任何信息。

瑞士信贷集团（UBS）制定了一系列政策与程序，其中包括但不限于独立性政策及永久性信息隔离措施，旨在并赖以管理潜在的利益冲突，以及控制信息在瑞士信贷集团内部部门（包括全球财富管理与瑞士信贷全球研究之间）及其子公司、分支机构及关联公司之间的流转。欲了解更多关于瑞士信贷集团管理利益冲突及维护其研究产品、历史业绩信息以及特定研究建议披露的独立性的方式，请访问 https://www.ubs.com/research-methodology。

研究覆盖的启动、更新和终止将完全由研究管理部门自行决定，该部门亦对任何已发布研究产品的发布时间和频率拥有最终决定权。 本文件中的分析基于多项假设。不同的假设可能导致实质性不同的结果。

负责准备本文件的分析师可能与交易台人员、销售人员和其他相关方互动，目的是收集、应用和解读市场信息。 UBS依靠信息壁垒来控制包含在UBS一个或多个领域内的信息流向UBS的其他领域、部门、团队或附属机构。本文件制备分析师的薪酬完全由研究管理和高级管理层（不包括投资银行）决定。分析师的薪酬不基于投资银行收入；然而，薪酬可能与UBS整体及/或其部门收入相关，其中投资银行、销售与交易是其中一部分，以及UBS的子公司、分行和附属机构整体。

对于在欧盟受监管市场上市交易的金融工具：UBS AG及其附属公司或子公司（不包括UBS证券有限公司）作为做市商或流动性提供方（根据英国对这些术语的解释），在发行人的金融工具中发挥作用，但若流动性提供方的活动是根据任何其他欧盟司法管辖区的法律和法规所定义的，则相关信息将在此文件中单独披露。对于在非欧盟受监管市场上市交易的金融工具：UBS可能作为做市商发挥作用，但若该活动是根据相关法律和法规所定义的，在美国进行，则此类活动将在此文件中特别披露。UBS可能已发行认股权证，其价值基于本文件所述的一个或多个金融工具。UBS及其附属公司和员工可能持有多头或空头头寸，作为交易主体进行交易并买卖本文件中指明的工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中表达的观点不一致。

期权和期货并非适合所有投资者，交易这些工具被认为具有风险，可能仅适合经验丰富的投资者。 在购买或出售期权之前，以及为了了解期权相关的全部风险，您必须获得一份《标准化期权特征与风险》的副本。您可以在 https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp 阅读该文件，或向您的财务顾问索取副本。

投资结构化产品涉及重大风险。 若要详细了解投资任何特定结构化产品所涉及的风险，您必须阅读该产品的相关发行文件。结构化产品是特定发行人的无担保债务，其收益与标的资产的表现挂钩。根据投资条款，投资者可能会根据标的资产的表现损失全部或大部分投资。如果发行人变得资不抵债，投资者也可能损失全部投资。UBS以任何方式都不保证任何发行人的义务、财务状况或任何发行人提供的财务信息的准确性。结构化产品并非传统投资，投资结构化产品不等于直接投资标的资产。结构化产品可能具有有限的或无流动性，投资者应准备好持有其投资直至到期。结构化产品的回报可能因最高收益、参与率或其他特征而受限。结构化产品可能包含赎回条款，如果结构化产品被提前赎回，投资者将不会获得任何进一步回报，并且可能无法再投资于具有类似条款的类似产品。结构化产品包含成本和费用，这些成本和费用通常内嵌于投资价格中。结构化产品的税务处理可能较为复杂，并且可能与直接投资标的资产有所不同。UBS及其员工不提供税务建议。投资者应在投资任何证券前就自身税务状况咨询其税务顾问。

可持续投资策略重要信息：可持续投资策略旨在将环境、社会及治理（ESG）因素纳入投资流程和投资组合构建中。 不同地域的策略在ESG分析及融入分析结果的方式上存在差异。纳入ESG因素或可持续投资考量可能会限制投资组合经理参与某些与其投资目标及其他主要投资策略相一致的投资机会的能力。纳入ESG因素或可持续投资考量的投资组合回报可能高于或低于投资组合经理未考虑ESG因素、排除或其他可持续性问题的投资组合，且此类投资组合可用的投资机会也可能有所不同。

在过去12个月内，UBS瑞士股份有限公司、其关联公司或子公司可能根据《多德-弗兰克法案》（MiFID II）收到或提供了投资服务及活动或辅助服务，这可能涉及从本公司或向本公司支付款项或承诺支付款项。

披露 如需了解《市场滥用监管条例》要求的利益披露或利益冲突的详细信息，请联系邮箱。
MAR disclosures@ubs.com

外部资产管理人/外部财务顾问：若本研究或出版物提供给外部资产管理人或外部财务顾问，UBS明确禁止外部资产管理人或外部财务顾问将其重新分发，并提供给其客户和/或第三方。

Argentina: 此处提供的所有证券均未获得阿根廷证券与交易所委员会（CNV）的批准，也不受其报告、定期信息披露要求或监管。此外，CNV未审查或认可任何证券发行文件中提供的信息，也未核实其中任何会计、财务、经济数据或其他信息的准确性，该等信息的准确性与否仍由相关发行人及参与各方自行负责。 本文件由UBS瑞士股份有限公司提供。UBS瑞士股份有限公司未持有澳大利亚金融服务牌照（AFSL），并依据豁免条款向澳大利亚人士提供金融服务。本文件仅限根据2001年《公司法》（澳联邦）向机构客户分发。UBS瑞士股份有限公司是UBS AG澳大利亚分行和UBS证券澳大利亚有限公司的关联公司。该文件可由上述实体分发给客户，但其由UBS瑞士股份有限公司提供，并非依据任何其他实体的AFSL提供。本文件中的信息为一般性信息，并非旨在针对任何特定个人或实体的目标、财务状况或需求。每个接收人应在采取建议行动前考虑自身的目标、财务状况或需求，并在决定是否购买任何产品前获取相关产品披露声明（如要求）。在澳大利亚，除UBS AG澳大利亚分行外，UBS的其他实体根据1959年《银行法》（澳联邦）的目的并非授权吸收存款的机构，其义务不代表UBS AG澳大利亚分行的存款或其他负债。UBS AG澳大利亚分行不对该等UBS实体的义务或资金提供担保或其他形式的保证。投资者面临投资风险，包括还款延迟和投资本金及收益损失的可能性。如果您不希望从UBS收到营销材料，请联系您的UBS代表或在澳大利亚隐私声明中列出的联系方式：
您的个人数据将根据本通知进行处理。 **巴林** 本报告由巴林UBS AG分行分发，该分行已获得巴林中央银行（CBB）的正式授权和监管，作为一家二级投资公司（分行）。相关的金融服务或产品仅供CBB定义的合格投资者使用，并不面向任何其他人士。UBS AG，巴林分行是UBS AG，苏黎世/瑞士的境外分行，位于巴林王国曼马马林世贸中心东塔21层。 **巴西** 本报告由UBS BB换汇、证券及凭证股份有限公司（以下简称“UBS”）或其附属机构在巴西分发。根据巴西证券交易委员会（CVM）第20/2021号决议（2021年2月25日发布），本报告的作者特此证明，本报告中表达的观点完全且仅反映其个人意见，并已独立准备，包括与UBS无关。作者的部分报酬基于多种因素，包括其受雇的UBS集团相关实体的总收入，但其中任何部分的报酬均未与、现在或将来与本报告中表达的具体建议或观点相关。此外，UBS和其附属机构可能与目标公司/公司或其附属机构提供投资银行、经纪、资产管理、商业银行及其他金融服务，为此已获得或将来可能获得惯常费用和佣金，这些构成了或可能构成与目标公司/公司或目标证券相关的相关财务或商业利益。 **加拿大** 此处包含的信息并非招股说明书，也绝不能被解释为招股说明书、广告、公开要约、所描述的证券的出售要约、在加拿大或其任何省或地区购买所描述的证券的招揽。在加拿大就所描述的证券进行的任何要约或出售将仅在获得向相关加拿大证券监管机构提交招股说明书要求的豁免的情况下进行，并且仅由根据适用证券法正当地注册的经销商进行，或者，或者根据在加拿大相关省或地区中所作此类要约或出售的相关省或地区的经销商注册要求的豁免进行。此处包含的信息绝不能在任何加拿大省或地区被解释为投资建议，并且并非针对接收者的需求量身定制。在所包含的信息提及根据加拿大或加拿大某省或地区的法律组建、成立或创建的发行人的证券的范围内，此类证券的任何交易必须通过在加拿大注册的经销商进行，或者，或者根据经销商注册豁免进行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查过这些材料、此处包含的信息或所描述的证券的实质性，任何相反的陈述均构成犯罪。在加拿大，本出版物由UBS投资管理加拿大有限公司分发。 **中国** 本报告及随附的任何要约材料，例如条款清单、研究报告、其他产品或服务文件或任何其他信息（统称“材料”），是应UBS收到您和/或有权代表您提出的要求而提供的。如果您错误地收到了材料，UBS请您删除该材料并立即通知UBS。本报告由UBS瑞士AG或其海外子公司或附属公司（统称“UBS海外”）编制。UBS海外是在中国境外注册成立的实体，在中国未获得许可、未受监管或未受监管从事银行业务或证券业务。收件人不应就本报告的撰写者（分析师或UBS海外）联系UBS海外寻求建议，因为他们在中国无权提供证券投资建议。UBS投资银行（包括研究部门）拥有自己完全独立的研发和观点，这些观点有时可能与UBS全球财富管理的观点有所不同。收件人不应使用本文件或在做出投资决策时依赖本报告中包含的任何信息，UBS对此不承担任何责任。 **丹麦** 本出版物并非旨在构成丹麦法律下的公开要约。其仅为向UBS欧洲股份有限公司（以下简称“UBS欧洲”）丹麦分行（UBS欧洲股份有限公司的分支机构，总部位于丹麦哥本哈根圣安娜广场13号，1250，丹麦，并在丹麦商业和公司管理局注册，注册号为38 17 24 33）的客户提供信息而分发。UBS欧洲股份有限公司丹麦分行（UBS欧洲股份有限公司的分支机构）受欧洲中央银行、德国联邦银行（德意志联邦银行）、德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，“BaFin”）以及丹麦金融监管局（丹麦金融监管局）的联合监管，本出版物未向其提交批准。UBS欧洲股份有限公司是根据德国法律以欧洲股份有限公司形式设立的信用机构，并已获得BaFin的正式授权。 **埃及** UBS在埃及并未向公众提供或销售证券或其他投资产品，且其从未也未曾向埃及金融监管局（FRA）注册。 **法国** 本出版物并非旨在构成法国法律下的公开要约，也不构成个人推荐，因其仅向UBS欧洲股份有限公司法国分行（UBS欧洲股份有限公司的分支机构）的客户提供，该分行注册地址为法国巴黎75008科利塞街39号，已在巴黎“商业及公司注册处”注册，注册号为844 425 629。UBS欧洲股份有限公司法国分行受欧洲中央银行、德国中央银行（德意志联邦银行）、德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，“BaFin”）以及法国“审慎监管与解决授权机构”和“金融市场管理局”的联合监管，本出版物未向上述机构提交批准申请。UBS欧洲股份有限公司是根据德国法律以欧洲股份有限公司形式设立的信用机构，并已获得BaFin的正式授权。 **德国** 本出版物并非旨在构成德国法律下的公开要约。它仅向UBS欧洲股份有限公司（UBS Europe SE）的客户分发，该公司总部位于德国法兰克福60306波肯海默大道2-4号，作为信息传递之用。UBS欧洲股份有限公司是根据德国法律成立的欧洲股份有限公司（Societas Europaea）形式的信用机构，由德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称“BaFin”）正式授权，并受欧洲中央银行、德国联邦银行（Deutsche Bundesbank）和BaFin的联合监管，本出版物并未提交给其进行审批。 **香港特别行政区** 本出版物由UBS AG香港分行分发给其客户。UBS AG香港分行是根据香港银行条例获授权的银行，并根据证券及期货条例注册的机构。UBS AG香港分行为一家在瑞士注册并承担有限责任的公司。本材料的内容未经香港任何监管机构审阅。 **印度** 瑞士信贷证券印度私人有限公司（公司识别号U67120MH1996PTC097299） 投诉处理专员帕拉梅什瓦兰·希瓦拉马克里希南，电话：+912261556151，邮箱： 塞浦路斯证券交易委员会（SEBI）的注册许可和NISM的认证绝不保证中介机构的业绩，也不向投资者提供任何回报保证。UBS AG、其附属公司或子公司可能持有目标印度公司/公司的债务头寸或投资。UBS AG、其附属公司或子公司可能不时对目标印度公司/公司拥有财务利益（例如贷款/衍生品产品、投资权或利益等）。在过去12个月内，UBS AG、其附属公司或子公司可能从目标印度公司/公司获得与投资银行业务无关的证券相关服务和非证券服务的报酬和/或非证券服务的报酬。在关于投资银行业务和/或与证券相关的投资银行业务服务和非证券服务的投资研究报告分发日期之前的12个月内，目标公司/公司可能是UBS AG、其附属公司或子公司的客户。关于关联方的信息，请参阅年度报告：
UBS Securities India Private Limited的研究年度合规报告可在以下链接获取： 在“研究”标签下
印度尼西亚 本函及随函发送的任何备忘录、研究报告、其他产品或服务文件或任何其他信息（“资料”）均系应UBS收到您及/或有权代表您提出的要求而提供。若您误收了资料，UBS请您尽快删除/销毁本函及资料，并立即通知UBS。所提供的资料仅供您参考，未经UBS事先书面同意，不得进一步分发。资料未根据您所在司法管辖区的现行法律向任何金融机构或监管机构进行注册或备案。资料可能尚未获得您所在司法管辖区的任何金融机构或监管机构的批准、拒绝批准、认可、注册或备案。基于资料，UBS并未提供、发出任何认购或购买任何投资（包括证券或产品或期货合约）的邀请。资料既不是进行任何交易或合同（包括期货合约）的要约或招股，也不是购买或出售任何证券或产品的要约。相关投资将受资料中规定的转让限制和义务的约束，通过接收资料，您即承诺完全遵守此类限制和义务。您应仔细研究，并确保您理解在考虑您的投资目标、风险承受能力和个人情况时，投资存在的风险，并审慎行事。如有疑问，建议您寻求独立的专业意见。UBS根据资料提供的任何及所有建议及/或执行的交易，将仅在您具体要求或根据具体情况发出具体指示的情况下提供或执行，UBS及您可将其视为此类。 **以色列** 瑞士联合银行（UBS）是一家顶级的全球性金融公司，总部位于瑞士，并在全球50多个国家开展业务，为个人、企业和机构投资者提供财富管理、资产管理和投资银行服务。本出版物仅用于信息参考，并非购买要约或招揽要约。此外，本出版物并非投资建议。除上述内容外，在以色列不会采取任何行动，允许进行要约。

parameshwaran.s@ubs.com
ol-ubs-sec-compliance@ubs.com

https://www.ubs.com/global/en/legal/privacy.html

https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

www.ubs.com/ubssi

本文件中提到的产品或本文件在以色列的公开分发。 特别是，本文件未经以色列证券管理局审查或批准。本文件中提到的产品正提供给符合以色列证券法第5728-1968年第一补充文件中列出的投资者资格的有限数量的资深投资者。本文件不得复制或用于任何其他目的，也不得提供给除已收到副本的人员以外的任何其他人。购买此处提到的产品的任何人应为其自身利益并为其自身账户购买，而非以分销或向其他方提供该产品的目的或意图。购买产品的任何人应根据其自身理解和判断，并在收到与其购买相关的任何所需相关财务、法律、商业、税务或其他建议或意见后进行购买。术语“建议”和/或其任何同义术语应结合以色列投资建议、投资营销和投资组合管理法下定义的“投资营销”术语的定义进行阅读和解释。瑞士法律和法规要求在独立财务研究报告或建议中作出若干强制披露。根据瑞士金融市场基础设施法和金融市场基础设施条例-FINMA，如果这些持股等于或超过法定门槛，银行必须披露其在被研究公司中持有的投票权百分比。此外，瑞士银行协会发布的关于财务研究独立性的指令要求作出若干披露，包括披露潜在的利益冲突、在过去12个月内代表被研究公司参与任何证券发行，以及支付给财务分析师的报酬通常基于：(i) 新发行部门或投资银行；或 (ii) 证券交易业绩（包括自营交易）或销售的表现。意大利：本出版物并非旨在构成意大利法律下的公开要约。它仅出于信息目的分发给UBS欧洲SE，意大利分行，其营业地址为Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Milano的UBS欧洲SE，意大利分行客户。UBS欧洲SE，意大利分行受欧洲中央银行、德国中央银行（德意志联邦银行）、德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，“BaFin”）以及意大利银行（意大利银行）和意大利金融市场监管局（CONSOB - 意大利公司及证券交易所委员会）的联合监管，本出版物尚未提交给其进行批准。UBS欧洲SE是根据德国法律成立的股份两合公司形式的信用机构，并已获得BaFin的正式授权。日本：本报告仅由UBS SuMi TRUST财富管理株式会社，金融工具经销商，关东地方财政局局长（Kinsho）第3233号，日本证券经销商协会、日本金融期货协会、日本投资管理协会

本文中提到的证券或其他金融工具 在构成“前瞻性陈述”的声明中，包括但不限于与我们的未来业务发展相关的声明，代表了UBS的判断和关于我们业务发展的未来预期，但一些风险、不确定性及其他重要因素可能导致实际发展情况和结果与我们的预期有重大差异。未经UBS沙特阿拉伯分公司书面许可，本文件不得以任何目的转发、复制、重新分发或再出版。所有数据和图表的来源（如无其他说明）为UBS瑞士股份公司。 新加坡：如适用，本材料由UBS AG新加坡分行在新加坡分发，该分行根据1970年银行法获得新加坡金融管理局的授权从事银行业务。UBS AG在瑞士注册成立，为有限责任公司。UBS AG在新加坡注册设有分行（UEN S98FC5560C）。本材料已准备并发行，仅限在新加坡向机构投资者、认证投资者和专业投资者（根据《金融顾问条例》定义，以下简称“FAR”）分发。基于您作为机构投资者、认证投资者或专业投资者的身份，UBS AG可免于遵守2001年《金融顾问法》（以下简称“FAA”）、FAR及其颁布的相关通知和指南中某些要求，就UBS AG可能向您提供的任何财务顾问服务而言。这包括免于遵守：FAA第34条（根据FAR第33(1)条）；FAA第36条（根据FAR第34(1)条）；以及FAA第45条（根据FAR第35(1)条）。UBS AG新加坡分行的新加坡接收方和客户应就与本材料有关或由此产生的任何事项联系UBS AG新加坡分行。如适用，本函及随函发送的任何发行材料条款表、研究报告、其他产品或服务文件或任何其他信息（以下简称“材料”）是应UBS收到您或代表您有权提出的请求而发出的。如果您错误地收到了材料，UBS请您删除/销毁本函和材料并立即通知UBS。提供的材料仅供您参考，未经UBS同意，您不得在本辖区或向本辖区分发材料的全部或部分。材料可能未经过您辖区任何金融或监管当局的审查、批准、不批准或认可。UBS未因材料而提供、发出任何认购或购买任何投资（包括证券或产品或期货合约）的邀请。材料既不是进行任何交易或合同（包括期货合约）的要约或招揽
西班牙，根据西班牙银行（Banco de España）注册号1460获得授权。
瑞典：本出版物不构成瑞典法律下的公开要约。仅供UBS欧洲股份公司（UBS Europe SE）、瑞典分行（地址：瑞典斯德哥尔摩雷格伦加塔38号，邮编11153，已在瑞典公司注册局注册，注册号516406-1011）的客户获取信息之目的而分发。UBS欧洲股份公司瑞典分行受欧洲中央银行、德国联邦银行（Deutsche Bundesbank）、德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称“BaFin”）以及瑞典监管机构（Finansinspektionen）的联合监管，但本出版物未向该瑞典监管机构提交批准申请。UBS欧洲股份公司系根据德国法律设立的欧洲股份公司（Societas Europaea），并已获得BaFin的正式授权。
台湾：本资料依据台湾法律，由UBS AG台北分行提供，系应客户/潜在客户之要求或协议而提供。
泰国：本函及随函发送的任何要约材料、条款清单、研究报告、其他产品或服务文件或任何其他信息（以下简称“资料”）均系应UBS收到您及/或有权代表您提出的要求的结果。若您错误接收了资料，UBS请您删除/销毁本函及资料，并立即通知UBS。提供的资料仅供您参考，未经UBS事先同意，您不得在本辖区或向本辖区内全部或部分分发资料。资料可能未经过任何金融或监管机构的审查、批准、拒绝、认可、注册或备案。基于资料，UBS并未提供、发出任何认购或购买任何投资（包括证券或衍生产品）的邀请。资料既非任何交易或合同（包括期货合同）的要约或招揽，也非购买或出售任何证券或衍生产品的要约。相关投资将受资料中规定的转让限制和义务约束，您通过接收资料即承诺完全遵守此类限制和义务。您应仔细研究并确保您理解，在考虑您的投资目标、风险偏好和个人情况时，已适当谨慎并审慎行事，以应对投资风险。如有疑问，建议您寻求独立专业建议。根据资料提供的任何及所有建议和/或UBS执行的交易，均仅在您具体要求或具体指示的情况下提供和/或执行，UBS和您可将其视为是
根据《关于投资服务、活动及辅助服务原则的公告》第III-37.1号第9条，基于其自身意愿在国外提供的投资服务，并不针对土耳其共和国居民加以限制。

阿联酋（UAE）/迪拜金融中心（DIFC）/阿布扎比：UBS未获得阿联酋中央银行或阿联酋证券和商品管理局的授权，也未在阿联酋从事银行业活动。

本文件仅供参考，不构成财务建议。

迪拜金融中心（DIFC）：UBS AG迪拜分行受迪拜金融服务业监管局（DFSA）监管。本材料严格仅限于根据DFSA规则手册分类的专业客户和/或市场交易对手，不得分发给零售客户。

投资研究仅供参考，不构成对特定投资的买入/卖出/持有建议或要约。投资研究可能已过时。在根据投资研究采取行动前，您应寻求投资建议。

阿布扎比：UBS AG阿布扎比分行受阿布扎比全球市场（ADGM）的金融服务监管局（“FSRA”）的授权和监管。本材料仅限于根据FSRA规则定义的专业客户或市场交易对手，不针对零售客户或任何不符合专业客户或市场交易对手标准的个人。

英国：本文件由UBS财富管理公司签发，UBS AG的分支机构，该公司在瑞士受金融市场监管局的授权和监管。在英国，UBS AG受谨慎监管局授权，并受金融行为监管局监管，同时受谨慎监管局的有限监管。如需了解谨慎监管局监管范围的详细信息，请联系我们。伦敦证券交易所成员。本出版物分发给了UBS财富管理的零售客户。

乌克兰：UBS是一家顶级的全球金融服务公司，为个人、企业和机构投资者提供财富管理服务。UBS在瑞士成立，根据瑞士法律运营，并在50多个国家和地区以及所有主要金融中心开展业务。根据乌克兰立法，UBS未注册为银行/金融机构，也未在乌克兰提供银行及其他金融服务。UBS未在乌克兰向公众提供所提及的产品，也永远不会在乌克兰向公众提供所提及的产品。在乌克兰未采取任何授权向公众提供所提及产品的行动，且本文件的分发不应构成乌克兰于2021年12月14日颁布的《关于金融服务和金融机构法》意义上的金融服务。所提及产品的任何要约不应构成乌克兰领土内的投资建议、公开发行、流通、转让、保管、持有或托管证券。因此，本文件
瑞士银行（UBS AG）的附属机构包括：UBS BB 外汇经纪公司、证券与上市证券股份有限公司（UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.）、墨西哥UBS顾问公司股份有限公司（UBS Asesores México, S.A. de C.V.）、UBS SuMi TRUST财富管理有限责任公司（UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.）、以色列UBS财富管理有限责任公司（UBS Wealth Management Israel Ltd.）和UBS金融产品公司（UBS Menkul Degerler AS）。UBS金融服务公司（UBS Financial Services Inc.）对非美国附属机构编制的报告内容负责，当其向美国人士分发报告时。美国人士在本文提及的证券中的所有交易应通过其关联的、在美国注册的经纪商进行，而不得通过非美国附属机构进行。本报告的内容未曾且不会获得美国或任何其他地区的任何证券或投资监管机构批准。UBS金融服务公司并非根据《证券交易法》第15B条（“市政顾问规则”）所指的，为任何市政实体或义务人担任市政顾问，且本文包含的意见或观点并非旨在构成，亦不构成根据《市政顾问规则》所指的建议。如需了解UBS证券公司（UBS Securities LLC）管理冲突及维护其UBS全球研究产品独立性的方式；历史业绩信息；有关UBS全球研究建议的某些额外披露；以及研究报告中使用某些第三方数据条款和条件的信息，请访问https://www.ubs.com/disclosures。

© UBS 2026。关键符号和UBS是UBS的注册和非注册商标。版权所有。

UBS BB
Investment Bank