江淮汽车

尊界盈利延后，调降评级至卖出

尊界的盈利可见度下降

年初至今，江淮汽车股价大跌60%以上，大于A股乘用车板块约30%的跌幅，主要是年初至今尊界S800销量走弱，行业对标公司赛力斯业绩持续低于预期，令投资者担忧与华为合作费用投入太高，或压制了整车厂利润率。尊界8月推出了新的MPV车型，MPV是小众车型，销量表现一般；我们预计主流SUV品牌或在明年下半年才能上市，利润贡献或等到2028年后。我们大幅下修公司2026-28年利润预期，从3/50/83亿元大幅下修至-11/0/16亿元，我们的利润预期远低于市场一致预期，我们认为市场对尊界的盈利可能性过度乐观：我们预期2028年尊界品牌销量4万台，单车盈利1.5万，利润贡献6亿元，净利率3%，远低于市场预期的5万台以上，单车盈利8万元，利润贡献40亿以上，净利率10%。调降评级至卖出。

尊界品牌或到2028年才开始盈利

我们判断尊界品牌可以实现盈亏平衡，但扭亏时间或从2026年延后至2028年，主要由于1）主流的SUV产品或在2028年才贡献营收和利润；2）参考赛力斯财务，即使定位中高端品牌，净利率约4%。我们估计2026-28年尊界销量分别为1.5/2.0/4.0万台，营收贡献100/125/235亿元，净利润贡献-7/-2/6亿元，对应净利率分别为-7/-2/3%。

我们大幅下调业绩预期

考虑到中国国内车市面临需求不振，成本高企，即使中高端品牌亦面临利润率较大波动；而且尊界S800销量也并不稳定，今年以来销量趋势走弱。因此我们大幅下调2026-28年盈利预测，从3/50/83亿元大幅下修至-11/0/16亿元，我们将2026-28年每股盈利预测下调443%/98%/80%，主要下调了尊界品牌的销量与利润率预测。

估值:下调评级为卖出，目标价调降到13元

调降评级至卖出，目标价从53元大幅降低至13元，隐含不到12倍2028年预期市盈率。我们的目标价基于SOTP估值法。受尊界业务盈利延后拖累，我们降低估值倍数。其中尊界业务按照2028年1倍预期市销率，高于蔚来/理想/小鹏2028年预期市销率约0.5倍左右（市场预期），考虑到2028年后尊界进入成熟放量期，28年尊界收入增速料将快于新势力车企，且作为较为独特的超高端豪华新能源车，其定价接近新势力的2倍（之前为2026年3.4倍预期市销率），传统业务按照2027年0.5倍市净率，与A股传统乘用车同业接近（之前为2026年0.9倍预期市净率）。

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	**Rmb13.00** 之前：**Rmb53.00**
股价 (2026年9月16日)	**Rmb19.05**

RIC: 600418.SS **BBG:** 600418 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb57.96-18.80
市值	Rmb41.6b/US$6.20b
已发行股本	2,184m (ORDA)
流通股比例	56%
日均成交量(千股)	76,000
日均成交额(百万)	Rmb1,784.3
普通股股东权益(12/26E)	Rmb12.1b
市净率(12/26E)	3.6x
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	0.14	(0.47)	NM	0.42
12/27E	2.22	0.04	-98	1.94
12/28E	3.67	0.73	-80	2.77

沈 微
分析师
S1460518060001
wei.shen@ubs.com
+86-21-3866 8897

袁 程悦
分析师
S1460524090002
anna.yuan@ubs.com
+86-21-3866 8637

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	45,016	42,202	46,569	58,349	62,487	74,946	76,477	78,084
息税前利润(UBS)	(1,514)	(2,020)	(1,932)	(768)	320	2,141	2,186	2,233
净利润 (UBS)	152	(1,787)	(1,701)	(1,065)	86	1,636	1,702	1,767
每股收益(UBS 稀释后) (Rmb)	0.07	(0.82)	(0.78)	(0.47)	0.04	0.73	0.75	0.78
每股股息净值 (Rmb)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.01	0.22	0.23	0.24
净（债务）/现金	7,847	5,991	10,978	12,116	12,198	14,436	16,393	18,501
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 %	(3.4)	(4.8)	(4.1)	(1.3)	0.5	2.9	2.9	2.9
ROIC (EBIT) %	(38.4)	(242.9)	79.4	16.1	(7.8)	(48.3)	(42.7)	(37.7)
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心) x	50.1	NM	NM	21.1	10.5	5.3	4.7	4.1
市盈率 (UBS, 稀释后) x	NM	(26.9)	(55.4)	(40.8)	NM	26.5	25.5	24.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.9	0.2	0.6	(4.6)	0.6	5.9	6.2	6.6
净股息收益率 %	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	1.1	1.2	1.2

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9月16日的股价(Rmb 19.05)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10 页开始。**

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：尊界品牌可否实现盈亏平衡？

我们判断尊界品牌可以实现盈亏平衡，但扭亏时间或从2026年延后至2028年，主要由于1）主流的SUV产品或在2028年才贡献营收和利润；2）参考赛力斯财务，即使定位中高端品牌，净利率约4%。我们估计2026-28年尊界销量分别为1.5/2.0/4.0万台，营收贡献100/125/235亿元，净利润贡献-7/-2/6亿元，对应净利率分别为-7/-2/3%。

更多

瑞银证券观点

年初至今，江淮汽车股价大跌60%以上，大于A股乘用车板块约30%的跌幅，主要是年初至今尊界S800销量走弱，行业对标公司赛力斯业绩持续低于预期，令投资者担忧与华为合作费用投入太高，或压制了整车厂利润率。展望未来，尊界8月推出了新的MPV车型，MPV是小众车型，销量表现一般；我们预计主流SUV品牌或在明年下半年才能上市，利润贡献或等到2028年及以后。我们大幅下修公司2026-28年的利润预期，从3/50/83亿元大幅下修至-11/0/16亿元，我们的利润预期远低于市场一致预期，主要是市场对尊界的盈利可能性过度乐观：我们预期2028年尊界品牌销量4万台，单车盈利1.5万元，利润贡献6亿元，净利率3%，或远低于市场预期的5万台以上，单车盈利8万元，利润贡献40亿以上，净利率10%。调降评级至卖出。

论据

1）尊界 V800 和V680是尊界品牌旗下的超豪华 MPV 车型，于 2026 年 8 月 5 日正式上市，定价64.8万至 101.6 万元。尊界V800、V680上市24小时大定订单突破3500台。与此同时，今年以来尊界S800销量开始走弱，2025年4季度、2026年1季度和2季度分别是9600台，3700台、2000台。

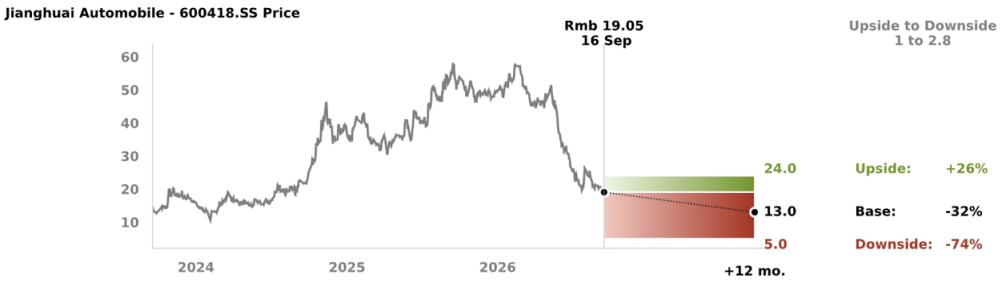
2）2026年2季度，华为系车厂赛力斯自2024年1季度实现盈利后，首次录得亏损。2024-2025年，赛力斯处于产品上升周期时，净利率仅4%左右。

3）尊界第三款产品，即SUV产品或在2027年下半年上市。

什么已反映在股价中？

年初至今，江淮股价已经下降了60%以上，但目前市值仍有400多亿元，对应3.6倍2027预期市净率，0.7倍2027预期市销率，均高于A股乘用车行业平均。公司2024-25年连续两年亏损，我们认为2026年亦不乐观。新车型尊界V800和V680属于小众MPV车型，我们认为销量或很难超预期。目前市场一致预期，仍期待2026年公司实现扭亏为盈，我们认为可见度很低。

乐观/悲观情景分析



价值影响因素（2027E）	尊界销量（台）	尊界毛利率（%）	尊界净利润（亿元）
24.0元 乐观情景	50,000	35%	5.0
13.0元 基准情景	20,000	31%	-2.1
5.0元 悲观情景	15,000	25%	-1.0

来源: 瑞银证券估算

公司背景

公司是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商...

关键问题

问：尊界品牌可否实现盈亏平衡？

瑞银证券观点

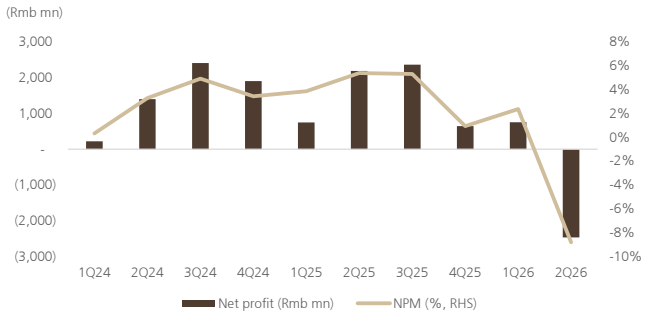
我们判断尊界品牌可以实现盈亏平衡，但扭亏时间或从2026年延后至2028年，主要考虑

1）尊界产能10万台，按照40%产能利用率可以盈亏平衡估算，需要4万台年销量。目前推出的轿车和MPV，都属于偏小众的车型，豪华SUV产品估计要等到2027年下半年才上市，真正贡献营收和利润或等到2028年；

2）从赛力斯的财务表现来看，跟华为深度合作，尽管可以获取较高的产品均价和毛利率，但营业费用，如销售费用和研发费用较高，导致2024-25年销售净利率仅为4%。

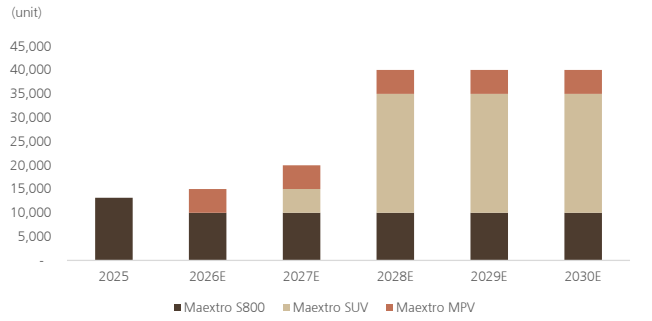
3）目前，我们估计2026-28年尊界销量分别为1.5/2.0/4.0万台，营收贡献100/125/235亿元，净利润贡献-7/-2/6亿元，对应净利率分别为-7/-2/3%。

图表1: 赛力斯季度利润和利润率



来源: 公司数据，Wind

图表2: 尊界销量预测



来源: 公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整

由于国内新能源市场竞争加剧，年初至今尊界S800销量不及预期，尊界新的MPV车型销量较淡，我们判断其新SUV 车型上市时间或延后至2H27，利润贡献或延后至2028年。我们大幅降低尊界的销量和利润率假设，预计2026-27年尊界销售持续亏损（此前预测盈利），2028年盈利预测下调93%。因此，我们大幅下调2026-28年盈利预测，从3/50/83亿元大幅下修至-11/0/16亿元。

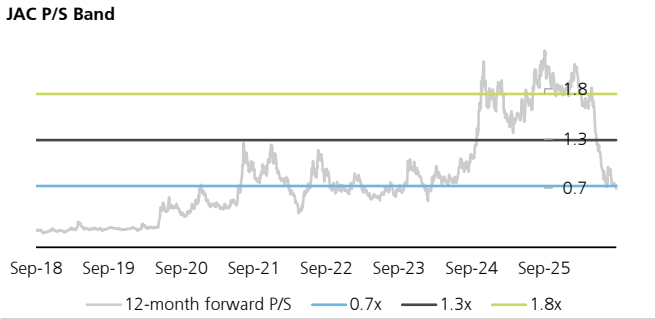
图表3: 盈利预测变动 - 江淮汽车

	2026E			2027E			2028E		
	Old	New	Change	Old	New	Change	Old	New	Change
Sales volume (unit)	**450,265**	**375,265**	**-17%**	**535,332**	**395,332**	**-26%**	**611,152**	**431,152**	**-29%**
Traditional business	400,265	360,265	-10%	415,332	375,332	-10%	431,152	391,152	-9%
Maextro	50,000	15,000	-70%	120,000	20,000	-83%	180,000	40,000	-78%
Revenue (Rmb m)	**86,249**	**58,349**	**-32%**	**126,887**	**62,487**	**-51%**	**161,346**	**74,946**	**-54%**
Traditional business	54,999	48,599	-12%	56,387	49,987	-11%	57,846	51,446	-11%
Maextro	31,250	9,750	-69%	70,500	12,500	-82%	103,500	23,500	-77%
Net profit (Rmb m)	**310**	**(1,065)**	**-443%**	**5,004**	**86**	**-98%**	**8,275**	**1,636**	**-80%**
Traditional business	(752)	(402)	-47%	(389)	299	-177%	(82)	1,036	-1362%
Maextro	1,063	(663)	-162%	5,393	(213)	-104%	8,358	599	-93%

来源: 瑞银证券估算

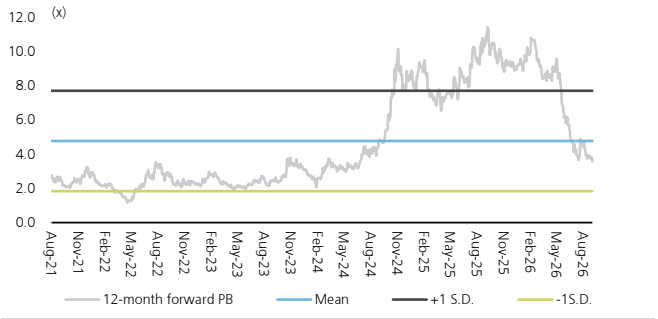
下调盈利预测后，江淮汽车当前股价对应3.6x 2027年预期市净率，0.7x 2027年预期市销率，均高于A股乘用车企业均值；我们认为江淮汽车当前估值反映市场对尊界成功放量及盈利改善的乐观预期，但未充分消化高端新能源车市场竞争加剧，尊界新车发布潜在的推后，华为合作模式下车企利润分成较低等下行风险。

图表4: 市销率 - 江淮汽车



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表5: 市净率 - 江淮汽车



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表6: 可比估值表

Company	Ticker	Share price (local currency)	Mkt cap (US$ m)	PE (x) 2026E	PE (x) 2027E	PB (x) 2026E	PB (x) 2027E	PS (x) 2026E	PS (x) 2027E	EPS growth (%) 2026E	EPS growth (%) 2027E	ROE (%) 2026E	ROE (%) 2027E
A-share passenger vehicle company													
SAIC*	**600104.SH**	**11.30**	**18,557**	**13.9**	**11.8**	**0.4**	**0.4**	**0.2**	**0.2**	**-7.2**	**18.5**	**3.1**	**3.6**
Changan*	000625.SZ	7.08	10,026	28.8	27.0	0.8	0.8	0.4	0.4	-40.2	6.5	3.0	3.1
GAC-A*	601238.SH	5.09	7,415	-5.7	-8.0	0.5	0.6	0.4	0.4	2.8	-28.5	-9.0	-6.9
GWM-A*	601633.SH	14.23	17,439	15.5	12.8	1.3	1.2	0.5	0.5	-20.4	21.0	8.7	9.9
JAC*	600418.SH	19.05	6,135	n.a.	498.2	3.5	3.5	0.7	0.7	n.a.	-108.1	-9.8	0.7
BYD*	002594.SZ	83.96	109,354	21.7	14.2	2.8	2.3	0.8	0.7	8.3	52.4	13.5	17.8
SERES*	601127.SH	45.52	11,328	11.4	9.6	1.7	1.5	0.4	0.4	17.0	19.0	16.0	17.0
Average				**14.3**	**80.8**	**1.6**	**1.5**	**0.5**	**0.5**	**-6.6**	**-2.7**	**3.7**	**6.4**
H-share passenger vehicle													
GAC-H	2238.HK	2.28	3,314	-2.2	-3.1	0.2	0.2	0.2	0.2	2.8	-28.5	-9.0	-6.9
Geely	0175.HK	16.11	24,968	7.0	5.8	1.4	1.2	0.4	0.4	21.2	21.6	21.9	23.3
Brilliance China	1114.HK	1.71	1,232	7.6	5.0	0.4	0.4	7.0	6.6	-51.0	51.8	4.7	7.2
NIO-H	9866.HK	28.42	10,058	-73.5	37.2	20.9	13.6	0.5	0.4	-94.9	-297.5	-23.4	44.2
Xiaomi	1810.HK	26.18	96,340	25.1	19.4	2.1	2.0	1.6	1.3	-39.0	29.2	8.8	10.8
BYD-H	1211.HK	79.20	103,155	17.6	11.6	2.2	1.9	0.8	0.6	8.3	52.4	13.5	17.8
Average				**-3.1**	**12.7**	**4.5**	**3.2**	**1.7**	**1.6**	**-25.4**	**-28.5**	**2.8**	**16.1**
US listed passenger vehicle company													
XPeng	XPEV	10.34	9,873	-21.1	-104.5	2.7	2.6	0.8	0.6	n.a.	n.a.	-10.1	1.6
NIO	NIO.N	3.58	8,868	-77.4	40.0	6.6	8.3	0.5	0.4	n.a.	n.a.	-32.1	-64.0
Li Auto	LI	12.03	12,241	-22.2	50.6	1.3	1.2	0.7	0.6	4.1	-4.3	-4.3	3.5
Average				**-40.2**	**-4.6**	**3.5**	**4.0**	**0.7**	**0.5**				

来源: Thomson Reuters，瑞银证券估算，注：*为瑞银证券估算，其余为汤森路透一致预期，截至2026年9月16日

因此，我们将江淮汽车的评级从中性下调至卖出，目标价从53元大幅降低至13元，隐含不到12倍2028年预期市盈率。我们的目标价基于SOTP估值法。受尊界业务盈利延后拖累，我们降低估值倍数。其中尊界业务按照2028年1倍预期市销率，高于蔚来/理想/小鹏28年预期市销率约0.5倍左右（市场预期），考虑到2028年后尊界进入成熟放量期，28年尊界收入增速料将快于新势力车企，且作为较为独特的超高端豪华新能源车，其定价接近新势力的2倍，（之前为2026年3.4倍预期市销率），传统业务按照2027年0.5倍预期市净率，与A股传统乘用车同业接近（之前为2026年0.9倍预期市净率）。

图表7: 分部估值表

SOTP		
Traditional Business		
2027E Book Value (Rmb b)	12.1	
2027E P/BV (x)	0.5x	
Traditional Business Valuation (Rmb b)	6.1	
Huawei-related business		
2028E Revenue of Huawei business (Rmb b)	23.5	
2028E PS	1.0x	
Huawei-related business Valuation (Rmb b)	23.5	
Equity value (Rmb b)		29.6
Value per share (Rmb)		13.0

来源: 瑞银证券估算



江淮汽车 (600418.SS)

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	**45,016**	**42,202**	**46,569**	**58,349**	*25.3*	**62,487**	*7.1*	**74,946**	**76,477**	**78,084**
毛利	5,124	4,480	5,802	6,674	*15.0*	7,956	*19.2*	10,967	11,085	11,209
息税折旧摊销前利润(UBS)	**388**	**(380)**	**(113)**	**1,202**	-	**2,420**	*101.3*	**4,330**	**4,462**	**4,596**
折旧和摊销	(1,902)	(1,640)	(1,819)	(1,970)	*-8.3*	(2,101)	*-6.6*	(2,188)	(2,276)	(2,364)
息税前利润(UBS)	**(1,514)**	**(2,020)**	**(1,932)**	**(768)**	*60.3*	**320**	-	**2,141**	**2,186**	**2,233**
联营及投资收益	(152)	(994)	(874)	(706)	*19.3*	(456)	*35.4*	(456)	(456)	(456)
其他非营业利润	2,064	1,177	958	170	*-82.2*	170	*0.0*	170	170	170
净利息	(352)	(41)	161	50	*-68.9*	67	*33.9*	69	102	132
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	**46**	**(1,877)**	**(1,687)**	**(1,253)**	*25.7*	**101**	-	**1,924**	**2,002**	**2,079**
税率	(118)	(119)	(84)	188	-	(15)	-	(289)	(300)	(312)
税后利润	**(72)**	**(1,997)**	**(1,770)**	**(1,065)**	*39.8*	**86**	-	**1,636**	**1,702**	**1,767**
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	223	209	69	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	**152**	**(1,787)**	**(1,701)**	**(1,065)**	*37.4*	**86**	-	**1,636**	**1,702**	**1,767**
净利润 (UBS)	**152**	**(1,787)**	**(1,701)**	**(1,065)**	*37.4*	**86**	-	**1,636**	**1,702**	**1,767**
税率 (%)	255.1	0.0	0.0	0.0	-	15.0	-	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)	0.07	(0.82)	(0.78)	(0.47)	*39.3*	0.04	-	0.73	0.75	0.78
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.07	(0.82)	(0.78)	(0.47)	*39.3*	0.04	-	0.73	0.75	0.78
每股收益 (UBS, 基本)	0.07	(0.82)	(0.78)	(0.47)	*39.3*	0.04	-	0.73	0.75	0.78
每股股息净值 (Rmb)	0.02	0.00	0.00	0.00	-	0.01	-	0.22	0.23	0.24
每股现金收益(UBS,稀释后) [1]	0.94	(0.07)	0.05	0.40	*NM*	0.97	*141.6*	1.70	1.76	1.83
每股账面价值	6.06	5.20	4.44	5.37	*21.0*	5.41	*0.7*	6.12	6.66	7.22
平均股数(稀释后)	2,184	2,184	2,184	2,254	*3.2*	2,254	*0.0*	2,254	2,254	2,254

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	15,346	13,256	17,140	18,278	*6.6*	18,360	*0.4*	20,598	22,555	24,663
其他流动资产	13,481	14,436	11,278	18,734	*66.1*	20,186	*7.7*	23,742	24,743	25,776
流动资产总额	**28,827**	**27,692**	**28,418**	**37,012**	*30.2*	**38,545**	*4.1*	**44,340**	**47,298**	**50,439**
有形固定资产净值	8,894	9,682	9,589	8,817	*-8.0*	7,993	*-9.3*	7,144	6,268	5,368
无形固定资产净值	2,320	3,453	5,212	6,634	*27.3*	6,698	*1.0*	6,689	6,608	6,454
投资/其他资产	6,722	8,254	7,661	7,661	*0.0*	7,661	*0.0*	7,661	7,661	7,661
总资产	**46,764**	**49,081**	**50,880**	**60,125**	*18.2*	**60,898**	*1.3*	**65,834**	**67,836**	**69,922**
应付账款和其他短期负债	23,603	26,749	31,619	38,450	*21.6*	39,136	*1.8*	42,463	43,254	44,084
短期债务	3,174	3,588	3,789	3,789	*0.0*	3,789	*0.0*	3,789	3,789	3,789
流动负债总额	**26,777**	**30,337**	**35,408**	**42,239**	*19.3*	**42,925**	*1.6*	**46,252**	**47,043**	**47,873**
长期债务	4,325	3,677	2,373	2,373	*0.0*	2,373	*0.0*	2,373	2,373	2,373
其它长期负债	1,169	2,638	2,450	2,450	*0.0*	2,450	*0.0*	2,450	2,450	2,450
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	**32,271**	**36,652**	**40,231**	**47,062**	*17.0*	**47,748**	*1.5*	**51,075**	**51,866**	**52,695**
普通股股东权益	**13,234**	**11,360**	**9,690**	**12,105**	*24.9*	**12,191**	*0.7*	**13,801**	**15,012**	**16,268**
少数股东权益	1,259	1,070	958	958	*0.0*	958	*0.0*	958	958	958
负债和权益总计	**46,764**	**49,081**	**50,880**	**60,125**	*18.2*	**60,898**	*1.3*	**65,834**	**67,836**	**69,922**

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)	152	(1,787)	(1,701)	(1,065)	*37.4*	86	-	1,636	1,702	1,767
折旧和摊销	1,902	1,640	1,819	1,970	*8.3*	2,101	*6.6*	2,188	2,276	2,364
营运资本变动净值	914	1,444	2,457	(626)	-	(765)	*-22.2*	(230)	(210)	(203)
其他营业性现金流	61	1,041	596	693	*16.3*	341	*-50.8*	350	327	308
经营性现金流	**3,029**	**2,337**	**3,170**	**972**	*-69.3*	**1,763**	*81.3*	**3,944**	**4,095**	**4,236**
有形资本支出	(1,168)	(1,532)	(205)	(500)	*-144.4*	(500)	*0.0*	(500)	(500)	(500)
无形资本支出	0	(688)	(2,366)	(2,366)	*0.0*	(1,000)	*57.7*	(1,000)	(1,000)	(1,000)
净 (收购) / 处置	7,718	(2,939)	2,362	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(5,018)	563	1,270	(449)	-	(182)	*59.5*	(180)	(147)	(117)
投资性现金流	**1,531**	**(4,596)**	**1,062**	**(3,315)**	-	**(1,682)**	*49.3*	**(1,680)**	**(1,647)**	**(1,617)**
已付股息	0	(46)	0	0	-	0	-	(26)	(491)	(511)
股份发行/回购	500	100	0	3,480	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(733)	1,050	(361)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(3,211)	(342)	(1,124)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	**(3,443)**	**763**	**(1,484)**	**3,480**	-	**0**	-	**(26)**	**(491)**	**(511)**
现金流量中现金的增加/(减少)	**1,117**	**(1,496)**	**2,748**	**1,138**	*-58.6*	**82**	*-92.8*	**2,238**	**1,957**	**2,108**
外汇/非现金项目	1,515	(595)	1,137	0	*-100.0*	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	**2,632**	**(2,091)**	**3,884**	**1,138**	*-70.7*	**82**	*-92.8*	**2,238**	**1,957**	**2,108**

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.

江淮汽车 (600418.SS)

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)	NM	NM	NM	NM	NM	26.5	25.5	24.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	(26.9)	(55.4)	(40.8)	NM	26.5	25.5	24.6
股价/每股现金收益	15.4	NM	NM	48.0	19.9	11.4	10.9	10.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.9	0.2	0.6	(4.6)	0.6	5.9	6.2	6.6
净股息收益率 %	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	1.1	1.2	1.2
市净率	2.4	4.2	9.7	3.6	3.6	3.1	2.9	2.7
企业价值/营业收入(核心)	0.4	0.9	1.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心)	50.1	NM	NM	21.1	10.5	5.3	4.7	4.1
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	79.1	10.8	9.7	8.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	57.6	NM	>100	26.0	11.7	5.5	4.9	4.3
企业价值/运营投入资本	4.9	44.9	NM	NM	NM	NM	NM	NM

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	31,548	48,132	94,261	41,605	41,605	41,605	41,605	41,605
净债务 (现金)	(7,847)	(5,991)	(10,978)	(12,116)	(12,198)	(14,436)	(16,393)	(18,501)
少数股东权益	1,259	1,070	958	958	958	958	958	958
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	**24,960**	**43,210**	**84,241**	**30,448**	**30,366**	**28,128**	**26,170**	**24,062**
非核心资产	(5,516)	(5,905)	(5,072)	(5,072)	(5,072)	(5,072)	(5,072)	(5,072)
核心企业价值	**19,444**	**37,305**	**79,169**	**25,376**	**25,294**	**23,056**	**21,098**	**18,990**

增长率(%)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	23.1	(6.3)	10.3	25.3	7.1	19.9	2.0	2.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	-	-	70.2	-	101.3	78.9	3.0	3.0
息税前利润(UBS)	43.7	(33.4)	4.3	60.3	-	NM	2.1	2.2
每股收益(UBS 稀释后)	-	-	4.8	39.3	-	NM	4.0	3.8
每股股息净值	-	(100.0)	-	-	-	NM	4.0	3.8

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	11.4	10.6	12.5	11.4	12.7	14.6	14.5	14.4
息税折旧摊销前利润率	0.9	NM	NM	2.1	3.9	5.8	5.8	5.9
息税前利润率	(3.4)	(4.8)	(4.1)	(1.3)	0.5	2.9	2.9	2.9
净利 (UBS) 率	0.3	NM	NM	NM	0.1	2.2	2.2	2.3
ROIC (EBIT)	NM	NM	NM	16.1	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	6.0	NM	NM	16.1	NM	NM	NM	NM
股东权益回报率(UBS)	1.1	(14.5)	(16.2)	(9.8)	0.7	12.6	11.8	11.3

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	(20.2)	15.8	96.9	(10.1)	(5.0)	(3.3)	(3.7)	(4.0)
净债务/总权益 %	(54.1)	(48.2)	(103.1)	(92.7)	(92.8)	(97.8)	(102.6)	(107.4)
净债务/（净债务 + 总权益） %	NM	(93.1)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值 %	(19.7)	(16.0)	(10.1)	(37.9)	(40.0)	(47.3)	(58.9)	(72.5)
资本支出 / 折旧 %	74.4	121.8	16.8	39.3	38.5	37.8	37.1	36.4
资本支出/营业收入 %	2.6	3.6	0.4	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS)	3.3	-	-	-	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	30.3	-	-	-	30.0	30.0	30.0	30.0

分部门收入 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
Passenger vehicle	15,916	15,122	17,996	25,784	28,534	39,534	39,534	39,534
Commercial vehicle	21,024	22,162	20,469	20,188	21,197	22,257	23,370	24,538
Chassis	8,076	7,798	8,103	12,377	12,756	13,154	13,573	14,012
其他	0	(2,880)	1	0	0	1	0	0
总计	**45,016**	**42,202**	**46,569**	**58,349**	**62,487**	**74,946**	**76,477**	**78,084**

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
Total	(1,514)	(2,020)	(1,932)	(768)	320	2,141	2,186	2,233
其他	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	**(1,514)**	**(2,020)**	**(1,932)**	**(768)**	**320**	**2,141**	**2,186**	**2,233**

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	-31.8%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	-31.8%
市场回报率假设	6.7%
预测超额回报率	-38.5%

公司背景

公司是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商， 公司产品主要是整车和客车底盘，其中整车产品分为乘用车和商用车，乘用车包括SUV、MPV、轿车、IEV 纯电动乘用车等产品，商用车产品包括轻型货车、重型货车、多功能商用车、客车等产品。

估值方法及风险声明

我们通过SOTP估值得出江淮汽车的目标价。
我们认为江淮面临的上行风险：1）与华为合作车型订单超预期；2）与华为合作车型净利润率超预期；3）与大众合作电动车项目市场表现好于预期。
下行风险有：1）宏观经济增速放缓对公司的卡车及商用车销量产生不利影响；2）政府的新能源车补贴政策发生更改；3）公司与大众合作的电动车项目进度慢于预期；4）公司与华为合作的豪华车项目不及预期。

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。

江淮汽车

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）	**2**
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	**2**
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）	**N/A**
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？	

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 09月 17 日 上午 09:46。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: 沈 微, 袁 程悦.

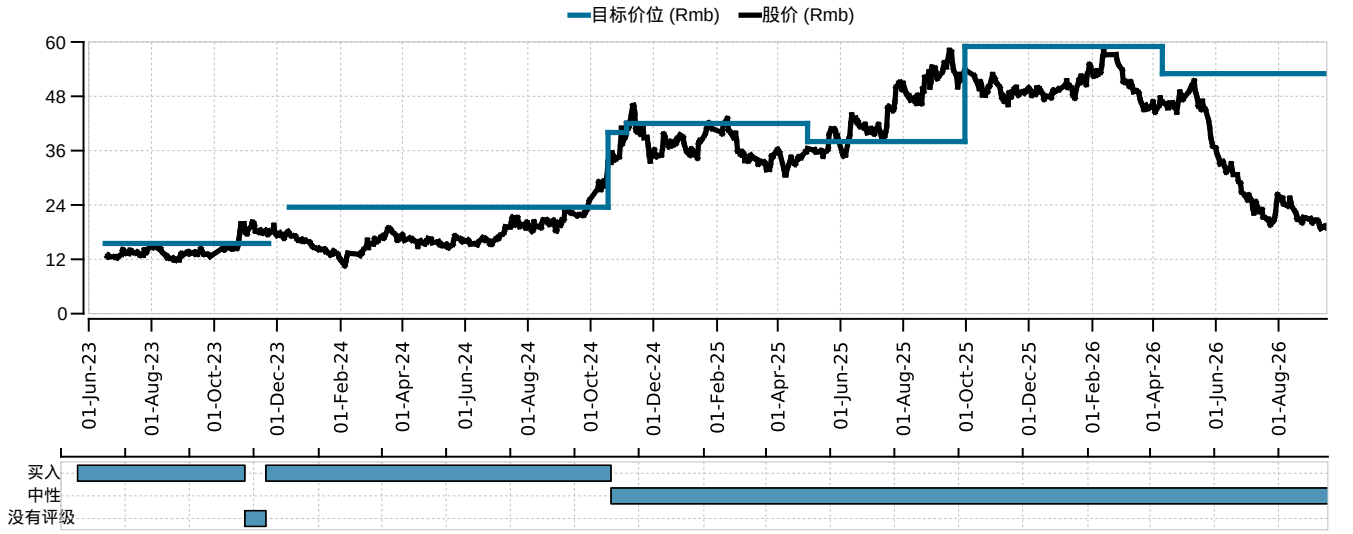
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	**12个月评级**	股价	定价日期及时间
江淮汽车	600418.SS	中性	Rmb19.38	2026年9月17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。

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。

江淮汽车 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2023-06-16	12.49	15.50	买入
2023-11-22	17.50	-	没有评级
2023-12-12	18.13	23.50	买入
2024-10-17	30.45	40.00	买入
2024-11-04	39.10	42.00	中性
2025-04-29	35.77	38.00	中性
2025-09-29	53.10	59.00	中性
2026-04-09	46.72	53.00	中性

来源：瑞银全球研究；LSEG Eikon 截至 2026年9月17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

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 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**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：** 通过养老金基金获取本文件的接收方： 由UBS AG, Australia Branch（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 Limited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U67120MH1996PTC097299），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 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，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