

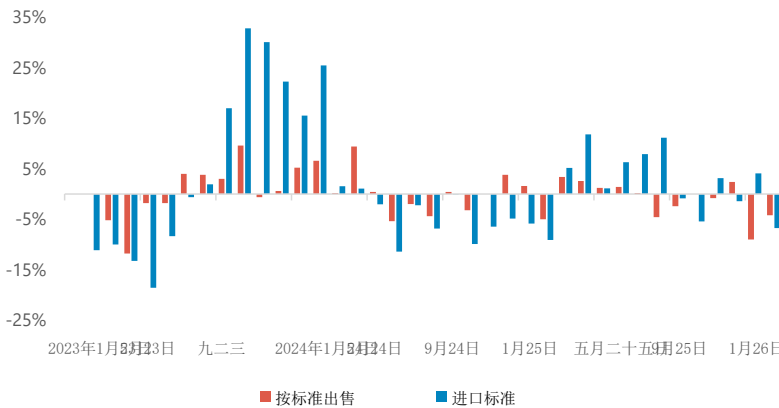
追踪轮胎进口 | 四月数据 | 欧盟从中国进口下降50% - 3月

欧洲3月份进口出现显著放缓，为-17%，而去年同期为+3%（图4显示差异为20%）。其中，中国进口下降50%。我们持续关注这一点，因为过去12个月以上进口已占据重要份额，我们通过衡量进口增长率与市场增长率之比来评估。进口下降应将支撑欧洲轮胎生产在2027年。[此处研究](#) 预计6月18日将公布欧盟反倾销裁决，这将推动进口持续减少。

数据是三月份为欧洲，四月份为美国。

将进口与市场增长进行比较。我们将月度轮胎进口增长与欧洲和美国的市場数据进行比较。这提供了一个衡量进口相对于市场表现的标准。销售额以百分比表示，市场组合为80%替换轮胎和20%原厂设备轮胎。在图1中，我们展示了标准进口轮胎进入美国（即<18英寸轮胎）与标准美国市场（皮利利标准市场定义）的市场增长对比。当进口增长高于市场增长时，进口轮胎正在抢占市场份额。

图1 - 美国标准市场增长与进口增长对比



杰弗里斯，美国贸易，公司数据

闪亮笔记

米其林

评分	BUY
价格	€33.74 ^A
价格目标 百分比至点	€35.00 +4%
52W高低	€34.70 - €25.51
浮动 (%) 优势月供 (美元)	93.1% 62.55
市值	€ 23.8B \$27.6B
股票代码	机器学习前向传播

大陆

评分	BUY
价格	€73.78 ^A
价格目标 百分比至点	€75.00 +2%
52W高低	€75.36 - €52.91
浮动 (%) 优先股市值 (百万美元)	54.0% 40.12
市值	€ 14.8B \$17.1B
股票代码	致 G

皮利利

评分	HOLD
价格	€6.43 ^A
价格目标 百分比至点	€6.60 +3%
52W高低	€6.68 - €5.31
浮动 (%) 优势月 (百万美元)	42.7% 13.67
市值	€ 7.0B \$8.1B
股票代码	PIRC 中心

除非另有说明，否则为前一个交易日的收盘价。

迈克尔·阿斯平厄尔 * | 股权分析师
+44 (0) 20 7029 8431 | maspinall@jefferies.com

菲利普·雨果斯 ^ | 股票分析师
44 (0) 20 7029 8983 | philippe.houchois@jefferies.com

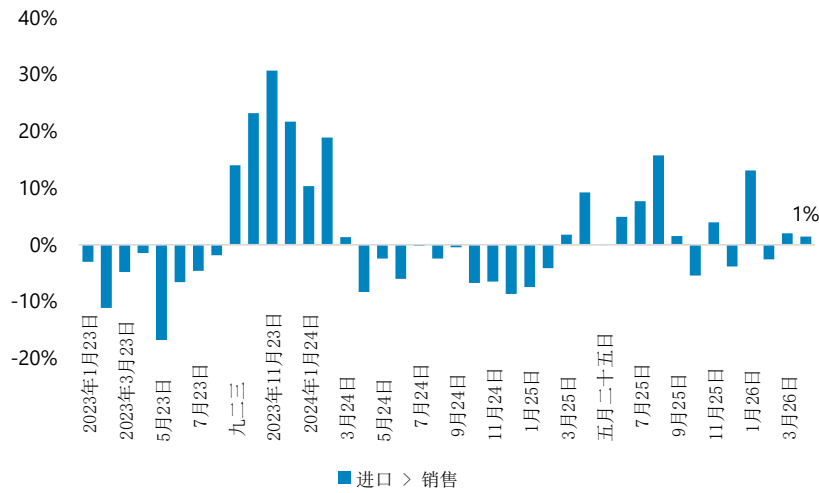
范妮莎·杰弗里斯 * | 股权分析师
44 (0) 20 7548 4123 | vjeffriess@jefferies.com

欧文·佩特森 * | 股权分析师
+44 (0) 20 7548 4745 | opaterson@jefferies.com

凯拉·阿西诺比 * | 股权助理
+86 (0) 20 7548 4542 | kasinobi@jefferies.com

我们通过增长率之间的差异来捕捉这一指标。我们将进口额与市场增长之间的差异汇总为一个单一数字，以便进行长期追踪。对于美国标准轮胎，2023年进口额的增长领先于市场，但在2024年低于市场，这意味着本地生产占据了市场份额。最近，进口额的增长基本与市场增长同步，2月份的差距为-3%，而3月和4月份的差距为+1%左右。

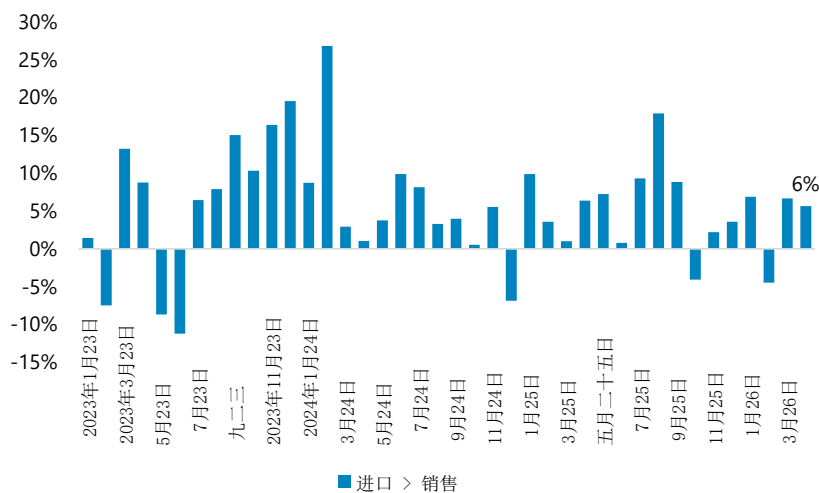
图2 - 美国标准进口与销售对比



杰弗里斯, 美国贸易, 公司数据

美国高端轮胎进口增长较快。3月至4月，进口增速与市场增速的差值保持稳定在+6%，表明进口增速重新领先。18英寸以上轮胎的最大进口来源是墨西哥（约20%）、泰国（约20%），以及日本/越南/印尼/韩国（均为约5%）。因此，18英寸以上轮胎的大部分进口很可能与一级品牌相关。

图3 - 美国高价值进口与销售对比

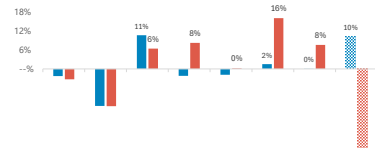


杰弗里斯, 美国贸易, 公司数据

3月份，欧洲进口额再次低于市场增长。2月份为-27%后，利差降至-20%。这包括进口额下降-17%和市场增长+3%。这种下降很大程度上反映了3月份进口额降幅（-17%）小于1月和2月（约25%）。我们预计反倾销案的最终裁决将于明天（6月18日）做出，该裁决将为对华轮胎进口征收高额关税提供依据。

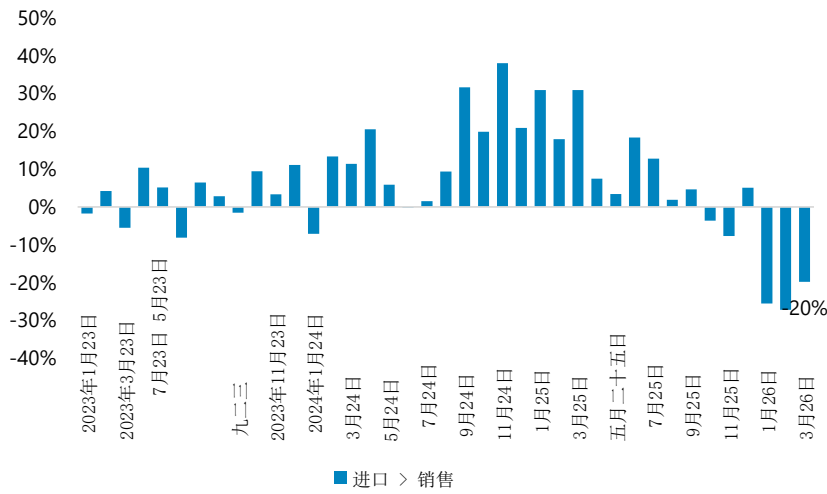
图6 - 如果进口减少25%，当地欧洲生产可能增加10%。

鉴于价值链的滞后，这一影响将在2026年下半年和'27年出现。



杰弗里公司, 公司报告, 欧洲统计局

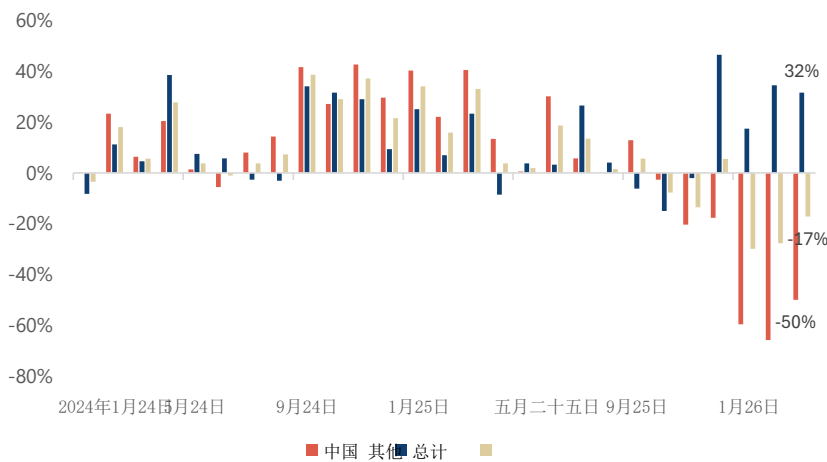
图4 - 欧盟进口与销售对比



杰弗里斯，欧洲统计局，公司数据

中国正驱动欧洲进口的疲软。过去两年间，中国来源的进口大幅增长，并在2024年末急剧加速。今年3月，中国进口急剧下降，同比降幅达50%，而其他国家进口同比则增长32%。

图5 - 中国与全球其他地区进口年增长率对比



杰弗里斯，欧洲统计局

是时候让本地生产夺回市场份额了？ 欧盟对华汽车轮胎进口的反倾销关税可能从2026年6月起达到30%-50%。这已经导致3月份中国轮胎进口量下降(-50%)和总进口量下降(-17%)。如果欧盟进口量下降25%，这将需要本地产量增加10%，市场份额大约回升10个百分点至历史水平。这可能会为欧洲轮胎制造商在2026年下半年及进入2027年提供显著的销量支撑。

公司简介

大陆

大陆集团专注于传动带和客货车辆轮胎业务。预计到2025年，大陆集团将通过轮胎和ContiTech业务实现约200亿欧元收入。从地域分布来看，大陆集团的业务主要集中在欧洲，该地区贡献了约50%的收入，除此之外，北美贡献了27%的收入，亚洲贡献了22%。该集团于1871年在德国成立。

米其林

米其林是领先的全球乘用车和商用车轮胎制造商。2022年，米其林通过乘用车和轻型商用车轮胎、卡车轮胎及特种业务板块，实现了286亿欧元营收。该公司成立于1863年，总部位于法国克莱蒙费朗。

皮利利

倍耐力是一家专注于高端、豪华和赛车运动的全球领先的乘用车轮胎制造商。2024年，倍耐力实现收入68亿欧元，EBIT利润率为15.7%。该公司成立于1872年，总部位于意大利米兰。

公司估值/风险

大陆

我们的基于多重因素的价格目标为75欧元，相当于26财年EBIT的10倍。此外，我们将回收的收益计入ContiTech的出售价格。风险包括由于传统产品组合导致的内容增长有限，以及轮胎利润率的更大幅度下降。

米其林

我们基于多重因素确定的35欧元价格目标，相当于27倍市盈率（EV/EBIT）。风险包括输入成本通胀、北美/欧洲低成本进口产品的回归，以及具有价值破坏性的并购。

皮利利

我们基于多种因素的6.60欧元PT估值相当于26倍EV/EBIT的8.0倍。风险包括>18英寸轮胎的增长放缓/加速、竞争性的净定价以及投入成本通胀。

分析师认证:

本人迈克尔·阿斯平厄尔证明，本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（及/或）相关公司所持有的个人观点。本人还证明，我的任何薪酬部分均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关联。

我，菲利普·雨果，特此证明本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（或相关公司）的个人看法。我还特此证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

本人范妮莎·杰弗里斯特证明，本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券及相关公司个人看法。本人亦证明，我的任何薪酬，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表述的具体建议或观点相关。

我，欧文·佩特森，特此证明，本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（及/或）相关公司的个人看法。我还特此证明，我的任何薪酬部分均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

我，基雅拉·阿西诺比，特此证明，本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券及相关公司的个人看法。我还特此证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

非美国分析师注册：迈克尔·阿斯平（Michael Aspinall）受雇于Jefferies International Limited, Jefferies LLC的非美国附属机构，其并非FINRA注册/合格的证券分析师。该分析师可能并非Jefferies LLC（FINRA会员机构）的关联人士，因此可能不受FINRA规则2241以及关于与目标公司沟通、公开露面和与研究分析师持有的证券交易等限制的约束。

非美国分析师注册：菲利普·雨果（Philippe Houchois）受雇于Jefferies GmbH, Jefferies LLC的非美国附属机构，其并非FINRA注册/合格的研报分析师。该分析师可能并非Jefferies LLC（FINRA会员机构）的关联人士，因此可能不受FINRA规则2241及相关限制的约束，这些限制涉及与目标公司沟通、公开露面以及研报分析师持有的证券交易。

非美国分析师注册：范妮莎·杰弗里（Vanessa Jeffriess）受雇于Jefferies International Limited, Jefferies LLC的非美国附属机构，她未在美国金融业监管局（FINRA）注册或获得研究分析师资格。该分析师可能不是Jefferies LLC（FINRA会员机构）的关联人士，因此可能不受FINRA规则2241以及研究分析师与目标公司沟通、公开露面和交易其持有证券的限制约束。

非美国分析师注册：欧文·佩特森受雇于Jefferies International Limited, Jefferies LLC的非美国附属公司，并且未在FINRA注册/获得研究分析师资格。该分析师可能不是Jefferies LLC（FINRA会员公司）的关联人士，因此可能...

不受 FINRA 规则 2241 的约束，也不受与特定公司沟通、公开露面以及所持证券交易的限制
研究员

非美国分析师注册：Kiara Asinobi 受雇于 Jefferies International Limited, Jefferies LLC 的非美国附属机构，其并非 FINRA 注册/合格的研报分析师。该分析师可能并非 Jefferies LLC (FINRA 会员机构) 的关联人士，因此可能不受 FINRA 规则 2241 及研报分析师与标的公司沟通、公开露面及交易持有证券等限制的限制。

与所有 Jefferies 员工一样，负责本报告所述金融工具覆盖的分析师的部分薪酬基于公司整体业绩，包括投行业务收入。我们力求根据适当情况更新我们的研究，但各种法规可能阻止我们这样做。除了定期发布的某些行业报告外，大部分报告将根据分析师的判断，在不规则的时间间隔内发布。

投资建议记录

《MAR》第3条第1款e项和第7条

推荐发布 2026年6月17日 上午8:33

推荐分布式 2026年6月17日 上午8:33

杰弗里斯评级说明

买入 - 指我们预期在12个月内提供总回报（价格上涨加上收益）达到15%或更高的证券。

持有 - 描述我们预期在12个月内提供总回报（价格上涨加上收益）为正15%或负10%的证券。

表现不佳 - 描述我们预期在12个月内提供总回报（价格上涨加上收益）为负10%或更低的证券。

对于平均证券价格持续低于10美元的买入评级证券，预期总回报（价格上涨加上收益）在12个月内为20%或更高，因为这些公司的波动性通常高于整体股市。

对于平均证券价格持续低于10美元的持有评级证券，预期总回报（价格上涨加上收益）在12个月内为正负20%。

对于平均证券价格持续低于10美元的表现不佳评级证券，预期总回报（价格上涨加上收益）在12个月内为负20%或更低。

NR - 投资评级和目标价已被临时暂停。此类暂停符合相关法规和/或 Jefferies 政策。

CS - 覆盖暂停。Jefferies 已暂停对该公司的覆盖。

NC - 不涵盖。Jefferies 不覆盖该公司。

受限 - 描述在摩根士丹利参与某些交易的情况下，由于公司政策或适用的证券法规禁止某些类型的沟通（包括投资建议），因此禁止向某些发行人提供沟通服务的情形。

监控股 - 指其公司基本面和财务状况正在被监控的证券，且不提供任何财务预测或对公司投资价值的意见。

评估方法

杰弗里斯分配评级的方法可能包括：市值、到期日、成长/价值、波动性以及未来12个月的预期总回报。目标价格基于多种方法，可能包括但不限于市场风险分析、增长率、收入流、折现现金流 (DCF)、EBITDA、每股收益 (EPS)、现金流 (CF)、自由现金流 (FCF)、EV/EBITDA、市盈率 (P/E)、PE/增长率、P/CF、P/FCF、溢价 (折价)/平均组EV/EBITDA、溢价 (折价)/平均组市盈率、分部估值法、净资产价值、股息回报以及未来12个月的净资产收益率 (ROE)。

杰弗里斯特许经营精选

杰富瑞精选股包括我们股权分析师在12个月内提出的最佳股票建议中的选股。选股基于基本面分析，并可能考虑分析师信心、差异化分析、有利的风险/回报比以及杰富瑞分析师推荐的投资主题等因素。杰富瑞精选股将仅包括买入评级股票，具体数量会根据分析师的纳入建议而变化。股票将随着新机会的出现而新增，并在纳入原因改变、股票达到预期回报、不再获得买入评级和/或触发止损时被移除。标准普尔指数120天波动率处于最低四分之一的股票将继续维持15%的止损位，其余股票则为20%。精选股并非旨在代表推荐的股票组合，也不是按行业划分，但我们可能会指出我们认为某个精选股属于哪种投资风格，例如成长型或价值型。

可能阻碍我们实现价格目标的风险

本报告旨在供一般参阅，并不提供针对个别投资者的投资建议。因此，本报告中讨论的金融工具可能并非适合所有投资者，投资者必须根据自身的具体投资目标和财务状况，并视需要利用其自身的财务顾问，自行做出投资决策。本报告推荐之金融工具的过往业绩不应被视为对未来结果的指示或保证。本报告中提到的任何金融工具的价格、价值及收入均可能上涨或下跌，并可能受到经济、金融和政治因素变化的影响。如果某金融工具以投资者本国货币以外的货币计价，汇率变动可能对报告所述金融工具的价格、价值或收入产生不利影响。如价格以非美元货币显示，请注意，我们的本币价格目标基于此前一交易日的汇率进行货币转换（除非另有注明）。若该日期后的汇率出现波动，将影响非美元目标价格，且不应再被依赖。此外，投资于 ADR 等其价值受基础证券货币影响的证券的投资者，实际上承担了货币风险。

本报告中提到的其他公司

- 米其林集团 (Cie Generale des Etablissements Michelin) (ML F
P: 33.74欧元, 买入)
- 康迪娜尔公司 (Continental AG) (CON GR: 73.78欧元, 买入)
- 皮列利公司 (Pirelli & C SpA) (PIRC IM: 6.43欧元, 持有)

截至2026年6月16日：赛摩集团 (ML FP) 评级与目标价历史



康明斯公司 (CON GR) 的评级与目标价历史记录, 截至 2026年06月16日



皮瑞利与C SPA (PIRC IM) 评级与目标价历史记录 (截至2026年06月16日)



注释：上方的评级与目标价历史图表中的每个方框代表在过去三年中，分析师针对某家公司所启动的一项行动。对某公司的评级或目标价格进行了调整，或终止了对该公司的覆盖。

传说：—

- I: 启动覆盖
- D: 终止覆盖
- B: 买入
- H: 持有
- UP: 表现不佳

评分分布

			IB服务/过去12个月		JIL市场营销部/过去12个月	
	数	百分比	数	百分比	数	百分比
BUY	2209	62.30%	382	17.29%	114	5.16%
HOLD	1175	33.14%	106	9.02%	20	1.70%
表现不佳	162	4.57%	1	0.62%	1	0.62%

其他重要披露

其他重要披露

杰弗里斯公司（Jefferies）会与其研究报告中涉及的公司进行业务往来，并寻求与其开展业务。公司期望从这些公司获得投资银行业务服务费或其他活动的报酬。因此，投资者应注意杰弗里斯公司可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策的单一因素。杰弗里斯股票研究（Jefferies Equity Research）是指由以下杰弗里斯金融集团股份有限公司（Jefferies）公司雇用的分析师撰写的研究报告：

美国：Jefferies LLC，其为美国证券交易委员会注册的证券经纪商和 FINRA 会员（其研究服务由 Jefferies Research Services, LLC（一家美国证券交易委员会注册的投资顾问）向另行付费的客户分发）。

加拿大：Jefferies 证券公司，该公司是在加拿大的十三个司法管辖区均注册的投资商，也是加拿大投资监管组织的交易商成员，包括由 Jefferies 证券公司与另一家 Jefferies 实体联合制作（并由 Jefferies 证券公司发行）的研究报告。

当 Jefferies 证券公司（Jefferies Securities Inc.）分销由 Jefferies 有限责任公司（Jefferies LLC）、Jefferies 国际有限公司（Jefferies International Limited）、Jefferies 日本株式会社（Jefferies Japan Company Limited）或 Jefferies 印度私有有限公司（Jefferies India Private Limited）制作的研究报告时，我们建议您注意：Jefferies 有限责任公司、Jefferies 国际有限公司、Jefferies 日本株式会社和 Jefferies 印度私有有限公司根据加拿大国家指令第 31-103 号《注册要求、豁免和持续注册人义务》（National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations）中的豁免规定，在其管辖区域内从事交易商业务，因此，Jefferies 有限责任公司、Jefferies 国际有限公司、Jefferies 日本株式会社和 Jefferies 印度私有有限公司均无需，且并非其管辖区域内的注册交易商或顾问。我们建议您注意：如果该研究报告由 Jefferies 有限责任公司或 Jefferies 国际有限公司制作，则该报告并非根据加拿大有关加拿大研究报告的披露要求制作。

英国：Jefferies International Limited，由金融行为监管局授权和监管；注册于英格兰和威尔士，注册号 1978621；注册办公地址：伦敦百灵门 100 号，EC2N 4JL；电话：+44 (0)20 7029 8000；传真：+44 (0)20 7029 8010。

德国：Jefferies GmbH，由德国联邦金融监管局（BaFin）授权监管，BaFin 编号：10150151；注册地址：德国法兰克福 60323 波肯海默路 24 号；电话：+49 (0) 69 719 1870

香港：香港杰富瑞有限公司，获香港证券及期货事务监察委员会颁发 ATS546 编号之牌照；位于香港中环金钟道 8 号国际金融中心 26 楼；电话：+852 3743 8000。

新加坡：由新加坡金融管理局（MAS）授权的 Jefferies 新加坡有限公司，位于海洋金融 10 号科里街 41-01 室。

新加坡中区，049315，电话：+65 6551 3950。

日本：Jefferies Japan Company Limited，由日本金融厅注册的证券公司，为日本证券经销商协会成员；位于东京千代田区二番町 1-1-2 御茶之水三井大厦中庭 30F，电话+813 5251 6100，传真+813 5251 6101。

印度：Jefferies 印度私人有限公司（CIN - U74140MH2007PTC200509），获得印度证券交易委员会授权，授权范围为：股票经纪（NSE & BSE）INZ000243033、研究分析师 INH000000701 以及投资银行家 INM000011443，位于印度孟买 400 021 Nariman Point Express Towers 16 楼；电话+91 22 4356 6000。合规官姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱：spai@jefferies.com 投诉官员姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱：合规印度@jefferies.com 塞浦路斯证券交易委员会（SEBI）的注册和 NISM 的认证在任何情况下都不能保证中介机构的业绩，也不向投资者提供任何回报保证。

澳大利亚：Jefferies（澳大利亚）有限公司（ACN 623 059 898），持有澳大利亚金融服务许可证（AFSL 504712），位于

马丁 Place 20 号，悉尼 NSW 2000；电话 +61 2 9364 2800。

迪拜：由迪拜金融服务管理局（DFSA）授权（授权编号 F007325）的 Jefferies International Limited 迪拜分行；注册办公地址：位于迪拜国际金融中心（DIFC）的 IC D Brookfield Pace 31 楼 L31-06、L31-07 单元，邮政编码 PO Box 121208，阿联酋迪拜。

本报告由与 Jefferies（Jefferies 证券公司、Jefferies 国际有限公司、Jefferies GmbH、Jefferies 香港有限公司、Jefferies 新加坡有限公司、Jefferies 日本株式会社、Jefferies 印度私有有限公司）及 Jefferies（澳大利亚）私人有限公司有关的人员编制；或由同时与 Jefferies 有限责任公司（Jefferies LLC）和 Jefferies 研究服务有限责任公司（“JRS”）有关的人员编制。Jefferies LLC 是美国注册的证券商和交易商，并与 JRS 有关联，JRS 是美国注册的投资顾问。JRS 不创建定制化或个性化的研究，JRS 提供的所有研究都是非个性化的。如果您是单独为此项研究付费，则该研究是由 JRS 提供的。否则，该研究是由 Jefferies LLC 提供的。Jefferies LLC、JRS 及其关联公司以下统称为“Jefferies”。Jefferies 可能希望与本研究报告涵盖的公司进行业务往来。因此，投资者应注意 Jefferies 可能存在利益冲突，从而可能影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策众多因素中的一种。具体的利益冲突及其他根据 FINRA（美国金融业监管局）、加拿大投资监管机构及其他规则要求披露的信息，在本披露部分予以列明。

如果您是而非美国 Jefferies 实体收到此报告，请注意以下事项：除非美国 1933 年证券法（经修订）的 S 条例禁止，本材料由 Jefferies LLC 在美国分发，该公司根据美国 1934 年证券交易法（经修订）第 15a-6 条的规定对其内容负责。任何美国人或代表美国人进行的交易只能通过 Jefferies LLC 进行。在英国和欧洲经济区内，本报告由 Jefferies International Limited（“JIL”）和/或 Jefferies GmbH 签发和/或批准分发，仅供具有（或经评估为具有）适当专业经验和专业知识的人员使用，或供可依法分发给其他人员的人员使用。Jefferies LLC、JIL、Jefferies GmbH 及其附属公司，可在本报告中提到的金融工具中进行做市或提供流动性；且当它们进行做市时，此类活动将在本报告的“公司特定披露”部分中特别披露。

对于加拿大投资者而言，本材料仅供专业投资者或机构投资者使用。本材料中提及或描述的任何投资或投资服务均不可向任何其他人或加拿大境内根据《国家指令第 31-103 号：注册要求、豁免和持续注册人义务》定义的“非许可客户”提供。本研究报告仅一般性地讨论一项或多项证券的优劣与风险，绝非以任何方式针对任何接收人的需求或情况而定制的。本材料包含的信息

herein is not, and under no circumstances is to be construed as, an offer to sell securities described herein, or solicitation of an offer to buy securities described herein, in Canada or any province or territory thereof. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators, if applicable, and only by a dealer properly registered under applicable securities laws or, alternatively, pursuant to an exemption from the dealer registration requirement in the relevant province or territory of Canada in which such offer or sale is made. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. To the extent that the information contained herein references securities of an issuer incorporated, formed or created under the laws of Canada or a province or territory of Canada, any trades in such securities must be conducted through a dealer registered in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offence. In Singapore, Jefferies Singapore Limited (“JSL”) is regulated by the Monetary Authority of Singapore. For investors in the Republic of Singapore, where this material is prepared and issued by a Jefferies affiliate outside of Singapore, it is distributed by JSL pursuant to Regulation 32C of the Financial Advisers Regulations. The material contained in this document is intended solely for accredited, expert or institutional investors, as defined under the Securities and Futures Act 2001 (Singapore). If there are any matters arising from, or in connection with this material, please contact JSL, located at 80 Raffles Place #15-20, UOB Plaza 2, Singapore 048624, telephone: +65 6551 3950. In Dubai, this material is issued and distributed by Jefferies International Limited, Dubai branch, and is intended solely for Professional Clients and should not be distributed to, or relied upon by, Retail Clients (as defined by DFSA). A distribution of ratings in percentage terms in each sector covered is available upon request from your sales representative. In Japan, this material is issued and distributed by Jefferies Japan Company Limited to institutional investors only. In Hong Kong, this report is issued and approved by Jefferies Hong Kong Limited and is intended for use only by professional investors as defined in the Hong Kong Securities and Futures Ordinance and its subsidiary legislation. In the Republic of China (Taiwan), this report should not be distributed. The research in relation to this report is conducted outside the People’s Republic of China (“PRC”). This report does not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any securities in the PRC. PRC investors shall have the relevant qualifications to invest in such securities and shall be responsible for obtaining all relevant approvals, licenses, verifications and/or registrations from the relevant governmental authorities themselves. In India, this report is made available by Jefferies India Private Limited. In Australia, this report is issued and/or approved for distribution by, or on behalf of, Jefferies (Australia) Securities Pty Ltd (ACN 610 977 074), which holds an Australian financial services license (AFSL 487263). It is directed solely at wholesale clients within the meaning of the Corporations Act 2001 (Cth) of Australia (the “Corporations Act”), in connection with their consideration of any investment or investment service that is the subject of this report. This report may contain general financial product advice. Where this report refers to a particular financial product, you should obtain a copy of the relevant product disclosure statement or offer document before making any decision in relation to the product. Recipients of this document in any other jurisdictions should inform themselves about and observe any applicable legal requirements in relation to the receipt of this document.

本报告不构成购买或出售任何证券、衍生工具或进行任何投资的要约或招揽。任何观点或预估均构成编制人在编制之日所作的最佳判断，且未经通知可能更改。Jefferies不承担根据后续信息及事件维护或更新本报告的义务。Jefferies及其各自的高级管理人员、董事和员工，可能就本报告中提及或描述的任何证券、衍生工具或其他投资持有空头或多头头寸，或作为代理人或以自有账户作为主事人进行买卖。本材料仅用于提供信息，并非针对任何接收人定制，且未基于亦未考虑任何接收人的特定投资目标、投资组合持有情况、策略、财务状况或需求。因此，本报告中任何建议或推荐可能不适合特定接收人。Jefferies假定接收人能够评估本报告中包含的信息并行使独立判断。接收人应在本报告中首先考虑基于其具体情况，任何建议或推荐是否适合接收人，并在适当或需要时寻求专业建议，包括税务建议。Jefferies不对接收人基于本报告所作的投资决策是否与其投资目标、投资组合持有情况、策略、财务状况或需求相一致进行任何适用性或其他分析。

提供本报告，既非JRS也非任何其他Jefferies实体，均不对接收方资产的管理拥有任何授权、自由裁量权或控制权。接收方基于本报告中的信息所采取的任何行动，均由接收方自行判断并承担风险。接收方必须对其任何潜在投资进行独立的审阅。如果接收方在使用Jefferies LLC（或其他关联经纪商）的服务时，涉及购买或出售本材料所述的证券，该经纪商可能以自身账户的名义行事，或代表另一方行事。只有JRS在SEC注册为投资顾问；因此，Jefferies LLC或任何其他Jefferies关联机构在涉及本报告的分发方面，均无任何信托责任。

所提及的投资的价格和价值以及其产生的收入可能会有波动。过去的表现并非未来表现的指引，未来的回报并不保证，且可能发生原始资本的损失。汇率波动可能会对某些投资的价值或价格，或其产生的收入产生不利影响。

本报告可能包含前瞻性陈述，这些陈述可能受到不准确的假设或已知或未知的风险、不确定性以及其他重要因素的影响。因此，该金融产品的实际结果、事件、表现或成就可能与此类陈述中表述或暗示的内容存在实质性差异。

本报告独立于本报告中提到的任何证券发行人，亦非代表任何证券发行人。任何证券研究人员均无权代表发行人作出任何陈述或保证。本报告中的任何评论或声明均为编制本报告的Jefferies实体的观点，可能与其他Jefferies实体的观点有所不同。

本报告可能包含从第三方获取的信息，包括来自标准普尔等信用评级机构的评级，以及源自第三方或专有生成式人工智能（Gen AI）模型的信息。Jefferies不保证该信息的准确性、完整性、及时性或可用性，且对任何错误或遗漏（无论是否因疏忽造成）或使用该内容所获得的结果概不负责。Jefferies或任何第三方内容提供方（包括Gen AI模型提供方）均不提供任何明示或暗示的保证，包括但不限于任何适用性或特定用途适用性的保证。Jefferies或任何第三方内容提供方均不对因使用其内容（包括评级）而产生的任何直接、间接、偶然、示范性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害赔偿、费用、开支、律师费或损失（包括收入或利润损失和机会成本）承担责任。

评级为意见陈述，并非事实声明或买卖证券的建议。它们不涉及证券的适宜性或投资目的的适宜性，不应被视为投资建议。未经相关第三方事先书面许可，禁止以任何形式复制和分发第三方内容。

杰富瑞的研究报告以电子形式传播并提供，在某些情况下也以印刷形式提供。电子研究报告会同时提供给所有客户。本报告或其任何部分未经杰富瑞事先书面同意，不得由接收方或任何第三方以内容抓取或提取、自动化处理或任何其他形式或方式复制、转载、销售、重新分发或披露。任何未经授权的使用均被禁止。杰富瑞或其各自的董事、高管或员工，不对任何投资的财务成功做出保证，也不对因使用本报告或其内容而产生的任何直接、间接或后果性损害或损失承担任何责任。本文件中的任何内容均不得解释为放弃杰富瑞根据适用的美国联邦或州证券法律所承担的任何责任。

就与JRS相关的重要信息披露信息，请参阅 https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=483878 and <https://adviserinfo.sec.gov/Firm/292142> 或访问我们的网站：<https://javatar.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>，或者 www.jefferies.com 或致电 1.888.JEFFERIES。© 2026 Jefferies