

塔塔技术

增长边际权衡；疲软的欧盟汽车环境以及偏高的估值使我们维持减持

2027财年第一季度业绩超出营收预期，但利润率不及预期。整体营收、服务营收以及汽车业务均按固定汇率计算的季度环比增长4.3%，由交易增量推动。管理层重申其2027财年固定汇率有机营收实现双位数增长的业绩指引，基于交易增量和强劲的业务管线。不过，管理层确实指出了以下不利因素：德国市场，部分客户正在进行重组和成本优化。我们对欧盟汽车行业面临的挑战保持警惕，正如同行KPITTECH、TELX和LTTS所强调的那样。管理层终止了此前的息税折旧摊销前利润率到2027财年第四季度达到18%的业绩指引，并表示利润率扩张未来将保持温和态势，我们认为这主要是由于聚焦于营收增长从而导致增长边际权衡。我们将营收上调2-3%因业绩超出预期，但将2027-2029财年预期的利润率下调10-70个基点，这导致盈利出现小幅变动。维持减持评级，因为自五月初以来该股已上涨28%，而Nifty指数持平，且2027/2028财年预期市盈率为38倍/33倍，估值偏高。

- **1季度数据发布——收入超预期，利润率不及预期。**收入同比增长4.3%（固定汇率，季度环比）（较市场一致预期/JPMe高出290个基点/190个基点），核心服务业务也实现4.3%的固定汇率增速季度环比（较JPM高出180个基点），而技术解决方案业务增长2%。增长态势在汽车业务表现强劲，固定汇率下季度环比增长4.3%，且由非核心客户驱动（增幅6.7%）。息税前利润率季度环比提升20个基点，但较市场一致预期低50个基点/20个基点JPMe。

- **2027财年DD的组织指引维持不变。**管理层重申其业绩指引：2027财年将凭借交易增量和强劲的业务管线实现双位数固定汇率有机营收增长。公司已与Tenneco达成一笔5年期、价值1亿美元的总合同价值交易（主要为全新业务），该交易将在未来几个季度逐步增量。不过，管理层确实强调德国市场存在不利因素，因为部分客户正在进行重组和成本优化。

- **增长边际权衡意味着无需提供利润率指引。**息税折旧摊销前利润率仅环比提升10个基点至16.1%，尽管营收增长带来了显著的经营杠杆效益，但大规模交易的前期投入存在不利因素。管理层已终止此前关于息税折旧摊销前利润率在2027财年第四季度达到18%的业绩指引，并表示未来利润率扩张将较为温和，远低于此前预期的强劲扩张。我们认为这主要是受当前环境下对营收增长的关注所驱动，进而形成了增长边际权衡。

- **维持减持评级。**由于业绩超出预期，我们将营收上调2-3%，但利润率有所下调在2027-2029财年预期区间内下调10-70个基点，这将对盈利产生小幅影响。不过塔塔科技公司迄今增长强劲，但我们对欧盟汽车行业面临的挑战仍持谨慎态度，正如同行KPITTECH、TELX和LTTS。自五月初以来，该股已上涨28%，而Nifty IT指数持平。目前该股的交易市盈率为2027财年/2028财年预期的38倍/33倍，较~50%的溢价，我们覆盖范围内增长相似的公司Coforge的市盈率为26倍/22倍。维持减持评级。

减持

TATE.NS、TATATECH IN价格（2026年7月17日）：758.05卢比
标价（2027年6月）：540.00卢比

IT服务、电子制造服务、电信和互联网研

Bhavik Mehta, 特许金融分析师AC

(91-22) 6157-3871 bhavik.mehta@jpmchase.com 摩根大通印度私人有限公司，摩根大通 大楼，Santacruz(E)，孟买 - 400098，印度证券交易委员会注册编号：INH000001873，(91-22) 6157-3000。

科技、IT服务、电信和互联网

Ankur Rudra, 特许金融分析师(65)

6801-3237 ankur.rudra@jpmorgan.com 摩根大通证券新加坡私人有限公司

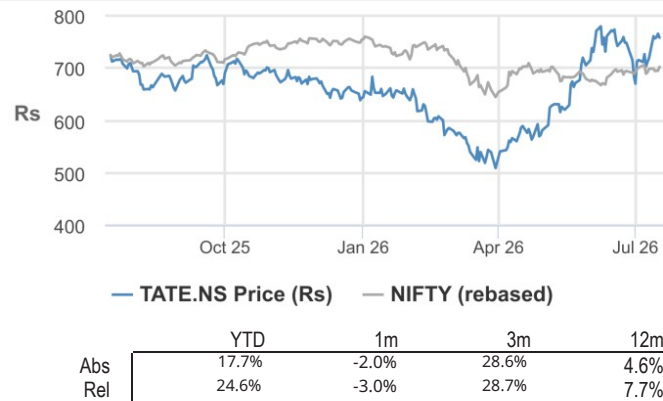
季度预测（财年截至3月）

调整后每股收益 (卢比)	2026年实际值	2027年预期值	2028年预期值
Q1	4.19	4.45实际值	5.36
Q2	4.08	5.03	5.34
Q3	0.16	5.21	5.60
Q4	5.03	5.38	5.80
FY	13.46	20.08	22.10

风格敞口

Quant Factors	Current %Rank	Hist %Rank (1=Top)			
		6M	1Y	3Y	5Y
Value	75	73	72	82	81
Growth	72	52	62	79	81
Momentum	82	71	86		
Quality	49	12	16	37	37
Low Vol	31	25	22		

价格表现



公司数据

已发行股份 (百万)	406
52周区间 (卢比)	780.87-505.18
市值 (百万美元)	3,199
汇率	96.28
自由流通股比例 (%)	44.2%
3M日均成交量 (百万)	2.04
3M日均成交量 (百万美元)	14.4
90日波动率	41
指数	NIFTY
彭博分析师评级 (买入 持有 卖出)	3 4 10

关键指标 (财年截至3月)

百万卢比	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
财务估算				
收入	55,056	69,562	76,734	84,921
调整后EBITDA	8,530	11,404	13,053	14,489
调整后息税前利润	7,080	9,507	11,068	12,307
调整后净收入	5,466	8,156	8,977	9,868
调整后每股收益	13.46	20.08	22.10	24.30
彭博每股收益	15.48	19.88	23.13	-
经营活动现金流	7,757	2,999	8,483	9,358
FCFF	7,738	2,078	7,469	8,236
利润率与增长				
收入同比增长 (%)	6.5%	26.3%	10.3%	10.7%
毛利率	26.6%	27.6%	28.2%	28.3%
EBITDA利润率	15.5%	16.4%	17.0%	17.1%
息税前利润率	12.9%	13.7%	14.4%	14.5%
调整后每股收益增长率	(19.2%)	49.2%	10.1%	9.9%
财务比率				
调整后税率	25.0%	27.3%	27.0%	27.0%
利息保障倍数	25.0	17.6	18.3	18.4
净债务权益比率	-	-	-	-
净债务/EBITDA	-	-	-	-
ROCE	14.2%	17.3%	19.4%	20.7%
ROE	14.6%	20.4%	21.5%	22.7%
估值				
公司自由现金流收益率	2.5%	0.7%	2.4%	2.7%
股息率	1.5%	2.1%	2.4%	2.6%
企业价值/营收	5.5	4.4	4.0	3.6
企业价值/息税折旧摊销前利润	35.3	26.7	23.3	21.0
调整后市盈率	56.3	37.8	34.3	31.2

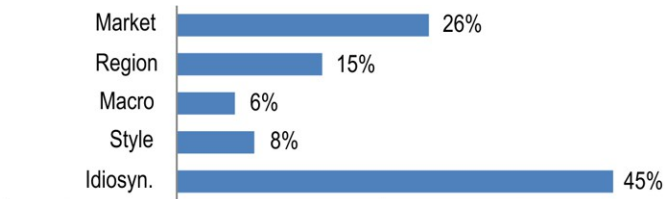
摘要 投资主题与估值投资主题

我们对欧盟汽车行业面临的挑战仍持谨慎态度，正如同行 [KPITTECH](#)，[TELX](#)和[LTTS](#)。管理层已终止此前关于息税折旧摊销前利润利润率在2027财年第四季度达到18%的业绩指引，并表示利润率扩张未来将保持温和，我们认为这主要是由于聚焦营收增长，从而形成了增长与利润率的权衡。维持减持评级。

估值

我们的 六月—27目标价540卢比是 基于24倍一年远期市盈率，与我们对Coforge采用的标准类似，鉴于类似的有机增长 2026-2028财年的预期为12%。

业绩驱动因素



Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Asia Pac ex JP	0.51	0.51
Region: India	0.47	0.47
Macro:		
Citi Economic Surprise - EM	-0.40	-0.25
Emerging Central Bank Rate	-0.03	-0.17
US 10 Year Yield	-0.05	-0.16
Quant Styles:		
Quality	-0.31	-0.21
LowVol	-0.15	-0.16
Momentum	-0.11	-0.14

表 1：业绩与预期对比结果

Rsmn	2027财年第一季度	JPMe	市场共识	A vs JPMe	A vs 市场一致预期	QQ	YY
营收（百万美元）	175	174	172	0.9%	2.2%	2.7%	20.7%
营收	16,646	16,427	16,215	1.3%	2.7%	5.9%	33.8%
Ebit	2,207	2,213	2,229	-0.3%	-1.0%	7.5%	30.8%
息税前利润率	13.3%	13.5%	13.7%	(21)	(49) 19		(31)
净利润	1,808	1,927	1,863	-6.2%	-3.0%	-11.5%	6.1%
每股收益（卢比）	4.5	4.7	4.6	-6.3%	-3.0%	-11.5%	6.2%
调整后每股收益	4.5	4.7	4.6	-6.3%	-3.0%	11.4%	6.2%

来源：公司数据、摩根大通估算、彭博有限合伙企业

表 2：各部门业绩

Rsmn	2027财年第一季度	JPMe	4QFY26	1QFY26	A vs JPMe	QQ	YY
服务收入（百万美元）	137	135	133	113	1.0%	3.0%	21.4%
科技解决方案 营收（百万美元）	39	39	38	33	0.6%	1.6%	18.3%
服务收入	12,969	12,781	12,196	9,637	1.5%	6.3%	34.6%
科技解决方案营收	3,677	3,646	3,526	2,806	0.9%	4.3%	31.0%
服务毛利	3,826	3,770	3,572	2,667	1.5%	7.1%	43.4%
服务毛利率	29.5%	29.5%	29.3%	27.7%	(0) 21		182
科技解决方案毛利	735	729	705	526	0.9%	4.3%	39.8%
科技解决方案毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	18.7%	(0) 0		125

来源：公司数据、摩根大通估算

表 3：估算修正

	FY27E			FY28E			FY29E		
	当前预估	旧预估	变动百分比	当前预估	旧预估	变动百分比	当前预估	旧预估	变动百分比
目标价格	540	540	0%						
建议	UW	N							
印度卢比-美元	95.4	94.5	1%	95.5	94.5	1%	95.5	94.5	1%
收入（百万美元）	729	718	2%	804	781	3%	889	864	3%
收入（百万卢比）	69,562	67,853	3%	76,734	73,824	4%	84,921	81,688	4%
息税折旧摊销前利润（百万卢比）	11,404	11,170	2%	13,053	12,808	2%	14,489	14,555	0%
EBITDA利润率	16.4%	16.5%	(7)	17.0%	17.3%	(34)	17.1%	17.8%	(76)
息税前利润（百万卢比）	9,507	9,332	2%	11,068	10,895	2%	12,307	12,453	-1%
息税前利润率	13.7%	13.8%	(9)	14.4%	14.8%	(33)	14.5%	15.2%	(75)
税后利润（百万卢比）	8,156	8,103	1%	8,977	8,989	0%	9,868	10,114	-2%
每股收益（每股卢	20.1	20.0	1%	22.1	22.1	0%	24.3	24.9	-2%

来源：摩根大通预计。

投资主题、估值与风险

塔塔技术 (减持; 目标价: 540卢比)

投资主题

我们对欧盟汽车行业面临的挑战保持警惕, 正如同行所强调的那样 [KPITTECH](#), [TELX](#) 和 [LTTS](#)。管理层已终止此前2027财年第四季度息税折旧摊销前利润利润率达到18%的业绩指引, 并表示未来利润率扩张将较为温和, 我们认为这主要是由于专注于营收增长, 从而导致增长与利润率之间的权衡。维持减持。

估值

我们的 2027年6月 目标价为 540卢比, 基于24倍一年远期市盈率, 与我们对 Coforge 采用的估值方法类似, 因为该公司在2026-2028财年的有机增长预期同样为12%。

评级与目标价面临的风险

主要上行风险包括: (1) 赢得 Vinfast 等大型交易, 这可能推动营收增长的上行; (2) 通过赢得新客户或扩大现有非核心客户的钱包份额来降低客户集中度; (3) 凭借更强的增长以及加速向离岸业务转移, 实现好于预期的利润率扩张。

塔塔技术：财务摘要

利润表	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
收入	51,685	55,056	69,562	76,734	84,921
COGS	(36,565)	(40,419)	(50,344)	(55,087)	(60,921)
毛利	15,119	14,637	19,217	21,647	24,000
SG&A	(5,779)	(6,108)	(7,813)	(8,594)	(9,511)
调整后EBITDA	9,341	8,530	11,404	13,053	14,489
D&A	(1,212)	(1,450)	(1,898)	(1,985)	(2,181)
调整后息税前利润	8,128	7,080	9,507	11,068	12,307
净利息	(196)	(341)	(646)	(713)	(789)
调整后税前利润	9,214	8,725	11,213	12,297	13,518
Tax	(2,445)	(2,181)	(3,057)	(3,320)	(3,650)
少数股东权益	-	-	-	-	-
调整后净收入	6,770	5,466	8,156	8,977	9,868
已报告每股收益	16.66	13.46	20.08	22.10	24.30
调整后每股 收益	16.66	13.46	20.08	22.10	24.30
DPS	11.70	11.70	16.00	18.00	20.00
派息率	70.2%	86.9%	79.7%	81.4%	82.3%
流通在外股份	406	406	406	406	406
资产负债表	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
现金及现金等价物	9,026	7,152	3,858	4,146	4,288
应收账款	10,056	11,869	17,724	19,551	21,637
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	31,585	42,947	48,802	50,630	52,716
流动资产	46,728	58,077	58,638	60,754	62,982
PP&E	2,609	2,968	2,462	2,012	1,529
长期投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	8,612	10,756	10,756	10,756	10,756
总资产	66,642	89,535	91,192	92,857	94,602
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	4,767	5,814	5,814	5,814	5,814
其他短期负债	22,063	32,093	32,093	32,093	32,093
流动负债	26,830	37,907	37,907	37,907	37,907
长期债务	-	-	-	-	-
其他长期负债	3,690	11,782	11,782	11,782	11,782
总负债	30,848	50,301	50,301	50,301	50,301
股东权益	35,794	39,234	40,891	42,556	44,301
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债及权益总额	66,642	89,535	91,191	92,857	94,602
BVPS	88.09	96.61	100.67	104.77	109.07
同比增长	11.1%	9.7%	4.2%	4.1%	4.1%
净债务/现金	-	-	-	-	-

现金流量表	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
经营活动现金流	6,993	7,757	2,999	8,483	9,358
其中：折旧与摊销	1,212	1,450	1,898	1,985	2,181
其中 营运资本变动	382	1,329	(5,855)	(1,828)	(2,086)
投资活动现金流量	(885)	(8,709)	(1,148)	(170)	(303)
其中：资本支出	(315)	(336)	(1,391)	(1,535)	(1,698)
占销售额的百分 比	0.6%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%
筹资活动产生的现金流量	(4,864)	156	(7,145)	(8,024)	(8,913)
其中 已支付的股利	(4,165)	(4,766)	(6,499)	(7,311)	(8,124)
其中：已发行股份/(回购)	0	35	0	0	0
其中：已发行净债务/(偿还)	-	-	-	-	-
现金变动净额	1,477	148	(5,294)	288	142
调整后企业自由现金流	6,875	7,738	2,078	7,469	8,236
同比增长	210.2%	12.6%	(73.1%)	259.3%	10.3%
比率分析	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
毛利率	29.3%	26.6%	27.6%	28.2%	28.3%
EBITDA利润率	18.1%	15.5%	16.4%	17.0%	17.1%
息税前利润率	15.7%	12.9%	13.7%	14.4%	14.5%
净利润率	13.1%	9.9%	11.7%	11.7%	11.6%
ROE	19.9%	14.6%	20.4%	21.5%	22.7%
ROA	11.1%	7.0%	9.0%	9.8%	10.5%
ROCE	17.6%	14.2%	17.3%	19.4%	20.7%
销售及行政费用率	11.2%	11.1%	11.2%	11.2%	11.2%
净债务权益比率	-	-	-	-	-
净债务/EBITDA	-	-	-	-	-
销售额/资产 (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
资产/权益 (x)	1.8	2.1	2.3	2.2	2.2
利息保障倍数 (x)	47.6	25.0	17.6	18.3	18.4
经营杠杆	(269.8%)	(197.7%)	130.1%	159.3%	105.0%
税率	26.5%	25.0%	27.3%	27.0%	27.0%
营收同比增长率	1.0%	6.5%	26.3%	10.3%	10.7%
息税折旧摊销前利润同比增长	(0.8%)	(8.7%)	33.7%	14.5%	11.0%
每股收益同比增长	(0.4%)	(19.2%)	49.2%	10.1%	9.9%
估值	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
市盈率 (x)	45.5	56.3	37.8	34.3	31.2
市净率 (x)	8.6	7.8	7.5	7.2	7.0
EV/EBITDA (x)	32.0	35.3	26.7	23.3	21.0
股息率	1.5%	1.5%	2.1%	2.4%	2.6%

来源：公司报告及摩根大通估算。注：除每股数据外，金额单位为百万卢比。财年于3月结束。o/w — 其中

人在草木间

见本资料附录B



分析师认证: 本报告封面标注有“AC”的研究分析师（们）证明（若有多名研究分析师主要负责本报告，则在封面或文件中标注有“AC”的研究分析师需单独证明，就该研究中研究分析师所覆盖的每一项证券或发行方而言）：（1）本报告中表达的所有观点准确反映研究分析师对所有相关证券或发行方的个人观点；（2）研究分析师的任何薪酬均未直接或间接与本报告中研究分析师所表达的特定建议或观点相关的任何部分研究分析师的薪酬过去、现在及未来均未直接或间接与本报告中研究分析师所表达的特定建议或观点相关本报告中的研究分析师（们）。若适用，对于封面所列的所有韩国籍研究分析师，他们还需根据韩国金融投资协会（KOFIA）的要求证明要求，研究分析师的分析系基于善意作出，且观点反映了研究分析师的个人意见，未受到不当影响或干预。

本报告中提及的所有作者均为研究分析师，除非另有说明，否则他们产出独立研究。在欧洲，行业专家（销售与交易）可能会在本报告中作为联系人显示，但并非本报告的作者，也不属于研究部门。

重要披露

- 做市商/流动性提供者:** 摩根大通是塔塔技术或相关实体所发行/相关金融工具的做市商和/或流动性提供者。
- 客户:** 摩根大通目前拥有，或在过去12个月内曾拥有以下实体作为客户：塔塔技术或相关实体。
- 客户/非投资银行业务、证券相关:** 摩根大通目前拥有，或在过去12个月内曾拥有以下实体作为客户，且所提供的服务为非投资银行业务、证券相关：塔塔技术或相关实体。
- 客户/非证券相关**
所提供的服务为非证
d: 摩根大通目前拥有或在过去12个月内曾拥有以下实体作为客户，以及
券相关：塔塔技术或相关实体。
- 非投资银行 薪酬**
除投资银行业务外，来自
薪酬收取: 摩根大通在过去12个月内因产品或服务
塔塔技术或相关实体。
- 债务头寸:** 摩根大通可能持有塔塔技术或相关实体的债务证券头寸，若.....

公司特定披露: 摩根大通与其研究报告覆盖的公司有业务往来，并寻求开展相关业务。因此，投资者应注意，本公司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投资决策的唯一参考因素。重要披露（包括价格图表和信用意见历史表，如适用）可在汇编报告、摩根大通覆盖的所有公司及部分未覆盖公司处获取，访问<https://www.jpmm.com/research/disclosures>，致电 1-800-477-0406，或发送邮件至research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com，附上您的请求。



Source: Bloomberg Finance L.P. and J.P. Morgan; price data adjusted for stock splits and dividends. Initiated coverage Mar 19, 2024. All share prices are as of market close on the previous business day.
图表当前分析师可能在整全期间内对其进行覆盖的标的股票。摩根大通评级或标识：增持 = 增持，N= 中性，减持 = 减持，未评级 = 未评级

股票研究评级、标识及分析师覆盖范围说明:
J.P. Morgan 本报告所覆盖的标的股票将跑赢50%研究分析师（或其团队）覆盖范围内股票的平均总回报；中性（在

本报告所述目标价的有效期内，我们预计该股票的表现将与覆盖范围内股票的平均总回报持平的研究分析师（或其团队）的覆盖范围；以及减持（在本报告所述目标价的有效期内，本报告，我们预计该股票将跑输研究分析师（或其团队）的覆盖范围内股票的平均总回报。的覆盖范围。NR即未评级。在此情况下，摩根大通已移除该股票的评级（如适用）及目标价，原因要么是缺乏足够的基本面依据，要么是出于法律、监管或政策原因。此前的评级（如适用）及目标价不再具有参考价值。NR标识并非建议或评级。部分覆盖范围内的股票有评级但无目标价；在此类情况下，我们预计该股票将跑赢/持平/跑输平均总回报的股票在研究分析师（或其团队）的覆盖范围，对应相关时间段及地区。在我们的亚洲（不含澳大利亚和印度）及英国中小盘股票研究中，每只股票的预期总回报均与基准的预期总回报进行比较，国家市场指数进行比较，而非与这些研究分析师的覆盖范围进行比较。若本报告的重要披露部分未提及，认证研究分析师的覆盖范围可在摩根大通研究网站上找到，<https://www.jpmorganmarkets.com>。

覆盖范围：Mehta, Bhavik：Amber Enterprises (AMBE.NS)、Avalon Technologies (AVAL.NS)、Cyient (CYIE.NS)、Cyient DLM (CYIT.NS)、Dixon Technologies (DIXO.NS)、KPIT Technologies (KPIE.NS)、Kaynes Technology (KAYN.NS)、L&T Technology Services (LTEH.NS)、Persistent Systems (PERS.NS)、Syrma SGS Technology (SYRM.NS)、Tata Elxsi (TELX.NS)、Tata Technologies (TATE.NS)

摩根大通股票研究评级分布，截至2026年7月4日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究覆盖*	53%	36%	12%
IB客户**	83%	80%	73%
JPMS股票研究覆盖*	51%	37%	12%
IB客户**	95%	92%	87%

*请注意，由于四舍五入，百分比总和可能不到100%。 **P
tag o f subject co 摩根大通提供的「买入」「持有」和「卖出」类别中的公司
投资服务 过去12个月内的相关服务。
仅就FINRA评级分布规则而言，我们的增持评级属于买入评级类别；我们的中性评级属于持有评级类别；我们的减持评级属于卖出评级类别。请注意，带有NR标识的股票未包含在上表中。本信息截至最近一个日历季度末有效。

股权估值与风险：关于覆盖公司的估值方法及风险，或覆盖公司的目标价，请查看位于以下网址的最新公司特定研究报告：
<http://www.jpmorganmarkets.com>，联系首席分析师或您的摩根大通代表，或发送邮件至research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com。
关于所用专有模型的重大信息，请查看公司特定研究报告中的财务摘要及公司概览表，这些资料可在以下网址下载：我们客户网站的公司页面，<http://www.jpmorganmarkets.com>。本报告还在其中列明了基础的重大假设。

投资建议历史：A 他的
在过去12个月内发布的投资建议研究及评论页面上查看，<http://www.jpmorganmarkets.com>您还可以按分析师姓名、行业或金融工具搜索。
M 大通

分析师薪酬：负责本报告撰写的研究分析师的薪酬基于多项因素，包括研究的质量与准确性、客户反馈、竞争因素及公司整体营收。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告封面所列的非美国分析师为非美国摩根大通证券有限责任公司的关联机构员工，不得根据美国金融业监管局（FINRA）规则注册为研究分析师，不得成为摩根大通证券有限责任公司的关联人员，且不受FINRA第2241或2242条关于与覆盖公司沟通、公开露面及交易研究分析师账户所持证券的限制。

其他披露

摩根大通是用于 投资银行业务，属于摩根大通公司及其全球子公司和关联机构。

英国金融工具市场指令 FICC研究分拆豁免：英国客户应参考[英国金融工具市场指令研究分拆豁免](#)以了解摩根大通对FICC研究豁免的实施情况及相关FICC研究分类的业绩指引详情。

向客户提供的所有研究材料时也会在我们的客户网站摩根大通市场上提供，除非特别经相关法律许可。并非所有研究内容都可被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方聚合商。对于所有研究特定股票的相关材料，请联系您的销售代表。

本研究材料中提及中国、香港、台湾及澳门时使用的全称表述为大陆；香港中国香港特别行政区；中国台湾；以及中国澳门特别行政区。

摩根大通研究可能会不时撰写关于受美国、欧盟、英国或其他相关司法管辖区政府当局实施或管理的经济或金融制裁所针对的发行人或证券的内容（受制裁证券）。本报告中的任何内容均无意被解读为鼓励、协助、促进或以其他方式批准对此类受制裁证券进行投资或交易。客户在做出投资决策时，应了解自身的法律及合规义务。

本研究报告中提及的任何数字或加密资产均面临快速变化的监管环境。有关相关监管加密资产相关的监管公告，包括包括比特币和以太坊，请查看<https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure>。本研究报告的作者可能未在您所在司法管辖区获得开展受监管活动的许可，若未获得许可，则不得声称自己有能力开展此类活动。

交易所交易基金（ETF）：摩根大通证券有限责任公司（“JPMS”）担任几乎所有美国上市ETF的授权参与者。若本报告中提及任何ETF，JPMS可能会因这些ETF份额的分销而赚取佣金及交易相关报酬，还可能因提供其他与交易相关的服务（如向ETF份额的空头卖方提供证券借贷）赚取费用。JPMS也可能为ETF本身提供服务，包括担任ETF的经纪商或交易商。此外，其关联机构可能为ETF提供服务，包括信托、托管、行政管理、借贷、指数计算及/或维护等其他服务。

期权与期货相关研究：若本文所载信息涉及期权或期货相关研究，则此类信息仅提供给已收到适当期权或期货风险披露文件的人员。请联系您的摩根大通代表或访问<https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>以获取期权结算公司的《特征及标准化期权的风险》，或https://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_期货_风险_披露_声明_2020.pdf以获取证券期货风险披露声明。

银行间同业拆借利率（IBORs）及其他基准利率的变动：部分利率基准目前或未来可能受到持续的国际、国内及其他监管业绩指引、改革或改革提案的约束。如需更多信息，请咨询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_同业拆借_利率

私人银行客户：若您作为摩根大通公司及其附属机构（“摩根大通私人银行”）接收研究服务，则该研究由摩根大通私人银行向您提供，而非摩根大通的任何其他部门，包括但不限于摩根大通企业与投资银行及其全球研究部门。

负责研究制作与分发的法律实体：监管AC研究分析师姓名下方标注的法律实体撰写本材料的分析师即为负责本研究制作的法律实体。若多位监管AC研究分析师撰写本材料时，其姓名下方标注了不同的法律实体，则这些法律实体共同负责本研究的制作。本研究。若某位分析师姓名下方列出了多个法律实体，除非另有说明，否则第一个法律实体负责制作。另有说明。来自摩根大通关联机构的多位研究分析师可能参与了本材料的制作，但可能未获得在您所在司法管辖区开展受监管活动的许可（且不会声称自己有此能力）。除非另有说明下文法律实体披露部分另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发；若分析师姓名下方列出了多个法律实体，则第一个法律实体负责分发。若您有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关研究分析师，或在您所在司法管辖区分发了本研究材料的实体。

法律实体披露和国家/地区特定披露：A

由阿根廷证券委员会（CNV）和阿根廷国家证券委员会（“CNV”——阿根廷证券委员会——ALYC y AN Integral N°51）。

澳大利亚：摩根大通证券（澳大利亚）有限公司（“JPMSAL”）（ABN 61 003 245 234/AFS牌照编号：238066）受以下机构监管：澳大利亚证券和投资委员会，同时是澳大利亚证券交易所有限公司的市场参与者、ASX清算私人有限公司的清算与结算参与者，以及ASX清算（期货）私人有限公司的清算参与者。本材料由JPMSAL在澳大利亚境内发布或代表JPMSAL发布，仅面向JPMSAL的名义，仅面向“专业客户”（定义见《2001年公司法》第761G条）提供。所涵盖的所有金融产品清单可通过访问<https://www.jpmm.com/research/disclosures>。摩根大通致力于覆盖与国内及国际投资者群体相关的所有全球行业分类标准（GICS）板块的公司，以及不同市值规模的。若适用，在对标的公司进行公开尽职调查的过程中，研究分析师团队有时可能会通过实地考察、与公司代表会谈、管理层推介等企业互动方式开展此类尽职调查，等方式。JPMSAL发布的研究报告均依据《摩根大通澳大利亚研究独立性政策》编制，该政策可在以下链接查看：[摩根大通澳大利亚 - 研究独立性政策](#)。

巴西：摩根大通银行（巴西）受监管由巴西证券委员会（CVM）和巴西中央银行监管。监察员
摩根大通：0800-7700847 / 0800- 7700810（听力障碍人士专用） / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com。n

加拿大：摩根大通证券（加拿大）有限公司是一家注册投资交易商，受加拿大投资监管组织和安大略省证券委员会监管，并且是加拿大交易所的参与成员。本材料在加拿大由或代表摩根大通证券（加拿大）有限公司

智利：摩根大通投资有限公司（智利）是一家在智利注册成立的未受监管实体。

中国：摩根大通证券（中国）有限公司已获得中国证监会批准，可开展证券投资咨询业务。

哥伦比亚：摩根大通哥伦比亚银行股份有限公司受哥伦比亚金融监管局（SFC）监管。本文件中提及的关于哥伦比亚境内非本行实体在境外提供的产品或服务的内容仅作描述性说明。此类提及不构成也不应被解释为在适用哥伦比亚法规所定义的哥伦比亚境内的推广活动或金融产品或服务的提供。

迪拜国际金融中心（DIFC）：摩根大通银行（美国）迪拜分行受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，其注册地址为迪拜国际金融中心-大门西翼3层和9层，邮政信箱506551，阿联酋迪拜。本材料由摩根大通银行（美国）迪拜分行分发给被视为专业客户或DFSA规则所定义的市场交易对手。

欧洲经济区（EEA）：除非另有说明，本研究由摩根大通欧洲股份公司（“JPM SE”）在欧洲经济区分发，该公司获联邦金融监管局（德国联邦金融服务监管局，BaFin）授权作为信贷机构，且受BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）及欧洲中央银行（ECB）联合监管。JPM SE是一家总部位于法兰克福，注册地址为德国美因河畔法兰克福60310号陶努斯门1号陶努斯塔。本材料已在欧洲经济区向符合《欧盟金融工具市场指令II》（MiFID II）第4条第1款第10项及附件II规定的专业投资者（或同等主体）分发，且该等规定已在其所在司法管辖区实施（“欧洲经济区专业投资者”）。本材料不得被非欧洲经济区专业投资者的主体采取行动或依赖。非欧洲经济区专业投资者的主体不得依赖本材料。本材料所涉及的任何投资或投资活动仅向欧洲经济区相关主体开放，且仅会与欧洲经济区相关主体开展。

香港：摩根大通证券（亚太）有限公司（CE编号AAJ321）受香港金融管理局监管，且香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根大通经纪（香港）有限公司（CE编号AAB027）受香港证券及期货事务监察委员会监管。摩根大通银行（美国）香港分行（CE编号AAL996）受香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会监管，依据美国法律成立，具有有限责任。若在香港，本材料的分发属于受规管活动，则该材料由摩根大通证券（亚太）有限公司和/或摩根大通经纪（香港）有限公司在香港分发。

印度：摩根大通印度私人有限公司（企业身份编号 - U67120MH1992FTC068724），注册地址位于摩根大通大厦，CST路（东段），卡利纳，桑塔克鲁兹（东），孟买 - 400098，已在印度证券交易委员会（SEBI）注册为“研究分析师”，注册编号为INH000001873。摩根大通印度私人有限公司还在SEBI注册为印度国家证券交易所有限公司和孟买证券交易所有限公司（SEBI注册编号 - INZ000239730）的会员，以及商人银行家（SEBI注册编号 - MB/INM000002970）。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：<http://www.jpmitpl.com>。摩根大通银行（美国）孟买分行持有印度储备银行（RBI）颁发的牌照（牌照号53/牌照号BY.4/94；SEBI - IN/CUS/014/CDSL: IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239），作为印度的在册商业银行，这是其在印度开展银行业务及其他相关活动的主要牌照，印度的银行分行可获准开展此类活动。对于非本地研究材料，摩根大通印度私人有限公司不在印度分发此类材料。合规官：阿舒托什·夏尔马；ashutosh.j.sharma@jpmchase.com；+912261575002。投诉处理官：兰普拉萨德K，jpmiplresearch.feedback@jpmorgan.com；+912261573000。SEBI授予的注册资格及NISM的认证绝不保证中介机构的表现，也不向投资者提供任何回报保证。请访问[条款与条件及最重要条款及条件（MITC）](http://www.jpmitpl.com/#research)。年度合规审计报告可在以下网址查看：<http://www.jpmitpl.com/#research>。

印度尼西亚：PT摩根大通印尼证券有限公司是印度尼西亚证券交易所的成员，已在印尼金融服务管理局（OJK）注册并受其监管。

韩国：摩根大通证券（远东）有限公司首尔分行是韩国交易所（KRX）的成员。JPMorgan Chase Bank, N.A.，首尔分行作为外国银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）在韩国的分行获得许可。两家实体均受金融服务委员会（FSC）和韩国金融监督院（FSS）的监管。对于非宏观研究材料，该材料在韩国由摩根大通证券（远东）有限公司首尔分行分发或通过其分发。

日本：摩根大通证券日本株式会社和JPMorgan Chase Bank, N.A.东京分行受日本金融厅监管。

马来西亚：本材料由摩根大通证券（马来西亚）私人有限公司（18146-X）在马来西亚发布和分发，该公司是马来西亚交易所的参与机构，并持有马来西亚证券委员会颁发的资本市场服务牌照。

墨西哥：摩根大通墨西哥证券公司（J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V.）、摩根大通金融集团（J.P. Morgan Grupo Financiero）是墨西哥证券交易所（“Bolsa Mexicana de Valores”）及机构证券交易所（“Bolsa Institucional de Valores”）的成员，且获国家银行与证券交易委员会（“Comisión Nacional Bancaria y de Valores”）授权担任经纪自营商。

新西兰：本材料由JPMSAL在新西兰仅向“专业客户”（定义见《金融市场行为法》2013）发行及分发。JPMSAL根据《金融服务提供商（注册与争议解决）法》2008注册为金融服务提供商。

菲律宾：摩根大通证券菲律宾有限公司是菲律宾证券交易所的交易参与者，同时也是证券菲律宾证券结算公司及证券投资者保护基金的成员，受证券交易委员会监管。

新加坡：本材料由摩根大通证券新加坡私人有限公司（JPMSS）在新加坡发布及分发，或通过该公司发布分发[MDDI (P) 057/08/2025 及公司注册编号：199405335R]，该公司是新加坡交易所证券交易有限公司的成员，且/或摩根大通银行（美国）新加坡分行（JPMCB Singapore），上述两家机构均受新加坡金融管理局监管。本材料仅在新加坡向合格投资者、专业投资者及机构投资者发布和分发，此类投资者的定义见《证券及期货法令》第4A条（SFA）第4A条。本材料不面向任何零售投资者或其他不属于《证券及期货法令》第4A条所定义的“合格投资者”“专业投资者”或“机构投资者”类别的投资者发布或分发。在新加坡收到本材料的人士，若因本材料产生任何事宜或与本材料相关，应联系JPMSS或JPMCB Singapore。

南非：摩根大通证券南非私人有限公司与JPMorgan Chase Bank, N.A.约翰内斯堡分行均为约翰内斯堡证券交易所成员，且受金融服务行为管理局（FSCA）监管。

中国台湾地区：摩根大通证券（台湾）有限公司为台湾证券交易所（公司型）参与者，且受台湾证券期货局监管。与股票证券相关的材料由摩根大通证券（台湾）有限公司在中国台湾地区发布和分发，且需遵守许可范围及中国台湾地区的适用法律法规。就摩根大通证券（台湾）有限公司所制作的、未在台湾证券交易所或台北交易所上市的证券研究材料（“非台湾上市证券”）而言，根据中国台湾地区适用法规，此类材料不构成证券建议，此外，为免疑义，摩根大通证券（台湾）有限公司并非非台湾上市证券的经纪商。根据《证券经营机构推荐客户证券交易业务操作规则》第7-1条第2款（经修订或补充）及/或其他适用法律法规，请注意，本材料的接收方不得从事任何可能产生利益冲突的与本材料相关的活动，除非本材料中的“重要披露”中另有披露。

泰国：本材料由摩根大通证券（泰国）有限公司在泰国发布和分发，该公司是证券交易所的成员泰国的成员，受财政部和证券交易委员会监管。注册地址为曼谷巴吞旺县伦披尼区奔集路One City中心大楼50层548号。

英国：研究报告由摩根大通证券股份有限公司（“JPMS plc”）在英国编制，该公司是伦敦证券交易所的成员，且获审慎监管局授权，受金融行为监管局和审慎监管局监管；或摩根大通市场有限公司（“JPML Ltd”），该公司获金融行为监管局授权并受其监管。除非另有说明，本材料由JPMS plc在英国分发，且在英国仅面向以下对象：(a) 具备投资相关专业经验的人士，该等投资属于2000年《金融服务与市场法》（2005年《金融推广（命令）》）第19(5)条所定义的范围（“FPO”）；(b) FPO第49条所列人士（高净值公司、非法人协会或合伙企业、高价值信托的受托人）等；或(c) 其他依法可接收本通讯的人士；所有此类人士均称为“英国相关人士”。非英国相关人士不得对本材料采取行动或依赖本材料。本材料涉及的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士，且仅会与英国相关人士开展。摩根大通欧洲区（J.P. Morgan EMEA）关于预防和避免与研究报告编制相关的利益冲突的政策说明可在以下链接查看：[J.P. Morgan EMEA - 研究独立性政策](#)。

美国：摩根大通证券有限责任公司（“JPMS”）是纽约证券交易所、美国金融业监管局、证券投资者保护公司及美国全国期货协会的成员。JPMorgan Chase Bank, N.A.是成员（联邦存款保险公司）。非美国附属机构发布的材料由JPMS在美国分发，JPMS对其内容承担责任。

一般说明：如需可提供更多信息。本材料中的信息来源于被认为可靠的来源。尽管已采取所有合理措施确保本材料中陈述的事实准确，且其中包含的预测、观点和预期公平合理，摩根大通公司或其关联公司及/或子公司（统称摩根大通）不对所提供材料的完整性或准确性作出任何陈述或保证，但涉及摩根大通及研究分析师与本材料所涉发行人相关的披露除外。因此，不应依赖本材料中信息的准确性、公平性或完整性。根据适用情况，本材料可能因计算、调整、翻译成不同语言及/或当地监管限制而存在数据差异和/或内容有限的情况。这些差异不应影响本材料中可能讨论的相关主体公司的整体投资分析、观点及/或建议。本材料的编制可能使用了人工智能工具，包括协助数据分析、模式识别及研究材料的内容起草。摩根大通不对因使用本材料或其内容而产生的任何损失承担任何责任，摩根大通及其各自的董事、高级管理人员或员工均不应对本材料的内容承担任何责任，但相关司法管辖区的监管机构或其监管制度可能对其施加的责任和义务除外。本材料中包含的观点、预测或预期仅代表摩根大通截至本材料发布日的当前观点或判断，因此恕不另行通知即可更改。定期更新可能会基于公司特定发展或公告、市场状况或任何其他公开信息提供关于公司/行业的内容。无法保证未来结果或事件将与此类观点、预测或预期一致，此类观点、预测或预期仅代表一种可能的结果。此外，此类观点、预测或预期受某些未经验证的风险、不确定性和假设影响，未来实际结果或事件可能存在重大差异。本材料中提及的任何投资的价值或收益可能会波动和/或受汇率变动影响。除非另有说明，所有定价均为所讨论证券在市场收盘时的指示性价格。过往业绩并不代表未来结果。因此，投资者收回的资金可能少于最初投资的金额。本材料并非旨在作为购买或出售任何金融工具的要约或邀约。本材料中的观点和建议未考虑个别客户的情况、目标，

或需求，并非旨在向特定客户推荐特定证券、金融工具或策略。本材料可能包含关于结构性证券、期权、期货及其他衍生品的观点。这些是复杂工具，可能涉及高度风险，仅适合能够理解并承担相关风险的成熟投资者。本材料的接收者必须对本材料中提及的任何证券或金融工具自行作出独立决策，并应根据需要寻求独立的财务、法律、税务或其他顾问的建议。摩根大通可能作为自营交易方进行基于研究分析师的观点和研究，也可能为其自身账户或客户账户进行与本材料中观点不一致的交易，且摩根大通无义务确保此类其他沟通被传达给本材料的任何接收者。摩根大通内部的其他人员，包括策略师、销售人员及其他研究分析师，可能持有与本材料不一致的观点。未参与本材料编制的摩根大通员工可能持有本材料中提及的证券（或此类证券的衍生品）的投资，并可能以与本材料中讨论的方式不同的方式进行交易。本材料并非对任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销，在任何司法管辖区的证券。

保密与安全通知：本传输可能包含享有特权、保密、法律特权和/或适用法律下免于披露。若您并非预期收件人，特此通知您任何披露、复制、分发或使用本文所含信息（包括依赖该信息）均严格禁止。尽管本传输及所有附件被认为不含可能影响其接收和打开的任何计算机系统的病毒或其他缺陷，收件人有责任确保其不含病毒，摩根大通及其子公司和关联方（视情况而定）不对因使用该信息而以任何方式产生的任何损失或损害承担责任。若您错误接收了本传输，请立即联系发件人并销毁所有材料，无论是电子形式还是纸质形式。本消息受电子监控：<https://www.jpmorgan.com/disclosures/email>

MSCI：本文中的某些信息（“信息”）经MSCI Inc.、其关联公司及信息提供商（统称“MSCI”）许可后转载。©2026。未经适当许可，不得复制或传播该信息。MSCI不提供任何明示或默示担保（包括适销性或特定用途适用性），并在法律允许的范围内免除所有责任。除适用的MSCI ESG研究信息外，所有信息均不构成投资建议。来自MSCI ESG研究的信息。同时受[msci.com/disclaimer](https://www.msci.com/disclaimer)

Sustainalytics：本文包含的某些信息、数据、分析及观点经Sustainalytics许可后转载，且：(1)包含Sustainalytics的专有信息；(2)除非经明确授权，否则不得复制或再分发；(3)不构成投资建议，也不构成对任何产品或项目的背书；(4)仅用于信息目的；且(5)不保证完整、准确或及时。Sustainalytics不对任何与其相关的交易决策、损害或其他损失承担责任，也不对其使用承担责任。数据的使用需遵守以下条款：<https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>。©2026 Sustainalytics。所有权利保留。

"其他披露" 最后修订于2026年7月4日。

版权所有 © 2026 摩根大通公司。本材料或其任何部分未经许可不得翻印、出售或重新分发，除非获得摩根大通的书面同意。未经摩根大通事先书面同意，严禁使用或共享摩根大通提供的任何研究材料或授权第三方（“摩根大通数据”）提供的研究材料，且当此类摩根大通数据可被第三方访问时，不得将其用于任何第三方人工智能（“AI”）系统或模型。

完成于2026年7月20日 上午9:05 香港时间

发布于2026年7月20日 上午9:05 香港时间