本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

J.P.Morgan
摩根大通

中国 证券研究
2026 年 8 月 30 日

美团

悲观情景现在需要高价值业务渗透；上调评级至“增持”，截至 2027 年 6 月的目标价为 100 港元

▲ **增持**
之前: 中性

3690.HK, 3690 HK
股价（2026 年 8 月 28 日）： 77.50 港元

▲ **目标价（2027 年 6 月）： 100.00 港元**
之前（2026 年 12 月）： 85.00 港元

我们将美团的评级上调至“增持”并将目标价上调至 100 港元，原因是 2026 年 2 季度业绩显著提高了外卖业务盈利下限。我们之前的“中性”评级并不怀疑盈利复苏；我们不愿研判该业务，直到：1）实际情况证明每单正盈利在更困难的 2026 年 2-3 季度具有持久性；2）美团保持住了高价值业务；3）竞争对手未能将补贴后的业务量转化为高价值领域的市场份额。这三方面的证据已经都变得有建设性。2026 年 2 季度外卖业务实现利润，管理层同时预计 2026 年 3 季度其将保持盈利，尽管骑手成本季节性上升以及会员和营销支出增多；同时，竞争高峰期间美团在 30 元以上订单中持有约 70%的份额。因此我们的逻辑从**“盈利反转，但在结构性上未获证实”变为“结构性份额丢失目前需要竞争对手赢得高价值用户，而不仅仅是补贴出来的业务量”。由于收益下限提高，建议持有**。

投资者的主要争议是美团能否摆脱业绩行情并多年持有；我们认为举证责任已经转移。我们估算目前其外卖总交易额（GTV）份额在 60%-70%低段，并认为随着补贴恢复正常，将出现复苏空间，而大多数份额损失都出现在 15 元以下订单和茶饮订单中。现在我们明确地将总订单份额和 GTV 份额分开：在我们的 2028 年结构性双寡头基准情景中，美团持有约 50%的订单但 GTV 份额为 60%左右，这反映出其在较高价值需求中的较强地位。低单均价值订单低于美团成本下限的幅度最大，因此是出让成本最低的部分。

竞争仍具有结构性，但仅持续竞争已不再能证明悲观情景的合理性。我们认为阿里巴巴和京东仍有留下来的战略理由；因此结构性双寡头仍是我们的基准情景，概率为 65%。但要出现不利结果，就越发需要在盈利情况下渗透进美团的 30 元以上业务、重新出现负每单盈利或随着补贴恢复正常，GTV 份额未能回升。我们将分散寡头情景的概率从 10%下调至 5%，并将韧性情景的概率从 25%上调至 30%。

我们截至 2027 年 6 月的新目标价为 100 港元，基于 16 倍 2027 年预期市盈率。我们将基于情景的估值作为进行交叉检验的第二种方法。我们的 2028 年外卖业务营业利润终点仍为 310/260/50 亿元人民币不变，情景价值也仍为每股 128/92/51 港元。新的 30%/65%/5%的权重对应每股约 101 港元。主要风险为补贴恢复正常时 GTV 份额未能回升，30 元以上订单份额恶化，每单盈利再次为负；阿里巴巴或京东在盈利状态下渗透进高价值领域。

证券研究报告
中国证券研究主管及亚洲 TMT 研究联席主管

证券分析师: 姚橙 AC
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com
登记编号: S1730523020001

证券分析师: 刘雨禾
(86 21) 6106 6343
nancy.liu@jpmorgan.com
登记编号: S1730524090001

摩根大通证券（中国）有限公司

重要变更（财年12月份结束）

	旧	新	Δ
调整后的每股收益 - 26E (元)	(1.20)	0.48	140.2%
调整后的每股收益 - 27E (元)	5.66	6.27	10.9%
收入 - 26E (百万元)	396,869	416,866	5.0%
收入 - 27E (百万元)	451,750	472,284	4.5%

季度预测（财年12月份结束）

调整后的每股收益 (元)

	2025A	2026E	2027E
Q1	1.76	(0.81)A	1.19
Q2	0.24	0.41A	1.63
Q3	(2.60)	0.43	1.73
Q4	(2.45)	0.44	1.60
FY	(3.07)	0.48	6.27

风格敞口

	当前排名	历史排名,百分位 (1表示排名第1)			
量化因子	(百分位)	6个月	1年	3年	5年
价值	67	64	35	57	69
成长	54	97	38	25	98
动量	30	100	91	19	100
质量	97	53	39	91	90
低波动性	68	76	83	93	90
ESG量化得分	5	16	5	22	12

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 11 页。

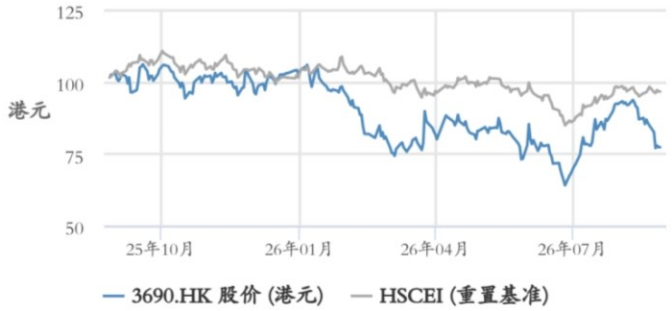
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

中国 证券研究
2026 年 8 月 30 日

J.P.Morgan
摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-25.0%	-14.2%	5.7%	-23.8%
相对	-20.3%	-14.8%	4.2%	-19.0%

公司数据

已发行股票数（百万）	5,530
52 周股价区间（港元）	109.70-63.65
总市值（百万美元）	54,667
汇率	7.84
自由流通股比例	89.1%
三个月日均成交量（百万）	54.17
三个月日均成交额（百万美元）	557.1
波动性（90 天）	45
指数	HSCEI
彭博 买入|持有|卖出	48|9|2

重要指标（财年12月份结束）

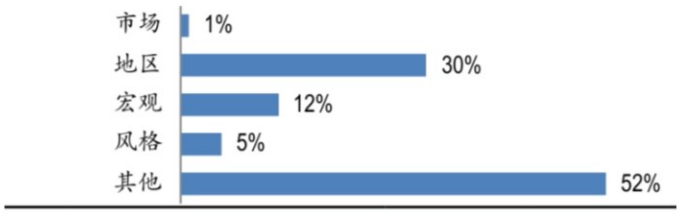
单位：百万元，每股数据单位：元	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
财务预测				
收入	365,632	416,866	472,284	526,575
调整后的息税折旧摊销前利润	(13,783)	9,498	52,191	66,064
调整后的息税前利润	(19,039)	7,602	37,616	48,429
调整后的净利润	(18,648)	2,891	37,664	47,297
调整后的每股收益	(3.07)	0.48	6.27	7.88
彭博一致预期每股收益	(2.68)	(0.36)	3.87	6.16
经营活动现金流	(13,815)	19,106	69,006	74,366
公司自由现金流	(26,780)	3,037	51,060	58,569
利润率和增长率				
收入增长率	8.3%	14.0%	13.3%	11.5%
毛利率	30.6%	33.0%	39.0%	40.0%
息税折旧摊销前利润率	(3.8%)	2.3%	11.1%	12.5%
息税前利润率	(5.2%)	1.8%	8.0%	9.2%
调整后的每股收益增长率	(143.6%)	(115.7%)	1202.6%	25.6%
财务比率				
调整后的有效税率	(7.9%)	0.0%	9.8%	12.9%
利息覆盖倍数	110.5	15.7	-	-
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	6.1	NM	NM	NM
已动用资本回报率	(11.8%)	4.4%	17.4%	17.8%
净资产收益率	(11.5%)	1.9%	21.8%	22.0%
估值				
公司自由现金流收益率	(6.6%)	0.8%	12.8%	14.7%
股息率	-	-	-	-
企业价值/收入	0.7	0.6	0.4	0.3
企业价值倍数	NM	27.6	4.0	2.3
调整后的市盈率	NM	138.1	10.6	8.4

投资理据和估值概要

2026 年 2 季度外卖业务扭亏为盈，在季节性难度更大的 3 季度也应保持盈利状态，由此确立盈利下限的时间早于我们的预期。份额损失结构比其规模更重要。美团保住了高价值订单，让出的主要是在其成本下限以下的低客单价单量。我们下调了永久性份额丢失的概率，也未上调终点盈利。悲观情景现在需要竞争对手在盈利状态下渗透进高单均价值需求，我们尚未看到这种局面。给予“增持”评级。

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 100 港元，基于 16 倍 2027 年预期市盈率，处于中国互联网子板块头部企业（不包括电商）均值水平。我们将概率加权分类加总估值法作为估值的交叉核验。我们基于概率加权分类加总法得出截至 2027 年 6 月的公允价值为 101 港元。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.00	0.11
地区：中国内地	0.71	0.56
宏观:		
10年期美国国债收益率指数	0.48	0.37
HSI 波动性指数	−0.22	−0.33
JPM全球股票市场情绪指数	0.25	0.15
量化风格:		
规模	−0.55	−0.35
动量	−0.47	−0.34
价值	0.43	0.27

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

2季度通过首次测试；回顾强化了份额证据

我们此前的“中性”主题重点关注三个问题：

- 外卖每单盈利能否在季节性难度较高的 2-3 季度一直为正？
- 美团能否在 30 元以上订单中保持 60%-70%高段或更高的份额？
- 竞争对手能否将补贴带动的低单均价值业务量转化为对行业利润池动力，即在高价值业务的明显渗透？

虽然确定程度不同，但这三方面的证据都已变得更有建设性。

根据管理层在财报电话会议上的评述，2026 年 2 季度外卖业务实现盈利。管理层预计 2026 年 3 季度将保持盈利能力，尽管每单配送成本出现几分的季节性上涨，骑手保护成本增加以及会员和营销支出增多。对 2026 年 2 季度的评述描述了已实现的结果；2026 年 3 季度展望仍是指引，也是下一个确认点。

不过，份额证据更有力。我们估算美团的整体外卖 GTV 份额将处于 60%-70%低段，其在 30 元以上订单中的份额约为 70%，我们认为即使竞争对手加大补贴力度，其份额也会相当稳定。在我们的评估中，大多数份额丢失发生在 15 元以下订单和茶饮订单中，而竞争对手在单均价值较高的用户中进展有限。我们还提出了一个新看法：随着阿里巴巴和京东减少亏损以及行业补贴恢复正常，一些补贴带动的低客单价业务量应会减少，从而使美团的 GTV 份额得以回升。我们给予这一观点更大的权重，这是因为高价值业务在竞争高峰期间保持稳定。

我们将这些动向与整体盈利超预期区分开来。我们认为 2 季度部分受益于到店/本地服务约 30%的反常高利润率以及支出发生时点；在我们看来，2026 年 3-4 季度利润率应回归约 25%的正常水平。我们上调评级的原因是正常化下行空间看起来不那么严重，而不是因为我们将 2 季度业绩年化。



本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

表 1: 2 季度业绩和证据评分表

变量	证据	投资解读
外卖每单盈利	2 季度为正	复苏范围超过最初补贴退坡的首个实际证据
3 季度外卖盈利	管理层预计将保持盈利能力，尽管季节性成本和投资增多	支持更高的盈利下限，但仍需证实
当前外卖 GTV 份额	在 60%-70%低段，摩根大通估算	尽管行业支出很高，但保持了核心 GTV 地位
30 元以上订单份额	约 70%并基本稳定，摩根大通估算	高价值业务份额丢失的最有力反面证据
竞争份额损失	集中于 15 元以下订单和茶饮订单	份额损失侧重价值较低、补贴力度较大的需求
预计份额回升	竞争对手减少补贴时 GTV 份额预计将回升	支持较低的悲观情景概率；尚未实现
3 季度订单增长	预计将同比下降	整体业务量依然疲软
3 季度 GTV 和收入	GTV 增幅预计为高个位数；收入增速预计将超过 GTV	单均价值回升和更好的变现应抵消单量下降
到店/本地服务利润率	2 季度约为 30%；3-4 季度预计为 25%左右	超预期的 2 季度整体业绩不应年化

资料来源：美团 2026 年 2 季度财报电话会议、摩根大通估算。注：市场份额数字为摩根大通预测

另一方面，目前的下行障碍更高。仅凭持续竞争已不足以支持我们的悲观情景。竞争对手必须渗透到美团的高价值需求中，而且他们必须这样做，同时减少自己的损失并迫使美团重新扩大防御性支出。

利润终点相同；下行空间缩小

我们保留了之前研究报告中讨论的三个结构性结果以及 2028 年外卖业务营业利润的所有终点。我们仅调整了市场份额定义和分配给每个结果的概率。

现在我们将先前的“综合份额”指标明确为**总订单份额**，并另外增加的 **GTV 份额假设**，以反映单均价值较低的补贴单量占竞争对手业务的比重较高时，美团持有的行业价值份额可能远高于行业订单份额的情况。

表 2: 通向美团外卖稳态的三条路径

	韧性	结构性双寡头 — 基准情景	分散寡头
2027 年预期外卖业务营业利润，10 亿元	25	20	8
2028 年预期外卖业务营业利润，10 亿元	31	26	5
2028 年每单综合营业利润，元	0.97	1.06	0.22
2028 年美团总订单份额	65%	50%	47%
2028 年美团 GTV 份额	**66%**	**60%**	**52%**
2028 年美团 30 元以上订单份额	72%	65%	57%
2028 年阿里巴巴总订单份额	28%	42%	42%
2028 年京东总订单份额	7%	8%	11%
2 季度前概率	18%	58%	24%
调整后概率(摩根大通预测)	**30%**	**65%**	**5%**

资料来源：摩根大通估算

我们预计 2026 年利润区间将收窄，短期可见度提高：尽管竞争加剧，美团在 2026 年 2 季度仍保持盈利，管理层同时预计 3 季度盈利仍为正。2027-2028 年的情景差异更为显著，此时竞争对手的支出、高价值份额和正常化每单营业利润将成为主导变量。

在我们的**韧性情景**中，阿里巴巴越来越多地通过非食品闪购来实现其闪购目标，京东则仍是较小的竞争对手。随着补贴恢复正常，美团的订单份额有所回升

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

，而且不必拿回不经济的单量。其总订单份额达到约 65%，GTV 份额约为 66%，30 元以上订单份额约 72%。到 2028 年外卖业务营业利润达到 310 亿元，仍低于 2024 年 330 亿元的峰值。

我们的**结构性双寡头基准情景**假设阿里巴巴仍是第二个持久的平台。美团持有约 50%的总订单，但持有约 60%的 GTV，原因是其业务结构仍偏向高价值需求。其 30 元以上订单份额最终为 65%左右，每单综合营业利润反弹至 1.0 元。尽管总订单份额大幅下降，但外卖业务营业利润仍达到 260 亿元。

分散寡头情景需要更不利结果。阿里巴巴在单均价值更高的食品订单中占有显著份额；京东保持更大的经济相关性；美团的 GTV 份额降至约 52%；而且其 30 元以上订单份额跌至 50%-60%高段。美团随后再次提升防御性支出，从而使 2028 年外卖业务营业利润限制在约 50 亿元。

鉴于 30 元以上订单的季度市场份额再次达到约 70%，2 季度业绩让我们的概率从 18%/58%/24%变为 30%/65%/5%。我们未提高盈利上限。我们为严重的永久性份额丢失分配的概率较低。

GTV份额比整体订单份额重要

中国外卖业务没有单一的市场份额衡量指标。投资者应区分总订单、GTV 和 30 元以上订单。

我们估算美团目前的外卖 GTV 份额为 60%-70%低段，京东的 GTV 份额为 7%-8%；京东的订单份额较高，因为其平台单均价值较低。这样的区别解释了为什么 2028 年基准情景中约 50%的总订单份额可与约 60%的 GTV 份额共存。美团可能损失明显更多的低客单价订单，同时在交易价值和产生利润的需求中保留较大的份额。

我们先前的成本分解确定每单综合配送和运营成本下限约为 6.3-6.5 元。在我们的框架下，典型的 20 元篮子产生的每单净收入仅为约 3.2 元，这就意味着扣除战略外部性前的赤字约为 3 元。

没有反常的商家高资金供应、配送费或交叉补贴，15 元以下订单更不太可能覆盖该成本下限。低单均价值订单并非毫无价值：它们可支持骑手密度和商家流动性，而促销活动可吸引后来转至高价值群体的用户。相关的问题是在当前补贴强度下保住 10-15 元的边际订单能否产生足够的回报。我们认为这是美团可让出份额的成本最低的那部分业务。

我们预计 3 季度基数较高的按需订单将同比下降，但单均价值上升仍应支持 GTV 的高个位数增长。在我们看来，随着补贴抵消下降以及变现改善，收入增速应超过 GTV。从经济角度讲，订单减少、单均价值提高、变现改善以及每单盈利为正会好于补贴增多和结构性负边际盈利支持的整体订单份额上升。

因此我们可能优先考虑三个指标：

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

- 美团的 30 元以上订单份额；
- 外卖 GTV 份额；
- 保持或恢复该份额的成本。

如果 GTV 份额随着行业补贴下降而回升，而美团自身的低客单价激励措施没有再次增加，我们的逻辑就会得到强化。如果低单均价值份额损失成为竞争对手渗透至高价值用户和商家的通道，我们的逻辑就会被削弱。

竞争仍具结构性，但补贴带动的份额已不那么持久

我们的“增持”评级并未假设阿里巴巴或京东将退出外卖业务。这两个平台获得的战略收益都超过了外卖业务的盈利能力本身，这就是为什么我们的基准情景仍是结构性双寡头 - 而非回到美团此前的近乎垄断局面。

表 3: 竞争对手为什么留下来 – 以及哪些因素限制了他们

竞争对手	留下来的战略原因	当前限制因素	悲观情景触发条件
阿里巴巴	淘宝频率、获客、更广泛的使用闪购和电商增量变现	摩根大通预测季度亏损约 110 亿元；在非食品闪购方面取得更大进展，而外卖仍远未实现盈利，获得的单均价值较高用户有限	阿里巴巴在 30 元以上食品订单中获得大量份额，同时每单盈利改善
京东	获客、零售交叉销售、商家供应以及最后一公里/物流利用率	摩根大通预测季度亏损约 50-60 亿元；GTV 份额约为 7-8%，而订单份额较高，因为单均价值较低	京东承受再次出现的或持续亏损的同时，GTV 份额一直高于高个位数水平

资料来源：摩根大通估算

阿里巴巴的战略理由更有力。外卖将高频本地消费带入淘宝并支持更广泛的闪购生态。因此其回报不需要仅通过外卖营业利润来衡量。

不过，战略承诺并不要求阿里巴巴无限期地补贴所有低客单价订单。我们认为阿里巴巴在非食品闪购方面取得了更大进展，而外卖业务仍远未盈利；我们估算单均价值较高的食品用户渗透率仍然有限。随着阿里巴巴的亏损收窄，它仍会是一个坚定的竞争对手，同时会让一些不经济的低客单价单量消失。

京东也受益于更高的购物频率、零售交叉销售、更大的商家群体以及更好地利用其最后一公里网络。要获得这些益处，它不需要外卖方面的共同领先地位。即便补贴下降使京东的订单份额降低，高个位数 GTV 份额也仍会有战略用途。

过去一年主要平台合计花费超过 2,000 亿元，但未从根本上改变市场结构（链接），这表明全面补贴的回报率下降，并支持部分低客单价份额将被证明具有暂时性的观点。

因此我们认为复苏观点的可信度足以降低左尾概率，但不足以提高终点利润假设。关键风险不是竞争对手的持续参与，而是在盈利状态下进入美团的高价值群体。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

估值：概率，而非更高的盈利上限

我们截至 2027 年 6 月的新目标价为 100 港元，基于 16 倍 2027 年预期市盈率，而此前为 15 倍，原因是对长期盈利复苏轨迹的信心增强。我们将以下基于情景的估值作为进行交叉检验的第二种估值方法。

我们的所有情景盈利和估值终点保持不变。

我们在韧性、结构性双寡头、分散寡头情景下的 2028 年外卖业务营业利润预期仍分别为 310/260/50 亿元。相应估值倍数仍为 18 倍/12 倍/7 倍，非外卖价值仍为每股 45 港元左右。

表 4: 情景价值不变；永久性份额丢失的概率下降

	韧性	结构性双寡头	分散寡头
2028 年外卖业务营业利润，10 亿元人民币	31	26	5
外卖业务市盈率	18x	12x	7x
外卖业务价值，港元/股	83	48	6
非外卖业务价值，港元/股	45	45	45
情景价值，港元/股	128	92	51
2 季度前概率	18%	58%	24%
调整后概率	**30%**	**65%**	**5%**

资料来源：摩根大通估算

新的概率加权外卖业务营业利润路径为 2027 年约 210 亿元，2028 年 260 亿元。韧性价值和我们的结构性双寡头终点盈利均未上升。上调目标价的原因是目前证据支持更低的分散寡头情景概率和稍有上升的韧性情景概率，因此给予集团层面盈利更高的市盈率倍数。

这就是我们可能面对的盈利状况：不是回到 2024 年的峰值，而是美团在竞争持续越发激烈的市场中恢复大多数外卖利润。

哪些情况可能证明我们错了

我们的“增持”评级仍可证伪。只要出现以下四种情况任何一个，我们就可能重新审视概率的重新加权。

- GTV 份额未能恢复。行业补贴恢复正常后，美团的外卖 GTV 份额仍停留在 60%-70%低段或进一步下降。如果保持份额需要再次采取低客单价激励措施，担忧就可能增大。
- 高价值份额恶化。美团在 30 元以上订单中的份额明显低于 60%-70%高段并接近 60%，这表明竞争对手正在渗透到经济意义重大的核心业务。
- 外卖每单盈利变为负值。尽管行业补贴强度减弱，但 3 季度以后盈利能力恶化，表明盈利下限的持久性弱于管理层目前的预期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

- 竞争对手实现可盈利的高价值业务渗透。阿里巴巴在 30 元以上订单中获得大量份额，同时改善了自身每单盈利，或京东在承受高额亏损的同时一直保持着超过高个位数的 GTV 份额。

相反，我们的韧性情景概率可能进一步上升，条件是：

- 外卖每单盈利到 4 季度仍为正值；
- 美团的 30 元以上订单份额仍接近 70%；
- GTV 份额开始回升，而未再次升级低客单价补贴；
- 阿里巴巴和京东降低亏损时订单量流失，而未通过对价值更高的业务渗透来予以取代。

该股不再需要竞争消失。美团需要保留高价值业务并恢复 GTV 份额，而不拿回不经济的单量。2 季度业绩和份额证据越发支持这一结果。

预测调整

我们将 2026 年收入预测值上调 5%，以反映好于预期的外卖业务/新项目增长，并将调整后每股收益上调至 0.48 元，以反映 2026 年 2 季度盈利超预期、2026 年全年外卖业务每单盈利改善以及合理的新业务投资。由于外卖/新项目收入/盈利能力改善，我们将 2027 年收入/调整后每股收益上调 5%/11%。

表 5: 美团预测调整

年底止于 12 月 31 日	2026E					2027E				
百万元，每股收益除外	摩根大通预测-调整前	摩根大通预测-调整后	% 变幅	市场一致预期	% 差幅	摩根大通预测-调整前	摩根大通预测-调整后	% 变幅	市场一致预期	% 差幅
净收入	396,869	416,866	*5%*	403,818	*3%*	451,750	472,284	*5%*	456,632	*3%*
毛利	134,935	137,566	*2%*	125,131	*10%*	180,700	184,191	*2%*	151,858	*21%*
营业利润	(15,470)	(5,169)	*67%*	(6,732)	*-23%*	26,807	30,530	*14%*	20,294	*50%*
EBITDA（调整后）	(1,623)	9,498	*685%*	6,808	*40%*	47,422	52,191	*10%*	34,762	*50%*
税前利润	(15,527)	(5,863)	*62%*	(7,725)	*-24%*	27,807	31,530	*13%*	21,763	*45%*
净利润	(15,527)	(5,863)	*62%*	(7,990)	*-27%*	24,470	27,746	*13%*	18,948	*46%*
净利润（调整后）	(7,192)	2,891	*140%*	(2,025)	*-243%*	33,957	37,664	*11%*	23,104	*63%*
每股收益										
稀释后	-2.59	-0.98	*62%*	(1.22)	*-20%*	4.08	4.62	*13%*	2.96	*56%*
每股收益（调整后）										
稀释后	-1.20	0.48	*140%*	(0.32)	*-251%*	5.66	6.27	*11%*	3.87	*62%*
利润率分析（%）										
毛利率	34.0%	33.0%		31.0%		40.0%	39.0%		33.3%	
营业利润率	-3.9%	-1.2%				5.9%	6.5%			
EBITDA 利润率（调整后）	-0.4%	2.3%				10.5%	11.1%			
净利润率	-3.9%	-1.4%		-2.0%		5.4%	5.9%		4.1%	
净利润率（调整后）	-1.8%	0.7%		-0.5%		7.5%	8.0%		5.1%	

资料来源：摩根大通估算、Bloomberg Finance L.P.（截至 2026 年 8 月 29 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

美团 *(增持; 目标价: 100.00港元)*

投资理据

2026 年 2 季度外卖业务扭亏为盈，在季节性难度更大的 3 季度也应保持盈利状态，由此确立盈利下限的时间早于我们的预期。份额损失结构比其规模更重要。美团保住了高价值订单，让出的主要是在其成本下限以下的低客单价单量。我们下调了永久性份额丢失的概率，也未上调终点盈利。悲观情景现在需要竞争对手在盈利状态下渗透进高单均价值需求，我们尚未看到这种局面。给予“增持”评级。

估值

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 100 港元，基于 16 倍 2027 年预期市盈率，处于中国互联网子板块头部企业（不包括电商）均值水平。我们将概率加权分类加总估值法作为估值的交叉核验。我们基于概率加权分类加总法得出截至 2027 年 6 月的公允价值为 101 港元。

概率加权分类加总估值法

情景	概率	平稳状态下外卖业务的营业利润（十亿元）	外卖业务估值倍数	外卖业务股权价值 (港元/股)	非外卖业务股权价值 (港元/股)	股权总价值 (港元/股)
乐观— 具有韧性	~30%	~31	18x	~83	~45	~128
基准 —双寡头	~65%	~26	12x	~48	~45	~92
悲观— 分散	~5%	~5	7x	~6	~45	~51
概率加权						**~101**

资料来源：摩根大通估算

影响评级与目标价的风险

主要下行风险包括：（1）消费环境逊于预期；（2）社区团购业务的亏损收窄速度慢于预期；3）到店业务面临的竞争加剧。

主要上行风险包括：（1）竞争格局好于预期；（2）新项目的亏损收窄速度快于预期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

美团: 财务数据概览

损益表	FY23A	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E
收入	**276,745**	**337,511**	**365,632**	**416,866**	**472,284**
售出商品成本	(179,554)	(207,726)	(253,846)	(279,300)	(288,093)
毛利润	**97,191**	**129,785**	**111,786**	**137,566**	**184,191**
销售费用、一般性费用及管理费用	(67,989)	(74,704)	(115,628)	(112,230)	(125,316)
调整后的息税折旧摊销前利润	**22,166**	**48,531**	**(13,783)**	**9,498**	**52,191**
折旧和摊销	-	-	-	-	-
调整后的息税前利润	**21,799**	**44,428**	**(19,039)**	**7,602**	**37,616**
净利息	(606)	(45)	125	(605)	0
调整后的税前利润	**22,405**	**45,568**	**(18,836)**	**6,908**	**38,616**
所得税	(165)	(2,177)	1,483	0	(3,784)
少数股东损益	0	0	0	0	0
调整后的净利润	**23,253**	**43,772**	**(18,648)**	**2,891**	**37,664**
报告的每股收益	2.19	5.75	(3.84)	(0.98)	4.62
调整后的每股收益	**3.69**	**7.03**	**(3.07)**	**0.48**	**6.27**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-	-
发行在外股份数	6,300	6,226	6,077	6,003	6,003

资产负债表	FY23A	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	33,340	70,834	106,771	109,202	160,262
应收帐款	2,743	2,653	3,323	3,788	4,292
存货	1,305	1,734	3,013	3,707	4,964
其他流动资产	145,729	134,514	111,951	116,190	120,776
流动资产	**183,116**	**209,735**	**225,057**	**232,889**	**290,294**
不动产、厂房、设备	25,978	30,239	38,705	47,043	50,821
长期投资	18,481	17,776	24,120	24,120	24,120
其他非流动资产	65,455	66,605	59,027	59,027	59,027
总资产	**293,030**	**324,355**	**346,910**	**363,079**	**424,263**
短期借款	-	-	-	-	-
应付帐款	22,981	25,193	34,572	34,572	34,572
其他短期负债	0	0	0	0	0
流动负债	**22,981**	**25,193**	**34,572**	**34,572**	**34,572**
长期债务	19,932	1,176	22,257	22,257	22,257
其他长期负债	98,161	125,382	139,094	152,371	175,891
总负债	**141,073**	**151,751**	**195,922**	**209,199**	**232,719**
股东权益	152,013	172,663	151,046	153,937	191,601
少数股东权益	(57)	(59)	(58)	(58)	(58)
总负债及所有者权益	**293,030**	**324,355**	**346,910**	**363,079**	**424,263**
每股帐面价值	**24.13**	**27.73**	**24.86**	**25.64**	**31.92**
同比增长	*12.5%*	*14.9%*	*(10.4%)*	*3.2%*	*24.5%*
净债务/（现金）	(13,408)	(69,658)	(84,514)	(86,945)	(138,005)

现金流量表	FY23A	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E
经营活动现金流	**40,522**	**57,147**	**(13,815)**	**19,106**	**69,006**
其中：折旧和摊销	5,781	6,921	7,513	8,337	14,169
其中：营运资本变动	21,194	26,278	6,442	7,877	17,174
投资活动现金流	**(24,664)**	**10,205**	**29,773**	**(16,675)**	**(17,947)**
其中：资本支出	(6,880)	(10,999)	(13,271)	(16,675)	(17,947)
占销售收入比重	*2.5%*	*3.3%*	*3.6%*	*4.0%*	*3.8%*
融资活动现金流	**(2,781)**	**(30,415)**	**21,243**	**0**	**0**
其中：支付的股息	-	-	-	-	-
其中：发行股份数/(回购数)	0	(26,090)	(365)	0	0
其中：发行的净债务/(偿还额)	663	(1,230)	36,888	0	0
现金变化净额	**13,181**	**37,494**	**35,937**	**2,431**	**51,060**
调整后的公司自由现金流	**34,545**	**47,088**	**(26,780)**	**3,037**	**51,060**
同比增长	*391.8%*	*36.3%*	*(156.9%)*	*(111.3%)*	*1581.5%*

财务比率分析	FY23A	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E
毛利润率	35.1%	38.5%	30.6%	33.0%	39.0%
息税折旧摊销前利润率	8.0%	14.4%	(3.8%)	2.3%	11.1%
息税前利润率	7.9%	13.2%	(5.2%)	1.8%	8.0%
净利润率	8.4%	13.0%	(5.1%)	0.7%	8.0%
净资产回报率	16.6%	27.0%	(11.5%)	1.9%	21.8%
资产回报率	8.7%	14.2%	(5.6%)	0.8%	9.6%
已动用资本回报率	13.5%	24.5%	(11.8%)	4.4%	17.4%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	24.6%	22.1%	31.6%	26.9%	26.5%
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	6.1	NM	NM
销售收入/资产（倍）	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
总资产/净资产（倍）	1.9	1.9	2.1	2.3	2.3
利息覆盖倍数	36.6	1,072.9	110.5	15.7	-
经营杠杆	2501.6%	472.8%	(1714.6%)	(998.6%)	2970.1%
税率	0.7%	4.8%	(7.9%)	0.0%	9.8%
收入同比增长	25.8%	22.0%	8.3%	14.0%	13.3%
息税折旧摊销前利润同比增长	333.8%	118.9%	(128.4%)	(168.9%)	449.5%
每股收益同比增长	683.7%	90.5%	(143.6%)	(115.7%)	1202.6%

估值	FY23A	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E
市盈率（倍）	18.0	9.5	NM	138.1	10.6
市净率（倍）	2.8	2.4	2.7	2.6	2.1
企业价值倍数	15.1	5.7	NM	27.6	4.0
股息率	-	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

其他本报告中讨论的公司（除非另有说明，本报告中的所有价格均为截至 2026 年 08 月 28 日的收盘价）
京东(JD/28.74 美元/增持), 京东- H(9618.HK/110.50 港元/增持), 阿里巴巴(9988.HK/113.90 港元/增持), 阿里巴巴(BABA/118.90 美元/增持)

分析师声明（简称“AC”）： 本报告首页所示姓名右上角带有“AC”标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有“AC”标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法；且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称“KOFIA”）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

除非另有说明，本报告的全体署名作者均为开展独立研究的证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能会被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

重要披露

- **做市商：**摩根大通证券有限公司（J.P. Morgan Securities LLC）是 京东或相关实体的证券的做市商。
- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体的金融工具或与阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **做市商/流动性提供方（香港）：**摩根大通证券(亚太)有限公司和/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 及/或附属公司是美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体的证券及/或以该等证券为标的资产的权证或期权的做市商及/或流动性提供方，这些证券在香港联合交易所上市或交易。
- **经办行或联席经办行：**摩根大通在过去的 12 个月内曾就证券或金融工具（定义请参见欧盟法律指令 Directive 2014/65/EU）之公开发行为阿里巴巴, 阿里巴巴或相关实体担任经办行或联席经办行，亦或在过去 12 个月内曾为阿里巴巴, 阿里巴巴或相关实体公开发行的证券或金融工具（定义同上）担任经办行或联席经办行。
- **分析师持仓：**股票或信用研究覆盖团队的分析师，亦或可能给出投资建议的非基本面分析师，或他们的家庭成员拥有美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体的债务或股本证券的财务权益。
- **作为受益人持有股比（1%或以上）：**摩根大通作为受益人拥有美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体普通股1%或以上的股份。
- **客户：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户：美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体。
- **客户/投资银行：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通投资银行业务的客户：阿里巴巴, 阿里巴巴或相关实体。
- **客户/非投资银行、证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非投资银行、证券相关服务：美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体。
- **客户/非证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非证券相关服务：美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体。
- **已收取的投资银行服务报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为阿里巴巴, 阿里巴巴或相关实体提供投资银行服务，并已获得相应报酬。
- **潜在的投资银行服务报酬：**摩根大通预计在未来三个月内将会就所提供的投资银行服务获得或寻求获得美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体支付的报酬。
- **已收取的非投资银行服务报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体提供除投资银行服务之外的产品或服务，并获得相应报酬。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有美团, 阿里巴巴, 阿里巴巴, 京东, 京东- H 或相关实体所发行债务证券的头寸。

公司特定披露：摩根大通正在并寻求与其研究报告所覆盖的公司开展业务。因此，投资者应注意公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。投资者仅应将本报告视为作出投资决定时的一个因素。重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格（

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

如适用），可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司及某些未覆盖公司，可访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。

美团 (3690.HK, 3690 HK) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2018年10月12日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-11-30	中性	90.45	100
2024-02-05	中性	63.25	67
2024-03-24	增持	88.25	110
2024-06-07	增持	112.70	130
2024-08-29	增持	102.80	140
2024-12-01	增持	168.70	200
2025-03-23	增持	167.60	190
2025-04-22	增持	136.50	165
2025-05-27	增持	129.40	160
2025-07-10	增持	119.20	150
2025-08-28	中性	116.30	105
2025-10-21	中性	96.65	100
2025-12-01	中性	102.50	95
2026-03-27	中性	86.70	85

阿里巴巴 (9988.HK, 9988 HK) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2021年05月11日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-11-17	增持	81.35	120
2024-01-09	增持	70.35	105
2024-02-08	增持	74.90	100
2024-04-09	增持	70.40	95
2024-08-16	增持	76.40	106
2024-10-09	增持	104.50	120
2024-11-26	增持	81.95	117
2025-01-09	增持	80.90	120
2025-02-21	增持	120.90	165
2025-07-10	增持	102.90	135
2025-08-31	增持	115.70	165
2025-10-01	增持	177.00	240
2025-10-09	增持	177.60	235
2025-11-26	增持	157.80	225
2026-01-09	增持	142.60	210
2026-03-20	增持	132.00	200
2026-04-08	增持	118.50	195
2026-05-14	增持	132.80	200
2026-08-21	增持	126.20	205

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

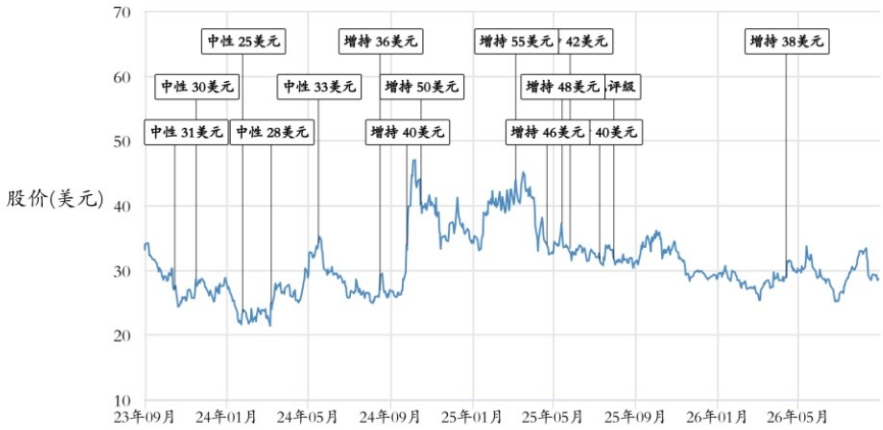
阿里巴巴 (BABA, BABA US) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2014年10月29日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (美元)	目标价 (美元)
2023-11-17	增持	79.11	125
2024-01-09	增持	72.88	110
2024-02-08	增持	73.64	105
2024-04-09	增持	71.71	100
2024-08-16	增持	79.54	108
2024-10-09	增持	109.68	125
2024-11-26	增持	85.58	120
2025-01-09	增持	83.69	125
2025-02-21	增持	135.97	170
2025-07-10	增持	103.83	140
2025-08-31	增持	135.00	170
2025-10-01	增持	178.73	245
2025-10-09	增持	181.12	240
2025-11-26	增持	157.01	230
2026-01-09	增持	154.47	215
2026-03-20	增持	124.90	205
2026-04-08	增持	119.72	200
2026-05-14	增持	145.81	205
2026-08-21	增持	130.53	210

京东集团股份有限公司 (JD, JD US) 股价图



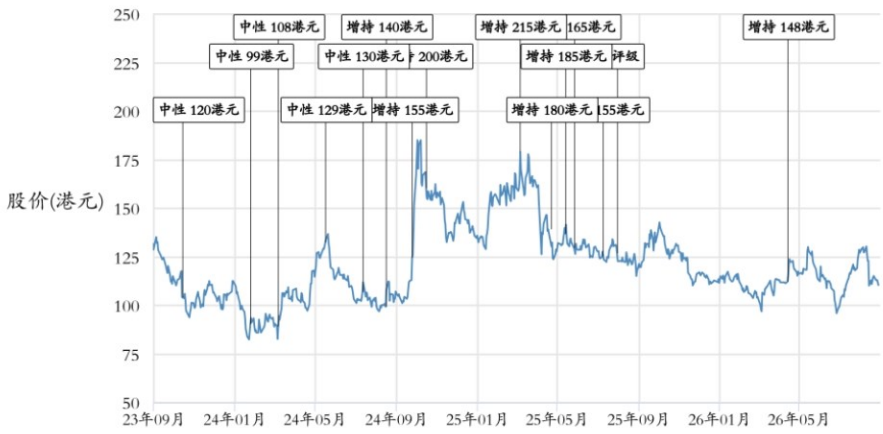
资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2015年04月26日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (美元)	目标价 (美元)
2023-10-15	中性	27.05	31
2023-11-16	中性	28.59	30
2024-01-25	中性	23.60	25
2024-03-07	中性	24.91	28
2024-05-17	中性	34.27	33
2024-08-16	增持	27.00	36
2024-09-25	增持	33.90	40
2024-10-16	增持	40.16	50
2025-03-07	增持	43.92	55
2025-04-22	增持	34.06	46
2025-05-14	增持	37.25	48
2025-05-27	增持	33.35	42
2025-07-10	增持	31.60	40
2025-07-31	无评级	31.75	--
2026-04-14	增持	28.94	38

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

京东集团股份有限公司 – H (9618.HK, 9618 HK) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2021年05月11日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-10-15	中性	104.20	120
2024-01-25	中性	90.40	99
2024-03-07	中性	89.20	108
2024-05-17	中性	132.40	129
2024-07-12	中性	106.80	130
2024-08-16	增持	99.35	140
2024-09-25	增持	124.60	155
2024-10-16	增持	160.40	200
2025-03-07	增持	179.00	215
2025-04-22	增持	139.20	180
2025-05-14	增持	137.00	185
2025-05-27	增持	129.60	165
2025-07-10	增持	125.30	155
2025-07-31	无评级	126.90	--
2026-04-14	增持	112.30	148

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。
摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N= 中性，UW = 减持，NR =无评级

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：
摩根大通使用以下评级体系：增持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将超过研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）；中性（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将与研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致）；和减持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将不及研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）。无评级（NR）：在此，由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。覆盖范围内的部分股票有评级，但没有目标价；在这些情况下，我们预计这些股票的表现将优于/持平于/不及研究分析师或研究分析师团队在该地区相应期间的研究覆盖范围内股票的平均总回报率。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应研究分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关研究分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmsc.portal.jpmorgan.com 查询。

研究覆盖范围：姚橙: 阿里巴巴 (9988.HK), 阿里巴巴 (BABA), 阿里健康 (0241.HK), 汽车之家 (ATHM), 汽车之家 - H (2518.HK), 百度集团 - SW (9888.HK), 百度 (BIDU), 大麦娱乐 (1060.HK), DiDi Global Inc. (DIDIY), 京东- H (9618.HK), 京东 (JD), 金山云 (KC), 金山云 - H (3896.HK), 连连数字 - H (2598.HK), 猫眼娱乐 (1896.HK), 美团 (3690.HK), 拼多多 (PDD), 平安好医生 (1833.HK), 腾讯控股 (0700.HK), 腾讯音乐 (TME), 腾讯音乐 - H (1698.HK), 携程 (TCOM), 携程 - H (9961.HK), 唯品会 (VIPS), 文远知行 - ADR (WRD), 微博公司 (WB), 微博 - H (9898.HK)

摩根大通股票研究之评级分布，截至 2026 年 07 月 04 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	53%	36%	12%
投资银行客户**	83%	80%	73%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	51%	37%	12%
投资银行客户**	95%	92%	87%

*请注意，由于四舍五入的原因，各百分比相加不一定等于 100%。
**“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。
我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局（FINRA）评级分布相关条例中所述的“买入”评级，“中性”评级相当于“持有”评级，“减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险，请访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com，参阅最新的对该公司的研究报告，联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息，请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集（Company Tearsheets），可从我们客户网站的公司页面下载 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

历史投资建议：您可在 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com 网站查看过去 12 个月发布的摩根大通投资建议，您也可以在该网站中按分析师姓名、行业或金融工具进行搜索。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素，包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC）的非美国附属公司的雇员，可能没有根据美国金融业监管局（FINRA）的规定注册为证券分析师，可能不是摩根大通证券有限公司的关联人，还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制，即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

英国 MIFID 规定下 FICC 研究产品单独销售之豁免：有关摩根大通执行 FICC 研究产品独立销售之豁免的详情以及有关 FICC 研究产品类别的指引，英国客户应参考此网页：UK MIFID Research Unbundling exemption。

除非相关法律明确允许，所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料，请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门，分别指代中国内地、香港特别行政区（中国）、台湾地区（中国）、澳门特别行政区（中国）。

摩根大通研究部门可能会不时撰写涉及受到美国、欧盟、英国或其他相关司法管辖区政府机关实施或执行的经济或金融制裁的发行人或证券（“受制裁证券”）的研究报告。本报告中的任何内容均不得被解读或解释为鼓励、便利、促进或以其他方式赞成对受制裁证券的投资或交易。客户在做出投资决策时应清楚了解自身的法律与合规义务。

本研究报告中讨论的数字资产，亦或称为虚拟或加密资产或加密货币（例如比特币），受到快速变化的监管环境的影响。相关法律对该等资产的适用可能并未认定，任何数字资产投资的合法性也可能不明确。在就任何数字资产作出任何投资决定之前，投资者应寻求其专属法律建议，并了解关于购买、持有或出售此类投资的任何法律考量因素。有关数字资产（包括比特币和以太币）的相关监管意见，请参见 https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure.

本研究报告的作者可能未获得在您的司法管辖区内开展受监管活动的许可牌照，如果其未获得许可的牌照，则不得以此名义开展业务。

交易型开放式指数证券投资基金（以下简称“ETF”）：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是绝大部分美国上市 ETF 的授权参与方。就本报告提及的任何 ETF 而言，JPMS 可能因分销这些 ETF 份额而获得佣金和基于交易的报酬，并可能因提供其他交易相关服务（如向 ETF 份额的卖空方提供证券出借服务）而获得费用收入。JPMS 也可以为 ETF 自身提供服务，包括担任 ETF 的经纪人或交易商。此外，JPMS 的关联方可为 ETF 提供服务，包括信托、托管、管理、出借、指数计算和/或维护及其他服务。

https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf，获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本，或访问 https://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2020.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

银行间同业拆借利率(IBOR)和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息，请查询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师，则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则第一个法律实体对本研究材料负责，除非另有说明。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献，但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可（并且不认为自己能够这样做）。除非下方法律实体披露另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发，或者若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则由第一个法律实体负责分发。如有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称“摩根大通私人银行“）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由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部及其研究部门)提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：

阿根廷：JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina，简称 BCRA) 和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV，经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。

澳大利亚: J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号 (Australian Financial Services License：238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管，是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange，简称 ASX Limited)的市场参与者、ASX Clear Pty Limited 的清算及结算参与者以及 ASX Clear (Futures) Pty Limited 的清算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。 关于研究覆盖的所有金融产品之清单，请访问 https://www.jpmm.com/research/disclosures。摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类（GIC）项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用，在对目标公司进行公开侧尽职调查过程中，分析师团队有时可能会与公司接洽（例如实地考察，与公司代表进行讨论，管理层演示等）开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的“研究部独立性”政策制作，关于该政策，可访问：J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy。

巴西： Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios，简称 CVM）和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / 0800-7700810（供听障人士使用） / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com.

加拿大： J.P. Morgan Securities Canada Inc.是注册的投资交易商，受加拿大投资监管组织(Canadian Investment Regulatory Organization)和安大略省证券委员会(the Ontario Securities Commission)监管，是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P.Morgan Securities Canada Inc.或其代表在加拿大分发。

智利：Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国：**摩根大通证券（中国）有限公司具有经中国证券 监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。

哥伦比亚：Banco J.P. Morgan Colombia S.A.受哥伦比亚金融监管局（SFC）监管。本材料中提及的本行以外的哥伦比亚实体在国外提供的任何产品或服务仅作描述之用。此类提及不构成也不应被解释为哥伦比亚境内的促销活动或提供哥伦比亚适用法规所定义的金融产品或服务。

迪拜国际金融中心：美国摩根大通银行迪拜分行(JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch)受迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA) 的监管， 其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。 本材料已由美国摩根大通银行迪拜分行分发给 DFSA 监管条例所定义的专业客户(professional clients)或市场对手方(market counterparties)。

欧洲经济区（EEA）：除非另有说明，本研究材料由 J.P. Morgan SE （简称 JPM SE）在欧洲经济区分发。JPM SE 由德国联邦金融监管局(简称 BaFin)授权为信用机构，并受 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）及欧洲中央银行 (简称 ECB)联合监管。JPM SE 总部位于法兰克福，注册地址为 TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者(或相当于专业投资者)的人士(合称“欧洲经济区专业投资者”)，依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士，并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。

香港：摩根大通证券(亚太)有限公司（J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited）（公司实体编号 AAJ321）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司（公司实体编号 AAB027）受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch）（公司实体编号 AAL996）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，是依美国法律成立的有限责任公司。如在香港分发本材料属于受监管活动，则该等材料由摩根大通证券(亚太)有限公司(J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited)及/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司在香港分发。

印度：J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码- 68724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098， 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI)注册为“证券分析师 (Research Analyst)”，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited)（SEBI 注册号：INZ000239730）的成员，以及证券业务参与行(“Merchant Banker”) (SEBI 注册号- MB/INM000002970)。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：http://www.jpmipl.com 。美国摩根大通银行孟买分行(JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch)获印度储备银行(the Reserve Bank of India，简

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

称 RBI)颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其他活动。对于非本地研究材料，此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。合规官： Ashutosh Sharma; ashutosh.j.sharma@jpmchase.com；+912261575002. 申诉专员：Ramprasadh K; jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +91 22 6157 3000. SEBI 授予的注册和印度国家证券市场学院（简称 NISM）的认证不能保证中介机构的表现或为投资者提供任何回报保证。请参阅条款和条件以及最重要的条款和条件(MITC).年度合规审计报告参见 http://www.jpmipl.com/#research。

印度尼西亚：PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所(Indonesia Stock Exchange)的成员，受在 Otoritas Jasa Keuangan (OJK)注册并受其监管。

韩国：摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司(J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch)是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX)的成员。美国摩根大通银行首尔分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch）在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会(Financial Services Commission，简称 FSC)和韩国金融监管局(Financial Supervisory Service，简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司在韩国分发。

日本： JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch)受日本金融厅(Financial Services Agency)的监管。

马来西亚：本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)在马来西亚发行和分发，该公司是马来西亚股票交易所（Bursa Malaysia Berhad）的参与组织，持有马来西亚证券委员会(Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证(Capital Markets Services License）。

墨西哥：J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican Stock Exchange)和机构证券交易所(Institutional Stock Exchange)的成员，并获墨西哥国家银行和证券交易委员会(National Banking and Securities Exchange Commission)授权，可担任经纪交易商。

新西兰：本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发，仅分发给“批发客户(wholesale clients)”(定义见“2013 金融市场行为法案(Financial Markets Conduct Act 2013)”之界定)。 JPMSAL 依据新西兰的 “2008 金融服务提 供商注册与争端解决法案(Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008)” 注册为“金融服务提供商 (Financial Service Provider)”。

菲律宾：J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 （Philippine Stock Exchange）的交易参与者， 也是菲律宾证券清算公司（Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金（Securities Investor Protection Fund) 的成员。 它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission)的监管。

新加坡：本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited（简称 JPMSS）[MDDI (P) 070/08/2026，公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) 在新加坡发行和分发， 亦或是经由这两家 实体在新加坡发行和分发。 JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司(Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员，JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore)监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、 专业投资者(expert investors)和机构投资者(institutional investors)， 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act，简称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡，本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。

南非：J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch）是约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Securities Exchange) 的成员， 受南非金融服务行为监管局（Financial Services Conduct Authority，简称 FSCA）的监管。

台湾：摩根大通证券 股份有限公司(J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所 (公司类) 的参与者，受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发，并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。**若摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）就未在台湾证券交易所或证券柜台买卖中心之上市柜的证券（“非台湾上市柜证券”）制作研究材料，则该等材料不应构成台湾法规所称的证券推荐，同时，为免生疑问，摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）不担任非台湾上市柜证券的经纪商。**请注意，根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版)第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规， 除非 “重要披露”部分另有披露，本材料的 接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。

泰国：本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发， 该公司是泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand）的成员， 受泰国财政部(Ministry of Finance)和泰国证券交易 委员会（Securities and Exchange Commission）的监管，注册地址为 548 One City Center Building, 50th Floor, Ploenchit Road, Lumphini, Pathum Wan, Bangkok, 邮编 10330。

英国：本研究材料由摩根大通证券有限责任公司(J.P. Morgan Securities plc，简称 JPMS plc)或摩根大通市场有限责任公司(J.P. Morgan Markets Limited，简称 JPMML Ltd)在英国制作。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所(London Stock Exchange)成员，获英国审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权，受金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局监管。摩根大通市场有限责任公司获金融行为监管局授权并由其监管。除非另有说明，本研究材料由摩根大通证券有限责任公司在英国分发并在英国仅发予：(a) “2000 年金融服务及市场法 2005 年（金融推广）法令（Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005，简称 FPO)” 第 19(5)条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士(高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等)；或(c)以其他方式可合法接收本通讯的任何人；所有此三类人士均称为 “英国相关人士” 。非英国相关人士不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士，并且只能是英国相关人士进行该等活动。对 J.P. Morgan EMEA 预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策的介绍可点击以下链接获取：J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

美国：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局（FINRA）、美国证券投资者保护 公司(SIPC)以及美国全国期货协会（NFA）的成员。美国摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是美国联邦存款保险公司（FDIC）的成员。非摩根大通美国附属 机构发布的材料由 JPMS 在美国分发，JPMS 对报告内容负责。

一般披露：可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的，但摩根大通或其附属公司和/或子公司(统称“摩根大通”)对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保，除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此，不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。由于计算、调整、翻译成不同语言和/或当地监管限制（如适用），本材料中的数据和/或有限的内容可能存在某些差异。这些差异并不应影响可能在材料中讨论的标的公司的整体投资分析、观点和/或建议。编写本材料的过程中可能使用了人工智能工具，包括为数据分析、模式识别和研究材料的内容起草提供协助。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失，摩根大通不承担任何责任，摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责，但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断，可予更改，而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息，定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致，因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外，这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响，这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实，未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明，否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此，投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求，也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料可能包含对结构性证券、期权、期货和其他衍生品的观点。这些是复杂的金融工具，可能包含较高风险，可能仅适合于能够理解和承担所涉及风险的成熟投资者。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定，并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易，也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易，摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人，包括策略师、销售人员和其他分析师，可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券(或此类证券的衍生品)进行投资，并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销。

保密性和安全性须知：本发送材料可能包含根据适用法律享有特权、机密、法律特权和/或豁免披露的信息。如果您不是材料指明的接收方，则特此通知您，此处包含的信息的任何披露、复制、分发或使用(包括对其的任何依赖)均严格禁止。虽然本发送材料及任何附件被认为没有任何病毒或其他缺陷，不会影响到接收和打开它的任何计算机系统，接收方应有责任确保它是无病毒的，并且摩根大通集团、其子公司和附属公司(如果适用)对本发送材料使用过程中产生的任何损失或损害不承担任何责任。如果您错误地收到此发送材料，请立即联系发件人并销毁全部内容，无论是电子形式还是打印形式的内容。本消息受电子监控：https://www.jpmorgan.com/disclosures/email

MSCI：此处的某些信息（下称“信息”）经 MSCI Inc.、其关联公司和信息提供商（合称“MSCI”）许可而复制© 2026。未经适当许可，不得复制或传播信息。MSCI 对信息不作任何明示或暗示的保证（包括适销性或适用性），并在法律允许的范围内不承担任何责任。除 MSCI ESG Research 提供的任何适用信息外，任何信息均不构成投资建议。另受制于 msci.com/disclaimer

所提及的任何第三方商标、品牌名称、产品和服务仅供参考，因此任何提及均不意味着暗示任何赞助、认可或关联。

Sustainalytics：此处包含的某些信息、数据、分析和意见经 Sustainalytics 许可复制并且：（1）包括 Sustainalytics 的专有信息；（2）未经明确授权，不得复制或重新分发；（3）不构成对任何产品或项目的投资建议或认可；（4）仅供参考；（5）不保证其完整性、准确性或及时性。Sustainalytics 不就与其或其使用相关的任何交易决策、损害或其他损失承担任何责任。数据的使用需遵守 https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers 上提供的条件。©2026 Sustainalytics。保留所有权利。

“其他披露”部分于 2026 年 08 月 29 日进行了最新修订。

2026 版权所有，摩根大通证券（中国）有限公司保留所有权利。未经摩根大通书面同意，本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。当第三方可获取从摩根大通或授权第三方处收到的任何研究材料（简称“摩根大通数据”）时，未经摩根大通事先书面同意，严禁在任何第三方人工智能（“AI”）系统或模型中使用或共享该等摩根大通数据。