中国股票策略

反内卷双主线：去库存赢家 vs 困于贸易关系不确定性的出口商

中国股票策略
证券分析师：张晓宁 AC
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com
登记编号: S1730521090002
中国研究主管
证券分析师：姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com
登记编号: S1730523020001
摩根大通证券（中国）有限公司

随着欧盟释放信号，计划在 10 月重新平衡贸易关系的最后期限前，针对特定行业推出保障措施，并加大对电动汽车、光伏硬件和电池等高价值行业的反倾销/反补贴调查力度。新一轮贸易摩擦**正在拖累中国企业的海外扩张和市盈率**——除非 9 月 24 日的特朗普-习近平峰会带来上行惊喜，尽管市场预期较低（无重大协议；可能聚焦贸易和 AI 治理框架）。中国产能过剩行业的最新盈利数据显示，**化工、煤和电池材料龙头正加入物流行业的反内卷行列**，进入“资本开支上升+去库存”象限，营收与净利润率明显改善（图 2、图 3 和图 5）。物流行业早在 2025 年 3 季度就率先完成了这一转型，驱动力来自政策引导下的价格协同。诚然，油价上涨也从需求端助推了这一转变。生猪行业在资本开支上调（垂直整合支撑现金流稳定）和去库存方面也取得了不错进展，但营收增速和净利润率变动尚未转正。另一方面，汽车、白酒和光伏仍困于“补库存+资本开支下降”象限，价格竞争激烈且产能利用率较低。在此背景下，反内卷主题下的**短期策略是继续集中配置在去库存、资本开支增加、营收增长和利润率复苏方面进展良好的板块，即物流、化工和电池材料**。我们基于市值和 3 个月日均成交额对部分产能过剩行业进行了筛选，结果见图 1。

- **中国企业海外扩张伴随贸易紧张局势加剧，对市盈率形成下行压力。**过去三个月（2026 年 6-9 月），中国在欧洲、南美和东南亚等非美市场遭遇了新一轮贸易摩擦。相关措施涵盖反倾销税和反规避裁决、新增进口许可要求、电动汽车关税上调以及碳边境机制的扩围（图 7）。欧洲官员将 10 月设为中欧贸易关系再平衡取得成果的最后期限。布鲁金斯学会的系列评论文章指出，欧洲可能采取有针对性的、针对特定行业的贸易保障措施，而非对中国出口商品加征全面关税。该机构预计布鲁塞尔将加大对电动汽车、光伏硬件和电池等高价值行业的反补贴和反倾销调查力度，以应对其所谓的竞争优势失衡问题。

- **反内卷行动在各行业进展分化，物流板块领跑。**物流板块是迄今为止反内卷的领跑者。得益于政策引导的价格协同推动盈利复苏和产能升级，物流行业于 2025 年 3 季度率先进入“资本开支上升+去库存”象限，并在 2026 年 1 季度进入“资本开支上升+补库存”象限。过去一年，义乌将快递底价从 1.1 元上调至 1.2 元/票；广东省将均价推高至 1.4 元以上，22 个省份随后出台自律定价规则。相关成效可见于企业盈利：申通快递 2026 年上半年净利润约 10 亿元，同比增长 128.3%，仅 2026 年 2 季度利润就同比大增 165%。**摩根大通在物流板块的首选股是极兔。**

- **化工、煤、电池材料和生猪板块正成为亮点。**上述四个行业在 2026 年 2 季度进入“资本开支上升+去库存”象限，其中煤（煤电一体化）和生猪（生猪到肉制品）通过垂直扩张提升现金流稳定性，化工和电池材料则升

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 7 页。

级技术以进一步降低生产成本。在化工和炼化领域，地缘冲突加上供需修复，推动龙头企业盈利显著改善，成品油和石化产品价差扩大。例如，荣盛石化上半年盈利 51 亿元，增长 749%，海外收入 218 亿元，增长 45%；万华化学净利润 101 亿元，增长 64%，海外收入 570 亿元，增长 35%；宝丰能源净利润 97 亿元，增长 70%。

- **汽车、白酒和光伏仍是内卷压力最大的三个板块。**汽车板块回落至“资本开支下降+补库存” 象限，而白酒和光伏在过去几个季度一直处于该象限。汽车行业国内价格竞争依然激烈，单车平均利润仅约 3,000 元（新闻报道）。汽车整车厂商一直将海外扩张视为出路，其中奇瑞 2026 年上半年 69%的销量来自海外，比亚迪海外收入首次超过国内。工信部支持企业走高端化、价值化路线，以约束非理性定价。白酒方面，行业平均库存天数同比增长仍远高于零，为 23%，但较 2025 年的 35-45%区间有所放缓。光伏方面，全行业供需比超 2:1，平均产能利用率不足 40%，22 家上市公司一季度合计亏损超过 105 亿元（新闻报道）。

- **市场对 9 月 24 日特朗普-习近平峰会预期较低，缓冲了下行风险。**市场对此次习特会定价的预期是力度温和且范围较窄的贸易成果，而非重大协议。客户反馈显示，预期成果包括中国扩大采购美国农产品和能源大宗商品，以及承诺建立定期工作组讨论贸易摩擦、AI 治理，而对先进半导体和高科技设备的主要限制预计保持不变。鉴于预期如此之低，即使会议没有产生实质性的新承诺，这一基准结果所引发的市场失望情绪也将有限，毕竟预期已然低迷。双方均已释放维持对话的意愿，另一次领导人面对面会晤已定于 11 月 18-19 日 APEC 论坛期间举行。除非出现意外的煽动性言论或关税突然升级，则投资者预计华盛顿峰会后中美双边关系不会急剧、大幅恶化。这一系列已排定的高层会晤有助于锚定市场信心，尽管中期内围绕工业产能和技术的深层结构性竞争持续存在。我们拜访的客户认为，这种领导人定期接触的机制发挥了稳定器作用，可避免对跨境贸易和资本流动造成突然冲击。

- **在新兴市场/亚洲地区配置中，我们维持对中国股票的“增持”立场，并维持 MSCI 中国指数/沪深 300 指数 2026 年底基准情景下目标点位分别为 100 点和 5,200 点的预测**，这是基于 14%/25%的每股收益同比增速一致预期。流动性仍然充裕，但尚未回到我们在 6 月看到的过度宽松水平。我们的区域策略师指出，短期内存在多重因素支撑未来几周保持谨慎：1）后续货币政策可能收紧、流动性趋紧；2）亚洲周期指标恶化；3）美国中期选举前的避险情绪；4）10 月三季报披露前缺乏新的盈利催化剂；5）季节性因素不利。2026 年 2 季度业绩显示，AI 仍是一级增长主题，财务表现跑赢中国股市大盘。我们认为，这种超额收益表现应可支撑 AI 生态在 2026 年下半年余下时间内反弹，尽管流动性可能令反弹路径存在波折。我们看好的国内 AI 供应链标的包括：天数智芯（H 股）、伟测科技（A 股）、长电科技（A 股）、中微公司（A 股）和北方华创（A 股）。对于寻求多元化配置的投资者，我们在非 AI 领域的首选股包括美团、中国银行-H、宁波银行、中金公司-H、信达生物、比亚迪-H 和华润置地。中国政策制定者平衡股票发行和回购的举措，也有望在 2026 年下半年支撑股东回报主线。

张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

图 1：筛选流通市值超过 30 亿美元，3 个月日均成交额超过 5,000 万美元的汽车、电池材料、水泥、化工、煤、乳业、生猪、白酒、锂矿、物流和光伏行业标的

股票代码	公司名称	行业	是否为沪深 300 指数成分股	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交额(百万美元)	当前股价 (本币)	2026 年市净率(x)	2026 年市盈率(x)	2026 年每股收益同比(%)	2027 年每股收益同比(%)	市盈率历史百分位(%)
002594.SZ	比亚迪	汽车	是	28.5	531	86	2.83	19.7	22	29	13
601127.SH	塞力斯	汽车	是	5.0	223	48	1.95	18.7	-24	62	90
000625.SZ	长安汽车	汽车	是	4.9	80	7	0.87	15.0	16	30	79
600104.SH	上汽集团	汽车	是	4.5	88	11	0.41	10.7	16	11	86
002709.SZ	天赐材料	电池材料	是	6.2	512	34	3.03	10.4	385	15	12
603659.SH	璞泰来	电池材料		3.1	118	22	2.02	14.5	39	32	5
301358.SZ	湖南裕能	电池材料		3.9	223	56	2.34	8.7	327	10	21
002812.SZ	恩捷股份	电池材料		3.9	224	49	1.72	21.2	1,496	76	41
600585.SH	海螺水泥	水泥	是	5.0	79	18	0.48	13.1	-11	16	83
600309.SH	万华化学	化工	是	20.3	432	79	2.04	13.2	49	14	39
000792.SZ	盐湖股份	化工	是	12.8	339	27	2.51	12.0	39	11	14
600989.SH	宝丰能源	化工	是	7.5	283	25	3.06	11.1	45	6	1
002493.SZ	荣盛石化	化工	是	5.4	114	15	3.10	17.2	935	13	43
600346.SH	恒力石化	化工	是	4.7	118	19	1.75	10.7	77	11	16
601088.SH	中国神华	煤	是	19.5	251	47	2.19	16.9	15	3	90
601225.SH	陕西煤业	煤	是	11.6	173	27	2.39	12.0	28	5	80
600188.SH	兖矿能源	煤	是	5.2	185	22	2.06	13.1	103	7	77
601898.SH	中煤能源	煤	是	3.2	107	15	1.15	10.2	10	7	40
600887.SH	伊利股份	乳业	是	20.7	243	26	2.90	15.6	-7	22	11
002714.SZ	牧原股份	生猪	是	14.2	341	43	3.12	200.0	-92	2,007	N/A
300498.SZ	温氏股份	生猪	是	10.5	115	15	2.55	-80.0	-124	932	N/A
000895.SZ	双汇发展	生猪	是	3.5	48	24	3.72	15.7	3	4	19
600519.SH	贵州茅台	白酒	是	89.6	795	1,291	5.92	19.0	3	6	23
000858.SZ	五粮液	白酒	是	17.6	375	71	2.36	18.2	69	11	48
000568.SZ	泸州老窖	白酒	是	7.9	161	77	2.22	14.4	-27	8	26
600809.SH	山西汾酒	白酒	是	7.2	180	119	3.32	13.8	-14	8	7
002304.SZ	洋河股份	白酒	是	3.0	43	39	1.28	27.6	-3	13	100
002460.SZ	赣锋锂业	锂矿	是	7.6	422	49	2.00	14.4	342	20	11
002466.SZ	天齐锂业	锂矿	是	6.7	460	46	1.61	11.4	1,384	17	20
002352.SZ	顺丰控股	物流	是	9.2	110	32	1.55	14.0	7	13	1
600233.SH	圆通速递	物流	是	4.0	65	17	1.44	9.4	41	16	0
601012.SH	隆基绿能	光伏	是	10.2	217	12	1.75	-28.2	51	178	N/A
600438.SH	通威股份	光伏	是	4.2	109	12	1.69	-7.2	24	107	N/A
600010.SH	包钢股份	钢铁	是	6.5	162	2	1.82	46.9	473	24	74
600019.SH	宝钢股份	钢铁	是	5.8	89	6	0.61	12.4	0	9	59

资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

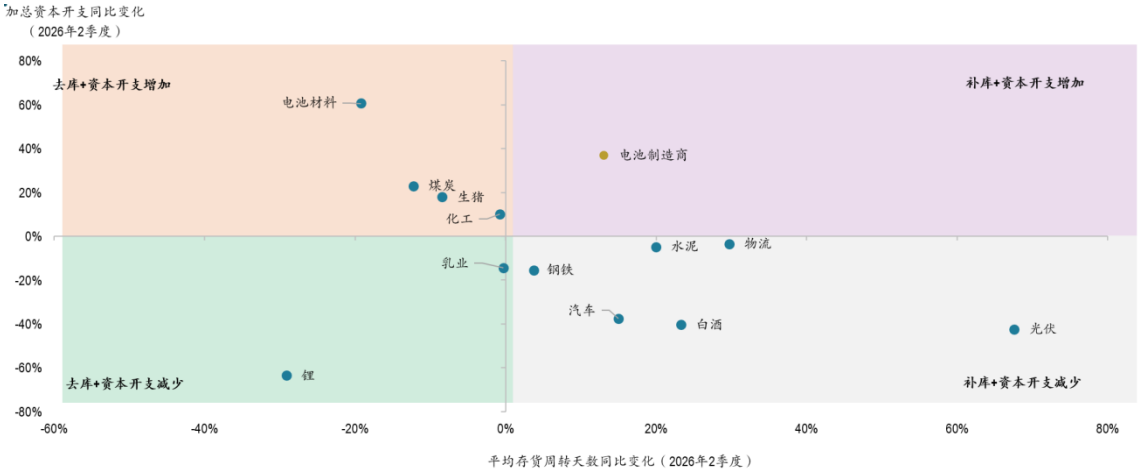
特此鸣谢香港摩根大通证券（亚太）有限公司/J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 的黄天和 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited 的 Rajiv Batra 对本报告的编制提供帮助。

张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

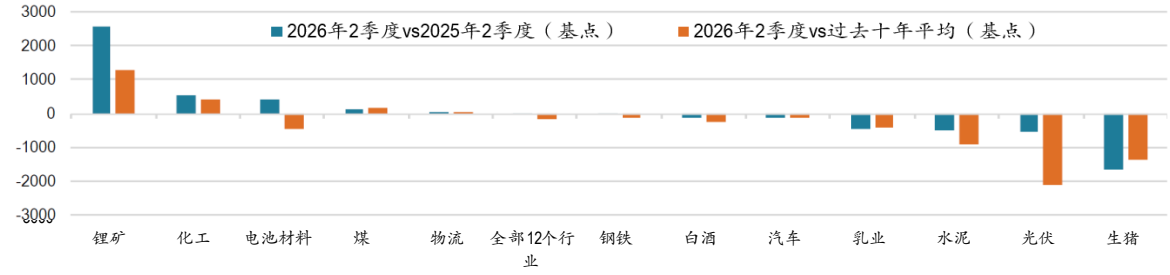
主要图表

图 2：反内卷季度评估——资本开支与库存天数



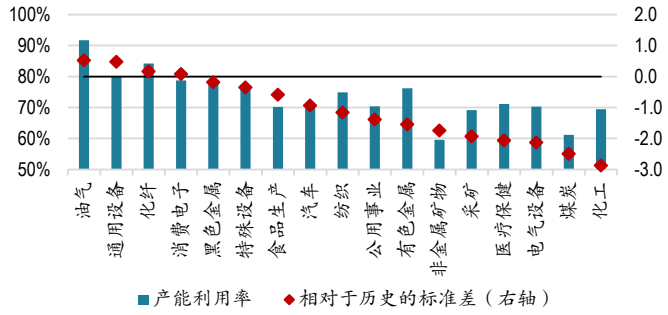
资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 3：反内卷季度评估——净利润率



资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 4：产能利用率



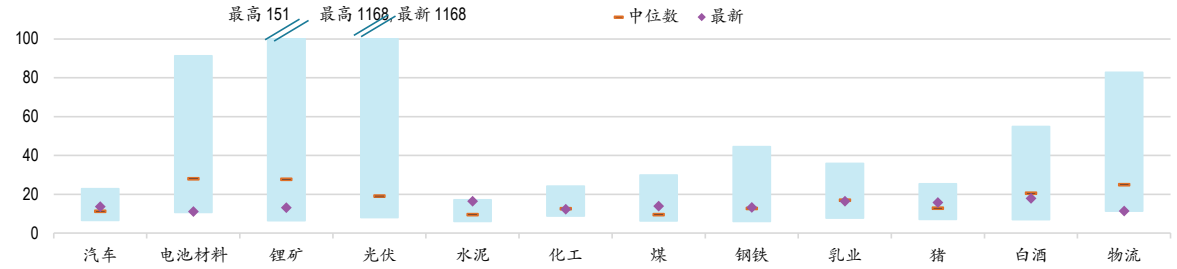
资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 5：反内卷行业营收同比

行业	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026	2Q2026
汽车	11%	9%	-3%	-3%	-4%
电池材料	11%	30%	53%	69%	97%
锂矿	-18%	10%	43%	125%	207%
光伏	-7%	-2%	-18%	-21%	-13%
水泥	-10%	-15%	-21%	-8%	-15%
化工	-7%	-3%	7%	-3%	12%
煤	-16%	-6%	-12%	0%	37%
钢铁	-7%	0%	0%	0%	1%
乳业	5%	-1%	-3%	5%	2%
生猪	15%	-4%	-8%	-2%	-12%
白酒	-14%	-15%	-29%	3%	-16%
物流	11%	8%	7%	9%	9%

资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 6：反内卷行业动态市盈率



资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 7：过去三个月针对中国出口的贸易条款

市场	日期	修订后的限制性措施	
巴西	2026 年 8 月 27 日	巴西外贸委员会管理执行委员会（GECEX）批准对马来西亚和越南的 PET 树脂以及乌克兰的碳钢管实施最终反倾销措施，同时对来自中国和埃及的玻璃纤维实施临时反倾销措施。	链接
印尼	2026 年 8 月 14 日	对中国的高吸水性树脂发起反倾销调查。	链接
印尼	2026 年 8 月 14 日	印尼反倾销委员会（KADI）对来自中国的高吸水性聚合物（涉案产品印尼税号 3906.90. 92 和 3906.90. 99）发起反倾销调查，同时还涉及 2026 年针对中国钢铁产品的其他贸易救济程序。	链接
越南	2026 年 8 月 14 日	对乘用车、家电、烟草和酒精等部分进口品类增设海关申报要求；此为贸易管理措施，而非针对中国的贸易防御行动。	链接
欧盟	2026 年 8 月 7 日	期满复审后，维持对中国玻璃纤维织物 17.0% -30.7%的反补贴税。	链接
阿根廷	2026 年 8 月 6 日	对中国无釉地面砖和墙面砖（NCM 6907.21.00）启动第三次日落复审和情势变更复审，并非全新立案调查。	链接
阿根廷	2026 年 8 月 6 日	经济部针对中国无釉地面砖和墙面砖启动第三次日落复审和情势变更复审，并非全新立案调查。	链接
印尼	2026 年 8 月 1 日	对冷冻禽肉进口实施印尼食药局（BPOM）预审批要求，对外商增加监管要求；该措施并非针对中国。	链接
越南	2026 年 7 月 30 日	越南根据第 1917/QD-BCT 号决定，宣布对某些中国热轧钢产品征收 27.83%的反规避税；该措施于 2026 年 7 月 28 日生效。	链接
欧盟	2026 年 7 月 27 日	对中国聚酰胺纱线征收最终反倾销税，税率为 60.0% -67.6%。	链接
泰国	2026 年 7 月 21 日	反规避终裁将反倾销覆盖范围扩大至中国的合金高碳线材产品。	链接
欧盟	2026 年 7 月 7 日	在完成倾销及对欧盟生产商的损害调查后，欧盟对中国乘用车和轻型卡车轮胎征收 4.3% -45.3%的最终反倾销税。	链接
巴西	2026 年 7 月 6 日	根据巴西对外贸易秘书处（SECEX）第 51/2026 号通函，对部分原产于中国的焊接碳钢管进行反倾销调查。	链接
欧盟	2026 年 7 月 6 日	欧洲议会环境、公共卫生与食品安全委员会（ENVI）以 56 票赞成、11 票反对、12 票弃权通过决议，将碳边境调节机制（CBAM）覆盖范围拓展至约 180 种钢铁和铝下游产品，并强化反规避条款。	链接
欧盟	2026 年 7 月 6 日	欧洲议会环境、公共卫生与食品安全委员会（ENVI）以 56 票赞成、11 票反对、12 票弃权通过 CBAM 扩围草案，纳入更多钢铁和铝下游产品；拟自 2028 年起实施，但仍需经过立法程序。	链接
巴西	2026 年 7 月 1 日	根据巴西分阶段关税正常化框架，纯电动和混动汽车的进口关税恢复至 35%。中国电动汽车品牌受影响最大，因其所占进口份额较大。	链接
巴西	2026 年 7 月 1 日	根据巴西分阶段关税正常化框架，整车进口的纯电动和混动车辆关税恢复至 35%。对部分全散件（CKD）/半散件（SKD）进口车型及配额设有单独的过渡期安排。	链接
欧盟	2026 年 7 月 1 日	新的钢铁进口制度将免税关税配额总量较 2024 年基准水平削减约 47%，并将超配额部分关税从 25%提高到 50%。该措施广泛适用于非欧盟贸易协定国家的受覆盖钢铁进口，中国包含在内。	链接
马来西亚	2026 年 7 月 1 日	新的整车进口条件规定，最低到岸价需达到 20 万林吉特，电机输出功率至少为 180 kW。该政策为普适性规则，并非专门针对中国，但低价中国进口电动车受到的冲击或尤为严重。	链接

资料来源：新闻报道（2026 年 9 月 9 日）

图 8：MSCI 中国指数海外收入占比

海外收入占比	2024	2025	1H26
MSCI 中国指数	15%	17%	18%
电信服务	6%	9%	11%
可选消费	13%	16%	17%
日常消费	4%	4%	4%
能源	22%	23%	25%
金融	5%	5%	6%
医疗保健	10%	13%	15%
工业	18%	19%	21%
信息技术	53%	55%	56%
材料	19%	24%	21%
房地产	1%	0%	0%
公用事业	3%	3%	2%

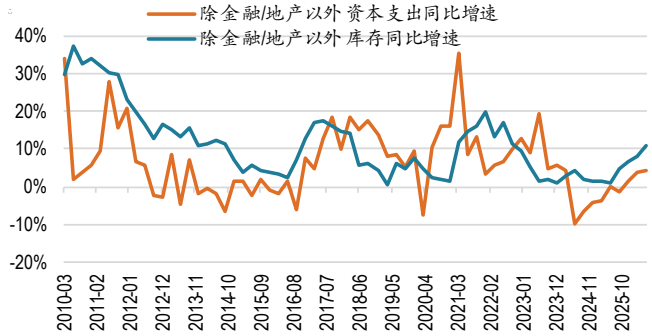
资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）、摩根大通估算

图 9：沪深 300 指数海外收入占比

海外收入占比	2024	2025	1H26
沪深 300 指数	19%	21%	22%
电信服务	3%	5%	7%
可选消费	27%	31%	33%
日常消费	2%	2%	2%
能源	21%	21%	23%
金融	4%	4%	4%
医疗保健	17%	21%	23%
工业	17%	19%	21%
信息技术	48%	48%	47%
材料	20%	23%	22%
房地产	0%	0%	0%
公用事业	3%	2%	2%

资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）、摩根大通估算

图 10：A 股资本开支、库存天数同比变动



资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

图 11：分行业资本开支与库存天数同比变动

	2Q26 资本开支	2Q26 库存
除金融地产以外库存同比增速	4%	11%
除金融/地产/公用事业/能源以外库存同比增速	7%	11%
一级行业		
电信服务	-9%	35%
可选消费	-17%	12%
日常消费	-7%	6%
能源	7%	5%
医疗保健	-1%	0%
工业	18%	4%
信息技术	22%	31%
材料	4%	19%
公用事业	-10%	9%

资料来源：万得（2026 年 9 月 9 日）

人在草木间

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 09 月 11 日的收盘价）
中国银行-H(3988.HK/6.05 港元/增持), 中微公司 - A(688012.SS/333.59 元/增持), 中金公司(3908.HK/20.12 港元/增持), 伟测科技 - A(688372.SH/107.83 元/增持), 信达生物(1801.HK/93.55 港元/增持), 北方华创 - A(002371.SZ/634.00 元/增持), 华润置地(1109.HK/29.16 港元/增持), 天数智芯 - H(9903.HK/311.60 港元/增持), 宁波银行 – A(002142.SZ/35.50 元/增持), 极兔速递 - H(1519.HK/9.34 港元/增持), 比亚迪 - H(1211.HK/79.85 港元/增持), 美团(3690.HK/75.10 港元/增持), 长电科技 - A(600584.SS/67.74 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

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（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。

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。

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。

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。

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。

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。