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 9 月 10 日

拼多多

变现放缓，Temu 存在广泛不确定性；继续覆盖，给予“中性”评级

中性

PDD, PDD US

股价（2026 年 9 月 8 日）： 79.75 美元

▼ **目标价（2027 年 6 月）： 95.00 美元**
之前（2026 年 12 月）： 110.00 美元

拼多多在国内经营拼多多市场平台，在国际市场经营 Temu 高性价比零售平台。我们继续覆盖拼多多，给予“中性”评级，截至 2027 年 6 月的目标价为 95 美元，原因是国内变现放缓、财务披露不足、监管风险、以及 Temu 可能预测结果的较大区间抵消了公司的运营效率和全球增长潜力。如果国内在线营销服务（OMS）增速连续两个季度回升至 5%以上、以及在监管收紧的情况下 Temu 展现出可持续的经济效益，我们将持更具建设性的观点。

- **国内变现令人担忧。**拼多多的主要国内利润引擎在线营销服务的收入在 2026 年 2 季度仅同比增长 3%，证实了对国内变现放缓的担忧，尽管与 2026 年 1 季度的 2%相比略有改善。总收入同比增长 8%，而交易服务收入同比增长 13%，调整后营业利润同比增长 5%，调整后营业利润率为 26%，表明核心平台仍然保持高效。

- **Temu 前景呈现出明显的上行和下行空间。**Temu 的用户组合已转向欧盟（约占月活跃用户的三分之一）和拉美（约占四分之一，2025 年上半年以三位数的速度增长），今年本土化加速推进（链接）。该业务正在适应美国低值免税门槛的变化，而欧盟根据《外国补贴条例》进行的审查增加了关键增长地区的不确定性。虽然拼多多的供应链投资计划“新拼姆”可能会随着时间的推移加强这一业务模式，但我们预计该计划将会因投资增加而限制近期利润率的扩张。

- 主要风险。上行风险方面，在线营销服务若连续两个季度增长超过 5%，且调整后营业利润率稳定，将表明国内市场再次加速增长，并对更具建设性的观点构成支撑。相反，如果欧盟或拉美采取措施、且其在经济效益方面的影响类似于美国的低值免税门槛变化，则 Temu 的增长和盈利能力将会受到伤害。新拼姆的支出快于预期、对非经营性亏损仍不作解释、或持续有限的披露也将对我们的预测构成风险。然而，关于监管稳定性和跨境单位经济效益改善的证据将会降低不确定性。

- **最新发展：**
  - 2026 年 2 季度在线营销服务增长 3%，仍低于 5%；我们继续覆盖，给予“中性”评级。
  - 2026 年 2 季度调整后营业利润增长 5%，调整后营业利润率回升至 26%。
  - 随着美国低值免税门槛的变化，Temu 的地域风险敞口已转向欧盟和拉美。
  - 对新拼姆的投资和业务板块信息披露不足对我们的 2026 和 2027 年盈利预测构成风险。

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

互联网

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)	78.26	71.66	-8.4%
调整后的每股收益 - 27E (元)	92.32	90.70	-1.8%
收入 - 26E (百万元)	495,224	467,772	-5.5%
收入 - 27E (百万元)	573,710	521,127	-9.2%

季度预测（财年12月份结束）

调整后的每股收益 (元)

	2025A	2026E	2027E
Q1	11.41	9.51A	15.43
Q2	22.07	19.33A	29.25
Q3	21.08	20.36	22.11
Q4	17.69	22.41	23.90
FY	72.17	71.66	90.70

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	8	7	13	24	35
成长	60	51	30	35	98
动量	80	43	96	11	100
质量	22	8	8	27	96
低波动性	52	83	86	98	93
ESG量化得分	100	96	98	91	20

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 9 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 9 月 10 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	-29.7%	-13.1%	-3.5%	-36.2%
相对	-43.4%	-12.1%	-5.4%	-57.4%

公司数据

已发行股票数（百万）	1,423
52 周股价区间（美元）	139.41-71.94
总市值（百万美元）	113,516
汇率	1.00
自由流通股比例	-
三个月日均成交量（百万）	7.08
三个月日均成交额（百万美元）	593.4
波动性（90 天）	40
指数	NASDAQ COMPOSITE
彭博 买入|持有|卖出	32|14|2

重要指标（财年12月份结束）

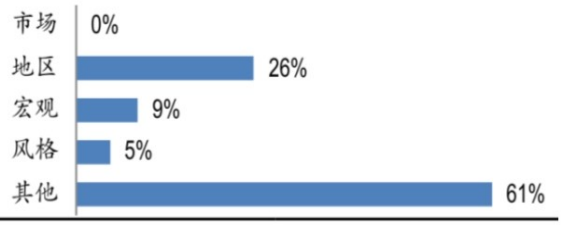
单位：百万元，每股数据单位：元	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
财务预测				
收入	431,846	467,772	521,127	617,657
调整后的息税前利润	102,561	116,267	135,625	167,151
调整后的息税折旧摊销前利润	103,163	116,969	136,407	168,078
调整后的净利润	107,301	105,590	133,645	162,074
调整后的每股收益	72.17	71.66	90.70	109.99
彭博一致预期每股收益	75.45	68.51	82.32	93.59
经营活动现金流	106,939	102,312	131,273	164,666
公司自由现金流	127,064	119,817	140,754	173,885
利润率和增长率				
收入增长率	9.7%	8.3%	11.4%	18.5%
息税前利润率	23.7%	24.9%	26.0%	27.1%
息税前利润增长率	(13.3%)	13.4%	16.6%	23.2%
息税折旧摊销前利润率	23.9%	25.0%	26.2%	27.2%
息税折旧摊销前利润增长率	(13.3%)	13.4%	16.6%	23.2%
净利润率	24.8%	22.6%	25.6%	26.2%
调整后的每股收益增长率	(12.6%)	(0.7%)	26.6%	21.3%
财务比率				
调整后的有效税率	16.9%	18.0%	9.5%	9.5%
利息覆盖倍数	-	-	-	-
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM
净资产收益率	29.5%	22.8%	23.2%	22.5%
估值				
公司自由现金流收益率	16.0%	15.2%	17.8%	22.1%
股息率	-	-	-	-
企业价值/收入	1.4	1.2	0.8	0.5
企业价值倍数	6.0	4.6	3.2	1.7
调整后的市盈率	7.4	7.5	5.9	4.9

投资理据和估值概要

拼多多在国内经营拼多多市场平台，在国际市场经营 Temu 高性价比零售平台。我们的“中性”评级反映了其国内变现放缓、财务披露不足、监管风险、以及 Temu 可能预测结果的较大区间抵消了公司的运营效率和全球增长潜力。

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 95 美元，基于 9 倍的 2026 年预期市盈率得出（我们给予京东的目标倍数为 10 倍 2026 年预期市盈率）。我们的目标价反映了拼多多相对较低的透明度、以及较低的财务能见度，但被其有竞争力的运营和业务模式所抵消。

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	−0.12	0.10
地区：中国内地	0.61	0.54
宏观:		
新兴经济体CPI(同比)指数	0.33	0.21
JPM中国A股市场情绪指数	0.30	0.21
JPM EM债券指数−全球利差	−0.12	−0.21
量化风格:		
规模	−0.68	−0.38
动量	−0.52	−0.29
低波动性	0.30	0.10

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

投资理据

1) 国内变现正在放缓，尽管依旧保持较高的运营效率

拼多多的国内市场历来受益于其每日低价的吸引力，而不是依赖大型购物节来推动流量。在事件驱动增长正在减弱的市场中，这仍然是一个优势。不过，集团利润率最高、国内收入占比最多、透明度最高的 OMS 收入在 2026 年 2 季度仅同比增长 3%、且低于 2025 年第 4 季度约 5%的增速、并延续了多个季度的低个位数增长。

其他指标更具韧性。总收入同比增长 8%，交易服务收入增长 13%，调整后营业利润增长 5%，调整后营业利润率为 26%。我们认为这表明该平台仍具有运营效率，但不能表明国内变现正在复苏。

关键变量是 OMS 持续重新加速。如果连续两个季度增长超过 5%、加上稳定的调整后营业利润率，则将意味着拼多多的变现模式已经适应中国新的定价规则。持续的低个位数增长将会使我们对国内前景保持谨慎。

2) Temu 的机会很大，但预测结果的区间较宽

在低值进口免税规定调整后，Temu 正在围绕本地履约重建其美国业务模式。与此同时，其用户基础已转向欧盟和拉美。我们估计欧盟约占月活跃用户的三分之一，拉美约占四分之一且以三位数的速度增长。

这种多元化创造了增长机会，但也改变了监管敞口。据报道，欧盟调查人员于去年 12 月根据《外国补贴条例》搜查了 Temu 位于都柏林的总部（链接）。潜在推出包裹税、平台责任规定或其他补救措施可能会改变拼多多在目前的成长型市场的单位经济效益。

作为供应链集成项目的新拼姆是新增变量。该计划的初始投资为 150 亿元，公司宣称的三年投资计划总规模为 1,000 亿元。我们认为，更好的供应链控制和自有品牌发展可能会有助于拼多多打造更具防御性的全球性高性价比零售业务，但我们预计该计划会增加公司投资，并制约近期利润率提升。

3) 披露不足降低了我们对预测的信心

拼多多的 2026 年 2 季度运营指标和报告盈利出现明显分化。调整后营业利润同比增长 5%，但调整后净利润下降 13%至 285 亿元。净利润下降是由于其他营业外亏损 74 亿元，（此前 2026 年 1 季度的营业外亏损为 20 亿元），这一亏损部分地抵消了 135 亿元利息和投资收益。业务板块层面的报告数据有限对为 Temu 的经济效益、交易服务收入的地域组合和新拼姆的支出节奏建模构成挑战。因此，我们在建模时会更加谨慎，并在转持更具建设性的看法之前需要更大的安全边际。

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：风险、催化剂和主要关注点

项目	时间	关注点	影响
国内变现	每次业绩发布	OMS 连续两个季度增长超过 5%，且调整后利润率保持稳定	对更具建设性的观点构成支持
国际监管	持续	欧盟或拉美出台的措施对包裹或平台的经济效益产生影响	严格限制措施将会强化悲观情景
新拼姆投资	26 年下半年	支出节奏和自有品牌的牵引力	支出增加、但没有产生回报的证据则会加大对利润率的压力
财务数据披露	每次业绩发布	披露各业务板块的详细数据，并对营业外亏损作出解释	可预测性提高将降低估值折扣；而继续对亏损不作解释将会加大折扣
行业支出	12 月结束季度	各主要平台的累计销售额和营销费用	支出持续保持在高位可能会改善拼多多的相对地位，但会降低行业利润率

资料来源：摩根大通估算

表 2：Temu 的情景分析

情景	运营结果	关注点
悲观情景	欧盟的限制可能会损害运营模式，而美国业务的经济效益仍然偏低	根据《外国补贴条例》要求采取补救措施或处以罚款；类似于美国低值免税门槛调整的包裹或平台规定
基础情景	本地订单履行在欧洲和拉美取得成功，贡献下降，但仍为正面贡献	欧盟 MAU 保持稳定；交易服务在利润率没有大幅下滑的情况下保持增长
乐观情景	供应链整合打造了具有防御性的全球高性价比零售业务	新拼姆自有品牌产生牵引力；跨境单位经济效益的披露改善

资料来源：摩根大通估算

投资者的争论焦点

积极的一面是，拼多多仍然是中国效率最高的大型电商平台之一，对购物节的依赖程度低于同业，交易服务业务增长保持健康，Temu 可能会发展成为全球性高性价比零售商。竞争对手减少支出也可能对行业盈利能力构成支撑。

相反，相同的限制破坏性竞争的规则也限制了拼多多的一些操作工具。《互联网公司价格行为规则》限制自动价格跟踪、强制商家参与和证据不足的补贴申请。与此同时，拼多多的国内 OMS 增长放缓，Temu 正在进军监管审查日益严格的司法管辖区。

考虑到两方面因素，我们维持“中性”评级。更乐观的前景可能来国内 OMS 实质性的重新加速增长且利润率保持稳定，而欧洲或拉美实施重大限制措施、交易服务增长疲软、供应链投资增加且不披露回报则可能促使我们持更加谨慎的态度。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

盈利预测

表 3：拼多多 26 年 2 季度业绩回顾

年度于 12 月 31 日结束 （百万元，每股数据除外）	2Q26 实际	市场一致预期	差幅 %
净收入	112,358	115,196	-2%
毛利	64,341	63,917	1%
营业利润 (GAAP)	27,764	27,304	2%
营业利润 (非-GAAP)	29,071		na
税前利润 (GAAP)	33,312	30,049	11%
净利润 (GAAP)	27,182	26,008	5%
净利润 (非-GAAP)	28,489	28,023	2%
每 ADS 收益 (GAAP)			
稀释后 (元)	18.45	17.17	7%
每 ADS 收益 (非 GAAP)			
稀释后 (元)	19.33	18.51	4%
利润率分析 (%)			
毛利率	57.3%	55.5%	1.8%
营业利润率 (GAAP)	24.7%	23.7%	1.0%
营业利润率 (非-GAAP)	25.9%		25.9%
净利润率 (GAAP)	24.2%	22.6%	1.6%
净利润率 (非-GAAP)	25.4%	24.3%	1.0%

资料来源：拼多多 2026 年 2 季度财报，Bloomberg Finance L.P（截至 2026 年 8 月 24 日）。

我们将 2026 年调整后每 ADS 收益预测下调 8%至 71.66 元，即同比下降 1%，并将 2027 年预测下调 2%。我们的预测假设 2026 年剩余时间 OMS 增长中个位数，交易服务增长略有放缓，毛利率略有改善（26 年为 57%，2026 年 2 季度提升 1.4 个百分点至 57%）。

我们截至 2027 年 6 月的目标价 95 美元基于 9 倍的 2026 年预期市盈率（我们给予京东的目标倍数为 10 倍 2026 年预期市盈率）。我们的目标价反映了拼多多相对较低的透明度、以及较低的财务能见度，但被其有竞争力的业务模式所抵消。

表 4：拼多多 2026-27 年盈利预测

年度于 12 月 31 日结束	2026E			2027E		
（百万元，每股数据除外）	摩根大通预测	市场一致预期	差幅 %	摩根大通预测	市场一致预期	差幅 %
净收入	467,772	467,502	0%	521,127	518,759	0%
毛利	265,941	264,485	1%	293,975	293,778	0%
营业利润 (GAAP)	109,975	105,445	4%	129,918	120,121	8%
营业利润 (非-GAAP)	116,267		na	135,625		na
税前利润 (GAAP)	122,715	118,554	4%	141,918	141,765	0%
净利润 (GAAP)	99,298	95,847	4%	127,938	115,212	11%
净利润 (非-GAAP)	105,590	101,128	4%	133,645	122,375	9%
每 ADS 收益 (GAAP)						
稀释后 (元)	67.39	64.90	4%	86.83	78.64	10%
每 ADS 收益 (非 GAAP)						
稀释后 (元)	71.66	68.74	4%	90.70	82.37	10%
利润率分析 (%)						
毛利率	56.9%	56.6%		56.4%	56.6%	
营业利润率 (GAAP)	23.5%	22.6%		24.9%	23.2%	
营业利润率 (非-GAAP)	24.9%			26.0%		
净利润率 (GAAP)	21.2%	20.5%		24.6%	22.2%	
净利润率 (非-GAAP)	22.6%	21.6%		25.6%	23.6%	

资料来源：Bloomberg Finance L.P（截至 2026 年 9 月 9 日），摩根大通估算。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

行业和监管环境

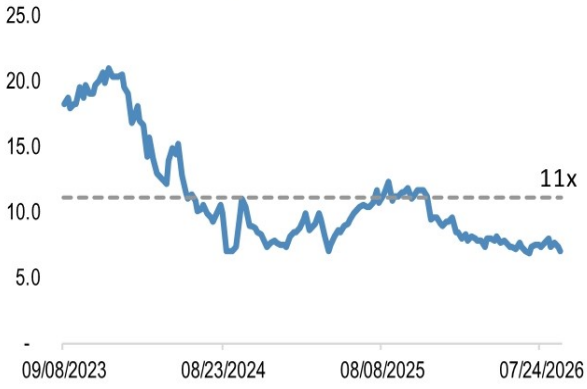
拼多多对于中国的“618”年中购物节和“双十一”购物节的敞口较小，因为其强调的是每天低价。由于其第三方市场结构，拼多多对 2025 年国家以旧换新补贴计划的参与程度较低。这些特点使其同比销售额比较对促销活动和政府支持的依赖性较低。

我们认为，中国的《互联网平台价格行为规则》将会对行业整体利润率构成支撑，但拼多多受到的限制较同业可能更为直接，因为规则限制强制参与、跨渠道平价、自动价格追踪、不明确的补贴申请、以及低于成本价销售。我们认为这些规则不会使拼多多的模式失效，但它们可能会最大限度地增加其营业成本。

估值

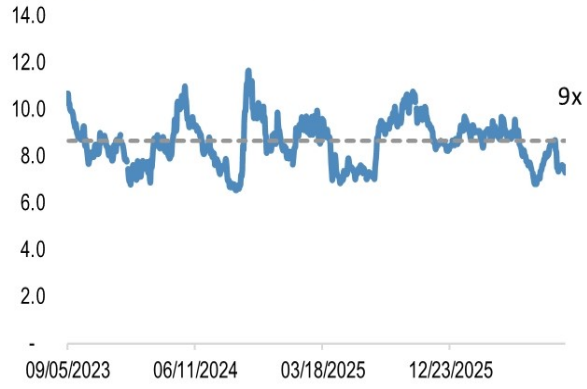
我们将拼多多与京东进行比较，后者目前股价对应 7-8 倍的 2026 年预期市盈率和 9 倍的彭博一致预期市盈率。拼多多凭借运营团队、模式效率和净现金理应获得估值溢价，而其披露不足和 Temu 预测结果范围较广则支持给予其估值折扣。

图 1：拼多多的 3 年历史动态市盈率



资料来源：Bloomberg Finance L.P（截至 2026 年 9 月 9 日）

图 2：京东的 3 年历史动态市盈率



资料来源：Bloomberg Finance L.P（截至 2026 年 9 月 9 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

投资理据、估值与风险

拼多多控股 *(中性; 目标价: 95.00 美元)*

投资理据

拼多多在国内经营拼多多市场平台，在国际市场经营 Temu 高性价比零售平台。我们的“中性”评级反映了其国内变现放缓、财务披露不足、监管风险、以及 Temu 可能预测结果的较大区间抵消了公司的运营效率和全球增长潜力。

估值

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 95 美元，基于 9 倍的 2026 年预期市盈率得出（我们给予京东的目标倍数为 10 倍 2026 年预期市盈率）。我们的目标价反映了拼多多相对较低的透明度、以及较低的财务能见度，但被其有竞争力的运营和业务模式所抵消。

影响评级与目标价的风险

主要下行风险包括：（1）由于增加投资，未来几个季度的利润降幅超过预期；（2）主要出口目的地经济体对中国产品征收高关税，破坏了 Temu 的增长趋势和扭亏为盈路径；（3）新拼姆支出节奏快于预期，对营业外亏损仍不作解释或继续披露有限的信息；（4）中国消费增长趋势转弱。

主要上行风险包括：（1）虽然管理层表态追加投资，但利润开始反弹；（2）主要出口伙伴宣布温和提升对华产品关税；（3）中国政府推出更有力的刺激政策。

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

拼多多:财务数据概览

损益表 - 年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**393,836**	**431,846**	**467,772**	**521,127**	**617,657**
售出商品成本	(153,900)	(188,802)	(201,831)	(227,152)	(275,852)
毛利润	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
销售费用、一般性费用及管理费用	(118,854)	(131,924)	(137,271)	(144,069)	(157,157)
调整后的息税折旧摊销前利润	**119,015**	**103,163**	**116,969**	**136,407**	**168,078**
折旧和摊销	(709)	(601)	(702)	(782)	(926)
调整后的息税前利润	**118,306**	**102,561**	**116,267**	**135,625**	**167,151**
净利息	20,553	25,584	22,873	12,000	12,000
调整后的税前利润	**142,568**	**128,905**	**129,007**	**147,625**	**179,151**
所得税	(20,267)	(21,733)	(23,283)	(13,980)	(17,077)
少数股东损益	17	129	(134)	-	-
调整后的净利润	**122,318**	**107,301**	**105,590**	**133,645**	**162,074**
报告的每股收益	75.90	66.84	67.39	86.83	106.45
调整后的每股收益	**82.57**	**72.17**	**71.66**	**90.70**	**109.99**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-	-
发行在外股份数	1,481	1,487	1,474	1,474	1,474

资产负债表及现金流量表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	126,194	182,731	263,804	373,695	516,723
应收帐款	3,679	5,109	5,534	6,165	7,307
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	285,775	331,139	331,765	332,695	334,378
流动资产	**415,648**	**518,980**	**601,103**	**712,555**	**858,408**
不动产、厂房、设备	879	1,306	1,845	2,445	3,156
长期投资	88,488	109,743	129,743	149,743	169,743
其他非流动资产	19	15	15	15	15
总资产	**505,034**	**630,044**	**732,707**	**864,759**	**1,031,323**
短期借款	5,310	0	0	0	0
应付帐款	91,656	107,407	110,240	113,807	122,958
其他短期负债	89,351	103,831	104,363	104,910	105,473
流动负债	**186,317**	**211,239**	**214,603**	**218,716**	**228,432**
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	5,404	5,421	5,421	5,421	5,421
总负债	**191,721**	**216,659**	**220,023**	**224,137**	**233,853**
股东权益	313,313	413,385	512,683	640,622	797,470
少数股东权益	-	-	-	-	-
总负债及所有者权益	**505,034**	**630,044**	**732,707**	**864,759**	**1,031,323**
每股帐面价值	**211.51**	**278.06**	**347.94**	**434.76**	**541.21**
同比增长	*66.1%*	*31.5%*	*25.1%*	*25.0%*	*24.5%*
净债务/（现金）	(120,885)	(182,731)	(263,804)	(373,695)	(516,723)
经营活动现金流	**121,929**	**106,939**	**102,312**	**131,273**	**164,666**
其中：折旧和摊销	709	601	702	782	926
其中：营运资本变动	6,663	7,367	2,313	2,553	6,891
投资活动现金流	**(118,356)**	**(43,423)**	**(21,240)**	**(21,382)**	**(21,638)**
其中：资本支出	(967)	(1,145)	(1,240)	(1,382)	(1,638)
占销售收入比重	*0.2%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
融资活动现金流	**1**	**(5,227)**	**0**	**0**	**0**
其中：支付的股息	-	-	-	-	-
其中：发行的净债务/（偿还额）	1	(5,227)	0	0	0
现金变化净额	**4,415**	**56,537**	**81,072**	**109,891**	**143,028**
调整后的公司自由现金流	**138,594**	**127,064**	**119,817**	**140,754**	**173,885**
同比增长	*35.6%*	*(8.3%)*	*(5.7%)*	*17.5%*	*23.5%*

损益表 - 季度	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E
收入	**106,229**	**112,358**	**115,670**	**133,514**
售出商品成本	(46,893)	(48,017)	(48,876)	(58,045)
毛利润	**-**	**-**	**-**	**-**
销售费用、一般性费用及管理费用	(35,352)	(32,010)	(32,979)	(36,930)
调整后的息税折旧摊销前利润	**21,265**	**29,246**	**31,345**	**35,112**
折旧和摊销	(175)	(175)	(175)	(175)
调整后的息税前利润	**21,090**	**29,071**	**31,170**	**34,936**
净利息	(632)	13,505	5,000	5,000
调整后的税前利润	**18,282**	**34,619**	**36,170**	**39,936**
所得税	(4,115)	(6,092)	(6,168)	(6,908)
少数股东损益	(96)	(38)	0	0
调整后的净利润	**14,071**	**28,489**	**30,002**	**33,028**
报告的每股收益	8.48	18.45	19.07	21.36
调整后的每股收益	**9.51**	**19.33**	**20.36**	**22.41**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-
发行在外股份数	1,480	1,474	1,474	1,474

财务比率分析	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
毛利润率	-	-	-	-	-
息税折旧摊销前利润率	30.2%	23.9%	25.0%	26.2%	27.2%
息税前利润率	30.0%	23.7%	24.9%	26.0%	27.1%
净利润率	31.1%	24.8%	22.6%	25.6%	26.2%
净资产回报率	48.9%	29.5%	22.8%	23.2%	22.5%
资产回报率	28.7%	18.9%	15.5%	16.7%	17.1%
已动用资本回报率	39.7%	23.3%	20.6%	21.3%	21.0%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	30.2%	30.5%	29.3%	27.6%	25.4%
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM	NM
市盈率（倍）	6.5	7.4	7.5	5.9	4.9
市净率（倍）	2.5	1.9	1.5	1.2	1.0
企业价值倍数	5.7	6.0	4.6	3.2	1.7
股息率	-	-	-	-	-
销售收入/资产（倍）	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
利息覆盖倍数	-	-	-	-	-
经营杠杆	135.3%	(137.9%)	160.6%	146.0%	125.5%
收入同比增长	59.0%	9.7%	8.3%	11.4%	18.5%
息税折旧摊销前利润同比增长	78.8%	(13.3%)	13.4%	16.6%	23.2%
税率	14.2%	16.9%	18.0%	9.5%	9.5%
调整后的净利润同比增长	80.1%	(12.3%)	(1.6%)	26.6%	21.3%
每股收益同比增长	78.9%	(12.6%)	(0.7%)	26.6%	21.3%
每股股息同比增长	-	-	-	-	-

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。

人在草木间

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

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

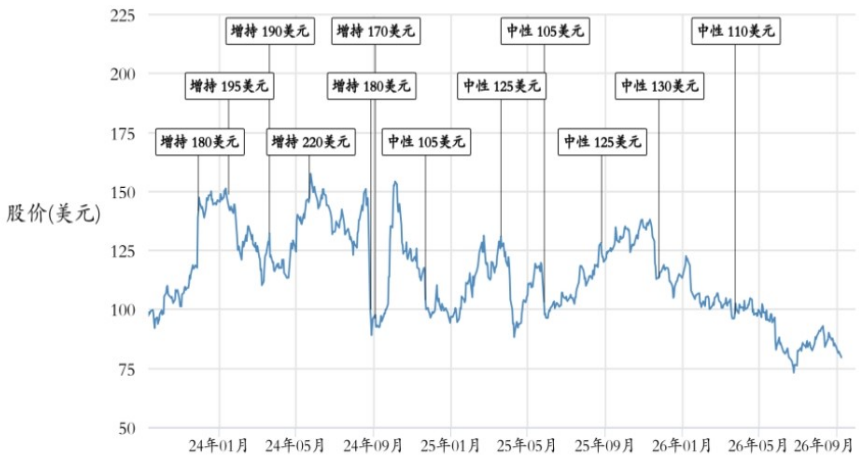
- **做市商：**摩根大通证券有限公司（J.P. Morgan Securities LLC）是 拼多多或相关实体的证券的做市商。
- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是拼多多或相关实体的金融工具或与拼多多或相关实体相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **作为受益人持有股比（1%或以上）：**摩根大通作为受益人拥有拼多多或相关实体普通股 1%或以上的股份。
- **客户：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户：拼多多或相关实体。
- **客户/非投资银行、证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非投资银行、证券相关服务：拼多多或相关实体。
- **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：拼多多或相关实体。
- **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拼多多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 个月内曾为拼多多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：**摩根大通可能持有拼多多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（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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

拼多多控股 (PDD, PDD US) 股价图



日期	评级	股价 (美元)	目标价 (美元)
2023-11-30	增持	141.73	180
2024-01-16	增持	148.63	195
2024-03-21	增持	132.17	190
2024-05-23	增持	147.09	220
2024-08-27	增持	100.00	180
2024-09-03	增持	96.11	170
2024-11-22	中性	104.09	105
2025-03-21	中性	130.92	125
2025-05-28	中性	102.98	105
2025-08-26	中性	128.21	125
2025-11-25	中性	113.49	130
2026-03-25	中性	98.09	110

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 2019年07月09日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

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

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

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。