上海家化

收入出现改善信号，但持续性尚未得到证实；估值仍较高；维持“减持”评级

减持

600315.SS, 600315 CH

股价（2026 年 9 月 18 日）： 17.89 元

▼ **目标价（2027 年 12 月）： 13.00 元**
之前（2026 年 12 月）： 13.40 元

上海家化 2026 年 2 季度核心盈利同比增长 196%，高于 1 季度的 38%，这得益于更加强劲的销售额增长（同比增长 12%，1 季度为增长 5%）、六神正值旺季和比较基数偏低。更令人鼓舞的是，近期的交易数据显示收入势头有所改善；玉泽和佰草集 3 季度迄今实现了高两位数 GMV 增长，且增速超过上半年。我们看到上海家化收入回升势头逐步增强的更有力证据，但目前在断定近期势头已发展成为持续复苏仍为时过早，原因是观察期较短、六神季节性正常化、以及在临近“双十一”购物节之际竞争加剧。我们对盈利复苏的步伐也持更为谨慎态度，因为持续的品牌投入和流量成本的结构性上升可能会抵消部分毛利率改善。我们预计 26 年下半年销售额增长 5%，核心净亏损收窄 57%，2027 年销售额/核心盈利分别 增长 7%/4%，而市场一致预期为分别增长 11%/24%。上海家化股价对应 27 倍的 2028 年预期市盈率，较约 18 倍的 A 股行业均值有显著溢价；我们认为，当前估值已充分体现了在增长和利润率改善的持续性得到验证之前相对成功的业绩好转。我们认为其增长状况无法支持其溢价。我们将估值的时间框架延至 2027 年 12 月，基于 20 倍 2028 年预期市盈率，得出调整后目标价为 13 元。维持“减持”评级。

- **收入出现令人鼓舞的信号，但可持续性仍是下半年面临的重要考验。**在新产品、品牌投入增加和线上执行力改善的支持下，玉泽和佰草集 3 季度迄今实现高两位数 GMV 增长，且增速超过上半年。玉泽的抖音自播目前约占其抖音业务的 70%，且投资回报率不断改善，管理表示渠道层面的单位经济效益正在达到可生存水平；佰草集的自播和部分达人直播的效率也在提高。这使我们对增长已超越六神有了更大信心。不过，我们仍持谨慎态度：3 季度，六神在较高基数基础上增速放缓，国际品牌加大了促销和营销活动，管理层也在“双十一”之前加大品牌建设和种草投入。因此，我们认为近期的交易数据是一个积极信号，但还不足以作为可持续的两位数增长轨迹的充分证据。

- **利润复苏变的可信度提升，但利润率转化和估值仍是主要担忧。**我们认为毛利率获得的结构性支持更加明显，包括利润率更高的新产品、电商占比增加以及供应链效率的持续提升，管理层预计毛利率改善具有可持续性。不过，毛利率提升并不一定能一对一地转化为营业利润率的提升。上海家化继续在品牌建设、内容创作和直播能力方面投入巨资，而较高的流量获取成本仍是行业面临的压力。我们预计盈利将继续在低迷的基数上复苏，但认为净利润率可持续扩张幅度的能见度较低。该股股价对应约 27 倍的 2028 年预期市盈率（对比 A 股行业平均约 18 倍，我们目标倍数为 20 倍），表明其估值已隐含了在收入复苏和利润率正常化两方面均取得显著成功的预期。要想让我们持更具建设性的看法，我们需要看到近期营收增长势头在促销期之后能够持续，同时营销投入的增加能够产生更加清晰的经营杠杆。

证券研究报告
消费品

证券分析师: 姚倩 AC
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com
登记编号: S1730521050001

证券分析师: 樊荣
(86-21) 6106-6294
rong.fan@jpmorgan.com
登记编号: S1730522070002

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)	0.52	0.56	7.5%
调整后的每股收益 - 27E (元)	0.63	0.59	-6.6%

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	80	79	81	62	62
成长	93	65	61	43	67
动量	66	47	19	63	30
质量	79	93	94	41	54
低波动性	49	51	48	25	63

2026 年 9 月 18 日：中国美妆行业: 差异扩大，关注优质增长股和复苏股

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

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

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	-20.6%	3.0%	1.7%	-32.3%
相对	-19.2%	5.0%	6.1%	-34.4%

公司数据

已发行股票数（百万）	672
52 周股价区间（元）	29.75-16.12
总市值（百万美元）	1,794
汇率	6.71
自由流通股比例	35.0%
三个月日均成交量（百万）	7.56
三个月日均成交额（百万美元）	20.2
波动性（90 天）	34
指数	SSE
彭博 买入|持有|卖出	22|3|5

重要指标（财年12月份结束）

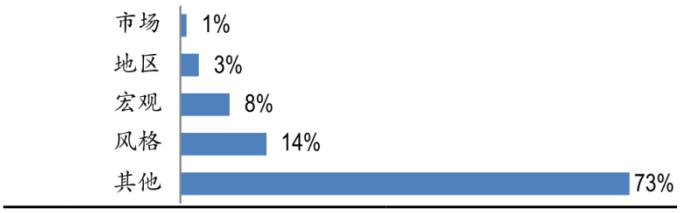
单位：百万元，每股数据单位：元	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
财务预测				
收入	6,317	6,769	7,232	7,522
调整后的息税折旧摊销前利润	298	523	519	537
调整后的息税前利润	83	318	329	359
调整后的净利润	268	376	394	437
调整后的每股收益	0.40	0.56	0.59	0.65
彭博一致预期每股收益	0.54	0.67	0.78	0.94
经营活动现金流	801	72	475	509
公司自由现金流	725	(13)	382	407
利润率和增长率				
收入增长率	11.2%	7.1%	6.8%	4.0%
同店销售增长	-	-	-	-
毛利率	61.8%	64.0%	64.2%	64.3%
息税折旧摊销前利润率	4.7%	7.7%	7.2%	7.1%
息税折旧摊销前利润增长率	1407.3%	75.1%	(0.6%)	3.3%
息税前利润率	1.3%	4.7%	4.5%	4.8%
净利润率	4.2%	5.6%	5.5%	5.8%
调整后的每股收益增长率	(131.9%)	40.6%	4.8%	11.0%
财务比率				
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	0.4	0.0	NM
投入资本回报率	10.9%	10.9%	10.9%	-
净资产收益率	3.9%	5.4%	5.4%	5.8%
估值				
公司自由现金流收益率	6.0%	(0.1%)	3.2%	3.4%
股息率	1.3%	0.9%	1.0%	1.1%
企业价值/收入	2.0	1.9	1.8	1.7
企业价值倍数	42.7	24.8	24.6	23.3
调整后的市盈率	44.9	32.0	30.5	27.5

投资理据和估值概要

上海家化是国内领先的美妆品牌，主要面向大众市场，2025 年整体市场份额为 0.8%（数据来源：欧睿）。我们认可上海家化在新任管理层带领下所开展的改革，包括渠道转型、清库存、批发业务重组等。我们认为此番改革应有助于公司提高市场响应速度，并改善长期运营效率和生产率，但我们预计这需要时间来实现。公司当前股价对应的 2028 年预期市盈率为 27 倍，而 A 股行业均值为约 18 倍（基于彭博一致预期）。我们认为其增长情况并未证明溢价的合理性。维持“减持”评级。

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 13 元，基于 20 倍的 28 年目标市盈率，而目前 A 股的行业平均市盈率为 18 倍。我们认为，该股相对 A 股行业均值的溢价反映了其改革后的中长期盈利复苏、而非当前基本面。

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	0.21	0.12
地区：中国内地	0.24	0.18
宏观:		
Markit EM综合PMI SA指数	−0.43	−0.29
JPM政府债券−EM全球多元	0.28	0.24
JPM新兴市场货币指数	0.32	0.23
量化风格:		
动量	−0.53	−0.37
规模	−0.46	−0.35
低波动性	0.33	0.17

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

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

盈利预测

上海家化 2026 年 2 季度核心盈利同比增长 196%，高于 1 季度的 38%。近期的交易数据显示收入势头有所改善（玉泽和佰草集 3 季度迄今实现了高两位数 GMV 增长，且增速超过上半年）。因此，我们看到上海家化收入回升势头逐步增强的更有力证据，但目前在断定近期势头已发展成为持续复苏仍为时过早，原因是观察期较短、六神季节性正常化、以及在临近“双十一”购物节之际竞争加剧。我们对盈利复苏的步伐也持更为谨慎态度，因为持续的品牌投入和流量成本的结构性上升可能会抵消部分毛利率改善。因此，我们将 27-28 年盈利预测同比下调 7-8%。我们预计 2027 年销售额/核心盈利分别增长 7%/4%，而市场一致预期为分别增长 11%/24%。

表 1：摩根大通预测对比市场一致预期

	摩根大通预测			市场一致预期			差幅		
百万元	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
收入	6,769	7,232	7,522	7,028	7,783	8,524	-3.7%	-7.1%	-11.8%
息税前利润	318	329	359	444	555	668	-28.3%	-40.7%	-46.3%
净收入	376	394	437	444	519	619	-15.3%	-24.0%	-29.3%
每股收益	0.56	0.59	0.65	0.67	0.78	0.94	-16.2%	-24.8%	-30.5%
毛利率	64.0%	64.2%	64.3%	64.3%	65.0%	65.8%	-0.3%	-0.8%	-1.5%
息税前利润率	4.7%	4.5%	4.8%	6.3%	7.1%	7.8%	-1.6%	-2.6%	-3.1%
净利润率	5.6%	5.5%	5.8%	6.3%	6.7%	7.3%	-0.8%	-1.2%	-1.4%

资料来源：摩根大通估算、Bloomberg Finance L.P., 截至 2026 年 9 月 17 日。

估值

我们已将我们的主要估值方法由现金流折现法调整为动态市盈率法，同时保留现金流折现法作为交叉验证。鉴于上海家化的盈利状况日益成熟，我们认为市盈率是更合适的估值框架，同时也方便与其历史交易区间和美妆同业进行更直接的比较。我们使用现金流折现法进行交叉验证，以确保隐含估值与我们的长期增长假设保持一致。

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 13 元，基于 20 倍的 28 年目标市盈率，而目前 A 股的行业平均市盈率为 18 倍。我们认为，该股相对 A 股行业均值的溢价反映了其改革后的中长期盈利复苏、而非当前基本面。

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

表 2：现金流折现估值表

百万元	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	7,232	7,522	7,753	7,942	8,086	8,198	8,306	8,411	8,518
息税前利润	329	359	387	415	441	464	487	565	649
税率%	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
税后经营净利润	263	287	310	332	352	371	390	452	519
折旧与摊销	191	178	168	161	155	150	144	138	133
营运资本变动	1	23	47	48	49	78	80	192	421
资本支出	-93	-102	-112	-124	-118	-112	-106	-101	-96
占销售额比%	*-1.3%*	*-1.4%*	*-1.5%*	*-1.6%*	*-1.5%*	*-1.4%*	*-1.3%*	*-1.2%*	*-1.1%*
公司自由现金流	362	385	413	417	439	487	507	682	977
公司自由现金流的净现值	3,121								
终值的现值	5,643								
净债务	22								
权益价值（百万元）	8,742								
每股价值（元）	**13**								

资料来源：摩根大通估算。

2季度业绩

上海家化 2026 年 2 季度核心盈利（同比增长 196%）较 1 季度的 38%加速增长，主要驱动因素是基本面复苏（销售额增长 12%，1 季度为增长 5%，原因是 2 季度是六神旺季的季节性影响和低基数效应）。不过，我们也注意到，这些数据背后的不太令人鼓舞的信号：1）2 季度销售费用率同比增长 4.7 个百分点，反映出上海家化在线上渠道开发和品牌建设方面的投资加速（如内容营销团队内部化和广告促销支出增加）；2）2026 年 2 季度经营性现金流同比下降 71%，原因是品牌投入主要集中在前期。

表 3：上海家化 2026 年上半年主要财务数据

百万元	1H26	1H25	1H26/25
营业收入	**3,791**	**3,478**	***9%***
营业成本	-1,304	-1,301	*0%*
毛利	**2,487**	**2,177**	***14%***
销售与营销费用	-1,790	-1,525	*17%*
管理费用	-271	-280	*-3%*
研发费用	-88	-87	*1%*
息税前利润	**339**	**285**	***19%***
财务成本	-3	-8	*-63%*
投资收益	35	22	*58%*
其他收入	44	-2	*-2657%*
税前利润	**415**	**298**	***39%***
所得税	-34	-32	*4%*
净利润	**381**	**266**	***43%***
少数股东损益	0	0	*na*
归母净利润	**381**	**266**	***43%***
核心净利润	**352**	**221**	***59%***
毛利率	65.6%	62.6%	*3.0ppt*
营业利润率	8.9%	8.2%	*0.7ppt*
净利润率	10.0%	7.6%	*2.4ppt*
销售与营销费用率	9.3%	6.4%	*2.9ppt*
管理费用率	47.2%	43.8%	*3.4ppt*
研发费用率	7.1%	8.1%	*-0.9ppt*
营业费用率	2.3%	2.5%	*-0.2ppt*
税率	56.7%	54.4%	*2.3ppt*
毛利率	8.1%	10.8%	*-2.7ppt*

资料来源：上海家化 2025 年上半年-2026 年上半年财报

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

表 4：上海家化 2026 年 2 季度主要财务数据

百万元	2Q26	2Q25	2Q26/25
营业收入	**1,996**	**1,775**	***12%***
营业成本	-682	-666	*2%*
毛利	**1,314**	**1,108**	***19%***
销售与营销费用	-1,036	-837	*24%*
管理费用	-138	-146	*-5%*
研发费用	-47	-48	*-1%*
息税前利润	**93**	**78**	***19%***
财务成本	-3	-1	*291%*
投资收益	86	0	*-56162%*
其他收入	6	-17	*-134%*
税前利润	**181**	**60**	***201%***
所得税	-22	-12	*92%*
净利润	**159**	**49**	***227%***
少数股东损益	0	0	*na*
归母净利润	**159**	**49**	***227%***
核心净利润	**86**	**29**	***196%***
毛利率	65.8%	62.4%	*3.4ppt*
营业利润率	4.6%	4.4%	*0.3ppt*
净利润率	8.0%	2.7%	*5.2ppt*
销售与营销费用率	4.3%	1.6%	*2.7ppt*
管理费用率	51.9%	47.1%	*4.7ppt*
研发费用率	6.9%	8.2%	*-1.3ppt*
营业费用率	2.4%	2.7%	*-0.3ppt*
税率	61.2%	58.1%	*3.1ppt*
毛利率	12.2%	19.2%	*-6.9ppt*

资料来源：上海家化 2025 年上半年-2026 年上半年财报

中期战略

“四个焦点”策略，但执行仍有待证实

- 专注核心品牌：上海家化将其品牌组合缩小到三个优先品牌：六神、佰草集和玉泽，资源集中到定位独特的核心品牌，但其执行（如佰草集的品牌复兴和玉泽的规模扩张）仍有待在竞争激烈的市场中得到检验。
- 注重品牌建设。上海家化组建内部内容营销团队来提高营销效率。然而，这也可能导致销售费用率上升，尤其是在流量成本结构性上升的情况下。
- 以线上业务为重点，推出针对每个平台的差异化运营。
- 注重效率，推出包括供应链优化、分层达人管理和数据驱动的内容营销等措施。然而，执行仍是关键问题。

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

上海家化 *(减持; 目标价: 13.00元)*

投资理据

上海家化是国内领先的美妆品牌，主要面向大众市场，2025 年整体市场份额为 0.8%（数据来源：欧睿）。我们认可上海家化在新任管理层带领下所开展的改革，包括渠道转型、清库存、批发业务重组等。我们认为此番改革应有助于公司提高市场响应速度，并改善长期运营效率和生产率，但我们预计这需要时间来实现。公司当前股价对应的 2028 年预期市盈率为 27 倍，而 A 股行业均值为约 18 倍（基于彭博一致预期）。我们认为其增长情况并未证明溢价的合理性。维持“减持”评级。

估值

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 13 元，基于 20 倍的 28 年目标市盈率，而目前 A 股的行业平均市盈率为 18 倍。我们认为，该股相对 A 股行业均值的溢价反映了其改革后的中长期盈利复苏、而非当前基本面。

影响评级与目标价的风险

上行风险包括：（1）在新品发布的助力下，佰草集品牌表现好于预期；（2）由百货公司渠道向其他渠道转移的速度快于预期。

下行风险包括：（1）竞争风险；（2）执行；（3）新产品失败；（4）特别渠道和电商业务复苏速度慢于预期；（5）汤美星（Tommee Tippee）整合速度慢于预期；（6）成本控制不及预期。

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.yao@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

上海家化: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**5,679**	**6,317**	**6,769**	**7,232**	**7,522**
售出商品成本	(2,451)	(2,413)	(2,437)	(2,587)	(2,684)
毛利润	**3,228**	**3,904**	**4,332**	**4,645**	**4,838**
销售费用、一般性费用及管理费用	(3,261)	(3,618)	(3,811)	(4,100)	(4,256)
调整后的息税折旧摊销前利润	**20**	**298**	**523**	**519**	**537**
折旧和摊销	(204)	(215)	(205)	(191)	(178)
调整后的息税前利润	**(184)**	**83**	**318**	**329**	**359**
净利息	(31)	(7)	(3)	10	28
调整后的税前利润	**(830)**	**315**	**459**	**493**	**547**
所得税	(3)	(47)	(83)	(99)	(109)
少数股东损益	0	0	0	0	0
调整后的净利润	**(838)**	**268**	**376**	**394**	**437**
报告的每股收益	(1.24)	0.40	0.56	0.59	0.65
调整后的每股收益	**(1.25)**	**0.40**	**0.56**	**0.59**	**0.65**
每股股息	**0.00**	**0.24**	**0.17**	**0.18**	**0.20**
股息支付率	0.0%	59.9%	30.0%	30.0%	30.0%
发行在外股份数	672	672	672	672	672

现金流量表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	**273**	**801**	**72**	**475**	**509**
其中：折旧和摊销	204	215	205	191	178
其中：营运资本变动	122	430	(372)	1	23
投资活动现金流	**(106)**	**(538)**	**(171)**	**(182)**	**(158)**
其中：资本支出	(96)	(77)	(85)	(93)	(102)
占销售收入比重	*1.7%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.3%*	*1.4%*
融资活动现金流	**(545)**	**(240)**	**(116)**	**(108)**	**(104)**
其中：支付的股息	(229)	(54)	(116)	(108)	(104)
其中：发行股份数/(回购数)	0	0	0	0	0
其中：发行的净债务/(偿还额)	(215)	(53)	0	0	0
现金变化净额	**(387)**	**(7)**	**(215)**	**185**	**247**
调整后的公司自由现金流	**177**	**725**	**(13)**	**382**	**407**
同比增长	*(1197.2%)*	*309.3%*	*(101.8%)*	*(3109.1%)*	*6.5%*

资产负债表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	542	535	320	505	752
应收帐款	771	566	983	1,070	1,133
存货	673	622	628	666	691
其他流动资产	3,276	3,079	3,106	3,145	3,171
流动资产	**5,262**	**4,803**	**5,036**	**5,386**	**5,747**
不动产、厂房、设备	764	697	558	446	381
长期投资	256	160	204	251	300
其他非流动资产	3,663	4,596	4,701	4,805	4,850
总资产	**9,944**	**10,256**	**10,500**	**10,888**	**11,279**
短期借款	49	527	527	527	527
应付帐款	500	575	543	576	598
其他短期负债	2,134	1,746	1,753	1,827	1,875
流动负债	**2,682**	**2,848**	**2,822**	**2,930**	**3,000**
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	570	512	512	512	512
总负债	**3,253**	**3,359**	**3,334**	**3,441**	**3,511**
股东权益	6,692	6,897	7,160	7,436	7,742
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及所有者权益	**9,944**	**10,256**	**10,494**	**10,878**	**11,254**
每股帐面价值	**9.95**	**10.26**	**10.65**	**11.06**	**11.52**
净债务/（现金）	(493)	(8)	207	22	(225)

财务比率分析	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
毛利润率	56.8%	61.8%	64.0%	64.2%	64.3%
息税折旧摊销前利润率	0.3%	4.7%	7.7%	7.2%	7.1%
息税前利润率	(3.2%)	1.3%	4.7%	4.5%	4.8%
净利润率	(14.8%)	4.2%	5.6%	5.5%	5.8%
净资产回报率	(11.7%)	3.9%	5.4%	5.4%	5.8%
资产回报率	(7.7%)	2.6%	3.6%	3.7%	3.9%
已动用资本回报率	(2.5%)	1.0%	3.5%	3.4%	3.5%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	57.4%	57.3%	56.3%	56.7%	56.6%
净债务/净资产	NM	NM	0.0	0.0	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	0.4	0.0	NM
销售收入/资产（倍）	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
总资产/净资产	150.7%	148.7%	147.7%	146.5%	146.0%
利息覆盖倍数	0.6	40.5	164.9	NM	NM
经营杠杆	1142.2%	(1289.2%)	3959.4%	50.5%	228.6%
税率	(0.4%)	15.0%	18.0%	20.0%	20.0%
收入同比增长	(13.9%)	11.2%	7.1%	6.8%	4.0%
息税折旧摊销前利润同比增长	(96.2%)	1407.3%	75.1%	(0.6%)	3.3%
每股收益同比增长	(268.6%)	(131.9%)	40.6%	4.8%	11.0%
每股帐面价值同比增长	(12.5%)	3.1%	3.8%	3.9%	4.1%

行业特定指标	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
同店销售增长	-	-	-	-	-
门店数量	-	-	-	-	-
单店销售额	-	-	-	-	-
门店总面积（平方英尺）	-	-	-	-	-
每平方英尺销售额	-	-	-	-	-

估值	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
市盈率（倍）	NM	44.9	32.0	30.5	27.5
市净率（倍）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
市销率（倍）	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
企业价值倍数	618.8	42.7	24.8	24.6	23.3
股息率	0.0%	1.3%	0.9%	1.0%	1.1%

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。

姚倩
(86-21) 6106 6277
qian.q.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/流动性提供方：**摩根大通是上海家化或相关实体的金融工具或与上海家化或相关实体相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **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：上海家化或相关实体。
- **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上海家化或相关实体支付的报酬。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有上海家化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。

上海家化 (600315.SS, 600315 CH) 股价图



日期	评级	股价 (元)	目标价 (元)
2023-11-02	减持	23.19	19.6
2024-04-04	减持	18.39	16.4
2024-05-05	减持	20.94	17
2024-08-26	减持	15.02	13.7
2024-11-11	减持	17.98	11.2
2025-05-14	减持	24.42	11
2026-03-08	减持	20.62	12.2
2026-05-06	减持	20.17	13.4

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05月19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：姚倩: 安踏体育 (2020.HK), 超盈国际控股 (2111.HK), 波司登 (3998.HK), 贝泰妮 (300957.SZ), 中国中免 – A (601888.SS), 上美股份 (2145.HK), 周大福 (1929.HK), 海澜之家-A (600398.SS), 老凤祥 - A (600612.SS), 老铺黄金 - H (6181.HK), 李宁 (2331.HK), 罗莱生活-A (002293.SZ), 鲁泰 - A (000726.SZ), 毛戈平 - H (1318.HK), 丸美生物 (603983.SS), 太平鸟-A (603877.SS), 珀莱雅 (603605.SS), 森马服饰-A (002563.SZ), 上海家化 (600315.SS), 申洲国际 (2313.HK), 特步国际 (1368.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。

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
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
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



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。

期权和期货相关研究：如果本文所包含的信息涉及期权或期货相关研究，则此类信息仅供已收到适当的期权或期货风险披露文件的人使用。请联系您的摩根大通客服代表或访问 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。