用友网络 - A

开启新一轮转型，价值捕获有待证明；继续覆盖，给予“减持”评级

▼ 减持
之前: 中性

600588.SS, 600588 CH
股价（2026 年 9 月 23 日）： 9.50 元

▼ 目标价（2027 年 12 月）： 6.00 元
之前（2027 年 12 月）： 10.00 元

我们继续覆盖用友网络，给予“**减持**”评级，截至 2027 年 12 月的目标价为 6 元，基于 45 倍的 2028 年预期 P/E。45 倍的 2028 年预期 P/E 主要反映了用友作为 A 股市场少数几家规模化企业软件公司之一的地位。我们认为用友充分说明了为什么机会和稀缺性本身不能决定 AI 产业链中的价值创造。企业 AI 扩大了传统 IT 预算之外的潜在支出池，用友则通过其商业创新平台（BIP）拥有稀缺的企业状态、权限、工作流和事务执行。不过，公司以往将这些资产转化为收入增长、盈利能力和现金回报的表现相对较弱。因此，我们将关注公司的业绩水平，其中将反映公司在当前 AI 转型中的价值捕获。

- **AI 扩大了机会，但增量价值池的竞争也在加大。**我们认为智能体可以增加企业通过软件执行的工作量，并可能支持基于使用量、工作流或事务的变现。用友的记录系统的定位应该仍具有价值，因为智能体仍需要实时企业数据、权限和执行。与此同时，现有的 ERP 供应商正在开发类似的功能，AI 原生供应商可以围绕智能体重新设计特定的工作流，模型及云供应商正在向下游延伸，随着 AI 降低开发成本，大型企业可以越来越多地构建内部应用。我们认为用友维持底层 ERP 关系的能力强于其捕捉全部增量 AI 钱包的能力。
- **报告的 AI 收入显揭示 AI 采用情况，但 AI 驱动的钱包扩张尚未成形。**用友报告 2026 年上半年 AI 相关收入为 4.64 亿元，AI 相关合同签约金额为 9.06 亿元，而集团收入同比增长 4.1%，云业务年度经常性收入（ARR）增长 8.2%。部分 AI 支出可能取代现有的 BIP 模块、服务或未来席位收入。因此，我们在蚕食效应、合并收入再加速和增量毛利之后，重点聚焦净客户年度合同价值（ACV）。我们的 2026-28 年收入预测分别比彭博一致预期低 3%/5%/10%，反映出我们对 AI 驱动的钱包扩张采取较为渐进式的假设。
- **财务转化是我们的估值的主要约束。**2026 年上半年毛利率同比改善 2.6 个百分点至 50.9%，但归母净亏损仍达 9.28 亿元，经营性现金流出达到 10 亿元。我们认为持续的收入增长再提速、ACV/净收入留存率（NRR）提高、员工人均创收改善以及自由现金流增强，应能证明 AI 产出的经济效益好于之前的云转型。在这些兑现之前，我们认为用友拥有具有吸引力的机会和显著的稀缺性，估值上调的关键变量仍是价值捕获。

证券研究报告
互联网

证券分析师: 徐文韬 AC
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com
登记编号: S1730525060001

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

重要变更（财年12月份结束）

	旧	新	Δ
调整后的每股收益 - 26E (元)	(0.21)	(0.19)	8.9%
调整后的每股收益 - 27E (元)	(0.06)	0.02	138.0%

季度预测（财年12月份结束）

调整后的每股收益 (元)

	2025A	2026E	2027E
Q1			
Q2			
Q3			
Q4			
FY	(0.40)	(0.19)	0.02

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	98	96	97	91	90
成长	96	96	96	37	62
动量	34	95	100	98	82
质量	98	98	98	90	72
低波动性	65	81	76	66	59
ESG量化得分	14	95	96	18	4

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

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@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	-28.4%	-11.6%	-1.9%	-32.8%
相对	-27.6%	-12.4%	2.3%	-35.8%

公司数据

已发行股票数（百万）	3,383
52 周股价区间（元）	19.01-8.73
总市值（百万美元）	4,797
汇率	6.70
自由流通股比例	50.5%
三个月日均成交量（百万）	65.17
三个月日均成交额（百万美元）	100.7
波动性（90 天）	46
指数	SHASHR
彭博 买入|持有|卖出	11|4|4

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	9,182	9,568	10,142	10,750
调整后的息税前利润	(1,318)	(596)	161	553
调整后的息税折旧摊销前利润	56	834	1,677	2,160
调整后的净利润	(1,349)	(636)	79	470
调整后的每股收益	(0.40)	(0.19)	0.02	0.14
彭博一致预期每股收益	(0.27)	(0.14)	0.03	0.12
经营活动现金流	812	832	1,750	2,157
公司自由现金流	(525)	(220)	635	974
利润率和增长率				
收入增长率	0.3%	4.2%	6.0%	6.0%
息税前利润率	(14.4%)	(6.2%)	1.6%	5.1%
息税前利润增长率	(33.4%)	(54.8%)	(126.9%)	243.9%
息税折旧摊销前利润率	0.6%	8.7%	16.5%	20.1%
息税折旧摊销前利润增长率	(106.5%)	1402.3%	101.1%	28.8%
净利润率	(14.7%)	(6.7%)	0.8%	4.4%
调整后的每股收益增长率	(32.1%)	(53.0%)	(112.5%)	492.0%
财务比率				
调整后的有效税率	(1.3%)	(4.0%)	4.0%	2.0%
利息覆盖倍数	-	-	-	-
净债务/净资产	0.1	0.1	0.0	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	14.4	1.2	0.2	NM
净资产收益率	(17.0%)	(8.7%)	1.1%	6.5%
估值				
公司自由现金流收益率	(1.6%)	(0.7%)	2.0%	3.0%
股息率	-	-	-	-
企业价值/收入	3.7	3.6	3.3	3.1
企业价值倍数	617.7	41.4	20.2	15.2
调整后的市盈率	NM	NM	405.1	68.4

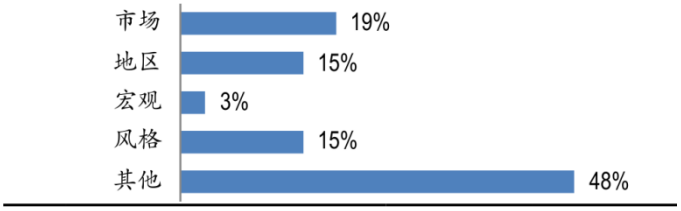
投资理据和估值概要

我们给予用友“减持”评级，因为其战略企业资产尚未转化为与其所遇机会相当的财务业绩。用友掌握富有价值的企业记录、权限、业务规则和复杂工作流，涵盖财务、供应链和人力，随着智能体执行的企业工作增多，这些应该仍有意义。然而，合并收入增速、盈利能力和现金生成仍然疲弱。因此，我们认为核心投资问题是财务转化：AI 产品发布与合同活动需要驱动收入持续增长、客户支出和运营杠杆上升，而后公司的记录系统稀缺性才会支撑股权回报走强。

估值

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 6 元，基于 45 倍的 2028 年预期 P/E。我们的 45 倍目标倍数与以往应用于 A 股头部企业软件公司的溢价估值框架一致，用友逊于优质软件同业的增长和财务转化，主要通过我们较低的盈利基数而非折价倍数反映出来。

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	0.49	0.43
地区：中国内地	0.70	0.44
宏观:		
10年期美国国债收益率指数	0.31	0.20
JPM全球股票市场情绪指数	0.09	0.20
Markit EM综合PMI SA指数	−0.23	−0.18
量化风格:		
规模	−0.70	−0.52
动量	−0.63	−0.33
质量	0.14	−0.15

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

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

行业：AI扩大了企业软件价值池，同时改变了价值捕获方式

我们认为企业软件是 AI 带来的值得关注的下游机会之一。传统的企业应用主要通过软件许可、订阅、模块和员工席位，依赖 IT 预算进行变现。随着智能体开始直接执行任务，付费意愿会越来越多地参考与完成工作相关的劳动力或服务成本。财务结算、费用审批、采购、供应商管理、人力管理、生产规划和业务分析都使软件工作流伴随着显著的人工支出。

这一点在中国尤为重要，国内企业软件在公司支出中的占比一直相对有限。AI 为软件供应商提供了另一个机会，如果其产品可以执行更多的底层工作，他们就可以进入更大的经济池。**我们认为这样可以在传统订阅之余，支持新的变现单位，包括 AI 使用量、事务和已完成的工作流。**

伴随机会而来的可能还有蚕食效应。员工人均产出升高，可能会减少既定级别业务活动所需的人工席位数量，而改进的通用模型可以吸收以前嵌入在企业应用中的报表、分析、配置和其他功能。因此，我们认为相关的度量指标是，**在考虑了增量 AI 变现以及现有席位、模块与服务可能受到的蚕食后，客户支出的净变化。**

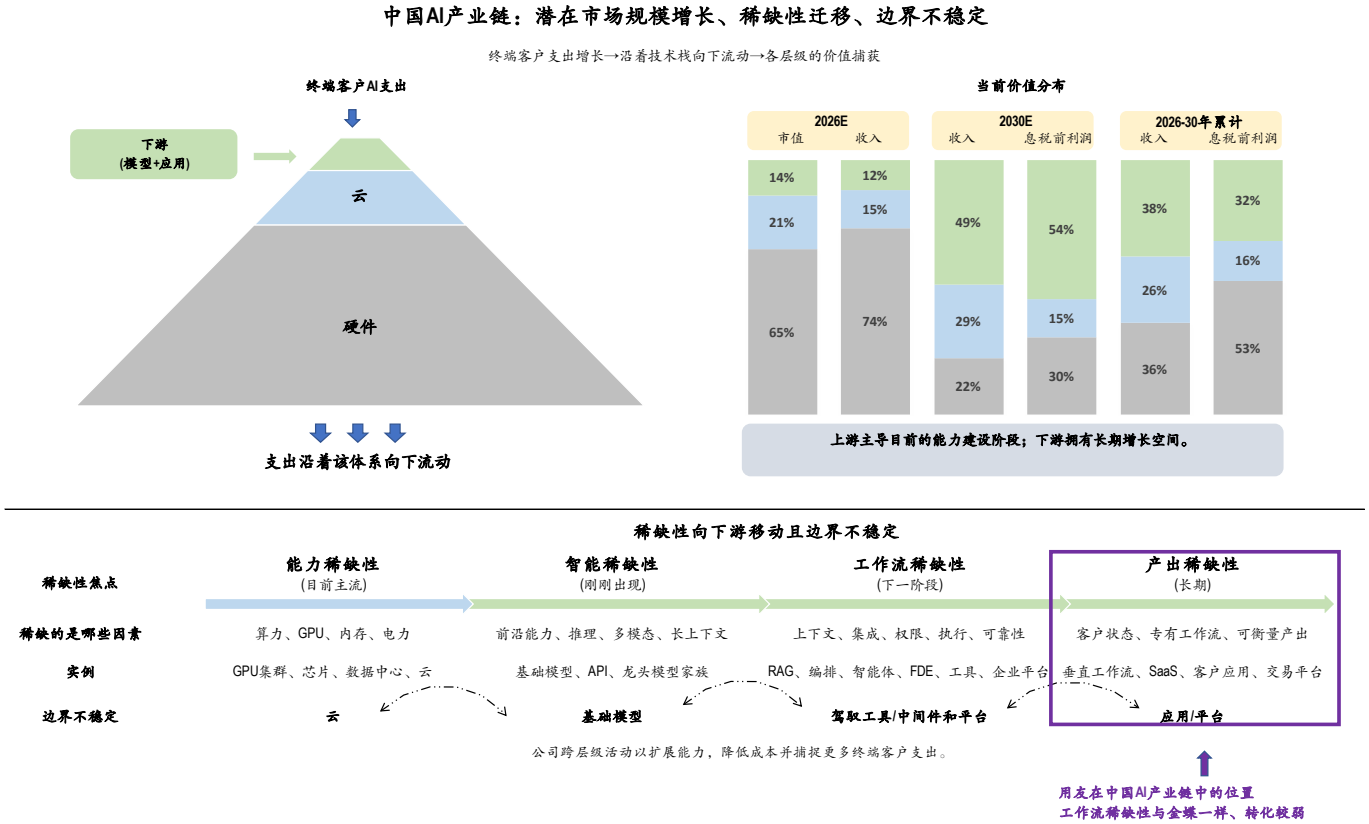
ERP 在这种环境下仍然具有重要的结构优势。企业智能体既需要最新库存、应收账款、采购订单、员工信息、权限、会计规则和事务历史记录，也需要能够执行付款、采购、会计分录和其他现实业务动作的系统。这些功能存在于记录系统中，即使用户界面日益转向智能体，也应不会消除它们的意义。

因此，用友在我们的框架内的机会和稀缺性维度上处于优势地位。其工作流涉及广阔的企业活动池，同时 BIP 控制着模型无法独立重新创建的上下文和执行。**我们认为，更多关于公司个体的争论主要在于价值捕获：围绕这些资产创造的增量客户支出中有多少最终能归于用友。**

有关更全面的行业讨论，请查看我们的中国 AI 产业链行业报告：*中国 AI 产业链：不断扩容的蛋糕和对价值的追逐：扩大覆盖面*

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 1：用友在中国 AI 产业链中的位置



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（数据截至 2026 年 9 月 21 日），摩根大通估算。

公司及商业模式：云转型在经济层面完全成熟之前，AI开启新转型

用友由财务软件起步，之后扩展至 ERP，涵盖财务、人力、采购、供应链、制造、营销、研发、项目、资产和协同。其客户群包括大型企业和国有集团，这类公司的部署通常涉及复杂的工作流、权限、集成和实施要求。公司的业务模式历来将软件许可与实施和服务绑定。到 2025 年，云服务收入已达到约 71 亿元，约占集团收入的 77%，而云业务 ARR 达到 29 亿元。云转型极大地改变了用友的产品和收入结构，而合并财务业绩的改善则较为缓和。2025 年，云业务 ARR 增长 18.1%，BIP 收入增长 15.1%，而集团收入仅增长 0.3%。

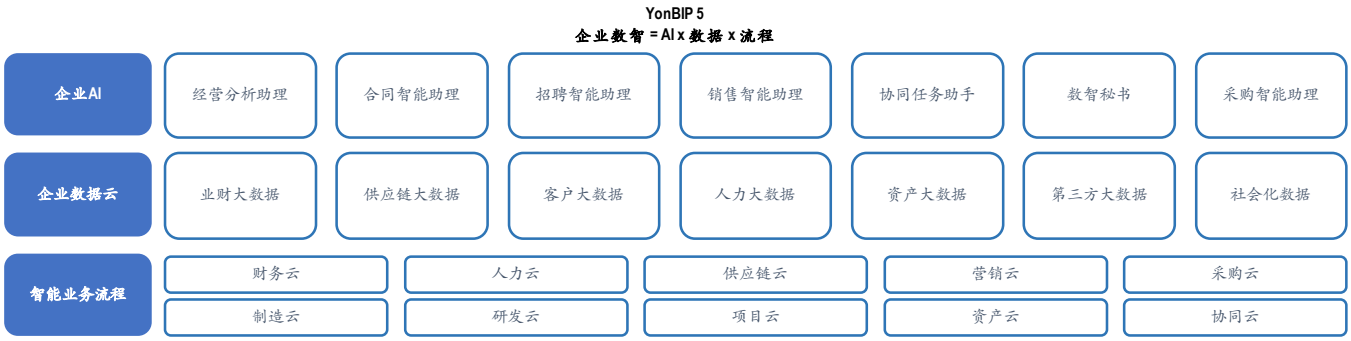
我们认为，在评估当前的 AI 转型时可以史为鉴。较困难的部分是将产品和运营进步转化为持续的合并收入增长、盈利能力和现金回报。在云转型经济尚未完全成熟之际，AI 现在引入了另一种潜在的商业模式变化。BIP 6 和用友较新的 AI 产品日益围绕智能体接入企业上下文、调用技能（Skills）和完成跨业务功能的任务进行设计。公司披露了 65 个垂直智能体、623 项技能和超过 26,000 个应用与服务 API，为更广泛的智能体执行奠定了技术基础。

我们认为这可能会改变 BIP 的使用方式。变现模式仍处于早期发展阶段。传统的收入仍然锚定在订阅、模块、用户和实施上，而基于智能体的软件可能日益

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

需要基于使用量、事务或工作流进行定价。用友已开始报告 AI 相关合同签约金额和收入，但有关 AI ARR、使用量、附加费率、增量客户 ACV 和 AI 毛利率的披露仍然有限。

图 2：YonBIP 5



资料来源：公司网站（截至 2026 年 9 月 11 日）。

稀缺性：随着AI向工作流深处移动，企业状态、权限和执行应仍具有价值

我们认为用友拥有多种形式的稀缺性，即使模型能力提高，这种稀缺性也应具有意义。第一种是**企业状态**。第二种是**权限和治理**。更优的模型可以改进推理和任务执行，但它们仍然需要在这些权限结构中运行。第三种是**工作流复杂性和集成**。流程嵌入了多年积累的客户特定性业务规则，而集成将 ERP 与银行、税务系统、供应商、物流供应商和其他软件连接起来。我们认为，这会产生大量的转换成本，仅通过改进模型智能难以消除。第四种是**事务执行**。用友安装的系统为这些任务提供了一个重要的执行环境。

因此，即使传统界面的某些部分变得不那么重要，AI 也可以增加用友的底层企业功能的价值和消费。财务影响可能较为明显。机器使用可以增加通过 BIP 运行的活动量，为基于使用、工作流或事务的变现奠定基础。**因此，我们认为成功的价值捕获需要用友的定价模式随软件消费单位的变化而变化。**传统的席位和模块定价可能仍然具有意义，但 AI 使用量和完成的工作流或将成为越来越重要的计费单位。如有证据表明，机器使用量越高，净客户 ACV 越高，那么它将成为这种机会的重要验证。

稀缺性也能提升实施的经济效益。如果企业上下文、工作流和集成可以越来越多地被呈现为可复用的技能与标准化组件，则用友可以用更少的增量劳动力跨客户部署新的 AI 功能。**我们认为这是运营杠杆的重要潜在来源，尽管当前财务披露提供的有关复用率或部署效率的证据有限。**

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

防御力和价值捕获：记录系统所有权是价值所在，仍可竞争增量AI钱包

用友的安装基数和记录系统定位提供了显著的防御能力。竞争层面面临的问题不仅限于 ERP 替代。**现有的企业软件供应商仍然是最直接的竞争对手。**金蝶和全球 ERP 供应商正在将 AI 及智能体嵌入到自身的已安装工作流中。**AI 原生应用在工作流层面产生竞争。**这些供应商可以从一开始就围绕智能体执行进行特定的流程设计，无需支持相同的旧架构。**我们认为在面对需要广泛的企业状态、复杂的权限和事务执行的任务时，用友仍然处于更优势的位置。模型和云提供商也在向下游延伸。**基础模型公司和云平台越来越多地提供企业智能体、开发环境和部署工具。

用友凭借自身的智能体产品，可以在这一工作流中保留较大的份额。**我们认为，智能体使用量、执行的工作流、跨模块渗透和第三方集成将比可用的智能体或技能数量更能证明这种定位。客户自研是另一个重要的竞争维度，特别是在用友的大企业客户中。**AI 正在降低软件开发成本，而大型企业通常已经拥有庞大的内部 IT 团队、专有数据和高度定制的流程。然而，我们认为其中所蕴含的经济效益将不同于用友同时拥有底层系统与智能体工作流的情况，因为更多的应用价值可能留存于客户手中。

我们认为用友的记录系统定位为其在企业架构中的作用提供了有力的保障，而增量 AI 支出的归属则不太确定。因此，应在这种背景下对公司的 AI 披露进行解读。2026 年上半年，集团收入增长 4.1%，尽管 AI 相关收入已占报告收入的约 12%，云业务 ARR 增长 8.2%。不过，我们认为到目前为止，这并不能充分说明报告的 AI 收入正转化为类似规模的增量收入池。我们的 2026-28 年收入预测分别比市场一致预期低 3%/5%/10%，反映出对 AI 驱动的客户钱包扩张假设更为保守。更加强劲的合并收入增长、现有客户 ACV/NRR 和使用变现，应将证明用友在企业 AI 价值池中所占份额大于我们目前的假设。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

财务质量和现金流：毛利率提升令人鼓舞；现金转换仍是关键的财务检验

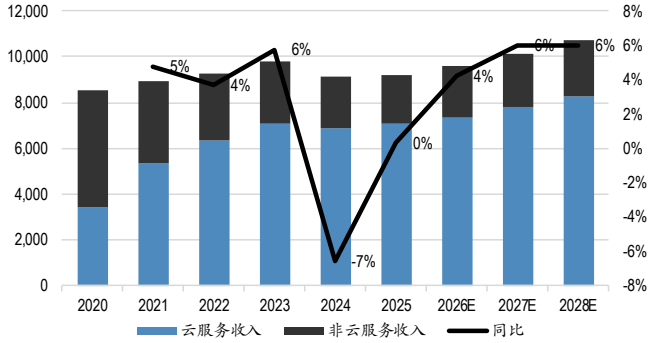
用友的财务状况仍然是我们给予“减持”评级的重要依据。**我们认为，当前转型的最终检验是战略产品增长是否转化为更高的合并收入、毛利和可持续的现金生成。**2026 年上半年收入同比增长 4.1%至 37 亿元。BIP 收入增长 15.0%，云服务收入增长 4.6%，而云业务 ARR 增长 8.2%。毛利率同比提高 2.6 个百分点至 50.9%。下一个问题是利润率的提高是否日益受到生产力的推动。我们认为，员工人均创收、实施期限、产品复用和每位客户的毛利将成为衡量是否发生这种情况的越来越有用的指标。

运营盈利能力仍处于复苏初期。历史研发资本化仍然具有特别的相关性。本期研发支出也继续包含大量资本化部分：2026 年上半年约 5.03 亿元的开发支出资本化，而本期确认的研发支出约 5.35 亿元。**我们认为这使得现金流成为报告盈利的重要补充。**因此，我们在考虑资本化研发支出和维持产品平台所需的其他投资后，对现金生成进行评估。我们认为，要实现更高质量的财务状况将需要收入重新加速增长以产生更强劲的毛利和经营杠杆，以及随后每股经营现金流和自由现金流的持续改善。

我们的 2026-28 年收入预测分别比市场一致预期低 3%/5%/10%。我们假设收入复苏较为缓慢，且持续投资于 BIP 和 AI，这在一定程度上抵消了毛利率的改善。如果收入增长加速或 AI 对实施效率的改善程度显著大于我们目前的假设，则市场一致预期的上行空间可能会兑现。这对于我们的投资理据而言，是一项重要的潜在上行风险。如果用友的增量 AI 变现伴随着交付强度下降，则同样的技术转型可以同时改善收入增长和利润率。**我们认为客户 ACV、员工人均创收和现金生成同步改善，将是证明 AI 转型经济效益不同于上一个云转型周期的最有力证据。**

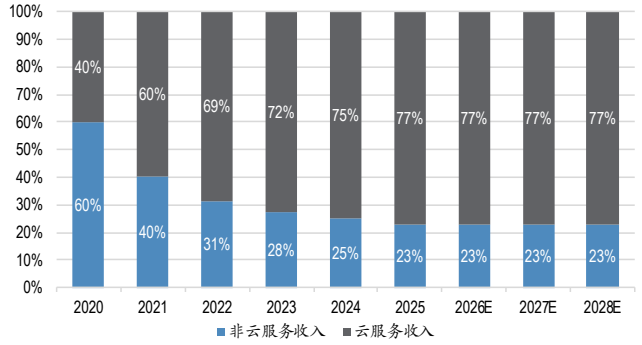
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 3：用友的收入预测及同比增速（百万元）



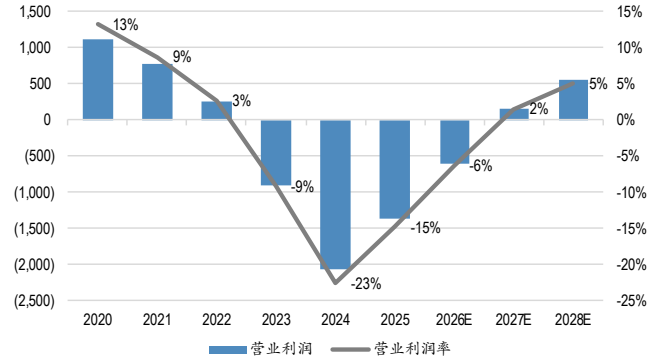
资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

图 4：用友的收入结构明细



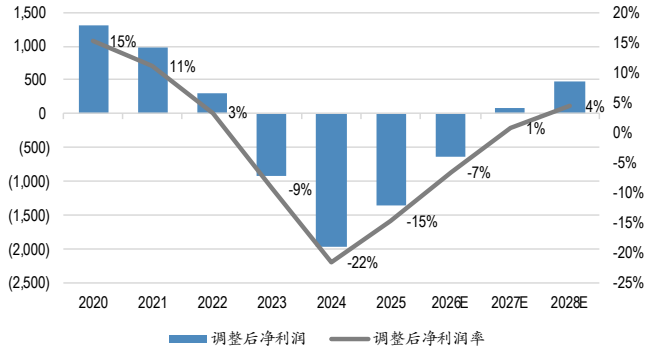
资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

图 5：用友的营业利润和营业利润率（百万元）



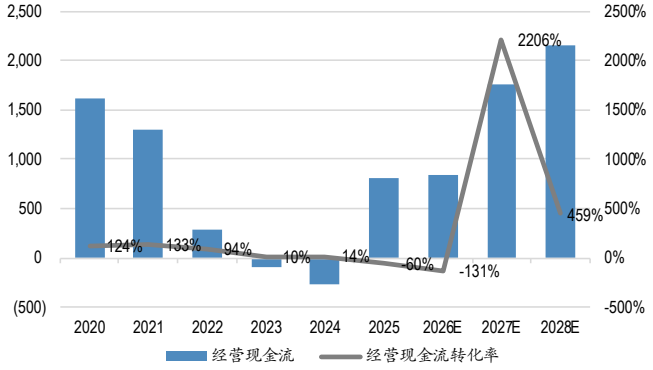
资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

图 6：用友的调整后净利润和净利润率（百万元）



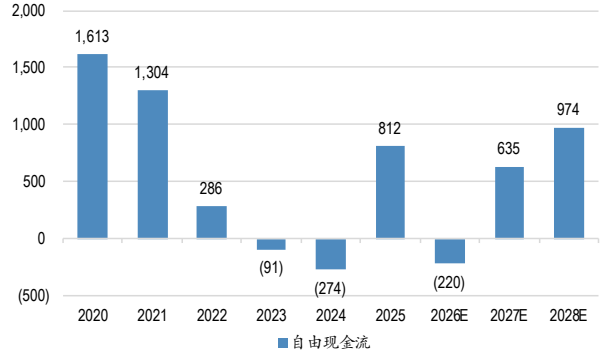
资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

图 7：用友的经营现金流（百万元）



资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

图 8：用友的自由现金流（百万元）



资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

表 1：用友损益表

（百万元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	**8,525**	**8,932**	**9,262**	**9,796**	**9,153**	**9,182**	**9,568**	**10,142**	**10,750**
同比%	*0%*	*5%*	*4%*	*6%*	*-7%*	*0%*	*4%*	*6%*	*6%*
销售成本	**3,321**	**3,461**	**4,041**	**4,826**	**4,802**	**4,626**	**4,636**	**4,914**	**5,214**
毛利	**5,204**	**5,471**	**5,221**	**4,970**	**4,351**	**4,556**	**4,932**	**5,228**	**5,536**
营业支出									
销售及营销开支	(1,537)	(2,028)	(2,235)	(2,743)	(2,622)	(2,443)	(2,304)	(2,282)	(2,191)
研发费用	(1,459)	(1,704)	(1,754)	(2,107)	(2,122)	(2,286)	(2,185)	(2,091)	(2,007)
一般及行政开支	(960)	(1,072)	(1,118)	(1,108)	(1,221)	(1,075)	(1,049)	(1,029)	(1,009)
财务成本净额	(110)	(79)	12	(68)	(115)	(142)	(103)	(103)	(150)
税金及附加	(99)	(106)	(106)	(108)	(104)	(105)	(107)	(107)	(112)
减值损失（信用及资产），净额	(265)	(355)	(220)	(235)	(525)	(364)	(142)	(40)	(100)
公允价值变动、处置及投资收益净额	71	363	145	101	3	218	11	0	0
其他收入（政府补贴等）	275	288	306	398	286	282	348	580	580
营业支出合计	**(4,083)**	**(4,692)**	**(4,970)**	**(5,870)**	**(6,419)**	**(5,914)**	**(5,533)**	**(5,072)**	**(4,989)**
营业利润	**1,121**	**779**	**251**	**(900)**	**(2,068)**	**(1,358)**	**(601)**	**156**	**548**
加：以权益结算的股权激励费用	309	273	86	48	90	40	5	5	5
调整后营业利润	**1,429**	**1,052**	**338**	**(852)**	**(1,978)**	**(1,318)**	**(596)**	**161**	**553**
调整后营业利润率%	16.8%	11.8%	3.6%	-8.7%	-21.6%	-14.4%	-6.2%	1.6%	5.1%
非经营性项目									
营业外收入/（支出），净额	6	(5)	(4)	(10)	(8)	(11)	(79)	(90)	(90)
税前利润（利润总额）	**1,126**	**774**	**247**	**(910)**	**(2,076)**	**(1,369)**	**(680)**	**66**	**458**
所得税费用	75	92	22	23	(6)	(18)	(27)	3	9
净利润	**1,051**	**682**	**225**	**(933)**	**(2,070)**	**(1,351)**	**(653)**	**63**	**448**
少数股东损益	63	(25)	6	34	(9)	38	(11)	(11)	(16)
归母净利润	**989**	**708**	**219**	**(967)**	**(2,061)**	**(1,389)**	**(641)**	**74**	**465**
加：以权益结算的股权激励费用	309	273	86	48	90	40	5	5	5
调整后净利润（归母）	**1,297**	**981**	**306**	**(919)**	**(1,971)**	**(1,349)**	**(636)**	**79**	**470**
每股（元）									
加权平均股数（百万）：									
基本	3,226	3,238	3,372	3,362	3,342	3,367	3,383	3,383	3,383
稀释	3,288	3,238	3,372	3,362	3,342	3,367	3,383	3,383	3,383
每股收益（基本）	**0.31**	**0.22**	**0.07**	**(0.29)**	**(0.62)**	**(0.41)**	**(0.19)**	**0.02**	**0.14**
每股收益（稀释后）	0.30	0.22	0.07	(0.29)	(0.62)	(0.41)	(0.19)	0.02	0.14
调整后每股收益（基本）	0.40	0.30	0.09	(0.27)	(0.59)	(0.40)	(0.19)	0.02	0.14
调整后每股收益（稀释后）	0.39	0.30	0.09	(0.27)	(0.59)	(0.40)	(0.19)	0.02	0.14

资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

表 2：用友资产负债表

（百万元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产									
流动资产：									
现金及现金等价物	5,605	4,616	8,304	8,045	6,424	3,956	3,747	4,381	5,355
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	230	281	38	251	127	28	28	28	28
贸易应收款项及应收票据（包括应收款项融资）	1,152	1,440	2,252	2,660	2,585	2,415	2,516	2,667	2,827
预付款项	96	132	151	195	236	285	297	314	333
其他应收款项	449	185	230	205	246	262	262	262	262
合同资产	209	446	692	882	865	960	996	1,056	1,119
存货	426	407	531	552	411	379	381	404	429
其他流动资产（含未分配）	626	176	188	133	138	194	194	194	194
流动资产合计	**8,792**	**7,682**	**12,387**	**12,922**	**11,031**	**8,479**	**8,421**	**9,307**	**10,548**
长期股权投资	2,469	2,553	2,735	2,833	2,819	2,727	2,727	2,727	2,727
其他非流动金融投资	1,091	1,047	1,127	1,034	908	814	814	814	814
物业、厂房及设备（包括在建工程）	2,508	2,529	2,531	2,619	2,878	2,888	3,051	3,223	3,406
使用权资产	-	135	137	117	104	104	37	(34)	(109)
无形资产	786	1,862	2,838	3,872	4,293	4,279	3,801	3,293	2,756
开发支出	277	-	85	-	18	-	-	-	-
商誉	875	1,311	1,551	1,675	1,519	1,496	1,496	1,496	1,496
递延所得税资产	136	49	59	68	87	88	88	88	88
其他非流动资产（含未分配）	33	161	104	381	501	756	756	756	756
非流动资产合计	**8,174**	**9,647**	**11,168**	**12,599**	**13,126**	**13,153**	**12,770**	**12,364**	**11,934**
总资产	**16,967**	**17,329**	**23,555**	**25,521**	**24,157**	**21,631**	**21,191**	**21,671**	**22,482**
流动负债：									
负债及权益									
短期借款（含一年内到期）	2,420	2,802	3,611	4,240	5,592	4,085	4,085	4,085	4,085
应付票据及应付账款	552	654	832	1,007	1,103	1,250	1,245	1,319	1,414
合同负债（含预收账款）	2,047	2,076	2,377	2,675	2,879	3,234	3,460	3,751	3,976
职工薪酬及应付税项	1,410	1,485	1,646	1,696	1,417	1,377	1,313	1,280	1,234
其他应付款项及其他流动负债	1,528	1,415	1,194	1,546	1,380	1,270	1,320	1,400	1,484
流动负债合计	**7,958**	**8,433**	**9,659**	**11,164**	**12,371**	**11,215**	**11,423**	**11,835**	**12,193**
长期借款	-	390	826	1,910	1,433	669	669	669	669
租赁负债	-	77	72	54	51	57	57	57	57
递延收益及其他非流动负债	438	497	462	556	478	436	436	436	436
递延所得税负债	15	7	19	33	26	6	6	6	6
负债合计	**8,410**	**9,403**	**11,037**	**13,718**	**14,357**	**12,383**	**12,591**	**13,003**	**13,360**
股东权益：									
股本	3,270	3,271	3,434	3,419	3,417	3,417	3,417	3,417	3,417
股本溢价（扣除库存股）	863	234	4,655	4,529	4,683	5,419	5,419	5,419	5,419
其他储备（其他综合收益+法定储备）	1,152	1,262	1,328	1,331	1,334	1,339	1,344	1,349	1,354
留存收益	2,266	2,221	2,044	874	(1,188)	(2,577)	(3,218)	(3,144)	(2,679)
归属于母公司所有者权益合计	**7,552**	**6,988**	**11,461**	**10,152**	**8,247**	**7,599**	**6,962**	**7,041**	**7,511**
少数股东权益	1,004	939	1,057	1,651	1,553	1,649	1,638	1,627	1,611
总权益	**8,557**	**7,926**	**12,518**	**11,803**	**9,800**	**9,248**	**8,600**	**8,668**	**9,122**

资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

表 3：用友现金流量表

（百万元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动									
净利润	1,051	682	225	(933)	(2,070)	(1,351)	**(653)**	**63**	**448**
调整：							**0**	**0**	**0**
折旧及摊销	334	545	664	936	1,209	1,414	**1,368**	**1,450**	**1,537**
使用权资产折旧	0	0	0	0	0	0	**67**	**71**	**75**
股权激励费用	178	273	66	42	79	34	**5**	**5**	**5**
减值损失	265	355	220	235	525	364	**0**	**0**	**0**
公允价值、处置及投资收益（拨回）	(127)	(369)	(144)	(66)	(1)	(219)	**(11)**	**0**	**0**
营运资金净变动	349	(449)	(784)	214	46	410	**56**	**161**	**91**
已付所得税	(735)	(809)	(872)	(786)	(710)	(692)	**0**	**0**	**0**
其他	298	1,075	911	267	648	852	**0**	**0**	**0**
经营活动提供的现金净额	**1,613**	**1,304**	**286**	**(91)**	**(274)**	**812**	**832**	**1,750**	**2,157**
投资活动产生的现金流量									
资本支出-物业、厂房及设备							**(287)**	**(304)**	**(323)**
资本支出-无形资产/开发							**(765)**	**(811)**	**(860)**
购买物业、厂房及设备、无形资产和其他长期资产（资本支出）	(592)	(1,030)	(1,557)	(1,797)	(1,759)	(1,337)	**(1,052)**	**(1,116)**	**(1,183)**
收到的投资收益	11	31	24	73	45	29	**11**	**0**	**0**
收购子公司，净额	0	0	0	(164)	(34)	(12)	**0**	**0**	**0**
金融投资净头寸及其他	(313)	(232)	(2,321)	1,346	640	(26)	**0**	**0**	**0**
投资活动所用现金净额	**(894)**	**(1,230)**	**(3,853)**	**(543)**	**(1,108)**	**(1,347)**	**(1,042)**	**(1,116)**	**(1,183)**
筹资活动产生的现金流量									
股份发行/（股份回购），净额	425	279	5,347	1,692	142	385	**0**	**0**	**0**
借款所得款项	4,287	4,881	4,875	5,496	5,167	3,753	**0**	**0**	**0**
偿还借款	(6,237)	(4,179)	(3,798)	(3,666)	(4,348)	(6,048)	**0**	**0**	**0**
租赁付款，扣除新租赁	0	0	0	0	0	0	**0**	**0**	**0**
已付股息及分派（包括已付利息）	(929)	(858)	(500)	(411)	(274)	(221)	**0**	**0**	**0**
少数股东投入资本 / (向少数股东分配股利或利润)	0	0	0	0	0	0	**0**	**0**	**0**
其他（融资）	138	(712)	(996)	(1,022)	(400)	129	**0**	**0**	**0**
融资活动所提供／（所用）现金净额	**(2,316)**	**(588)**	**4,928**	**2,089**	**288**	**(2,003)**	**-**	**-**	**-**
汇兑收益／（亏损）	(6)	(2)	14	3	(2)	1	**0**	**0**	**0**
现金及现金等价物增加／（减少）净额	(1,602)	(516)	1,375	1,459	(1,096)	(2,536)	**(209)**	**635**	**974**
	6,038	4,436	3,920	5,294	6,753	5,657	3,121	2,911	3,546
期末现金及现金等价物	**4,436**	**3,920**	**5,294**	**6,753**	**5,657**	**3,121**	**2,911**	**3,546**	**4,520**

资料来源：公司 2020-2025 年年报，摩根大通估算。

估值和股东回报：AI期权性值得认可；财务转化决定估值上调

我们基于 45 倍的 2028 年预期 P/E 得出目标价 6 元。**我们认为随着用友在其当前投资周期中演变，采用动态盈利估值框架是合适的，我们的目标 P/E 既反映了其企业软件定位的战略价值，也反映了围绕可持续增长和利润率的尚存的不确定性。**我们的 2026/27/28 年收入预测分别比市场一致预期低 3%/5%/10%。我们假设报告的 AI 收入以较为缓和的速度转化为净增量客户支出，同时持续的产品投资和实施要求导致盈利能力复苏放缓。我们的估值上行理据要求有更有力的证据证明 AI 改变了增长和运营经济效益。更高的客户 ACV、更多的机器使用、更高的实施效率和更强的留存率，有望使收入和盈利增速显著快于我们的预测。

表 4：摩根大通预测对比市场一致预期

财年止于 12 月 31 日	FY2026			FY2027		
百万元	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	**9,568**	**9,825**	**-3%**	**10,142**	**10,703**	**-5%**
毛利	**4,932**	**5,024**	**-2%**	**5,228**	**5,687**	**-8%**
销售及分销开支	(2,304)			(2,282)		
研发费用	(2,185)			(2,091)		
一般及行政费用	(1,049)			(1,029)		
营业利润	**(601)**	**(485)**	**-24%**	**156**	**84**	**85%**
税前利润	**(680)**	**(482)**	**-41%**	**66**	**91**	**-28%**
净利润	**(653)**	**(449)**	**-45%**	**63**	**168**	**-62%**
净利润，调整后	**(636)**	**(486)**	**-31%**	**79**	**83**	**-5%**
每股收益（元/股）	**(0.2)**	**(0.2)**	**-19%**	**0.0**	**0.0**	**-22%**
调整后每股收益（元/股）	**(0.2)**	**(0.1)**	**-32%**	**0.0**	**0.0**	**-6%**
利润率分析(%)						
毛利率	51.5%	51.1%	0.4%	51.5%	53.1%	-1.6%
营业利润率	-6.3%	-4.9%	-1.3%	1.5%	0.8%	0.7%
净利润率	-6.8%	-4.6%	-2.3%	0.6%	1.6%	-0.9%
净利润率，调整后	-12.9%	-9.7%	-3.2%	1.5%	1.5%	0.1%

资料来源：Bloomberg Finance L.P.（数据截至 2026 年 9 月 21 日），摩根大通估算。

历史股价分析：反复的战略转型增加了财务证据的压力

用友过去五年的股价表现展现了市场预期的演变。由于全球增长倍数下降且国内企业 IT 需求疲软，2022 年估值缩水。2023-24 年间，争议主要围绕公司本身展开。组织变革、销售和交付调整、收入增长乏力和亏损扩大，将投资者的注意力转移到执行和财务回报上。**我们认为这一时期与当前的投资理据尤其相关，因为它表明产品投资和战略定位需要转化为合并财务的改善，才能支撑估值**。2025-2026 年间，BIP 进展和企业 AI 再次提升了公司的战略期权性，而成本重组则有助于提升毛利率。

我们认为，AI 采用本身可以支撑估值期权性，而更持久的估值上调则需要客户支出增加、合并收入加速增长、经营杠杆改善和自由现金流增强的证据。在盈利能力和现金生成复苏之际，股东分配可能仍是次要的。在录得亏损后，2025 年用友未支付现金股息。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 9：历史股价分析



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（数据截至 2026 年 9 月 21 日），摩根大通。

风险和催化剂

我们的“减持”评级面临的主要风险涉及合并增长疲软、AI 增量能力不确定以及运营效率的改善速度。用友拥有有价值的记录系统资产，并正在投资 BIP 和 AI，但战略产品的增长尚未始持续转化为更强劲的集团经济效益。关键问题是这些产品是否在扩展客户钱包的同时降低了企业部署的成本。我们认为有四个主要风险：企业 IT 支出走弱、战略产品与合并收入持续分化、AI 增量支出流失到其他层，以及交付效率和现金回报的改善程度有限。

- **疲软的企业 IT 支出可能会继续限制合并增长。**大型企业软件项目仍然受到客户预算、采购周期和实施时间表的影响。支出环境走弱可能会推迟新合同，减少现有客户内的扩张，并减缓云业务 ARR 增长。这对用友的影响更大，因为投资理据要求的是持续的合并增长回报，而不是特定产品的强劲表现。合同负债、云业务 ARR 和现有客户 ACV/NRR 应能提供需求是否正在改善的早期信号。
- **BIP 或 AI 的强劲增长可能不会转化为更强劲的合并客户支出。**在传统产品下滑，或客户将现有 ERP 预算重新分配给新产品之际，战略产品能够快速

增长。AI 会产生类似的增量风险。客户可能通过减少席位、模块或实施方面的支出来为 AI 付费，而不是增加他们的整体软件预算。因此，我们将更关注合并收入、云业务 ARR、NRR 和每位客户的总 ACV，而不是单独的 BIP 或 AI 增长。更有力的投资理据需要新产品扩大整体客户钱包。

- **用友可能维持其记录系统定位，但捕获的增量 AI 价值份额较小。**企业智能体将继续需要访问财务数据、权限、业务规则和事务系统。这保护了用友的底层软件的相关性，但不保证 AI 工作流的归属。AI 原生应用、模型提供商、云平台或客户自研的智能体可以控制用户界面，同时在底层使用用友获取数据和执行。随着机器执行的任务增多，智能体采用也可能减少传统席位需求。因此，用友需要基于使用量或工作流的定价，将机器活动转换为增量收入并抵消潜在的席位缩水影响。

- **BIP 和 AI 需要改善交付经济效益，而不仅仅是产品组合。**用友的大企业业务历来需要大量的实施和服务资源。BIP 标准化和 AI 辅助开发应能减少定制，缩短部署周期，增加模块重用。如果这些优势兑现缓慢，战略产品增长提速可能仍然需要大量的员工和实施支出。我们将跟踪毛利率、员工人均创收、部署周期和资本化开发成本以及收入增长情况。若报告盈利改善并未伴随着更强劲的经营现金流和自由现金流，那么结构性改善的证据强度还不够充分。

主要的上行催化剂将是有证据证明 BIP 和 AI 正在改善合并增长和生产力。集团收入持续增长、云业务 ARR 重新加速增长以及现有客户 ACV/NRR 提高，应将表明战略产品正在扩大客户钱包，而不是取代传统支出。基于使用量或工作流的 AI 收入达到一定体量，应将进一步证明机器消耗可以创造增量收入流，尽管席位可能缩水。同时，毛利率提高、员工人均创收增多、部署周期缩短以及经营现金流/自由现金流增强，应将表明技术正在改善成本结构。如果**合并收入和 ARR 加速增长的同时，部署强度下降、自由现金流改善**，那么我们将持更具建设性的看法，因为这些表明 BIP 和 AI 正在改变整体业务的经济效益，而不仅仅是改变其收入结构。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

用友网络 - A *(减持; 目标价: 6.00元)*

投资理据

我们给予用友“减持”评级，因为其战略企业资产尚未转化为与其所遇机会相当的财务业绩。用友掌握富有价值的企业记录、权限、业务规则和复杂工作流，涵盖财务、供应链和人力，随着智能体执行的企业工作增多，这些应该仍有意义。然而，合并收入增速、盈利能力和现金生成仍然疲弱。因此，我们认为核心投资问题是财务转化：AI 产品发布与合同活动需要驱动收入持续增长、客户支出和运营杠杆上升，而后公司的记录系统稀缺性才会支撑股权回报走强。

估值

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 6 元，基于 45 倍的 2028 年预期 P/E。我们的 45 倍目标倍数与以往应用于 A 股头部企业软件公司的溢价估值框架一致，用友逊于优质软件同业的增长和财务转化，主要通过我们较低的盈利基数而非折价倍数反映出来。

影响评级与目标价的风险

上行风险包括：企业 IT 支出增加、BIP 和云业务 ARR 增长加快、AI 驱动的 ACV 或使用收入可观，降本增效带来的经营杠杆高于预期。

下行风险包括：战略产品增长与合并收入持续分化、ERP 和 AI 原生应用领域的竞争加剧，以及智能体活动的变现减弱。利润率复苏或现金流转换放缓将进一步令盈利和估值承压。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

用友网络 - A: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**9,153**	**9,182**	**9,568**	**10,142**	**10,750**
售出商品成本	(4,802)	(4,626)	(4,636)	(4,914)	(5,214)
毛利润	**4,351**	**4,556**	**4,932**	**5,228**	**5,536**
销售费用、一般性费用及管理费用	(3,842)	(3,517)	(3,354)	(3,311)	(3,199)
调整后的息税折旧摊销前利润	**(859)**	**56**	**834**	**1,677**	**2,160**
折旧和摊销	(1,209)	(1,414)	(1,435)	(1,521)	(1,613)
调整后的息税前利润	**(1,978)**	**(1,318)**	**(596)**	**161**	**553**
净利息	-	-	-	-	-
调整后的税前利润	**(2,076)**	**(1,369)**	**(680)**	**66**	**458**
所得税	6	18	27	(3)	(9)
少数股东损益	9	(38)	11	11	16
调整后的净利润	**(1,971)**	**(1,349)**	**(636)**	**79**	**470**
报告的每股收益	(0.62)	(0.41)	(0.19)	0.02	0.14
调整后的每股收益	**(0.59)**	**(0.40)**	**(0.19)**	**0.02**	**0.14**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-	-
发行在外股份数	3,342	3,367	3,383	3,383	3,383

现金流量表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	**(274)**	**812**	**832**	**1,750**	**2,157**
其中：折旧和摊销	1,209	1,414	1,435	1,521	1,613
其中：营运资本变动	46	410	56	161	91
投资活动现金流	**(1,108)**	**(1,347)**	**(1,042)**	**(1,116)**	**(1,183)**
其中：资本支出	(1,759)	(1,337)	(1,052)	(1,116)	(1,183)
占销售收入比重	*19.2%*	*14.6%*	*11.0%*	*11.0%*	*11.0%*
融资活动现金流	**288**	**(2,003)**	**0**	**0**	**0**
其中：支付的股息	(274)	(221)	0	0	0
其中：发行股份数/(回购数)	142	385	0	0	0
其中：发行的净债务/(偿还额)	819	(2,295)	0	0	0
现金变化净额	**(1,096)**	**(2,536)**	**(209)**	**635**	**974**
调整后的公司自由现金流	**(2,033)**	**(525)**	**(220)**	**635**	**974**
同比增长	*7.7%*	*(74.2%)*	*(58.1%)*	*(388.4%)*	*53.5%*

资产负债表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	6,424	3,956	3,747	4,381	5,355
应收帐款	2,585	2,415	2,516	2,667	2,827
存货	411	379	381	404	429
其他流动资产	1,612	1,729	1,777	1,855	1,937
流动资产	**11,031**	**8,479**	**8,421**	**9,307**	**10,548**
不动产、厂房、设备	2,878	2,888	3,051	3,223	3,406
长期投资	2,819	2,727	2,727	2,727	2,727
其他非流动资产	7,429	7,537	6,992	6,414	5,801
总资产	**24,157**	**21,631**	**21,191**	**21,671**	**22,482**
短期借款	5,592	4,085	4,085	4,085	4,085
应付帐款	1,103	1,250	1,245	1,319	1,414
其他短期负债	5,676	5,881	6,093	6,431	6,694
流动负债	**12,371**	**11,215**	**11,423**	**11,835**	**12,193**
长期债务	1,433	669	669	669	669
其他长期负债	554	499	499	499	499
总负债	**14,357**	**12,383**	**12,591**	**13,003**	**13,360**
股东权益	8,247	7,599	6,962	7,041	7,511
少数股东权益	1,553	1,649	1,638	1,627	1,611
总负债及所有者权益	**24,157**	**21,631**	**21,191**	**21,671**	**22,482**
每股帐面价值	**2.47**	**2.26**	**2.06**	**2.08**	**2.22**
同比增长	*(18.3%)*	*(8.5%)*	*(8.8%)*	*1.1%*	*6.7%*
净债务/（现金）	600	797	1,007	372	(602)

财务比率分析	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
毛利润率	47.5%	49.6%	51.5%	51.5%	51.5%
息税折旧摊销前利润率	(9.4%)	0.6%	8.7%	16.5%	20.1%
息税前利润率	(21.6%)	(14.4%)	(6.2%)	1.6%	5.1%
净利润率	(21.5%)	(14.7%)	(6.7%)	0.8%	4.4%
净资产回报率	(21.4%)	(17.0%)	(8.7%)	1.1%	6.5%
资产回报率	(7.9%)	(5.9%)	(3.0%)	0.4%	2.1%
已动用资本回报率	(12.6%)	(9.7%)	(5.2%)	1.3%	4.5%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	42.0%	38.3%	35.1%	32.6%	29.8%
净债务/净资产	0.1	0.1	0.1	0.0	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	14.4	1.2	0.2	NM
销售收入/资产（倍）	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
总资产/净资产（倍）	2.7	2.9	2.9	3.1	3.0
利息覆盖倍数	-	-	-	-	-
经营杠杆	(2013.2%)	(10533.7%)	(1302.5%)	(2115.7%)	4065.5%
税率	(0.3%)	(1.3%)	(4.0%)	4.0%	2.0%
收入同比增长	(6.6%)	0.3%	4.2%	6.0%	6.0%
息税折旧摊销前利润同比增长	(2479.2%)	(106.5%)	1402.3%	101.1%	28.8%
每股收益同比增长	115.8%	(32.1%)	(53.0%)	(112.5%)	492.0%

估值	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
市盈率（倍）	NM	NM	NM	405.1	68.4
市净率（倍）	3.8	4.2	4.6	4.6	4.3
企业价值倍数	NM	617.7	41.4	20.2	15.2
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。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@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：**摩根大通是用友网络 - A 或相关实体的金融工具或与用友网络 - A 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：用友网络 - A 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：用友网络 - A 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用友网络 - A 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 个月内曾为用友网络 - A 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：**摩根大通可能持有用友网络 - A 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。

用友网络 – A (600588.SS, 600588 CH) 股价图



日期	评级	股价 (元)	目标价 (元)
2023-10-29	中性	16.14	16
2024-01-28	减持	12.66	11
2024-04-02	减持	12.78	10.5
2024-04-28	中性	11.75	11.5
2024-08-25	中性	8.38	10
2024-11-04	中性	10.91	9
2025-03-30	中性	15.42	13
2025-04-27	中性	13.70	12
2025-09-08	中性	14.75	14
2026-04-22	中性	12.20	12
2026-08-23	中性	10.75	10

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31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：徐文韬: MiniMax (0100.HK), 智谱 - H (2513.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。

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。

