

中国互联网

2025年四季度业绩期后：行业重估；腾讯为我们的首选标的

自腾讯发布 2025 年第四季度业绩以来的六周时间内，中国互联网板块的定价逻辑已切换，不再是此前推动板块上涨行情至 1 月下旬的 AI 叙事。当前，盈利预测调整主导股价走势，市场对 AI 相关资本开支的态度已从奖励转为惩罚，买方共识也已收敛至“真实估值倍数+盈利下限+有明确时间表的催化剂”的仓位配置框架。在此背景下，我们更新行业观点，将腾讯列为我们的行业首选标的。我们的行业最佳股选股顺序为：腾讯、京东、携程、百度、阿里巴巴、哔哩哔哩。

- 我们对所覆盖的标的统一采用四大筛选标准：当前估值倍数是否对应真实盈利下限；已披露的 AI 投入是否为自有资金、不会稀释股权；市场一致盈利预期是否偏低；未来 3-6 个月是否存在有明确时间表的催化剂。腾讯是唯一满足全部四项标准的标的。京东和携程在不同维度上满足三项。阿里、美团和拼多多满足的标准较少，具体原因将在正文详细阐述。
- 腾讯的投资逻辑基于四个支柱，而我们认为市场的定价存在偏差：盈利下限是真实的：25 财年自由现金流达 1,826 亿元，足以支撑当前的 AI 投资框架，而我们对其 2026 年约 8% 的每股收益增速预测已考虑了高投入因素。AI 变现路径比市场共识所认为的更为聚焦且执行进度更加靠前，已披露的 2025 年 180 亿元及 2026 年“翻倍以上”的支出框架均针对新增 AI 产品，而非公司整体基建投入，且广告和游戏业务已实现商业化变现。游戏与版号护城河被低估，在中国市场上，稀缺资产是游戏版号而非模型质量。最后，微信具备长期期权价值，在当前估值中几乎未被体现。
- 当前时点配置逻辑：市场一致预期已调整为“14 倍 PE 是真实底、盈利下限完好、等待催化剂”。市场持仓已充分出清。4 月事件密集：混元 3.0 版本发布，是对国内 AI 实力的首次真正考验，也是投资者明确类比的“Gemini 3 时刻”；《王者荣耀世界》在低预期环境下发布。全年云业务变现有望加速，2026 年下半年第二个模型或 AI 应用的发布将提供进一步催化剂。
- 该投资逻辑并非没有风险。混元 3.0 的市场反馈着实两极分化。AI 投入可能超出当前规划。核心广告或游戏业务疲软，将动摇整个投资逻辑所依赖的盈利下限。字节跳动作为投资者无法直接持股的非上市 AI 龙头，或对上市公司估值倍数形成结构性压制。我们认为上述风险已反映在股价中，但上行空间尚未被定价。

自 2025 年第四季度业绩期以来的六周时间内，中国互联网板块的定价逻辑已切换，不再是此前推动板块上涨行情至 2026 年 1 月的 AI 叙事。当前，盈利预测调整主导股价走势，市场对 AI 相关资本开支的态度已从奖励转为惩罚

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 7 页。

中国证券研究主管及亚洲 TMT 研究联席主管

证券分析师: 姚橙 AC

(86 21) 6106 6505

alex.yao@jpmorgan.com

登记编号: S1730523020001

证券分析师: 陈祺

(86-21) 6106 6205

daniel.q.chen@jpmorgan.com

登记编号: S1730521040001

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

，买方共识也已收敛至“真实估值倍数+盈利下限+有明确时间表的催化剂”的仓位配置框架。在此背景下，我们更新行业观点，将腾讯（0700 HK）列为我们的行业首选标的。

我们的判断基于对所覆盖标的统一采用的四大筛选标准：当前估值倍数是否对应真实盈利下限；AI投入是否为自有资金、不会稀释股权；市场一致盈利预期是否偏低；未来3-6个月是否存在有明确时间表的催化剂。腾讯是唯一满足全部四项标准的标的。当前赔率具备不对称性：在管理层保持财务灵活性的情况下，下行空间在2026年预期市盈率14倍附近看起来有限；而上行空间则取决于4月及以后的催化剂兑现，而非多季度的叙事构建。

我们对京东和携程维持更具选择性的乐观配置观点，对美团维持“中性”评级，并认为拼多多在近期估值重置后风险回报比平衡。本报告聚焦行业逻辑重构及腾讯的相对投资价值。

图 1：本年迄今板块股价表现摘要

公司名称	股票代码	市值(百万美元)	股价	股票回报率	较MSCI中国指数的相对回报率	26年预期市盈率变动	26日历年每股收益预测调整	26日历年收入预测调整
腾讯	700 HK	604,830	519	-16%	-13%	-12%	-4%	0%
阿里巴巴	BABA US	323,208	135	-7%	-4%	25%	-2%	-1%
拼多多	PDD US	140,531	99	-12%	-9%	-8%	-4%	0%
网易	NTES US	73,260	115	-18%	-15%	-15%	-3%	-2%
美团	3690 HK	68,165	86	-18%	-16%	-183%	-19%	-2%
智谱	2513 HK	54,089	950	749%	751%	1043%	-2%	77%
百度	BIDU US	42,018	123	-6%	-3%	3%	-8%	-3%
京东	JD US	41,685	31	7%	9%	21%	-12%	0%
MiniMax	100 HK	35,987	899	462%	465%	315%	36%	9%
携程	TCOM US	35,719	55	-25%	-22%	-20%	-7%	1%
快手	1024 HK	25,747	46	-29%	-26%	-2%	-2%	-4%
贝壳	BEKE US	18,841	16	1%	4%	11%	-9%	-9%
滴滴	DIDIY US	17,715	4	-25%	-23%	688%	-9%	0%
腾讯音乐	TME US	15,141	10	-45%	-43%	-43%	-4%	-2%
哔哩哔哩	BILI US	9,933	23	-7%	-5%	6%	-12%	1%
阿里健康	241 HK	9,750	4.7	-9%	-6%	-9%	0%	0%
唯品会	VIPS US	7,079	14.7	-17%	-15%	-17%	0%	-2%
看准	BZ US	6,682	14	-33%	-30%	-31%	-4%	-1%
金山云	KC US	5,253	17.6	67%	69%	46%	14%	9%
金山软件	3888 HK	4,327	24.5	-14%	-11%	1%	-1%	-4%
心动公司	2400 HK	4,062	65	-2%	0%	-3%	1%	-6%
平安好医生	1833 HK	3,381	12.3	-15%	-12%	-22%	9%	-1%
欢聚	JOYY US	3,091	60.6	-9%	-6%	-6%	-3%	2%
文远知行	WRD US	2,716	8	-7%	-5%	261%	-7%	-14%
大麦娱乐	1060 HK	2,335	0.6	-37%	-34%	-37%	0%	-1%
汽车之家	ATHM US	2,154	18.7	-16%	-13%	-3%	-14%	-13%
微博	WB US	2,113	9	-16%	-14%	-11%	-6%	6%
爱奇艺	IQ US	1,274	1.3	-35%	-32%	171%	-7%	-6%
挚文集团	MOMO US	1,207	6.3	-4%	-1%	-3%	-1%	-1%
猫眼娱乐	1896 HK	893	6.0	-15%	-12%	9%	-2%	-10%
虎牙	HUYA US	682	3	11%	14%	4%	7%	3%
叮咚买菜	DDL US	631	2.7	6%	9%	-1%	7%	1%
中概互联网指数	KWEB US EQUITY	6,605	29.4	-14%	-12%			
MSC中国指数	MXCN INDEX	12,457,231	81.9	-3%	0%	-11%	10%	9%
均值				27%	30%	68%	-1%	1%

资料来源：Bloomberg Finance L.P（截至2026年4月23日）

2025年四季度业绩期以来的变化

2026年3月18日腾讯率先开启2025年四季度业绩期，本期业绩未出现大幅绝对盈利意外，但重构了市场对中国互联网板块的定价框架。我们认为，有六点变化值得关注。

市场风格反转。直至 2026 年 1 月下旬，阿里巴巴和百度在基本面疲弱的情况下仍因 AI 叙事而上涨。之后，获利了结和全球风险偏好下降使得市场重新锚定短期盈利和自由现金流。绝大多数中国互联网公司在 4 季报发布前后均遭盈利预测下调。阿里巴巴提出的云业务五年收入突破千亿美元的目标（对应约 47% 的年复合增长率）并未对股价形成支撑。目前，长期叙事主张获得的估值倍数显著低于 2025 年四季度水平。

市场对 AI 资本开支的态度已从奖励变为惩罚。美国软件股参照系估值重估，IGV 疲软以及对颠覆核心业务的担忧，已滞后传导至中国市场。对 AI 投入的线性外推（腾讯今年 360-400 亿元（据公司数据）、阿里快速扩张“所有其他业务”）引发市场对投资回报率的焦虑，而市场正将这种焦虑转化为估值倍数压缩，而非倍数扩张。市场验证标准已从“证明 AI 变现是可能的”转变为“证明在既有投入框架内 AI 可变现”。

监管周期重启但边界清晰。国家市场监管总局关于幽灵厨房的裁决于 4 月 18 日落地，行业合计罚款 359.7 亿元。拼多多 15 亿元罚款在财务上无足轻重，但由于国内媒体异常生动的报道，颇具信号意义。另一起由国务院相关办公室牵头的外卖补贴行为调查仍在进行中。携程的反垄断调查于 1 月初启动，参照过往 4-6 个月的先例，应于 2026 年 5 月至 7 月间了结。我们认为，这些属于既定监管框架内的风险出清事件，而非 2021 年式的系统性重置。但与未决案件相关的股票，在落地前仍将表现为“死钱”。

外卖补贴力度边际放缓。阿里 2027-29 财年的减亏路线图（从约 850-900 亿元的基础上每年同比减亏约一半）现已成为市场共识并基本被定价。市场关注的边际定价问题，已从外卖业务转向阿里“所有其他”业务下的 AI 投入，而该支出节奏已从 9 月季度的约 30 亿元加速至 3 月季度的 200 亿元。虽然规模相对于外卖亏损仍然较小，但加速趋势和不透明性才是关键。

买方持仓逻辑重构。4 月末机构交流共识已收敛为：腾讯“14 倍 PE 是真实底、盈利下限完好，需要模型质量或游戏催化剂”；京东“外卖业务拥有最大的超预期潜力”；携程“若短期盈利前景不受投资挤压，11-12 倍的估值具有吸引力”；阿里则是估值倍数而非每股收益叙事。多数公司的预期已出清。在出现明确时间表的催化事件前投资者不愿加仓，但认可真实盈利下限的配置价值。

非上市企业压制效应加剧。买方机构现将字节跳动视为中国版的 Anthropic：字节跳动作为投资者无法直接持股的 AI 领域最强竞争者，会对上市企业估值形成结构性压制。我们认为，此为相对仓位风险，而非业务替代风险，二者不应混为一谈。

行业筛选框架更新

当前市场环境下，我们采用四大筛选标准对标的进行排序，每项标准均对应 2026 年市场特征的一个方面，而非对任何单一企业的看法。

标准一：当前估值倍数是否为真实底部？低倍数只在盈利下行空间有限时才有意义。我们通过三个维度来检验：管理层对盈利走势的表态、我们对 2026 年每股收益的预测区间、自由现金流对已披露投资计划的支撑能力。腾讯和携程均满足该标准。美团未完全达标，主因常态化的外卖业务单位经济效益仍然波动较大（悲观情景下每单约 0.2-0.3 元，乐观情景下每单 1.0-1.1 元），主要取决于阿里的战略姿态而非政策。

基于腾讯 180 亿元的 2025 年 AI 投资（管理层在 2025 年 4 季度业绩电话会议上披露），我们基本反映出 2026 年的 AI 投资增量；我们估算即使 600 亿元的 AI 投资（是 2025 年水平的三倍）意味着一致盈利预期有 6% 的下行空间。在我们看来，这给进一步下调盈利预测留下的空间可



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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

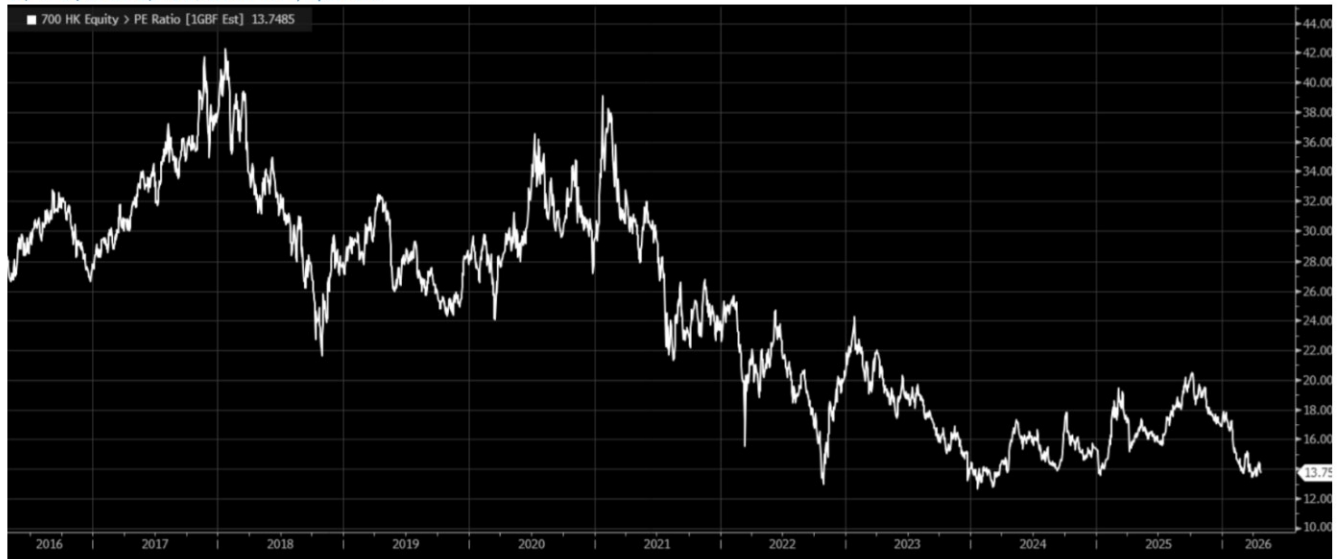
J.P.Morgan
摩根大通

表 1: 腾讯 AI 新产品投资分析和每股收益敏感性

腾讯 2026 年 AI 新产品投资(摩根大通预测, 10 亿元)	0	15	30	45	60	75
相对于 2025 年 AI 投资变幅	-100%	-17%	67%	150%	233%	317%
腾讯 2026 年调整后净利润(10 亿元, 摩根大通预测)	315	302	290	277	264	251
相对于市场一致预期的差幅	12%	8%	3%	-1%	-6%	-10%

资料来源：摩根大通估算、Bloomberg Finance L.P. (截至 2026 年 4 月 23 日)

图 2: 腾讯当前股价接近 10 年最低点



资料来源：Bloomberg Finance L.P. (截至 2026 年 4 月 23 日)

标准二：AI 支出是自筹资金还是有稀释作用？我们关注三项证据：已披露支出数据的明确范围（新产品还是整体基础设施）、现有业务中 AI 相关收入贡献的可见度以及可靠的变现次序。我们认为腾讯 2025 年的 180 亿元 AI 新产品投资和 2026 年 360-400 亿元的大致规模（据公司披露）指向 AI 新产品投资，而非整个公司的 AI 基础设施，广告和游戏业务已经受益，随后将是云业务。阿里巴巴尚未在“所有其他”项目中画出同样的范围，我们认为这是阿里巴巴的估值倍数跟不上底层运营改进的主要原因。

标准三：是否存在超出市场一致预期的盈利上行空间？我们要看的是一致预期和我们的预测值之间的差距，而且具体财报能够缩小这样的差距。由于外卖和新业务季度亏损明显环比改善，京东在此项筛选中排名最高，同时市场一致预期看来假设新业务年度亏损同比基本持平。明年美团的盈利大幅改善已经包含在市场一致预期中，因此也已得到体现。

标准四：未来 3-6 个月是否有日期明确的催化剂？我们寻找的是可在具体时间重启叙事的二元事件。腾讯 4 月份的安排，即推出混元 3.0 和《王者荣耀世界》上线，是同业中最密集的。5-7 月携程的潜在反垄断解决方案可能是风险出清事件。京东的 2026 年 1 季度业绩是其主要盈利催化剂。阿里巴巴的下一个拐点取决于“所有其他”业务的表现，这并非单日期事件。

综合这些筛选条件，腾讯是唯一符合全部四项标准的公司。京东满足三项（下限、盈利超过市场一致预期、催化剂）。携程满足三项（下限、风险出清、短期盈利风险可控）。百度满足三项（下限、用自有资金进行 AI 投资、催化剂）。阿里巴巴满足一项。美团满足一项（催化剂，源于外卖补贴力度减弱，但已得到体现）。这个排名是我们的首选股建议的支柱。

腾讯为何排在首位

主题

基于彭博一致预期，腾讯当前股价对应的 2026 年预期市盈率约为 14 倍，形成了可靠的盈利下限并在自筹资金的依次 AI 变现方面带来不对称的期权价值。下行空间受基本面限制；上行潜力则由催化剂而非叙事保障。我们认为，这是行业中最干净的结构。

支柱一：确实存在盈利下限。2025 财年实现收入 7,518 亿元，非 IFRS 净利润 2,670 亿元，自由现金流 1,826 亿元。我们预计 2026 年每股收益增幅约为 8%，已包含 AI 投资的增长。管理层对 2026 年的描述是特意让收入增长超过盈利增长的一年，但并不是因为成本纪律恶化。这样的表述与盈利的持续增长相匹配，即使其增幅不大，而且在我们看来是该下限的基础。

支柱二：AI 支出是自筹资金，无稀释作用。已披露的 2025 年支出 180 亿元和 2026 年 360-400 亿元的大致规模指向 AI 新产品，而非腾讯整个公司的 AI 基础设施。因此在我们看来，未来几年 700 亿元或 1,000 亿元的线性外推结果给研判提供的范围有误。更重要的是，其业务已在变现而且现在可供投资者研判：广告方面，AI 正在改善目标定位和点击率；游戏方面，除了有版号的安装基数大，AI 还在加快皮肤、资产和可变现内容的制作速度。随着 GPU 算力的扩大，云将成为下一个层级。Token 变现和微信智能体变现仍集中在后半段，但带有最大的长期期权价值。

支柱三：在我们看来，游戏和版号护城河被低估。在中国，稀缺资产仍是游戏版号，而非模型质量。腾讯在 AI 赋能游戏方面的优势是其跨越制作和实时运营堆栈的编排，并且部署在市场中最大的有版号安装基数上。在没有同样获得版号和推广的情况下，前沿模型竞争对手无法复制这条护城河。《王者荣耀世界》上线后成为这条护城河的一部分。

支柱四：微信带有长期期权价值，而市场并未接受。管理层已将核心消费 IA 机遇界定为改善任务完成情况和深化微信内交易行为、支付、小店、商业和相关广告，而不是单独的 token 销售。这与姚顺宇的公开表述一致，即腾讯的消费 AI 优势正在拉长用户上下文，而不是单纯的模型扩展。我们未在 2026 年预测中研判这一支柱，但我们注意到当前估值倍数几乎未赋予其价值。因此，在我们看来谷歌的估值上调机制（模型质量改善、推广界面、token 变现、多重扩张路径）为股价打开了潜在上行空间。

为什么是现在？

市场一致预期正在向“估值确实是 14 倍，盈利下限不变，需要催化剂”收敛。定位已被排除在外。4 月份催化剂日历已经确定：推出混元 3.0 是对国内 AI 可靠性的首次真正检验，这是在模拟买方显然偏爱的“Gemini 3 时刻”，同时《王者荣耀世界》上线时的期望值较低。随着 GPU 算力扩大，云变现速度应加快，而 2026 年晚些时候发布第二个重大模型或 AI 应用可能带来第二次机会。在我们看来，谷歌的估值因 Gemini 3 和产品整合从十五倍上下升至接近三十倍是最重要的模板。我们并不是在说腾讯将遵循同样的路径，但我们看到其机制相同，即可靠的模型拐点叠加推广界面。

差异感知

市场将腾讯体现为 AI 成本负担故事。我们认为这是逆向因果关系，具体原因有二。首先，已披露的支出范围较窄，并非全面覆盖。其次，字节跳动的不利影响是相对定位问题，而不是脱媒顾虑，如果腾讯解决了模型质量“足够好”的问题，微信推广就可负责落地转化。

估值

我们为腾讯锚定的下限是 12 倍 2026 年预期市盈率。我们设定的基准情景是 16 - 18 倍，基于催化剂的兑现和叙事的部分修复。乐观情景达到 21 倍，这既需要混元出现可靠拐点，还需要明确披露 AI 相关收入。在当前市场环境下，我们认为 21 倍是乐观情景，而非基准情景。

行业面临的风险和我们的首选股

行业风险。可能造成行业解析失效的情况有三种。在当前案例之外的监管再次升级，特别是任何改变平台抽佣率经济实质，而不仅仅是其形式的监管决定都可能重置多家公司的盈利下限逻辑。阿里巴巴改变战略姿态再次触发外卖补贴大战可能扩大美团、阿里巴巴和京东的正常化盈利范围，并打破叙事中设定的“外卖补贴力度减弱”条件。即便在基本面达到预期的情况下，全球避险情绪加重的阶段或中国持续缺乏资金流入也可能制约倍数扩张；4 月底和对手方的几次交流明确显示约束性限制因素是资金流入，而非基本面。

腾讯特有的风险。我们的首选股建议面临四大风险。对混元 3.0 的接受情况是真正的二元因素：市场做出“依然落后”论断可能重新开启能力是否落后的争论并延长叙事修复的时间。AI 支出超过当前 360-400 亿元的范围可能再次触发资本支出惩罚机制，尤其是在披露之后没有相应收入证据的情况下。核心广告或游戏表现疲软，无论是受消费驱动还是源于短视频市场份额的变化，都可能拉低作为所有设定基础的盈利下限。字节跳动推出消费级智能体产品可能不会让腾讯脱媒，但可能压低市场愿意接受的相对倍数。

哪些因素可能改变我们的看法

下列任一情况都可能让我们重新评估我们的首选股建议。

就腾讯来说，对混元 3.0 的接受程度为褒贬不一到负面，叠加 2026 年一季报表明广告增速降至中两位数，可能共同显著削弱这一主题。相反，混元 3.0 推出后被判定为 GLM 5.1 级别，在 2026 年一季报中明确披露 AI 相关收入以及《王者荣耀世界》在上线当月跻身流水前三名可能使我们从 14 倍下限转向 21 倍乐观情景的时间早于我们的基准情景预期。

行业解析方面，如果两家或更多公司披露的 2026 年 1 季度核心盈利，而不仅仅是非经常性项目低于市场一致预期，我们就可能重新审视“盈利下限加催化剂”模式。这种情况可能意味着该机制已从资本支出惩罚进一步转向直接的盈利质量焦虑，并可能收紧我们采用的筛选条件。

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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

J.P.Morgan
摩根大通

本报告中讨论的公司（除非另有说明，本报告中的所有价格均为截至 2026 年 04 月 22 日的收盘价）

京东(JD/30.61 美元/增持), 哔哩哔哩(BILI/22.77 美元/增持), 拼多多(PDD/100.05 美元/中性), 携程(TCOM/53.95 美元/增持), 携程 - H(9961.HK/422.80 港元/增持), 百度(BIDU/123.29 美元/增持), 美团(3690.HK/83.10 港元[2026 年 04 月 23 日]/中性), 腾讯控股(0700.HK/504.00 港元/增持), 阿里巴巴(BABA/136.42 美元/增持)

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

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

重要披露

公司特定披露：摩根大通正在并寻求与其研究报告所覆盖的公司开展业务。因此，投资者应注意公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。投资者仅应将本报告视为作出投资决定时的一个因素。重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格（如适用），可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司及某些未覆盖公司，可访问

<https://jpmcsc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures>，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：

摩根大通使用以下评级体系：增持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将超过研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）；中性（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将与研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致）；和减持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将不及研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）。无评级（NR）：在此，由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。覆盖范围内的部分股票有评级，但没有目标价；在这些情况下，我们预计这些股票的表现将优于/持平于/不及研究分析师或研究分析师团队在该地区相应期间的研究覆盖范围内股票的平均总回报率。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应研究分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关研究分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmcsc.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), 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), 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), 文远知行 - ADR (WRD), 微博公司 (WB), 微博 - H (9898.HK)

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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

J.P.Morgan
摩根大通

摩根大通股票研究之评级分布, 截至 2026 年 04 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*	51%	37%	12%
投资银行客户**	83%	79%	74%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	49%	39%	13%
投资银行客户**	94%	93%	85%

*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://jpmc.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://jpmc.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://jpmc.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任何数字资产或加密资产都受到快速变化的监管环境的影响。有关加密资产 (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

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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

J.P.Morgan
摩根大通

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](https://www.jpmorgan.com/au/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。

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

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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

J.P.Morgan
摩根大通

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- U67120MH1992FTC068724)，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.jpimipl.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: Prasanna Bandal;

prasanna.bandal@jpmchase.com; +912261575159. 申诉专员: Ramprasadh K; jpimipl.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.jpimipl.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. 和 J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican 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) 057/08/2025，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，为避免疑问，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，其注册地址为 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok, 邮编 10500。

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 JPMMML 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，而无需另行通知。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/disclosure](https://www.msci.com/disclosure)

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 04 月 04 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。

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

中国 证券研究
2026 年 4 月 23 日

J.P.Morgan
摩 根 大 通