

中国股票策略

密切关注市场动向：习特会、输入性通胀争议及房地产复苏

继我们最新的中国股票策略更新后，与客户的交谈集中在两个核心问题上：如何布局即将举行的习特会，以及滞后板块（消费、房地产）是否提供了显著赶超空间。(1)我们认为即将到来的习特会（若举行）将是 MSCI 中国指数和沪深 300 指数的一个关键短期催化剂，市场估值将反映地缘政治局势逐步缓和及美国关税下降预期。此次会晤带来的主题层面的上行空间集中在稀土潜在供应保障（图 8）。美国商品采购增加（如大豆、蛋白质、飞机和芯片）主要是消息面风险，自主可控国产芯片股（包括天数智芯）仍具有韧性。(2)宏观复苏方面，我们看好有望受益于年轻一代身心健康需求的特定消费股，以及专注于一线 CBD 的优质开发商（战术性反弹），因为广泛性的再通胀可能会拖累居民资产负债表修复。(3)随着 A 股流动性改善，我们继续优先考虑能源安全、人工智能和机器人等长期结构性主题，以及部分消费板块赢家，同时对易受滞胀和关税风险影响的出口导向型个股维持谨慎态度。我们在中国市场的首选股包括比亚迪-H、北方华创、MiniMax、智谱、天数智芯、中国银行-H、信达生物和中海油-H。

- 我们与之交谈的客户提及最多的问题是，如何布局可能将于 5 月 14 日-15 日举行的习特会（据白宫消息）。似乎大多数投资者都认为此次会晤将举行，尽管中国政府对此尚未正式确认。若举行，我们认为这将是中国股市指数点位的一个正面催化剂。从历史上看，中国股市倾向于在习特会之前走强并在会后走弱：平均而言，MSCI 中国指数和沪深 300 指数将在未来一个月内上涨 3-4%，反映出会前风险偏好回升，买盘进入；会后表现小幅走弱，会后一个月内平均下跌 1-2%。市场似乎倾向于在会前将态势逐步缓和及政策进展计入估值，然后在会后转而关注实施风险及再度出现的消息面波动。
- 据《The Star》报道，美国贸易代表贾米森·格里尔 (Jamieson Greer) 对可能举行的习特会持严密而谨慎的态度：美国的目标是优先减少双边贸易逆差，取得中国永久性的稀土供应保障，并在维持现有关税的同时解决美国企业窄而具体的投资壁垒。在这种情况下，我们认为中国稀土公司将继续获得全球性需求支撑。在图 8 中，我们按自由流通市值筛选出中国稀土概念股。与此同时，客户想知道增加对美国大豆、蛋白质（猪肉/牛肉/家禽）、波音飞机及芯片的采购对股票有何影响。我们认为这主要是消息面风险，中国酱油生产商可能会受益于大豆的边际价格下降，而国内生猪行业（美国猪肉价格高于中国）、中国商飞供应链（低基数基础上的既定目标增长）及国内半导体公司（自主可控是“十五五”的一项主要目标）基本不受影响。我们重申对国内半导体设计公司的正面看法，将天数智芯纳入我们的中国市场首选股。

中国股票策略

证券分析师: 张晓宁 AC

(86-21) 6106 6328

erin.zhang@jpmorgan.com

登记编号: S1730521090002

中国研究主管

证券分析师: 姚橙

(86 21) 6106 6505

alex.yao@jpmorgan.com

登记编号: S1730523020001

摩根大通证券（中国）有限公司

- **客户也在持续提出疑问**，若中国沿着日本疫情后输入性通胀引发再通胀的轨迹，**中国消费股**（包括白酒、啤酒及纺织/服装等传统行业）**是否可能出现广泛性反弹**。虽然供应端价格压力必然是日本走出通缩的原因之一，但我们强调，政府对居民进行大规模补贴（[新闻链接](#)）是推动工资-物价螺旋式上升的重要补充因素，而中国迄今为止缺乏这一要素。目前，中国尚未实施大规模的消费刺激计划，居民部门仍处于资产负债表修复阶段：负债收入比大致回到 2020 年水平（图 7），而房地产价格已回落至 2015-2016 年水平（图 6），消费者信心较 2025 年低位仅略有改善，但仍远低于 2021 年峰值。摩根大通大中华区经济研究团队认为，只要国家发改委的调控机制限制燃油零售价调整，即便 PPI 上涨，CPI 涨幅仍将保持稳定。因此，我们建议关注具备特有供给侧驱动因素、能够在整体市场环境中实现独立表现的个股。摩根大通在消费领域的首选股是[安踏](#)、[固生堂](#)、[华住](#)和[亚朵](#)。
- 随着上周发布的 2026 年 3 月全国房地产市场数据改善，客户对国内房地产板块的兴趣显著回升，但我们认同摩根大通大中华区经济研究团队的观点，即尽管核心城市“小阳春”令人鼓舞，但楼市触底可能还需要一线城市以外地区成交量、价格及库存持续数月的全面改善，且我们认为 4 月政治局会议上，楼市政策掉头的可能性很低。我们在 3-6 个月时间窗口内低配房地产板块作为资金池。对于战术性反弹交易，我们重申 [2026 年展望](#) 的立场，重点关注资产负债表稳健、现金流状况强劲、土地储备扎实及核心城市 CBD 区域布局良好的房地产开发商，摩根大通首选股为中国海外发展及中国金茂。
- 我们维持 2026 年底 MSCI 中国指数/沪深 300 指数在基准情景下的目标点位为 100/5,200，悲观情景下的目标点位为 80/4,000。我们注意到，过去两周的流动性有所改善，A 股市场的换手率从 4 月 7 日 3.2% 的中期低点回升至 4 月 20 日的 4.8%，EPFR 的股票晴雨表数据显示，4 月 10 日/17 日结束当周的资金净流入分别为 9 亿美元/2 亿美元，而 3 月 9 日至 4 月 3 日期间的每周平均资金净流入为负 4 亿美元。在盈利方面，IBES/万得市场预期预期是：MSCI 中国指数/沪深 300 指数成分股 2026 年每股收益分别同比增长 13%/23%。我们继续看好与能源相关的能源安全（新能源汽车、储能系统、电力设备和电解铝）、人工智能和机器人等长期结构性增长主题。对于消费领域，我们采用精挑细选策略，重点关注年轻一代对身心健康日益增长的需求；（3）我们对除能源安全/除人工智能类型的出口商持相对谨慎态度，这些出口商可能面临全球滞涨和/或美国正在进行的关税相关调查的风险。这符合摩根大通亚洲股票策略的核心观点：高配地区性能源板块，均衡配置优质成长型股，而中国是该领域最被看好的市场。我们的中国市场首选股是比亚迪 H 股、天数智芯、北方华创、智谱、中国银行 H 股、信达生物和中海油 H 股。（《[地缘不确定性和能源价格波动背景下的主题定位](#)》）。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日



图 1：摩根大通中国股票策略首选股

股票代码	公司名称	GICS 行业	分析师	摩根大通 评级	流通市值 (10 亿美元)	3 个 月日 均成 交额 (百万 美元)	当前 股价 (港币)	目标价(港币)	相对于 目标价 的上行/ 下行空 间(%)	12 个月 动态 市盈 率(x)	长期 ROA (%)	长期 ROE (%)	14 天 相对 强弱 指数
1211.HK	比亚迪	可选消费	赖以哲	增持	52.3	399.9	111.4	120.0	7.7	19.1	4.1	15.0	56.7
0883.HK	中海油	能源	王瑞华	增持	51.8	550.6	27.0	33.0	22.3	7.3	11.3	15.7	37.2
3988.HK	中国银行	金融	李丽丽	增持	54.6	130.1	5.1	5.5	7.6	5.9	NULL	NULL	84.4
1801.HK	信达生物	医疗保健	黄旻	增持	19.0	124.9	91.5	111.0	21.3	55.3	2.8	5.0	64.3
002371.SZ	北方华创	信息技术	冯今天	增持	27.3	521.5	469.9	610.0	29.8	32.9	NULL	NULL	55.8
2513.HK	智谱	信息技术	徐文韬	增持	9.9	199.4	891.0	950.0	6.6	NULL	NULL	NULL	57.7
0100.HK	Minimax	信息技术	徐文韬	增持	4.4	202.1	859.0	1,100.0	28.1	NULL	NULL	NULL	35.2
9903.HK	天数智芯	信息技术	冯今天	增持	2.0	38.0	415.0	620.0	49.4	NULL	NULL	NULL	70.0

资料来源：LSEG Workspace、摩根大通估算（截至 2026 年 4 月 17 日）；当前股价截至 2026 年 4 月 17 日。

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

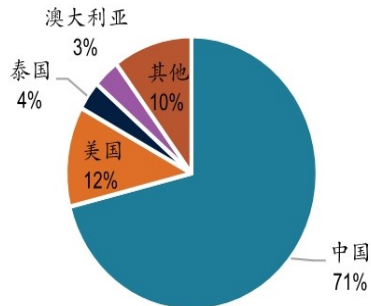
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

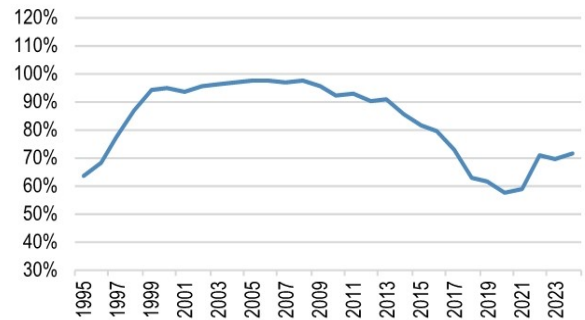
主要图表

图 2：2024 年全球稀土供应构成



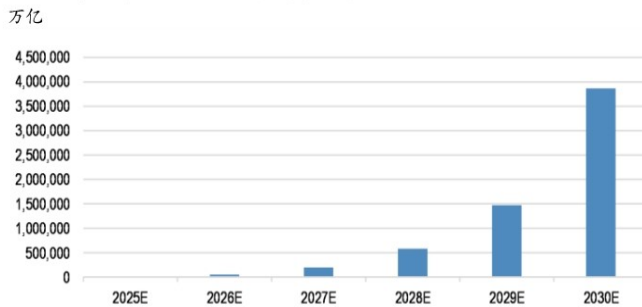
资料来源：万得（截至 2026 年 4 月 20 日）。

图 3：中国稀土供应全球占比



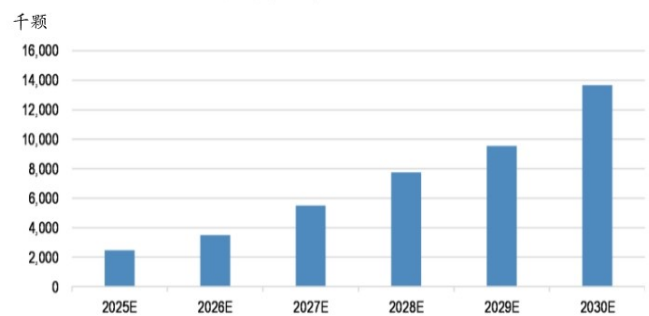
资料来源：万得（截至 2026 年 4 月 20 日）。

图 4：中国推理 token 需求（年度）



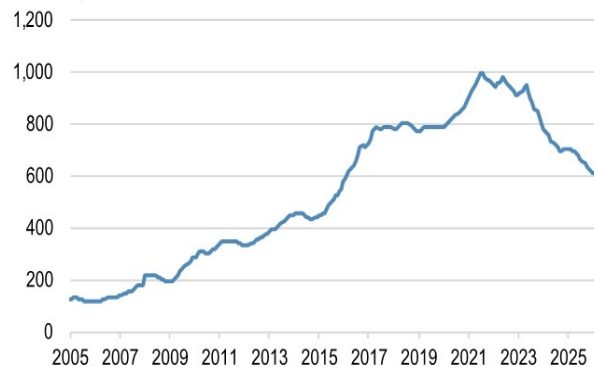
资料来源：国家数据局（2026 年 3 月 24 日），[摩根大通估算](#)

图 5：AI 芯片增量需求（年度）



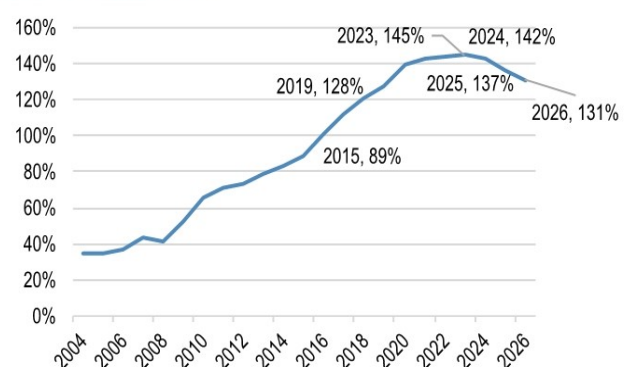
资料来源：[摩根大通估算](#)。

图 6：中原地产领先指数：一线城市平均值



资料来源：万得（截至 2026 年 4 月 20 日）。

图 7：居民债务收入比



资料来源：万得（截至 2026 年 4 月 20 日）、[摩根大通估算](#)（2026 年数字为估算值）。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

可能举行的习特会的主题定位

习特会的交易模式是什么？

从历史上看，中国股市往往会在习特会前走强，随后会走弱：平均而言，在峰会前一个月，MSCI 中国指数和沪深 300 指数上涨 3-4%，表明在事件前风险偏好上升。峰会后，表现略为疲软。MSCI 中国指数和沪深 300 指数在随后一个月平均下跌 1-2%，而板块回报率也偏向负面。市场似乎倾向于在峰会前在股价中体现紧张局势逐步降级和政策取得进展，然后在事件过后将重点转向实施风险和重新引发的整体波动。关于特朗普 5 月 14 日访华，我们预计会出现一次支持性的战术性行情，但在追涨时会随着事件的临近而保持谨慎。

表 1：市场表现：习特会前 30 天

单位：%	17 年 3 月	17 年 10 月	18 年 11 月	19 年 5 月	19 年 11 月	25 年 9 月	平均
	17 年 4 月	17 年 11 月	18 年 12 月	19 年 6 月	19 年 12 月	25 年 10 月	
MSCI 中国指数	4	3	7	6	8	(1)	4
恒生指数	3	2	6	4	6	(1)	3
恒生中国企业指数	1	1	5	4	5	(1)	3
沪深 300	2	6	1	4	4	2	3
沪深 500	1	(1)	2	(0)	8	0	2
沪深 1000	(1)	(3)	6	(1)	8	(0)	1
MSCI 中国行业指数							
可选消费品	6	(3)	(3)	11	8	(4)	2
通信服务	2	2	6	7	11	(3)	4
金融	(0)	2	3	5	5	5	3
信息技术	5	6	6	4	13	(10)	4
工业	2	(0)	5	4	6	(0)	3
必需消费品	(3)	4	0	5	1	(5)	0
医疗保健	5	6	2	(2)	(2)	(11)	(0)
房地产	9	(4)	6	8	13	(10)	4
材料	(1)	(4)	2	6	12	5	3
公用事业	2	2	8	6	1	5	4
能源	4	5	(1)	(0)	3	9	3

资料来源：摩根大通。注：过往业绩并非未来业绩指引。

表 2：市场表现：习特会后 30 天

单位：%	17 年 4 月	17 年 11 月	18 年 12 月	19 年 6 月	19 年 12 月	25 年 10 月	平均
	17 年 5 月	17 年 12 月	18 年 12 月	19 年 7 月	20 年 1 月	25 年 11 月	
MSCI 中国指数	0	(3)	(6)	1	7	(5)	(1)
恒生指数	0	(1)	(2)	(1)	5	(2)	(0)
恒生中国企业指数	(4)	(3)	(5)	(0)	5	(3)	(2)
沪深 300	(3)	(1)	(5)	1	4	(5)	(2)
沪深 500	(7)	(5)	(5)	(2)	7	(6)	(3)
沪深 1000	(10)	(7)	(5)	(3)	8	(3)	(3)
MSCI 中国行业指数							
可选消费品	4	(4)	(11)	4	8	(8)	(1)
通信服务	(2)	(5)	(3)	1	8	(6)	(1)
金融	(2)	(2)	(4)	(1)	1	1	(1)
信息技术	6	(1)	(10)	4	9	(9)	(0)
工业	(4)	(5)	(4)	(2)	4	(2)	(2)
必需消费品	(5)	(2)	(2)	2	4	0	(0)
医疗保健	(1)	0	(20)	6	6	3	(1)
房地产	(6)	(4)	(1)	(2)	4	2	(1)
材料	(9)	(2)	(6)	(3)	8	(2)	(3)
公用事业	(5)	(6)	(2)	2	2	(0)	(2)
能源	(7)	(5)	(10)	(2)	6	2	(3)

资料来源：摩根大通。注：过往业绩并非未来业绩指引。

中美贸易休战一年要点

2025 年 10 月底，中美达成釜山协议，为期一年的贸易休战于 2025 年 11 月 10 日生效。根据[协议](#)，中国同意取消某些稀土出口限制，切断芬太尼前体化学品流入美国，并购买美国大豆等。与此同时，美国取消了对中国商品的部分关税，延长某些 301 条款关税豁免，并暂停根据 301 条款对海事、物流和造船行业的调查。

继 2 月份美国最高法院根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）裁定关税违宪后，美国根据 122 条款征收 10% 的全球关税（根据摩根大通大中华区经济研究团队的估算，美国目前对中国的有效关税税率约为 22%）。尽管如此，[美国贸易代表（美国贸易代表）已经针对 16 个贸易伙伴发起了一项新的第 301 条款贸易调查](#)，涉及结构性产能过剩和生产。[美国国际贸易委员会还于 2026 年 2 月 26 日发起对中国在生物技术领域的国家支持和定价做法进行新的第 332 条款调查](#)。后续的公众意见收集、听证会和最终报告可能会给中国出口商带来整体风险，尤其是在半导体、造船、可再生能源、运输设备、材料、工业机器人和生物技术等目标行业的公司。

习特会最新消息

据[《明星报》\(The Star\)](#)报道，根据白宫的消息，潜在 2026 年美中领导人峰会于 5 月 14 日至 15 日在北京举行之前，美国贸易代表贾米森·格里尔 (Jamieson Greer) 采取了一种谨慎且严密的做法：他排除了在峰会前亲自前往北京的可能性，而是选择线上工作层面会谈，并确认他将参加特朗普总统的峰会。筹备会谈已经开始，包括格里尔与中国商务部部长王文涛在世贸组织部长级会议上的会晤，以及以何立峰副总理为首的代表团与美国财政部长斯科特·贝森特的讨论。

据报道，谈判人员已就成立监督对等商品采购的“受管控贸易”系统的“贸易委员会”达成框架协议。

- 美国优先考虑减少双边贸易逆差，确保中国保证永久供应稀土，并在维持现有关税的同时消除美国企业面临的具体投资障碍。
- 峰会将不讨论广泛的双边投资扩张、极具争议的地缘政治问题和全面关税下调，因为美国优先考虑国家安全并避免不成熟的投资自由化，而双方都希望将冲突最严重的话题排除在领导人会议之外。

在这种情景下，我们认为中国稀土公司继续获得全球需求的支持。图 8 是我们在筛选出的自由流通市值大于 20 亿美元的中国稀土公司。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

图 8: 流通市值超过 20 亿美元的中国稀土生产商

RIC 代码	证券名称	行业	是否为沪深 300 指数成分股	流通市值(10 亿美元)	3 个月日均 成交额 (百万美元)	当前 股价 (本币)	2026 年市 净率(x)	2026 年市 盈率(x)	2026 年每股收 益同比(%)	2027 年每股收 益同比(%)	市盈率历史百分 位排名(%)
600111.SH	北方稀土	稀土开采	是	15.2	950	49	6.44	51.7	53	23	60
600010.SH	包钢股份	稀土开采	是	8.4	553	3	2.34	39.4	547	25	59
600549.SH	厦门钨业	稀土开采		8.1	645	63	5.01	28.6	51	13	53
000831.SZ	中国稀土	稀土开采		4.9	346	52	10.16	82.9	99	40	96
600392.SH	盛和资源	稀土开采		4.5	365	26	4.46	41.3	19	10	41
600259.SH	中稀有色	稀土开采		2.9	200	97	N/A	N/A	N/A	N/A	61
300748.SZ	金力永磁	稀土永磁		3.0	215	33	5.51	45.9	40	27	41
002340.SZ	格林美	稀土回收		5.8	292	8	N/A	18.7	40	53	31

资料来源：万得、LSEG Workspace（2026 年 4 月 17 日），当前股价截至 2026 年 4 月 17 日收盘。

与此同时，关于进一步减少贸易赤字的问题，与我们交流的客户想了解中国会不会购买更多美国大豆、蛋白质（猪肉、牛肉、家禽）、波音飞机和芯片。如果事实果真如此：

- 关于继续购买大豆，中国已同意在 2026-28 年间每年购买 2,500 万吨数的大豆（而 2025 年总消费量为超过 1.1 亿吨）。虽然中国酱油公司采用国内非基因大豆，而从美国进口的大豆是转基因大豆，但如果大豆进口增加，酱油公司的成本结构仍将间接受益。图 9 中是我们筛选出的市值大于 20 亿美元的中国酱油公司。
- 关于猪肉、牛肉、家禽采购，我们认为由于国内生猪行业仍在努力去库存，进口更多蛋白质，特别是以有竞争力的价格，可能会延长国内生猪行业利润率的触底过程。不过，由于美国猪肉价格（超过 0.9 美元/磅或 13.5 元/公斤）仍然高于国内猪肉价格（约 10-11 元/公斤），我们认为美国公司对中国生猪公司的竞争压力不会立即见底。图 10 中是我们筛选出的市值大于 20 亿美元的中国蛋白质公司。
- 关于波音飞机，彭博新闻社也指出了这种可能性，但我们看到中国商飞的国内飞机供应链没有面临类似压力，因为 1）据当地新闻报道，波音/空中客车至少拥有三年的在手订单；2）“十五五计划”对中国商飞的目标非常明确，包括到 2030 年商用飞机的国产发动机普及率将超过 90%，中国商飞届时每年交付 200 架飞机。
- 关于芯片，中国过去几年一直在敦促国内科技公司减少对英伟达 AI 芯片的依赖（根据彭博新闻），另据路透社报道，由于英伟达的领先优势缩小，国内芯片制造商获得当地市场近一半的份额。摩根大通中国科技行业研究团队认为这一趋势将会继续。
- 天数智芯：由于英伟达 GPU 供应的不确定性，摩根大通认为主要瓶颈是代工服务的可获得性而不是芯片性能，尤其是国内二线 AI 芯片供应商。天数智芯的产品组合旨在利用本地和国际供应商的代工服务，因此，摩根大通预计，由于供应充足，公司将获得中国顶尖芯片级封装公司的量产导入。此外，天数智芯的客户优化产品适用于预填充-解码(P/D) 解耦基础设施，可以大大改善推理效率。摩根大通预测 2026-28 年销售额年复合增长率为 102%，并预测天数智芯将于 2027 年实现盈利。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

- 北方华创：北方华创是中国最大的半导体晶圆厂设备（WFE）供应商，全球排名第六。我们预计公司将是 中国半导体行业资本支出和持续国产化趋势（尤其是先进逻辑产能）好于悲观情景预期的最大受益者。我们认为，到 2027 年，北方华创的中国市场份额可能翻番，达到约 20%，我们预计其 2025-27 年销售额和盈利年复合增长率分别为 29%和 40%。

图 9: 流通市值超过 20 亿美元的中国酱油生产商

RIC 代码	证券名称	行业	是否为沪深 300 指数成分股	流通市值(10 亿美元)	3 个月日均成交额(百万美元)	当前股价(本币)	2026 年市净率(x)	2026 年市盈率(x)	2026 年每股收益同比(%)	2027 年每股收益同比(%)	市盈率历史百分位排名(%)
603288.SH	海天味业	调味品	是	8	113	40	5.30	29.8	11	10	22
600872.SH	中炬高新	调味品		2	30	20	2.41	23.2	20	14	13
603027.SH	千禾味业	调味品		1	23	9	3.23	24.5	27	16	24

资料来源：万得、LSEG Workspace（2026 年 4 月 17 日），当前股价截至 2026 年 4 月 17 日收盘。

图 10: 流通市值超过 20 亿美元的中国蛋白质生产商

RIC 代码	证券名称	行业	是否为沪深 300 指数成分股	流通市值(10 亿美元)	3 个月日均成交额(百万美元)	当前股价(本币)	2026 年市净率(x)	2026 年市盈率(x)	2026 年每股收益同比(%)	2027 年每股收益同比(%)	市盈率历史百分位排名(%)
002714.SZ	牧原股份	养殖	是	15.1	325	46	2.88	21.8	-22	133	35
300498.SZ	温氏股份	养殖	是	11.7	126	17	2.09	12.0	79	41	60
000895.SZ	双汇发展	养殖	是	4.1	45	28	4.46	18.2	6	4	52
000876.SZ	新希望	养殖	是	2.3	46	9	1.59	32.2	102	42	89

资料来源：万得、LSEG Workspace（2026 年 4 月 17 日），当前股价截至 2026 年 4 月 17 日收盘。

图 11: 摩根大通 AI 生态首选股

股票代码	公司名称	GICS 行业	分析师	摩根大通评级	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交额(百万美元)	当前股价(本币)	目标价(本币)	相对于目标价的上行/下行空间(%)	12 个月动态市盈率(x)	长期 ROA (%)	长期 ROE (%)	14 天相对强弱指数
300308.SZ	中际旭创	信息技术	冯令天	增持	101.4	2,774.6	851.0	430.0	-49.5	27.4	36.8	53.1	86.2
002371.SZ	北方华创	信息技术	冯令天	增持	27.3	521.5	469.9	610.0	29.8	32.9	NULL	NULL	55.8
688012.SS	中微公司	信息技术	冯令天	增持	20.7	508.0	314.0	400.0	27.4	54.8	7.4	10.0	54.0
603501.SS	豪威集团	信息技术	冯令天	增持	10.0	239.2	93.0	155.0	66.6	22.2	9.8	15.4	34.5
2513.HK	智谱	信息技术	徐文韬	增持	9.9	199.4	891.0	950.0	6.6	NULL	NULL	NULL	57.7
000977.SZ	浪潮信息	信息技术	冯令天	增持	9.8	451.0	68.2	85.0	24.6	26.1	3.1	11.6	78.3
0100.HK	Minimax	信息技术	徐文韬	增持	4.4	202.1	859.0	1,100.0	28.1	NULL	NULL	NULL	35.2
603296.SS	华勤技术	信息技术	刘叶	增持	4.1	154.2	97.4	135.0	38.6	17.5	4.8	16.8	72.7
9903.HK	天数智芯	信息技术	冯令天	增持	2.0	38.0	415.0	620.0	49.4	NULL	NULL	NULL	70.0

资料来源：万得、LSEG Workspace 和摩根大通估算（2026 年 4 月 17 日），当前股价截至 2026 年 4 月 17 日收盘。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

图 12: 根据 A 股 AI 资本支出周期筛选的流通市值超过 50 亿美元的个股

RIC 代码	证券名称	行业	是否为沪深 300 指数成分 股	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交 额(百万美元)	当前股价 (本币)	2026 年市 净率(x)	2026 年市 盈率(x)	2026 年每股 收益同比(%)	2027 年每股 收益同比(%)	市盈率历史 百分位排名 (%)
688802.SH	沐曦股份	AI 芯片		27	138	721	32.11	4,543.2	108	1,576	N/A
688256.SH	寒武纪	AI 芯片	是	38	1,340	1,334	37.54	112.1	144	75	19
688041.SH	海光信息	AI 芯片	是	31	864	260	22.18	132.1	80	45	89
603501.SH	豪威集团	AI 芯片	是	10	239	93	3.58	23.2	25	24	3
601138.SH	工业富联	AI 服务器	是	29	1,205	61	5.71	20.0	72	29	93
603019.SH	中科曙光	AI 服务器	是	15	510	90	5.28	44.4	36	21	40
000977.SZ	浪潮信息	AI 服务器	是	10	451	68	3.98	28.5	45	35	37
000938.SZ	紫光股份	AI 服务器	是	8	322	28	5.01	33.0	42	26	49
300308.SZ	中际旭创	光模块	是	101	2,775	851	18.33	39.7	121	49	59
300502.SZ	新易盛	光模块	是	71	2,623	589	17.26	33.7	86	31	80
300394.SZ	天孚通信	光模块	是	24	1,765	379	36.07	91.1	60	29	100
000988.SZ	华工科技	光模块		16	1,328	117	8.66	51.3	56	24	82
688498.SH	源杰科技	光模块		12	474	1,445	47.53	327.6	99	56	80
002837.SZ	英维克	数据中心&液冷		9	679	111	24.42	97.3	72	64	100
603986.SH	兆易创新	存储	是	25	1,333	289	9.58	66.4	85	24	75
688008.SH	澜起科技	存储	是	23	987	151	11.09	57.3	44	29	56
301308.SZ	江波龙	存储		8	766	371	14.68	53.4	106	24	94
002463.SZ	沪电股份	印制线路板	是	19	928	98	9.63	33.8	46	45	89
600183.SH	生益科技	印制线路板	是	13	446	69	8.18	30.9	63	37	94
002916.SZ	深南电路	印制线路板	是	10	399	283	8.99	37.4	57	34	94
601600.SH	中国铝业	上游材料	是	14	717	13	2.39	10.8	59	12	21
000630.SZ	铜陵有色	上游材料	是	7	510	6	2.07	17.0	55	13	79
600219.SH	南山铝业	上游材料	是	6	324	6	1.35	13.1	18	21	40
600362.SH	江西铜业	上游材料	是	6	401	47	1.77	12.8	77	8	60

资料来源：万得、LSEG Workspace（2026 年 4 月 17 日），当前股价截至 2026 年 4 月 17 日收盘。



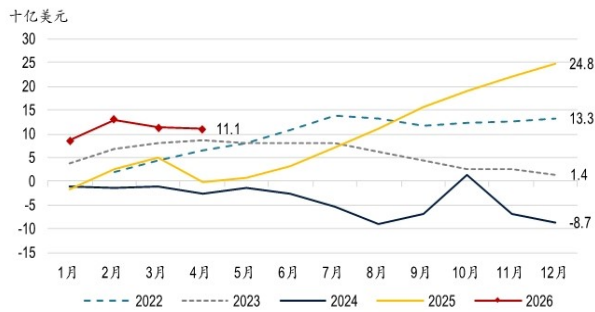
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

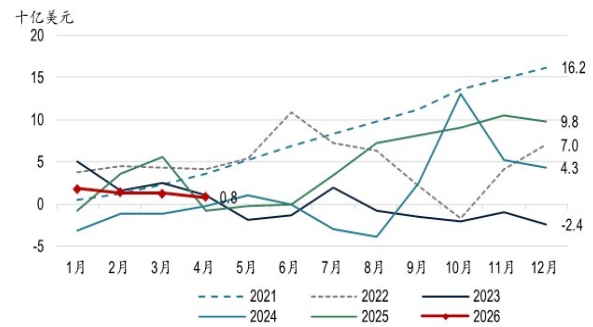
资金流动

图 13: EPFR 股票晴雨表追踪的今年迄今流入中国股市的离岸资金累计金额



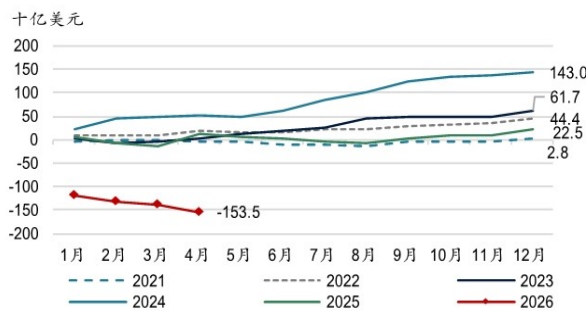
资料来源：万得（2026 年 4 月 17 日）。

图 14: 87 家海外上市中国 ETF 今年迄今累计资金净流入



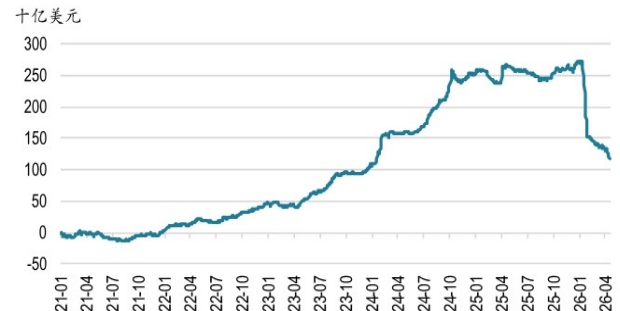
资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 15: 800 多家 A 股 ETF 今年迄今累计资金净流入



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 16: 2021 年 1 月以来 A 股 ETF 累计资金净流入（十亿美元）



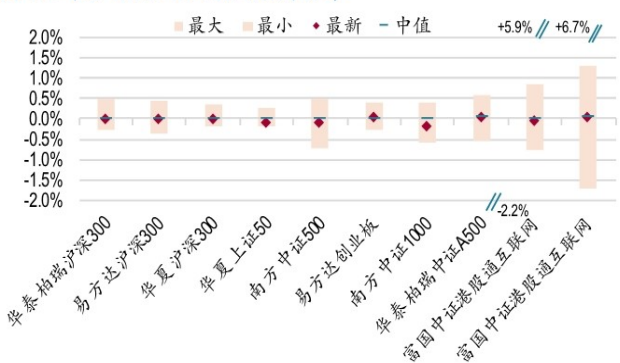
资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 17: 800 多家 A 股 ETF 累计资金净流入按主要指数细分

ETF 数据基准指数	2023 年 12 月 15 日		2024 年 2 月 19 日		2025 年 1 月 9 日		4 月 13-20 日	
	净流入 (十亿人民币)	日均	净流入 (十亿人民币)	日均	净流入 (十亿人民币)	日均	净流入 (十亿人民币)	日均
沪深300	254.3	6.7	358.7	8.8	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
上证50+AS50	35.1	0.9	30.0	0.1	-1.1	-0.1	-2.1	-0.4
AS500	0.0	0.0	204.9	0.4	-2.0	-1.5	-4.1	-1.1
中证500	32.5	0.9	31.6	0.1	-0.1	0.0	-1.1	-1.3
中证1000	29.8	0.8	58.0	0.1	-4.1	-0.3	-4.1	-1.4
中证2000	6.2	0.2	-5.4	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.1
创业板	24.6	0.6	-15.1	0.0	-1.2	-1.0	-2.1	-0.4
科创板	9.4	0.2	-71.0	-0.2	-1.1	-0.8	-4.1	-0.7
高股息	12.0	0.3	56.8	0.1	5.4	0.4	0.7	0.1
消费	-2.4	-0.1	32.9	0.1	-1.1	-0.1	-0.3	-0.1
半导体	-1.3	0.0	-42.8	-0.1	-6.1	-0.5	-3.1	-0.6
其他科技	0.7	0.0	34.6	0.1	-6.1	-0.7	-2.1	-0.4
其他	-0.6	0.0	171.4	0.4	-3.4	-2.7	-1.1	-3.0
总计	400.3	10.5	842.6	1.8	-10.1	-8.5	-4.1	-10.7

资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 18: 部分 A 股 ETF 的溢价/折价率



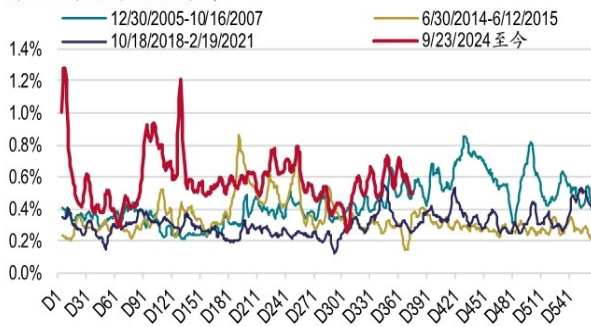
资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

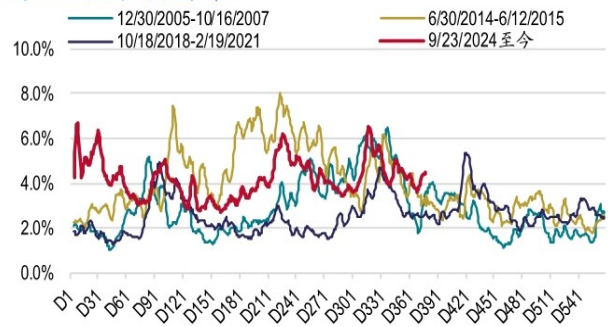
J.P.Morgan
摩根大通

图 19: 香港市场换手率



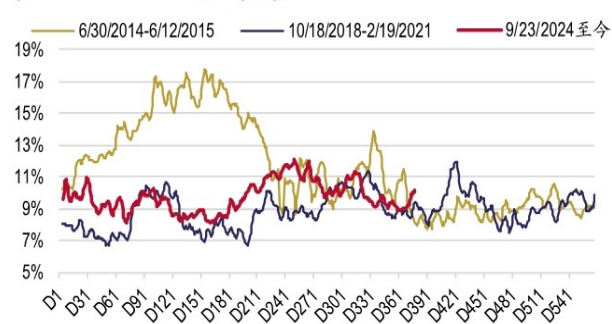
资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。通过交易额/总市值计算。

图 20: A 股市场换手率



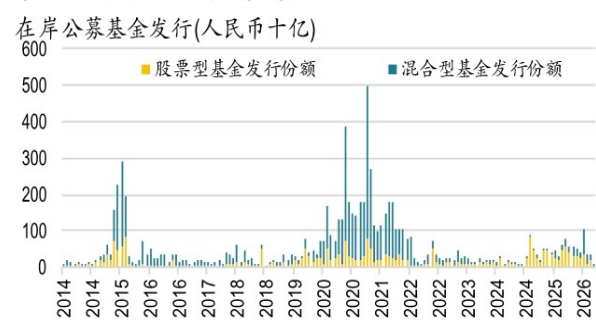
资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。通过交易额/流通市值计算。

图 21: A 股两融买入占成交量比%



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 22: A 股两融买入占成交量比%



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

估值及盈利

图 23: MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 24: 沪深 300 指数 12 个月动态市盈率



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

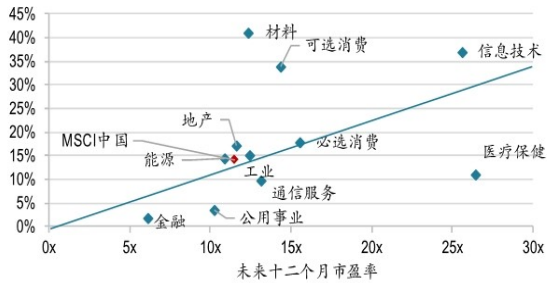
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

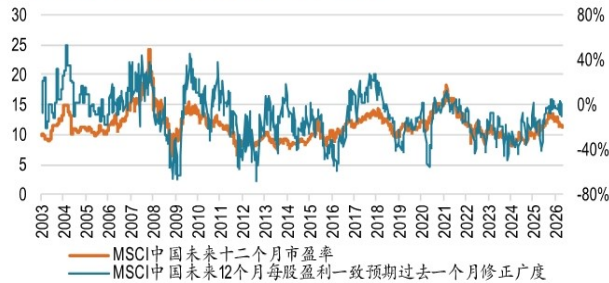
图 25: MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率-每股盈利按行业细分

未来十二个月每股盈利同比增速



资料来源：LSEG Workspace（2026 年 4 月 20 日）。

图 27: MSCI 中国指数每股盈利调整幅度



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

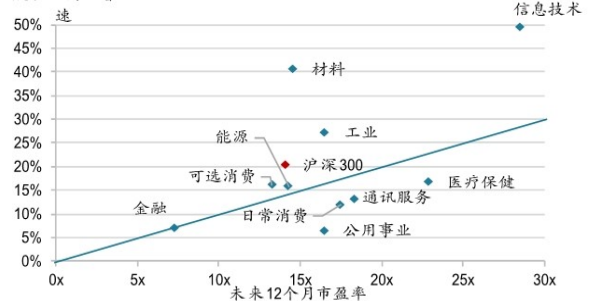
图 29: MSCI 中国指数每股盈利今年迄今的调整按行业细分

	2025每股盈利增速	2026每股盈利增速	2027每股盈利增速	2026每股盈利增速 vs 2025	2026每股盈利增速修正	2026每股盈利增速修正
通信服务	14%	9%	12%	-5%	-3.1%	-2.1%
可选消费	-32%	32%	36%	64%	-5.0%	-3.2%
必选消费	-7%	19%	12%	27%	7.8%	4.7%
能源	-16%	21%	1%	37%	16.5%	15.1%
金融	8%	0%	6%	-8%	0.1%	4.4%
医疗保健	78%	6%	21%	-71%	1.7%	4.1%
工业	-8%	18%	10%	27%	10.3%	2.6%
信息技术	62%	35%	36%	-26%	1.4%	24.5%
材料	33%	64%	9%	32%	41.2%	20.2%
公用事业	3%	3%	7%	0%	-4.0%	-6.0%
房地产	-24%	21%	10%	45%	-10.3%	-4.9%
MSCI 中国	-2%	13.2%	14.9%	15%	0.5%	-2.8%

资料来源：LSEG Workspace（2026 年 4 月 20 日）。

图 26: 沪深 300 指数 12 个月动态市盈率-每股盈利按行业细分

未来十二个月每股收益同比增速



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 28: 沪深 300 指数每股盈利调整幅度



资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

图 30: 沪深 300 指数每股盈利今年迄今的调整按行业细分

	2025每股盈利增速	2026每股盈利增速	2027每股盈利增速	2026每股盈利增速 vs 2025	2026每股盈利增速修正	2026每股盈利增速修正
通信服务	5%	10%	7%	4%	3.7%	0.1%
可选消费	1%	17%	14%	16%	-14.4%	-20.2%
必选消费	-8%	9%	17%	17%	-18.0%	-17.1%
能源	-17%	22%	6%	38%	-24.4%	-12.4%
金融	8%	5%	7%	-3%	2.5%	-5.6%
医疗保健	4%	15%	16%	11%	-6.3%	-14.9%
工业	6%	34%	17%	28%	-18.2%	-25.7%
信息技术	39%	61%	35%	22%	-4.4%	-36.4%
材料	45%	59%	17%	14%	20.9%	-20.8%
公用事业	0%	6%	7%	7%	-7.0%	-10.0%
房地产	-111%	80%	43%	190%	-23.2%	-3875.1%
沪深 300	7%	23.4%	14.1%	17%	-7.9%	-18.5%

资料来源：万得（2026 年 4 月 20 日）。

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）

中国海外发展(0688.HK/12.63 港元/增持), 中国金茂(0817.HK/1.60 港元/增持), 亚朵 - ADR(ATAT/38.46 美元[2026 年 04 月 21 日]/增持), 华住集团 - ADR(HTHT/54.20 美元[2026 年 04 月 21 日]/增持), 华住集团 - H(1179.HK/42.20 港元/增持), 固生堂 - H(2273.HK/29.08 港元/增持), 安踏体育(2020.HK/84.80 港元/增持)

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

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

重要披露

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

<https://jpmc.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 jpmc.portal.jpmorgan.com 查询。

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

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

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://jpmsec.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://jpmsec.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](https://www.jpmorgan.com/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

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

中国 中国市场策略
2026 年 4 月 22 日

J.P.Morgan
摩根大通

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，分析师团队有时会可能会与公司接洽（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。

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- 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.jpmpi.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: Ramprasad K; jpmpi.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.jpmpi.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，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 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下方链接获取：[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 and/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）有限公司及摩根大通集团保留所有权利。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。