本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

J.P.Morgan
摩根大通

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

中国互联网行业

谁为 AI 建设买单?

2026 年 8 月 24 日（星期一），阿里巴巴以 112.70 港元的价格发行 7.1 亿股新股募集 800 亿港元（103 亿美元），发行价较上周五收盘价折让 8.4%，占现有股份的 3.7%。2026 年 8 月 25 日，阿里巴巴的港股下跌 8.5%，而腾讯和恒生科技股指数当日分别下跌 2.2%和 2.1%。我们认为，在阿里巴巴的股价变动中，只有 0.3%是折价发行相关；我们估计现有持股人异常的重新定价规模约为 190 亿美元，大约是所筹集现金的两倍。我们认为，相对于实际股东成本，阿里巴巴的抛售幅度太大。因此，我们认为市场将阿里巴巴的股权融资视为中国人工智能资本支出周期在经济上具有危险性的证据。另一方面，我们认为更准确的结论范围更窄：阿里巴巴的人工智能投资周期可能比预期更长，但相关算力的经济效益仍然具有吸引力，我们覆盖的三个云服务提供商的融资风险非常不同。我们维持对阿里巴巴、腾讯和百度的“增持”评级，我们建议投资者在 9 月季度业绩发布前买入阿里巴巴股票。

- **我们对人工智能投资周期持续时间的解读发生了变化，但我们对 27 财年资本支出的预测或对算力回报的看法不变。**我们维持阿里巴巴 2,000 亿元的 27 财年资本支出预测不变，并以 6 月结束季度资本支出节奏得出的 2,700 亿元的全年资本支出预测视为压力情景。当资本支出达到 2,000 亿元时，阿里巴巴的年度内部资金赤字约为 1,000 亿元，但公司有约 1500 亿元的可用流动性、以及大量举债能力。因此，流动性或偿付能力不是关键风险。该交易有四个测试框架：在我们的年度模型中，算力部分的净现值为正值（22%的项目内部回报率，而资本成本接近 10%）；如果至少 80%的融资收入用于基础设施，则每股收益将从第二年开始增厚；如果占比为 60%，则会对每股收益有小幅的摊薄影响；举债将导致每股收益增长约 3 个百分点；而以低于我们的 205 港元公允价值的价格发行股票将导致现有股份的内在价值减少约 1%。因此，我们认为，增发不是没有代价的，但代价也绝不会达到周一股价对价值的破坏程度。

- **在整个行业，现在可以看到三种融资模式。**阿里巴巴在估值上调后后使用母公司股票加债务。腾讯通过经营现金流、债券和 8,750 亿元的投资组合为资本支出提供资金。百度通过通过贷款和利用昆仑芯进行子公司股权融资。每条路径都会产生股东成本——阿里巴巴是直接稀释股权、腾讯是放弃投资组合回报和产生税收损耗，百度是稀释人工智能资产。我们认为，与腾讯和百度相比，对阿里巴巴增发的解读被夸大了。

- **我们的理据面临的主要风险也比较明显。**如果部署资金的成熟期投入资本回报率跌破 15%左右，基础设施投资占人工智能支出的比重接近 40%，三年资本支出承诺大幅超过 3,800 亿元，而外部客户云收入增长没有相应提升，或算力价格随着供应放松而下滑，我们关于阿里巴巴的投资逻辑将会弱化。

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

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

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 10 页。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

表 1: 融资规模、成本与稀释

	阿里巴巴	腾讯	百度
6 月结束季度资本支出（十亿元）	67.7	52.8	11.4
6 月结束季度资本支出/经营现金流	3.0x	1.0x (不包括预付款为 0.5x)	3.3x
年度内部盈余/（负债）（十亿元）	(100)	总体平衡	(19)
折扣后流动性	1500 亿元	500 亿元 + 投资组合	1000 亿元
主要融资路径	母公司股票; 人民币/美债务	经营现金流；投资组合再配置；债券	贷款，租赁；昆仑芯股权
未来 12 个月母公司持股数量稀释	已稀释 3.7%；进一步稀释的风险低	很低	低
回报能见度	高	中	低到中
下一次可能的融资行动	债务，可能在云业务层面进行融资	处置部分资产	昆仑芯上市

资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

市场在股价中对增发作出了什么反应?

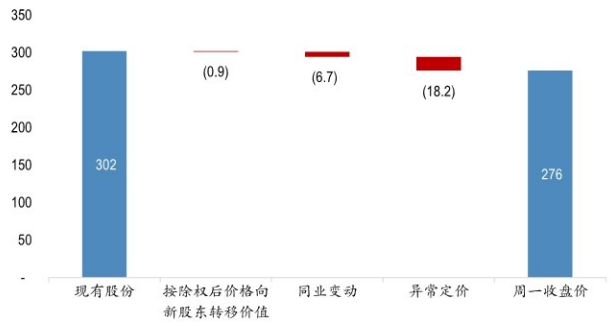
阿里巴巴股权融资的条款很简单：以每股 112.70 港元的价格增发 7.1 亿股新普通股，总计融资 800 亿港元，股份售予美国之外的投资者，并于 8 月 26 日交割；募集资金用途包括基础设施在内的全栈 AI 能力。这是阿里巴巴自 2019 年在香港上市以来的首次新股增发，并因长期投资者的需求而扩大了增发规模。

表 2: 增发机制

项目	价值	注
交易前已发行股份数量（十亿股）	19.17	
新股（十亿股）	0.71	现有股份的 3.7%，扩大后股份 3.6%
增发价格（港元）	112.7	较周五 123 港元的收盘价折扣 8.4%
总收入（十亿港元/十亿美元/十亿元）	80.0/10.3/69.5	1 港元= 0.86855 人民币
理论上的增发后除权价（港元）	122.63	(19.17*123+0.71*112.7)/19.88
向新股认购者的机械性价值转移	0.3%	9 亿美元
周一收盘价（港元）	112.5	下跌 8.5%
同业变动	下跌 2.2%	腾讯，8 月 24 日，
不正常波动	下跌 6.3%	现有股份减值约 190 亿美元
增发倍数	8.4 倍 28 年预期市盈率	13.1 倍 27 年预期市盈率
基于增发价的盈利收益率	12%	每股收益增厚门槛，不是权益成本

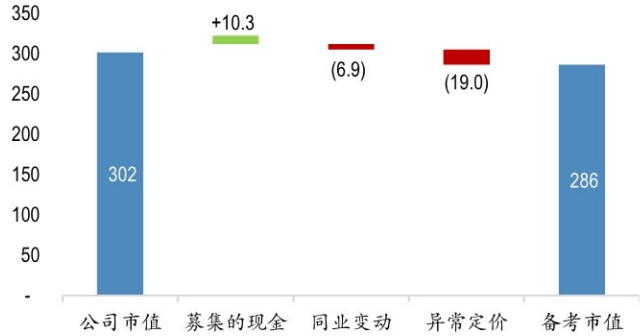
资料来源：阿里巴巴申报材料，截至 26 年 8 月 24 日，Bloomberg Finance L.P.，截至 26 年 8 月 25 日

图 1：将交易数据从市场反应中剥离（现有持股人）



资料来源：阿里巴巴申报材料，截至 26 年 8 月 24 日，摩根大大通估算，Bloomberg Finance L.P.，截至 26 年 8 月 25 日

图 2：将交易数据从市场反应中剥离（融资后公司估值）



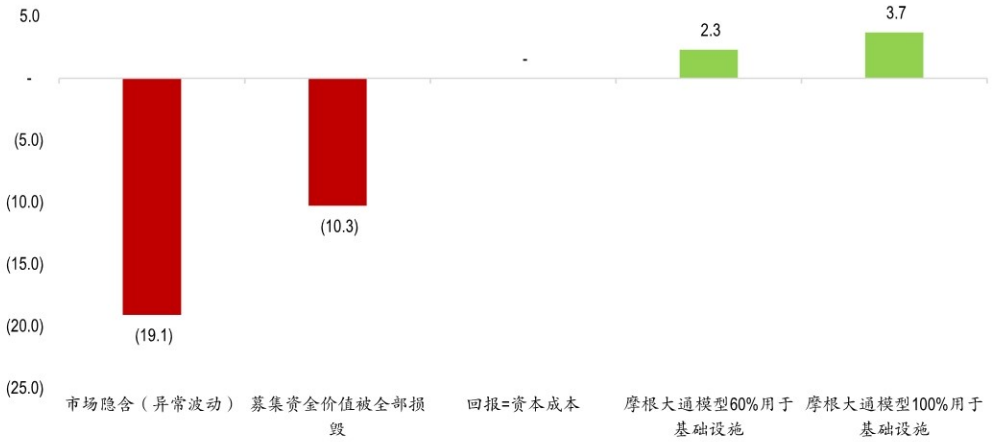
资料来源：阿里巴巴申报材料，截至 26 年 8 月 24 日，摩根大大通估算，Bloomberg Finance L.P.，截至 26 年 8 月 25 日

图 1 将交易算法与更广泛的市场反应剥离开来。现有持股人因增发折扣损失约 9 亿美元，从与同业的类似变动中损失约 67 亿美元，从异常重新定价中损失约 180 至 190 亿美元。以增发后为基础，加上 103 亿美元的现金，备考市值仍接近 2,860 亿美元。因此，市场以不正常的估值导致市值缩水幅度达到融资收入的大约两倍。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

图 3：周一的不同解读隐含的融资收入净现值



资料来源：摩根大通计算。注：市场隐含情景采用了图 2 中针对 103 亿美元融资的不正常重新定价 190 亿美元。

将全部异常波动归因于此次增发，相当于每募集 100 元将导致估值损失约 185 元，那么，即使失去全部募集资金也只会导致市值缩水 100 亿美元。我们的年度模型暗含的是，对基础设施部分每投资 100 元将产生 36 元的正净现值；如果基于 60%的基础设施占比，每投资 100 元将产生 22 元的正净现值。因此，我们将此次价格波动的大部分解读为对更广泛资本支出计划的期限和规模的重新定价。

资金来源和用途：各家公司的资金缺口

我们将投资者讨论经常会混合的四个项目分开：年度内部资金盈余或赤字、立即可用的流动性、增量债务/股权融资能力、以及每个资金池可覆盖的时间（月或年）。

表 3: 年度内部资金盈余或赤字（十亿元）

	阿里巴巴 27 财年预期（截至 27 年 3 月）	腾讯 26 日历年预期	百度 26 日历年预期
营运资本正常化情况下的经营现金流	135	310	15
资本支出，基础情景	200	200	30
股息	30	42	-
回购	5	45	4
设备、租赁与其他	-	19	-
盈余/(赤字)，基础情景	(100)	4	(19)
资本支出，压力情景（6 月结束季度年化）	270	211	46
盈余/(赤字)，压力情景	(170)	(7)	(35)

资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

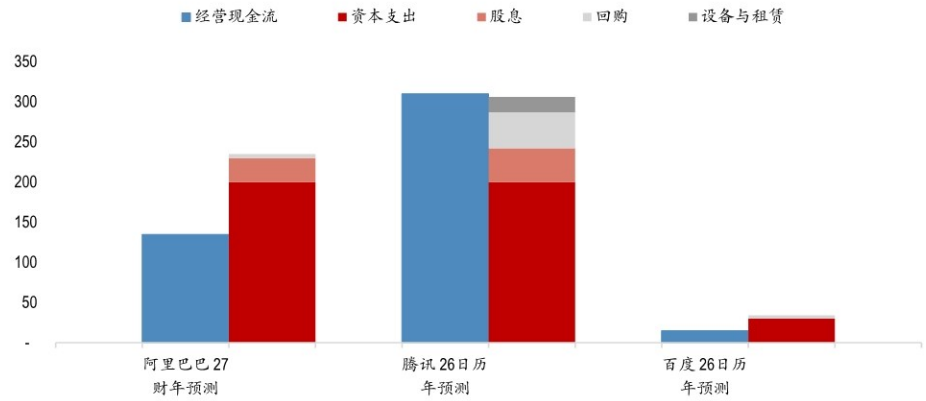
姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

表 4：流动性与覆盖（十亿元）

	阿里巴巴	腾讯	百度
报告的现金及流动性投资/净现金	475	58.2 (净额)	283
总债务	266	453	104
净现金，集团层面	208	58	179
减：最低运营现金	(60)	(50)	(15)
减去长期债务/50%的持有到期资产，爱奇艺现金	-	-	(65)
可用于该计划的流动性	150	8	100
增发收入	70	-	-
投资组合、上市资产公允价值+未上市资产账面价值	NA	875	NA
以 1 倍 EBITDA 借入新债的能力	170	300	25
基础情景下增发覆盖赤字的月数	8	NA	NA
压力情景下增发覆盖赤字的月数	5	NA	NA
基础情景下流动性+增发覆盖赤字的年数	2	NA	5+

资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

图 4: 阿里巴巴的结构性资金赤字规模最大，腾讯基本上处于平衡状态（十亿元）



资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

阿里巴巴：结构性赤字，但有充足的融资能力

以 2,000 亿元的资本支出为基础，使用金额超过每年约 1,000 亿元的经营性现金流；在压力情景下，缺口为 1,700 亿元。增发可覆盖约 8.4 个月的基础情景和 5 个月的压力情景。其余部分资金可来自约 1,500 亿元的折扣后流动性和借入利率为 2-3%的人民币债务，因此偿付能力不是问题。在 6 月结束季度，从银行获得的净借款增加 110 亿元，流动和非流动项下的预付款增加约 690 亿元，我们将其视为包括芯片和产能预付款。现金承诺高于报告的资本支出。我们预计未来 12 个月债务和潜在云业务层面融资将会增加；母公司股份的第二次增发将是回报的负面信号。

腾讯：可自筹资金满足新增资本需求

上半年经营性现金流为 1,540 亿元，年化约为 3,100 亿元，而我们预测的资本支出为 2,000 亿元，已派发股息 416 亿元，回购接近 450 亿元。本季度净现金从 1,469 亿元下降至 582 亿元，因为股息和 510 亿元的算力预付款一起落地。腾讯还在 6 月发行了 24.5 亿元美元和 150 亿元人民币的长期票据，导致短期借款翻了一番至 860 亿元，应付账款从去年 12 月的 1,210 亿元增加到 1,760 亿元，与芯片应付账款一致。但公司持有 4,870 亿元的上市投资和 3,880 亿元的非上市投资。我们认为母公司风险接近于零。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

百度：内部融资能力最弱，发行母公司股票的激励性最弱

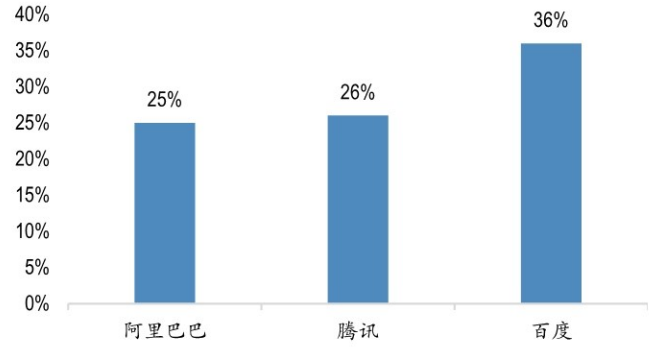
6 月结束季度资本支出为 114 亿元，而经营现金流为 34 亿元，资金需求由 174 亿元的融资活动现金流入来满足：短期贷款从 76 亿元增加到 263 亿元，长期贷款从 34 亿元增加到 208 亿元，而租赁使用权资产自去年 12 月起翻番至 186 亿元。在长期存款折扣和剔除爱奇艺后，大约 1,000 亿元的流动性仍能覆盖多年的基本情景赤字。约束条件不是现金，而是母公司估值偏低和不愿稀释。股权融资路径是昆仑芯。

表 5：可比公司 AI 现金承诺，6 月结束季度（十亿元）

	阿里巴巴	腾讯	百度
报告资本支出	68	53	11
+ 季度 AI 相关预付款	69	51	NA
+ 新增租赁	NA	2	9 (对比 12 月)
- 新增供应商应付账款	(53)	(27)	(1)
调整后 AI 现金承诺	**84**	**79**	**19**
相当于经营现金流的倍数	3.7x	1.5x	5.6x

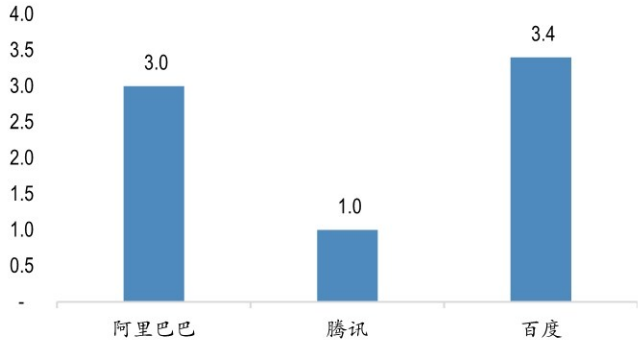
资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

图 5：资本支出占收入比 %



资料来源：公司报告，截至 26 年 2 季度。

图 6：资本支出/经营现金流



资料来源：公司报告，截至 26 年 2 季度。

三种融资模式——以及每种模式的成本

三家公司在资产负债表和股价不同的情况下对人工智能做出了相同的战略判断。透露的原则很直观：当股票估值上调且项目内部收益率超过盈利收益率时，在母公司层面进行股权融资；当资产组合规模大于计划时，回收投资组合；当母公司估值偏低且子公司是 AI 资产时，在子公司层面融资。“不动用母公司股权”并不意味着“没有成本”。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

表 6：融资模型及其经济成本

	阿里巴巴	腾讯	百度
主要路径	母公司股权 + 债务	经营现金流，债券，投资组合处置	贷款、租赁、昆仑芯股权
明确成本	增加 3.7%的股份，2660 亿元债务的利息	利息，处置收益税项	利息和租赁成本
隐藏/机会成本	以低于公允价值的价格发行（较目标价低约 1%）；评级空间	放弃的投资回报/出售资产的选择期权；市场影响	AI 资产的母公司所有权减少
融资 700 元的示意性成本	3.7% 的稀释，与债务相比对每股收益的拖累为 3 个百分点	税项 + 折扣损失 70-120 亿元；以 8%计算，每年放弃的回报约为 60 亿元	昆仑芯持股从约 67%降至 60%，对价 250-300 亿元；转让约占集团分类加总估值的 2%
为什么选择这一路径	盈利收益率低于内部回报率；离岸货币；	投资组合大于投资计划，资本支出以 26-27 年总和为基础	根据 2027 年预测，母公司估值偏低；AI 资产可拆分；贷方愿意
反映了什么	多年永续资本；资金超越 1 个采购周期	风险有限，算力转售作为兜底	规模受昆仑芯募集资金的限制
可能的下一步行动	更多债务，12 个月无第二次增发	继续有选择地处置	昆仑芯上市；维持股息；回购缓慢

资料来源：摩根大通估算，公司数据，截至 26 年 2 季度。

我们认为市场对腾讯资产处置所放弃资产的认可度不足，因此，循环情景是约 20%资本支出投入资本回报率和投资组合高个位数回报率之间的差，减去损失。百度持有者放弃了拥有这一逻辑的一部分资产。阿里巴巴的成本是最明显和最容易定价的——这是市场下调定价幅度最大的原因之一。

阿里巴巴增发：四项单独测试

正项目净现值、每股收益增厚、选择股权融资而不债务融资、以及每股现有股份价值是不同的问题。我们认为，将它们视为一个问题是导致关于增发的争论产生混乱的主要原因。

测试 1 -基础设施是否能创造了经济价值?

算力板块答案是肯定的。我们在最近发布的报告中的年度模型采用了如下假设：利用率达到 100%时每 1 元资本支出的年收入为 1 元、45%的增量 EBITDA 利润率、20%的税率、5 年直线法经济寿命、以及利用率逐步提升（60%/90%/100%）。每 100 元人民币的资本支出，税后现金流为（100）/25.6/36.4/40.0/40.0/40.0 元，得出 22%的项目内部回报率、2.9 年的回本期和 36 元的净现值（折现率为 10%）。这与管理层所述的不足 3 年回本期和 13%以上的综合投入资本回报率基本一致。

限定因素是融资收入的使用。阿里巴巴将其融资目的描述为包括基础设施在内的全栈人工智能能力。模型训练、应用推理和客户获取将作为人工智能实验室和应用的费用，该板块本季度亏损 139 亿元，迄今没有可审计回报。因此，我们将 60%用于基础设施作为基准情景，并假设非基础设施部分没有可衡量的回报。

表 7：融资收入对每股收益的影响（%，对比没有融资情景/无增量资本支出基线）

基础设备占比	第一年- 27 财年	第二年- 28 财年	第三年- 29 财年	第四年- 30 财年
100%	(0.9)	1.6	2.0	1.5
80%	(1.4)	0.6	0.9	0.5
60% (基准情景)	(2.0)	(0.5)	(0.2)	(0.5)
40%	(2.5)	(1.5)	(1.3)	(1.5)
留为的融资收入	(2.8)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
备注：债务融资，100%用于基础设施	1.6	4.6	5.1	4.6

资料来源：摩根大通估算。

测试 2 -本次交易是否会提升每股收益?

取决于占比。在基础设施占比 80%或以上的情景下，配售从第二年开始提升每股收益。在我们占比 60%的基准情景下，2028 财年每股收益预计稀释 0.5%，此后大致为中性。通过 ROIC 表达相同的结果，即当所筹资金被大量部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

署时，第三年要达到增厚每股收益的效果，则需要成熟期 ROIC 达到 15%左右。在每种情景下，闲置现金都具有稀释效应，这就是为什么 9 月份季度的资本支出报告很重要。

图 7：成熟期 ROIC 和资本部署对第三年每股收益的影响



资料来源：摩根大通估算。

测试 3 -股权是否是最便宜的资金来源？

否。在每一条每股收益线上，假设采用债权融资，成本相对优 3-3.5 个百分点，因为 2-3%的人民币债券票息成本远低于 12%的盈利收益率。而股权则超出每股收益传导路径之外：合并自由现金流为负时用于采购、评级和财务契约余量的离岸货币，在资本支出周期中不需要再融资的永续资本。这些都是合法的收益，但选择不是没有代价。

测试 4 -是否会增加每股存量股票的价值？

这是一个盈利-收益率对比无法回答的测试。发行价低于公允价值，则会向新股东转移价值，因此项目净现值必须超过转移价值，才能使现有股东受益。以 205 港元作为交易前公允价值，基础设施占比 100%时交易后每股价值为 203.1 港元，下降 0.9%，基础设施占比 60%时为 202.6 港元，下降 1.2%。只有当交易前公允价值低于约 153 港元且基础设施占比 100%或 137 港元且基础设施占比 60%时，交易才会增加每股股票的价值。

四项测试总结：算力创造价值；在我们的基础结构中，配售大致属于每股收益中性，如果基础设施占比较高，则会增厚每股收益；对比债权融资，股权融资成本约为每股收益的 3 个百分点；现有股东以我们的公允价值放弃约 1%的内在价值。这些都不像 190 亿美元的异常定价，但要实现增值效果是有条件的，接下来的两次业绩将揭示所需条件。

资本支出轨迹和盈利吸收

存续期框架需要更新，但我们的 2027 财年资本支出估算不需要更新。业绩发布 5 天后，股权融资 103 亿美元，表明管理层预计资本支出将在超过一个采购周期的时间内保持在高位。我们维持 2027 财年预期资本支出为 2,000 亿元人民币，并使用 2,700 亿元人民币作为压力情景。

回报率无法简单地随资本支出扩大。单位经济效益不变的情况下，项目规模越大，创造的价值越多；风险在于单位回报率会随着供应的扩大而下降。结合成熟利用率和定价来看，项目仍在大部分情景下都明确资本成本为 10%。但 80%的利用率叠加降价 10%只能获得约 11%的回报，70%的利用率叠加降价 20%只能获得约 3%的回报。这就是为什么项目越大结果越差，以及为什么 2,700 亿元人民币是一种风险情景而不是上行空间。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

图 8：项目内部回报率随规模压力、利用率和定价而变



资料来源：摩根大通估算。

我们认为，无论融资情况如何，损益表都会吸收这一增长。在相同年度经济效益下，相当于一年期基础情景资本支出的总贬值占阿里巴巴 2027 财年预期净利润的 28%，占腾讯和百度的 13%和 23%。然而，增量 EBITDA 从第一个全年便超过了折旧。因此，主要风险是 EBITDA、利用率和定价，而不是折旧本身。

表 8：基础情景下资本支出计划的盈利吸收（10 亿元人民币；年度经济效益）

	阿里巴巴 200			腾讯 200			百度 30		
计划年度	**1**	**2**	**3**	**1**	**2**	**3**	**1**	**2**	**3**
增量收入	120	180	200	120	180	200	18	27	30
增量 EBITDA (45%)	54	81	90	54	81	90	8	12	14
折旧（5 年期）	40	40	40	40	40	40	6	6	6
增量息税前利润	14	41	50	14	41	50	2	6	8
20%税率下的税后净利润	**11**	**33**	**40**	**11**	**33**	**40**	**2**	**5**	**6**
备忘：总折旧/预测净利润	**28%**			**13%**			**23%**		

资料来源：摩根大通估算。

交易融资周期

日期明确的事件。8 月 26 日的配售结算消除技术风险，而同一天百度的股东特别大会将审议涉及南向通的相关议案。阿里巴巴 9 月份季度业绩是主要测试：外部云增长超过 50%，AI 实验室亏损环比下降，资本支出与预融资一致。混元 4 是腾讯的证据点；昆仑芯上市是百度的主要融资活动，因为它改变了扩张的能力。

先例。比亚迪和小米集团均于 2025 年 3 月以 6-8%的折价配售股权；两只股票都开盘走低，之后反弹。我们将这些交易视为阿里巴巴的参照背景，而不是估值锚点。

相对定位。腾讯的溢价倍数购买的是一个完全由内部出资的计划，外加一个 8,750 亿元人民币的投资组合。阿里巴巴此次融资消除了资金筹措方面的不确定性，而我们认为市场对本次融资所传递的负面信号定价过度；目前股价对应 FY27E/FY28E 市盈率分别仅为 12 倍/8 倍，我们建议在 9 月季度业绩公布前逢低加仓。百度的母公司稀释风险依然较低，因为其股权路径在子公司层面。

什么会改变我们的观点

- 阿里巴巴将其三年资本支出承诺大幅上调至 3,800 亿元人民币以上，但未将外部云增长指引上调至 50%以上。
- 所筹资金在超过 12 个月的时间内仍大量未部署，可见于资金余额而不是固定资产和预付款。
- AI 实验室和应用的亏损未能在 9 月份季度实现环比下降，隐含基础设施支出的占比下降。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

- 随着供应缓和，外部云定价下降；图 8 显示在利用率 80%和降价 10%的情况下，项目内部回报率接近 11%。
- 12 个月内第二次母公司级阿里巴巴股权融资。
- 对于腾讯而言，某个季度的资本支出+股息+回购超过经营现金流，但没有相匹配的处置。
- 对于百度而言，昆仑芯上市被推迟到 2026 年之后，或融资金额大幅低于所述产能计划所需的规模。



本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 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 08 月 25 日的收盘价）
百度(BIDU/92.18 美元[2026 年 08 月 24 日]/增持), 百度集团 - SW(9888.HK/89.75 港元/增持), 腾讯控股(0700.HK/442.00 港元/增持), 阿里巴巴(9988.HK/114.20 港元/增持), 阿里巴巴(BABA/118.47 美元[2026 年 08 月 24 日]/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

- **做市商：**摩根大通证券有限公司（J.P. Morgan Securities LLC）是 百度或相关实体的证券的做市商。
- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度或相关实体的金融工具或与阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度或相关实体相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **做市商/流动性提供方（香港）：**摩根大通证券(亚太)有限公司和/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 及/或附属公司是阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体的证券及/或以该等证券为标的资产的权证或期权的做市商及/或流动性提供方，这些证券在香港联合交易所上市或交易。
- **经办行或联席经办行：**摩根大通在过去的 12 个月内曾就证券或金融工具（定义请参见欧盟法律指令 Directive 2014/65/EU）之公开发行为阿里巴巴, 阿里巴巴, 腾讯控股或相关实体担任经办行或联席经办行，亦或在过去 12 个月内曾为阿里巴巴, 阿里巴巴, 腾讯控股或相关实体公开发行的证券或金融工具（定义同上）担任经办行或联席经办行。
- **分析师持仓：**股票或信用研究覆盖团队的分析师，亦或可能给出投资建议的非基本面分析师，或他们的家庭成员拥有阿里巴巴, 阿里巴巴, 腾讯控股或相关实体的债务或股本证券的财务权益。
- **作为受益人持有股比（1%或以上）：**摩根大通作为受益人拥有阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体普通股 1%或以上的股份。
- **客户：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户：阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体。
- **客户/投资银行：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通投资银行业务的客户：阿里巴巴, 阿里巴巴, 腾讯控股或相关实体。
- **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：阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体。
- **客户/非证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非证券相关服务：阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体。
- **已收取的投资银行服务报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为阿里巴巴, 阿里巴巴, 腾讯控股或相关实体提供投资银行服务，并已获得相应报酬。
- **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阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股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 个月内曾为阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股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：**摩根大通可能持有阿里巴巴, 阿里巴巴, 百度集团 - SW, 百度, 腾讯控股或相关实体所发行债务证券的头寸。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

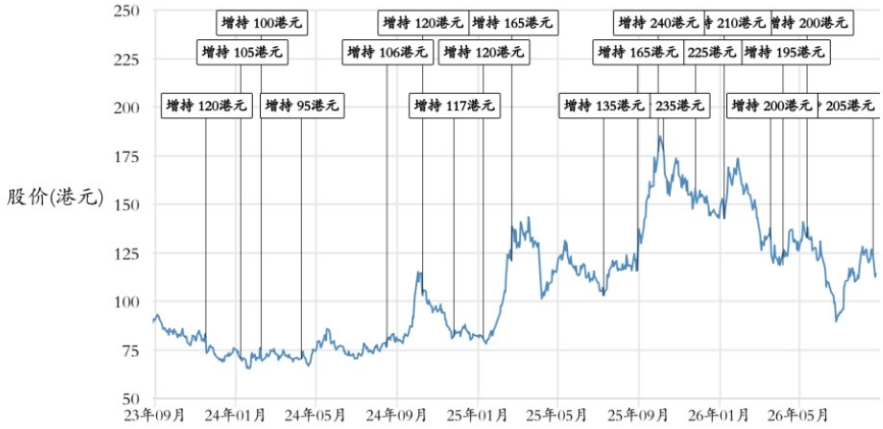
姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

J.P.Morgan
摩根大通

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。

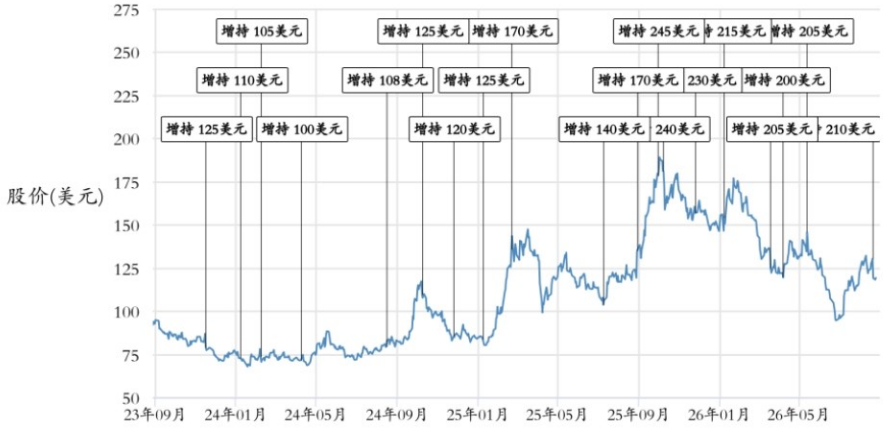
阿里巴巴 (9988.HK, 9988 HK) 股价图



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11日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-11-17	增持	81.35	120
2024-01-09	增持	70.35	105
2024-02-08	增持	74.90	100
2024-04-09	增持	70.40	95
2024-08-16	增持	76.40	106
2024-10-09	增持	104.50	120
2024-11-26	增持	81.95	117
2025-01-09	增持	80.90	120
2025-02-21	增持	120.90	165
2025-07-10	增持	102.90	135
2025-08-31	增持	115.70	165
2025-10-01	增持	177.00	240
2025-10-09	增持	177.60	235
2025-11-26	增持	157.80	225
2026-01-09	增持	142.60	210
2026-03-20	增持	132.00	200
2026-04-08	增持	118.50	195
2026-05-14	增持	132.80	200
2026-08-21	增持	126.20	205

阿里巴巴 (BABA, BABA US) 股价图



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 2014年10月29日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (美元)	目标价 (美元)
2023-11-17	增持	79.11	125
2024-01-09	增持	72.88	110
2024-02-08	增持	73.64	105
2024-04-09	增持	71.71	100
2024-08-16	增持	79.54	108
2024-10-09	增持	109.68	125
2024-11-26	增持	85.58	120
2025-01-09	增持	83.69	125
2025-02-21	增持	135.97	170
2025-07-10	增持	103.83	140
2025-08-31	增持	135.00	170
2025-10-01	增持	178.73	245
2025-10-09	增持	181.12	240
2025-11-26	增持	157.01	230
2026-01-09	增持	154.47	215
2026-03-20	增持	124.90	205
2026-04-08	增持	119.72	200
2026-05-14	增持	145.81	205
2026-08-21	增持	130.53	210

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

J.P.Morgan
摩根大通

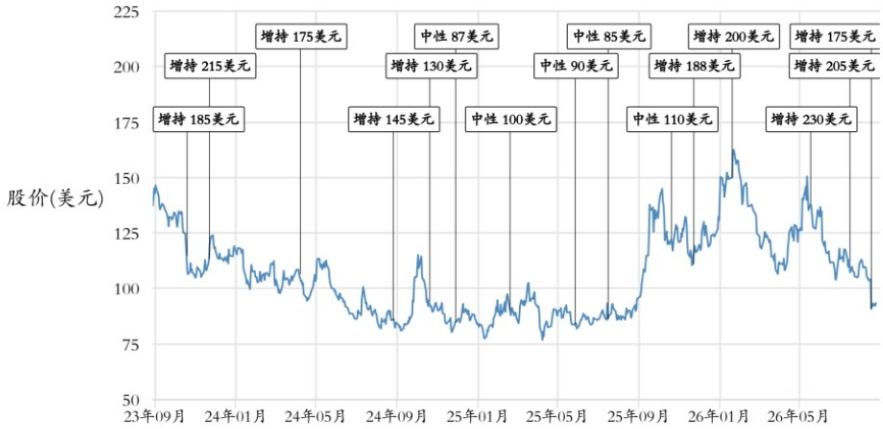
百度集团 – SW (9888.HK, 9888 HK) 股价图



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11日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-10-19	增持	113.70	180
2023-11-22	增持	107.40	210
2024-04-08	增持	105.10	170
2024-08-26	增持	82.20	140
2024-10-21	增持	93.30	125
2024-11-28	中性	82.35	85
2025-02-19	中性	90.20	100
2025-05-28	中性	81.85	90
2025-07-17	中性	88.55	85
2025-10-21	中性	117.10	105
2025-11-23	增持	107.30	185
2026-01-21	增持	148.80	195
2026-05-19	增持	134.70	225
2026-07-17	增持	110.30	200
2026-08-19	增持	101.10	170

百度 (BIDU, BIDU US) 股价图



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 2007年10月02日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

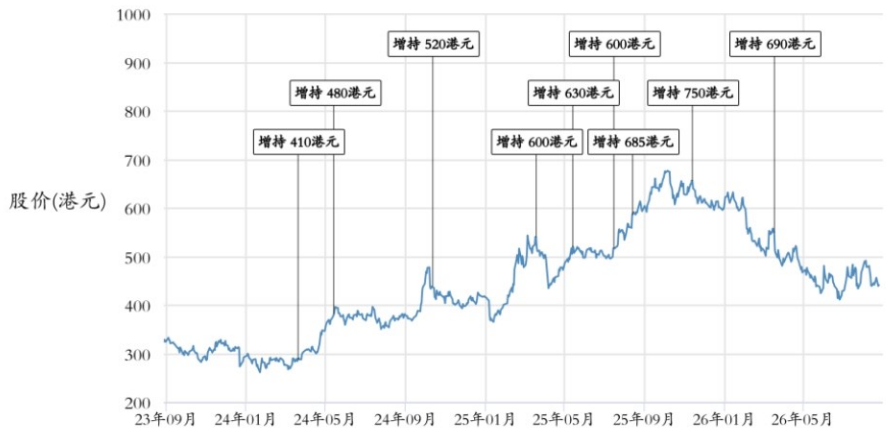
日期	评级	股价 (美元)	目标价 (美元)
2023-10-19	增持	114.71	185
2023-11-22	增持	113.42	215
2024-04-08	增持	106.49	175
2024-08-26	增持	85.70	145
2024-10-21	增持	94.39	130
2024-11-28	中性	84.82	87
2025-02-19	中性	90.16	100
2025-05-28	中性	83.92	90
2025-07-17	中性	86.32	85
2025-10-21	中性	122.12	110
2025-11-23	增持	110.95	188
2026-01-21	增持	150.02	200
2026-05-19	增持	137.71	230
2026-07-17	增持	112.82	205
2026-08-19	增持	90.87	175

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

腾讯控股 (0700.HK, 700 HK) 股价图



日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2024-03-21	增持	288.80	410
2024-05-15	增持	381.80	480
2024-10-13	增持	438.80	520
2025-03-20	增持	540.00	600
2025-05-15	增持	521.00	630
2025-07-16	增持	517.50	600
2025-08-14	增持	586.00	685
2025-11-14	增持	656.00	750
2026-03-19	增持	550.50	690

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 2010年02月07日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。
摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N= 中性，UW = 减持，NR =无评级

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

研究覆盖范围：姚橙: 阿里巴巴 (9988.HK), 阿里巴巴 (BABA), 阿里健康 (0241.HK), 汽车之家 (ATHM), 汽车之家 - H (2518.HK), 百度集团 - SW (9888.HK), 百度 (BIDU), 大麦娱乐 (1060.HK), DiDi Global Inc. (DIDIY), 京东- H (9618.HK), 京东 (JD), 金山云 (KC), 金山云 - H (3896.HK), 连连数字 - H (2598.HK), 猫眼娱乐 (1896.HK), 美团 (3690.HK), 拼多多 (PDD), 平安好医生 (1833.HK), 腾讯控股 (0700.HK), 腾讯音乐 (TME), 腾讯音乐 - H (1698.HK), 携程 (TCOM), 携程 - H (9961.HK), 唯品会 (VIPS), 文远知行 - ADR (WRD), 微博公司 (WB), 微博 - H (9898.HK)

摩根大通股票研究之评级分布，截至 2026 年 07 月 04 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	53%	36%	12%
投资银行客户**	83%	80%	73%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	51%	37%	12%
投资银行客户**	95%	92%	87%

*请注意，由于四舍五入的原因，各百分比相加不一定等于 100%。
**“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。
我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局（FINRA）评级分布相关条例中所述的“买入”评级，“中性”评级相当于“持有”评级，“减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险，请访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com，参阅最新的对该公司的研究报告，联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息，请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集（Company Tearsheets），可从我们客户网站的公司页面下载 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

历史投资建议：您可在 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com 网站查看过去 12 个月发布的摩根大通投资建议，您也可以在该网站中按分析师姓名、行业或金融工具进行搜索。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素，包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC）的非美国附属公司的雇员，可能没有根据美国金融业监管局（FINRA）的规定注册为证券分析师，可能不是摩根大通证券有限公司的关联人，还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制，即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

英国 MIFID 规定下 FICC 研究产品单独销售之豁免：有关摩根大通执行 FICC 研究产品独立销售之豁免的详情以及有关 FICC 研究产品类别的指引，英国客户应参考此网页：UK MIFID Research Unbundling exemption。

除非相关法律明确允许，所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料，请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门，分别指代中国内地、香港特别行政区（中国）、台湾地区（中国）、澳门特别行政区（中国）。

摩根大通研究部门可能会不时撰写涉及受到美国、欧盟、英国或其他相关司法管辖区政府机关实施或执行的经济或金融制裁的发行人或证券（“受制裁证券”）的研究报告。本报告中的任何内容均不得被解读或解释为鼓励、便利、促进或以其他方式赞成对受制裁证券的投资或交易。客户在做出投资决策时应清楚了解自身的法律与合规义务。

本研究报告中讨论的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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

J.P.Morgan
摩根大通

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- 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.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;

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

J.P.Morgan
摩根大通

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) 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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

中国 证券研究
2026 年 8 月 26 日

J.P.Morgan
摩根大通

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

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 07 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。