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 9 月 10 日

中国电商行业

监管为人造增长画上句号

15 年来，中国电商行业的增长由三个引擎制造：1）平台夺取线下份额并相互争夺份额；2）购物节集中了需求；3）补贴拉动消费——先是平台出资，随后是政府出资。2025 年 4 月至 2026 年 6 月，三者同时减弱。我们看到传统平台的份额流失速度从 2021-2023 年的 3-5 个百分点降至每年约 1 个百分点；尽管为期 37 天，但 618 购物节的电商平台 GMV 增速仍回落至 1%左右；《互联网平台价格行为规则》限制了平台的补贴和购物节促销手段；国家以旧换新专项计划遭缩减并重新设计。

- **市场看到的是增长问题，我们则认为行业利润率出现了结构性变化。**在成熟的渗透率下，我们认为补贴主要是在平台之间转移需求，从而使行业陷入两难处境：每个平台都受益于开支下降，但没有一个平台能单独削减补贴而不承担市场份额风险。我们认为监管提供了平台无法自行创造的外部执行机制，并让竞争转向变现、服务和供应链效率。

- **个股影响：我们看好阿里巴巴和京东。**我们认为**阿里巴巴**拥有最清晰的路径，能将较低的竞争性开支和通过闪购获得的流量转化为利润率较高的客户管理收入（CMR）。在我们看来，**京东**应受益于自营（1P）折扣破坏性的减弱，以及物流和服务护城河价值的重新凸显，尽管国补形成的高同比基数掩盖了 2026 年 2 季度的经营改善，对 2026 年下半年也有一定影响。对**拼多多**来说，购物节作用减弱的影响最小，但新规限制了几种为其国内模式赋能的机制，Temu 的业绩则高度不确定。与大型平台相比，**唯品会**的折扣闪购模式不那么依赖于中国的 618 年中购物节和双十一购物节，因此其 2026 年同比比较更多地反映了自身运营基础，而不是政府支持。我们更看好两家老牌公司，即阿里巴巴和京东，而这两家公司我们认为在市场看来它们受到的冲击最大。

- **为什么现在重新评估这个行业？**2026 年 6 月是新的《价格行为规则》下的首个完整 618 购物节（持续时间延长，不再披露整体 GMV 数字，机制简化），而可比平台 GMV 仅增长了 1%左右。耗资 1,800-2,000 亿元的闪购争夺已从开支转向评估损益表所受影响。补贴过后的无干扰季度从 2026 年 9 月的财报季开始，我们预计它将检验所获流量是否仍然存在，能否变现并实现更好的利润率。

- **我们的投资理据面临的风险是执行力度。**补贴可能会改变形式并通过 AI 落地、会员福利或物流投资来发挥作用。如果阿里巴巴、京东、拼多多和美团的总体销售和营销费用在截至 2026 年 12 月的两个季度内未出现同比下降，我们就可能预计这将意味着“监管底”失守以及盈利预测上调可能面临风险。

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

互联网

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 17 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

投资摘要

在我们看来，中国电商行业正从份额和补贴主导的增长阶段转向利润率主导的盈利阶段。我们预计 2026 年传统平台的市场份额同比降幅将从 2021-2023 年的 3-5 个百分点收缩至约 1 个百分点。618 购物节可比 GMV 同比增速降至 1%左右，中国新出台的《互联网平台价格行为规则》限制补贴和商家降价。我们的投资主题已从探寻老牌电商平台的可能的 GMV 降幅变为**监管政策能否将增长放缓转化为利润率提升**。未来 4 个季度，**我们看好阿里巴巴和京东**，并基于利润率主导的盈利预测调整给予二者“增持”评级（包括美股和港股）。我们维持拼多多的“中性”评级。

我们相信市场将商品交易增长放缓视为收入和盈利的直接负面因素。我们则认为这越发反映出非经济因素创造需求的终结。618 购物节的时间延长到 37 天；2026 年国家以旧换新的支持力度减小；闪购价格战消耗了 1,800 - 2,000 亿元的利润，却没有证据表明它扩大了消费支出。我们预计监管政策将降低获客成本、商户让利和履约支出。这将为阿里巴巴利润率更高的客户管理收入以及京东的零售与物流利润率打开最为明显的上行空间，尽管国补形成的高同比基数会掩盖 2026 年 2 季度和 2026 年 4 季度的经营改善。

我们的核心预期是监管政策改变的是行为而不是行业名目。我们预计在截至 2026 年 12 月的两个季度中，阿里巴巴、京东、拼多多和美团的总体销售和营销费用将同比下降。在我们看来，这可能降低竞争性支出，从而提高阿里巴巴和京东的盈利预测和估值。拼多多的国内业务工具仍受到较多限制，而 Temu 的业绩可能存在不确定性。支持条件是份额流失放慢。传统平台每年流失约 1 个百分点的份额，而 2021-2023 年为 3-5 个百分点（表 1）。我们认为这将降低流量维持成本，并应能改善盈利预测上调路径。

展望未来，2026 年 9 月的业绩应会检验阿里巴巴的流量变现情况和京东的底层利润率。如果总营销费用到 2026 年 12 月还没有下降，或者抖音的份额提升再次加速，亦或补贴在新的名目下以不同的形式重新登场，我们就会更加谨慎地看待我们的利润率改善逻辑。欧洲或拉美对 Temu 的业务采取限制性措施也可能强化我们对拼多多的“中性”观点。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

监管改变了竞争激励

补贴为何变得有损于价值

电商渗透率上升时补贴具有理性。平台用它来教育消费者、吸引商家并在平台两端构建流动性。增量用户往往是真正的网络购物新手，因此短期支出可能创造出长期价值。

在渗透率成熟的市场中，增量用户通常是在淘宝、京东、拼多多、抖音和闪购应用之间流动的消费者。补贴转移了需求，将其提前或以优惠券套利作为奖励，因此行业开支增速快于需求大盘。

如果所有平台都减少补贴，每家就都可能获得更多利润——但单方面节制则存在份额流失风险，而且即使对整体而言有利，自律也可能被视为个体非理性行为。闪购价格战展示了代价：我们估算从 25 年 2 季度到 26 年 1 季度行业消耗了约 1,800-2,000 亿元资金，而未出现可与之相当的消费钱包扩容证据。

监管可推动支出下降

《互联网平台价格行为规则》于 2025 年 12 月 20 日颁布，2026 年 4 月 10 日生效。发布机构为国家发展改革委、市场监管总局和国家网信办。该规则针对用于维持此前竞争均势的三种行为：

1. 第五条禁止通过限制流量、搜索降序、下架商品或者服务等措施强制商家降价、参与促销、提供不高于其他销售渠道的价格或开通自动跟价系统。
2. 十一条要求补贴透明并禁止虚假、夸大宣传补贴金额和力度。
3. 第十四条禁止强制商家以低于成本的价格销售商品或者提供服务，正品清仓情况除外。

2026 年 5 月 25 日的北京监管会议将上述调整落到了实处。九部门在 618 进入高峰前约谈了 17 家平台。它们要求平台杜绝非理性大额补贴并纠正内卷式竞争。要指出的是监管机构在事前划下了红线，而非在价格战后做出反应。

我们的观点与市场不同，即反内卷有利于长期利润，尽管会带来短期收入压力。降低补贴可能造成报告 GMV 和收入降速，但也应能减少获客成本、商家让利和履约支出。我们的预期是竞争将转向服务质量、商家工具和供应链效率，而规模化老牌公司在这些方面仍有优势。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

执行力度可能如何弱化

我们谨慎地认为执行力度并不确定，原因是支出实操行为的演变将快于监管条文的定义。举例来说，2026 年初，阿里巴巴通过千问 AI 助手在一天内发放了约 30 亿元奶茶免费券。此项活动被界定为 AI 智能体落地，而非传统补贴。我们预测此类开支可能被重新标记为会员福利、物流投资或生态奖励等项目。

我们将关注三个方面：

- 重新分类：将补贴列为 AI 落地、会员或基础设施支出。
- 场合转移：竞争进入规则尚未覆盖的垂直领域。
- 执行差异：不同省份或不同部门的处理不同。

测试方法很简单：阿里巴巴、京东、拼多多和美团的合计销售和营销费用在截至 2026 年 12 月的两个季度内应将同比下降。如果不是这样，我们就可能推断上述规则未能改变竞争行为。不过，在出现这些证据前，我们的利润率改善逻辑仍是基准情景——只是存在很大的执行风险。

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

旧增长动力开始减弱

传统平台份额流失速度放慢

我们的利润率逻辑取决于传统平台的份额流失速度慢于 2021-2023 年。我们认为目前这个条件已得到满足。我们估算，淘宝/天猫、京东、拼多多和唯品会应占 2026 年中国线上零售 GMV 的 71%左右。这表明其同比降幅约为 1 个百分点，而 2021-2023 年每年流失 3-5 个百分点。短视频和直播电商的份额仍在扩大，但我们认为其冲击速度正在放慢。

表 1: 中国电商市场份额（占线上实物商品零售 GMV 的百分比）

平台	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
淘宝/天猫	64%	57%	48%	42%	38%	36%	34%	33%
京东	20%	20%	20%	20%	17%	17%	17%	17%
拼多多	10%	13%	15%	17%	19%	20%	20%	20%
唯品会	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
传统平台小计	**95%**	**90%**	**85%**	**80%**	**75%**	**73%**	**71%**	**71%**
快手	1%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
抖音		3%	7%	11%	14%	15%	17%	18%
微信				0%	1%	1%	2%	2%
短视频直播平台小计	**1%**	**6%**	**11%**	**16%**	**20%**	**23%**	**25%**	**25%**
其他	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

资料来源：唯品会 2019-2025 年年报、摩根大通估算

不过，抖音报告的增长可能会考验这一观点。据 36 氪估算，2024 年抖音的 GMV 达到约 3.5 万亿元，同比增长约 30%；2024 年 8 月-2025 年 7 月增长了 34%，其中货架电商 GMV 增速为 49%。我们在调整时采用相同的分母并针对退货进行了调整。我们注意到第三方数据通常包含退货和取消的订单。我们在表 1 中的估算扣除了退货，并使用国家统计局发布的网上实物商品零售额作为分母。结构上看内容电商的退货率更高，尤其是服装，我们认为补贴部分支撑了抖音的货架电商增长。

抖音继续扩大市场份额，但其年度涨幅已从 2021-2023 年的 4-5 个百分点降至约 1 个百分点。增长也开始从直播转向货架基础设施。这让抖音进入了那些信任、物流、退货和选品的重要性更高的品类，从而提高了增量 GMV 的边际成本。两个因素支持这种观点：1）大多数潜在的直播首购用户已经进入了这个市场，获客成本正在趋同。2）均价较高的品类仍更适合物流和售后服务有保障的搜索平台。我们估算抖音超过 60%的 GMV 来自均价低于 120 元的商品。不过货架电商的快速增长表明这种品类的边界可以改变。

在传统电商中，淘宝/天猫仍是流失份额的主要来源，从 2017 年的 67%降至 2026 年估算的 33%。2023 年以来京东的份额一直接近 17%，这
物流的价值主张，尽管国补对其 2024-2025 年的表现有所增益。
将注意力转向 Temu 和海外变现，拼多多的份额一直稳定在近

主要结论：随着市场份额变动趋缓，行业阿尔法从捕捉 GMV
量变现并以最佳利润率运营的公司。

人在草木间

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

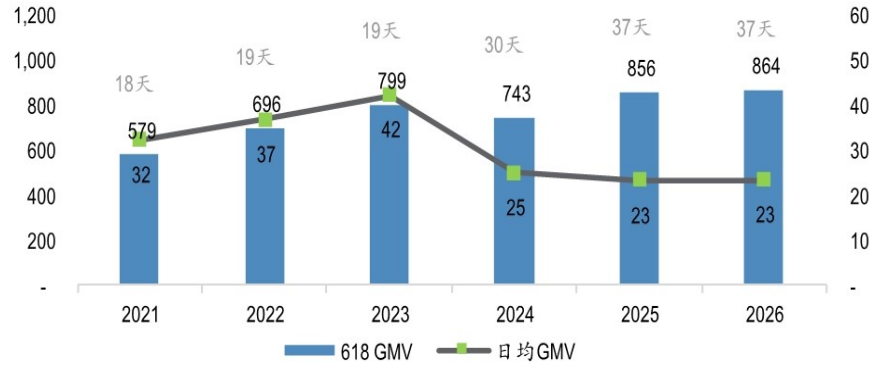
姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com

购物节不再创造增量需求

在渗透时代购物节很有效。双十一和 618 教育用户将需求转移到线上，并给予平台明显的 GMV 催化剂。这些工作已基本完成，原因是线上渗透率超过 35%，全年都有折扣，而且促销期延长。

披露数据和持续时间表明出现滑坡：2021 年增速降至 8.5%后阿里巴巴不再公布双十一 GMV。星图数据提供的信息显示，618 GMV 从 2021 年的 5,785 亿元升至 2025 年的 8,556 亿元。在此期间，活动时间从 2023 年的 19 天增至 2025 年的 37 天。天数增加了 95%，带来的 GMV 增幅仅为 7.1%。多出来的天数所产生的 GMV 不到 2023 年核心时段日均水平的十分之一。2024 年 GMV 下降 7%，我们认为 2025 年的反弹在很大程度上源于国补。

图 1: 618 GMV 和日均 GMV（10 亿元）



资料来源：星图数据（截至 2026 年 9 月 4 日）、摩根大通。注：促销窗口期为星图数据的观察期

2026 年 618 提供了进一步的支持。京东的购物节窗口期延长至 46 天，各平台再次对整体 GMV 避而不谈，促销也转向更简单的直接折扣。星图数据测算的 5 月 13 日-6 月 18 日平台 GMV 为 8,636 亿元，对应的可比增长率约为 1%。单独披露的闪购 GMV 为 628 亿元。

我们认为 618 购物节仍很重要，但已不再是该行业的主要增长机制。我们要着重指出滑坡背后的四个因素：

- **持续时间延长消除了紧迫性。**消费者把同样的资金分配到了更多的天数中，而不是将消费篮子扩大。
- **拼多多将每日低价常态化。**消费者不再需要等到购物节来享受折扣。
- **商家的投资回报率变差。**广告成本上升，折扣驱动的利润率和复购率则下降。
- **内容电商开辟出日常发现渠道。**尽管仍受《价格行为规则》约束而且货架 GMV 增长也依靠补贴，但抖音相对不那么依赖于集中的活动。

购物节衰落的影响有利也有弊。它减少了高成本促销和折扣，为利润率提供了支持，但也降低了集中竞价需求，历史上这种需求提高了阿里巴巴利润率最高的广告收入。关键问题在于全年度变现——如软件收费、AI 广告工具、会员制

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

和更高频的流量——是否足以抵消购物节密度的下降。如表 4 所示，我们认为对 2027 财年的阿里巴巴来说就是如此。

国补在2025年制造了部分增长

在我们看来，消费品以旧换新专项计划是 2025 年电商增长中最大的外部动力，而且对京东的影响最大。该项目资金来自 3,000 亿元超长期专项国债。国家发改委公布了逾 3.6 亿项补贴申请，相关商品销售额超过 2.6 万亿元。据估算此项行动对零售总额增长的贡献率约为 0.6 个百分点。

线上效应更大，这是因为补贴品类（家电、智能手机、数字产品和汽车）均价较高，线上渗透率也较高。可开发票、安装、配送和回收旧物的平台捕获的需求明显高得多。第三方追踪显示，2025 年双十一期间京东的家电品类份额为 42.8%，手机为 56.9%，展现出了这样的偏向。我们认为第三方平台（3P）架构限制了拼多多的参与，这在一定程度上解释了它在国内相对减速的原因。

2026 年以旧换新项目规模缩小且范围收窄。政府资金降至 2,500 亿元，家电覆盖范围减少到六个一级能效种类，汽车补贴从固定金额变为按价格比例予以支持。按照 2025 年每 1 元补贴带来约 8.7 倍销售额的实际倍数计算，仅补贴款减少 500 亿元就意味着销售额下降 4,300 亿元左右。由于以旧换新需求已提前至 2025 年，我们还预测倍数将降低。

我们的基准情境假设整个零售行业由补贴驱动的销售额同比下降约 7,250-8,500 亿元，其中 4,000-5,500 亿元降幅出现在线上。因此从 2025 年到 2026 年对线上零售增长的贡献将出现约 1.5-2 个百分点的波动，从显著有利变为大致中性。

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 2: 国家以旧换新行动，2025 年对比 2026 年

	2025	2026	解读
中央资金	3,000 亿元超长期专项国债	2,500 亿元	-17%
下发批次	四个季度批次；最后一批 690 亿元于 10 月下发	季度批次；首批 625 亿元于 2025 年 12 月 30 日提前下发	启动更早，授权月度节奏持平
成本分摊	中央-地方	整体 9:1；东部/中部/西部中央占 85/90/95%	地方补贴现明确为可选项
覆盖范围	5 类（汽车、家电、数码产品、家装/厨/卫、电动自行车）	全国统一为 4 类（汽车报废、汽车置换、家电、数码/智能产品）	中央资金不再包括家装和电动自行车
家电-范围	12 大类，2 级及以上能效	6 大类（冰箱、洗衣机、电视、空调、个人电脑、热水器），仅限 1 级能效	行动中范围收缩幅度最大的部分
家电-补贴比例	15%，1 级能效额外补贴 5%；不超过 2,000 元	统一为 15%；不超过 1,500 元；每类一件	实际补贴比例下降 5 个百分点，上限下调 25%
数码/智能产品-范围	3 大类（手机、平板电脑、智能手表/手环）	4 大类（增加智能眼镜）	唯一扩大范围的领域
数码/智能产品-补贴比例	15%，价格不超过 6,000 元，上限为 500 元	未变	中性
汽车-报废	统一为 20,000 元，新能源汽车为 15,000 元，燃油车不超过 2.0 升	新能源车为售价的 12%，不超过 20,000 元；燃油车为售价的 10%，不超过 15,000 元	补贴充分的仅限售价高于约 16.7 万元的新能源车
汽车-置换	由地方设定，通常为新能源车 15,000 元/燃油车 13,000 元	新能源车为售价的 8%，不超过 15,000 元；燃油车为售价的 6%，不超过 13,000 元	全国统一；禁止地方更改
地方决定权	宽泛（自定品类，自定标准）	限于智能家电和自出资金品类	分散度下降
带动销售额	超过 2.6 万亿元；3.60 亿人次	2026 年上半年为 1.1 万亿元；1.50 亿人次	-
杠杆比率	1:7.8	年初迄今 1:10.3	补贴率下降直接提高了杠杆倍数

资料来源：《国家发展改革委 财政部关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（链接）、《国家发展改革委 财政部关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（链接）、摩根大通

2026 年 2 季度和 2026 年 4 季度京东面临的同比基数最高。在我们看来，这些比较基数可能暂时掩盖实际经营的改善，我们同时建议将政策驱动的品类需求和底层份额及利润率区分开来。检查对象是将国家统计局的每月家电和通信设备零售额与公布的资金拨付情况进行比较。天猫受到了显著影响，但其覆盖品类更为多元化；拼多多由于 2025 年获得的收益最少，面对的比较基数变化也最小。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

闪购：评估 1,800-2,000 亿元投资

在我们看来，2025-2026 年闪购领域出现的竞争强度是 2016 年社区团购上线以来中国消费互联网中最大的一笔可选投资。2025 年 2 季度-2026 年 1 季度，阿里巴巴、美团和京东（通过投资）消耗了相对于补贴前基线大约 1,800-2,000 亿元的利润。其成本包括消费者补贴、商家激励、骑手配送费和增量履约。监管政策使得同样规模的又一次补贴行动变得不那么可能。剩下的问题是这笔支出是否创造出了持久流量，保住了有价值的用户，或者是否构建起了可重复使用的物流资产。

基于我们的评估，我们到目前为止的获胜者排名是阿里巴巴第一、美团其次，京东第三。阿里巴巴产生了最可观察到的变现投入，美团以最低的绝对成本保住了最有价值的订单群体，而京东的回报仍然最难以衡量。

表 3: 闪购投资回报率评分表

平台	估算损益表影响	换来的收获	证据	缺失证据
阿里巴巴	2026 财年 EBITA 下降 857 亿元	流量、频率、份额、生态	2025 年 4-9 月日活跃用户从 3.75 亿增至 4.37 亿（Questmobile）；2025 年双十一期间来自闪购用户的新订单超 1 亿（链接）	正常价格下客户管理收入转化情况
美团	2025 年变为亏损约 590 亿元	保住了高端订单	据公司介绍，15 元以上订单份额超过三分之二；30 元以上订单份额超过 70%	补贴过后的留存率
京东	全周期亏损超过 400 亿元	骑手密度，最后一公里物流	据公司介绍，布局 350 座城市，日订单峰值突破 2,500 万单	可盈利的零售份额

资料来源：阿里巴巴 2026 财年年报、美团 2025 年年报、京东 2025 年年报、Questmobile（链接，截至 2026 年 2 月 4 日）、摩根大通估算

阿里巴巴：投资牵引的最清晰证据

阿里巴巴的支出最多。2026 财年中国电商事业群的调整后 EBITA 从 2025 财年的 1,932 亿元降至 1,075 亿元。管理层将减少的 857 亿元大多归因于闪购投资。第三方测算（易观分析）淘宝闪购（原饿了么）2025 年 4 季度的市场份额为 30-40%中段（链接），我们估算 2026 年上半年该数字环比下降。

战略产出比具体份额数字更清晰。淘宝日活跃用户数量从 2025 年 4 月的约 3.75 亿升至 9 月的 4.37 亿。2025 年双十一新增闪购用户带来超 1 亿订单。管理层的目标是不含餐饮日均零售订单约为 2,000 万份，2027 财年内每单盈利为正，以及 2027 财年投资约为 2026 财年水平的一半。

因此在我们看来，阿里巴巴的投资回报率取决于变现转化：优惠券和其他补贴退坡后，更高的频率和新用户能否提供客户管理收入、软件费用和 88VIP 会员经济效益？我们将在 9 月份的财报季期间寻找答案。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

美团：昂贵的防守成本，但专注于高价值订单

美团的集团调整后业绩从 2024 年的 358 亿元利润变为 2025 年亏损 234 亿元，变动幅度约为 590 亿元。核心本地商业从 524 亿元营业利润变为亏损 68 亿元。但管理层数据显示美团保住了逾三分之二的 15 元以上订单份额和超过 70%的 30 元以上订单份额。

我们的结论是美团的支出用在了让渡一部分寻求补贴的低价值尾部业务，同时保住高端群体。尽管公司未披露各个群体的留存率，但如果停止补贴后订单频率和商家经济效益恢复正常，这可能就是理性的做法。

京东：外卖以外的物流价值

2025 年 2 季度京东的新业务部门出现营业亏损 148 亿元，2026 年 2 季度为 99 亿元，我们估算全周期亏损超过 400 亿元。我们基于骑手应用估算其闪购份额最终接近 10%，意味着份额每扩大一个百分点的现金消耗率居同业首位。

京东的支出还在 350 座城市构建起了骑手密度和最后一公里物流，这个网络可支持其在家电、电子产品及超市方面的现有优势。举例来说，格力已将 13,000 家门店放入闪购平台，而重大智能手机发布目前也已在闪送网络中实现。我们对此的看法是京东获得了一种选择，可将其 1P 服务主张扩展到高价值商品开始迁往的渠道。不过，盈利回报尚未得到证实，在目前可度量范围内，这使京东位居第三。

我们如何判断回报

我们通过三项指标来判断闪购投资的回报：

1. **每一个百分点份额的成本：**累计利润差额除以所获或保住的份额。测算方法说明：利润差额包括直接业务亏损和估算的核心零售利润率损失，从而使其成为上限估计值。
2. **每位增量用户的成本：**利润差额除以增量日活跃用户或活跃买家，与约为 150-300 元的电商获客成本进行对比。
3. **变现转化：**按正常变现率计算，所获流量是否产生广告收入、核心 GMV 和正每单盈利。

我们在悲观情景中采用的 12 个月留存率为 25%，基准情景为 45%，乐观情景为 60%。两到三个无干扰季度应可揭示流量是否仍然留存。在我们看来，阿里巴巴目前拥有最清晰的可观察产出。美团保住了宝贵的核心业务，京东则打造出了回报还未得到证实的资产。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

下一个盈利驱动力

下一个行业盈利期将取决于全年度变现、服务差异化和运营效率。又一个购物节或全面补贴周期不大可能形成主要动力。AI 通过理顺活动管理并改善商家的广告投资回报率，对短期每单盈利形成支撑，但我们认为它给广告界面带来了长期风险。

阿里巴巴：客户管理收入是从流量到盈利的桥梁

购物节缩水对阿里巴巴的总影响最大，原因是事件驱动型营销历来集中了商家竞价并提高了广告密度。在我们看来，阿里巴巴也是新机制最明确的净受益者，原因是其变现杠杆全年都在发挥作用；其中包括：

- 2024 年引入的 **0.6%的软件服务费**与节日无关且利润率高。
- **全站推**利用 AI 进行自动化活动管理，并将传统竞价服务效果较差的长尾商家变现。第三方报告（链接）给出的 2026 财年渗透率为 45-50%。
- **88VIP** 会员超过 5,000 万，集中了商家付费触达的高价值群体。

现在这些工具已用于更大的流量池。公司提供的数据（链接）显示，闪购活动过后，月活跃消费者同比增长了 25%。据公司介绍，2025 年 1-3 月的季度客户管理收入实现了 12%的增速，主要受变现率、软件费和全站推渗透率上升推动；同口径下 2026 财年客户管理收入同比增长 8%。

表 4: 为下个季度搭建的客户管理收入桥梁

动力	悲观	基准	乐观
全站推渗透率(2027 财年底预期)	40%	45%	50%
闪购群体留存率(12 个月)	25%	45%	60%
购物节竞价强度变化	-20%	-10%	0%
软件费用结转	全额	全额	全额
对应的 2027 财年同口径客户管理收入增长率	低个位数	高个位数	低两位数

资料来源：摩根大通估算

我们的基准情景是软件费、AI 广告渗透率和流量转化足以抵消购物节广告竞价减少的影响。悲观情景包括购物节广告竞价强度下降 20%、25%的用户留存率和仍为 40%的全站推渗透率。我们将关注 6 月季度和 9 月季度的业绩，它们应能表明客户管理收入增速能否在闪购投资下降的情况下超过 GMV。

京东：服务和物流重获定价权

1P 模式意味着协同折扣对京东的影响特别大。每个大型购物节都需要更大幅度的直接折扣来保持 GMV，从而压缩商品利润率。我们认为更严格的监管限制应能减轻这种压力。

《价格行为规则》还禁止采取自动价格匹配和强制商家的方式，这使服务差异化难以变现。京东仍可在配送速度、安装、售后服务和以旧换新方面展开竞争

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

，而不是放任算法平价来削弱这些优势。这得益于其 1,500 多个仓库和高单价品类直采，在这些领域信任和服务驱动着转化。

我们认为闪购业务增加了可选项，其最后一公里配送可将京东现有的 1P 服务主张扩展到家电、电子产品和超市领域，使这个网络突破单独的外卖业务。短期复杂化因素是国补同比基数。

京东的收入和份额从 2025 年以旧换新专项计划中受益最多，这给 2026 年 2 季度和 2026 年 4 季度带来较高的同比基数。我们的“增持”评级将眼光投向这种压力以外：报告的品类增速放缓可以和更好的底层利润率以及持久的份额并存。我们将关注国家统计局的每月品类数据以便进行实时检查。

拼多多：购物节影响较小，规则限制更大

拼多多对购物节的依赖度最低，原因是其模式将每日低价制度化。限制自动跟价、强制商家参与和“百亿补贴”营销的规则对这个平台的影响也最为直接。国内增长已经放缓。2025 年 4 季度核心广告收入同比增长约 5%/2026 年上半年增幅为低个位数，而 2026 年 2 季度总收入增长 8%，远低于 2022-2023 年 50%以上的增速。

一部分放缓数据并不像看上去那么令人担忧。与京东和天猫相比，拼多多的 3P 模式捕捉到的以旧换新需求较少，因此我们认为 2025 年的比较基数低估了其相对竞争地位。2026 年以旧换新规模下降缩小了报告的差距。

更大的问题在于 Temu。美国对 800 美元以下包裹的免税政策于 2025 年 5 月终止，迫使商家进行本地履约并降低了美国的流量。Temu 已转向约占三分之一月活跃用户的欧盟。拉美的占比为四分之一左右，2025 年上半年增幅为三位数（链接）。不过，这两个地区的监管和关税风险都在上升。管理层成立了新拼姆来整合拼多多和 Temu 的供应链，初步投入 150 亿元资金，三年内将达到 1,000 亿元。我们预测此项投资将限制短期利润率扩张。

我们认为有三种潜在结果：

- **悲观：**在美国经济依旧疲软的情况下，欧盟的限制措施可能削弱该运营模式，从而移除这个主要增长点。
- **基准：**在欧洲和拉美成功进行本地履约，贡献减少但为正，同时新拼姆构成多重年度的利润率上限。
- **乐观：**供应链整合打造出具有防御性的全球高性价比零售业务。

我们的“中性”评级是对国内变现放缓、财务披露有限、监管风险以及 Temu 的一系列可能结局抵消公司的运营效率和全球增长潜力的反映。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

AI：短期工具，长期界面风险

短期内，AI 支持了整个行业的单位效益。举例来说，全站推助力阿里巴巴将更多商家变现。京东用大语言模型来简化广告创作并提高转化率，自动化仓储和物流则降低了运营成本。这些后端效率的提升支持我们的利润率逻辑，而且不需要新的面向消费者的界面。

中期争议则有所不同。2026 年 5 月，阿里巴巴将千问与淘宝和天猫的 40 多亿款商品连通，实现了支付宝结账、虚拟试穿和 30 天价格跟踪。春节推广期间，千问在阿里巴巴各消费界面中的月活跃用户达到约 3 亿，并实现了约 1.3 亿次首次 AI 购物体验（链接）。豆包正在开发抖音中的并行界面，腾讯也开始在微信中构建智能体。

乐观情景是在规模化基础设施上进行更好的匹配和转化。不过，风险在于随着智能体主导的搜索变得流行起来，用户可能希望获得无偏向的推荐，而平台仍在将付费排名变现。智能体主导的发现可能削弱基于竞价的广告变现，除非出现智能体原生广告。我们预计这种风险对 2026-2027 年的盈利影响有限。短期内，AI 更有可能改善变现和效率，而不是破坏基于竞价的成熟广告模式（即关键词竞价和付费搜索排名）。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

我们可能在哪里出错?

四个季度的日历口径

我们预计我们的逻辑将在接下来的四个季度中面临考验。可关注的数据有：

1. **2026 年 9-11 月财报季：**以表 4 中我们的 45%基准情景为对象，评估阿里巴巴、美团和京东的补贴后订单量和留存率。
2. **2026 年 10-11 月，双十一：**观察持续时间、补贴文案、商家条款和阿里巴巴 12 月季度的客户管理收入季节水平。
3. **拼多多的季度业绩：**国内线上营销增长率连续两个季度重新提速至 5%以上，同时调整后营业利润率稳定，可能支持更乐观的看法；欧洲或拉美出现与美国取消小额包裹免税相当的监管行动可能触发我们的悲观情景。
4. **国家统计局月度数据：**按照补贴发放时间交叉检验家电和通信设备销售，以便将政策驱动的需求和内生性消费分离开来，这可能考验我们对京东的投资逻辑。
5. **半年度第三方追踪：**观察来自第三方信源的抖音高均价品类结构和货架 GMV。持续向高价值品类渗透可能消除我们的份额流失减速观点背后的结构性制约因素。
6. **持续进行：**跟踪智能体界面产生的订单以及智能体原生广告产品的推出。这些可能决定 AI 是会重建还是侵蚀基于竞价（关键词竞价）的广告变现。
7. **2026 年下半年，市场监管总局：**关注快递补贴规则的最终确定以及《价格行为规则》下的第一批处罚。

如果阿里巴巴、京东、拼多多和美团的总体销售和营销支出在截至 2026 年 12 月的两个季度内未同比下降，我们就可能预计这将意味着“监管底”失守以及盈利预期上调可能面临风险。

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

个股摘要

阿里巴巴 — 增持：总体受影响，但净受益（链接）

购物节驱动的营销费用下降对阿里巴巴的影响最大，但它也拥有最强大的全年度变现系统和闪购补贴引发的开支压力已扩大流量的最清晰证据。我们认为0.6%的软件费、全站推、88VIP 会员和竞争性支出减少足以抵消购物节广告缩水的影响。主要风险是补贴获得的用户未能转化为客户管理收入。

我们截至 2026 年 12 月的阿里巴巴美股/港股目标价为 210 美元/205 港元，基于 16 倍 2028 财年预期市盈率。

京东 — 增持：利润率压力减轻加物流选项（链接）

我们给予京东美股和港股（JD US 和 9618 HK）“增持”评级：利润率反弹，新业务亏损收窄，近期收入疲软看来更多地源于国补形成的高同比基数，而非市场份额损失。我们认为其投资逻辑并不需要短期收入快速增长；相反，它立足于京东留住消费者并保持服务优势，同时降低竞争性支出以改善盈利。我们“增持”评级的支持因素来自月度品类数据不断改善，以及京东零售收入证实目前的放缓是暂时现象。

我们截至 2027 年 6 月的京东美股和港股目标价分别为 38 美元/148 港元，基于 9 倍 2027 年预期市盈率（3 年均值），相当于 10 倍 2026 年预期市盈率，而大多数中国电商同业当前股价对应的市盈率都低于 10 倍，原因是我们认为市场一致盈利预期面临上行风险。

拼多多 — 中性：国内受限制，海外有选择（链接）

我们给予拼多多“中性”评级的原因是国内变现放缓、财务披露有限，监管风险以及 Temu 的一系列可能结局抵消公司的运营效率和全球增长潜力。如果国内线上营销增长率连续两个季度重新提速至 5%以上，同时 Temu 在更严格的监管下展现出可持续的经济效益，我们就可能变得更加乐观。

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 95 美元，基于 9 倍 2026 年预期市盈率，和我们给予京东的目标估值倍数持平。我们的目标价计入了拼多多较差的透明度和低财务可见度，并被其有竞争力的运营和业务模式所抵消。

唯品会 — 增持：股东回报支持稳定的利基赛道（链接）

我们给予唯品会“增持”评级，主要看点在于公司承诺将上一年度超过 75%的盈利用于股东回报，同时核心业务稳定，盈利具备韧性。营收企稳带来上行选择权。

我们截至 2027 年 6 月的目标价为 17 美元，基于 8 倍 2026 年预期市盈率，略低于其他纯电商同业（我们给予京东/拼多多的 2026 年预期市盈率为 9-10 倍），原因是唯品会的营收增长前景较弱，尽管其股东回报水平行业领先。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

行业风险

- 执行：支出被重新归类，保证金机制则未变。
- 消费疲软：信心减弱给可选消费品类带来压力，无论行业如何自律。
- 短视频的渗透：抖音的货架和高单价品类保持快速增长，从而扩大老牌公司的份额损失。
- 智能体界面的颠覆：AI 推荐蚕食付费排名经济效益的速度快于预期。
- 对 Temu 的监管：欧盟或拉美的行动显著降低拼多多的海外增速。
- 整体政策风险：对平台的监管扩展或改变方向而未做出通知。
- 地缘政治或上市风险：关税、中美紧张局势以及 ADR 相关不确定性对集团产生影响。

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

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 09 月 08 日的收盘价）
京东(JD/27.68 美元/增持), 京东- H(9618.HK/106.30 港元[2026 年 09 月 09 日]/增持), 唯品会(VIPS/13.03 美元/增持), 拼多多(PDD/79.75 美元/中性), 阿里巴巴(9988.HK/109.80 港元[2026 年 09 月 09 日]/增持), 阿里巴巴(BABA/112.66 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://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。

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)

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

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。

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

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

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

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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

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。