中国股票策略

主题轮动转向金融、大宗商品、医疗保健行业；基于盈利支撑的阿尔法筛选策略

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

9 月份，我们认为 AI 相关公司仍然处于有吸引力的介入点，尽管阿尔法集群不断扩大。我们从四个方面审视中国股市的投资机遇，包括价格动能、国内公募基金持仓、离岸投资者仓位调整和财务基本面。我们的分析采用双轨框架：对于拥挤的行业，测试是每股收益增长能否消化估值收缩（IT/AI 类股目前已清除了这一障碍）；对于低配行业而言，盈利加速增长是否足以支撑重建仓位。我们的结论也分两个方面。**关于 AI 相关股票，我们仍持建设性看法，看好国内人工智能供应链上的企业，包括：天数智芯、伟测科技、长电科技、中微公司和北方华创。MSCI 中国/沪深 300 指数 IT 行业成分股未来 12 个月每股收益增速分别为 46%/52%，足以为熊市趋平的美国国债收益率曲线（图 6）导致的任何市盈率收缩提供缓冲。除人工智能和高股东回报股票外，我们还看好医疗保健、券商、航运、港口、物流和化工行业股票。我们通过筛选确定了盈利连续两个季度加速增长、以及 2026 年 2 季度经营性现金流改善的 A 股公司（图 5）。**

- **继续将投资组合向不太拥挤的低配行业调整。**我们在中国和新加坡接触的投资者好像正在调整投资组合，大多数投资者在积极寻求多元化。黄金、医疗保健和高收益股已成为增量资金默认的配置对象。这种轮动操作的投资者占比引发的问题是，仓位是否转向了另一个极端。截至 9 月 1 日的 5 个交易日表现显示领涨板块范围在扩大，伴随苹果新产品将于 9 月 9 日发布，智能手机供应链保持强劲，云计算、数据中心、数字人民币和网络安全也在追赶之中。在非人工智能领域，娱乐和银行（尤其是国有银行）脱颖而出。我们认为娱乐、数字人民币和网络安全等主题可能受益于在岸投资者为避免公募基金在拥挤领域的卖出压力而转向小盘股。在过去 5 天回报率跑输大盘的板块中，储能和电网是受到美国禁止使用中国制造电气设备行政令伤害的代表；医疗保健回吐了此前的一些收益；传统的内需个股仍然疲软，包括航空公司、汽车、本土品牌和零售业整体。

- **在岸公募基金仓位：低配行业叠加每股收益增长。**截至 2026 年 2 季度，在岸主动型公募基金将其投资组合的 46%配置到 IT 行业，比历史均值高 3.9 个标准差——这是过去十年任何其他行业都无法比拟的极端集中度（图 3 和图 4）。这种拥挤程度反映了两个强化力量：在人工智能和国内半导体周期中，基金经理积极加仓科技股，且科技主题基金的资产管理规模增长快于同业，这导致行业总权重被动提升，即使基金没有作出增量买入决策。另一方面，可选消费品、日常消费品和医疗保健分别较其各自的历史均值低- 3.3 个标准差、-1.8 个标准差和-1.5 个标准差。虽然前两个行业受制于对国内需求疲软的担忧，但医疗保健行业在未来 12 个月每股收益稳健增长约 12%的支持下成为市场不难做出的选择。除医疗保健行业外，我们认为金融（-1.1 个标准差，尤其是券商行业头部公司）和工业行业（-

0.9 个标准差，交通运输行业表现出色）也受到每股收益韧性增长的支撑。

- **离岸投资者的仓位以及美国国债到期收益率上升对中国股市的影响。**摩根大通亚洲股票策略团队指出，区域内纯多头投资者现在主要超配中国新能源汽车/电气化（宁德时代是其在该地区超配幅度最大的公司）、消费领域（包括互联网）、以及印度银行、韩国控股公司和银行（图 28-图 30）。主要低配行业包括台湾地区金融股、中国内地金融股、大多数中国内地小盘股、印度大宗商品股、以及韩国科技股。在对人工智能行业交易的担忧日益加剧的情况下，大部分配置增加都是通过削减低配头寸进行的，包括中国的多个领域（金融、科技和防御性行业）。我们的区域策略师指出，近期情景可能包括：（1）可能会出台更严格的货币政策和收紧流动性；（2）亚洲的周期性指标（量化宏观指数）恶化；（3）美国中期选举前的规避风险操作；（4）在 10 月份 3 季报之前缺乏新的盈利催化剂；（5）季节性因素不佳为未来几周谨慎操作提供了理由。我们对美国国债到期收益率上涨对中国股市影响的研究表明，在熊市平坦化期间，未来 12 个月市盈率倍数往往会收缩，其中美国 2 年期国债到期收益率上行快于 10 年期国债，且这种情况通常出现在政策利率上调周期。尽管如此，我们还发现，虽然 MSCI 中国指数成分股估值倍数平均收缩 20%，但：1）高收益股、以及医疗保健、房地产和工业类股对未来 12 个月市盈率收缩的敏感性往往较低；2）未来 12 个月每股收益显著增长可在板块层面抵消这一影响。关于未来 12 个月每股收益增长的市场一致预期目前认为 IT（增长 46%）是最有可能实现每股收益增长抵消市盈率收缩的行业。

- **股票筛选：2026 年下半年的四个阿尔法集群。**为了确定 2026 年下半年的潜在基本面赢家，我们基于盈利连续两个季度加速增长、2026 年 2 季度经营性现金流环比和同比同时加速增长、市值超过 10 亿美元三个指标对 A 股公司进行了筛选（图 5）。目标是抓住需求改善、利润率扩张和经营杠杆已经转化为现金生成能力的商业周期。筛选结果显示出 4 个不同的阿尔法机会。**首先，AIDC 的建设和技术日趋成熟。**除了销量增长外，这些公司还受益于更高的产品复杂性、更高的平均售价和更高的利润率，包括印刷电路板、覆铜板、光纤和互联、光学激光芯片、多层陶瓷电容器（MLCC）和芯片代工。**其次，部分板块的资本支出扩张，**包括电力/电网设备、热力管理、电池设备和采矿机械等，尽管电气设备目前受到美国对中国制造产品的限制。**第三，部分材料细分板块的定价能力改善和利润率提升，**具体表现是化工品价差扩大、电池隔膜的产能利用率回升、以及拥有人工智能和电子产品需求敞口的先进材料行业的产品组合升级。其共同主题是从行业去库存和产能过剩压力向更加健康的供需平衡过渡。**第四，固定成本较高的基础设施资产的经营杠杆和收益率扩张。**水力发电受益于发电量强劲增长；铁路受益于客运量复苏和票价优化；港口受益于吞吐量和价格改善。这些行业的盈利加速受到新产能增加的推动较少，受资产利用率和收入收益率提高的推动较大。.

- **我们在新兴市场/亚洲市场配置中维持对中国股票的“超配”立场，并维持 MSCI 中国指数/沪深 300 指数 2026 年底基准情景下目标点位分别为 100**

点和 5,200 点的预测，这是基于 14%/25%的每股收益同比增速一致预期。流动性仍然充裕，但尚未回到我们在 6 月看到的过剩水平。首批 2 季度业绩显示，AI 仍是头号增长主题，财务表现跑赢整体中国股市。我们认为，这一突出表现能够支撑 AI 生态在 2026 年 3 季度反弹，尽管流动性扰动可能使路径较为波折。对于寻求多元化配置的投资者，我们在非 AI 领域的首选股包括美团、中国银行-H、宁波银行、中金公司-H、信达生物、比亚迪-H 和华润置地。中国政策制定者在平衡股票发行与回购方面的举措亦有望为 2026 年下半年股东回报增长主题提供支撑。

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、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

J.P.Morgan 摩根大通

图 1：2026 年 8 月回报领先/垫底投资主题

主题	5 日股价回报	1 个月股价回报	本年迄今股价回报	14 日相对强弱指数
光电共封装	4.6	34.1	74.3	47.9
印刷电路板 (A-股)	9.7	28.7	70.1	47.9
黄金	-0.1	27.2	13.6	60.6
合同研发生产	-3.9	24.8	52.5	58.5
高美国敞口	-3.3	19.4	60.9	63.6
稀土（A 股）	2.6	18.5	21.5	47.9
医疗保健领先公司	-4.7	18.4	47.1	55.4
华为供应链	9.4	17.4	27.9	57.8
智能手机供应链	7.7	17.3	43.2	47.9
核聚变	3.3	16.5	-0.1	48.4
智能电网	-3.4	-3.6	-8.8	47.9
本土品牌	-3.1	-3.8	-17.6	42.8
在线游戏	1.4	-4.1	-20.8	47.9
基础设施	-1.3	-4.3	-8.2	38.0
光伏	-3.0	-4.4	-35.9	47.9
零售	0.5	-6.6	-21.7	37.3
汽车	-4.5	-9.3	-25.3	37.3
纯电动汽车	-2.4	-9.5	-27.6	39.9
互联网	0.6	-10.0	-29.0	32.6
航空公司	-5.1	-12.5	-47.0	33.4

资料来源: Bloomberg Finance L.P.（2026 年 8 月 31 日）

图 2：截至 9 月 1 日的 5 日回报领先/垫底投资主题

主题	5 日股价回报	1 个月股价回报	本年迄今股价回报	14 日相对强弱指数
娱乐	8.5	11.2	-13.5	65.3
网络安全	6.9	3.5	-24.7	47.9
华为供应链	6.1	15.0	25.4	57.8
云计算（A 股）	6.0	4.0	-9.8	47.9
DeepSeek 生态	5.1	0.2	-20.9	47.9
国有银行	4.3	4.2	19.1	73.9
数字化人民币	4.2	6.8	-31.0	47.9
量子计算	4.0	12.2	23.0	47.9
自动驾驶	3.9	4.6	-11.6	47.9
煤	3.6	11.1	25.5	67.1
零售	-3.2	-8.3	-23.1	37.3
本土品牌	-3.3	-3.6	-17.5	42.8
制药	-3.8	-2.6	-15.1	41.1
智能电网	-4.6	-4.4	-9.5	47.9
纯电动汽车	-4.8	-9.9	-27.9	39.9
生物科技	-4.9	7.0	12.1	47.1
汽车	-5.5	-9.6	-25.5	37.3
医疗保健领先公司	-5.8	18.5	47.2	55.4
航空公司	-6.9	-12.8	-47.1	33.4
储能	-7.4	-1.2	-7.9	36.0

资料来源: Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

图 3：在岸公募基金行业持仓占比

行业	06 '26	12 '25	06 '25	12 '24	06 '24	12 '23	06 '23	12 '22	06 '22	12 '21	06 '21	12 '20	06 '20	12 '19	06 '19	12 '18	06 '18	12 '17	06 '17	12 '16	06 '16	12 '15	06 '15	12 '14	06 '14	12 '13	06 '13
信息技术	38	28	26	23	20	22	24	19	17	19	17	18	23	21	16	15	14	15	15	16	20	23	20	13	16	14	11
工业	12	15	14	15	15	14	15	17	16	16	14	13	10	10	9	11	9	13	14	18	17	16	16	15	14	15	13
材料	11	14	8	8	9	9	9	11	15	15	13	12	6	7	5	6	9	10	10	10	11	9	7	7	6	6	5
医疗保健	9	13	15	14	14	18	15	16	14	13	16	14	21	13	12	12	14	9	11	11	11	10	11	9	16	15	14
可选消费	5	10	13	13	11	10	9	9	10	10	11	13	11	13	13	12	14	14	14	13	12	14	11	11	13	14	12
日常消费	3	5	7	7	8	10	9	12	11	10	11	13	13	12	16	11	11	10	6	5	6	4	4	5	7	9	8
金融	2	3	4	4	3	3	2	2	3	4	5	5	3	8	10	10	6	9	8	5	4	4	6	16	4	5	6
能源	1	1	1	2	3	2	1	1	1	1	1	1	0	1	1	2	2	1	1	2	2	1	1	1	2	2	2
公用事业	0	1	1	1	3	2	2	2	2	2	1	0	0	1	1	2	1	1	3	3	3	3	2	2	1	1	2
房地产	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	3	3	2	2	2	2	2	2	3	7	3	3	6
电信服务	0.3	0.8	1.5	1.4	1.5	0.9	0.4	0.3	0.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.8	0.7	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日）

图 4：在岸公募基金行业持仓分别较其历史水平的标准差

行业	06 '26	12 '25	06 '25	12 '24	06 '24	12 '23	06 '23	12 '22	06 '22	12 '21	06 '21	12 '20	06 '20	12 '19	06 '19	12 '18	06 '18	12 '17	06 '17	12 '16	06 '16	12 '15	06 '15	12 '14	06 '14	12 '13	06 '13
信息技术	3.9	1.2	0.9	0.5	0.0	0.3	0.6	-0.1	-0.4	-0.1	-0.4	-0.2	0.6	0.1	-0.5	-0.8	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	0.1	0.5	0.1	-0.9	-0.5	-0.9	-1.3
工业	-0.9	0.4	-0.1	0.6	0.5	0.1	0.5	1.2	1.0	0.9	0.0	-0.4	-1.6	-1.5	-2.0	-1.2	-2.0	-0.6	0.0	1.7	1.1	0.8	0.8	0.3	0.0	0.6	-0.3
材料	0.7	1.8	-0.4	-0.5	0.0	0.1	0.0	0.5	1.9	1.9	1.4	0.9	-1.1	-0.9	-1.4	-1.2	0.1	0.3	0.2	0.4	0.6	0.0	-0.8	-0.8	-1.1	-1.0	-1.3
医疗保健	-1.5	-0.2	0.7	0.2	0.4	1.6	0.7	0.9	0.1	-0.2	0.8	0.4	2.7	0.0	-0.3	-0.3	0.3	-1.7	-1.0	-0.8	-1.0	-1.3	-0.7	-1.4	1.0	0.5	0.1
可选消费	-3.3	-0.9	0.5	0.6	-0.5	-1.0	-1.1	-1.1	-0.5	-0.9	-0.2	0.5	-0.2	0.6	0.5	0.2	1.2	1.0	1.2	0.9	0.1	1.2	-0.1	-0.4	0.7	1.0	0.1
日常消费	-1.8	-1.1	-0.6	-0.5	-0.2	0.3	0.2	1.0	0.8	0.4	0.7	1.4	1.3	1.0	2.3	0.7	0.6	0.3	-0.7	-1.2	-0.8	-1.3	-1.3	-1.2	-0.5	0.1	-0.1
金融	-1.1	-0.7	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	-0.8	0.8	1.5	1.4	0.3	1.0	1.0	-0.2	-0.4	-0.6	0.1	3.5	-0.3	-0.1	0.2
能源	-0.5	-0.6	-0.8	0.3	2.1	1.6	0.1	0.1	-0.1	-1.2	-0.9	-1.6	-1.9	-0.4	-0.4	1.1	1.0	0.0	-0.4	0.8	0.6	-1.0	-0.9	0.0	0.4	0.8	1.9
公用事业	-1.4	-1.2	-0.8	-0.1	1.9	0.3	0.4	0.1	0.0	0.6	-1.2	-1.5	-1.6	-0.9	-0.5	0.9	-0.2	-0.3	1.4	1.2	1.9	1.2	-0.1	0.5	-0.6	-0.3	0.3
房地产	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	-0.7	-0.5	0.9	0.5	0.9	0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.4	3.1	0.6	0.8	2.5
电信服务	-0.4	0.7	2.5	2.2	2.5	1.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.7	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	-0.3	-0.8	-0.5	0.7	0.5	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4

资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日）

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

图 5: 基于以下三个标准筛选的 A 股，按本年迄今回报率排名：（1）盈利连续两个季度加速增长，（2）2026 年 2 季度经营性现金流环比和同比均加速增长，（3）市值超过 10 亿美元

股票代码	公司名称	公司名称	GICS行业	市值 (十亿美元)	本年迄今回报率 (%)	未来12个月市盈率 (x)	1年动态每股收益增长 (%)	净利润环比 1Q26 (%)	净利润环比 2Q26 (%)	经营现金流环比 2Q26 (%)	经营现金流同比 2Q26 (%)
601869.SH	Yangtze Optical Fibre and Cable Joint Stock Co	长飞光纤	信息技术	24.2	251	30	832	44	391	96	197
688498.SH	Yuanjie Semiconductor Technology	源杰科技	信息技术	27.5	234	148	304	111	138	1030	597
300408.SZ	Chaozhou Three-circle (Group)	三环集团	信息技术	31.2	137	38	69	20	44	628	29
002859.SZ	Zhejiang Jiemei Electronic and Technology	洁美科技	材料	4.3	132	47	105	9	88	221	37
300285.SZ	Shandong Sinocera Functional Material	国瓷材料	材料	9.5	129	64	33	18	55	70	19
688347.SH	Hua Hong Grace Semiconductor	华虹宏力	信息技术	15.2	125	256	254	11	86	173	97
600183.SH	Shengyi Technology	生益科技	信息技术	52.2	104	35	115	30	84	322	44
601872.SH	China Merchants Energy Shipping	招商轮船	能源	22.1	101	11	135	2	52	45	124
001389.SZ	Delton Technology (Guangzhou) Inc	广合科技	信息技术	9.9	91	20	107	34	43	93	155
002768.SZ	Qingdao Gon Technology	国恩股份	材料	3.7	75	23	16	13	55	43	24
002648.SZ	Satellite Chemical	卫星化学	材料	14.3	59	9	101	36	94	236	115
300257.SZ	Kaishan Group	开山股份	工业	2.7	30	NULL	NULL	33	40	693	9
002167.SZ	Guangdong Orient Zirconic Ind Sci & Tech	东方锆业	材料	1.9	29	NULL	NULL	44	196	310	18
001872.SZ	China Merchants Port Group	招商港口	工业	8.4	29	NULL	NULL	41	46	113	24
603127.SH	Joinn Laboratories China	昭衍新药	医疗保健	4.2	28	67	82	10	114	158	238
300223.SZ	Ingenic Semiconductor Co,.	君正股份	信息技术	9.7	25	25	388	165	175	243	188
301376.SZ	Ziel Home Furnishing Technology	致欧科技	可选消费	1.3	24	16	47	17	127	130	45
300739.SZ	Sunshine Global Circuits	明阳电路	信息技术	1.3	23	NULL	NULL	73	124	132	767
300820.SZ	Sichuan Injet Electric	英杰电气	工业	1.9	20	33	45	22	66	216	112
300628.SZ	Yealink Xiamen Network Technology	亿联网络	信息技术	7.9	20	15	23	2	32	127	12
002222.SZ	Castech Inc	福晶科技	信息技术	4.7	18	NULL	NULL	8	77	213	175
002635.SZ	Suzhou Anjie Technology	安洁科技	工业	1.5	13	NULL	NULL	226	270	180	40
002128.SZ	Inner Mongolia Dian Tou Energy Corp	电投能源	能源	13.7	10	8	39	54	64	111	174
600900.SH	China Yangtze Power	长江电力	公用事业	103.4	10	19	8	7	18	6	2
000722.SZ	Hunan Energy Group Development	湖南发展	公用事业	1.2	9	NULL	NULL	61	1214	1642	431
688578.SH	Shanghai Allist Pharmaceuticals	艾力斯	医疗保健	7.3	7	15	33	11	42	61	27
300726.SZ	Zhuzhou Hongda Electronics Corp	宏达电子	信息技术	3.3	5	NULL	NULL	27	40	1599	41
603055.SH	Zhejiang Taihua New Material Group	台华新材	可选消费	1.3	3	11	37	17	91	17	175
688617.SH	APT Medical Inc	惠泰医疗	医疗保健	5.3	1	29	28	16	34	86	28
688981.SH	Semiconductor Manufacturing International Corp	中芯国际	信息技术	47.8	(0)	101	96	11	128	205	121
301175.SZ	Beijing China Sciences Runyu Environmental Technology	中科环保	工业	1.3	(2)	16	28	3	65	278	43
301029.SZ	Dongguan Yiheda Automation	怡合达	工业	2.4	(2)	22	29	37	46	42	18
601816.SH	Beijing-Shanghai High Speed Railway	京沪高铁	工业	35.7	(3)	16	10	10	15	42	15
688018.SH	Espressif Systems (Shanghai) Co,.	乐鑫科技	信息技术	4.3	(3)	35	34	12	46	1920	75
002545.SZ	Qingdao East Steel Tower Stock	东方铁塔	材料	3.4	(3)	NULL	NULL	6	43	31	60
603235.SH	JiangXi Tianxin Pharmaceutical	天新药业	日常消费	1.6	(7)	NULL	NULL	12	17	80	53
601100.SH	Jiangsu Hengli Hydraulic Co,.	恒立液压	工业	20.3	(8)	34	21	1	20	42	30
603599.SH	Anhui Guangxin Agrochemical	广信股份	材料	1.4	(10)	9	47	15	27	12	106
002444.SZ	Hangzhou GreatStar Industrial	巨星科技	可选消费	5.4	(11)	11	15	45	53	988	70
002812.SZ	Yunnan Energy New Material (Group)	恩捷股份	材料	7.6	(11)	15	1,283	14	115	362	1011
603193.SH	Runben Biotechnology	润本股份	日常消费	1.3	(12)	20	22	9	228	11373	26
002703.SZ	Zhejiang Shibao	浙江世宝	可选消费	1.6	(14)	NULL	NULL	36	48	1741	1189
002511.SZ	C&S Paper	中顺洁柔	日常消费	1.4	(17)	18	37	16	20	6	411
603915.SH	Jiangsu Guomao Reducer	国茂股份	工业	1.4	(24)	25	41	11	51	5115	102
601608.SH	CITIC Heavy Industries	中信重工	工业	3.3	(27)	36	48	5	20	1788	304
603262.SH	TSI Group	技源集团	日常消费	1.2	(29)	43	(5)	34	119	269	88
002050.SZ	Zhejiang Sanhua Intelligent Controls	三花智控	工业	20.0	(35)	29	8	13	20	26	73
300450.SZ	Wuxi Lead Intelligent Equipment	先导智能	工业	7.6	(36)	17	53	7	36	127	91

资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日），摩根大通

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

图 6: 在美国 10 年期国债到期收益率至少上涨 50 个基点期间 MSCI 中国指数的表现

	自1990年代起			自2010年起		
未来12个月市盈率变化	中位数	熊陡	熊平	中位数	熊陡	熊平
MSCI中国	3.0	6.4	-3.5	-7.9	6.4	19.8
信息技术	6.1	8.2	-14.3	-7.2	6.1	21.7
能源	9.1	9.5	0.7	5.6	9.1	25.0
金融	-0.6	2.6	-3.8	-3.5	-1.8	10.7
工业	3.2	3.5	2.0	-8.6	-7.6	11.9
材料	2.9	13.1	-15.7	-0.8	9.1	34.8
公用事业	-3.3	-3.0	-5.7	-6.7	-3.5	10.0
房地产	3.8	13.0	-2.9	3.8	13.0	-2.9
通信服务	0.0	-0.2	0.3	-7.5	-6.5	32.4
可选消费	7.3	19.4	4.9	16.2	0.8	23.8
医疗保健	-3.2	-3.4	5.9	-3.3	-3.4	-1.4
日常消费	6.6	17.6	-9.8	-6.8	0.2	17.3

	自1990年代起			自2010年起		
未来12个月每股收益变化	中位数	熊陡	熊平	中位数	熊陡	熊平
MSCI中国	4.8	0.7	10.3	2.9	0.9	6.6
信息技术	5.5	6.6	-5.6	12.8	15.2	10.4
能源	0.5	-3.3	24.9	5.9	-6.7	63.4
金融	5.1	1.2	8.7	6.7	1.2	8.3
工业	0.1	0.0	7.3	-0.2	0.0	-0.4
材料	3.3	-1.7	32.0	6.3	-6.4	46.3
公用事业	2.5	3.7	1.2	-0.1	-0.6	8.3
房地产	-3.9	-15.9	0.9	-3.9	-15.9	0.9
通信服务	3.4	2.1	6.2	2.7	3.4	-11.0
可选消费	-2.4	1.9	-4.5	-1.1	1.9	-4.1
医疗保健	2.0	2.0	-0.3	4.6	6.4	2.9
日常消费	2.5	1.1	2.5	-3.1	-8.8	0.0

	自1990年代起			自2010年起		
股价变化	中位数	熊陡	熊平	中位数	熊陡	熊平
MSCI中国	6.9	8.7	6.8	−6.1	−2.9	−14.0
信息技术	8.7	18.1	-5.8	3.5	31.6	-13.9
能源	15.1	3.7	24.1	5.6	3.0	25.5
金融	13.2	16.6	8.0	-4.2	-3.4	-5.1
工业	6.4	6.4	3.2	-6.7	-4.9	-12.4
材料	8.6	15.9	7.5	-5.9	-3.6	-10.7
公用事业	1.3	1.3	2.8	-9.6	-12.6	-6.6
房地产	-11.3	5.9	-13.1	-11.3	5.9	-13.1
通信服务	1.1	1.3	1.0	-13.7	-3.5	-31.0
可选消费	2.8	7.3	-3.5	-13.3	-1.7	-28.8
医疗保健	-0.6	-1.0	6.9	-2.3	-3.7	5.3
日常消费	10.6	9.4	12.6	-18.2	-17.5	-21.7

资料来源：LSEG Workspace（2026 年 9 月 3 日）、万得（2026 年 9 月 3 日）

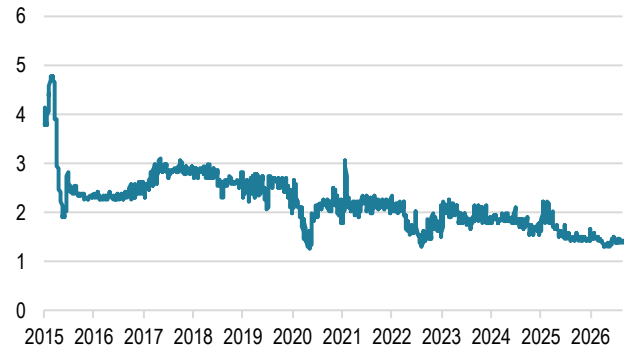
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

资金流动与持仓变化

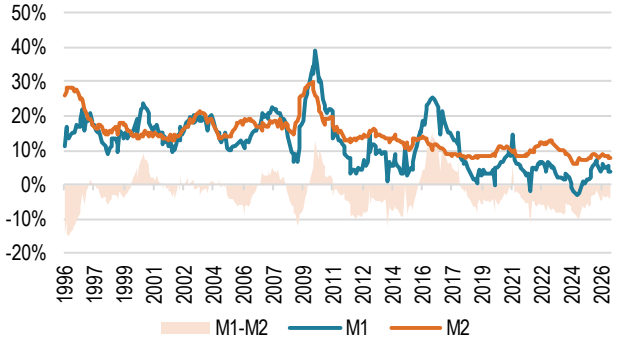
1. 宏观指标

图 7：5 日滚动 7 天回购利率



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 8: M1、M2 和 M1-M2



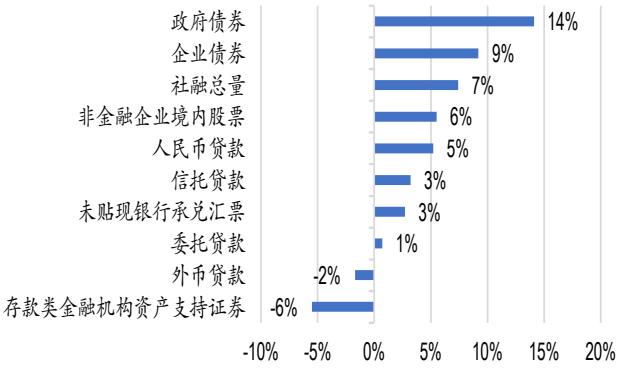
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 9：中国社会融资总额（TSF）余额同比变化



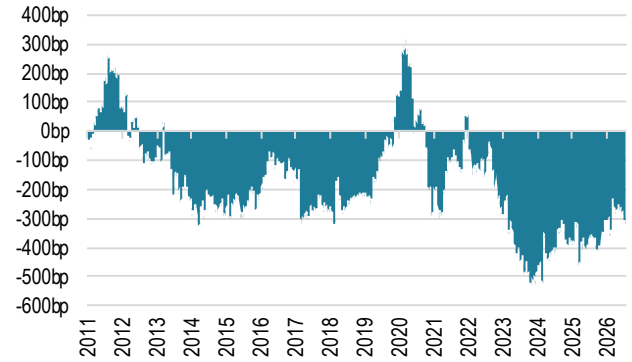
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 10：社融余额同比变化明细



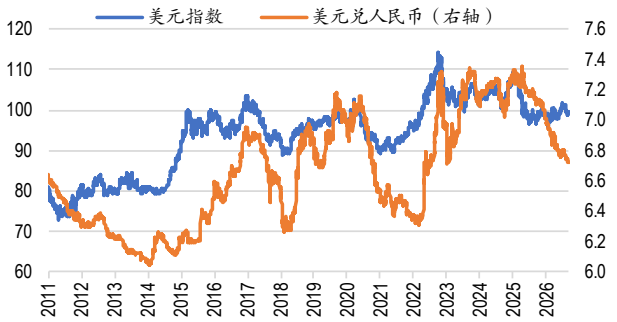
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 11：中美 10 年期国债实际收益率利差



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

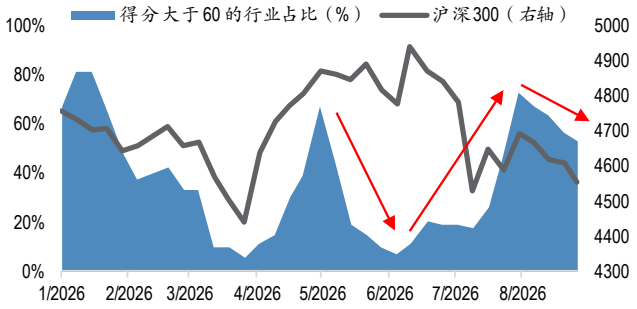
图 12：美元指数和美元/人民币汇率



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

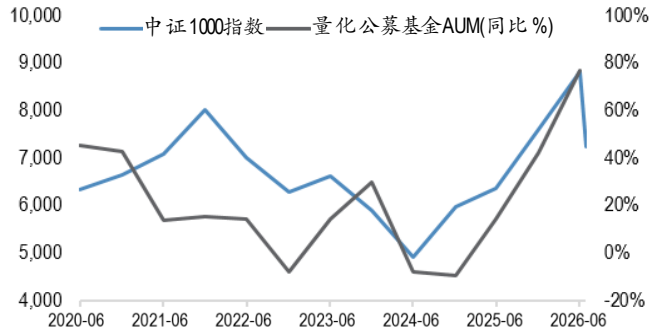
2. A 股资金流动与持仓变化

图 13：A 股 L3 行业动量跟踪（最大值为 100，最小值为 0）：一如预期，随着市场成交量下滑，回报领先股的广度收窄



资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日）。

图 14：在岸量化公募基金 AUM 与中证 1000 指数



资料来源：万得（2026 年 7 月 28 日）。

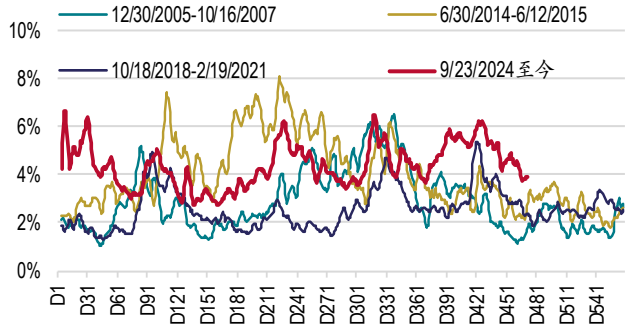
图 15：A 股板块动量追踪（最大值为 100，最小值为 0）按最新得分排名。动量改善板块包括上游板块（造纸、煤炭、化工、金属）和部分消费板块（耐用品、休闲和生猪）

行业	行业	8/7/2026	9/2/2026	变化	代码	市值排名第一的个股
前 10 名						
Paper & Forest Products	纸与林业产品	69	100	31	002078.SZ	太阳纸业
Building Products	建筑产品Ⅲ	23	100	77	603256.SH	宏和科技
Household Durables	家庭耐用消费品	55	100	45	603816.SH	顾家家居
Coal	煤炭Ⅲ	72	100	28	601088.SH	中国神华
Basic Chemicals	基础化工	55	94	39	600309.SH	万华化学
Hotels, Restaurants & Leisure	酒店、餐馆与休闲	84	94	10	600754.SH	锦江酒店
Food Products	食品	94	94	0	002714.SZ	牧原股份
Precious Metals	贵金属	84	92	8	601899.SH	紫金矿业
Marine Transport	海上运输Ⅲ	80	86	6	601919.SH	中远海控
Other Metals & Mining	其他金属与采矿	56	81	25	603993.SH	洛阳钼业
后 10 名						
Industrials Conglomerates	工业集团Ⅲ	80	20	(60)	000009.SZ	中国宝安
Software	软件	78	17	(61)	300033.SZ	同花顺
Entertainment	娱乐	83	17	(66)	002602.SZ	世纪华通
Pharmaceuticals	制药	92	16	(76)	688235.SH	百济神州
Electric Utilities	电力	80	12	(68)	600900.SH	长江电力
Energy Equip & Svcs	能源设备与服务	65	11	(54)	002353.SZ	杰瑞股份
Electrical Equipment	电气设备Ⅲ	55	5	(50)	300750.SZ	宁德时代
Beverages	饮料	100	5	(95)	600519.SH	贵州茅台
Airlines	航空客运Ⅲ	74	0	(74)	601111.SH	中国国航
Automobiles	汽车	80	0	(80)	002594.SZ	比亚迪

资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日）。

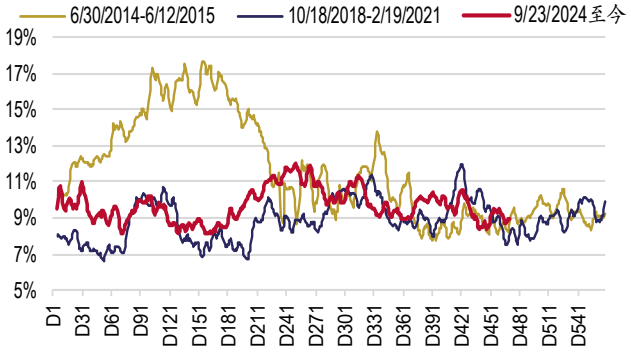
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

图 16：A 股市场换手率：5 日移动平均



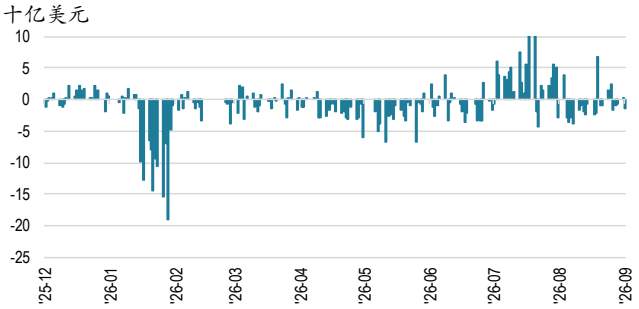
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 17：A 股融资买入额占成交额的百分比：5 日移动平均



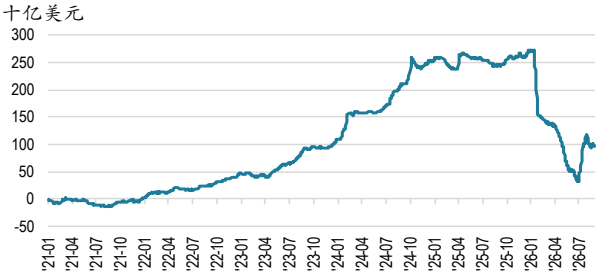
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 18：A 股 ETF 每日资金流动



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 19：A 股 ETF 累计资金净流入流出情况



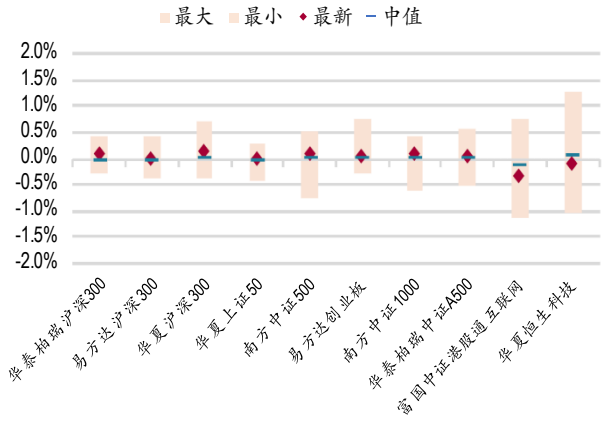
资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 20：800 多只 A 股 ETF 按主要基准指数分类的资金净流动情况

资金流入（十亿元）	2023 年 12 月 18 日 - 2024 年 2 月 9 日	2024 年 2 月 19 日 - 2026 年 1 月 9 日	2026 年 7 月	2026 年 8 月
沪深 300	254.3	356.7	44.8	-19.4
上证 50 + 中证 A50	35.1	30.0	2.7	-1.9
中证 A500	0.0	204.9	45.2	-1.0
中证 500	32.5	31.6	23.4	-8.0
中证 1000	29.8	58.0	45.0	-30.2
中证 2000	6.2	-5.4	4.6	0.8
创业板	24.6	-15.1	41.6	-6.1
科创板	9.4	-71.0	59.3	-1.9
收益率	12.2	60.5	-3.0	-10.4
消费	-2.4	33.0	-0.3	-1.1
半导体	-0.4	-25.4	121.5	8.9
信息技术硬件	0.0	0.7	30.1	-4.0
其他	-0.9	184.2	123.9	-30.0
总计	**400.3**	**842.6**	**538.8**	**-104.3**

资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

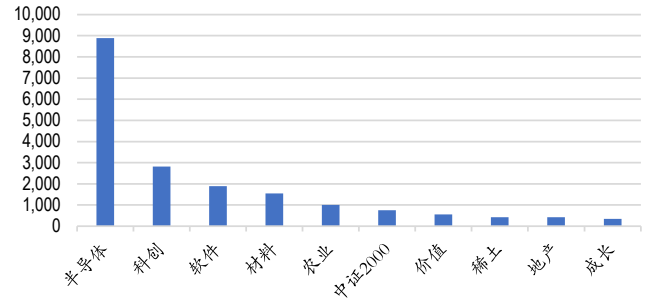
图 21：部分 A 股 ETF 的溢价/折价率



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 22：800 多只 A 股 ETF 净流入最多的垂直领域

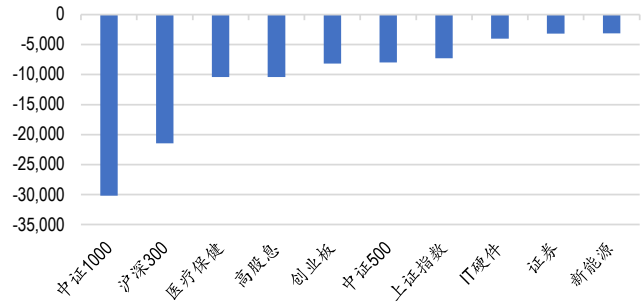
（百万元）



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

图 23：800 多只 A 股 ETF 净流出最多的垂直领域

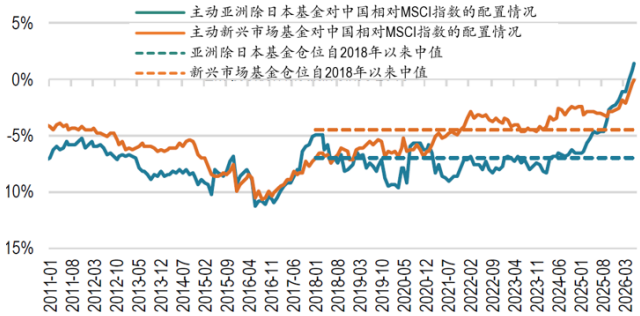
（百万元）



资料来源：万得（2026 年 9 月 1 日）。

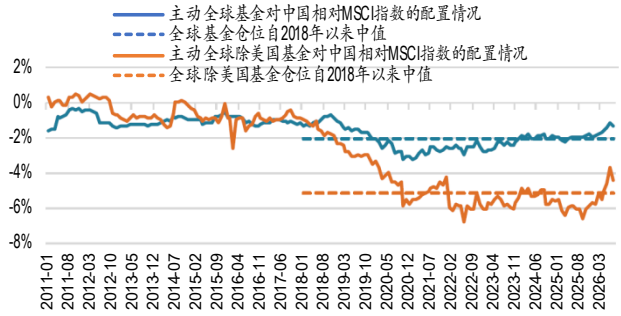
3. 离岸机构投资者中国股票持仓变化与资金流动

图 24：主动型区域股票型基金相对于 MSCI 指数的中国市场配置情况



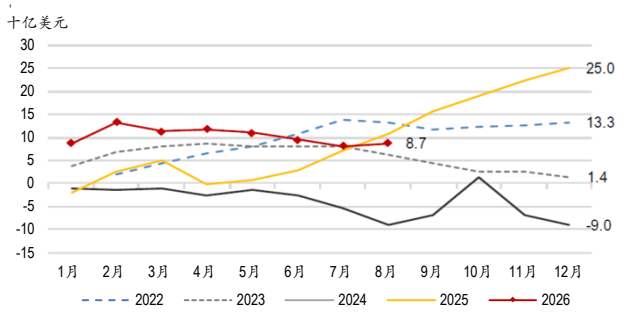
资料来源：EPFR Global（2026 年 7 月 31 日）、MSCI（2026 年 7 月 31 日）

图 25：主动全球股票型基金相对于 MSCI 指数的中国市场配置水平



资料来源：EPFR Global（2026 年 7 月 31 日）、MSCI（2026 年 7 月 31 日）

图 26：EPFR 股票晴雨表追踪本年迄今累计流入中国股市的离岸资金



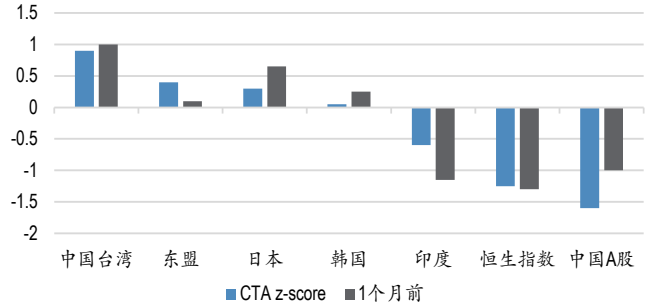
资料来源：EPFR Global（2026 年 8 月 28 日）

图 27：EPFR 股票晴雨表追踪流入中国股市的资金按行业细分

百万美元	1 周	4 周	3 个月
通信服务	12.0	-11.9	-790.3
可选消费	73.5	64.2	-1,063.7
日常消费	8.6	28.4	-32.6
能源	20.5	55.0	93.1
金融	74.9	279.8	139.0
医疗保健	15.8	33.4	13.2
工业	-23.1	31.7	-193.2
信息技术	-78.6	79.8	-255.5
材料	19.1	103.5	-14.9
房地产	7.2	14.2	-8.8
公用事业	1.9	16.0	-28.1
总计	**131.8**	**694.1**	**-2,141.6**

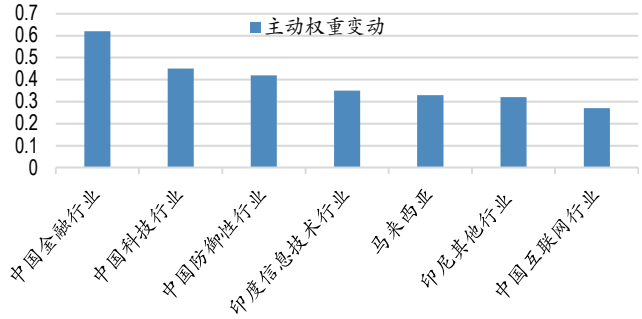
资料来源：EPFR Global（2026 年 8 月 28 日）

图 28：CTA（商品交易顾问）持仓可能在中国的空头最多



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

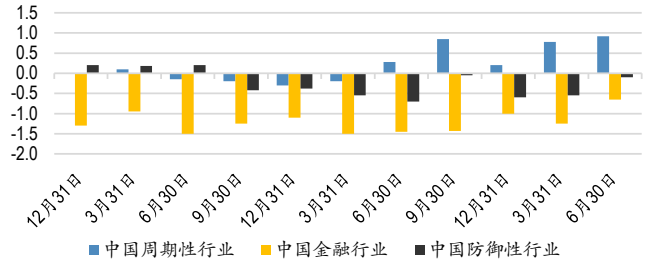
图 29：2026 年 2 季度纯多头投资者提升最大的配置



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

图 30：中国多个领域所获的配置持续改善——金融、周期性行业和防御性行业

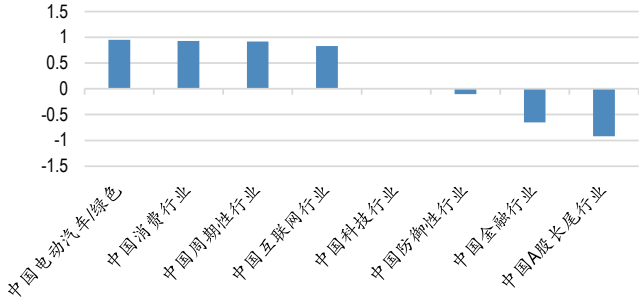
主动权重



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

图 31：新兴市场/亚洲纯多头投资者在中国的分类配置

主动权重



资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

图 32：新兴市场/亚洲纯多头投资者最大超配（相对于基准权重的基点）股票——截至 2026 年 6 月底

配置指相对于基准权重的百分点

股票代码	公司名称	行业	行业组	市场	配置（百分点）	本年至今表现 (%)
300750 CH	宁德时代	工业	资本货物	中国	1.23	3.2
700 HK	腾讯控股	通信服务	媒体与娱乐	中国	0.4	-25.1
9999 HK	网易	通信服务	媒体与娱乐	中国	0.39	-13.3
2318 HK	中国平安	金融	保险	中国	0.37	-14.5
002371 CH	北方华创	信息技术	半导体及半导体设备	中国	0.32	62.1
000333 CH	美的集团	可选消费	耐用消费品与服装	中国	0.32	13.8
9988 HK	阿里巴巴	可选消费	可选消费品分销与零售	中国	0.29	-22.5
688008 CH	澜起科技	信息技术	半导体及半导体设备	中国	0.27	90.1
600031 CH	三一重工	工业	资本货物	中国	0.26	-6.2
2899 HK	紫金矿业	材料	材料	中国	0.26	4.7

资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

图 33：新兴市场/亚洲纯多头投资者最大低配（相对于基准权重的基点）股票——截至 2026 年 6 月底

配置指相对于基准权重的百分点

股票代码	公司名称	行业	行业组	市场	配置（百分点）	本年至今表现 (%)
1398 HK	工商银行	金融	银行	中国	-0.26	17.4
3988 HK	中国银行	金融	银行	中国	-0.24	21.7
1810 HK	小米集团	信息技术	科技硬件及设备	中国	-0.23	-30.5
PDD US	拼多多	可选消费	可选消费品分销与零售	中国	-0.2	-25.6
1347 HK	华虹宏力	信息技术	半导体及半导体设备	中国	-0.17	61.3
3690 HK	美团	可选消费	消费者服务	中国	-0.16	-27.5
857 HK	中国石油	能源	能源	中国	-0.15	17
1088 HK	中国神华	能源	能源	中国	-0.13	15.2

资料来源：Bloomberg Finance L.P.（2026 年 9 月 1 日）

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

J.P.Morgan 摩根大通

4. 2026 年 2 季度盈利摘要

图 34：MSCI 中国指数未来 12 个月每股收益修正

	未来 12 个月每股收益增速	未来 12 个月每股收益增速修正		未来 12 个月每股收益数值修正	
		2026 年 2 季度末以来	2024 年 9 月 20 日以来	2026 年 2 季度末以来	2024 年 9 月 20 日以来
通信服务	6%	-2.4%	-9.2%	-3.1%	22.8%
可选消费	38%	1.3%	19.2%	4.7%	-7.9%
日常消费	15%	-1.1%	0.2%	0.3%	-2.2%
能源	7%	-5.0%	4.7%	-0.8%	-0.8%
金融	4%	0.8%	-1.1%	3.1%	19.9%
医疗保健	16%	2.5%	-6.9%	8.3%	35.8%
工业	14%	-1.5%	6.8%	2.4%	-9.4%
信息技术	46%	5.5%	22.7%	11.0%	37.6%
材料	23%	-10.4%	1.9%	0.3%	89.1%
公用事业	3%	0.7%	-9.7%	-0.4%	-14.2%
房地产	15%	-1.8%	13.6%	-0.1%	-27.2%
MSCI 中国指数	**14%**	**-0.3%**	**2.8%**	**2.2%**	**8.7%**

资料来源：MSCI（2026 年 9 月 2 日）、LSEG Workspace（2026 年 9 月 2 日）

图 35：CSI-300 未来 12 个月每股收益修正

	未来 12 个月每股收益增速	未来 12 个月每股收益增速修正		未来 12 个月每股收益数值修正	
		2026 年 2 季度末以来	2024 年 9 月 20 日以来	2026 年 2 季度末以来	2024 年 9 月 20 日以来
通讯服务	14%	-6.9%	22.2%	1.4%	53.5%
可选消费	13%	-0.5%	22.6%	5.5%	54.2%
日常消费	22%	7.8%	32.0%	5.2%	8.7%
能源	12%	-3.6%	-10.9%	-3.4%	-23.6%
金融	6%	0.0%	10.9%	5.2%	26.1%
医疗保健	21%	-0.9%	17.7%	10.2%	8.1%
工业	25%	-0.1%	14.5%	11.6%	43.7%
信息技术	52%	-2.9%	47.1%	8.9%	251.8%
材料	26%	-12.9%	-20.0%	0.7%	72.0%
公用事业	6%	2.4%	37.4%	6.4%	47.9%
房地产	60%	-3.6%	-148.0%	18.7%	-159.6%
沪深 300 指数	**19%**	**-1.6%**	**15.8%**	**6.2%**	**41.2%**

资料来源：万得（2026 年 9 月 2 日）

图 36：MSCI 中国指数 2026 年 2 季度盈利摘要

	2026 年 2 季度财报季						*超出/不达预期的公司比例*	
	截至目前已发布财报的公司						*2026 年 2 季度每股收益*	
	已发布财报的公司数量	公司总数	已发布财报的公司占比	每股销售额同比	每股收益同比	净利润率同比（基点）	超出预期	不达预期
MSCI 中国指数	**566**	**576**	**98.3%**	**12.2%**	**3.4%**	**-101**	**42%**	**54%**
不含金融	**481**	**491**	**98.0%**	**11.1%**	**-8.1%**	**-167**	**38%**	**57%**
不含能源	**548**	**557**	**98.4%**	**12.1%**	**2.3%**	**-118**	**41%**	**55%**
周期性								
可选消费	50	56	89.3%	9.3%	-40.6%	-390	39%	58%
日常消费	27	29	93.1%	44.3%	-17.9%	-579	5%	74%
工业	80	80	100.0%	5.1%	2.4%	4	32%	66%
材料	76	76	100.0%	13.8%	67.5%	306	30%	70%
房地产	11	11	100.0%	7.3%	5.6%	-20	57%	43%
长久期/长期增长								
通信服务	20	20	100.0%	7.5%	0.5%	-178	55%	27%
医疗保健	45	45	100.0%	11.8%	28.0%	109	33%	67%
信息技术	130	130	100.0%	14.4%	-5.1%	-105	47%	49%
债性								
能源	18	19	94.7%	14.2%	38.1%	84	62%	38%
金融	85	85	100.0%	18.0%	23.8%	125	58%	38%
公用事业	24	25	96.0%	9%	-16%	-182	50%	50%

资料来源：万得（2026 年 8 月 31 日）、LSEG Workspace（2026 年 8 月 31 日）

图 37：沪深 300 指数 2026 年 2 季度盈利摘要

	2026 年 2 季度财报季						*超出/不达预期的公司比例*	
	截至目前已发布财报的公司…						*2026 年 2 季度每股收益*	
	已发布财报的公司数量	公司总数	已发布财报的公司占比	每股销售额同比	每股收益同比	净利润率同比（基点）	超出预期	不达预期
MSCI 中国指数	**300**	**300**	**100.0%**	**4.0%**	**17.6%**	**126**	**40%**	**56%**
不含金融	**247**	**247**	**100.0%**	**0.4%**	**17.8%**	**108**	**38%**	**59%**
不含能源	**290**	**290**	**100.0%**	**3.5%**	**16.5%**	**123**	**39%**	**57%**
周期性								
可选消费	16	16	100.0%	-26.2%	-14.5%	87	50%	50%
日常消费	16	16	100.0%	-9.9%	-63.2%	-944	8%	69%
工业	58	58	100.0%	-0.1%	-0.9%	-4	26%	70%
材料	34	34	100.0%	18.5%	89.6%	415	36%	64%
房地产	4	4	100.0%	-20.3%	-79.4%	-339	33%	67%
长久期/长期增长								
通信服务	10	10	100.0%	2.4%	10.8%	78	33%	67%
医疗保健	18	18	100.0%	5.8%	0.3%	-85	31%	69%
信息技术	68	68	100.0%	15.4%	98.2%	403	48%	50%
债性								
能源	10	10	100.0%	14.5%	57.4%	220	63%	38%
金融	53	53	100.0%	23.4%	17.3%	-138	53%	44%
公用事业	13	13	100.0%	-5%	-23%	-241	50%	50%

资料来源：万得（2026 年 8 月 18 日）、LSEG Workspace（2026 年 8 月 18 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 09 月 03 日的收盘价）
中国银行-H(3988.HK/5.95 港元/增持), 中微公司 - A(688012.SS/341.00 元/增持), 中金公司(3908.HK/21.28 港元/增持), 伟测科技 - A(688372.SH/123.16 元/增持), 信达生物(1801.HK/102.60 港元/增持), 北方华创 - A(002371.SZ/655.84 元/增持), 华润置地(1109.HK/30.46 港元/增持), 天数智芯 - H(9903.HK/402.20 港元/增持), 宁波银行 – A(002142.SZ/34.40 元/增持), 比亚迪 - H(1211.HK/85.70 港元/增持), 美团(3690.HK/77.65 港元/增持), 长电科技 - A(600584.SS/71.27 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。

摩根大通股票研究之评级分布，截至 2026 年 07 月 04 日

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

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

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

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

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

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

其他披露

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

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

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

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

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

本研究报告中讨论的数字资产，亦或称为虚拟或加密资产或加密货币（例如比特币），受到快速变化的监管环境的影响。相关法律对该等资产的适用可能并未认定，任何数字资产投资的合法性也可能不明确。在就任何数字资产作出任何投资决定之前，投资者应寻求其专属法律建议，并了解关于购买、持有或出售此类投资的任何法律考量因素。有关数字资产（包括比特币和以太币）的相关监管意见，请参见 https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure.

本研究报告的作者可能未获得在您的司法管辖区内开展受监管活动的许可牌照，如果其未获得许可的牌照，则不得以此名义开展业务。

交易型开放式指数证券投资基金（以下简称“ETF”）：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是绝大部分美国上市 ETF 的授权参与方。就本报告提及的任何 ETF 而言，JPMS 可能因分销这些 ETF 份额而获得佣金和基于交易的报酬，并可能因提供其他交易相关服务（如向 ETF 份额的卖空方提供证券出借服务）而获得费用收入。JPMS 也可以为 ETF 自身提供服务，包括担任 ETF 的经纪人或交易商。此外，JPMS 的关联方可为 ETF 提供服务，包括信托、托管、管理、出借、指数计算和/或维护及其他服务。

https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf，获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本，或访问 https://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2020.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

银行间同业拆借利率(IBOR)和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息，请查询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师，则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则第一个法律实体对本研究材料负责，除非另有说明。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献，但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可（并且不认为自己能够这样做）。除非下方法律实体披露另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发，或者若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则由第一个法律实体负责分发。如有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称"摩根大通私人银行"）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由摩根大通的任何其他部门(包括但不限于摩根大通企业与投资银行部及其研究部门)提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：

阿根廷：JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina，简称 BCRA) 和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV，经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。

澳大利亚: J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号 (Australian Financial Services License：238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管，是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange，简称 ASX Limited)的市场参与者、ASX Clear Pty Limited 的清算及结算参与者以及 ASX Clear (Futures) Pty Limited 的清算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给"批发客户 (wholesale clients)" (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。 关于研究覆盖的所有金融产品之清单，请访问 https://www.jpmm.com/research/disclosures。摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类（GIC）项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用，在对目标公司进行公开侧尽职调查过程中，分析师团队有时可能会与公司接洽（例如实地考察，与公司代表进行讨论，管理层演示等）开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的"研究部独立性"政策制作，关于该政策，可访问：J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy。

巴西： Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios，简称 CVM）和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / 0800-7700810（供听障人士使用） / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com.

加拿大： J.P. Morgan Securities Canada Inc.是注册的投资交易商，受加拿大投资监管组织(Canadian Investment Regulatory Organization)和安大略省证券委员会(the Ontario Securities Commission)监管，是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P.Morgan Securities Canada Inc.或其代表在加拿大分发。

智利：Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国：**摩根大通证券（中国）有限公司具有经中国证券 监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。

哥伦比亚：Banco J.P. Morgan Colombia S.A.受哥伦比亚金融监管局（SFC）监管。本材料中提及的本行以外的哥伦比亚实体在国外提供的任何产品或服务仅作描述之用。此类提及不构成也不应被解释为哥伦比亚境内的促销活动或提供哥伦比亚适用法规所定义的金融产品或服务。

迪拜国际金融中心：美国摩根大通银行迪拜分行(JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch)受迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA) 的监管， 其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。 本材料已由美国摩根大通银行迪拜分行分发给 DFSA 监管条例所定义的专业客户(professional clients)或市场对手方(market counterparties)。

欧洲经济区（EEA）：除非另有说明，本研究材料由 J.P. Morgan SE （简称 JPM SE）在欧洲经济区分发。JPM SE 由德国联邦金融监管局(简称 BaFin)授权为信用机构，并受 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）及欧洲中央银行 (简称 ECB)联合监管。JPM SE 总部位于法兰克福，注册地址为 TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者(或相当于专业投资者)的人士(合称"欧洲经济区专业投资者")，依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士，并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。

香港：摩根大通证券(亚太)有限公司（J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited）（公司实体编号 AAJ321）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司（公司实体编号 AAB027）受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch）（公司实体编号 AAL996）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，是依美国法律成立的有限责任公司。如在香港分发本材料属于受监管活动，则该等材料由摩根大通证券(亚太)有限公司(J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited)及/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司在香港分发。

印度：J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码- 68724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098， 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI)注册为"证券分析师 (Research Analyst)"，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited)（SEBI 注册号：INZ000239730）的成员，以及证券业务参与行("Merchant Banker") (SEBI 注册号- MB/INM000002970)。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：http://www.jpmipl.com 。美国摩根大通银行孟买分行(JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch)获印度储备银行(the Reserve Bank of India，简称 RBI)颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其

他活动。对于非本地研究材料，此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。合规官： Ashutosh Sharma; ashutosh.j.sharma@jpmchase.com；+912261575002. 申诉专员：Ramprasadh K; jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +91 22 6157 3000. SEBI 授予的注册和印度国家证券市场学院（简称 NISM）的认证不能保证中介机构的表现或为投资者提供任何回报保证。请参阅条款和条件以及最重要的条款和条件(MITC).年度合规审计报告参见 http://www.jpmipl.com/#research。

印度尼西亚：PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所(Indonesia Stock Exchange)的成员，受在 Otoritas Jasa Keuangan (OJK)注册并受其监管。

韩国：摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司(J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch)是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX)的成员。美国摩根大通银行首尔分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch）在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会(Financial Services Commission，简称 FSC)和韩国金融监管局(Financial Supervisory Service，简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司在韩国分发。

日本： JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch)受日本金融厅(Financial Services Agency)的监管。

马来西亚：本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)在马来西亚发行和分发，该公司是马来西亚股票交易所（Bursa Malaysia Berhad）的参与组织，持有马来西亚证券委员会(Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证(Capital Markets Services License）。

墨西哥：J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican Stock Exchange)和机构证券交易所(Institutional Stock Exchange)的成员，并获墨西哥国家银行和证券交易委员会(National Banking and Securities Exchange Commission)授权，可担任经纪交易商。

新西兰：本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发，仅分发给“批发客户(wholesale clients)”(定义见“2013 金融市场行为法案(Financial Markets Conduct Act 2013)”之界定)。 JPMSAL 依据新西兰的 “2008 金融服务提 供商注册与争端解决法案(Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008)” 注册为“金融服务提供商 (Financial Service Provider)”。

菲律宾：J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 （Philippine Stock Exchange）的交易参与者， 也是菲律宾证券清算公司（Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金（Securities Investor Protection Fund) 的成员。 它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission)的监管。

新加坡：本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited（简称 JPMSS）[MDDI (P) 070/08/2026，公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) 在新加坡发行和分发， 亦或是经由这两家 实体在新加坡发行和分发。 JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司(Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员，JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore)监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、 专业投资者(expert investors)和机构投资者(institutional investors)， 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act，简称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡，本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。

南非：J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch）是约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Securities Exchange) 的成员， 受南非金融服务行为监管局（Financial Services Conduct Authority，简称 FSCA）的监管。

台湾：摩根大通证券 股份有限公司(J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所 (公司类) 的参与者，受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发，并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。**若摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）就未在台湾证券交易所或证券柜台买卖中心之上市柜的证券（“非台湾上市柜证券”）制作研究材料，则该等材料不应构成台湾法规所称的证券推荐，同时，为免生疑问，摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）不担任非台湾上市柜证券的经纪商。**请注意，根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版)第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规， 除非 “重要披露”部分另有披露，本材料的 接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。

泰国：本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发， 该公司是泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand）的成员， 受泰国财政部(Ministry of Finance)和泰国证券交易 委员会（Securities and Exchange Commission）的监管，注册地址为 548 One City Center Building, 50th Floor, Ploenchit Road, Lumphini, Pathum Wan, Bangkok, 邮编 10330。

英国：本研究材料由摩根大通证券有限责任公司(J.P. Morgan Securities plc，简称 JPMS plc)或摩根大通市场有限责任公司(J.P. Morgan Markets Limited，简称 JPMML Ltd)在英国制作。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所(London Stock Exchange)成员，获英国审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权，受金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局监管。摩根大通市场有限责任公司获金融行为监管局授权并由其监管。除非另有说明，本研究材料由摩根大通证券有限责任公司在英国分发并在英国仅发予：(a) “2000 年金融服务及市场法 2005 年（金融推广）法令（Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005，简称 FPO)” 第 19(5)条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士(高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等)；或(c)以其他方式可合法接收本通讯的任何人；所有此三类人士均称为 “英国相关人士” 。非英国相关人士不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士，并且只能是英国相关人士进行该等活动。对 J.P. Morgan EMEA 预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策的介绍可点击以下链接获取：J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy。

美国：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局（FINRA）、美国证券投资者保护 公司(SIPC)以及美国全国期货协会（NFA）的成员。美国摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是美国联邦存款保险公司（FDIC）的成员。非摩根大通美国附属 机构发布的材料由 JPMS 在美国分发，JPMS 对报告内容负责。

一般披露：可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的，但摩根大通或其附属公司和/或子公司(统称"摩根大通")对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保，除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此，不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。由于计算、调整、翻译成不同语言和/或当地监管限制（如适用），本材料中的数据和/或有限的内容可能存在某些差异。这些差异并不应影响可能在材料中讨论的标的公司的整体投资分析、观点和/或建议。编写本材料的过程中可能使用了人工智能工具，包括为数据分析、模式识别和研究材料的内容起草提供协助。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失，摩根大通不承担任何责任，摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责，但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断，可予更改，而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息，定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致，因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外，这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响，这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实，未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明，否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此，投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求，也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料可能包含对结构性证券、期权、期货和其他衍生品的观点。这些是复杂的金融工具，可能包含较高风险，可能仅适合于能够理解和承担所涉及风险的成熟投资者。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定，并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易，也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易，摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人，包括策略师、销售人员和其他分析师，可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券(或此类证券的衍生品)进行投资，并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销。

保密性和安全性须知：本发送材料可能包含根据适用法律享有特权、机密、法律特权和/或豁免披露的信息。如果您不是材料指明的接收方，则特此通知您，此处包含的信息的任何披露、复制、分发或使用(包括对其的任何依赖)均严格禁止。虽然本发送材料及任何附件被认为没有任何病毒或其他缺陷，不会影响到接收和打开它的任何计算机系统，接收方应有责任确保它是无病毒的，并且摩根大通集团、其子公司和附属公司(如果适用)对本发送材料使用过程中产生的任何损失或损害不承担任何责任。如果您错误地收到此发送材料，请立即联系发件人并销毁全部内容，无论是电子形式还是打印形式的内容。本消息受电子监控：https://www.jpmorgan.com/disclosures/email

MSCI：此处的某些信息（下称"信息"）经 MSCI Inc.、其关联公司和信息提供商（合称"MSCI"）许可而复制© 2026。未经适当许可，不得复制或传播信息。MSCI 对信息不作任何明示或暗示的保证（包括适销性或适用性），并在法律允许的范围内不承担任何责任。除 MSCI ESG Research 提供的任何适用信息外，任何信息均不构成投资建议。另受制于 msci.com/disclaimer

所提及的任何第三方商标、品牌名称、产品和服务仅供参考，因此任何提及均不意味着暗示任何赞助、认可或关联。

Sustainalytics：此处包含的某些信息、数据、分析和意见经 Sustainalytics 许可复制并且：（1）包括 Sustainalytics 的专有信息；（2）未经明确授权，不得复制或重新分发；（3）不构成对任何产品或项目的投资建议或认可；（4）仅供参考；（5）不保证其完整性、准确性或及时性。Sustainalytics 不就与其或其使用相关的任何交易决策、损害或其他损失承担任何责任。数据的使用需遵守 https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers 上提供的条件。©2026 Sustainalytics。保留所有权利。

"其他披露"部分于 2026 年 08 月 29 日进行了最新修订。

2026 版权所有，摩根大通证券（中国）有限公司保留所有权利。未经摩根大通书面同意，本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。当第三方可获取从摩根大通或授权第三方处收到的任何研究材料（简称"摩根大通数据"）时，未经摩根大通事先书面同意，严禁在任何第三方人工智能（"AI"）系统或模型中使用或共享该等摩根大通数据。