首次覆盖

增持

3317.HK, 3317 HK

股价（2026 年 9 月 23 日）： 101.10 港元

目标价（2027 年 12 月）： 160.00 港元

迅策 - H

企业 AI 部署创造新增长池；首次覆盖，给予“增持”评级

我们首次覆盖迅策，给予**“增持”**评级，截至 2027 年 12 月的目标价为 160 港元，基于 20 倍 2028 年预期 P/E。我们的投资理据基于迅策在企业 AI 实施层所处的位置：随着模型的价格变得越来越便宜、能力变得越来越强，企业采用日益依赖于可靠地打通专有数据、实时业务上下文、生产系统与 AI 链路。迅策通过十年的实时数据部署打造了这些能力，目前正在将它们从项目交付扩展到可复用模块和基于用量的 token 变现。由此开辟出一条更依赖于已部署客户的深层次消费的增长路径，同时随着业务规模的扩大，产品复用可以改善交付经济性。2026 年上半年初步见证了这种转变，不仅实现了跨行业快速增长，还录得大规模的 token 收入和正的调整后利润。我们预测 2026-28 年收入和调整后净利润分别比市场一致预期高 50%和 228%。股价已反映了 AI 的强劲增长，但我们认为，如果 token 扩张、模块复用和不断改善的客户经济效益转化为持续的盈利与现金流增长，那么公司股价还有进一步上行的空间。

- **AI 将迅策的机会从数据基础设施扩展到企业部署。**通用模型日益能够处理通用的数据和编码任务，而生产级 AI 仍然需要专有上下文、治理、集成和可靠性。越来越多的行业面临这种剩余实施差距，这为迅策带来了机会。随着客户日益根据业务改进和运营结果来评估部署，AI 还扩大了支出池，同时智能体可以推动机器消耗的企业数据大幅增加。

- **主要上行空间在于收入质量的变化，而不仅仅是收入增速加快**。迅策历来通过订阅型和项目/模块制交付进行变现。Token 令使用量成为新的收入驱动因素，而不断扩大的可复用模块库可以减少每次新部署所需的增量工作。如果这种方式奏效，则业务可以逐渐从需要额外工程的客户增长转向现有部署产生的增量收入，由此促进提升利润率、增强运营杠杆。

- **主要的争论焦点是实施稀缺性是否会转化为可扩展的财务回报**。更优的模型、云平台和智能体就绪企业系统可以压缩迅策的部分历史工作负载，而 Token Cloud 和硬件扩张会增加资本强度。因此，我们重点聚焦现有客户的 token 扩张、成熟客户的毛利率、部署效率和经营现金流/自由现金流。我们的预测值高于市场一致预期，原因是我们预计 token 渗透率将上升，产品化速度将加快，到 2028 年预期调整后净利润将达到 23.07 亿元人民币。估值的进一步上调要求这些运营优势在经常性收入、利润率和现金生成中显性化。

证券研究报告

互联网

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

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

半年预测（财年12月份结束）

调整后的每股收益 (港元)

	2025A	2026E	2027E
H1	(0.35)	0.21A	0.48
H2	0.17	0.12	1.44
FY	(0.18)	0.33	1.92

风格敞口

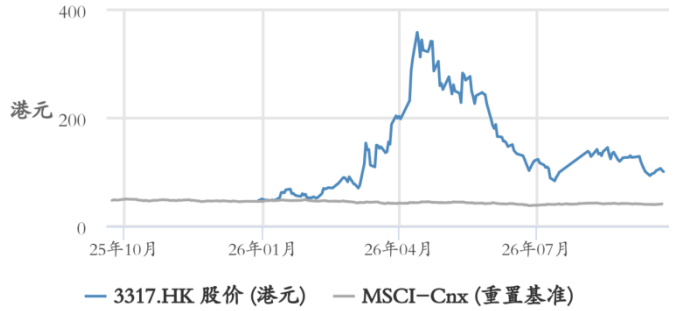
	当前排名	历史排名,百分位 (1表示排名第1)			
量化因子	(百分位)	6个月	1年	3年	5年
价值	92	93	79	73	
成长	1	9	30	21	
动量	98				
质量	91	90	91		
低波动性	97	98			

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	100.2%	-26.3%	-18.6%	-
相对	110.4%	-23.1%	-23.1%	-

公司数据

已发行股票数（百万）	41,707
52 周股价区间（港元）	382.80-38.02
总市值（百万美元）	537,579
汇率	7.84
自由流通股比例	13.8%
三个月日均成交量（百万）	3.30
三个月日均成交额（百万美元）	50.7
波动性（90 天）	109
指数	MXCNX
彭博 买入|持有|卖出	8|0|0

重要指标（财年12月份结束）

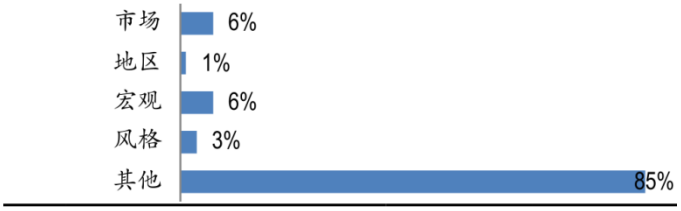
单位：百万港元，每股数据单位：港元	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
财务预测				
收入	1,285	2,425	4,745	8,810
调整后的息税前利润	(53)	132	778	2,887
调整后的息税折旧摊销前利润	(26)	155	836	2,987
调整后的净利润	(55)	106	620	2,307
调整后的每股收益	(0.18)	0.33	1.92	7.15
彭博一致预期每股收益	(0.47)	0.29	1.00	2.18
经营活动现金流	(89)	150	620	2,337
公司自由现金流	(234)	(13)	411	2,064
利润率和增长率				
收入增长率	103.3%	88.7%	95.7%	85.7%
息税前利润率	(4.1%)	5.4%	16.4%	32.8%
息税前利润增长率	(33.5%)	(349.7%)	491.8%	271.0%
息税折旧摊销前利润率	(2.0%)	6.4%	17.6%	33.9%
息税折旧摊销前利润增长率	(54.0%)	(697.7%)	441.1%	257.2%
净利润率	(4.3%)	4.4%	13.1%	26.2%
调整后的每股收益增长率	(33.4%)	(279.7%)	484.7%	272.3%
财务比率				
调整后的有效税率	0.5%	4.5%	20.0%	20.0%
利息覆盖倍数	NM	41.1	222.7	795.2
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	40.1	NM	NM	NM
净资产收益率	(2.8%)	4.3%	20.4%	46.3%
估值				
公司自由现金流收益率	(0.8%)	(0.0%)	1.3%	6.3%
股息率	-	-	-	-
企业价值/收入	33.4	17.7	9.0	4.6
企业价值倍数	NM	277.6	50.8	13.5
调整后的市盈率	NM	307.8	52.7	14.1

投资理据和估值概要

我们给予迅策“增持”评级，因为公司有望利用通用 AI 模型与生产级企业系统之间的实施差距进行变现。企业部署需要上下文、治理、集成、权限和可靠执行，从而产生超出基础模型能力的持久需求。我们认为 Token/TokenOS 和可复用模块为迅策开辟了一条将重复实施工作转化为按标准化软件和使用量创收的路径。成功的产品化应能支持缩短部署周期、提高模块复用率、改善每位员工的创收，使企业 AI 需求转化为更强的利润率和现金生成。

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 160 港元，基于 20 倍 2028 年预期 P/E。我们认为该倍数恰当地反映了迅策在企业 AI 部署方面的强劲敞口，及其向更具可扩展性的软件经济转型的潜力，同时也承认其规模较小，需要具备将实施专长转化为可复用产品的执行力。我们采用 20 倍的 2028 年预期 P/E，高于我们给予更成熟的应用同业的约 15 倍，因为考虑到迅策明显更高的增速和企业 AI 敞口，不过这被公司较小的规模和仍在发展中的软件经济部分抵消。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.28	0.25
地区：香港	0.14	0.09
宏观:		
HSI 波动性指数	−0.30	−0.16
JPM预测修正指数−新兴市场	−0.29	−0.15
10年期美国国债收益率指数	0.13	0.14
量化风格:		
规模	−0.09	−0.10
质量	0.21	0.09
成长	0.06	0.04

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

行业：AI创造了日益增长的企业实施机会

企业 AI 正从接入强力模型转向真实业务流程中的部署。模型越来越理解语言、文档和结构化数据，同时推理成本下降使更多的工作流变得具有经济可行性。将这种智能转化为生产成果需要另一套能力：连接持续变化的专有数据、控制权限、满足安全和治理要求、集成异构企业系统并保持生产中的可靠性。

该实施层为迅策创造了机会。**随着模型能力的改善，部分企业数据工作应会变得越来越容易。**文档解析、基础转换、SQL 生成和标准化映射会日益走向自动化。**与此同时，更便宜的智能使更多的企业工作流值得自动化。**由此增加的生产部署可以扩大对实时上下文、治理和系统集成的需求，即使个别实施任务的成本下降。

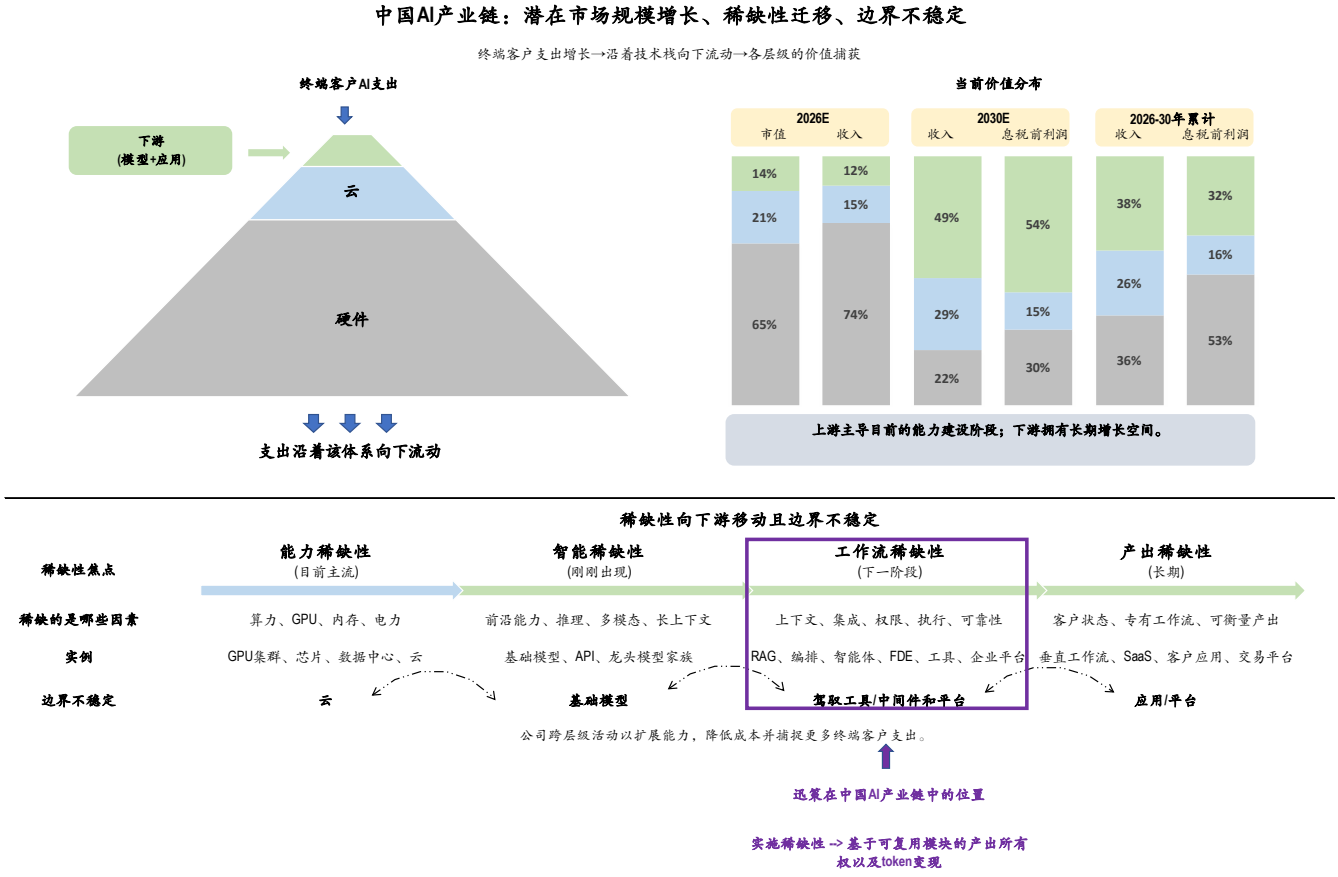
中国提供了更多的机会，因为企业 AI 可以扩大底层支出池。传统的企业软件主要竞争 IT 预算。对于能够提高生产良率、优化能耗、助力财务决策或自动化运营工作的 AI 部署，日益支持根据底层活动的经济价值进行评估。管理层表示，较强的 AI 客户已经从业务改进和战略转型预算角度来考察这些投资。如果部署持续展现出可衡量的价值，这将有助于扩大潜在客户钱包。

智能体强化了这种需求关联。从历史上看，企业数据系统服务于以人工频率与软件交互的员工。智能体可以持续检索数据、更新上下文并执行工作流，从而增加机器间的消耗。这天然利好迅策的 token 模式，因为变现与使用量挂钩而非员工数量。实用的生产消耗仍然是相关的衡量标准：每位客户的场景、每种场景的使用量、留存和由此产生的业务价值最终应比 token 总量更重要。

有关更全面的行业讨论，请查看我们的中国 AI 产业链行业报告：***中国 AI 产业链：不断扩容的蛋糕和对价值的追逐：扩大覆盖面***。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 1：迅策在中国 AI 产业链中的位置



资料来源：摩根大通估算、Bloomberg Finance L.P.（截至 2026 年 9 月 11 日）

公司与商业模式：从实时数据基础设施到企业AI使用

迅策成立于 2016 年，为资产管理公司提供实时数据基础设施，资管行业对准确性、及时性和可靠性具有严苛的要求。公司逐渐发展形成了涵盖数据收集、处理、治理、计算和分析的能力，之后将该堆栈的一部分复制到电信、能源、先进制造、医疗保健和其他行业。收入从 2023 年的 5.3 亿元人民币增至 2025 年的 13 亿元人民币，同时公司累计开发了 300 多个可复用模块。在这第一阶段确立了迅策如今的运营模式。因此，收入包括订阅制与项目/模块制交易。AI 增加了第二个变现层。其经济意义在于，客户可以在初始部署后继续使用由此产生的能力。

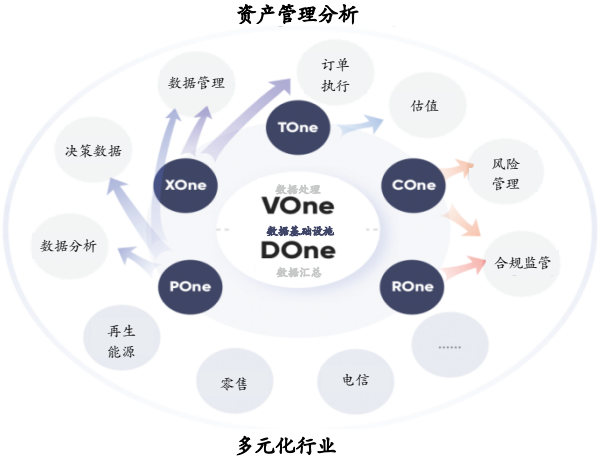
因此，收入模式可以从客户×订阅 ARPU 和客户×模块×面向客户的模块价格×场景×使用量×实际 token 价格。这样形成一种可能性，即随着现有客户新增部署 AI 工作流，会产生越来越多的收入。2026 年上半年 token 收入达到 1.05 亿元人民币，相当于集团收入的 11%，管理层的目标是到年底使其贡献达到 20-30%。我们认为，具有重要意义的转变表现为，现有客户的使用量成为独立的增长驱动力。迅策也正在进入价值链的相邻环节。Token Cloud 将公司导入算力部署、硬件适配和一体化 AI 基础架构，反映了客户对于涵盖算力、数据和

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

模型的组合式交付的需求。Token Router 旨在将企业需求与场景 token 和专业模型打通，而企业小模型则为要求隐私、延迟或特定领域部署的客户提供了另一种路径。

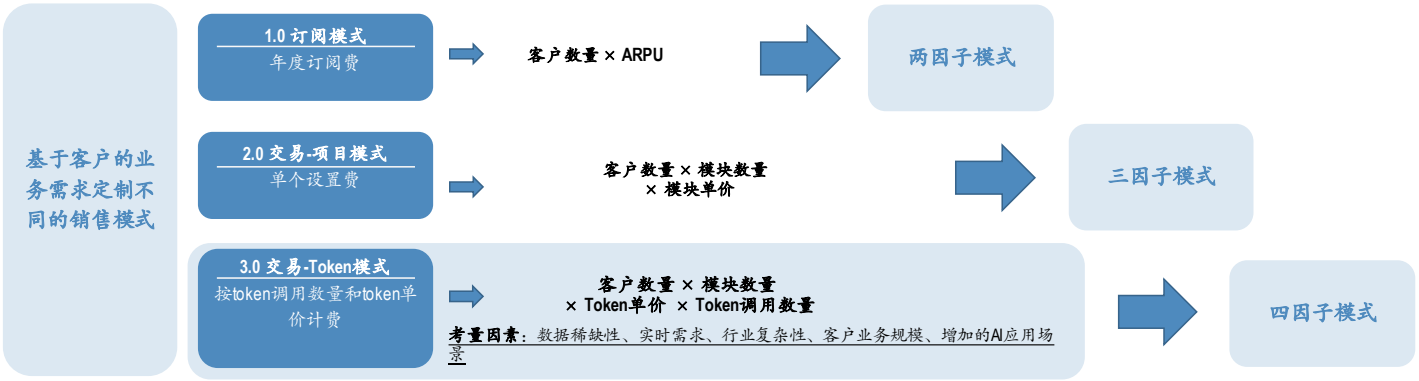
这些拓展扩大了潜在客户钱包，尽管其经济效益差异很大。Token Cloud 引入了更多的营运资金和基础设施投资。

图 2：迅策的数据驱动模块示例



资料来源：迅策，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日）

图 3：迅策的定价及销售模式



资料来源：迅策，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通

稀缺性：价值源于使专有上下文在生产中可用

迅策的稀缺性来源于企业实施的复杂性。客户通常拥有底层专有数据、权限和业务状态。我们认为更持久的稀缺性来源是**实时上下文、治理、异构系统集成、生产可靠性和客户信任**。企业数据分散在各传统和现代系统中，持续变化，并在公司特定的权限和业务规则下运行。这些要求产生了一个比简单地将模型 API 接入静态数据集更难解决的工程问题。迅策在当前的生成式 AI 周期之前便已开发了其中许多功能。这段过往经验的意义在于积累了实施知识和客户关系，而非底层客户数据的所有权。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

随着模型的改进，稀缺性将继续演变。通用数据准备、解析、编码和模式工作应该会越来越自动化，从而降低简单的工程任务的单位价值。标准连接器和更优的企业 API 可以进一步压缩集成层的部分环节。因此，迅策需要其经济结构向实施栈的更深层迁移，其中客户特定性上下文和生产要求仍然很重要。**竞争也可能从相邻层进入。**模型提供商正在从 API 转向智能体和企业部署。云供应商整合算力、数据平台和现有的企业关系。

迅策的应对方式是，通过 Token OS、Token Cloud 和下游使用变现来扩大布局。这种扩张的战略价值取决于它是否会强化公司在稀缺上下文和部署方面的作用。占据更多层级可以改善客户业务成果并扩大钱包份额；它还可以将差异化程度较低和回报较低的活动内部化。**因此，我们预计财务结构将显示边界扩张是否会创造经济价值。**

防御力与价值捕捉：产品化是核心检验

企业部署会产生客户粘性，因为更换生产数据和集成层会影响运营连续性、数据质量和合规性。迅策报告客户留存率超过 90%，为这种嵌入式定位提供了一些证据。核心运营回路是**客户需求、部署、可复用模块、缩短后续部署周期、经常性使用**。模块数量单独提供的可扩展性相关信息有限。我们将寻找证据证明，模块在不同的客户中重复部署，实施周期缩短，每位技术员工的毛利增加，客户利润率随着部署的成熟而提升。收入高速增长和不断变化的硬件/计算结构也会影响这些比率，随着时间的推移，毛利和同期群经济的信息含量将变得更加丰富。

迅策的 FDE（前端部署工程师）式组织适合被视为一种学习机制。token 增加了第二个捕获价值的路径。随着 AI 渗透到更多场景中，智能体会产生更多机器活动，token 收入可能会在现有客户内部增加。因此，下一个证据应该来自留存和扩展。90%以上的客户留存率表明客户没有离开；NRR（净收入留存率）将显示客户支出是否复合增长。token 客户数量、每位客户的场景、每种场景的使用量、已实现的定价和 token 毛利率将进一步明确 ARR（年度经常性收入）的快速增长是否正在成为持久的经常性经济利益。**我们认为这些指标最终对估值的影响将大于 token 的整体增长。**

特定场景的 token 定价也创造了可捕捉的潜在上行空间。目前的披露仍然不足以确立持续的定价权，使实际价格、留存和毛利率成为未来的重要证明点。这也是我们的预测与市场一致预期不同的地方：我们预计 2026-28 年收入将分别比市场一致预期高 2%/22%/50%，其中反映了 token 渗透率提高、现有客户群内扩张更多以及持续的跨行业部署。我们的调整后净利润预测比市场一致预期高 40%/92%/228%，因为我们预计收入增速将超过研发和行政支出增速，同时产品复用支持利润率逐步改善。

财务质量和现金流：随着资本需求增加，经营杠杆逐渐显现

2026 年上半年提供了第一个扎实证据，证明迅策的快速增长可以转化为经营杠杆。收入同比增长 389%至 9.67 亿元人民币，毛利增长 340%至 5.81 亿元人民币，公司实现归母净利润 7,250 万元人民币，调整后净利润为 6,700 万元人民币。按绝对值计算，研发费用继续增长，而随着收入的扩大，研发费用率大幅下降。我们更关注营业毛利和费用杠杆，而不是报告的盈利，因为投资和其他

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

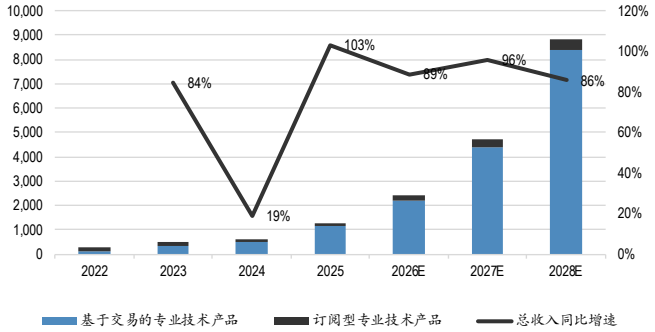
收入也为 2026 年上半年的利润做出了贡献。核心财务理据要求实现经常性业务增长，以支持营业利润率逐渐提升。

毛利率增长是最重要的检验。2026 年上半年，资产管理业务的毛利率为 81.9%，而多元化行业的毛利率约为 57%。如果产品化理据成立，那么随着部署趋于成熟、现有模块复用以及 Token 贡献的收入增加，客户和垂直经济应会得到改善。这样便形成一个有用的同期群框架。早期客户的部署成本较高，利润率较低；成熟客户应该需要较少的增量工程并产生较多的经常性使用量。成熟的多元化同期群毛利率持续向 70%以上靠近，应将为软件类经济提供有力的证据。成熟利润率保持在 50-60%左右将意味着高复杂度继续对大量的服务资源产生需求。

现金转换变得同样重要，因为迅策正在通过 Token Cloud 投资算力和硬件。这些活动需要前期现金、库存或设备以及营运资金。在基础设施投资增加后，公司截至 2026 年上半年的现金约为 6 亿元人民币，并有后续融资大幅增强流动性。因此，资产负债表充分支持近期扩张。我们聚焦于资本产生的回报。相关进展包括**毛利增长**、**经营杠杆**、**经营现金流/自由现金流**、**增量投入资本回报率**。当额外的基础设施投资产生持久的客户使用量和有吸引力的毛利时，Token Cloud 创造股东价值。硬件和算力份额上升，叠加现金转换能力疲弱，将会稀释软件和 token 业务的经济质量。

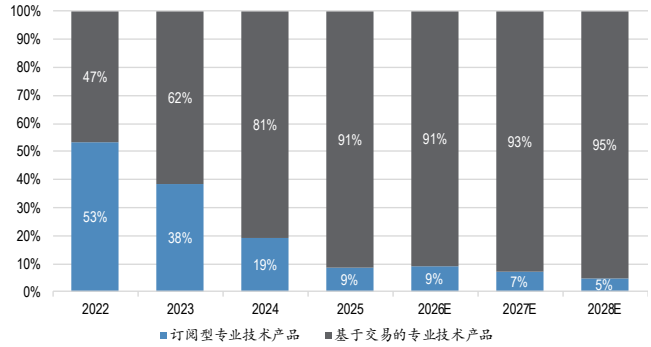
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 4：迅策的收入预测及同比增速（百万元人民币）



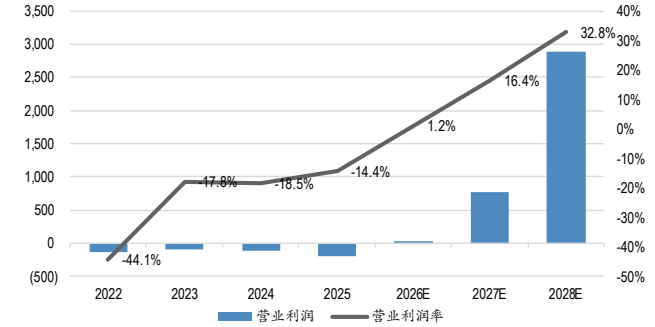
资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

图 5：迅策的收入结构明细



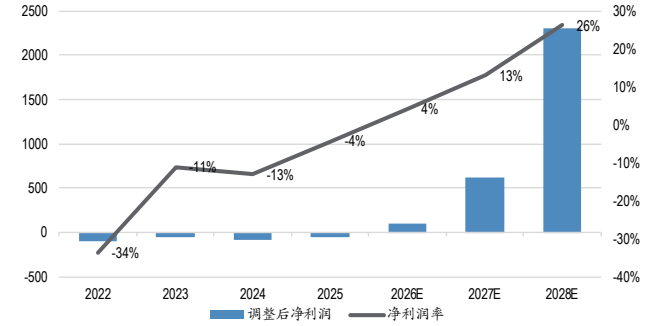
资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

图 6：迅策的营业利润及营业利润率（百万元人民币）



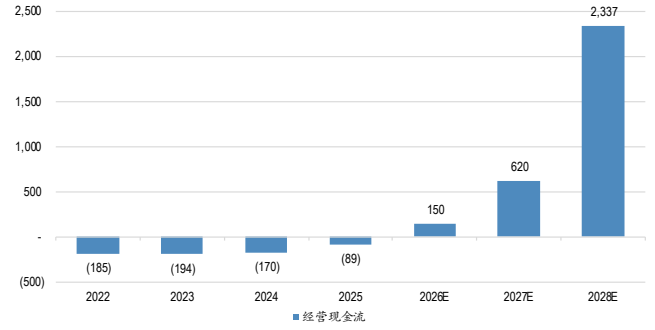
资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

图 7：迅策的调整后净利润及净利润率（百万元人民币）



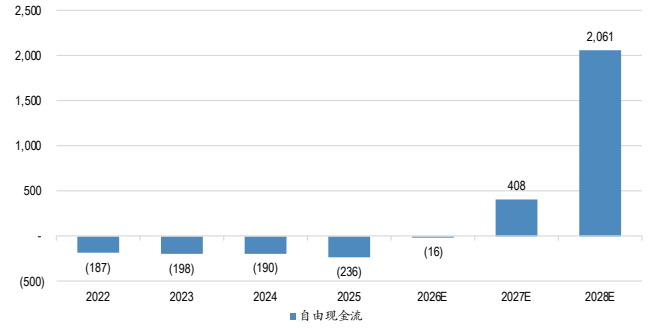
资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

图 8：迅策的经营现金流（百万元人民币）



资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

图 9：迅策的自由现金流（百万元人民币）



资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

表 1：迅策的损益表

百万元人民币	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	**288**	**530**	**632**	**1,285**	**2,425**	**4,745**	**8,810**
同比%			*19%*	*103%*	*89%*	*96%*	*86%*
销售成本	**63**	**111**	**147**	**493**	**968**	**1,895**	**3,359**
毛利	**225**	**419**	**485**	**792**	**1,457**	**2,851**	**5,451**
运营支出							
销售及营销开支	(24)	(37)	(41)	(50)	(137)	(165)	(198)
研发费用	(259)	(379)	(450)	(616)	(979)	(1,530)	(2,088)
一般及行政费用	(68)	(82)	(91)	(147)	(180)	(231)	(278)
金融资产减值亏损	(0)	(15)	(18)	(161)	(127)	(144)	0
其他营业收入（亏损），净额	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)	(2)	0
营业费用	(352)	(514)	(601)	(977)	(1,427)	(2,072)	(2,564)
营业利润（报告）	**(127)**	**(94)**	**(117)**	**(185)**	**30**	**778**	**2,887**
营业利润（摩根大通）	**(127)**	**(79)**	**(99)**	**(23)**	**157**	**922**	**2,887**
营业外项目							
财务成本	(1)	(1)	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)
应占联营公司及合营公司损益净额	(1)	(1)	(0)	(0)	0	0	0
其他收入（亏损）净额	32	33	22	58	89	0	0
税前利润	**(97)**	**(63)**	**(98)**	**(130)**	**116**	**774**	**2,883**
所得税抵免/（费用）	0	(0)	(0)	(0)	(10)	(155)	(577)
净利润	**(97)**	**(63)**	**(98)**	**(130)**	**106**	**620**	**2,307**
少数股东损益	(21)	(8)	(14)	(36)	(9)	(51)	(190)
归母净利润	**(75)**	**(55)**	**(84)**	**(94)**	**115**	**671**	**2,496**
加：一次性非经常性收益	0	5	15	75	0	0	0
经调整净利润／亏损（非香港财务报告准则计量）	**(97)**	**(58)**	**(82)**	**(55)**	**106**	**620**	**2,307**
息税折旧摊销前利润	**(81)**	**(44)**	**(72)**	**(101)**	**155**	**836**	**2,987**
调整后息税折旧摊销前利润	**(81)**	**(39)**	**(56)**	**(26)**	**155**	**836**	**2,987**
每股（元人民币/股）							
加权平均股份：							
基本	270	290	300	300	323	323	323
稀释	270	290	300	300	323	323	323
每股收益（基本）	(0.28)	(0.19)	(0.28)	(0.31)	0.36	2.08	7.74
每股收益（稀释后）	(0.28)	(0.19)	(0.28)	(0.31)	0.36	2.08	7.74
调整后每股收益（基本）	(0.36)	(0.20)	(0.27)	(0.18)	0.3	1.9	7.1
调整后每股收益（稀释后）	(0.36)	(0.20)	(0.27)	(0.18)	0.3	1.9	7.1

资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

表 2：迅策的资产负债表

百万元人民币	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产							
流动资产：							
现金及现金等价物及受限制银行存款	749	597	344	1,086	1,069	1,477	3,538
定期存款	-	54	33	-	-	-	-
贸易应收款项	77	266	252	672	949	1,486	2,484
预付款项、其他应收款项及其他资产	97	72	92	169	255	399	593
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	148	171	187	127	127	127	127
流动资产合计	**1,070**	**1,161**	**907**	**2,053**	**2,400**	**3,489**	**6,741**
物业及设备	3	5	19	155	297	462	649
商誉	389	389	389	389	389	389	389
使用权资产	13	12	24	30	24	19	14
无形资产	34	28	23	27	21	16	9
对合营公司及联营公司的投资	20	23	23	22	22	22	22
预付款项、其他应收款项及其他资产	5	10	13	16	24	37	62
指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的股权投资	125	216	245	276	276	276	276
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	123	173	169	184	184	184	184
定期存款	83	32	20	21	21	21	21
非流动资产合计	**795**	**888**	**925**	**1,119**	**1,258**	**1,425**	**1,626**
总资产	**1,865**	**2,049**	**1,832**	**3,172**	**3,658**	**4,914**	**8,367**
负债及权益							
流动负债：							
贸易应付款项	19	59	27	381	524	718	891
合同负债	90	71	28	62	94	147	218
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	4	-	-	-	-	-	-
计息银行借款	17	46	28	48	48	48	48
租赁负债	7	8	8	10	10	10	10
应付所得税	-	0	0	0	0	0	0
其他应付款项及应计费用	106	93	74	230	304	417	619
流动负债合计	**243**	**277**	**165**	**731**	**980**	**1,340**	**1,786**
租赁负债	5	4	18	20	23	26	30
合同负债	1		-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-	-	-
负债总额	**248**	**281**	**183**	**751**	**1,003**	**1,366**	**1,817**
股东权益：							
实收资本/股本	129	300	300	323	323	323	323
储备	1,376	1,365	1,260	2,036	2,270	3,163	6,165
股东权益合计	**1,505**	**1,665**	**1,560**	**2,358**	**2,592**	**3,486**	**6,488**
非控股权益	111	103	89	62	62	62	62
总权益	**1,616**	**1,767**	**1,649**	**2,421**	**2,655**	**3,548**	**6,550**

资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

表 3：迅策的现金流量表

百万元人民币	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动							
净收入	(96.5)	(63.4)	(97.708)	(129.6)	106	620	2,307
调整：							
融资成本	1	1	2	2	4	4	4
应占联营公司及合营公司损益净额	1	1	0	0	(0)	0	0
利息收入	(8)	(10)	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
出售物业及设备的亏损／（收益）净额	0	0	0	0	0	0	0
金融资产减值亏损净额	0	15	18	161	161	161	161
物业及设备折旧	2	2	5	12	24	47	88
使用权资产折旧	8	10	13	10	5	5	5
无形资产摊销	5	6	6	6	5	5	7
租约修订收益	0	0	0	(1)	(1)	(1)	(1)
提前终止租赁的（收益）／亏损	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值收益	(7)	(12)	(2)	(41)	(41)	(41)	(41)
汇兑差额净额	(2)	(1)	(1)	3	3	3	3
营运资本变动前的经营亏损	**(96)**	**(50)**	**(60)**	**19**	**263**	**800**	**2,529**
营运资本净变动：	**(95)**	**(150)**	**(114)**	**(110)**	**(123)**	**(335)**	**(769)**
已收利息	6	7	4	3			
已付所得税	(0)	(0)	(0)	0	10	155	577
其他	0	0	0	(0)			
经营活动所用现金净额	**(185)**	**(194)**	**(170)**	**(89)**	**150**	**620**	**2,337**
投资活动产生的现金流量							
购买物业、厂房及设备	(2)	(4)	(20)	(147)	(167)	(212)	(275)
购买无形资产	(5)	(0)	(0)	(10)			
购买以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	(327)	(249)	(112)	(12)			
购买指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的股权投资	(35)	(96)	(49)	-			
给予股东的贷款垫款	-	(8)	(107)	32			
偿还来自股东的贷款	-	8	107	(35)			
出售以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产所得款项	249	164	101	99			
存入定期存款	(72)	-	(21)	(240)			
定期存款到期	-	-	54	273			
其他	48	(4)	-	-	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	**(143)**	**(190)**	**(46)**	**(41)**	**(167)**	**(212)**	**(275)**
融资活动产生的现金流量							
新增银行借款	18	48	30	84	-	-	-
偿还银行借款	(7)	(19)	(47)	(64)			
出资费用	(10)	(7)	(6)	(5)			
股东出资情况	763	220	-	-			
非控股权益出资	30		-	(2)			
支付上市开支			-	(2)			
发行股份所得款项			-	872			
偿还租赁付款的本金部分	(8)	(9)	(11)	(9)	3	3	4
已付利息	(1)	(1)	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)
其他筹资活动	-	-	-	-	-	-	-
融资活动所得现金流量净额	**785**	**232**	**(36)**	**871**	**(1)**	**(0)**	**0**
汇兑损益	2	0	(0)	1			
现金及现金等价物净增加额	**459**	**(152)**	**(253)**	**742**	**(17)**	**408**	**2,061**
年初现金及现金等价物	290	749	597	344	1,086	1,069	1,477
年末现金及现金等价物	**749**	**597**	**344**	**1,086**	**1,069**	**1,477**	**3,538**

资料来源：迅策，年度报告，2025 财年，公司招股说明书（2025 年 12 月 18 日），摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

估值和股东回报：盈利增长需要支撑下一个阶段

我们基于 20 倍的 2028 年预期 P/E 对迅策进行估值，并推导出目标价 160 港元。**我们认为只要盈利变得显著，P/E 是一个合适的综合估值框架，同时使用收入结构、毛利率和现金流来判断这些盈利的质量。**相对于传统中国 IT 服务的估值溢价，得益于增长大幅加快以及 token 和可复用部署资产可能将业务导向经常性使用经济学。我们认为 token NRR、成熟的多元行业毛利率、每名员工毛利和经营现金流/自由现金流是最有用的指标。Palantir 可以作为一个有用的长期经济参考，因为它的经验表明，当实施知识充分产品化时，复杂的企业部署和面向客户的工程可以与高软件利润率及强劲的现金生成共存。

表 4：摩根大通预测对比市场一致预期

财年止于 12 月 31 日	FY2026			FY2027		
百万元人民币	摩根大通预测	市场一致预期	% 差幅	摩根大通预测	市场一致预期	% 差幅
净收入	**2,425**	**2,375**	**2%**	**4,745**	**3,887**	**22%**
毛利	**1,457**	**1,463**	**0%**	**2,851**	**2,437**	**17%**
销售及经销费用	(137)			(165)		
研发费用	(979)			(1,530)		
一般及行政费用	(180)			(231)		
营业利润	**157**	**159**	**-1%**	**922**	**452**	**104%**
税前利润	**116**	**77**	**50%**	**774**	**372**	**108%**
净利润	**106**			**620**		
净利润，调整后	**106**	**76**	**40%**	**620**	**323**	**92%**
每股收益（元人民币/股）	**0.4**	**0.5**	**-32%**	**2.1**	**2.5**	**-17%**
调整后每股收益（元人民币/股）	**0.3**	**0.3**	**14%**	**1.9**	**1.0**	**91%**
利润率分析(%)						
毛利率	60.1%	61.6%	-1.5%	60.1%	62.7%	-2.6%
营业利润率	6.5%	6.7%	-0.2%	19.4%	11.6%	7.8%
净利润率	4.4%			13.1%		
净利润率，调整后	4.4%	3.2%	1.2%	13.1%	8.3%	4.8%

资料来源：Bloomberg Finance L.P.，截至 2026 年 9 月 21 日，摩根大通估算。

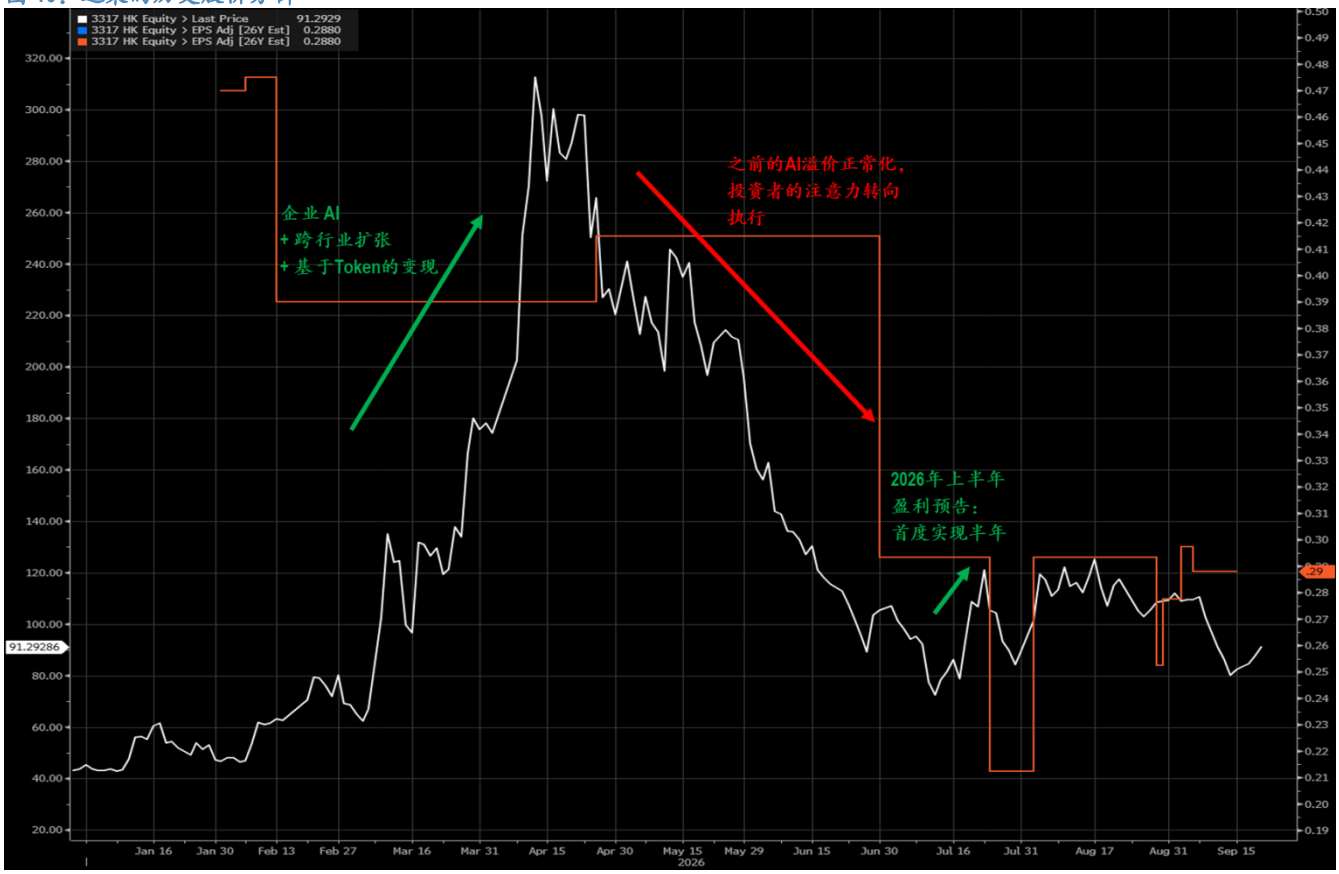
历史股价分析：首次估值上调反映的是机会；下一阶段需要盈利兑现

我们认为自迅策 2025 年末上市以来，与其股价变动最相关的运营历史是从上市前的数据基础设施快速增长过渡到上市后的 AI 和 token 驱动型估值叙事。未来的股东回报应会越来越多地受到盈利增长的驱动。资本配置是这个等式的一部分。**因此，我们预计市场将日益关注每单位新资本产生的增量毛利和现金流。**

迅策于 2025 年 12 月以 48 港元/股的价格上市，初期交易价格接近发行价，但在 2026 年初大幅反弹，原因是投资者日益认可公司的企业 AI 业务敞口、跨行业扩张以及基于 token 的变现潜力。随后的调整也同样剧烈，股价在 7 月下跌至 81 港元左右，原因是 AI 的初始溢价正常化，投资者的注意力转向执行、盈利和 token 经济的可持续性。**我们预计未来的回报将越来越多地受到盈利兑现情况、现有客户的 token 扩张、成熟客户利润率提高和现金转换的推动。**

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 10：迅策的历史股价分析



资料来源：Bloomberg Finance L.P.，数据截至 2026 年 9 月 21 日，摩根大通。

风险和催化剂

我们的“增持”评级面临的主要风险是，迅策能否将日益上升的企业 AI 采用率转化为更具可扩展性和经常性的商业模式。企业需求正在增长，但生产部署仍然复杂，客户越来越关注可衡量的投资回报率。因此，迅策需要证明，更高的 token 消耗会带来经常性收入、改善利润率、增强现金生成。我们认为有四大风险：企业 AI 部署放缓、产品复用有限、token 收入质量走弱以及企业 AI 实施的稀缺性下降。

- **企业 AI 投资回报率可能需要较长时间证明，从而使生产部署放缓。**客户日渐从试验探索转向衡量 AI 工作负载的业务价值。随着时间的推移，这将提高需求的质量，但它也可能消除低价值的 token 消耗并延长部署决策。如果客户减少试验性使用、延迟投产或难以用可衡量的生产力提升来证明 AI 支出的合理性，则增速可能放缓。因此，我们将专注于生产工作负载、客户留存和经常性收入，而不仅仅关注整体 token 增长。

- **有限的模块复用可能使业务更接近于服务经济。**迅策的长期利润率机会取决于跨客户的模型复用、智能体、数据连接器和工作流模块。持续的定制需要为每一次的部署投入更多的工程资源，从而限制运营杠杆。因此，多元化行业毛利率、模块复用和每位员工毛利是产品化的重要指标。若这些指标加快改善，则意味着累积的部署经验正成为可复用的软件，而不是保留在个别项目中。

- **Token 高速增长可能无法转化为具有同等吸引力的经济效益。**Token Cloud 打通了从企业 AI 使用到经常性收入的直接通路，但收入质量取决于留存、实际定价和毛利率。超前建立的产能可能会使利用率下降，而模型和推理价格急剧下跌或令每 token 收入承压。使用量增加也可能对营运资本或基础设施提出更高的需求。因此，我们将结合 token NRR、实际定价、毛利率和现金转换，对 token 的增长进行评估。强劲的使用量增长伴随疲弱的利润率或经营现金流，对于增量价值捕获的证明力度有限。

- **随着企业 AI 基础设施趋于成熟，迅策赖以变现的实施稀缺性可能会下降。**迅策目前受益于打通模型与企业数据、系统、权限和工作流所面临的困难。随着时间的推移，更优的基础模型、标准化连接器、云平台和更多支持智能体的企业软件，应会在一定程度上降低其中的难度。客户还可以在内部开发更多的 AI 功能。因此，迅策需要在基础实施变得更简单之前向价值链上方移动。进一步掌握可复用的工作流模块、企业上下文和生产执行，应将降低业务对于部署复杂性本身的依赖性。

主要的上行催化剂是，有证据显示企业 AI 采用正在改善增长和业务质量。token 收入达到管理层的年终贡献目标，则会再添凭证，而披露 token NRR、实际定价和毛利率将使投资者能够评估增长的质量。多元化行业的毛利率、模块复用和每位员工毛利持续提升，则会强化产品化理据。经营现金流和自由现金流走强可作为最明确的证据，证明增长对于增量工程和基础设施投资的依赖度不断下降。我们认为，**token 经常性收入、模块复用、成熟客户利润率和现金生成同步增长，**是迅策从企业 AI 实施转向更具扩展性的软件和工作流平台的最有力证据。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

深圳迅策科技股份有限公司 - H *(增持; 目标价: 160.00港元)*

投资理据

我们给予迅策“增持”评级，因为公司有望利用通用 AI 模型与生产级企业系统之间的实施差距进行变现。企业部署需要上下文、治理、集成、权限和可靠执行，从而产生超出基础模型能力的持久需求。我们认为 Token/TokenOS 和可复用模块为迅策开辟了一条将重复实施工作转化为按标准化软件和使用量创收的路径。成功的产品化应能支持缩短部署周期、提高模块复用率、改善每位员工的创收，使企业 AI 需求转化为更强的利润率和现金生成。

估值

我们截至 2027 年 12 月的目标价为 160 港元，基于 20 倍 2028 年预期 P/E。我们认为该倍数恰当地反映了迅策在企业 AI 部署方面的强劲敞口，及其向更具可扩展性的软件经济转型的潜力，同时也承认其规模较小，需要具备将实施专长转化为可复用产品的执行力。我们采用 20 倍的 2028 年预期 P/E，高于我们给予更成熟的应用同业的约 15 倍，因为考虑到迅策明显更高的增速和企业 AI 敞口，不过这被公司较小的规模和仍在发展中的软件经济部分抵消。

影响评级与目标价的风险

下行风险包括企业 AI 采用放缓、客户部署周期延长以及实施工作的产品化弱于预期。改进的基础模型可能降低一些集成和工作流构建任务的复杂性，同时更大型的云供应商和软件供应商可能向企业部署领域扩张。模块复用率下降、持续依赖于劳动密集型项目或现金收款走弱将限制利润率扩张和估值上行空间。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

迅策 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**632**	**1,285**	**2,425**	**4,745**	**8,810**
售出商品成本	(147)	(493)	(968)	(1,895)	(3,359)
毛利润	**485**	**792**	**1,457**	**2,851**	**5,451**
销售费用、一般性费用及管理费用	(132)	(198)	(317)	(396)	(476)
调整后的息税折旧摊销前利润	**(56)**	**(26)**	**155**	**836**	**2,987**
折旧和摊销	(23)	(27)	(23)	(58)	(100)
调整后的息税前利润	**(79)**	**(53)**	**132**	**778**	**2,887**
净利息	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)
调整后的税前利润	**(60)**	**2**	**217**	**774**	**2,883**
所得税	(0)	(0)	(10)	(155)	(577)
少数股东损益	14	36	9	51	190
调整后的净利润	**(82)**	**(55)**	**106**	**620**	**2,307**
报告的每股收益	(0.28)	(0.31)	0.36	2.08	7.74
调整后的每股收益	**(0.27)**	**(0.18)**	**0.33**	**1.92**	**7.15**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-	-
发行在外股份数	300	300	323	323	323

资产负债表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	344	1,086	1,069	1,477	3,538
应收帐款	252	672	949	1,486	2,484
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	563	967	1,331	2,012	3,203
流动资产	**907**	**2,053**	**2,400**	**3,489**	**6,741**
不动产、厂房、设备	-	-	-	-	-
长期投资	415	460	460	460	460
其他非流动资产	514	703	848	1,021	1,228
总资产	**1,832**	**3,172**	**3,658**	**4,914**	**8,367**
短期借款	28	48	48	48	48
应付帐款	27	381	524	718	891
其他短期负债	110	302	408	573	847
流动负债	**165**	**731**	**980**	**1,340**	**1,786**
长期债务	-	-	-	-	-
其他长期负债	18	20	23	26	30
总负债	**183**	**751**	**1,003**	**1,366**	**1,817**
股东权益	1,560	2,358	2,592	3,486	6,488
少数股东权益	89	62	62	62	62
总负债及所有者权益	**1,832**	**3,172**	**3,658**	**4,914**	**8,367**
每股帐面价值	**5.20**	**7.86**	**8.03**	**10.80**	**20.11**
同比增长	*(9.3%)*	*51.1%*	*2.2%*	*34.5%*	*86.1%*
净债务/（现金）	(316)	(1,038)	(1,021)	(1,429)	(3,490)

现金流量表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	**(170)**	**(89)**	**150**	**620**	**2,337**
其中：折旧和摊销	24	27	35	58	100
其中：营运资本变动	(114)	(110)	(123)	(335)	(769)
投资活动现金流	**(46)**	**(41)**	**(167)**	**(212)**	**(275)**
其中：资本支出	(20)	(147)	(167)	(212)	(275)
占销售收入比重	*3.1%*	*11.5%*	*6.9%*	*4.5%*	*3.1%*
融资活动现金流	**(36)**	**871**	**(1)**	**(0)**	**0**
其中：支付的股息	-	-	-	-	-
其中：发行股份数/(回购数)	-	-	-	-	-
其中：发行的净债务/(偿还额)	(17)	20	0	0	0
现金变化净额	**(253)**	**742**	**(17)**	**408**	**2,061**
调整后的公司自由现金流	**(188)**	**(234)**	**(13)**	**411**	**2,064**
同比增长	*(4.5%)*	*24.6%*	*(94.5%)*	*(3322.4%)*	*402.0%*

财务比率分析	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
毛利润率	76.7%	61.7%	60.1%	60.1%	61.9%
息税折旧摊销前利润率	(8.9%)	(2.0%)	6.4%	17.6%	33.9%
息税前利润率	(12.5%)	(4.1%)	5.4%	16.4%	32.8%
净利润率	(13.0%)	(4.3%)	4.4%	13.1%	26.2%
净资产回报率	(5.1%)	(2.8%)	4.3%	20.4%	46.3%
资产回报率	(4.2%)	(2.2%)	3.1%	14.5%	34.7%
已动用资本回报率	(4.8%)	(2.6%)	5.0%	20.2%	45.9%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	20.9%	15.4%	13.1%	8.4%	5.4%
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	5.6	40.1	NM	NM	NM
销售收入/资产（倍）	0.3	0.5	0.7	1.1	1.3
总资产/净资产（倍）	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3
利息覆盖倍数	NM	NM	41.1	222.7	795.2
经营杠杆	204.6%	(32.4%)	(394.0%)	513.9%	316.3%
税率	(0.2%)	0.5%	4.5%	20.0%	20.0%
收入同比增长	19.1%	103.3%	88.7%	95.7%	85.7%
息税折旧摊销前利润同比增长	45.8%	(54.0%)	(697.7%)	441.1%	257.2%
每股收益同比增长	36.7%	(33.4%)	(279.7%)	484.7%	272.3%

估值	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
市盈率（倍）	NM	NM	307.8	52.7	14.1
市净率（倍）	19.4	12.9	12.6	9.4	5.0
企业价值倍数	NM	NM	277.6	50.8	13.5
股息率	-	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万港元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

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。

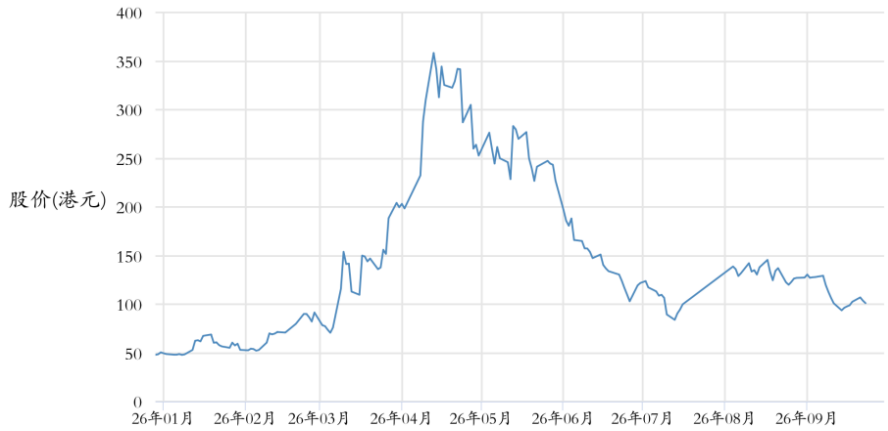
除非另有说明，本报告的全体署名作者均为开展独立研究的证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能会被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

重要披露

- **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：迅策 - H 或相关实体。
- **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迅策 - H 或相关实体支付的报酬。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有迅策 - H 或相关实体所发行债务证券的头寸。

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。

深圳迅策科技股份有限公司 – H (3317.HK, 3317 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。

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：徐文韬: MiniMax (0100.HK), 智谱 - H (2513.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。

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。

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，
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，JPM
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 (accre
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 a
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、
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
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。