本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

J.P.Morgan
摩根大通

中国股票策略

四种刺激情景与股票筛选

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
中国证券研究主管
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

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究宏观政策发力提效、促进有效投资有关工作。会议指出，政府将研究出台稳定房地产市场、促进就业增收的政策措施。**上行尾部情景——类似于 2024 年 9 月那种侧重于房地产和消费的广泛刺激——可能会触发资金大举轮动至高贝塔值的消费、房地产和建材板块**（*图 13*）。与此同时，摩根大通中国经济研究团队的基准情景是：在现有预算内进行有节制的“追赶”：政策偏向支持性而非扩张性，核心聚焦于“六张网”，仅 2026 年一年计划投资就超 7 万亿元，整个“十五五”期间预计投资 23 至 26 万亿元。在这一基准情景下，我们筛选了具备资金已落实、符合战略方向的资本开支扩张敞口的标的（*图 7 和 图 8*）。除财政选项外，若货币宽松成为主要工具，我们的回测显示，小微盘股三个月回报领先，成长股小幅跑赢价值股，医疗保健、IT 和材料板块将领涨 A 股（*图 15*）。相比之下，若出现财政落实不足的下行尾部情景，市场可能转向防御性、现金流主导的格局，其特征是低市净率和高收益（*图 14*）。**未来 6 个月，围绕刺激政策的市场投机可能集中于三大关键事件：(1) 10 月召开的五中全会；（2）12 月上中旬召开的中央经济工作会议；（3）2027 年 3 月初召开的全国两会。**

- **上行情景：2024 年 9 月针对房地产与消费的刺激重演**（*参见第 6-7 页*）。*宏观假设：政策制定者突破已批准的预算框架，追加中央或准财政支持，同时出台更强有力的保交楼和促消费措施。*股市影响：在家电、汽车、房地产开发商/中介、二线白酒股以及部分建材股引领下，高贝塔板块出现为期 1 个月的行情爆发（*图 13*）。与此同时，更偏出口导向的消费股（如纺织代工企业）以及更具防御性的高收益股则表现落后。就这一情景而言，投资者强调了一个关键前提：出口增速放缓至中个位数。部分人士猜测，即将召开的二十届五中全会能否成为潜在催化剂，但也有人指出，此次全会主要聚焦党的纪律建设，以及为预计于 2027 年 10 月召开的二十一大做筹备工作。

- **基准情景：在已批准预算内追赶财政执行进度**（*参见第 4-5 页*）。*宏观假设：财政执行由偏慢转向有节制，具体表现为政府债券发行加快、财政存款支取提速、以及政策性银行资金加快投向基础设施、城市更新、项目竣工和战略投资；政策脉冲偏向支持性而非扩张性。*股市影响：“六张网”将在未来几个季度内将政策转化为待执行项目，进而转化为收入和盈利。我们估计中国数据中心资本开支将从 2026 年的 550 亿至 690 亿美元大致翻倍，2029 年达到 950 亿至 1,510 亿美元，另据新华社报道，整个“十五五”期间的算力网总资本开支预计将超 4 万亿元人民币；电网“十五五”期间投资将超 5 万亿元（较“十四五”增长 75%）；水网投资超 6 万亿元；城市地下管网投资约 5 万亿元，覆盖 77 万公里；通信网直接投资 3.8 万亿元（预计带动上/下游总产出 7 万亿）；物流网目标是实现 95%的主骨架建成

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 10 页。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

率。我们基于市值的筛选结果参见*图 7*（AIDC、通信和电网相关敞口）和*图 8*（水网、管网和物流相关敞口）。我们与之交流的投资者对 AIDC 产业链基本面信心最强，并指出渠道调研反馈积极。

- **仅靠货币宽松——小微盘股是主要受益者**（*参见第 9 页*）。*宏观假设：政策制定者维持现有财政政策，并继续放松货币政策，如下调政策利率、引导银行间利率下行、并保持流动性宽松。*股市影响：历史回测显示，小微盘股在三个月内领涨，同时成长股跑赢价值股。按板块来看，周期股短期内反应积极，但三个月维度上转由医疗保健、IT 和材料板块领涨，而防御性的公用事业、日常消费和金融板块则表现落后。六个月时，万得微盘股指数中位数涨幅为 9.5%，中证 1000 指数涨幅为 5.0%，而沪深 300 价值指数则下跌 2.5%（*图 15*）。

- **下行情景：财政兑现仍不足，持有市净率低、收益高且现金流良好的股票**（*参见第 8 页*）。*宏观假设：资金供应未能转化为支出 - 债券筹集资金和政策性银行资金进入项目缓慢，土地收入少和配套资金稀缺限制了地方实施，财政存款居高不下，部分预想中的脉冲遭延迟。*股市影响：寻求安全的状态下市场要的是估值、资产负债表健康、现金流和股息。我们的防御性筛选（MSCI 中国指数成分股，3 个月日均成交额超 3,000 万美元，12 个月静态市净率低于 1.5 倍，最近半个财年自由现金流为正，股息率高于 4%，2026/27 年每股收益一致预期同比增速大于 0）集中在保险公司（平安、中国人寿、中国人保）、个别银行（中国银行，招商银行、邮储银行）、能源和日常消费品领域（*图 14*）。

- **我们的新兴市场/亚洲配置继续超配中国股票，MSCI 中国指数和沪深 300 指数 2026 年底基准情景目标点位仍分别为 100 点和 5,200 点，**基于 14% 和 25%的每股收益同比增长一致预期。流动性仍充裕，但尚未恢复到我们在 6 月看到的过高水平。我们的区域策略分析师指出，短期内（1）随后货币政策可能更严格且流动性可能收紧，（2）亚洲周期指标（QMI）恶化，（3）美国中期选举到来前的风险厌恶情绪，（4）10 月份发布三季报前缺乏新的盈利催化剂，（5）季节性较差共同为未来几周谨慎行事提供了理由。2026 年 2 季度业绩显示人工智能仍是一级增长主题，财务数据好于整个中国股市。我们认为这样的领先表现可支持 2026 年下半年剩余时间内 AI 生态的反弹，尽管流动性波动可能造成其路径不稳。我们看好的国内 AI 供应链公司为：天数智芯（H 股）、伟测科技（A 股）、长电科技（A 股）、中微公司（A 股）和北方华创（A 股）。对于寻求多元化的投资者，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。中国政策制定者平衡股票发行和回购的措施也可能为 2026 年下半年的股东回报增长主题提供支持。

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，JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch 的朱锋对本报告的编制提供帮助。

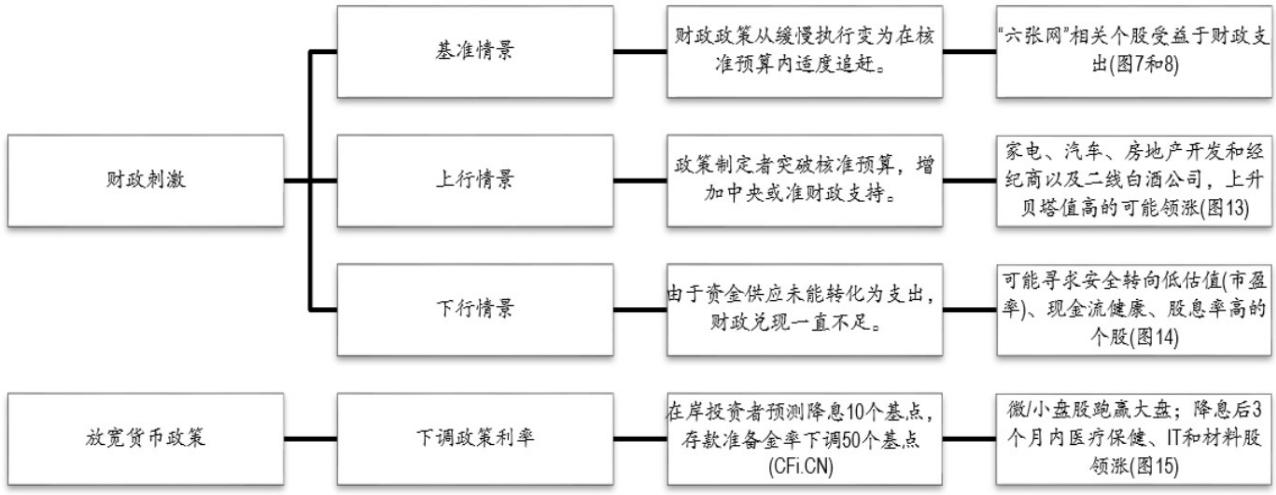
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan 摩根大通

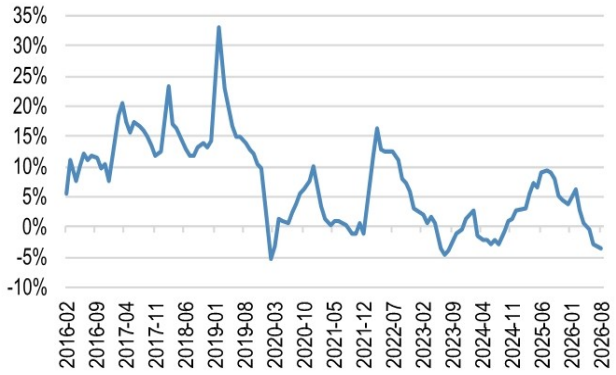
主要图表

图 1: 政策刺激的四种情景及股市影响



资料来源：摩根大通（2026 年 9 月 28 日）

图 2: 一般公共预算支出+政府管理资金支出的同比变动



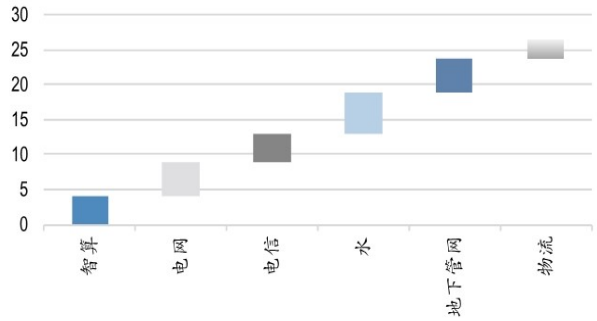
资料来源：万得（2026 年 9 月 28 日）

图 3: 地方政府专项债新增发行量同比变动



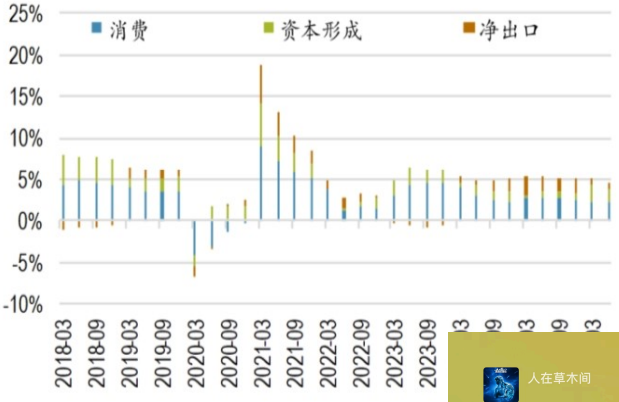
资料来源：万得（2026 年 9 月 28 日）

图 4: “十五五”期间六张网相关预算支出



资料来源：万得（2026 年 9 月 28 日）、摩根大通估算（我们预测物流网相关投资为 1-2 万亿元）

图 5: GDP 增长贡献率细分，百分点



资料来源：万得（2026 年 9 月 28 日）

人在草木间

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

基准情景：“六张网”将政策转化为在手订单、收入及随后的盈利。

摩根大通中国经济研究团队的基准情景预期：

- 财政政策从缓慢执行变为在核准预算内适度追赶。
- 政府债券发行提速，减少财政存款，部署政策性银行资金以支持基础设施、城市更新，项目完工和战略投资。
- 执行情况改善但仍受制于疲软的土地收入、地方政府对风险的规避以及有限的项目妥善程度，造成财政脉冲具有支持性而无扩张性。

如果财政支出继续遵循年初迄今的“六张网”框架，我们预计未来 2-3 个季度相关公司将通过订单积累、收入确认和经营杠杆将政策融入基本面。

- 以算力网为例，我们估算中国数据中心资本支出将从 2026 年的 550-690 亿美元几乎倍增至 2029 年的 950-1,510 亿美元，这有利于 AI 服务器、光学模组、液冷、IDC 运营商和国内 AI 芯片供应链。新华社报道称“十五五”期间算力网预期支出为 4 万亿元人民币。
- 新型电网又为“十五五”增添了 5 万亿元计划支出（较此前计划增长约 75%），将用于特高压设备、配电自动化、智能电表、存储逆变器和虚拟电厂。
- 下一代电信网络包括 50 万座新 5G-A 基站、双千兆演进、最终的 6G 和低轨卫星覆盖，预计将实现上下游产值 7 万亿元，从而为数字经济、低空经济和具身 AI 场景赋能。
- 水网、地下管网和物流网是更传统的重资产负债部分：超 6 万亿元用于水网，约 5 万亿元用于新建或改建 77 万公里城市管道，国家物流网的目标是主骨架建成 95%。这后三张网偏重于工程承包商、PCCP 和管道制造商、公用事业管廊、智能监控供应商和货运/冷链运营商。

图 6: “六张网”中心任务

六张网	“十五五”预算	中心任务
AI 算力网	4 万亿元	连接全国数据中心与超级计算机来“输送算力”。重点项目包括 AI 算力中心、东数西算枢纽与算力调度平台。
电网	5 万亿元以上	建设可承载大量风光电力的智能电网，将清洁能源平稳送达用户。重点项目包括特高压输电线路、智能配电网、储能电站和虚拟电厂。
通信网	3.8 万亿元，带动 7 万亿元供应链产值	从 5G 升级到 5G-A（5.5G），为 6G 做准备，同时建设卫星互联网以实现全面地空无缝覆盖。重点项目包括 5G-A 基站、低轨卫星星座与光纤网络升级。
水网	6 万亿元以上	建设全国水网以解决缺水、防洪与灌溉问题。重点项目包括南水北调后续工程、大型水库、现代灌区和智慧水务管理。
城市地下管网	5 万亿元以上	地下管道统一规划并建设公用事业管廊以杜绝道路反复开挖与管道老化。重点项目包括综合公用事业管廊、管网改造与智慧管网监测系统。
物流网	N/A	建设全国物流枢纽网络，让货运更快、更便宜。重点项目包括国家物流枢纽、冷链物流、智能仓储、无人配送和多式联运（铁路+航空+公路）。

资料来源：新华社（2026 年 6 月 11 日、2026 年 7 月 30 日、2026 年 8 月 14 日报道）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan 摩根大通

图 7: AIDC、电信网络和电网行业中流通市值超过 100 亿美元的中国股票

股票代码	公司名称	行业	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交额 (百万美元)	当前股价 (本币)	2026 P/B (x)	2026 P/E (x)	2026 每股收益同比(%)	2027 每股收益同比(%)	市盈率百分位数历史排名(%)
0700.HK	腾讯控股	AIDC	346	1,559	437	3	15	3	8	8
9988.HK	阿里巴巴	AIDC	262	1,368	108	N/A	N/A	N/A	-9	66
300308.SZ	中际旭创	AIDC 与电信网络	107	4,794	896	16	32	201	91	49
300750.SZ	宁德时代	电网	106	1,728	294	3	14	33	25	2
300502.SZ	新易盛	AIDC 与电信网络	75	3,201	435	16	30	113	74	37
0941.HK	中国移动	AIDC 与电信网络	59	133	78	1	11	0	2	59
688256.SH	寒武纪	AIDC	46	2,143	1,091	41	122	172	111	5
688012.SH	中微公司	AIDC	37	1,369	339	11	86	78	28	41
002371.SZ	北方华创	AIDC	35	1,153	653	11	66	31	46	47
0992.HK	联想集团	AIDC	35	394	37	N/A	N/A	N/A	43	100
002475.SZ	立讯精密	AIDC	35	1,071	52	4	19	27	36	9
688008.SH	澜起科技	AIDC	34	1,741	215	14	74	58	36	58
603986.SH	兆易创新	AIDC	33	3,432	384	9	25	545	24	10
688981.SH	中芯国际	AIDC	32	1,232	120	6	141	45	26	64
688041.SH	海光信息	AIDC	30	1,117	248	21	129	76	53	66
601138.SH	工业富联	AIDC	29	1,186	61	6	19	76	37	86
600183.SH	生益科技	AIDC	26	1,477	137	16	48	108	53	97
002463.SZ	沪电股份	AIDC	24	1,084	124	11	37	68	58	87
9888.HK	百度集团	AIDC	24	170	85	1	16	121	24	N/A
300394.SZ	天孚通信	AIDC 与电信网络	24	1,691	268	36	83	75	66	97
688802.SH	沐曦股份	AIDC	21	248	557	17	2044	114	978	54
300408.SZ	三环集团	AIDC	21	1,172	123	10	61	54	42	98
688498.SH	源杰科技	AIDC	21	1,038	1,700	64	206	438	79	38
300476.SZ	胜宏科技	AIDC	20	1,357	233	9	27	100	71	73
688347.SH	华虹宏力	AIDC	18	932	224	9	409	181	45	69
688072.SH	拓荆科技	AIDC	18	626	701	18	102	116	39	45
300274.SZ	阳光电源	电网	18	948	84	3	12	6	25	14
600487.SH	亨通光电	AIDC 与电信网络	17	1,939	67	4	21	194	24	95
300604.SZ	长川科技	AIDC	17	1,038	261	20	77	64	48	42
002916.SZ	深南电路	AIDC	15	608	395	13	46	79	48	95
688795.SH	摩尔线程	AIDC	15	245	433	18	-1262	84	427	N/A
000063.SZ	中兴通讯	AIDC 与电信网络	14	790	32	2	26	4	14	97
600584.SH	长电科技	AIDC	14	1,842	69	4	57	38	34	48
603019.SH	中科曙光	AIDC	14	790	82	5	40	37	27	30
600522.SH	中天科技	电网与电信网络	13	1,319	35	3	19	117	28	89
002281.SZ	光迅科技	AIDC 与电信网络	13	1,157	182	13	89	78	94	98
688361.SH	中科飞测	AIDC	13	571	370	24	473	370	131	N/A
688521.SH	芯原股份	AIDC	12	707	207	27	566	136	281	N/A
000988.SZ	华工科技	AIDC 与电信网络	12	1,014	103	8	46	55	33	73
688120.SH	华海清科	AIDC	11	546	247	13	88	29	33	88
688525.SH	佰维存储	AIDC	11	1,206	211	6	9	1,183	2	1
002156.SZ	通富微电	AIDC	11	1,282	61	6	53	51	15	9
600089.SH	特变电工	电网	11	262	18	1	13	15	29	55
000977.SZ	浪潮信息	AIDC	10	1,146	70	4	21	98	34	8
600406.SH	国电南瑞	电网	10	177	22	3	19	11	13	10

资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

图 8: 水务、地下管网和物流行业中流通市值超过 50 亿美元的中国股票

股票代码	公司名称	行业	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交额 (百万美元)	当前股价 (本币)	2026 P/B (x)	2026 P/E (x)	2026 每股收益同比(%)	2027 每股收益同比(%)	市盈率百分位数历史排名(%)
601669.SH	中国电建	供水	5	68	5	0	8	1	6	47
601668.SH	中国建筑	城市地下管网	10	151	4	0	5	-5	2	47
002352.SZ	顺丰控股	物流	8	99	31	1	13	7	13	0
2057.HK	中通快递	物流	8	36	153	1	9	19	12	N/A
1519.HK	极兔速递	物流	6	48	9	3	19	179	47	N/A

资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan 摩根大通

上行情景：再现 2024 年 9 月的房地产和消费情况

摩根大通中国经济研究团队的上行预期：

- 政策制定者突破核准预算，增加中央或准财政支持。
- 额外债券融资、政策性银行资源或中央转移支付缓解地方资金限制并加快项目执行，同时可能加强对住房完工和消费的支持。
- 上行空间取决于真正的增量资金、中央的风险分担和对支出的快速转化，而不光是更大的整体方案。

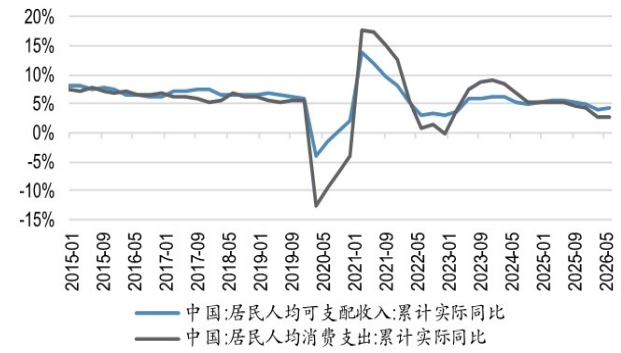
低概率上行风险可能是对房地产和消费的崭新而全面的刺激措施，类似于 2024 年 9 月颁布的政策。

- 回顾那段时间，在一个月时间里，领涨股集中在家电、汽车、房地产开发和经纪商、二线白酒公司以及个别建材公司中（*图 13*）。
- 同时，出口导向型消费品公司，如纺织品贴牌代工厂和防御性较强的高收益股表现落后。
- 我们注意到领涨股的平均上升贝塔值（β^{+}：股市上涨时个股的涨幅大小）高于表现落后的股票。

如果政策制定者今天再施此法，如中央财政拨款的又一轮真正升级、明确的住房完工支持以及摩根大通中国经济研究团队指出的可信的消费端补助，我们预计就可能在高贝塔值消费和房地产产业链带动下出现类似的为期一个月的贝塔值爆发行情。

和我们沟通的投资者还注意到，其中一个可能的前提条件是出口增速降至中个位数。有些人想知道即将举行的二十届五中全会是否会成为潜在催化剂，但另一些人指出本次全会将以党纪为主并为 2027 年 10 月的二十一大做准备。

图 9: 中国居民人均可支配收入增速和消费增速



资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

图 10: 中国消费信心指数

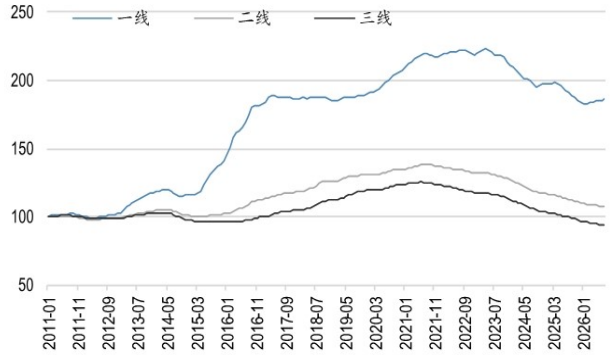


资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

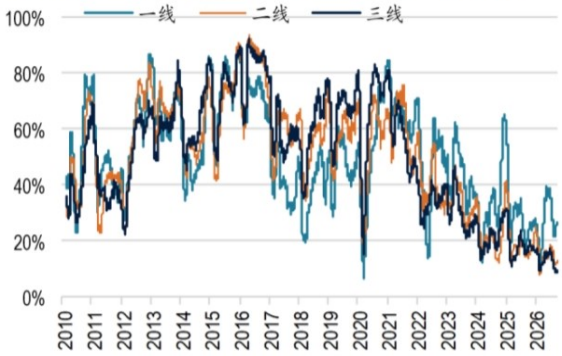
张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@jpmorgan.com

图 11: 中国一/二/三线城市二手商品房均价



资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

图 12: 中国一手商品房销量百分位数排名，60 天均值



资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

图 13: 中国消费、房地产和建材股对 2024 年 9 月政策刺激的反应

股票代码	公司名称	行业类别	2024 年 9 月 24 日后 5 天回报率	2024 年 9 月 24 日后 1 个月回报率	2024 年 9 月 24 日后 3 个月回报率	2026 年 9 月 25 日 vs 2024 年 9 月 23 日	较过去 2 年高点跌幅	上升贝塔值(过去 5 年)
600839.SH	四川长虹	耐用消费品与服装	19.1	**117.4**	106.0	34.2	-63.1	1.5
600418.SH	江淮汽车	汽车与零部件	15.4	**60.2**	72.9	5.5	-61.0	2.6
9992.HK	泡泡玛特	可选消费品分销与零售	9.3	**54.4**	82.5	219.2	-54.4	1.4
601777.SH	千里科技	汽车与零部件	19.7	**49.4**	83.9	111.8	-40.3	1.7
3690.HK	美团	消费服务	29.5	**46.8**	17.2	-46.0	-67.0	1.6
0960.HK	龙湖集团	房地产管理与开发	71.9	**45.4**	16.1	-36.4	-72.4	4.0
6181.HK	老铺黄金	耐用消费品与服装	14.4	**44.4**	64.5	177.8	-68.1	0.6
2367.HK	巨子生物	家居与个人产品	35.3	**44.4**	36.3	-31.5	-70.4	1.0
2423.HK	贝壳	房地产管理与开发	55.4	**43.7**	23.5	16.4	-39.3	2.3
3323.HK	中国建材	建材	55.5	**43.6**	63.6	54.5	-55.2	1.6
0175.HK	吉利汽车	汽车与零部件	19.6	**42.8**	48.3	60.3	-37.5	1.4
9618.HK	京东集团	可选消费品分销与零售	47.7	**40.6**	23.4	-2.5	-42.7	1.9
000568.SZ	泸州老窖	食品、饮料与烟草	46.3	**36.9**	26.8	-22.6	-51.9	1.2
3998.HK	波司登	耐用消费品与服装	21.2	**36.1**	13.9	22.8	-20.8	0.7
000596.SZ	古井贡酒	食品、饮料与烟草	39.4	**35.6**	20.2	-31.2	-55.2	1.2
600048.SH	保利发展	房地产管理与开发	36.5	**35.4**	14.1	-29.2	-52.9	2.2
000786.SZ	北新建材	建材	31.8	**32.9**	23.1	-32.2	-53.3	1.0
600895.SH	张江高科	房地产管理与开发	19.2	**32.5**	36.7	42.5	-49.0	2.1
000858.SZ	五粮液	食品、饮料与烟草	44.7	**32.3**	26.9	-31.2	-56.8	1.4
002311.SZ	海大集团	食品、饮料与烟草	37.5	**31.7**	40.1	24.0	-38.0	0.7

资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）、LSEG Workspace（2026 年 9 月 25 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

下行情景：选择防御股

摩根大通中国经济研究团队的下行预期：

- 由于资金供应未能转化为支出，财政兑现一直不足。
- 债券筹集资金和政策性银行资金进入项目依然缓慢，同时土地收入少、配套资金稀缺和地方实施谨慎制约了政府管理资金支出和基建活动。
- 财政存款居高不下，部分预想中的脉冲遭延迟，造成政策支持力度明显弱于预算态度对应的水平。

这个情景，如果再加上市场流动性低迷，可能导致寻求安全的稳态转换，此时投资者更关注估值（市净率）、资产负债表健康、现金流和股息。

在下图中，我们筛选出了 3 个月日均成交额超过 3,000 万美元，12 个月静态市净率低于 1.5 倍，最近半个财年自由现金流同比变动为正，股息率高于 4%，以及 2026 和 2027 年每股收益同比一致预期大于 0 的 MSCI 中国指数成分股。

图 14: 3 个月日均成交额超过 3,000 万美元，12 个月静态市净率低于 1.5 倍，最近半个财年自由现金流同比变动为正，股息率高于 4%，2026 和 2027 年每股收益同比一致预期大于 0 的 MSCI 中国指数成分股

股票代码	公司名称	行业	流通市值 (10 亿美元)	3 个月日均成交额 (百万美元)	当前股价 (本币)	2026 P/E (x)	2026 每股收益同比(%)	2027 每股收益同比(%)	P/B (TTM)	自由现金流同比(最近半个财年)	股息率
601318.SH	中国平安	金融	68	619	52	6	12	10	0.8	9	6
000783.SZ	长江证券	金融	4	181	8	10	30	5	1.5	181	5
601688.SH	华泰证券	金融	14	195	18	8	27	12	1.2	1,565	4
2318.HK	中国平安	金融	40	231	53	6	10	9	0.8	6	7
000776.SZ	广发证券	金融	8	232	20	8	45	10	1.3	198	4
3968.HK	招商银行	金融	25	73	51	7	3	5	0.9	355	5
601555.SH	东吴证券	金融	4	47	8	11	8	11	0.9	100	7
600036.SH	招商银行	金融	69	475	41	7	1	4	0.8	147	5
600958.SH	东方证券	金融	5	71	9	11	23	9	1.0	319	4
2319.HK	蒙牛乳业	日常消费	7	51	18	12	213	15	1.3	11	4
601077.SH	渝农商行	金融	5	63	7	6	7	8	0.5	184	6
601825.SH	沪农商行	金融	6	33	9	7	1	2	0.5	130	5
600000.SH	浦发银行	金融	23	99	9	6	3	8	0.6	3,044	5
002128.SZ	电投能源	能源	4	55	28	9	74	8	1.3	224	6
601658.SH	邮储银行	金融	7	128	5	7	2	4	0.6	95	4
2328.HK	中国财险	金融	15	54	17	7	9	7	1.1	1	5
002966.SZ	苏州银行	金融	4	53	9	7	8	9	0.6	62	4
601838.SH	成都银行	金融	6	55	19	6	5	6	0.8	67	5
000157.SZ	中联重科	工业	4	55	6	10	13	22	1.0	254	7
601998.SH	中信银行	金融	7	71	9	7	1	4	0.5	1,423	4
601229.SH	上海银行	金融	11	82	10	6	1	3	0.5	69	6
600016.SH	民生银行	金融	10	132	3	5	1	2	0.2	173	6
601006.SH	大秦铁路	工业	6	79	5	13	19	8	0.6	465	4
601398.SH	工商银行	金融	40	429	8	8	2	4	0.6	77	4
1398.HK	工商银行	金融	85	152	8	6	3	4	0.5	62	5
3988.HK	中国银行	金融	65	131	6	7	5	5	0.5	467	5
0857.HK	中国石油	能源	26	99	10	8	13	2	0.9	18	6

资料来源：LSEG Workspace（2026 年 9 月 25 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

仅货币宽松：小盘股可能成为主要受益者

政策制定者维持财政政策同时反而继续放松货币政策时，如下调政策利率、引导银行间利率下行并保持流动性宽松，我们的历史回测显示小微盘股往往在三个月时间内领涨，同时成长股略微跑赢价值股。

行业方面，周期股往往在短期内反应积极，但三个月维度上医疗保健、IT 和材料板块领涨，而防御性的公用事业、日常消费和金融板块则表现落后。

图 15: 下调政策利率后部分中国股市指数的中位数回报率

中位数(%)	1 周后	1 个月后	3 个月后
富时 A50 指数	-0.2	-0.3	-0.3
沪深 300 指数	-0.3	0.8	1.5
MSCI 中国指数(本币)	1.1	1.4	4.5
中证 500 指数	-0.5	0.3	5.7
中证 1000 指数	-0.4	-0.4	5.7
中证 2000 指数	-0.1	-0.7	5.0
万得微盘股指数	1.0	4.3	9.5
沪深 300 价值指数	-0.8	2.0	-0.8
沪深 300 成长指数	-0.9	1.8	2.5
万得全 A 指数	**-0.3**	**1.2**	**3.9**
能源	0.9	4.1	2.8
材料	-1.4	1.5	4.4
工业	0.6	2.4	2.7
可选消费	-0.5	0.5	3.2
日常消费	0.5	-0.5	0.5
医疗保健	-1.0	-2.0	9.4
金融	-1.1	1.3	0.6
IT	-0.4	-1.1	7.1
通信服务	-0.1	1.5	3.0
公用事业	-0.1	1.0	-3.1
房地产	0.1	0.7	4.1

资料来源：万得（2026 年 9 月 25 日）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

张晓宁
(86-21) 6106 6328
erin.zhang@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 29 日的收盘价）
中国银行-H(3988.HK/6.01 港元/增持), 中微公司 - A(688012.SS/324.78 元/增持), 中金公司(3908.HK/19.13 港元/增持), 伟测科技 - A(688372.SH/103.45 元/增持), 信达生物(1801.HK/95.90 港元/增持), 北方华创 - A(002371.SZ/628.96 元/增持), 华润置地(1109.HK/30.46 港元/增持), 天数智芯 - H(9903.HK/117.40 港元/增持), 宁波银行 – A(002142.SZ/34.81 元/增持), 比亚迪 - H(1211.HK/75.75 港元/中性), 美团(3690.HK/70.45 港元/增持), 长电科技 - A(600584.SS/65.70 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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

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

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

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

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

其他披露

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

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

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

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

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

本研究报告中讨论的数字资产，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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

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

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

法律实体披露及国家/地区特定披露：

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

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

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

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

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

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

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

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

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

印度：J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码- U67120MH1992FTC068724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098， 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI)注册为“证券分析师 (Research Analyst)”，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited)（SEBI 注册号：INZ000239730）的成员，以及证券业务参与行(“Merchant Banker”) (SEBI 注册号- MB/INM000002970)。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：http://www.jpmipl.com 。美国摩根大通银行孟买分行(JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch)获印度储备银行(the Reserve Bank of India，简称 RBI)颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

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。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

J.P.Morgan
摩根大通

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。