J.P.Morgan
摩根大通

中国 证券研究
2026 年 9 月 23 日

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，我们的首选标的是阿里巴巴、腾讯和智谱

我们扩大了中国 AI 行业覆盖范围并对行业持建设性观点。我们预计智能消费的指数级增长将支持整个中国 AI 产业链的增长，并在 **2026-30 年产生 5,440 亿美元的累计营业利润**，在此期间模型+应用将贡献**三分之一的行业利润和近三分之二的新增年利润**，而**目前其占中国 AI 相关上市公司估算市值的 14%左右**。我们认为市场现在反映的是当前收入分布，而未预测到我们的模型所体现的收入和盈利的转移。我们的**机会×稀缺性×价值捕获**框架将**阿里巴巴、腾讯和智谱**确立为我们对这一转变的首选标的，我们同时首次覆盖/继续覆盖九家公司。

- **智能消费扩容支持所有层级的大幅增长。**我们预计国内更广泛的落地和智能体工作负载将使**到 2030 年的 token 需求增至 2026 年水平的 60 倍左右**，从而支持硬件投资、云利用率和付费模型/应用使用量。在这些领域，我们预计 **2030 年硬件子行业收入将达到 2026 年的 1.8 倍，云业务收入为 12.5 倍，模型+应用收入为 26.9 倍**。随着收入增长和利润率提高，我们预测中国 AI 行业的营业利润将从 2026 年的 270 亿美元升至 2030 年的 2,430 亿美元。

- **我们预计中国的 AI 利润池将从基础设施结构性地转向下游变现。**硬件仍是最大短期受益者，但我们预测到 2030 年其在产业链中的利润份额将从 2026 年的 93%降至 30%。到 2030 年云业务将成为更持久的盈利层，而模型+应用将从亏损变为占行业利润的 54%。对投资者来说，这意味着整体机遇正在不断变化：硬件具有短期盈利可见度，但中期盈利和估值的最大上行空间应越来越多地转移到能将 AI 落地扩展为可盈利增长的云、模型+应用公司身上。

- **我们的框架青睐拥有稀缺资产和明确变现途径的公司。**我们看好阿里巴巴的集成芯片、云和模型能力；腾讯的稀缺 AI 应用资产，我们认为这些资产在很大程度上尚未得到体现；以及智谱的差异化智能驱动付费使用量。除了这些首选标的，我们还首次覆盖商汤、范式智能和迅策，给予“增持”评级，首次覆盖美图，给予“中性”评级；继续覆盖金山办公，给予“增持”评级，继续覆盖金蝶国际、聚水潭和群核科技，给予“中性”评级，继续覆盖用友网络，给予“减持”评级。主要风险包括智能消费的增长慢于预期，公司特有的稀缺性下降，以及 AI 落地向毛利和现金流的转化变弱。

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 AC
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com
登记编号: S1730523020001

证券分析师: 陈祺
(86-21) 6106 6205
daniel.q.chen@jpmorgan.com
登记编号: S1730521040001

摩根大通证券（中国）有限公司

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

J.P.Morgan
摩根大通

目录

执行摘要.....5

智能消费的指数级增长创造出更大的市场和整个 AI 产业链的盈利增长 5

下游贡献五年利润的三分之一和近三分之二的盈利增长，为价值提升创造出空间 7

机会 x 稀缺性 x 价值捕获框架看好阿里巴巴、腾讯和智谱，另外首次覆盖/继续覆盖九家公司 9

三个首选标的和九家首次覆盖/继续覆盖公司适用这些判断 10

AI价值链：终端需求池不断扩大，盈利向模型+应用转移.....13

智能消费：2026-30 年预期 token 增速为 60 倍左右，约三分之二由企业推动..14

逾 1.4 万亿美元形成终端需求基准，AI 驱动的价值创造带来进一步上升空间 15

目前价值集中在上游，这和当前收入所处的位置相符 17

我们如何构建预期：一美元投资，三倍收益 18

AI 产业链层级分析：各个层级在何处获利，哪些仍然稀缺 24

投资框架：机会×稀缺性×价值捕获 30

机会：从围绕工作负载的经济池切入 30

稀缺性：识别仍然难以复制或替代的能力 31

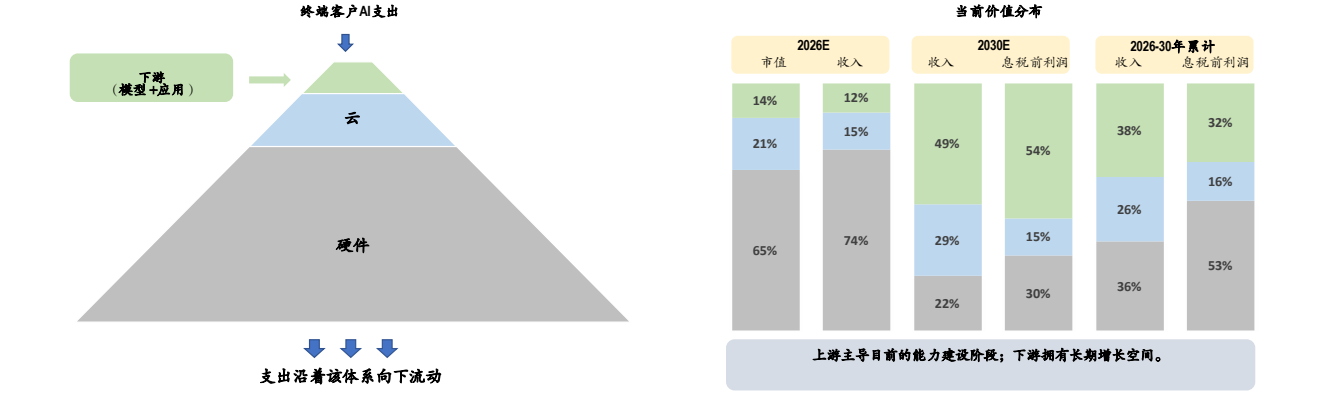
价值捕获：稀缺性必须转化为公司层面的经济性 36

估值：有吸引力的经济性仍需提供股价上行空间 38

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

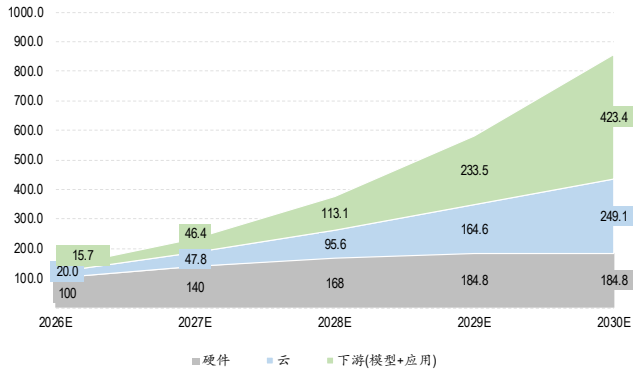
J.P.Morgan 摩根大通

图 1: 中国 AI 产业链：潜在市场扩大，稀缺性转移，边界不稳定



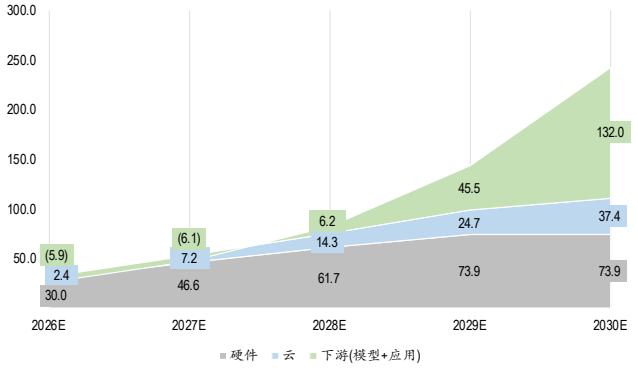
资料来源：Bloomberg Finance L.P.（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算。

图 2: 2026-30 年中国 AI 产业链预期收入规模（十亿美元）



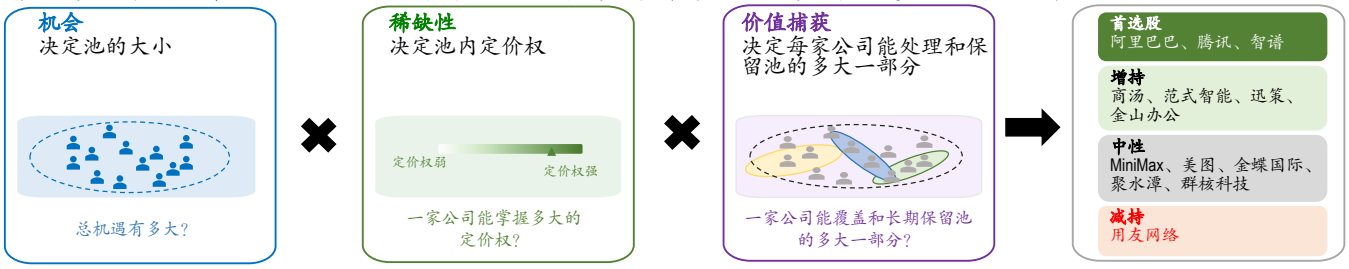
资料来源：Bloomberg Finance L.P.（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算。

图 3: 2026-30 年中国 AI 产业链预期营业利润规模（十亿美元）



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

图 4: 我们的机会×稀缺性×价值捕获框架将阿里巴巴、腾讯和智谱确立为我们对这一产业链转变的首选标的



资料来源：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 1: 中国 AI 产业链所含个股摘要（中游云和下游）

公司	股票代码	股价	评级	目标价	潜在上行/下行空间	定位	框架映射	投资逻辑	财务转化与估值
阿里巴巴	BABA / 9988.HK	**$116/ HK$115**	增持	$210 / HK$205	**81% / 79%**	硬件/云/模型+应用 – 集成	跨层级稀缺性+能力回报	平头哥、云和千问业务带来囊括三个层级的集成式参与	27-29 财年预期总收入复合增长 23%，云收入复合增长 62%；28 财年预期调整后净利润达 1,930 亿元；目标价基于 16 倍 28 财年预期市盈率
腾讯	700.HK	**HK$452**	增持	HK$690	**53%**	云/模型+应用	应用稀缺性+执行捕获未得到股价反映	分发、专有上下文和交易执行实现直接触达现有消费者和商业活动；这些 AI 应用资产目前基本未得到股价反映	26-28 年预期收入复合增长 12%；28 年预期调整后净利润达 2,790 亿元；目标价基于 20 倍 27 年预期市盈率
智谱	2513.HK	**HK$742**	增持	HK$2,000	**170%**	基础模型	智能稀缺性+下游捕获	模型能力竞争力和商业认可支持智能稀缺性；专有驾驭工具可扩展收费节点	26-28 年预期收入复合增长 173%；28 年预期调整后净利润达 67 亿元；目标价基于 20 倍 30 年预期市盈率，按 15%的复合增速折让
商汤	20.HK	**HK$1.3**	增持	HK$2.0	**58%**	云/模型+应用/企业部署	优化稀缺性+部署捕获	参与 AI 基础设施需求，随着价值转向利用率和智能效率，模型+应用资产提供额外捕获机会	26-28 年预期收入复合增长 28%；28 年预期调整后净利润达 11 亿元；目标价基于 15 倍 28 年预期企业价值倍数
范式智能	6682.HK	**HK$28**	增持	HK$50	**78%**	云/应用/企业部署	异构算力优化+部署捕获	中国分散的芯片环境提高了调度、优化和部署的价值	26-28 年预期收入复合增长 36%；28 年预期调整后净利润达 8.98 亿元；目标价基于 15 倍 28 年预期企业价值倍数
迅策	3317.HK	**HK$104**	增持	HK$160	**54%**	企业部署	企业上下文+产品化	用围绕环境、治理和生产一体化的实施缺口变现；Token/TokenOS 和模块复用提供的路径通往更可扩展的软件和基于使用量的经济效益	26-28 年预期收入复合增长 91%；28 年预期调整后净利润达 23 亿元；目标价基于 20 倍 28 年预期市盈率
金山办公	688111.CH	**Rmb231**	增持	Rmb325	**40%**	生产率应用	分发+工作流捕获	WPS 将大规模分发、文档状态和工作流所有权相结合；采购越来越可互换的智能可扩大 AI 变现，同时模型成本下降支持应用经济效益	26-28 年预期收入复合增长 21%；28 年预期调整后净利润达 34 亿元；目标价基于 45 倍 28 年预期市盈率
MiniMax	100.HK	**HK$286**	中性	HK$300	**5%**	基础模型	大机遇+仍在形成的捕获	强劲的智能需求和使用量增长支持这一机遇，而可持续经济效益取决于持续的相对能力、定价权和使用量向毛利的转化	26-28 年预期收入复合增长 127%；28 年预期调整后净亏损 9.6 亿元，30 年转而盈利；目标价基于 20 倍 30 年预期市盈率，按 15%的复合增速折让
聚水潭	6687.HK	**HK$13**	中性	HK$14	**8%**	应用	电商周期和估值抵消了出色的工作流资产	由于智能体承担更多运营工作，实时商业状态、平台连接和执行仍很有价值；电商环境低迷、增长预期和估值抵消了这些资产的优势	26-28 年预期收入复合增长 14%；28 年预期调整后净利润达 3.77 亿元；目标价基于 15 倍 28 年预期市盈率
美图	1357.HK	**HK$4.1**	中性	HK$4.5	**10%**	应用	潜在市场扩大+模型级替代增多	AI 显著扩展了视觉创作和营销工作负载；通用模型的改进使单项功能更易于复制，从而造成增量增长和变现不确定	26-28 年预期收入复合增长 14%；28 年预期调整后净利润达 14 亿元；目标价基于 15 倍 28 年预期市盈率
金蝶国际	268.HK	**HK$7.9**	中性	HK$8.3	**5%**	应用	记录系统稀缺性+仍在形成的捕获	企业状态、权限和工作流提供剩余稀缺性；AI 附加、ACV、净收入留存率和使用量需转化为更清晰的收入提速和增量毛利	26-28 年预期收入复合增长 12%；到 28 年预期调整后净利润达 13 亿元；目标价基于 20 倍 28 年预期市盈率
群核科技	68.HK	**HK$8.2**	中性	HK$7	**-14%**	模型+应用	工作流+专有空间上下文	专业设计工作流和专有 3D/空间资产支持剩余稀缺性；空间智能变现仍较早	26-28 年预期收入复合增长 7%；28 年预期调整后净利润达 1.39 亿元；目标价基于分类加总法：传统 SaaS 采用 15 倍 28 年预期市盈率，空间智能估值 21 亿美元，为全球空间智能/世界模型同业私募市场估值的 1/3(彭博数据显示，AMI Labs 融资前估值为 35 亿美元，World Labs 约为 50 亿美元)
用友网络	600588.CH	**Rmb9.9**	减持	Rmb6	**-39%**	应用	策略稀缺性+疲软的财务转化	有价值的企业状态、权限和工作流尚未转化为可比的综合增长率、盈利能力和现金生成	26-28 年预期收入复合增长 6%；28 年预期调整后净利润达 4.7 亿元；目标价基于 45 倍 28 年预期市盈率

资料来源：Bloomberg Finance L.P.（截至 2026 年 9 月 22 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

执行摘要

智能消费的指数级增长创造出更大的市场和整个AI产业链的盈利增长

我们预计 2030 年中国的 token 消费量将增至 2026 年的 60 倍左右，原因是更好的智能同时提高了 AI 所能完成的工作量及其复杂性。前沿模型使更难的任务变得可行，而推理成本下降则为更大的客户群体带来成熟的能力。随着客户将 AI 用于更多的活动、更长的推理、更丰富的上下文和多步骤执行，每个工作流的 token 消费量也会增加。这两种效应共同支持整个中国 AI 产业链的持续需求。

我们预测 2030 年企业将占中国 token 消费的 69%左右，消费者占剩下的 31%。随着 AI 嵌入编码、研究、客户服务和运营等重复性工作中，企业的使用规模扩大。在消费端，更便利的访问和更低的成本扩展了创作、生产率和个性化服务范围。这样的结构为行业带来了两个互补的需求来源：支持持续消费的重复性业务工作流和扩大了使用场景范围的消费者的广泛采用。

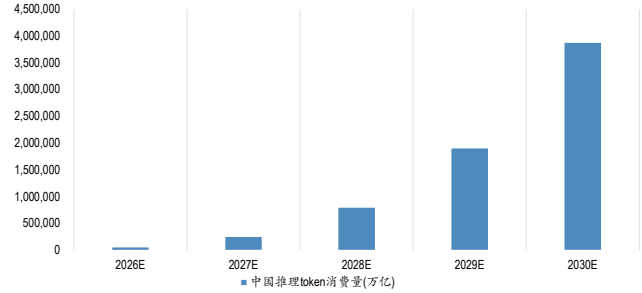
随着 AI 为终端客户创造出可衡量的价值，不断增长的智能消费转化为重大支出机会。企业可以将 AI 支出与完成工作的人工或外包成本进行比较，消费者则为有用的服务和更低的创作成本付费。在此基础上，我们对市场的估算从传统软件预算扩展到 **1.4 万亿美元的 2030 年全球 AI 终端客户支出预期，其中包括约四分之一的中国需求**。我们预计收入证据将出现在 API 和订阅回单、企业合同、使用费和交易收入中。扣除推理和交付成本后，利润证据应出现在毛利率中。后续所有行业预测均指中国。

满足这些需求所需的能力和服务创造了整个产业链的收入。我们预计 **2026-30 年中国超大规模云服务商的 AI 投资为 7,780 亿美元**。采购能力时各个投资批次都会带来硬件销售额。部署后这些能力将产生经常性云收入，而模型+应用就其支持的智能、工作流和产出收费。连续的投资批次和不断提高的利用率让云和下游业务得以将不断扩大的安装基数变现。因此我们预计 2030 年**硬件收入将达到 2026 年水平的 1.8 倍，云收入为 12.5 倍，模型+应用收入为 26.9 倍**。

我们预测中国 AI 产业链的营业利润将从 2026 年的 270 亿美元增至 2030 年的 2,430 亿美元，其中模型+应用在增量利润中的占比最大，其次是云。硬件采购增多和利润率上升提高了上游盈利。更大的安装基数创造出更多可计费算力，从而使云收入的增长速度得以超过运营成本。随着来自模型+应用的毛利覆盖训练和其他费用，下游转而盈利。因此我们预计所有三个层级的盈利都将增多，其中硬件利润将达到起始水平的 2.5 倍，云业务为 15.6 倍，模型+应用由亏转盈。这些转变的时间点决定了盈利在投资周期的哪个阶段累积起来。

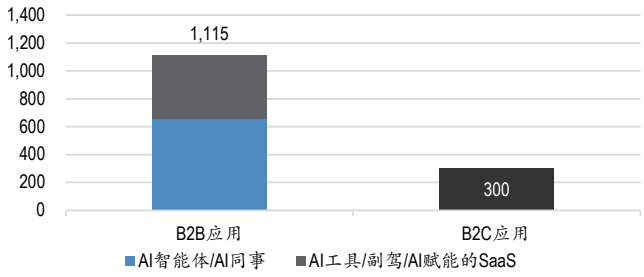
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 5: 我们预测 2030 年中国的推理 token 消费量将增至 2026 年的 60 倍左右



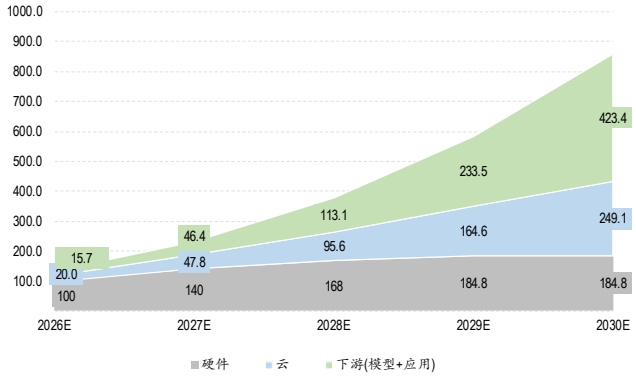
资料来源：国家数据局（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算。

图 6: 我们自下而上的分析预测到 2030 年全球 AI 潜在市场将达到 1.4 万亿美元，其中中国占四分之一



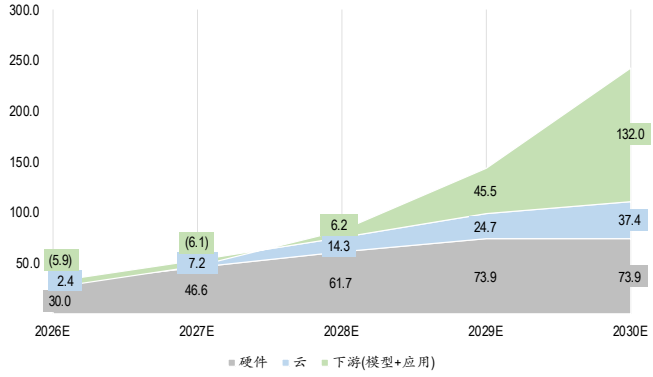
资料来源：国际劳工组织、中国国家统计局、美国劳工统计局、Sensor Tower（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算

图 7: 2026-30 年中国 AI 产业链预期收入规模（十亿美元）



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

图 8: 2026-30 年中国 AI 产业链预期营业利润规模（十亿美元）



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

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

下游贡献五年利润的三分之一和近三分之二的盈利增长，为价值提升创造出空间

我们预测的 2026-30 年行业累计营业利润为 5,440 亿美元，对建设盈利的较早确认将其中约一半给了硬件。能力投入服务后，云将赚取经常性使用费，模型+应用就其支持的智能和工作流收费。我们预计模型+应用因此将贡献**五年利润的 32%，包括前期亏损，而其随后的扩张对 2026-30 年行业年度利润增长的贡献应为 64%**。就投资而言，下游（AI 基础模型+应用）共同贡献五年盈利的很大一部分，在增量增长中的占比也最大。

转折点是 2028 年，我们预计届时下游（AI 基础模型+应用）营业利润将转为正值，达到 62 亿美元。我们预测到 2028 年**下游业内公司（AI 基础模型+应用）**的毛利率将升至 40%，而训练在下游收入中的占比将降至 25%左右。我们预计到 2030 年国内 AI 模型公司的毛利率将达到 50%，训练将占算力支出的 15%，从而使 4,230 亿美元的下游收入在扣除训练和其他费用后产生 1,320 亿美元的营业利润。同样的工作负载仍需要推理算力、存储、网络和云服务，因此下游的增长会强化对上游能力的需求。

我们认为上述盈利贡献扩大将为市场认可度的提高留下空间，而模型+应用约占目前中国 AI 相关上市公司估算市值的 14%。该份额与这个子行业目前的收入地位非常接近：模型+应用占 2026 年预期产业链收入的 12%左右，据我们预测到 2030 年将升至约 49%。**因此市场反映的是当前收入分布，我们认为这是合理行为，但市场未预测到我们的模型所体现的收入和盈利的转移。**上市公司报告这些业务的付费使用量、毛利和所产生现金增多时，估值逻辑就会加强。我们估算的市场价值采用了部分公司和 AI 属性预期，而行业大盘还包括未上市竞争对手和平台业务。因此选择公司时需要通过盈利增长来证明竞争实力和资金来源，特别是在约四分之三的下游（AI 模型+应用）预期五年利润将在 2030 年实现的情况下。

付费使用和毛利增长应在利润反转前提供证据。我们将关注未来 12-24 个月更高的云利用率、经常性 API 和订阅收入、更多付费应用用户以及扣除推理和交付成本后的毛利率。这些指标可表明消费是否正在转化为收入以及收入是否正在转化为利润。公司在单项业务业绩和现金流中报告这样的进展时，我们将倾向于扩大云和模型+应用敞口。

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

J.P.Morgan 摩根大通

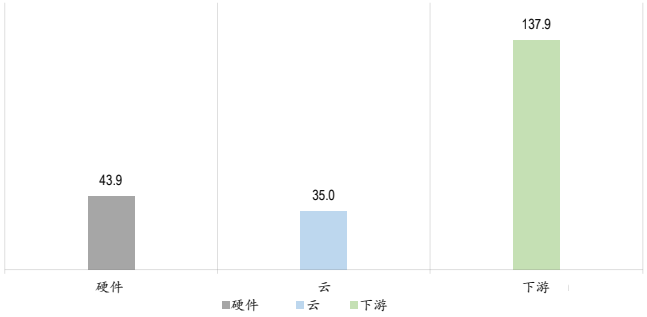
表 2: 2026-30 年预期模型输出：所有层级收入均增长；硬件先获利，下游（AI 模型+应用）借增长盈利

十亿美元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2026E-30E 合计
资本支出和安装基数						
云资本支出–整体	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	**777.6**
同比增长率		40%	20%	10%	0%	
累计资本支出	100.0	240.0	408.0	592.8	777.6	
变现的云资本支出	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	
硬件						
收入	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	**777.6**
毛利	45.0	67.2	87.4	101.6	101.6	**402.8**
毛利率	45%	48%	52%	55%	55%	
营业利润(息税前利润)	**30.0**	**46.6**	**61.7**	**73.9**	**73.9**	**286.1**
营业利润率	30%	33%	37%	40%	40%	
云						
2026 年以前起始安装基数	20.0	16.6	12.3	7.8	3.1	
2026 年资本支出批次	0.0	31.2	37.9	45.0	46.8	
2027 年资本支出批次	0.0	0.0	45.4	55.1	65.5	
2028 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	56.7	68.8	
2029 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	0.0	64.9	
2030 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
云业务总收入	**20.0**	**47.8**	**95.6**	**164.6**	**249.1**	**577.1**
云业务 EBITA 利润率	12%	15%	15%	15%	15%	
云业务息税前利润(EBITA)	**2.4**	**7.2**	**14.3**	**24.7**	**37.4**	**86.0**
云业务息税前利润率	12%	15%	15%	15%	15%	
云业务折旧与摊销	10.0	25.0	51.0	83.6	118.6	308.2
云业务 EBITDA	12.4	32.2	65.3	108.3	155.9	394.1
云业务 EBITDA 利润率	62%	67%	68%	66%	63%	
下游(大语言模型和应用)						
训练/模型研发占比	45%	37%	29%	22%	15%	
推理占比	55%	63%	71%	78%	85%	
云训练费用/模型研发	9.0	17.7	27.7	36.2	37.4	
云推理费用/下游销售费用	11.0	30.1	67.9	128.4	211.7	
下游毛利率预期	30%	35%	40%	45%	50%	
下游收入	**15.7**	**46.4**	**113.1**	**233.5**	**423.4**	**832.1**
扣除推理后毛利	4.7	16.2	45.2	105.1	211.7	
下游毛利率	30%	35%	40%	45%	50%	
减: 训练研发	(9.0)	(17.7)	(27.7)	(36.2)	(37.4)	
训练研发占收入的比重%	57%	38%	25%	16%	9%	
减: 其他营业费用	(1.6)	(4.6)	(11.3)	(23.3)	(42.3)	
下游息税前利润	**(5.9)**	**(6.1)**	**6.2**	**45.5**	**132.0**	**171.8**
下游息税前利润率	-37%	-13%	5%	19%	31%	
摘要 – 日历年收入和利润规模						
营业利润摘要	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**	**2026E-30E 合计**
收入(重叠)						
硬件	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	777.6
云	20.0	47.8	95.6	164.6	249.1	577.1
下游(模型+应用)	15.7	46.4	113.1	233.5	423.4	832.1
营业利润(累加)						
硬件	30.0	46.6	61.7	73.9	73.9	286.1
云	2.4	7.2	14.3	24.7	37.4	86.0
下游(模型+应用)	(5.9)	(6.1)	6.2	45.5	132.0	171.8
行业总营业利润	**26.5**	**47.7**	**82.2**	**144.1**	**243.3**	**543.8**
硬件营业利润占比	93%	87%	75%	51%	30%	53%
云营业利润占比	7%	13%	17%	17%	15%	16%
下游营业利润占比	n/m	n/m	8%	32%	54%	32%

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

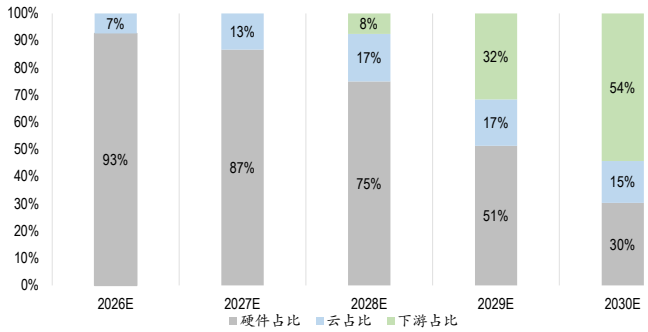
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 9: 对 2026-30 年年度营业利润增长的贡献（十亿美元）：2030 年下游（AI 模型+应用）贡献的利润比 2026 年多 1,380 亿美元，占年度行业利润增长的 64%



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

图 10: 2026-30 年各层级在中国 AI 产业链营业利润中的占比



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

机会x稀缺性x价值捕获框架看好阿里巴巴、腾讯和智谱，另外首次覆盖/继续覆盖九家公司

我们通过识别谁能借不断扩大的利润池盈利构建起机会×稀缺×价值捕获框架。我们从一家公司可胜任的工作和客户支出开始，然后评估客户发现难以替代的能力。我们通过报告的价格、留存率、单次推理成本、毛利率和现金回报率来检验这些优势。随后由估值决定上行空间，从而将我们对阿里巴巴、腾讯和智谱的偏好与进入覆盖范围的基础设施、部署和应用业务联系起来。

模型的改善和公司的全向扩张改变稀缺性

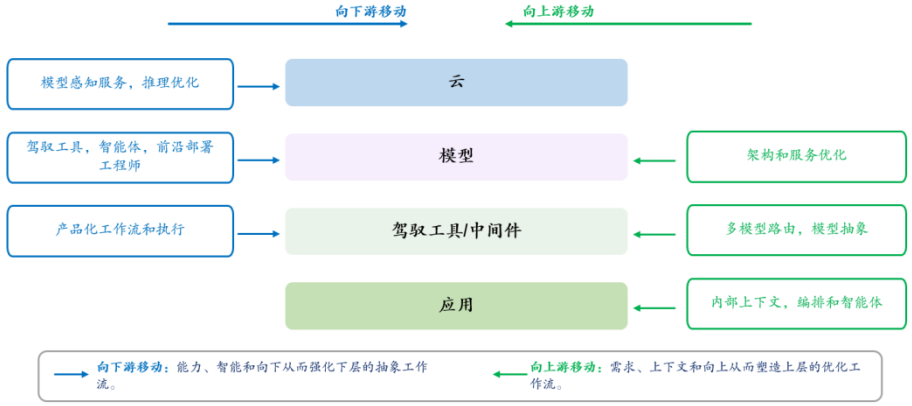
我们预计差异化将从能力和前沿智能向部署和执行瓶颈转移。单个工作流可能需要先进模型、高效服务、专有的企业上下文和操作许可。当能力改变任务结果时，模型提供商就可以收取更多费用；模型价格下跌后，仍需要其数据、访问和执行的应用可以保留更多的客户付费。

降低应用成本的模型改进同样也会激化对应用功能的争夺。通用内容生成、分析和配置变得更容易复制，而实时工作流状态、权限和交易执行仍更难以复制。智能体可能成为用户入口，而且仍需要这些资产来完成任务。因此应用需要表明工作流访问会产生费用、交易或更高的留存率。

公司的对策是向财务报表中出现的能力和客户关系延伸。云服务提供商可以销售异构算力优化、模型感知服务和分发；模型供应商可就基础设施效率、专有驾驭工具、智能体和部署收费；中间件厂商可将实施工作转化为可复用软件；应用可以向智能体公开数据和操作。相关证据是利用率、经常性收入、单工作负载毛利和留存率上升。

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

图 11: 稀缺性向上游和下游转移



资料来源：摩根大通估算

三个首选标的和九家首次覆盖/继续覆盖公司适用这些判断

阿里巴巴拥有集成芯片、云和模型业务。平头哥扩展了其硬件参与范围，而云与模型业务将基础设施和客户需求联系在一起。我们的增量能力重建产生的税后项目内部回报率约为 26.6%，而正常化行业群体为 10%。这个分析师情境假设收入的实现率更高且利用率上升的更快。我们预计这些优势将体现为更高的云业务 EBITA、单工作负载服务成本的下降和付费模型使用量的增长；现金转化决定着股东收益。

腾讯拥有稀缺 AI 应用资产，我们认为后者基本未得到股价反映。分发、专有上下文和交易执行使腾讯能够直接触达现有消费者和商业活动。随着模型成本下降，这些资产能够支持更多工作流、交易和广告或商家收入。我们重点关注增量商业利润和扣除开发及推理成本后的付费 AI 采用情况，从而将我们的估值观点和报告的集团内财务业绩挂钩。

智谱是我们的首选差异化智能标的。持续的相对能力可支持 API 价格、付费调用和客户留存率，而服务优化、专有驾驭工具和企业部署可降低 token 平均成本。我们维持“增持”评级，主要关注点是付费 API 增长率和足以消化模型开发成本的毛利。MiniMax 的评级仍为“中性”：除了强劲的使用量增长，我们还需要看到持久的能力、价格和毛利转化。

商汤和范式智能提供基础设施利用率和优化敞口；我们首次覆盖这两家公司，均给予“增持”评级。商汤的 SenseCore 大装置将能力与生产型 AI 工作负载相连，范式智能则解决异构调度、适配和部署问题。随着安装算力的增长，我们预计提升单位能力处理的 token 或任务数量并降低部署成本的工具将产生价值。外部落地、可复用软件收入、利用率和投资回报将表明技术改进是否形成规模。

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

迅策解决的是围绕企业上下文、治理及生产一体化的实施缺口；我们首次覆盖迅策，给予“增持”评级。Token/TokenOS 和模块复用可将重复的客户项目转化为经常性软件和使用收入。我们将关注更短的部署时间、更高的员工人均收入、更多可复用模块和更强的现金回款。这些指标将表明企业需求是否正在成为可扩展的软件业务。

金山办公将分发、文档状态和工作流所有权融为一体；我们继续覆盖金山办公，给予“增持”评级。获取越来越可互换的智能可扩大有偿生产力的使用，同时降低为其服务的成本。聚水潭还控制着有价值的实时订单、库存、商家规则和商业执行。我们继续覆盖聚水潭，给予“中性”评级是因为在我们看来低迷的电商环境、增长预期和估值抵消了这些工作流资产的优势。就这两家公司来说，证据都是增量客户支出和扣除 AI 成本的毛利。

美图、金蝶和群核科技蕴含重大应用机遇，同时增量增长和变现的不确定性更大；我们首次覆盖/继续覆盖这三家公司，给予“中性”评级。美图受益于不断扩张的创作工作负载，而通用模型的改进使单项功能更易于复制。金蝶的企业记录和权限带来持久性，群核科技的设计工作流和空间上下文支持差异化。我们将追踪付费 AI 落地、留存率、增量毛利和现金转化。我们继续覆盖用友网络，给予“减持”评级，原因是其企业资产需要更强劲的综合增速、盈利能力和现金生成。主要行业风险包括智能消费增速放慢；公司特有的稀缺性下降；AI 落地向毛利和现金流的转化变弱。

详细内容请参见我们的公司首次/继续覆盖报告：

- *商汤 (20.HK): 基础设施是核心，部署与多模态将提供上行空间；首次覆盖，给予“增持”空间*
- *范式智能 (6682.HK): 异构算力满足不断增长的智能需求；首次覆盖，给予“增持”评级*
- *迅策 - H: 企业 AI 部署创造新增长池；首次覆盖，给予“增持”评级*
- *金山办公 - A: AI 拓展生产力增长通道；重新覆盖，给予“增持”评级*
- *美图公司 (1357.HK): 人工智能机遇扩大，同时功能稀缺性下降；首次覆盖给予“中性”评级*
- *聚水潭 (6687.HK): 工作流稀缺性支撑盈利持续性，但市场增长预期已然偏高；继续覆盖，给予“中性”评级*
- *金蝶国际 (0268.HK): 云服务执行正在改善；AI 上行空间和对竞争格局的影响有待验证；继续覆盖，给予“中性”评级*
- *群核科技 (0068.HK): AI 扩大机会；价值捕获仍有待证明；继续覆盖，给予“中性”评级*
- *用友网络 (600588.SH): 开启新一轮转型，价值捕获有待证明；继续覆盖，给予“减持”评级*

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

我们此前就中国人工智能行业发表的报告：

- *中国人工智能行业: 全球布局与模型创新驱动新一代领军者；首次覆盖智谱和 MiniMax，给予"增持"评级* (2026 年 2 月)
- *中国人工智能行业: 回答投资者的十大问题* (2026 年 3 月)
- *中国人工智能行业: 上涨之后— 哪些已得到体现，哪些可能改变，以及如何布局？* (2026 年 4 月)
- *中国人工智能行业: DeepSeek V4 上线三周查验：官方直营 API 成本优势；算力受限市场；最优模型（SOTA）仍是智谱/MiniMax 应交的答卷* (2026 年 5 月)
- *中国人工智能行业: 当需求超过供给时，降价即裁决：维持智谱的"增持"评级，将 MiniMax 的评级下调至"中性"* (2026 年 6 月)
- *中国人工智能行业: 开放权重商业化打法：赢家多吃* (2026 年 7 月)
- *中国人工智能行业: 资本竞争加速；由于 ARR 能见度提高，上调智谱（"增持"）目标价；MiniMax（"中性"）需要更强的模型验证* (2026 年 7 月)
- *中国人工智能行业: Kimi K3 重置前沿模型估值框架，但超过 50%的回调夸大了智谱 ARR 轨迹所受的影响，维持"增持"评级* (2026 年 7 月)
- *中国 AI 行业: GLM-5.3 和 DeepSeek 调价重塑能力-成本边界；上调智谱/MiniMax 目标价，维持"增持""/"中性"评级* (2026 年 8 月)

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

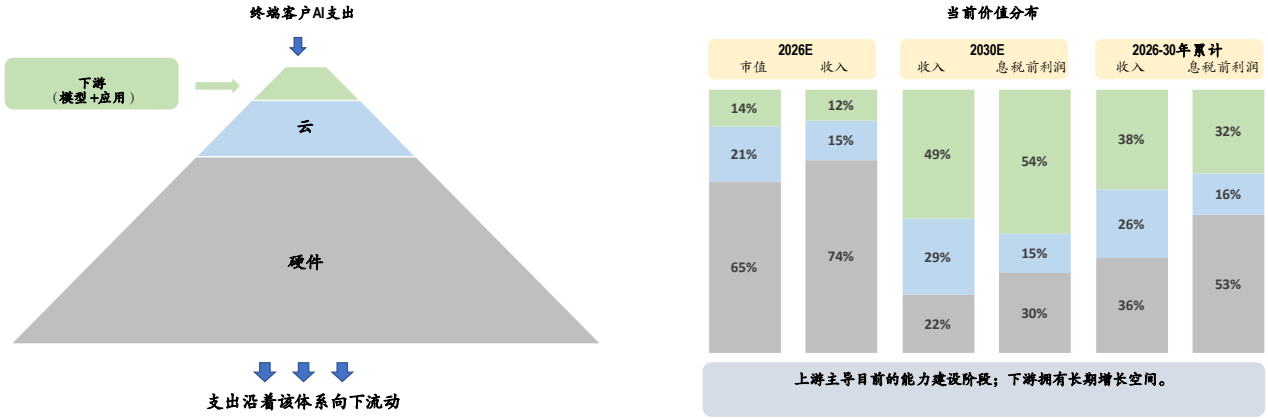
J.P.Morgan 摩根大通

AI 价值链：终端需求池不断扩大，盈利向模型+应用转移

中国的 AI 发展仍处于能力建设阶段，而这就是当前市值所在：**模型+应用仅占我们估算的中国 AI 相关上市公司市值的 14%左右**，其余市值为硬件和云所有。同时，智能消费的持续增长正在扩大囊括模型、企业部署和应用的终端需求池。我们的行业模型表明该下游层级（AI 模型+应用）占 **2026-30 年预期行业累计营业利润的 32%**和同期**新增年利润的 64%**。我们首先评估了机遇规模以及目前价值的分布状态，随后用我们的**机会×稀缺性×价值捕获**框架来确定哪些公司最有可能留住由此产生的经济效益。

我们将 AI 产业链划分为**三个主要经济层：硬件、云和模型+应用**。硬件提供物理能力；云将安装能力转化为经常性算力和推理服务；模型+应用将运行在顶层的智能、工作流和产出变现。在第三层中，我们进一步区分了**基础模型、中间件/驾驭工具/企业部署和应用**，原因是这些子层级依赖不同的稀缺成因，并在客户工作流的不同点位上变现。

图 12: 中国 AI 产业链：潜在市场扩大，稀缺性转移，边界不稳定



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

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

智能消费：2026-30年预期token增速为60倍左右，约三分之二由企业推动

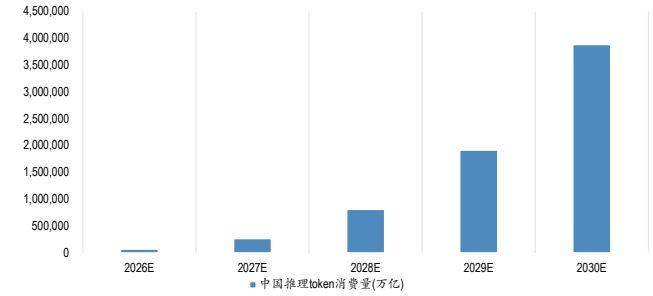
Token 消费量是这个不断扩容的蛋糕的物理量度。我们预计 **2030 年**中国的推理 token 消费量将增至 **2026 年水平的 60 倍左右**。这由两种效应同时驱动：前沿能力使更难的任务变得可行，从而彻底扩大了 AI 可执行的工作范围；单位成本下降为更大的客户群体和更长的尾部场景带来成熟的能力。在每个落地的工作流中，更长的推理链、更丰富的上下文窗口和多步骤智能体执行会提高每项任务的消费量。

我们预测企业约占 2030 年消费量的 69%，消费者占其余的 31%。这个比例影响的是下游（AI 模型+应用）收入池的表现，而不仅仅是其规模：

- **企业消费是经常性的并嵌入了工作流。**部署后的编码、研究、客户服务、文档处理和运营工作流会产生重复、可预测的 token 需求。这支持签约收入、基于使用量的价格和更高的留存率，企业可基于这个消费量来衡量人工和外包成本。
- **消费者的消费更广泛，但价格弹性更大。**更便利的访问和更低的成本大大扩展了创作、生产率和个性化服务在用户群体中的推广范围。变现途径是订阅、广告和交易收入，而不是合同，这使分发和服务每个用户的成本成为关键变量。

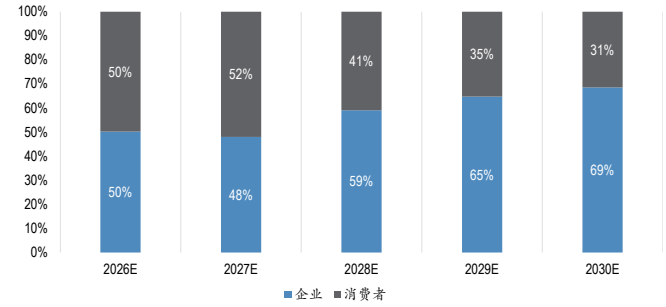
这两个来源互为补充，而不是相互竞争：企业工作负载形成了持续的消费基础，而消费者的采用扩大了使用范围并提高了服务的规模效益。**因此单位成本下降可以和快速增长的行业总收入并存。**这种**杰文斯效应**是我们行业观点的核心 - 推理、长上下文、多模态和智能体增加每个工作流消耗的智能，而更低的价格让更多的工作流在经济上可行。

图 13: 我们预测 2030 年中国的推理 token 消费量将增至 2026 年的 60 倍左右...



资料来源：国家数据局（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算。

图 14: ...企业将占 2030 年消费量的约 69%，消费者占剩余的 31%



资料来源：国家数据局（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算。

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

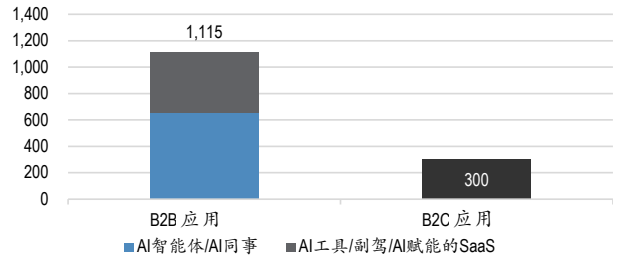
逾1.4万亿美元形成终端需求基准，AI驱动的价值创造带来进一步上升空间

我们在智谱/MiniMax 的首次覆盖报告中预测**到 2030 年全球 AI 终端客户支出将超过 1.4 万亿美元**，其中包括约 1.1 万亿美元的 B2B 需求和约 3,000 亿美元的 B2C 需求，而**中国占四分之一左右**。在中国，我们估算 **B2B 机遇约为 2,500 亿美元**，其中约 1,470 亿美元来自 AI 智能体/同事，约 960 亿美元来自 AI 工具/副驾和 AI 赋能的 SaaS，以及约 1,000 亿美元的消费者需求。

上述估算主要基于现有人工和服务经济效益。企业已经在为编码、客户服务、研究、设计、营销、销售支持和运营付费；随着 AI 在这些活动中占据更大的份额，客户的支付意愿可以越来越多地参考所做工作的经济价值。正是这项因素让潜在市场得以扩展到传统软件和 IT 预算之外。

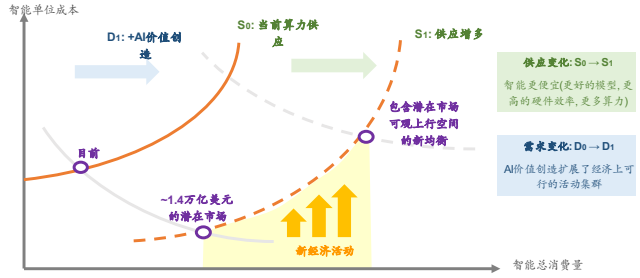
如果更便宜的智能也会提高经济产出，长期机遇就可能超过现有的人工市场。更低的创作成本可以让提供额外的软件、内容、设计、分析和个性化服务变得经济。我们在此前的首次覆盖报告中以视频的演变为例重点介绍了这种效应：不断下降的创作和分发成本支持供应的大幅增长，并最终支持新的形式和商业模式。近期软件的发展具有类似反馈的早期迹象。

图 15: 我们自下而上的分析预计到 2030 年全球 AI 潜在市场将达到 1.4 万亿美元



资料来源：国际劳工组织、中国国家统计局、美国劳工统计局、Sensor Tower（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算

图 16: 我们认为这个 1.4 万亿美元需求池形成了基准，而显著上行空间有赖于价值创造

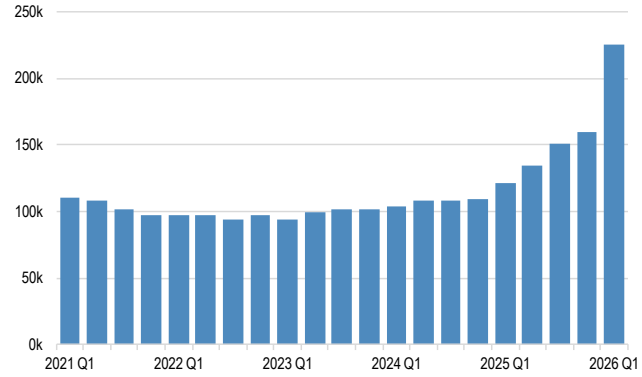


资料来源：摩根大通估算

软件供应开始提速。Sensor Tower 的数据显示，2016-2024 年应用商店每年发布的新产品数量下降了 48%，**2025 年**反弹至**同比增长 30%，接近 60 万款，2026 年 1 季度同比增长 84%，达到 23.58 万款**。这些数据未将原因明确归结为 AI，但其中的时间点和编码工具降低软件制作的技术和人工要求一致。

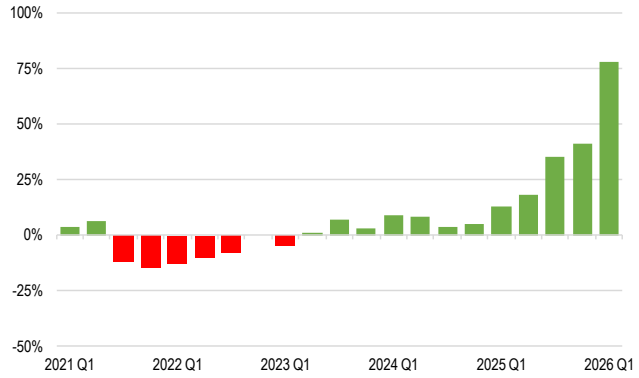
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 17: 近几个季度苹果应用商店中的新应用数量急剧上升，可能是因为新的 AI 氛围编码工具造成软件猛增



资料来源：Sensor Tower、新浪财经（截至 2026 年 9 月 11 日）

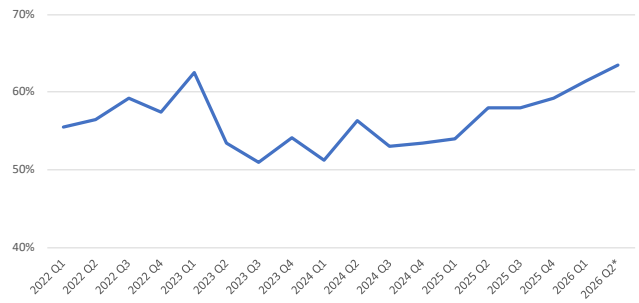
图 18: 全球苹果应用商店中的每季度新增应用同比增长率



资料来源：Sensor Tower、新浪财经（截至 2026 年 9 月 11 日）

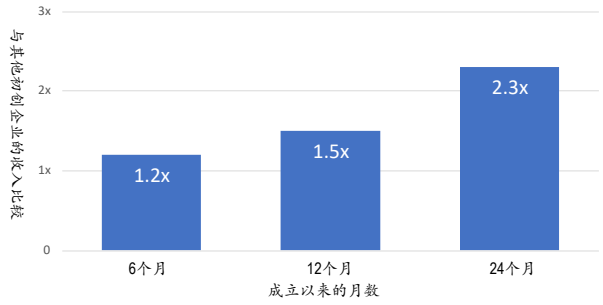
规模更小的团队也在更快地进入市场。据 Stripe Atlas 报道，到 2026 年 2 季度**通过 Stripe Atlas 注册的新 C 类公司中有 63%为个人创建**。到第二年，AI 原生个人初创公司创造的收入**接近其他个人创立初创公司的 2 倍**，在大约第 50-95 收入百分位数中普遍表现出众。

图 19: 个人创业达到历史最高水平



资料来源：Stripe Atlas 的 C 类公司注册数量（截至 2026 年 9 月 11 日）。

图 20: 相对于其他个人创立初创公司的中位数收入规模



资料来源：2022-23 年通过 Stripe Atlas 注册的个人创立 C 类公司（截至 2026 年 9 月 11 日）

我们认为这些是 **AI 价值创造**的早期证据，并不能以此为基础机械地上调我们逾 1.4 万亿美元的预期。编码是早期实例；内容、设计、研究、营销和个性化服务方面都可能出现类似的经济效益。在更长的时间段内，**科学智能**可能将机会扩展到科学发现以及新药物、材料和技术的创造。

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

J.P.Morgan 摩根大通

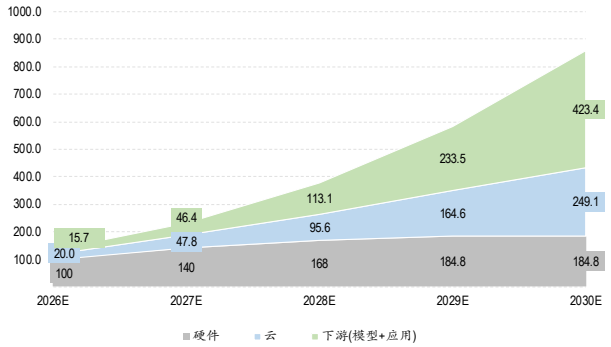
目前价值集中在上游，这和当前收入所处的位置相符

模型+应用约占我们估算的中国 AI 相关上市公司市值的 14%，其余为硬件和云。**要点在于，这个 14%左右的数字和目前的收入分布高度一致，并无明显错位。**在我们的模型中，模型+应用占 **2026 年预期产业链收入的 12%左右**，而硬件约占 74%，云约占 15%。因此市场的资本化基本上是按照目前存在的收入结构。我们认为这是合理的起点，而非错误定价，它也让实际投资问题变得更加突出，那就是市场是否预测到了未来的转变。

我们的预测表明到 2030 年下游（AI 模型+应用）收入占比将从约 12%升至 49%左右，下游营业利润占比将从负值提高到约 54%。因此股票方面的问题不是目前的约 14%是否有误，而是这种转变是否足够明显，从而可以在公布盈利拐点之前将其资本化。基础模型和应用变现较早，而且在多种情况下，在达到成熟利润率前会继续吸收训练、推理和上市成本，这正是目前收入和市值份额一致的原因。

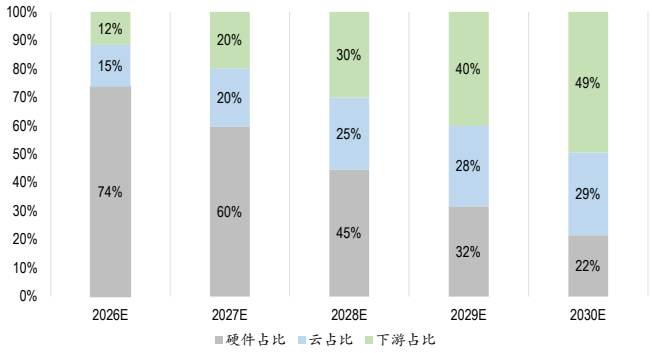
图 21: 2026-30 年中国 AI 产业链预期收入规模

十亿美元



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

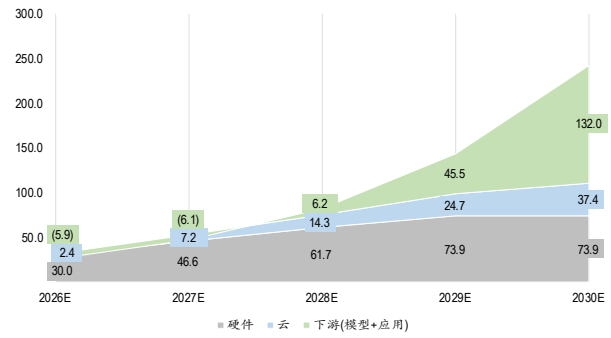
图 22: 2026-30 年中国 AI 产业链预期收入结构



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

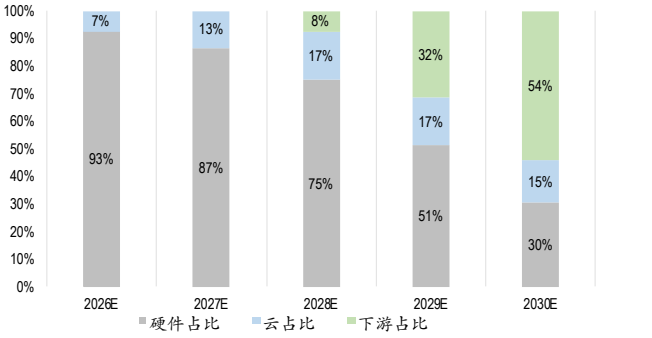
图 23: 2026-30 年中国 AI 产业链预期营业利润规模

十亿美元



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

图 24: 2026-30 年中国 AI 产业链预期利润结构



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

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

我们并未将上游集中度本身解读为错误定价。我们的模型显示硬件约占 2026-30 年预期行业累计营业利润的一半，因此上游价值占比较大和预测期内实际确认的盈利一致。更精准的问题是，鉴于下游（AI 模型+应用）实现盈利较晚且各公司业绩表现差异较大，**约 14%**的相关市值占比是否充分反映了 **32%的累计利润和 64%的利润增速**。

我们如何构建预期：一美元投资，三倍收益

我们用单一输入值构建行业预期，而不是对预测市场规模进行缩减。**我们以一美元云投资为对象，一直跟进到它实现三倍收益。**硬件在购买能力时将其入账。云在资产服务的五年期间将其收回。随后模型+应用通过能力产生的智能获得收益。

因此这三个层级是对同一美元的三次认领，在三个不同的时间点上确认。每一层都由上一层派生而出，这使其能够进行统一比较，由此还形成了一项约束，即**任何一层都不能超出其上层可物理支持的规模**，自上而下分配潜在市场则不会产生这样的限制。此项约束的代价是我们的结论集中在几个相关的预期中，我们将在下文中予以详述。

层级收入重叠且绝不能作为终端客户支出相加。硬件出售给云；云将推理出售给下游（AI 模型+应用）；下游向终端客户销售。营业利润累加而成，而且是价值跨层级分布的重要衡量标准。

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

表 3: 2026-30 年预期模型输出：所有层级收入均增长；硬件先获利，下游（AI 模型+应用）借增长盈利

十亿美元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2026E-30E 合计
资本支出和安装基数						
AI 资本支出–整体	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	**777.6**
同比增长率		40%	20%	10%	0%	
累计 AI 资本支出	100.0	240.0	408.0	592.8	777.6	
变现的云资本支出	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	
硬件						
收入	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	**777.6**
毛利	45.0	67.2	87.4	101.6	101.6	**402.8**
毛利率	45%	48%	52%	55%	55%	
营业利润(息税前利润)	**30.0**	**46.6**	**61.7**	**73.9**	**73.9**	**286.1**
营业利润率	30%	33%	37%	40%	40%	
云						
2026 年以前起始安装基数	20.0	16.6	12.3	7.8	3.1	
2026 年资本支出批次	0.0	31.2	37.9	45.0	46.8	
2027 年资本支出批次	0.0	0.0	45.4	55.1	65.5	
2028 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	56.7	68.8	
2029 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	0.0	64.9	
2030 年资本支出批次	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
云业务总收入	**20.0**	**47.8**	**95.6**	**164.6**	**249.1**	**577.1**
云业务 EBITA 利润率	12%	15%	15%	15%	15%	
云业务息税前利润(EBITA)	**2.4**	**7.2**	**14.3**	**24.7**	**37.4**	**86.0**
云业务息税前利润率	12%	15%	15%	15%	15%	
云业务折旧与摊销	**10.0**	**25.0**	**51.0**	**83.6**	**118.6**	**308.2**
云业务 EBITDA	**12.4**	**32.2**	**65.3**	**108.3**	**155.9**	**394.1**
云业务 EBITDA 利润率	62%	67%	68%	66%	63%	
下游(大语言模型和应用)						
训练/模型研发占比	45%	37%	29%	22%	15%	
推理占比	55%	63%	71%	78%	85%	
云训练费用/模型研发	9.0	17.7	27.7	36.2	37.4	
云推理费用/下游销售费用	11.0	30.1	67.9	128.4	211.7	
下游毛利率预期	30%	35%	40%	45%	50%	
下游收入	**15.7**	**46.4**	**113.1**	**233.5**	**423.4**	**832.1**
扣除推理后毛利	4.7	16.2	45.2	105.1	211.7	
下游毛利率	30%	35%	40%	45%	50%	
减: 训练研发	(9.0)	(17.7)	(27.7)	(36.2)	(37.4)	
训练研发占收入的比重%	57%	38%	25%	16%	9%	
减: 其他营业费用	(1.6)	(4.6)	(11.3)	(23.3)	(42.3)	
下游息税前利润	**(5.9)**	**(6.1)**	**6.2**	**45.5**	**132.0**	**171.8**
下游息税前利润率	-37%	-13%	5%	19%	31%	
摘要 – 日历年收入和利润规模						
营业利润摘要	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**	**2026E-30E 合计**
收入(重叠)						
硬件	100.0	140.0	168.0	184.8	184.8	777.6
云	20.0	47.8	95.6	164.6	249.1	577.1
下游(模型+应用)	15.7	46.4	113.1	233.5	423.4	832.1
营业利润(累加)						
硬件	30.0	46.6	61.7	73.9	73.9	286.1
云	2.4	7.2	14.3	24.7	37.4	86.0
下游(模型+应用)	(5.9)	(6.1)	6.2	45.5	132.0	171.8
行业总营业利润	**26.5**	**47.7**	**82.2**	**144.1**	**243.3**	**543.8**
硬件营业利润占比	93%	87%	75%	51%	30%	53%
云营业利润占比	7%	13%	17%	17%	15%	16%
下游营业利润占比	n/m	n/m	8%	32%	54%	32%

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

起点：7,780 亿美元的前期能力建设

一切都从云投资开始。**我们预测 2026 年为 1,000 亿美元，2027 年增长 40%，2028 年增长 20%，2029 年增长 10%，随后在 2030 年保持 1,848 亿美元不变，因此 2026-30 年预期累计为 7,776 亿美元。**

减速是判断，而非推演。周期前段投资受制于现有能力的大小；周期后段投资受能力使用强度限制。我们假设行业将在 2029 年前后跨越这条界线，此后服务增长的约束性限制条件将是利用率，而非进一步采购。由于这条路径影响着模型中的其他所有项目，**资本支出增长是我们最重要的预期** – 也是我们预计可能出现合理分歧之处。

硬件在采购时付款

硬件收入等于同年云投资，范围在 **1,000-1,848 亿美元**之间，累计总额也是 7,776 亿美元。预期营业利润率从 **2026 年的 30%升至 2029 年的 40%**，原因是其结构转向成熟的硬件经济。

不存在任何滞后是硬件主导行业早期利润的原因。能力在被购买时为其供应商带来收入，接着服务于某个工作负载，此后所有下游（AI 模型+应用）成员才会从中有所收益。硬件占 **2026 年预期行业营业利润的 93%**，原因无他，只是硬件最先得到付款。

云在五年期间收回同一美元

云的运营要慢一拍。**从采购之后的那一年开始**，每个投资批次都有**五年的收入寿命**，而且其收入取决于三个因素：**利用率**，我们按第 1 个收入年 60%、第 2 个收入年 70%和第 3-5 个收入年 80%的幅度递增；**收入实现率**，2026 年按 100%利用率预计为年度资本支出的 0.5 倍，每年提高 4%，到 2030 年达到 0.585 倍；**2026 年以前的能力产生的“径流贡献”**，2026 年为 200 亿美元，即全部预期云收入，随后下降。

重要的结果是批次的积累。到 2029 年，四个批次将同时获得收益，因此**云收入的复合增长率远高于投入其中的资金 - 到 2030 年将达到 2026 年水平的 12.5 倍，而硬件为 1.8 倍**，尽管二者都受到同一资本支出路径的影响。2026 年云业务预期 EBITA 利润率为 12%，随后为 15%，批次折旧和利用率上升意味着 2027 年预期合计 EBITA 利润率约为 74%，2030 年约为 66%。

云投资分别流入训练和推理，其比例有两重影响。在云收入中，其结构将从 2026 年训练和模型研发占 45%，推理占 55%变为 2030 年的 15%/85%，前者的比重直线下降，依次为 37.5%、30%和 22.5%。

这项预期完成了模型中的大部分工作，原因是它从两方面同时在下游层级（AI 模型+应用）发挥作用。**推理所占比重决定了安装基数可以支持多少付费的下游活动**，这是因为推理费用是这些工作负载实际消耗的算力。**训练所占比重也是这个层级同时承担的成本**，从下游毛利中扣除。因此在早期阶段下游从两个方向同时受到挤压：供出售的推理池较小，承担的训练费用则较多。

下游（AI 模型+应用）收入受限于其消费的推理能力

由于推理费用是下游销售成本，下游收入可直接计算：

下游收入=（推理占比×云收入）÷（1 – 下游毛利率）

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

随着推理经济效益改善，**预期毛利率从 2026 年的 30%升至 2030 年的 50%**，由此得出 **2026 年**下游收入为 **157 亿美元**，**2030 年升至 4,234 亿美元，或前者的 26.9 倍** – 这是所有层级中的最快增速，而且基数最小。

两种效应的共同作用产生了这样的结果。随着云收入规模化并向服务倾斜，推理池本身将扩大，而随着毛利率的提升，每一美元的推理都支持收入的逐步增长。二者本身都不是最重要的；它们结合而成的差异则会让规模不大的下游层级在该阶段结束时的体量超过硬件与云之和。

每个年份都有这样的特性，这就是上文所述的规律：**下游销售的智能无法超越安装基数的物理服务能力**。自上而下估算的应用支出没有这方面的检验。

训练是下游一直亏损到 2028 年的原因

扣除毛利率所含成本的最后一步是：

下游营业利润=（下游收入×毛利率）–训练和模型研发–相当于下游收入 10%的其他营业费用

训练是决定性项目，其最初几年的消耗没有任何弹性。2026 年训练将吸收 **90 亿美元**，相当于全部云业务收入的 45%，而下游毛利规模仅为 **47 亿美元**。在考虑营业费用之前，这个层级就已经损失了 59 亿美元。

到 2030 年，训练费用已达 374 亿美元 - 绝对值略高一些 - 下游毛利则增至 2,117 亿美元。**该层级扭亏为盈不是因为训练支出下降，它转而盈利是因为收入规模最终超过了训练费用。**这个差别在选股时很重要：它意味着公司需要支撑到这个节点，而不是通过它来管理成本，这就是我们的公司评估中反复出现资金筹集能力的原因。

预测有哪些实际依据

我们让这些预期一直可见，这是因为该模型是一个投资者框架，而非一组预测数字，另一个原因是不赞同其中某个预测值的读者应该能够立即看到它带来了哪些变化。按照对下游结论的大致影响排序：

表 4: 我们对中国 AI 产业链模型的预期

预期	基准情景	它为何重要
下游毛利率	2026 年预计为 30%→2030 年预计为 50%	决定每一美元的推理费用支持的收入水平以及扣除服务成本后剩下的利润
训练/推理占比	2026 年预计为 45/55%→2030 年预计为云收入的 15/85%	决定下游收入基数和下游最大成本项目
云投资增速	2027/28/29/30 年预计增长 40%/20%/10%/0%	决定整个系统的大小；更快的增长可提高上游利润占比
云收入实现率和利用率	0.50 倍，每年增 4%；第 1 年为 60%，第 2 年为 70%，第 3-5 年为 80%	决定能力能否获得可接受的回报，从而能够持续增长
硬件营业利润率	2026 年预计为 30%→2030 年预计为 40%	决定最先确认的利润池的规模
下游其他营业费用	下游收入的 10%	单独来看不多，但适用于非常庞大的 2030 年收入基数

资料来源：摩根大通估算

各层级收入增速急剧分化。到 2030 年硬件收入将达到 2026 年水平的 1.8 倍，云为 12.5 倍，下游为 26.9 倍。这种差异直接源于上述机制：硬件将每年的投资变现一次，云同时将多个活跃批次变现，下游的变现对象是推理池，后者本身不断增长，而且毛利率改善。

年营业利润从 265 亿美元增至 2,433 亿美元。硬件从 300 亿美元升至 739 亿美元（2.5 倍），云从 24 亿美元升至 374 亿美元（15.6 倍），下游从**亏损 59 亿美元变为盈利 1,320 亿美元**。年度利润结构的变化非常明显：到 2030 年硬件在总量中的占比从 2026 年的 93%降至 30%，下游则从亏损变为占 54%左右。

五年利润实际上累积在哪里

在 5,438 亿美元的累计营业利润池中硬件获得约一半：53%左右。这是对纯粹的“价值向下游迁移”叙事的最重要修正。由于硬件在采购当口确认经济效益，因此它在整个扩建阶段都能获得可观的利润，而下游吸收了训练和推理成本，随后其收入规模将大到足够予以覆盖。云约占 16%，模型+应用占 32%。

不过，增长出现在下游。2026-2030 年行业营业利润每年增长约 2,170 亿美元。模型+应用提供了 **64%**的增量，而硬件约为 20%，云约为 16%。对投资来说硬件拥有更确定的短期盈利来源，下游带来的则是盈利轨迹 - 不同的主张需要不同的证据。

2028 年是拐点；下游利润大多集中在 2030 年

顺序比端点更重要。**2026-27 年仍是产能到利用率的过渡期。**硬件已经盈利，在这两年中分别占行业利润池的 93%和 87%。随着 2026 年投资批次投入服务，云收入开始复合增长。下游仍亏损 - 2026 年预计为 59 亿美元，2027 年为 61 亿美元 – 原因是相对于初始收入基数而言，训练研发费用更大。

2028 年是首个财务拐点：下游营业利润转正，为 62 亿美元，占行业总利润的 8%。随着推理经济效益改善，到这一年毛利率将达到约 40%，而训练占云收入的比例降至 30%，相当于下游收入的 25%左右。利润率的提高和收入的增长都做出了贡献；缺一不可。

重大结构变化将出现在 2029 年：随着收入突破 2,330 亿美元，下游将占年度利润池的 32%，硬件占比首次降至 51%。

到 2030 年，毛利率将达到 50%，训练占云支出的 15%，从而使 4,234 亿美元的下游收入在扣除训练和其他费用后得以产生 1,320 亿美元的营业利润。

投资者应注意到上述利润在最终预测年度有多高的集中度。约**四分之三的下游五年利润都出现在 2030 年**，约占 1,718 亿美元累计利润的 77%。这对选股有两重直接影响：

- **筹集资金和定位同样重要。**2026-28 年拥有恰当资产的公司仍需在盈利爬坡前为运营提供资金。因此资产负债表、现金消耗和融资渠道是选择标准，而不仅仅是质量检查项目。
- **最终年份敏感性很高。**由于如此之多的利润集中在一年内，毛利率、训练强度或付费落地节奏的适度变化将显著影响下游总量。我们将 2030 年数据视为情景结果，而不是要精准保持的预测。

下游份额上升仍与上游持续增长兼容。更多的模型和应用活动带动对推理算力、内存、网络和云能力的增量需求，这是因为下游收入来自其消耗的推理能力。即使增量利润的结构发生变化，蛋糕也会在几个层级上同时增大。

具体到下游公司，**毛利是使用量和股东价值之间的关键桥梁。**当模型、推理或交付成本吸收了大多数增量收入时，token 的快速消费或 AI 参与可以和疲软的经济效益共存。因此我们重点关注客户支出的增长是否转化为增量毛利、经营杠杆和现金生成。

云回报仍是总量如何分配的关键制约因素

更大的下游总量仍需要经济上可持续的上游投资。我们的批次分析在五个收入年期间采用 **1,000 亿美元的云投资批次**。按照 0.50 倍的正常化年度云收入/资本支出实现率、15%的稳态 EBITA 利润率和 55%的 EBITDA 利润率，该批次带来约 **3.64 年的税前现金回收期，税前项目内部回报率为 11.6%**左右。

这就形成了重要的反馈回路。如果云回报率依然低迷，投资增长就会最终放缓，利用率和价格就需要改善，或者部分经济效益就必须转回给基础设施所有者。如果云回报率有吸引力，增量产能就可以获得资金，下游智能池也可以继续扩大。**因此我们的行业产业链分析描述的产业链在上游产能、云利用率和下游变现环节均具有相互依赖的回报率。**

因此，对投资者来说主要争议不仅限于 AI 投资是增多还是减少。我们聚焦于四个相关问题：**（1）智能消费的增长会有多快；（2）已安装算力能否取得可接受的收入实现率和回报率；（3）推理成本下降是否会扩大下游毛利；（4）哪些公司掌握着各个层级中的稀缺能力和收费节点。**这样的财务传导为下面的稀缺性×价值捕获框架提供了量化基础。

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

AI产业链层级分析：各个层级在何处获利，哪些仍然稀缺

硬件：能力仍是物理基础并率先获利

硬件是产业链的第一层级，也是新 AI 能力进入系统的节点。GPU、内存、网络和相关数据中心设备将云投资转化为可部署的算力。在我们的模型中，硬件在采购时将每个新投资批次变现，这就是为什么这一层最早获得经济效益并占**2026-30 年行业累计营业利润的 53%左右：5,440 亿美元总额中的 2,860 亿美元**。即使下游出现更多增量价值，训练、推理和智能体工作负载的持续增长也可以维持很大的绝对硬件利润池。

硬件稀缺性的来源随工作负载结构而变化。前沿训练对领先加速器和高带宽网络仍很敏感，而大规模推理提高了内存容量、内存带宽、网络效率和电力的重要性。随着企业的 token 消费量份额向我们预测的 2030 年 69%的水平靠拢，同时随着智能体工作负载拉长上下文并使每个任务的调用量倍增，我们预计硬件池的推理加权组件的增长速度将超过训练加权组件。因此我们认为硬件是结构性重要层级，其在行业总利润中的占比越来越多地取决于新增能力相对于利用率的增速以及下游对安装基数的变现。

个股影响

- **阿里巴巴**通过**平头哥**参与这一层，后者扩大了它在买方以外的硬件业务。在分散的国内加速器环境中，自研芯片可改善供应安全性、服务单位能力的成本以及借助自有服务堆栈共同设计硬件的能力。相关证据是在阿里云中的部署规模、服务工作负载的单位成本以及自研芯片是否提高了云毛利率，而不是简单地取代外部采购。

云：将已安装能力转化为经常性智能供应

云是第二层级，也是物理能力和下游智能消费之间的桥梁。云服务商通过训练、推理、模型访问、数据、安全和企业部署环境聚合硬件，运营安装基础并在多个年份内将其变现。这就形成了不同于硬件的财务节奏：硬件供应商对一个投资批次变现一次，而由于相应能力持续提供服务，一个投资批次会通过云收入反复变现。

随着已安装能力扩容，云的差异化将从访问至原始算力转向**利用率、调度、异构优化、模型感知服务和每单位算力的智能输出**。这个过程可总结为：

算力所有权→资源调度→ 异构优化→模型感知服务→模型/基础设施共同设计

中国分散的加速器环境提高了这个优化层的价值。不同的硬件堆栈、软件环境和性能属性催生了跨加速器的便携性、调度和服务效率需求。这有利于能在物理能力基础上改善吞吐量、利用率和部署经济性的提供商。

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

云回报为整个系统带来了财务约束。收入实现率、利用率和服务效率决定了新投资能否实现可接受的回报，以及因此能力能否继续增长。按照投资批次约 10%的正常化税后盈利水平，**普通和最佳运营商在经济上存在显著，而非细微的差距**。这就是为什么我们的模型将云视为与硬件截然不同的层级，即使许多公司都参与了这两方面的活动。

个股影响

- **阿里巴巴**是我们的覆盖范围内最明确的云价值捕获上市标的。模型/基础设施共同设计是上述过程的最终状态，而阿里巴巴是少数在芯片、云和模型方面同时就此进行尝试的运营商之一。我们的增量重建税后内部回报率约为 26.6%，这反映出高于行业同业的收入实现率和利用率预期；**更高的云业务 EBITA 利润率、更低的工作负载单位服务成本和不断增长的付费模型使用量是验证这一点的报告指标**。
- **范式智能**是优化层的直接覆盖实例。关键问题是 HAMi、ModelHub 及相关能力能否将跨芯片调度、模型适配和资源优化转化为可复用软件。顺利产品化可能将公司的部分经济效益从重能力部署转移到重优化软件上，证据预计出现在毛利率、员工人均收入、部署效率和各个客户的重复使用中。
- **商汤**代表着借助 SenseCore 的另一条路线。商汤日日新与其他 AI 工作负载并列运行可带来基于实际生产模型优化基础架构的机会。长期价值取决于这种能力在多大程度上可以推广到内部工作负载以外，同时利用率、外部采用率和利润率等相关指标出现提升。

模型+应用：智能变为客户支出的下游池

模型+应用构成第三个经济层。云交付的算力在这里成为付费智能、企业部署、软件使用量和已完成工作流。这一层在经济上很宽泛，因此我们保留了三个用于个股分析的子层级：**基础模型、中间件/驾驭工具/企业部署**和**应用**。在我们的模型中这些子层级共享相同的下游收入和利润池，同时争夺客户支出的不同部分并依赖不同形式的稀缺性。

这样的区分很重要，原因是即使聚合模型+应用的份额上升，价值也可以在下游池中移动。基础模型通过差异化智能和推理经济效益捕捉价值；中间件和驾驭工具供应商利用通用智能和生产部署之间的缺口变现；应用的变现对象是分发、专有上下文、工作流所有权和执行。这些子层级之间的相对份额取决于**智能稀缺性、工作流所有权和变现控制权**。

基础模型：智能消费仍是核心增长动力

基础模型将算力转化为智能。推理、编码、长上下文、多模态和智能体能力的持续改进扩大了模型可执行的任务范围，同时推理成本的不断下降增加了可以经济地使用这些模型的工作流数量。

这创造出两个同步需求动力。前沿模型转移到更复杂的任务上，相关客户愿意为更强的能力付费；成熟的模型能力变得更便宜，并扩展到使用量更大的场景中。智能体通过反复调用模型、消费长上下文和跨多步骤操作工作流将二者放大。

开放权重模型可以通过云服务商和推理平台、私有化部署和外部能力加快落地速度。公开分发还提高了价格透明度，使转换更便利。官方端点可以通过更快的模型更新、服务优化、路由、缓存、企业支持和专有高速或高级变体来保持差异化。

模型公司也越来越多地构建专有编码和智能体产品。这些产品可以加深使用程度并建立更直接的客户关系，而它们的经济性仍与模型的底层竞争力挂钩。如果供应商的智能一直很强并足以影响模型选择，驾驭工具的价值就会显著增加。

培训成本线是这个子层级利润路径后置的原因。在我们的模型中，训练和模型研发消耗了 2026 年云收入的 45% - 90 亿美元 - 而下游毛利仅为 47 亿美元，这就是该层级在 2028 年之前亏损的原因。到 2030 年训练费用将达到 374 亿美元，绝对值略高一些，下游毛利则增至 2,117 亿美元：这个层级扭亏为盈是因为收入基数的增长超过了训练成本，而不是因为训练支出下降。就单个模型公司而言，同样的问题是毛利增长速度是否足以在没有外部资金支持的情况下吸收持续的模型开发费用。

对基础模型来说，核心运营问题仍是**相对能力、能力成本比、token 和年度经常性收入增长率、价格、官方端点经济效益、驾驭工具采用率和毛利率**。

个股影响

- **智谱是我们的首选差异化智能标的，我们维持“增持”评级。**关键问题在于商业使用量增长时，相对能力能否保持领先地位。更强大的模型能力应支持付费 API 的增长和价格，而专有驾驭工具、服务优化和企业部署可以降低 token 单位成本并强化基础 API 层以外的获客。**具体检验方法是毛利足以吸收模型开发成本。**
- **MiniMax 的评级仍为“中性”。**它提供了类似的智能消费增长敞口，对相对能力和定价权的举证负担更重。其多模态和智能体定位支持强劲的使用量增长，而持久的经济效益取决于模型性能是否仍具有足够的竞争力来维持需求和有吸引力的毛利转化。
- **阿里巴巴**通过其模型业务参与这个子层级，其独有特性是集成：模型开发与自研芯片和云服务能力并行，并通过现有的企业客户群体进行分发。

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

中间件/驾驭工具/企业部署：将生产缺口变现

通用模型不会自动成为生产企业的系统。实际部署需要访问企业上下文、权限、治理、集成、模型路由、评估、可靠性和运营系统。中间件、驾驭工具和前沿部署工程师利用更广阔的模型+应用层中的实施缺口变现。

该子层级的大小在一定程度上取决于模型改进之际留存下来的复杂性有多少。通用提示词和基本工作流的构建会变得更容易复制，而复杂的企业环境仍然需要将专有信息、权限、多系统、监管要求和运营执行集成为一体。

反复实施的工作变成可复用软件后经济机会就会改善：

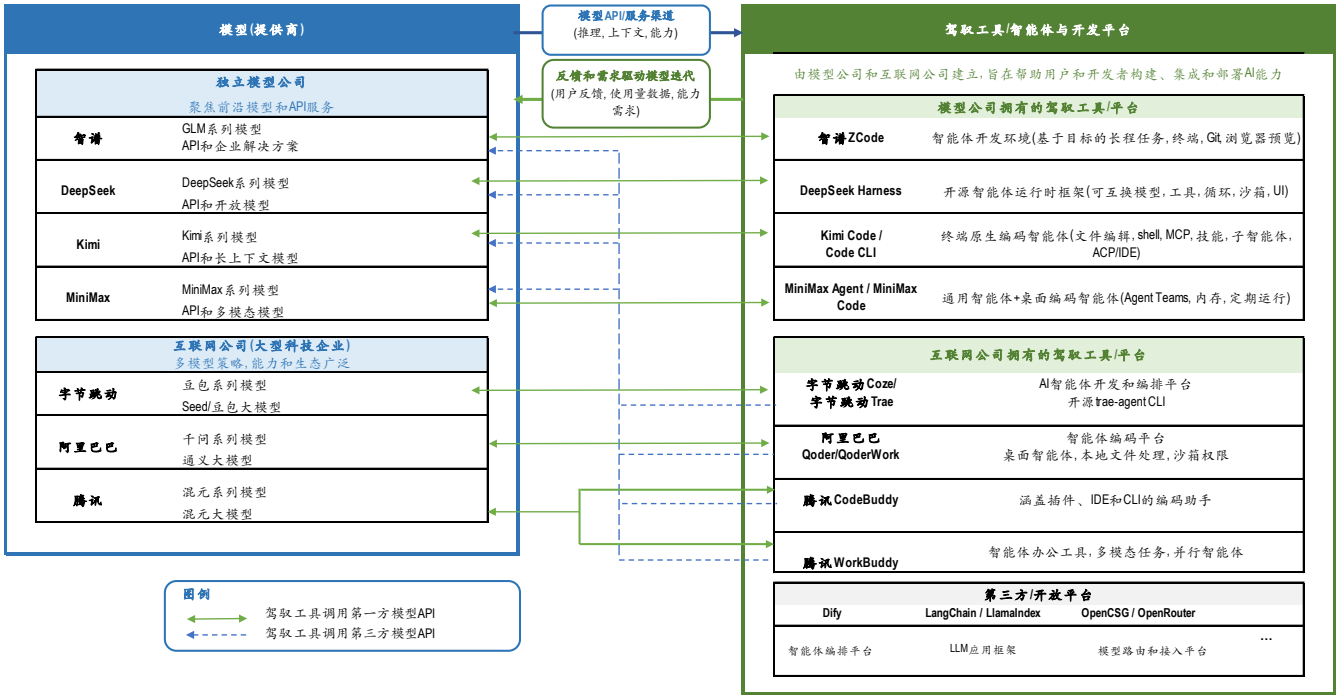
客户项目→可复用模型→标准化部署→基于使用量的软件

这对**迅策**来说尤为重要，我们首次覆盖迅策，给予“增持”评级。客户拥有底层企业数据和上下文；迅策的机会来自将围绕该上下文的实施缺口变现，途径是治理、集成和生产部署。Token/TokenOS、可复用模块和跨行业部署可以决定重实施需求是否会发展为更可扩展的软件经济效益。因此我们追踪**模块重用、部署时间、员工人均收入、跨行业毛利率、使用量/token 收入、净收入留存率和经营性现金流/自由现金流**。

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

图 25: 中国模型和互联网公司驾驭工具生态系统图

模型(提供商)和驾驭工具/智能体与开发平台，及其供应关系



资料来源：智谱、DeepSeek、Kimi、MiniMax、字节跳动、阿里巴巴、腾讯、Dify、LangChain、LlamaIndex、开放传神（OpenCSG）和 OpenRouter 公司官网（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算

应用：工作流所有权决定保留多少下游价值

应用将智能与终端用户、工作流和业务产出联系在一起。随着智能体从协助员工转向直接执行任务，AI 可以大幅提升软件处理的工作数量。这扩大了传统 IT 预算和软件席位发展为更宽阔的人工和服务池所带来的潜在支出。

机会因应用类别而异。**记录系统和垂直工作流软件**参与运营流程，在此 AI 可将软件从记录和协助工作扩展到完成更大比例的工作流。**生产率和创作应用**可以从单独软件功能发展成为更广泛的知识型工作、创作和设计工作负载。**消费和商业平台**将分发与交易执行相结合，使 AI 活动得以转化为广告、商家或交易收入，而非软件费用。

在更广阔的模型+应用池中，当智能成本下降与持久分发、专有上下文和工作流或执行控制权相结合时，应用的经济效益就会改善。此时智能体落地也会在席位压缩和机器产生的使用量之间形成最明显的张力，从而使定价模式和毛利转化变得至关重要。

竞争压力双向传导，这对我们的几家“中性”评级公司来说十分关键。通用模型的改进扩展了应用可以处理的工作负载，同时造成单个应用功能更易于复制。只有在智能体仍然需要的资产 - 实时状态、权限、专有上下文、执行 - 在模型功能改善后仍有必要的情况下，应用才会净受益。

个股影响

- **腾讯**是我们最看好的应用标的。分发、专有上下文和交易执行使其能够直接触达现有消费者和商业活动，而且触达规模鲜有竞争对手能够复制。随着模型成本下降，这些资产可以支持更多工作流、交易和广告或商家收入。**我们认为这些 AI 应用资产基本未得到股价反映**，同时我们聚焦于增量商业利润和扣除开发及推理成本后的付费 AI 落地，从而将我们的估值观点与报告的集团内财务业绩挂钩。

- **金山办公**可以从文档创建和编辑扩展到更广泛的知识型工作池，涵盖研究、写作、演示、协作和信息处理。庞大的用户群体使其受到日常生产率工作流中 AI 消费增长的直接影响，而获取越发可互换的智能可扩大有偿使用规模并降低服务成本。我们继续覆盖金山办公，给予“增持”评级。

- **聚水潭**的业务涉及大量商家运营工作，覆盖订单、库存、仓储、物流和平台运营。智能体可以通过软件增加处理此类工作的数量，并围绕交易和运营工作流创造出额外的使用量。**我们继续覆盖聚水潭，给予“中性”评级：工作流程资产出色，但我们认为电商环境低迷、增长预期和估值抵消了这些因素。**

- **美图**在照片编辑、设计、营销和电商视频内容制作方面拥有大量图像、视频和商业内容创作业务。AI 降低了视频内容的生成和编辑成本，并通过软件扩大了处理此类工作的份额。**我们首次覆盖美图，给予“中性”评级：不断扩大的创作工作负载是真正的动力，但通用模型的改进使单项功能更易于复制，在我们看来，这给增量增长和变现带来了不确定性。**

- **金蝶**可以参与更广泛的企业自动化，涵盖财务、供应链、人力资源和其他核心运营流程。AI 可将企业资源规划（ERP）系统从员工软件扩展至在企业工作流中执行更大的工作份额。企业记录和权限提供持久性；我们继续覆盖金蝶，在有更清晰的证据表明 AI 驱动收入加速增长前给予“中性”评级。

- 随着生成式和空间智能的进步，**群核科技**可以从专业设计软件扩展到更广泛的自动化设计、可视化、空间内容和设计-生产工作流中。设计工作流和空间上下文支持差异化；我们继续覆盖群核科技，给予“中性”评级，原因是商业化仍处于早期阶段。

- **用友**在大企业财务、供应链、人力资源和运营工作流中拥有类似业务。如果 AI 提高企业的自动化工作支出，就存在可观的机会，但其企业资产需要更强劲的综合增长率、盈利能力和现金生成。我们继续覆盖用友，给予“减持”评级。

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

投资框架：机会×稀缺性×价值捕获

我们通过**机会×稀缺性×价值捕获**这一框架来评估 AI 股票。**机会决定了围绕某家公司工作负载的经济池能有多大；稀缺性决定哪些能力仍然难以复制或替代；价值捕获决定了这些经济价值中有多少最终转化为客户支出、毛利润、现金流和回报。**估值则是“有吸引力的行业经济性”与“有吸引力的股票回报”之间的最终筛选器。

表 5：机会×稀缺性×价值捕获框架

	核心问题	我们关注什么
机会	围绕公司工作负载的经济池能有多大?	智能/算力消费、可触达的工作流、人工/服务支出、智能体工作、新增经济活动
稀缺性	什么能力仍然难以复制或替代?	前沿能力、算力优化、专有/实时状态数据、上下文访问、工作流复杂性、权限、执行能力
价值捕获	机会最终能有多少被公司捕获?	变现、工作流/客户留存、ARPU/ACV、用量收入、NRR、毛利、经营杠杆、CFO/FCF、增量 ROIC

资料来源：摩根大通

机会：从围绕工作负载的经济池切入

上文估算的超 1.4 万亿美元的终端需求，提供了行业锚点。在公司层面，机会取决于两点：一是公司所服务的工作负载，能覆盖行业池子的多大一块；二是 AI 能在这些工作负载周围，额外创造出多少新活动。

对于**硬件和云厂商**，机会主要取决于总算力需求、装机容量、利用率和智能消费。在**模型+应用**层，相关经济池因细分层而异：基础模型取决于付费智能消费；中间件/工具链/企业部署层，取决于生产实施缺口的规模和持续性；应用层则取决于 AI 可以触达多少客户工作流、人力及服务支出。

智能体显著放大了人力成本对应用层的重要性。传统的软件变现大多绑定 IT 预算和员工席位；当智能体直接执行工作时，客户的付费意愿会更多参考任务本身的成本或价值。随着自动化提升单人产出，席位数也可能随之下降，因此变现模式的重要性不亚于底层工作负载规模。

因此，我们覆盖的多数标的在“机会”维度均具备优势。**个股分化主要源自稀缺性和价值捕获。**

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

稀缺性：识别仍然难以复制或替代的能力

稀缺性决定了可持续经济价值在哪里产生。如今的 AI 堆栈同时存在多个稀缺性来源，**我们预计**在预测期内，**差异化将从算力和前沿智能，转向部署和执行环节的瓶颈。**

第一个主要的稀缺池，围绕算力供给形成。然后，前沿模型的进展，催生了围绕差异化智能的稀缺性。随着能力和供给改善，成熟智能的价格下降，可替代性增强；而更强的模型持续攻克更高难度的任务，构筑新的前沿。**因此，相关的稀缺池会持续演变，而非固定不变。**

在上游层面，先进算力、内存、网络、电力和可部署算力仍是硬性约束；而高效调度、异构优化和服务，则创造了额外的差异化。在模型层，当只有少数厂商能以可接受的成本和可靠性完成最苛刻的任务时，**前沿智能**就仍然稀缺。

随着算力扩容、智能成本下降，围绕**高效服务、专有上下文数据、权限、工作流和执行**形成了新的稀缺性。模型可以理解企业诉求，但完成任务仍需要访问实时数据、获得授权、遵循业务规则、接入相连的系统，并具备执行能力。因此，**一个单一工作流可能需要：先进模型、高效服务、专有企业上下文，以及行动权限**——而每个要素由不同的公司控制。

这种动态，对模型和应用的相对经济性尤为重要。**当模型能力能够实质性改变任务结果时，差异化智能能力可保留定价权。**当智能能力变得更加易得，价值将更多源自模型之外的资产。控制这类资产的应用厂商，可将智能能力作为投入品进行采购，同时保住客户关系，并拿到更大份额的经济价差。

与此同时，更好的模型会不断吸收过去属于应用层的功能。通用功能、内容生成、分析和部分软件配置，都变得更易复制。**因此，应用厂商的护城河，越来越取决于仅靠模型能力仍难以复制的部分**；应用产品也需要证明，工作流访问能带来服务费、交易或更高的留存率。

随着公司向相邻稀缺池扩张，行业边界变得模糊

因为稀缺池会移动，公司不会停留在自己起步的层级里。我们划分的三个层级，目前都在向相邻的瓶颈延伸，更重要的是，向相邻的收费点延伸。这是行业最重要的结构性变化，也是为什么“层级标签”只是分析的起点，而不是结论。

- **云厂商正从原始算力，转向异构优化、模型感知服务和模型分发。**待供给充足时，按小时卖算力是产业链上防御性最弱的位置；而卖吞吐量、跨加速芯片的可移植性以及模型访问权，则要稳固的多。

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

- **模型公司正向两个方向扩张**——向上游进入服务效率和基础设施优化，以降低每 token 成本；向下游进入专有工具链、智能体和企业部署，以保住客户关系，而不是只提供可替代的投入品。

- **中间件提供商正在将实施经验产品化，并向工作流执行端靠拢**，把项目制交付，转化为可以反复销售的可复用软件。

- **应用厂商正在接入并调用多个模型，同时向智能体开放专有数据、权限和交易能力**——把智能当作商品化投入品来采购，同时让自己的状态和执行能力成为必需组件。

这些动作的股权价值，完全取决于它们是否改变了客户的付费方式，以及公司保留了多少经济价值。专有工具链可以增加模型调用量、深化客户关系。基础设施优化可以提高算力利用率和单位算力毛利。企业中间件可以把重复的实施工作变成可复用软件。应用可以结合下降的智能成本、专有工作流以及分发渠道，扩大变现。这些动作均具备真实商业价值，但却是常常空有公告，结果并未兑现。

因此，判断依据要看财务指标，而非战略表述：利用率提升、经常性收入、单位工作负载毛利润，以及更高的留存率——发布能力不足以证明。我们将覆盖标的的动向梳理如下：

表 6：公司动向图谱

动向	覆盖标的示例	确认指标
云 → 优化和服务	阿里、商汤、范式	利用率、优化方案配售率、单位工作负载服务成本、云业务 EBITA 利润率
云 → 芯片和协同设计	阿里	自研芯片部署规模、单位工作负载服务成本、云业务毛利率
模型 → 基础设施效率	智谱、MiniMax、阿里	每 token 成本，官方端点毛利率
模型 → 工具链、智能体和部署	智谱、MiniMax	工具链采用、付费 API 增长、企业合同收入
中间件 → 可复用软件	迅策、范式	模块复用、部署时间、人均收入、用量收入
应用 → 智能体可调用状态	腾讯、聚水潭、金蝶、用友	交易/操作量、用量收入、NRR、扣除 AI 成本后的毛利
应用 → 多模型路由	金山办公、美图、群核科技	AI 付费转化率、ARPU、模型降价带来的增量毛利率

资料来源：阿里巴巴、商汤科技、范式科技、智谱、MiniMax、迅策、腾讯、聚水潭、金蝶、用友、金山办公、美图和群核科技 2025 年年报及公司官网（截至 2026 年 9 月 11 日），摩根大通估算

智能体强化了，而非终结了上述动态。通用智能体可逐步成为用户入口，同时继续使用底层应用的数据、权限、软件功能和执行能力。因此，人类与单个应用的交互可能下降，而机器触发的软件消费却在上升。这将围绕用量、任务、行动、交易和结果，创造潜在收费点；**价值分配取决于谁控制客户关系、专有上下文和执行**，而不是谁做的工作。下文将通过 Claudeforce 案例展开分析。

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

评估模型替代风险

针对应用和中间件，我们从六大维度评估模型的替代风险：

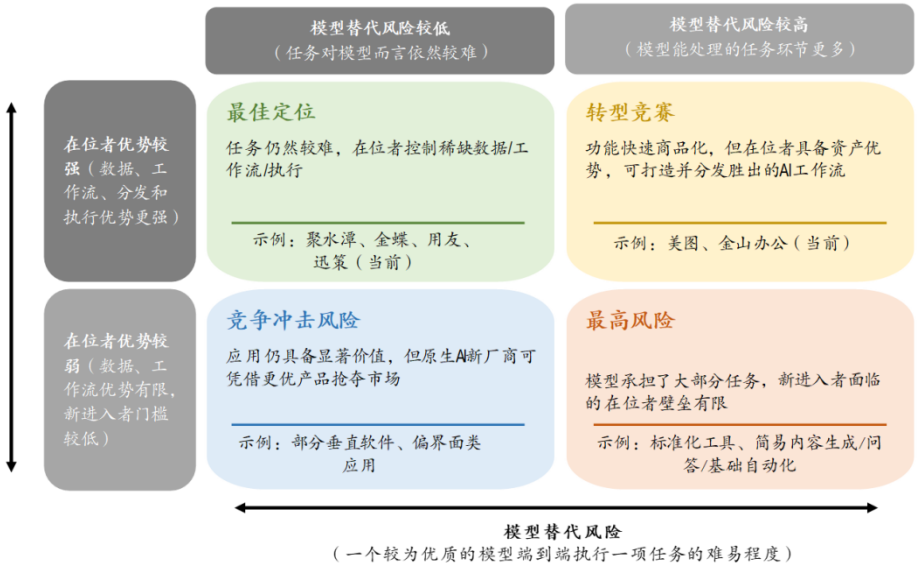
表 7：模型替代风险六大维度

维度	替代风险较高	替代风险较低/剩余稀缺性更强
结果可验证性	结果有明确对错，反馈快	结果主观或延迟
工作流复杂性	单步骤、标准化的数字任务	跨系统、多步骤、需要持续更新的工作流
人员/组织交互	个人就能完成的数字任务	销售、管理、实施和复杂服务
战略/博弈动态	静态问题，有稳定的最优解	谈判、定价、市场和竞争策略
专有数据	公开信息，或容易近似的信息	客户交易、内部记录、专有行为/行业数据
系统/工作流/执行	用户拿到模型输出即可离开	完成任务需要实时信息、权限、系统访问或物理执行

资料来源：摩根大通估算

同一项任务，还可能面临来自 AI 原生竞品的第二重冲击。一个 ERP 工作流，可能仍然难以被通用模型端到端替代；但原生 AI 企业软件厂商，可围绕现有系统打造出更好的智能体产品。**因此，模型替代风险和竞品冲击风险需要分开评估。**

图 26：应用护城河：两个轴，四种结果



资料来源：迅策、聚水潭、金蝶、用友、金山办公和美图 2025 年年报及公司官网（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算

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

案例研究：Claudeforce – 从用户界面到专有上下文与执行

企业 AI 的近期发展，提供了一个早期例子，说明当智能体承担更多工作时，应用层的稀缺性将如何转移。2026 年 8 月，Salesforce 和 Anthropic 扩大合作，推出了 Claudeforce。首款产品“Salesforce in Claude”内设 37 项预置功能，用户可通过 Claude 访问 Salesforce 数据、完成销售工作流，包括会议准备、销售机会复盘、客户规划和记录更新。Salesforce 通过 Headless 360、MCP 协议和 API 开放底层数据和操作，原有权限、管控规则与业务规则继续适用。

因此，销售人员可以命令 Claude 复盘销售机会、识别存在风险的订单并更新后续跟进计划。Claude 负责分析并确定所需操作，Salesforce 则提供最新的客户和机会数据、决定员工能访问哪些信息，并记录操作结果。**员工完成任务所通过的界面可能改变，但底层应用仍然负责提供专有上下文、权限和执行。**

类似进展，正在企业软件领域涌现。ServiceNow 通过 Action Fabric 向第三方智能体开放了工作流操作权限；Workday 通过 Agent-Ready Tools 和 MCP 协议，允许外部智能体调用 HR 与财务功能；Atlassian 允许智能体访问和操作 Jira 和 ConFluence；Box 允许外部 AI 智能体在现有访问权限控制下处理企业内容。这些案例表明了一个大范围的趋势转变：企业数据和操作能力，正在开放给原生和第三方智能体调用。

我们得到的第一个启示是：智能体的采用，可能改变应用稀缺性的所在位置。在模型吸收更多搜索、分析、报告和用户交互功能后，界面本身的差异性减弱。稀缺性越来越集中在智能体完成任务所需的要素：专有/实时的企业状态、权限、业务规则、集成和执行。对**腾讯**而言，这包括消费者和商户关系、专有上下文和交易执行；对于**聚水潭**，这包括订单、库存、平台连接和商业执行；对于**金蝶和用友**，包括财务和运营记录、权限、审批规则和交易工作流；对于**迅策**，包括企业上下文访问权限、管控体系与生产系统。核心问题不再是员工是否继续直接操作应用，而是**当智能体执行任务时，哪些应用资产仍必不可少。**

这种区别，也改变了我们对软件使用量的看法。**人类交互减少，并不一定意味着底层软件消费减少**。一名拥有智能体助手的员工，可以比多名手动操作相同系统的员工，产生更多的数据检索、记录更新、工作流操作和交易。因此，智能体的采用会带来两股反向力量：员工数量减少且传统席位数量也有可能减少，但底层软件承载的机器触发业务量却大幅增加。

第二点启示：这有望扩大应用收入池，同时改变变现单位。传统 SaaS 收入，主要通过席位和许可收费，收入规模与用户数量挂钩。智能体工作负载，则围绕**用量、操作、交易、完成的工作流和结果**，创造了额外的收费点。因此，即使员工数量或人工直接用量增速放缓，应用厂商仍可承接更大规模的工作量。这一点在中国市场尤为重要。软件收入与执行工作挂钩，提供了一条潜在变现路径——跳出了传统 IT 预算，转向正在被自动化替代的、大得多的劳动力与服务成本池。

转型过程大概率是非线性的。**席位减少可能先于机器用量变现发生**，导致在初期时，智能体采用带来底层工作负载增长，但应用收入却未同步提升。结果会

因商业模式而异。与交易或用量挂钩的应用，收入可随机器活动增加而跟涨；而主要按席位收费的软件厂商，则需推出 AI 溢价产品，建立按用量定价或其他收费机制，才能把系统活动的增长转化为收入。

收入上行并不自动转化为利润上行。智能体工作流带来模型与推理成本，这在传统 SaaS 盈利模型中的权重要低得多。当 AI 功能捆绑至现有订阅包，或是用量增长快于定价落地时，业务量抬升可能会稀释增量毛利率。因此，财务验证标准不仅要看 AI 能否提升应用使用量或收入，还要看增量收入能否超过模型、推理和部署成本。

随着模型市场的发展，经济性有望改善。应用可以把更简单的任务路由至更便宜的模型，把前沿智能留给真正需要强能力的任务，并从模型供应增加带来的推理成本下降中受益。**因此，智能成本下降可以让应用双重受益：更多工作流具备了自动化的经济可行性，同时每个工作流的智能成本也在下降。**如果客户定价依然与工作流或结果的价值挂钩，那么客户付费意愿与模型成本之间的价差则有望扩大。

这造就了模型和应用之间的一种动态关系。**当差异化智能能力仍然稀缺时，模型厂商可获得较大份额的增量 AI 经济价值**，尤其是在模型质量显著影响任务结果的工作流。当多个模型的能力“够用”，且更加容易相互替代时，企业和应用厂商就能在不同模型之间切换，模型定价承压，议价权更多转向专有上下文、工作流和执行。

反之亦然。外部智能体可以控制用户发起任务的入口，决定调用哪些模型和工具，并承接住增量 AI 预算。**因此，即便底层应用处理的业务量庞大、甚至在不断增长，也可能无法捕获与之匹配的价值份额。**运营重要性、用量增长和价值捕获，三者可能相互脱节。

因此，该案例说明了稀缺性和价值捕获的区别。专有上下文、权限和执行决定哪些环节难以被智能体绕过或替代；但这些资产本身，并不决定谁能赚得增量收入和利润。

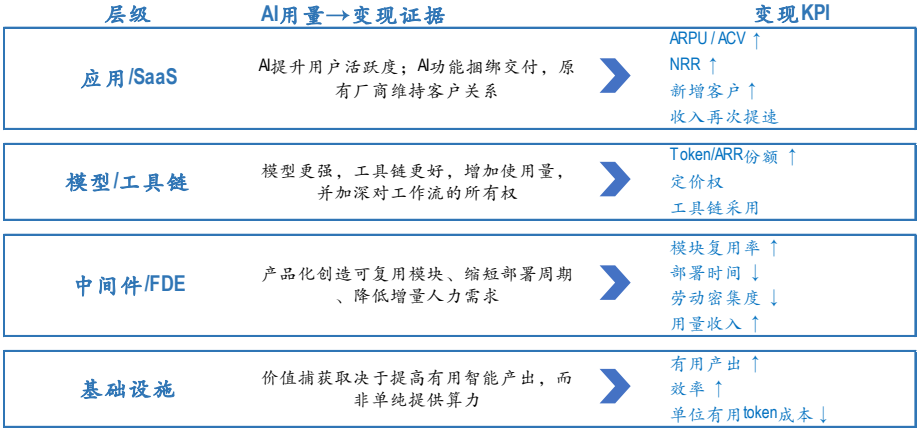
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

价值捕获：稀缺性必须转化为公司层面的经济性

一项稀缺能力要创造股权价值，需满足两个条件：一是改变客户支付的价格，二是企业在承接需求后仍可保留有吸引力的经济性。**因此，价值捕获涵盖变现、客户和工作流留存、毛利、现金转化，以及增量资本回报。**行业地位和边界移动之所以重要，是因为它们决定了：哪家公司控制了收费点，以及在支付完堆栈其他层之后，终端客户支出还剩下多少。

前文稀缺性章节描述的边界移动，正是价值捕获在实践中见分晓的地方。基础设施提供商通过提高每单位算力的智能产出来加深捕获；模型提供商通过成功的专有工具链来扩大捕获；中间件通过把实施经验转化为可复用的生产模块来增加捕获；应用则通过把更多工作流活动变现、同时将模型作为投入品来改善捕获。与稀缺性的区别在于：这些举措建立的是“对工作负载的**访问权**”，而价值捕获问的是，在支付完堆栈其他层之后，公司实际保留了多少客户支出。

图 27：不同层级公司的 AI 用量变现



资料来源：摩根大通估算

具体到模型和应用，**智能稀缺性和工作流所有权**之间的相互作用，提供了一个有用的分析入口：

表 8：智能稀缺性和工作流所有权之间的相互作用

	工作流基本归模型	工作流基本归应用
智能仍稀缺	模型通过前沿能力+专有工具链，捕获最高价值	模型保持强定价权；应用保留工作流利润
智能商品化	模型靠自有工具链维持客户关系	随着模型成为成本更低、可动态调度的投入品，应用可以捕获更多价值

资料来源：摩根大通估算

智能体的采用，为这一框架增加了一个动态变现维度。传统 SaaS 收入主要与人类用户挂钩，可以简化为**席位×每席位价格**。如果智能体为每位员工执行更多工作，席位需求就可能承压。与此同时，随着智能体重复检索数据、更新记录、触发工作流、完成交易，机器活动量或可比人类用量的增长快得多。因此，人类用户的减少，可以与底层系统活动大幅增加同时存在。

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

由此催生了 **AI 溢价 SKU、按用量定价、按操作收费、交易分成费，按结果定价**等新的收费点。收入表现取决于供应商能否将增加的机器活动量转化为增量客户支出，且速度快于席位收入的下降。**已经与交易量或工作量挂钩的应用，实现这一经济性的路径更为直接；**而主要按席位定价的供应商，则需要建立新的变现机制。

利润层面的影响与收入层面可能大相径庭。AI 带来模型与推理成本，这在传统软件盈利模型中的权重要低得多。在早期采用阶段，AI 用量增速或快于变现增速，尤其是当 AI 功能打包进现有订阅时。因此，收入或可改善，但增量毛利率依然偏弱。当厂商直接对 AI 用量进行收费、优化模型路由和推理效率，或受益于底层模型降价时，毛利润的经济性才会变得具有吸引力。

第三个经济池会流向**智能体或工具链**本身。如果智能体掌控任务发起入口、调用哪些模型与应用、以及增量 AI 预算流向何处，那么即使底层 SaaS 系统仍被大量调用，智能体也可以捕获部分价值。因此，应用可以继续保留记录系统的角色，但失去了工作流相关部分增量钱包。

因此，我们认为价值分配是动态的，取决于三个变量：智能稀缺性、工作流所有权和变现控制权。早期阶段，随着企业在现有软件基础上新增 AI 预算，增量支出可能会偏向模型和智能体产品。随着机器用量规模的扩大，如果应用厂商按用量、操作或交易收费，则可捕获更多价值。当智能能力可替代性提升，议价能力可能会进一步转向掌握专有上下文和执行能力的应用厂商。反之，如果模型或智能体持续保有差异化的智能能力、掌控客户工作流，则可以保留更大份额的经济价值。

价值捕获的证据：从变现到财务回报

我们利用可观察的经营指标，来判断理论上的定位能否转化为实际的价值捕获。

就**应用**而言，最清晰的证据是**增量 ARPU/ACV、AI 付费转化、使用收入、净收入留存率（NRR）、工作流渗透率、新增客户和收入重新加速。**随着智能体规模的扩大，我们会逐渐纳入披露的 **API/工具调用量、智能体操作、交易或工作量以及机器触发用量。**关键财务验证标准：AI 带来的增量收入，能否超过席位减少而损失的收入，并在扣除模型和推理成本后产生毛利。

对**基础模型**而言，我们关注 **token 和 ARR 增长趋势、定价、相对能力、推理经济性和专有工具链的采用。**工具链采用强劲，表明模型厂商的定位正从智能供给延伸至客户工作流，而持续的能力领先，则可支撑更高的模型抽佣率。

对**中间件**而言，**模块复用率、部署效率、跨行业复制能力和基于用量的收入，**可显示出实施经验是否正在转化为可扩展的软件经济性。**对基础设施和云厂商而言，利用率、优化方案配售率、服务效率和单位算力的智能产出，**可显示出经济性是否超越了单纯的算力售卖。

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

因此，智能体的采用同时改变了“用量单位”和“捕获单位”。**人类席位可能下降，而机器活动上升；收入可能从许可模式转向用量与交易模式；毛利取决于客户付费与完成任务所需智能成本之间的差价。**

估值：有吸引力的经济性仍需提供股价上行空间

财务转化属于价值捕获的一部分。我们寻找的路径是：**收入重新加速→毛利增长→经营杠杆→经营现金流/自由现金流→增量资本回报。**AI 收入可能附带大量推理、算力、部署和支持成本，因此收入端变现只是第一层验证。上游与模型公司需要展示相对于资本密集度的有吸引力的经济性；中间件需要产品化，实现收入增速高于交付人力投入增速；应用厂商需要 AI 收入在扣除模型和推理成本后产生增量毛利。

然后，**估值**决定了这些经济性是否仍能提供有吸引力的每股上行空间。若市场已提前计入大部分未来价值，即便一项 AI 布局在战略上具备吸引力，其股票回报也可能有限。聚水潭纳入覆盖后评级为中性的主要原因正是如此，尽管我们看好其工作流资产价值。

表 9：分析框架应用于覆盖标的

公司	评级	机会	企业独有稀缺性	价值捕获/验证指标	财务/估值解读
阿里巴巴	**增持**	全产业链算力需求	芯片（平头哥）、云和模型业务的一体化布局；模型/基础设施协同设计潜力	增量项目税后 IRR 约 26.6%，对比正常化行业基准为 10%；云业务 EBITA 较高，单位工作负载服务成本较低	现金转化决定股东收益；首选一体化标的
腾讯	**增持**	规模化的消费者和商业活动	分发、专有上下文和交易执行能力	扣除研发与推理成本后的商业利润增量与付费 AI 采用	我们认为，集团估值中 AI 应用资产几乎尚未被定价
智谱	**增持**	智能消费强劲增长	有竞争力的前沿能力；相对领先需要持续验证	付费 API 增长；服务优化和专有工具链可加深客户捕获	毛利可覆盖模型开发投入；首选国内模型标的
商汤	**增持**	培训、推理和企业 AI 需求	算力、模型、应用全链条布局	商汤大装置（SenseCore）连接了算力产能与生产级 AI 工作负载；外部采用是关键验证点	盈利和现金流趋势持续改善
范式	**增持**	企业 AI 与异构算力需求	优化和部署应对中国基础设施的长期复杂性	调度、优化、部署提供多个变现点	当前 AI 需求支持基准情景；运营转化仍是关键
迅策	**增持**	企业 AI 部署和工作流自动化	企业数据触达、集成深度、管控体系和生产环节复杂	Token/TokenOS 与模块复用，推动收入模式从项目制转向可扩展的按量收费	AI 已贡献收入；产品化有望改善利润率与现金转化
金山办公	**增持**	庞大的知识工作池	分发渠道、文档状态与上下文、原生工作流；模型替代风险中等	AI 付费转化率、WPS 365 净收入留存率、更广的工作流渗透	现有盈利与现金流支撑 AI 投入；增量 AI 毛利带来上行空间
MiniMax	**中性**	智能消费强劲增长	相对能力与定价权尚未确立	用量和工具链具备显著期权价值；但需要更强的相对能力才能维持价值捕获	能力、定价与毛利转换仍是估值重估触发条件
聚水潭	**中性**	庞大的电商工作流和人力池	实时电商状态、记录系统、权限、平台集成与执行能力	AI 可将变现从“卖软件使用权”扩展至“按完成的工作收费”，同时保留执行	疲软的电商环境、增长预期与估值，抵消了其强劲的工作流资产
美图	**中性**	庞大的视觉创造与营销机遇	分发渠道与创作者工作流；但单项功能日益易被通用模型复制	已验证的 AI 变现提供了现成收费点；但增量增长不太确定	增量增长与变现的不确定性，限制了当前水平的上行空间
金蝶	**中性**	庞大的企业 AI 市场机遇	企业状态、权限、业务规则与记录系统	AI 配售率、增量 ACV、NRR、工作量用量仍是关键验证点	估值上调需要 AI 驱动收入提速更加明确
群核科技	**中性**	庞大的设计与空间智能机遇	专业工作流、专有 3D/空间资产、设计到生产一体化能力	空间智能有望拓展工作流价值捕获；商业化尚处早期	核心增长、企业 NRR 和新增 AI 收入仍需进一步验证
用友	**减持**	庞大的企业 AI 机遇	企业状态、权限与复杂工作流，仍具战略价值	AI 产品与合同活动，尚未体现为强劲的并表层面价值捕获	收入、利润率、现金转化表现不及 AI 叙事预期

资料来源：阿里巴巴、腾讯、智谱、MiniMax、商汤科技、范式科技、迅策、聚水潭、金蝶、用友、金山办公、美图和群核科技 2025 年年报及公司官网（截至 2026 年 9 月 11 日）、摩根大通估算

首选标的：阿里巴巴、腾讯和智谱

我们的三个首选标的，是我们有意挑选的、分处产业链不同位置的公司，以对应我们行业模型中的价值释放顺序。**阿里把握的是较早兑现的上游与云环节价值，其回报率高于行业基准；腾讯拥有模型成本下降后价值凸显的应用资产；智谱代表的是差异化智能敞口，经济性取决于能力能否持续。**

阿里巴巴：芯片、云和模型的一体化敞口，算力回报高于行业基准

其投资逻辑立足于一体化，而非参与单一层级。平头哥让阿里在硬件方面不再只是买方，而云业务和模型业务则把基础设施与客户需求连接起来。在中国，很少有运营商能够同时在自有芯片、自有服务算力和自有模型上尝试“模型与基础设施协同设计”——这是云业务差异化进程的终局。

我们需要看到的证据，是财务披露层面的：我们预计阿里横跨产业链的布局，将体现为**更高的 EBITA 利润率、更低的单位工作负载服务成本，以及不断增长的付费模型用量。**然后，现金转化决定了股东回报——即便增量算力的项目 IRR 较高，但若投入不断扩大、现金回款延后，将产生抵消效应，无法创造股权价值。我们认为，云业务板块的利润率趋势和集团自由现金流是验证或证伪该逻辑的两大披露指标。

下行风险包括：竞争性定价压制云业务收益率，使其趋近行业均值；自研芯片替代外部采购，但单位经济性没有改善；持续的算力投入导致现金回报推迟至我们预测期之后。

腾讯：我们认为其稀缺的 AI 应用资产基本尚未被定价

腾讯是我们表达“应用稀缺性能够在模型进步中存续”这一观点的首选标的。分发渠道、专有数据上下文和交易执行能力，使腾讯能够直接触达现有的消费者和商业活动。这些正是我们的 Claudeforce 案例分析所指出的、当智能体执行任务时仍然必要的资产——实时状态、权限、业务规则和执行能力——而非通用模型日益吸收复刻的界面功能。

模型成本下降，对我们的前述观点而言是利好，而非威胁。随着单个工作流嵌入的智能成本下降，腾讯现有用户和商户生态内有更多业务场景具备商业可行性，同时单场景服务成本也在下降。若定价依然锚定工作流或交易价值，而非智能体投入成本，则利润空间将扩大。这就是我们在应用分析部分提到的“双重受益”逻辑，而腾讯的分发规模，意味着这套逻辑覆盖的活动基础异常庞大。

我们认为这些资产基本尚未被定价。我们认为，市场对模型+应用的合计估值，仅占中国 AI 可归属上市价值的约 14%，意味着对于未单独披露 AI 收入的大型平台企业，其 AI 驱动的增量利润被纳入估值的程度有限。**我们关注的是扣除开发和推理成本后的增量商业利润和付费 AI 采用**，估值判断锚定集团财报数据，而非厂商宣扬的能力。

下行风险包括：AI 活动提升用户活跃度，但广告、商户或交易收入没有同步增长；推理和开发成本侵蚀增量毛利；披露仍然不足，导致市场无法识别预测期内的 AI 贡献。

智谱：差异化智能驱动付费使用

智谱是我们的首选“差异化智能”标的，我们维持“增持”评级。持续相对领先的模型能力，可以支撑 API 定价、付费调用和客户留存；而服务优化、专有工具链和企业部署可以降低 token 成本。该逻辑能否成立，取决于智谱的能力

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

能否持续领先，而非仅当下领先——在我们的分析框架中，模型层是明确预计“稀缺性会随时间衰减”的层级。

具体财务验证指标为：付费 API 增长，以及足以覆盖模型开发投入的毛利。我们的行业模型解释了为什么这是约束性条件：2026 年，训练与模型研发预计投入 90 亿美元，而下游毛利仅 47 亿美元，这就是为何模型层 2028 年之前都会亏损的原因。落在公司层面，问题就变成：毛利增长是否够快，足以在无需稀释性外部融资的情况下保留前沿模型地位。**盈利爬坡阶段的资金能力，是一项筛选标准，而非次要参考**——因为按照我们的模型，下游 5 年利润约 3/4 需到 2030 年才能实现。

智谱面临的**下行风险**包括：模型能力趋同速度加快；开源模型分发带来的价格竞争；训练成本的上涨速度快于付费用量增速。

MiniMax 维持“中性”评级。MiniMax 面对的是和智谱相同的需求池，也展现出强劲的用量增长，但我们需要看到可持续的能力、定价和毛利转化，用量增长才能转化为差异化的财务结果。用量增长和价值捕获可能并不同步，就现阶段而言，我们认为 MiniMax 的证据更多体现在用量增长层面。

上行风险包括：新模型迭代好于预期；MiniMax 多模态产品组合的变现路径更加清晰；API 的经济效益具持久性。

下行风险包括：MiniMax 与美国影视公司之间的诉讼；竞争加剧；高额、持续的研发投入带来执行风险和盈利压力；商业化和客户采用仍然面临不确定性；对算力基础设施和外部供应商的依赖使 MiniMax 面临成本与可用性风险。

分析师声明（简称"AC"）： 本报告首页所示姓名右上角带有"AC"标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有"AC"标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法；且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称"KOFIA"）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

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

重要披露

公司特定披露： 摩根大通正在并寻求与其研究报告所覆盖的公司开展业务。因此，投资者应注意公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。投资者仅应将本报告视为作出投资决定时的一个因素。重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格（如适用），可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司及某些未覆盖公司，可访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。

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

研究覆盖范围：徐文韬: MiniMax (0100.HK), 智谱 - H (2513.HK)

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

摩根大通股票研究之评级分布，截至 2026 年 07 月 04 日

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

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

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- U67120MH1992FTC068724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T 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 (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 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 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 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 Reser 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/ 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



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。