

乘消费复苏东风，发力品类扩充

华泰研究

2024 年 12 月 13 日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

182.73

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

侯杰

houjie017864@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

曹卓铭

caozhuoming@htsc.com
+(86) 21 2897 2205

首次覆盖京东集团港股，给予“买入”评级。展望 2025 年，在或将更有力的内需修复政策支持下，我们认为京东有机会展现优于同行的顺周期弹性（主因其在家电等高单价可选消费品类上的较高市场份额），收入层面的修复也有望进一步带动 1P 业务经营杠杆的释放，推动利润率的增厚。我们预计京东或将部分增量利润持续投入于：1) 回馈消费者，保持平台价格力并强化用户心智；2) 拓宽更多非带电品类的供给。非带电品类较高的稳态利润率有望使得该投入具备较高的 ROI，并支持京东零售的长期利润率扩张。

短期搭乘消费复苏东风

我们认为京东零售有望凭借差异化的 1P 自营模式，完善的供应链体系和线上线下多样化布局，而相较于其他电商平台更积极地参与到“以旧换新”行动中，助力消费复苏的同时亦收获收入增长与利润改善。

长期市场机遇仍值得期待

在带电品类上，我们测算 23 年京东市场份额已达 35%+，并有望通过已积累的规模优势将部分增量利润投入于价格力与服务改善以应对竞争。伴随互联网向下沉及银发市场普及，京东有望依托线下多元业态布局，抢占用户心智，更多受益于互联网服务的结构性渗透趋势。在非带电品类上，我们认为京东有望在服饰家居等品类上逐步拓展一定的销售机会，在满足已有用户多样化消费需求的同时，也为京东进一步渗透同行独占用户提供货盘支持。

我们与市场观点不同之处

部分投资人担心直播电商与低价平台的持续竞争压力，以及京东在 1P 与 3P 发展上的矛盾。伴随互联网流量格局趋稳，我们认为来自直播电商与低价平台的竞争压力或进一步趋缓，而在供给端，京东有望通过稳定的供需匹配能力在呵护商户利润的情况下吸引优质供给，以维护其市场份额。我们认为京东在已经树立了一定 1P 业务心智的背景下，丰富 3P 业务生态，引入非标品类供给，满足用户多样化细分的需求，是其发展增量销售机会并获得增量利润的重要手段。我们认为其 3P 业务相对 1P 业务更多是补充，而非替代。

盈利预测与估值

基于 SOTP 估值的目标价为 182.73 港币，对应 2024-2026 年非 GAAP PE 11.0/9.6/8.8x。我们预计京东集团 2024-2026 非 GAAP 归母净利润分别为 450/512/562 亿元，yoy+27.8%/+13.8%/+9.7%。伴随 1P 业务规模效应的扩大与高利润率的 3P 业务逐步放量，我们期待公司持续展现快于 GMV 的利润增速表现。公司当前交易于 8.8/7.7x 2024/2025E 调整后 PE，考虑到未来三年年化约 5%的股东回报力度，我们认为当前京东的估值具备较高吸引力。

风险提示：以旧换新活动效果不及预期，电商行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	1,046,236	1,084,662	1,142,039	1,218,750	1,291,751
+/-%	9.95	3.67	5.29	6.72	5.99
归母净利润 (人民币百万)	10,380	24,167	38,909	44,957	49,792
+/-%	(391.57)	132.82	61.00	15.54	10.76
归母净利润 (调整后,人民币百万)	28,220	35,200	44,973	51,173	56,154
+/-%	64.00	24.73	27.77	13.79	9.73
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	9.73	12.14	15.51	17.65	19.37
PE (调整后,倍)	13.97	11.20	8.77	7.70	7.02
PB (倍)	1.84	1.70	1.48	1.29	1.14
ROE (调整后,%)	13.31	15.77	18.03	17.91	17.23
EV EBITDA (倍)	22.97	12.86	8.91	7.30	6.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	182.73
收盘价 (港币 截至 12 月 12 日)	147.80
市值 (港币百万)	470,512
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,904
52 周价格范围 (港币)	81.55-192.30
BVPS (人民币)	71.96

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,046,236	1,084,662	1,142,039	1,218,750	1,291,751
销售成本	(899,163)	(924,958)	(964,454)	(1,028,757)	(1,089,463)
毛利润	147,073	159,704	177,585	189,993	202,288
销售及分销成本	(37,772)	(40,133)	(44,804)	(45,985)	(47,448)
管理费用	(11,053)	(9,710)	(8,992)	(8,133)	(8,362)
其他收入/支出	(1,555)	7,496	12,000	11,400	10,830
财务成本净额	(2,106)	(2,881)	(2,651)	(2,518)	(2,392)
应占联营公司利润及亏损	(2,195)	1,010	3,000	2,700	2,430
税前利润	13,867	31,650	49,657	56,384	61,723
税费开支	(4,176)	(8,393)	(7,449)	(8,458)	(9,258)
少数股东损益	(697.00)	(910.00)	3,300	2,970	2,673
净利润	10,380	24,167	38,909	44,957	49,792
Non-GAAP 调整项	17,840	11,033	6,065	6,217	6,362
调整后净利润	28,220	35,200	44,973	51,173	56,154
折旧和摊销	(7,236)	(8,292)	(8,987)	(14,697)	(20,791)
EBITDA	23,209	42,823	61,295	73,600	84,906
EPS (人民币, 基本)	3.58	8.34	13.42	15.51	17.18

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	77,949	68,058	66,058	64,826	64,174
应收账款和票据	35,732	35,941	36,756	38,103	39,234
现金及现金等价物	78,861	71,892	76,606	87,236	98,798
其他流动资产	158,532	131,919	116,469	106,021	98,565
总流动资产	351,074	307,810	295,890	296,186	300,770
固定资产	66,241	79,955	128,070	174,310	218,106
无形资产	32,262	26,914	26,914	26,914	26,914
其他长期资产	145,673	214,279	214,279	214,279	214,279
总长期资产	244,176	321,148	369,263	415,503	459,299
总资产	595,250	628,958	665,153	711,689	760,070
应付账款	204,085	208,822	210,424	216,929	222,067
短期借款	12,146	5,034	5,034	5,034	5,034
其他负债	50,330	51,794	52,291	53,818	55,059
总流动负债	266,561	265,650	267,749	275,780	282,160
长期债务	34,987	45,231	45,231	45,231	45,231
其他长期债务	19,579	21,697	21,748	21,816	21,881
总长期负债	54,566	66,928	66,979	67,047	67,112
股本	590.00	614.00	614.00	614.00	614.00
储备/其他项目	213,366	231,858	265,903	304,339	346,276
股东权益	213,956	232,472	266,517	304,953	346,890
少数股东权益	60,167	63,908	63,908	63,908	63,908
总权益	274,123	296,380	330,425	368,861	410,798

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	37.98	16.31	10.13	8.77	7.92
PB	1.84	1.70	1.48	1.29	1.14
调整后 PE (倍)	13.97	11.20	8.77	7.70	7.02
调整后 ROE	13.31	15.77	18.03	17.91	17.23
EV EBITDA	22.97	12.86	8.91	7.30	6.21
股息率 (%)	2.16	2.14	2.74	3.12	3.42
自由现金流收益率 (%)	1.86	5.48	5.10	7.93	9.45

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	23,209	42,823	61,295	73,600	84,906
融资成本	2,106	2,881	2,651	2,518	2,392
营运资本变动	13,347	15,504	2,988	6,274	4,556
税费	(4,176)	(8,393)	(7,449)	(8,458)	(9,258)
其他	23,333	6,706	(1,965)	(494.23)	(337.31)
经营活动现金流	57,819	59,521	57,520	73,440	82,258
CAPEX	(23,665)	(25,353)	(34,261)	(36,562)	(38,753)
其他投资活动	(30,361)	(34,190)	(7,526)	(13,710)	(18,187)
投资活动现金流	(54,026)	(59,543)	(41,787)	(50,272)	(56,939)
债务增加量	29,045	3,132	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(621.90)	24.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(14,200)	(8,520)	(8,448)	(10,794)	(12,282)
其他融资活动现金流	(13,043)	(444.00)	(2,570)	(1,744)	(1,476)
融资活动现金流	1,180	(5,808)	(11,018)	(12,538)	(13,758)
现金变动	4,973	(5,830)	4,714	10,630	11,561
年初现金	76,693	85,156	79,451	84,165	94,795
汇率波动影响	3,490	125.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	85,115	79,398	84,165	94,795	106,357

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	9.95	3.67	5.29	6.72	5.99
毛利润	13.95	8.59	11.20	6.99	6.47
营业利润	376.29	31.95	43.35	20.09	13.51
净利润	(391.57)	132.82	61.00	15.54	10.76
调整后净利润	64.00	24.73	27.77	13.79	9.73
EPS (基本)	(391.57)	132.82	61.00	15.54	10.76
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.06	14.72	15.55	15.59	15.66
EBITDA	2.22	3.95	5.37	6.04	6.57
净利润率	0.99	2.23	3.41	3.69	3.85
调整后净利润率	2.70	3.25	3.94	4.20	4.35
ROE	4.90	10.83	15.60	15.73	15.28
调整后 ROE	13.31	15.77	18.03	17.91	17.23
ROA	1.90	3.95	6.01	6.53	6.77
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(14.83)	(9.30)	(9.88)	(12.12)	(13.99)
流动比率	1.32	1.16	1.11	1.07	1.07
速动比率	1.02	0.90	0.86	0.84	0.84
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.92	1.77	1.76	1.77	1.76
应收账款周转天数	10.17	11.89	11.46	11.06	10.78
应付账款周转天数	76.11	80.35	78.25	74.77	72.53
存货周转天数	30.74	28.41	25.03	22.90	21.31
现金转换周期	(35.21)	(40.05)	(41.76)	(40.82)	(40.44)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	3.58	8.34	13.42	15.51	17.18
EPS (调整后, 基本)	9.73	12.14	15.51	17.65	19.37
每股净资产	73.80	80.19	91.93	105.19	119.66

正文目录

核心观点	6
与市场不同的观点	6
股价复盘	7
京东集团：深耕供应链能力建设的自营电商龙头	9
业务模式：以自营电商为核心，向多元实体业务扩张	9
京东零售：核心收入与利润来源	11
京东物流：致力于打造国内领先的一体化供应链物流服务商	12
新业务：有纪律地探索新兴业务形态	13
零售业务：长期市场机遇仍然广阔	15
带电品类：规模效应释放支撑其维护市场份额	15
家电：换新需求或为未来主要机会	16
IT 及办公：耐用性提高，PC 更换周期拉长	17
手机：市场逐渐成熟，高端化趋势显现	17
京东零售：带电品类仍是心智旗帜，巩固市场份额是长期利润稳定的关键	18
物流与服务保障用户体验优势，线下业态布局助力未来下沉市场扩张与银发群体渗透	20
非带电品类：逐步拓宽供给，满足消费者多元化购物需求	22
品类扩展：百货品类占收入比重持续增加，2H24 起重点发力服饰品类	22
利润：1P 业务为基石，3P 业务开拓空间	25
1P 业务为盈利基石，动销和周转效率仍为盈利改善核心	25
与传统商超与交易型互联网平台相比，京东利润率仍有改善空间	25
盈利预测与估值	27
分部估值	28
风险提示	29
附录	29
附录	30
股权结构	30

图表目录

图表 1：京东集团-SW 股价历史走势	7
图表 2：京东集团-SW 股价历史未来 12 个月滚动 PE 区间	8
图表 3：京东集团发展里程碑	9
图表 4：京东集团业务版图	10
图表 5：京东集团 2019-9M24 收入规模、结构及增速	11
图表 6：京东集团 2019-9M24 分业务收入规模及增速	11
图表 7：京东集团 2019-9M24 利润率趋势	11
图表 8：京东集团 1Q22-3Q24 利润率趋势	11

图表 9: 京东零售: 年度收入趋势	12
图表 10: 京东零售: 年度经营利润趋势	12
图表 11: 京东零售: 季度收入趋势	12
图表 12: 京东零售: 季度经营利润趋势	12
图表 13: 京东物流: 年度收入趋势	13
图表 14: 京东物流: 年度经营利润趋势	13
图表 15: 京东物流: 季度收入趋势	13
图表 16: 京东物流: 季度经营利润趋势	13
图表 17: 新业务: 年度收入趋势	13
图表 18: 新业务: 年度经营利润趋势	13
图表 19: 新业务: 季度收入趋势	14
图表 20: 新业务: 季度经营利润趋势	14
图表 21: 中国家电 3C 品类销售总规模与京东市占率测算	15
图表 22: 2006-2023 年我国家电市场零售额及增速	16
图表 23: 2019-2024H1 我国家电市场零售额分渠道占比	16
图表 24: 2019-2024E 中国 IT 及办公产品市场规模	17
图表 25: 2019-2024E 中国 PC 销量趋势	17
图表 26: 2011-2023 年我国手机出货量及增速	17
图表 27: 2015-2023 年我国手机出货价位带分布	17
图表 28: 2019-2023 年京东集团电子产品及家用电器收入规模及增速	18
图表 29: 2019-2024H1 京东集团商品收入结构	18
图表 30: 2020-2022 年中国家电市场零售商占比情况	18
图表 31: 电商大促中 B2C 电商平台的家用电器市占率 (不包含淘宝)	19
图表 32: 2024 年双 11 主要电商平台家用电器及子品类销售额市占率	19
图表 33: 2024 年双 11 主要电商平台 3C 数码及子品类销售额市占率	19
图表 34: 京东物流与顺丰控股物流基础设施情况对比	20
图表 35: 2017-2023 年购物节期间京东半日/当日/次日达覆盖订单比例	20
图表 36: 京东平台首页家电一级入口下以旧换新专场	21
图表 37: 京东平台新品页面以旧换新一级入口	21
图表 38: 近 8 成消费者认可京东以旧换新“价格力”	22
图表 39: 超 8 成消费者以旧换新首选京东	22
图表 40: 10M24 月京东、天猫、抖音电商各品类 GMV 结构	23
图表 41: 电商平台用户交易情况及交易效率对比	23
图表 42: 2024 年 5 月典型综合电商 APP 高粘性用户画像	24
图表 43: 1Q22-3Q24 京东存货周转天数与京东毛利率	25
图表 44: 国内外商超企业整体毛利率和经营利润率情况	26
图表 45: 2019-2023 年各互联网平台 OP/GMV 比例	26
图表 46: 2025E-2030E 京东零售经营利润 CAGR 弹性测算	26
图表 47: 京东收入口径拆分	27
图表 48: 京东收入与盈利预测	28



图表 49: 京东分部估值	29
图表 50: 可比公司估值	29
图表 51: 京东集团-SWPE-Bands	29
图表 52: 京东集团-SWPB-Bands	29
图表 53: 京东集团-SW 股权结构	30

核心观点

展望 2025 年，在更有力的内需修复政策支持下，我们认为京东或有机会展现优于同行的顺周期弹性（主因其在家电等高单价可选消费品类上的更高敞口），而收入层面的修复则有望进一步带动 1P 业务经营杠杆的释放，推动利润率的增厚。我们预计京东或将部分增量利润持续投入于：1) 回馈消费者，保持平台价格力并改善用户心智；2) 拓宽更多非带电品类的供给。非带电品类较高的稳态利润率有望使得该投入具备较高的 ROI，并为京东零售的长期利润率水平打开更广阔的空间。

竞争角度，伴随互联网用户流量格局渐趋稳定，我们预计来自于直播电商与低价平台的竞争压力或边际减弱。从供给端，若上游品牌方逐步迈出库存压力，回归更加理性的铺货策略与渠道选择，则京东或有望通过相对可观的商户利润率水平与优质供给间形成稳定合作关系，在强化平台供给实力的同时，与上游品牌方共享利润成果。从用户端，京东正在逐步开拓非带电品类供给，我们认为将成为京东进一步满足其已有核心用户群体多元化消费需求的重要途径。我们认为消费者的需求是多元且分层的，且“标品”与“非标品”在一定程度上也是相对概念，因此我们认为在服饰、美妆等广义的非标品品类中亦或有一定的标品需求市场可供京东探索。从未来用户增长端看，京东当前的用户基数相较淘宝与拼多多仍有一定差距，我们认为品类供给的拓宽与线下业态的持续布局或将是其进一步刺激其用户增长、逐步渗透同行独占用户的有效抓手。

长期视角下，我们认为 1P 业务仍将扮演京东零售的核心利润基石角色，并为其持续投入于开拓远期成长空间提供弹药。在 1P 业务上，卓越的采销能力是长期利润释放的关键，我们期待京东通过 1) 将部分增量利润回馈消费者；与 2) 持续拓宽服务能力、改善消费者购物体验，强化京东 1P 自营业务的独特用户心智，在激烈的行业竞争中保留差异化定位，提高在有限 SKU 上的动销周转效率，强化上游议价能力并释放经营杠杆。而 3P 业务相对更高的稳态利润率水平则有望伴随 3P 业务的逐步放量而结构性的为京东零售整体的利润率水平改善提供正向帮助。

与市场不同的观点

部分投资人对于京东的担忧主要为：1) 担心直播电商平台与低价电商平台持续在带电品类上获取市场份额，使京东在收入与利润端面临增长压力；2) 以供应链深度（高周转效率）为核心的 1P 自营模式与以供应链广度（宽 SKU 供给）为核心的 3P 平台模式间的发展冲突，或削弱京东在电商平台中的独特定位与心智属性。

我们认为：

1) 直播电商平台与拼多多在流量增长上面临基数压力，而京东仍有一定的用户扩张空间。从供给端，我们认为京东有望通过稳定的供需匹配能力在呵护商户利润的情况下吸引优质供给，维护其市场份额。复盘过往几年电商行业发展趋势，抖快与拼多多快速崛起的直接驱动即平台流量的快速增长。据 QuestMobile 数据，2024 年 11 月，抖音/快手/拼多多的 MAU 分别达 8.4/4.6/7.2 亿，伴随基数的扩大，我们认为其已迈出早期的流量快速增长期。在短期并无新的内容生产形式或新的生产要素工具产生的背景下，互联网及电商板块流量格局显著重新分配的概率较低。以抖快为代表的直播电商受制于相对消耗用户时长的内容表现形式，在流量增长上面临一定增长瓶颈。而在综合电商平台中，京东目前是三巨头中 MAU 体量最小的一个（24 年 11 月，淘宝/拼多多/京东 MAU: 9.6/7.2/5.7 亿），相对增长空间更为充沛，后续伴随互联网业态进一步向低线城市与银发群体中渗透的结构性趋势，在线下有实体门店布局的京东（如京东家电 MALL 等）或可以为其带来线下流量的有效触达。从供给角度，以 1P 自营模式为主的京东在运营侧具备一定的选品属性，意味着平台上的供给及定价并非简单的商户竞争结果，在一定程度上避免了“劣币驱逐良币”的可能性。有效的利润呵护可以促使商户在迈出去库周期后回归理性铺货策略，在不同渠道上的铺货更具掌控力与自主性。在此情况下，我们认为京东有望凭借长期深耕的供应链合作关系吸引优质供给，与上游品牌商共享利润成果的同时亦维护其市场份额。

2) 对于 3P 业务形态与 1P 业务形态间互为补充还是有所冲突，我们认为其或与平台发展阶段有一定关联。若平台处于发展早期，与竞对的心智差异并不显著，则过度重视 3P 业务形态可能会对平台的 1P 业务心智产生一定抵消和冲突。但若平台已通过自营模式积累起一定用户规模与销售规模，具备了一定的用户心智，则 3P 生态的引入和发展是平台进一步满足核心用户群体多样化分层需求的必然要求，也是其吸引更多用户留存的抓手之一。从公司利润角度，我们认为在这一阶段，1P 自营业务提供了利润基础，即在有限的 SKU 供给上通过动销效率的持续提升获得产业链利润，但若整体消费情绪承压，客单价处于下行通道中，则意味着产业链上较难有增量利润，平台从产业链中通过效率优势获取的利润空间也受到一定限制，而拓展高利润率的 3P 业务可以帮助公司进一步打开利润空间，同时供给多元化也有助于平台进一步获取消费者钱包份额，使其强化竞争力并维护市场份额。因此，我们认为对于现阶段的京东而言，在保持 1P 业务强竞争力的前提下，丰富 3P 业务生态，引入非标品类供给，满足用户在不标品类上部分相对标准化的需求，是其发展增量销售机会并获得增量利润的重要手段。

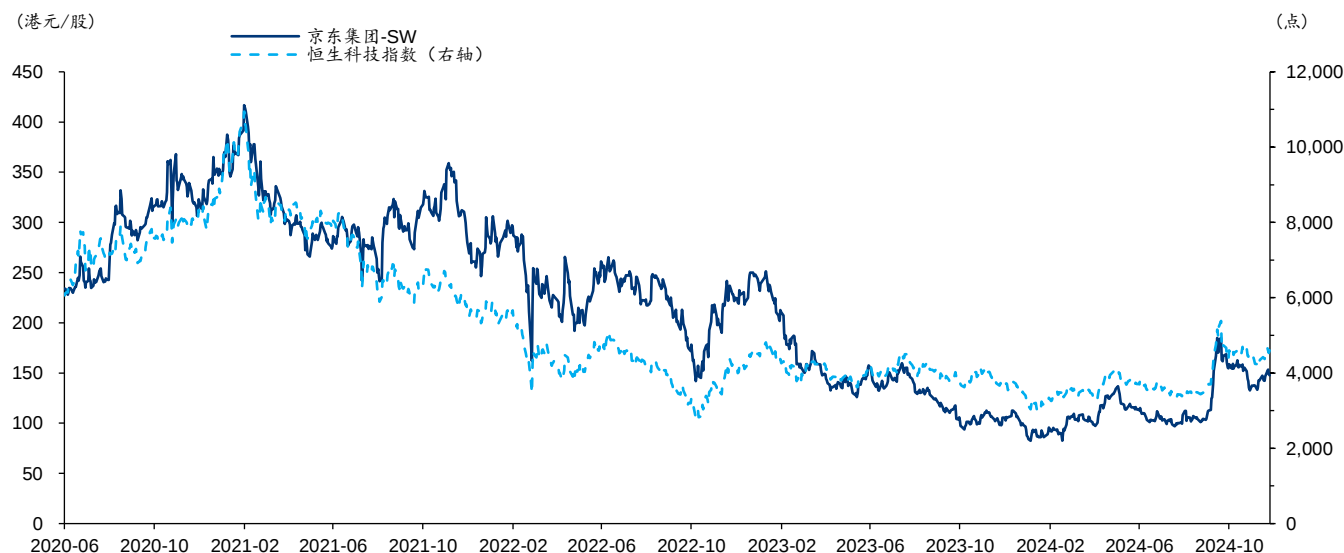
股价复盘

公司股价在 2021 年初达到高位后有所回调，我们认为主因：1) 2020 年 12 月 2 日美国众议院通过《外国公司问责法》，中概股（美股）退市风险担忧加剧，对中国互联网板块整体估值产生负面情绪影响；2) 中国零售消费进入温和发展周期，社零实物电商自 2Q21 开始回落至个位数到中低双位数的增长区间。消费结构角度，性价比消费兴起，而以消费升级代表品类——家用电器为核心品类之一的京东的营收增速自 2022 年起有所回落。此外，2021-2023 年直播电商平台受益线上流量增长而快速获取电商市场份额，亦给包括阿里、京东在内的传统综合电商平台带来一定估值压制。

2024 年初至今公司股价有所回升，我们认为主因：1) 伴随线上流量格局趋稳，电商行业竞争边际趋缓，淘天、抖音等多家平台在 2024 年逐步将“低价优先”战略转向“GMV 优先”战略，一定程度缓解了市场对于电商低价内卷带来的利润率稀释担忧；2) “以旧换新”政策于 2024 年 8 月推出后，带电品类消费需求释放较为明显，京东在该行动中承担了重要角色，先发优势显著，其核心带电品类增速预期回暖推动估值上行。3) 积极的股东回报举措为公司估值提供了一定支持。

展望未来，我们认为公司股价的正向催化来自于：1) 更积极的内需促进政策带动整体消费需求改善；2) 京东当前积极发力的服饰等新兴品类在用户增长以及收入与利润端逐步孵化成果；3) 电商平台价格“内卷”进一步趋缓，京东市场份额逐步企稳。

图表1：京东集团-SW 股价历史走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 京东集团-SW 股价历史未来 12 个月滚动 PE 区间

(倍)

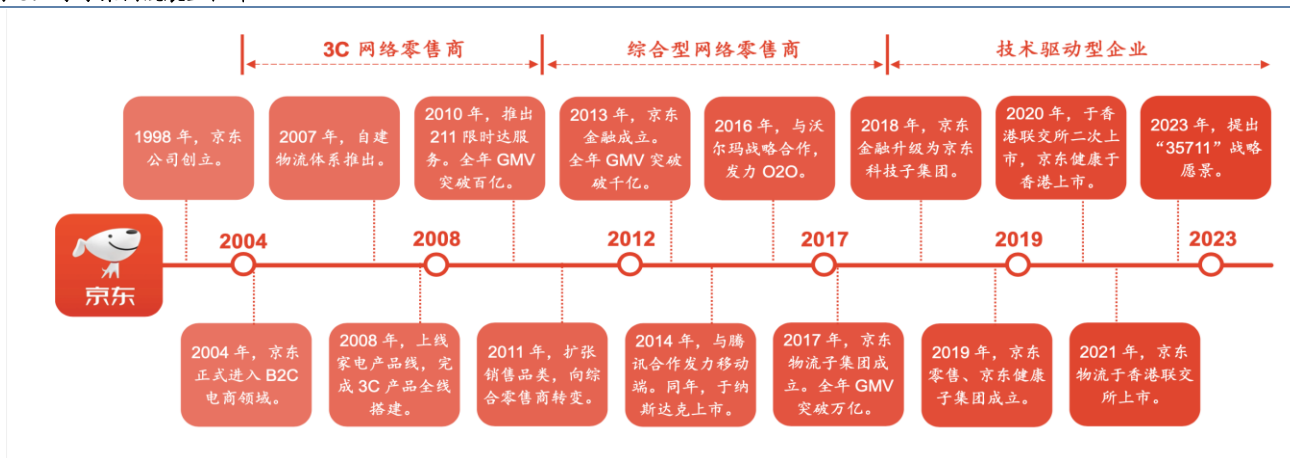


资料来源：Bloomberg，华泰研究

京东集团：深耕供应链能力建设的自营电商龙头

京东集团是中国领先的自营型电商公司和服务商，其核心业务包括京东零售、京东物流、京东健康、达达等。京东起初是一家光磁产品代理商，后进入电子商务领域，并迅速发展成为中国头部 B2C 在线零售商之一，提供包括 3C 产品、家电、日用品等多种商品品类。京东集团拥有遍布全国的仓储网络和配送网络，通过“211 限时达”等时效产品和上门服务建立起行业领先的物流服务和客户体验。自 2017 年，京东集团全面向技术转型，致力于成为以供应链为基础的技术与服务企业。京东集团于 2014 年 5 月在美国纳斯达克（彭博代码：JD US）上市，并于 2020 年 6 月在香港联交所完成二次上市（彭博代码：9618 HK）。据京东公众号，2023 年 6 月 18 日，京东集团 CEO 许冉在京东集团成立 20 周年之际宣布京东的“35711”梦想：在未来 20 年内，京东能有 3 家收入过万亿人民币、净利润过 700 亿人民币的公司；5 家进入世界五百强的公司；7 家从零做起市值不低于 1000 亿人民币的上市公司；能为国家缴纳 1000 亿人民币税收；提供超过 100 万就业岗位。

图表3：京东集团发展里程碑



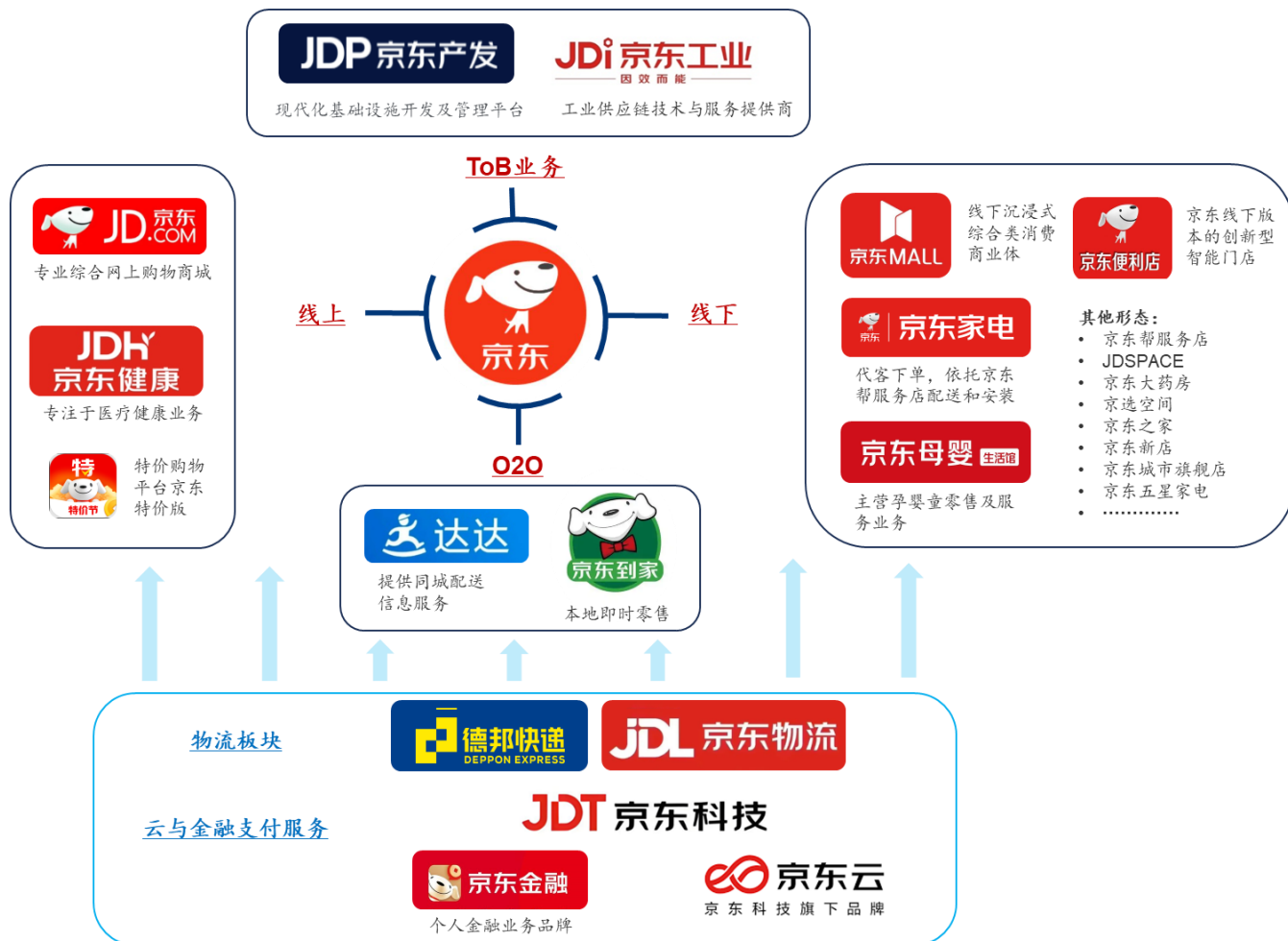
资料来源：京东官网，京东物流官网，京东科技官网，华泰研究

业务模式：以自营电商为核心，向多元实体业务扩张

成熟的一体化供应链服务商。京东由最初的电商平台，逐渐发展成为以供应链为核心的技术和服务供应商，业务包含零售、技术、物流、医疗健康、工业、产发等领域，除京东零售外，其子集团包括京东物流、京东健康、达达等。

京东零售主营京东核心电商零售业务，据其官网介绍，自营商品 SKU 超 1,000 万个；京东物流提供一体化供应链服务，211 限时达等服务在物流行业领先；京东健康提供医疗健康商品服务及企业健康等解决方案；达达主要开展即时零售相关业务。

图表4： 京东集团业务版图

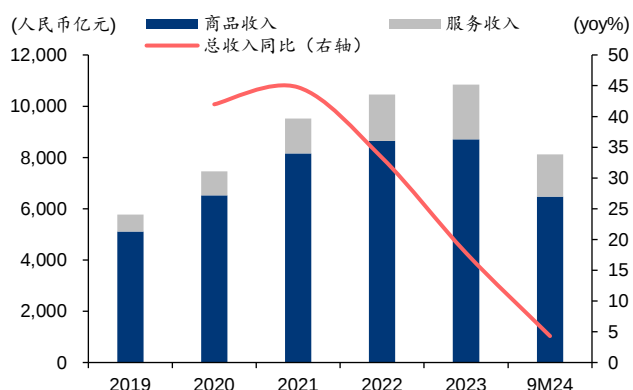


资料来源：京东官网，华泰研究

根据公司年报，京东集团 2023 年实现总收入 10,847 亿元，同比+3.7%；9M24 总收入为 8,118 亿元，同比+4.3%。分类别来看，商品收入主要为平台 1P 商品销售收入，2023 年总额达 8,712 亿元，占总收入比重 80.3%，9M24 总额达 6,470 亿元，占总收入比重 79.7%；服务收入主要包括对平台 3P 商家收取的佣金以及提供物流和营销等服务所收取的费用，2023 年为 2,134 亿元，占总收入比重 19.7%；9M24 为 1,648 亿元，占总收入比重 20.3%。其中，商品收入按品类分为电子产品及家用电器收入与日用百货商品收入，2023 年占比分别为 61.8%/38.2%，9M24 分别为 60.4%/39.6%；服务收入包含平台及广告服务收入、物流及其他服务收入，2023 年占比分别为 39.7%/60.3%，9M24 分别为 38.6%/61.4%（占收比均基于加总后总收入计算，未剔除内部抵消影响）。

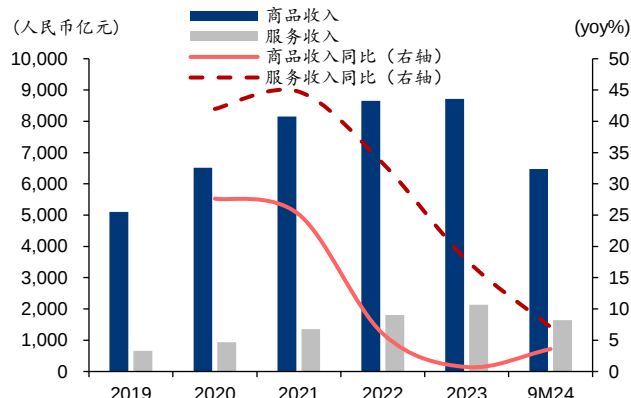
京东集团旗下的业务板块主要包括京东零售、京东物流、新业务等。其中，京东零售包括电商平台自营业务和服务以及京东健康和京东工业，京东物流包括内部及外部物流业务，新业务包括京东产发、京喜、海外业务、达达（自 1Q24 起达达被并入新业务），集团旗下经营云及 AI 业务的京东科技为表外资产。2023 年，京东零售/京东物流/达达/新业务分别实现收入 9,453/1,666/105/161 亿元，占收比分别为 83.0%/14.6%/0.9%/1.4%；9M24 京东零售/京东物流/新业务（达达 1Q24 后并入新业务口径）分别实现收入 7,089/1,307/145 亿元，占收比分别为 83.0%/15.3%/1.7%。

图表5：京东集团 2019-9M24 收入规模、结构及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

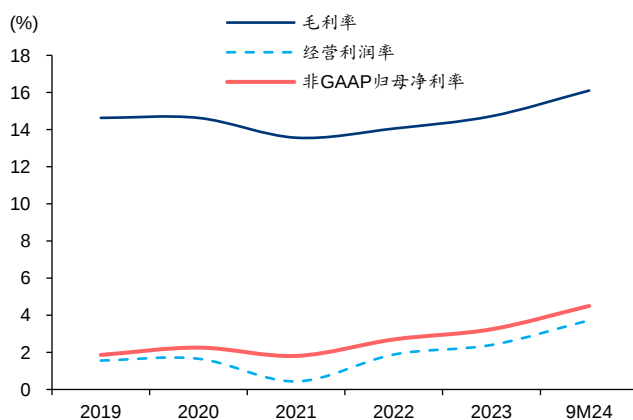
图表6：京东集团 2019-9M24 分业务收入规模及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

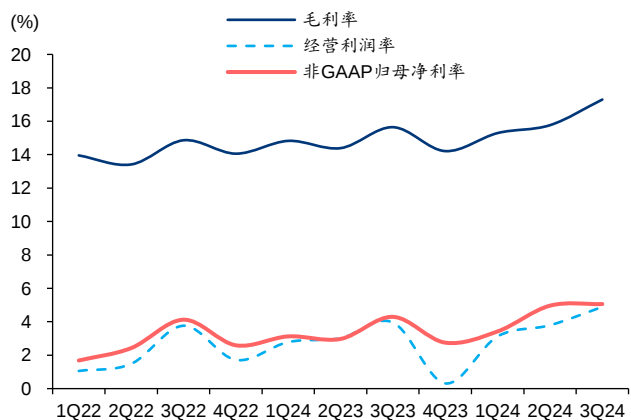
利润率波动中改善，自营电商业务规模效应持续改善，服务业务占收比逐渐提升。过往几年，京东整体利润率水平在波动中改善，2023 年京东毛利率/经营利润率/非 GAAP 归母净利率分别提升至 14.7%/2.4%/3.3%，对比 2021 年为 13.6%/0.4%/1.8%，9M24 京东毛利率/经营利润率/非 GAAP 归母净利率分别为 16.1%/3.7%/4.5%。展望未来，我们认为京东利润率进一步改善的主要驱动力或来自于：1) 零售业务规模效应的扩大支持平台议价能力增强，相对较高利润率的 3P 业务展现更快增速亦提供结构性帮助；2) 物流板块成本优化叠加规模效应释放，支撑经营效率改善；3) 新业务板块以注重经营效率的原则推进业务探索与扩张，中长期逐步降低亏损规模。

图表7：京东集团 2019-9M24 利润率趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：京东集团 1Q22-3Q24 利润率趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

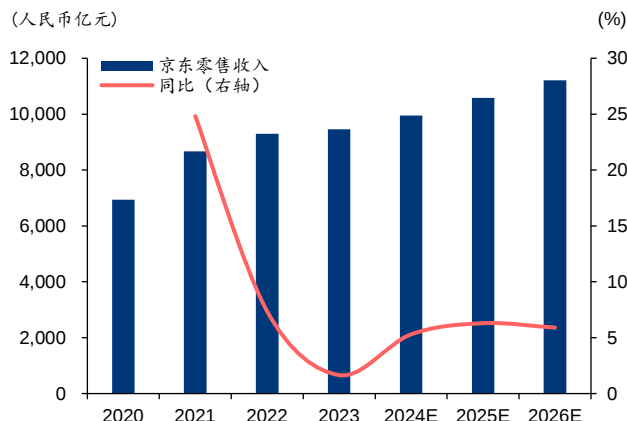
京东零售：核心收入与利润来源

京东零售板块为京东集团现阶段营收及利润的主要来源，其业务模型涵盖多元化的线下与线下布局。其中，线上业务包括 1P 与 3P 两种业务形态，致力于在平台上塑造良性的业务竞争，以期在及时把握消费趋势的同时为消费者提供具备性价比的优质供给。线下业务方面，京东既在便利店等路边店业态上有探索，以满足消费者的日用百货需求，亦在大型卖场（如京东 MALL）等业态上有所布局，以进一步释放京东在带品类上的品牌心智并提高整体周转效率。O2O 业态上，京东通过旗下达达业务板块为消费者提供小时级的即时零售服务，进一步满足消费者不同时效性的消费需求。完善的线上+线下布局使得京东持续渗透于消费者分层、多样化的购物需求。

收入方面，京东零售在 2022 年起进入温和增长区间，主因消费者消费情绪温和，高单价可选消费品类需求减弱，叠加房地产市场需求承压使得相关家电品类新安装需求减弱。2024 年年内，伴随“以旧换新”行动的落地，带品类消费需求自 8 月起有所修复与改善。展望 2025 年，若内需修复相关的政策进一步发力，我们预计京东零售或将持续受益。

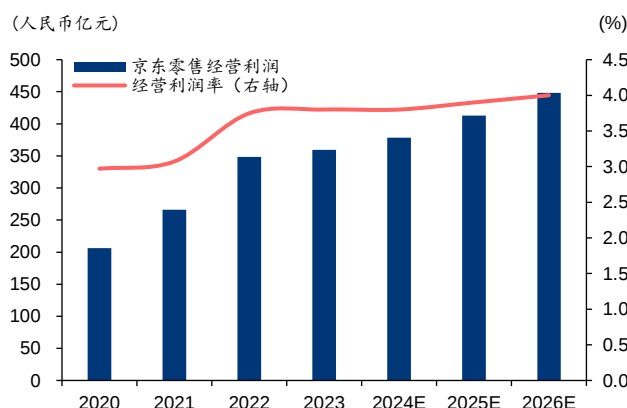
利润方面，京东零售在 2019-2023 年经营利润率持续改善提升，主因 1P 业务成本管控与规模效应扩大得双轮驱动下利润率改善，叠加较高利润率的 3P 业务占收比提升带来的结构性帮助。展望未来，我们认为京东零售利润端的核心基础将来自于 1P 业务效率的进一步提升带来的上游议价能力提升，而 3P 业务或在此基础上提供额外的利润增量空间。

图表9：京东零售：年度收入趋势



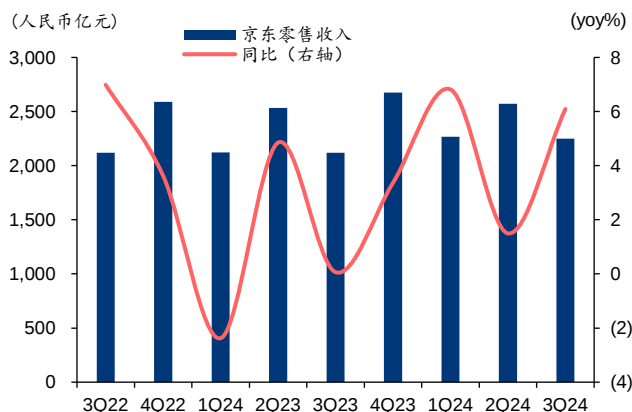
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：京东零售：年度经营利润趋势



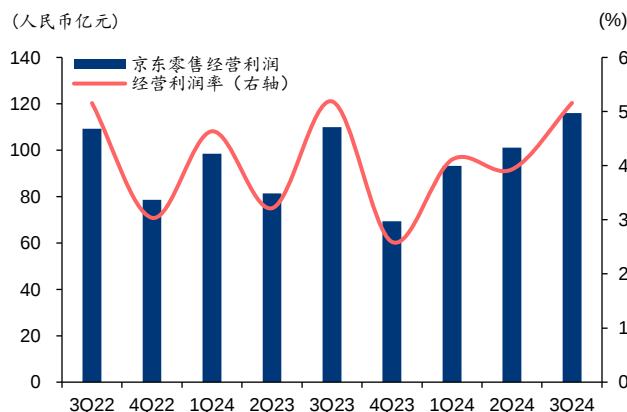
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11：京东零售：季度收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：京东零售：季度经营利润趋势

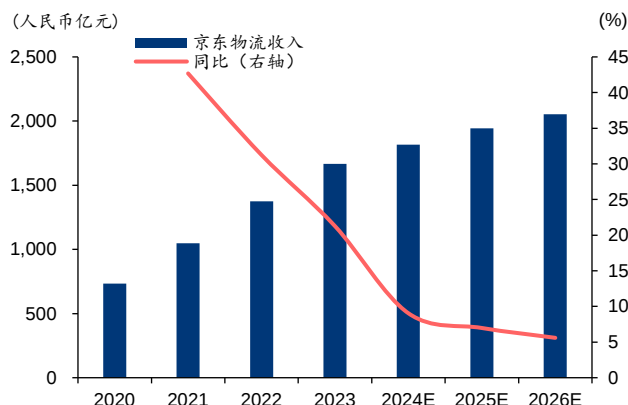


资料来源：公司公告，华泰研究

京东物流：致力于打造国内领先的一体化供应链物流服务商

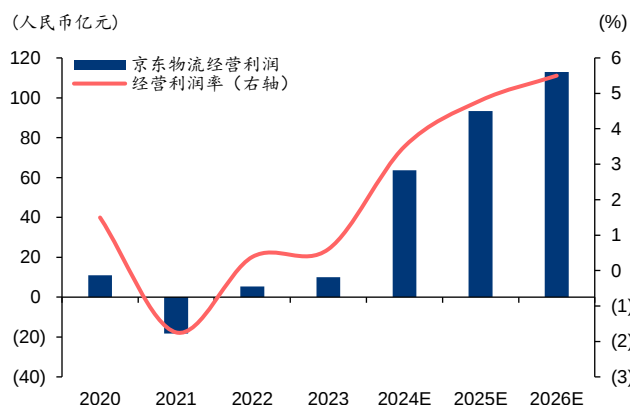
据京东官网，京东集团于 2007 年进行自有物流建设，于 2017 年正式成立京东物流集团。京东物流致力于提供一体化供应链物流服务，通过遍布全国的物流网络和科技能力，为客户提供包括仓储、配送、售后退换货等在内的全环节解决方案。收入方面，得益于京东零售业务的稳健增长以及外部客户收入的持续扩大，京东物流近几年收入实现稳健增长。利润方面，受益于有效的降本增效举措，叠加规模效应的逐步扩大，2024 年内京东物流利润率水平较显著改善，3Q24 经营利润率达 4.7%，同比改善 4.0pp。展望后续，在互联互通的大背景下，京东物流已于 2024 年 10 月宣布顺利接入淘宝天猫平台成为物流服务供应商之一（据京东物流公众号），或有望进一步打开京东物流的远期收入空间，并为远期利润提供基础。在利润率水平已经实现较大突破性改善后，我们预计京东物流或进一步平衡收入增长与利润释放，谋求持续稳健的长期增长趋势。

图表13：京东物流：年度收入趋势



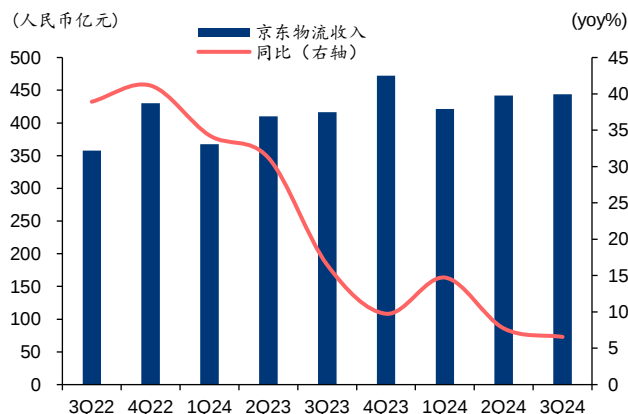
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表14：京东物流：年度经营利润趋势



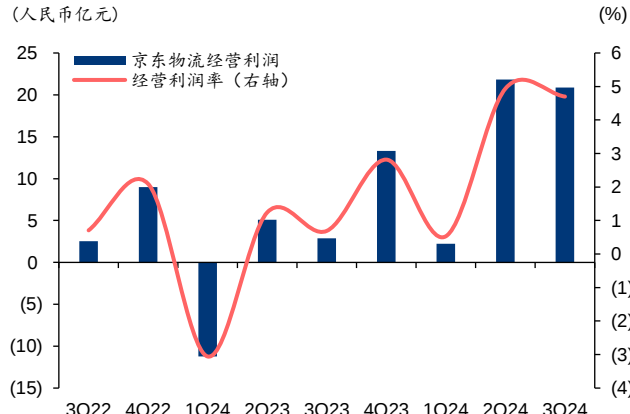
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表15：京东物流：季度收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：京东物流：季度经营利润趋势

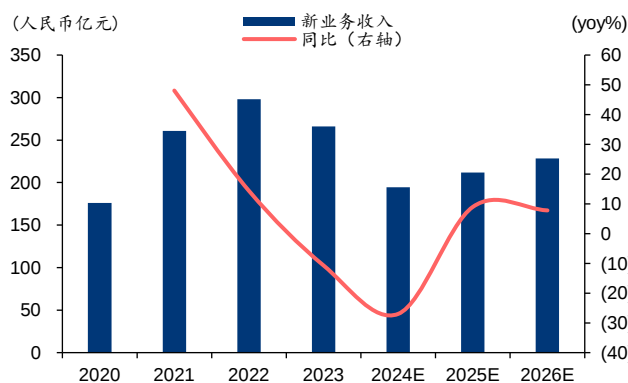


资料来源：公司公告，华泰研究

新业务：有纪律地探索新兴业务形态

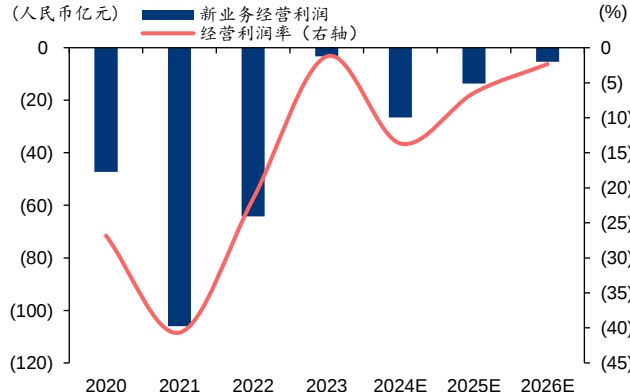
京东新业务原主要包括京东产发、京喜和海外业务。2022 年京东集团合并本地即时零售与配送平台达达集团，并于 1Q24 将其并入新业务分部。我们认为以京喜、达达为载体的零售新场景在未来或仍是京东满足消费者分层消费需求的抓手之一，因此我们预计公司或在保持理性的情况下持续探索该等业务场景下商业模式跑通的可能路径，但在中长期来看，在迈出早期投入期后，我们预计相应的亏损金额或逐步收窄。

图表17：新业务：年度收入趋势



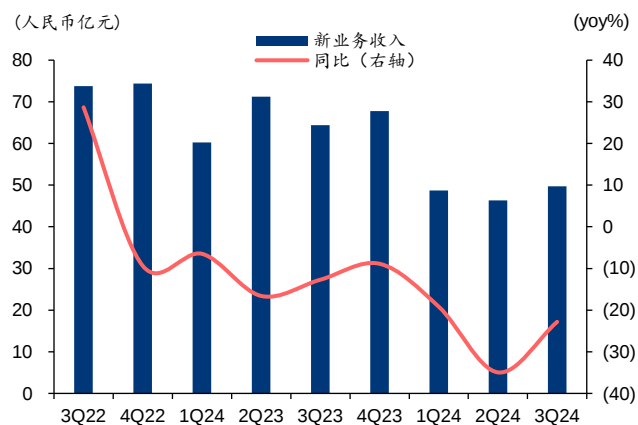
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表18：新业务：年度经营利润趋势



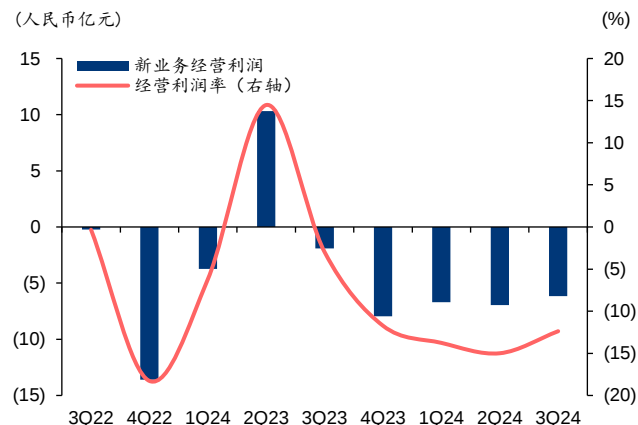
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表19：新业务：季度收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：新业务：季度经营利润趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

零售业务：长期市场机遇仍然广阔

我们认为京东零售的长期市场机遇仍然广阔。在带电品类上，2023 年京东市场份额已达到 35+%（据华泰测算）。我们认为长期来看行业需求或仍蕴含一定结构性增长机遇，伴随互联网服务向下沉市场及银发群体的进一步普及，以及物流支付等基础设施能力的日益完善，拥有较高价格透明度的电商渠道或仍有进一步结构性获取份额的机会。与此同时，京东有望凭借其在线下的多元业态布局，进一步抢占用户心智，巩固其份额。在非带电品类上，我们认为京东在稳固树立其带电品类卖场心智的基础上，或有机会逐步拓展一定的服饰、家居等品类销售机会，从而满足用户多样化的消费需求。从供给端，在商户逐步迈出短期去库压力后，京东平台或可以通过较好的商户利润水平吸引优质供给，从而实现品类供给的拓宽与用户心智的逐步建立。

带电品类：规模效应释放支撑其维护市场份额

基于 GfK 数据，我们估算京东 2023 年在中国带电品类（家用电器+手机+数码等）中的市占率约为 36.8%，较 2022 年的 38.1%略有下滑，我们认为主因用户消费习惯向较低价格带产品倾斜，以及平台端来自直播电商平台与拼多多的部分竞争压力。

展望后续，短期通过深度参与“以旧换新”行动，长期通过将规模效应产生的增量利润部分回馈消费者，或将帮助京东实现带电品类市场份额的巩固。自 2024 年 8 月以来，“以旧换新”行动成为国内家电与电脑品类销售额增速修复的有效支撑，京东凭借完善的供应链体系与业务布局，深度参与其中。展望 2025 年，若进一步的内需刺激政策落地，或有望助力京东呵护其市场份额。而长期来看，借助一定的市场份额基础以及持续扩大的规模效应，我们期待京东进一步获得增量利润。若京东将部分增量利润回馈于消费者，强化“多快好省”中“省”的心智，保持一定的价格优势与平台竞争力，叠加较优的服务质量，则有望帮助其长期稳定用户心智与市场份额。

图表 21：中国家电 3C 品类销售总规模与京东市占率测算

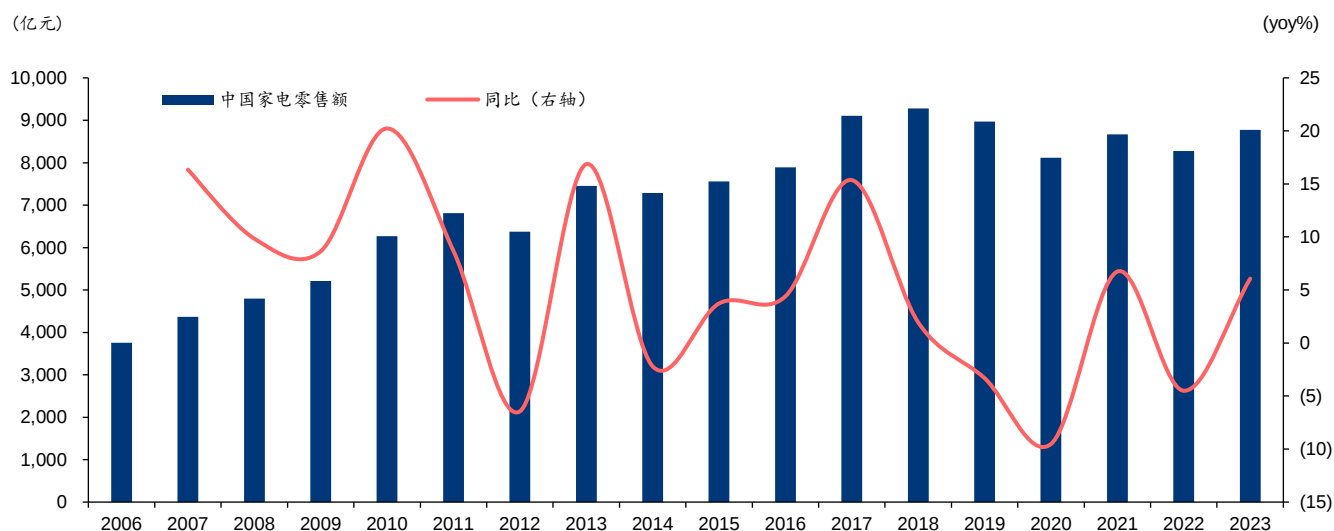
(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023
中国家电销售额	8,972	8,118	8,665	8,275	8,777
同比增长		-9.5%	6.7%	-4.5%	6.1%
中国 3C 销售额	13,205	13,484	14,850	13,478	14,716
同比增长		2.1%	10.1%	-9.2%	9.2%
1) 通讯	10,072	9,932	10,795	9,462	10,118
同比增长		-1.4%	8.7%	-12.3%	6.9%
2) IT 及办公	2,439	2,807	3,231	3,371	3,197
同比增长		15.1%	15.1%	4.3%	-5.2%
3) 音频设备	470	534	574	475	559
同比增长		13.6%	7.5%	-17.2%	17.7%
4) 影像	224	211	250	170	233
同比增长		-5.8%	18.5%	-32.0%	37.1%
中国带电品类总销售额	22,177	21,602	23,515	21,753	23,493
同比增长		-2.6%	8.9%	-7.5%	8.0%
京东 1P 带电品类收入	3,287	4,009	4,926	5,159	5,388
同比增长		22.0%	22.9%	4.7%	4.4%
京东 1P 带电品类净 GMV 估算（假设 11% VAT）	3,693	4,504	5,535	5,797	6,054
京东 3P 带电品类净 GMV 估算	1,583	1,930	2,372	2,484	2,595
京东带电品类合计净 GMV 估算（剔除退货）	5,276	6,435	7,907	8,281	8,648
市占率	23.8%	29.8%	33.6%	38.1%	36.8%

资料来源：GfK，公司公告，华泰研究预测

家电：换新需求或为未来主要机会

伴随家电保有量持续提升并达到一定水位（根据国务院新闻办公室公布，截至 2023 年底，我国冰箱、洗衣机、空调等家用电器等保有量已经共计超过 30 亿台），中国家电市场规模增速逐步回落至温和区间。据 GfK 统计，2023 年我国家电市场规模约 8,777 亿，同比增长 6.1%。展望未来，家电市场的需求将进一步从新装需求倾斜向换新需求。在此背景下，用户对产品功能性与性价比的要求或进一步提升，因此优质的供给或成为中游平台间的核心竞争点之一，以京东为代表的拥有长期稳定供应链能力的平台或从中受益。

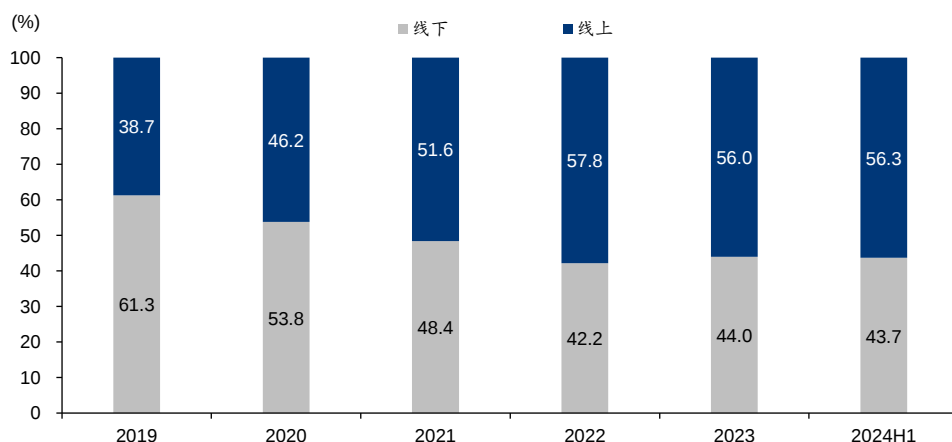
图表22：2006-2023 年我国家电市场零售额及增速



资料来源：GfK，华泰研究

全国家用电器工业信息中心数据显示，近年来我国家电市场零售额线上渠道占比大体延续提升趋势，已由 2019 年的 38.7% 提升至 2024 年上半年的 56.3%。考虑到线上渠道的价格透明性，以及上门安装及退换货等服务能力的持续提升，我们认为线上电商渠道的效率优势或推动整体市场结构延续温和地向线上渠道倾斜的态势。在低线城市及银发人群进一步触达互联网服务的过程中，京东或有望通过多样化的线下业态布局，建立一定的品牌形象与用户心智，从而更大程度的受益于行业的结构性趋势。

图表23：2019-2024H1 我国家电市场零售额分渠道占比

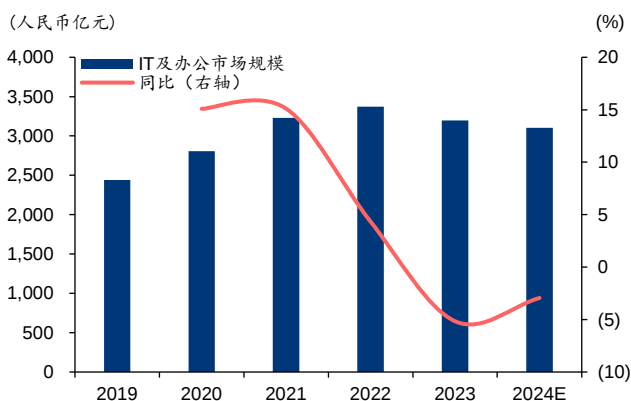


资料来源：全国家用电器工业信息中心，华泰研究

IT 及办公：耐用性提高，PC 更换周期拉长

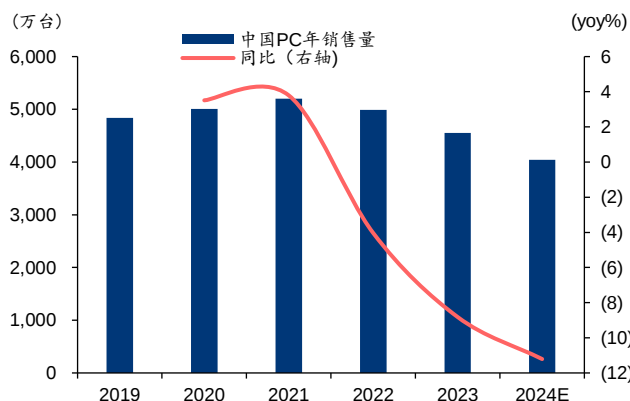
据 GfK 数据，2019 年至 2022 年中国 IT 及办公产品总市场规模由 2,439 亿元增长至 3,371 亿元，但 2023 年小幅下降至 3,197 亿元，GfK 预测 2024 年规模将继续下降 3% 至 3,103 亿元，规模下降或主因 PC 销量有所下滑。据 GfK 数据，中国 PC 年销售量自 2021 年起开始下降，由 5,200 万台下降至 2023 年的 4,550 万台，GfK 预测 2024 年将继续小幅下滑至 4,040 万台。我们认为一方面由于温和的消费情绪下，消费者对高单价消费电子品类的消费意愿有所减弱，另外或反映出技术进步使得电脑耐用性提升，用户换机周期拉长的影响。

图表24：2019-2024E 中国 IT 及办公产品市场规模



资料来源：GfK，华泰研究

图表25：2019-2024E 中国 PC 销量趋势

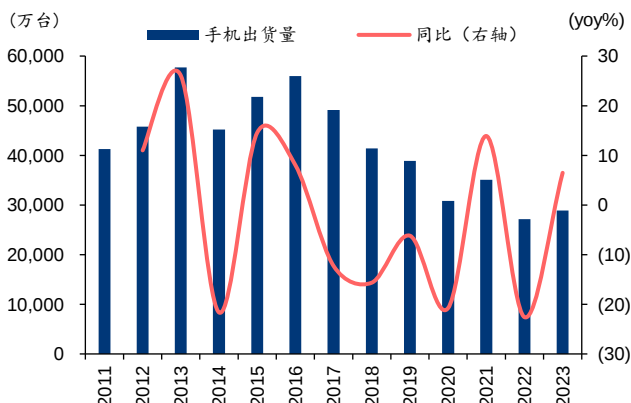


资料来源：GfK，华泰研究

手机：市场逐渐成熟，高端化趋势显现

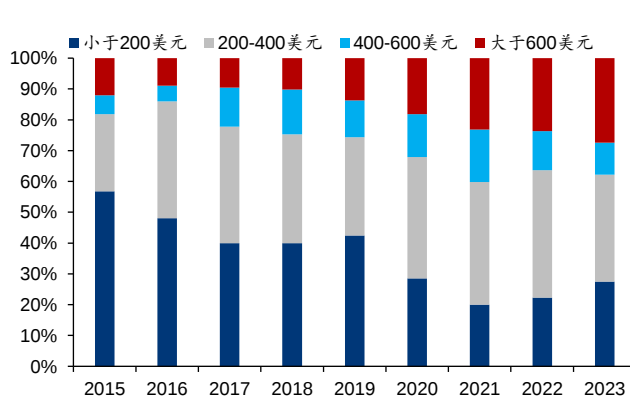
据 CAICT 数据，2016-2023 年我国手机出货量整体呈现波动向下的趋势，由 2016 年的 55,975 万台降低至 2023 年的 28,912 万台。我们认为出货量下降或主因：1) 手机保有量已逐步提升至较高水平；2) 5G 网络大规模普及后，手机产品功能创新带来的边际效益降低使得用户换机周期拉长。但从出货价格带看，高端化趋势较为明显。据 IDC 数据，小于 200 美元的低价带手机出货量占比从 2015 年的 56.8% 下降至 2023 年的 27.5%，而大于 600 美元的偏高端手机出货量占比从 2015 年的 12.1% 上升至 2023 年的 27.4%，我们认为一方面反映出上游原材料端的价格上涨影响，另一方面反映出消费者对手机的功能需求从基础的通讯向更丰富的连接、娱乐、摄影等扩展。

图表26：2011-2023 年我国手机出货量及增速



资料来源：CAICT，华泰研究

图表27：2015-2023 年我国手机出货价位带分布

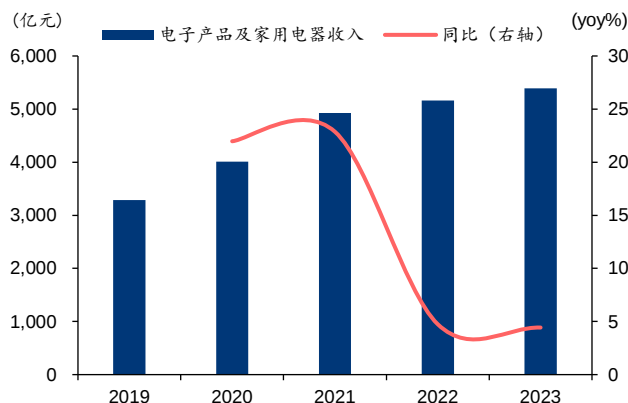


资料来源：IDC，华泰研究

京东零售：带电品类仍是心智旗帜，巩固市场份额是长期利润稳定的关键

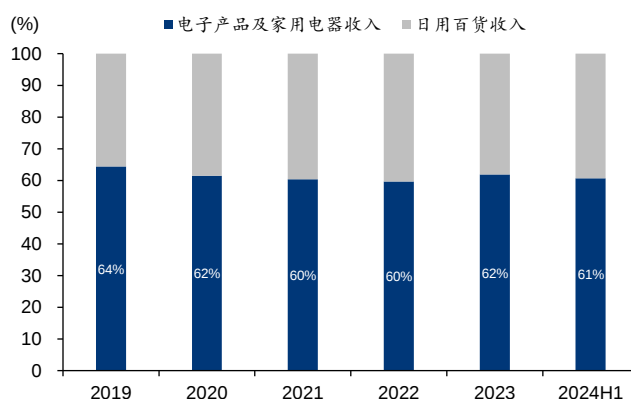
2023 年京东电子产品及家用电器收入 5,388 亿元，占商品收入比重为 61.8%，占总收入比重为 49.7%，彰显了带电品类在京东零售业务中的心智旗帜作用。中长期来看，京东零售在带电品类上的选品能力、供应链效率、卓越的配套服务能力等是其保证带电品类销售额稳健增长，市场份额稳固的关键因素，也是其在竞争激烈的中国电商市场中保持独特用户心智与差异化定位的核心。

图表28：2019-2023 年京东集团电子产品及家用电器收入规模及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

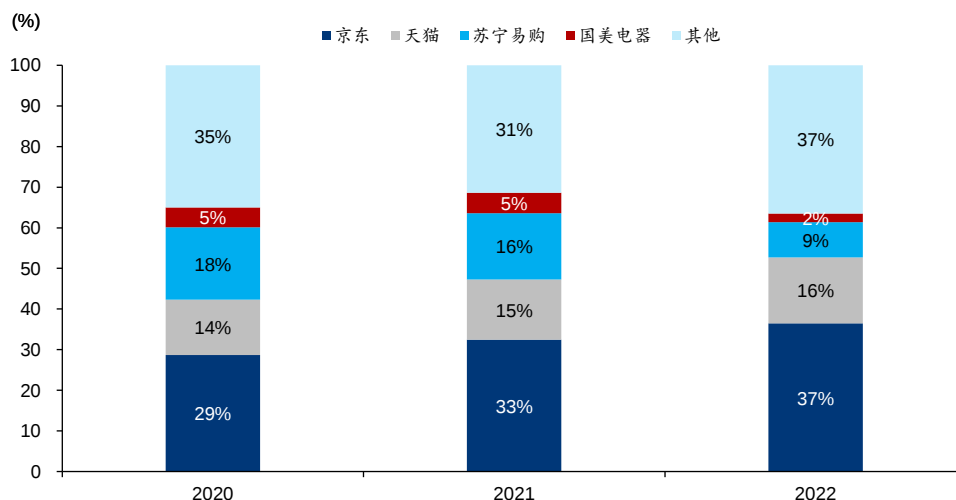
图表29：2019-2024H1 京东集团商品收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

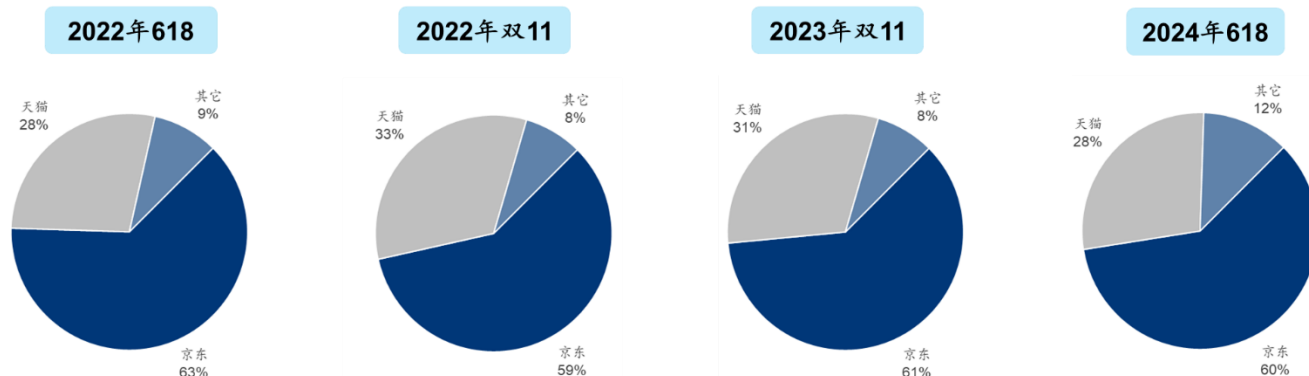
从市场份额角度看，以家电品类为例，据中国电子信息产业发展研究院数据，京东 2022 年在中国家电市场中的份额达到 37%，另据星图数据与复旦消费大数据实验室，在近三年电商大促活动中（618 及双十一），京东亦能在家电电商市场中获得 40% 以上的市场份额。我们认为一定的市场份额基础既反映了消费者对于京东带电品类供应链能力与服务能力的认可，亦是京东与上游供应链合作共赢、实现长期稳定利润释放的核心支撑。

图表30：2020-2022 年中国家电市场零售额占比情况



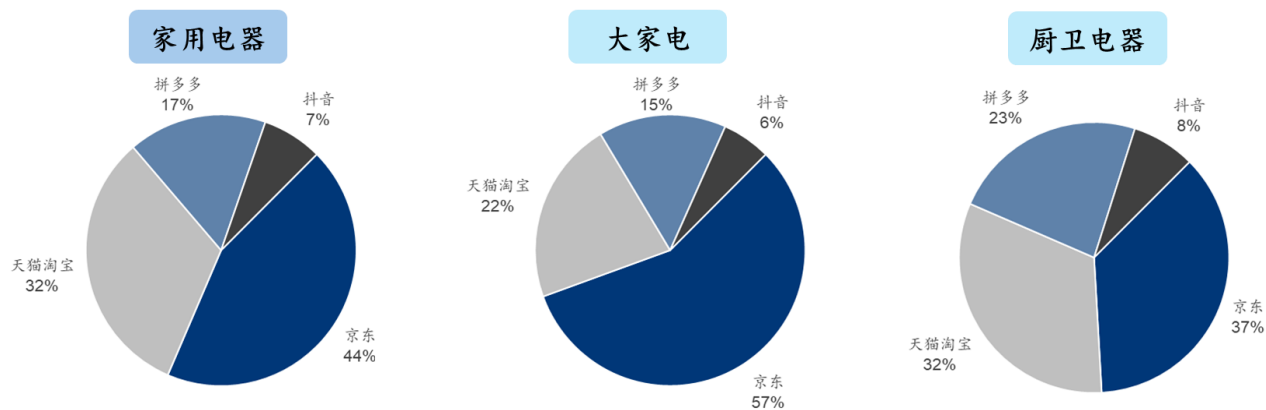
资料来源：中国电子信息产业发展研究院，浙江省电子商务促进会，华泰研究

图表31：电商大促中 B2C 电商平台的家用电器市占率（不包含淘宝）



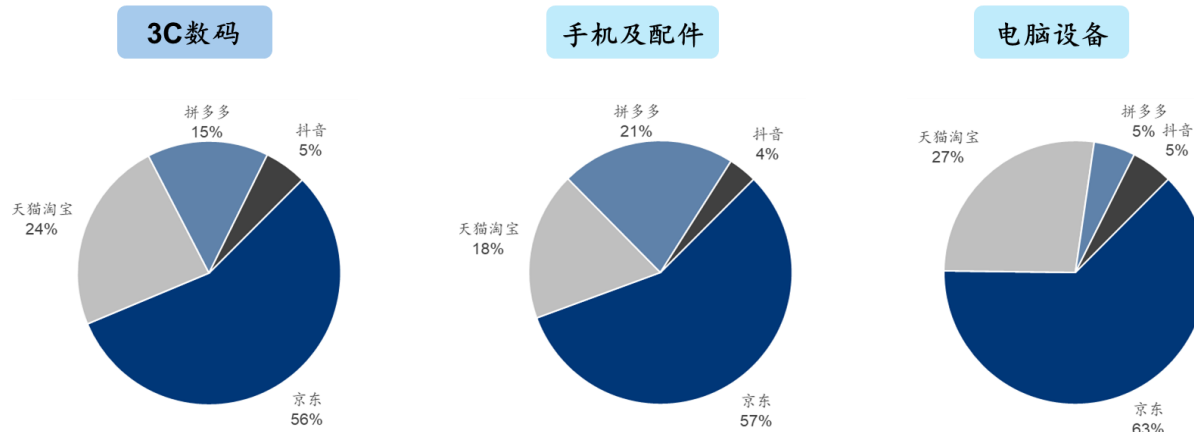
资料来源：星图数据，华泰研究

图表32：2024 年双 11 主要电商平台家用电器及子品类销售额市占率



资料来源：复旦消费大数据实验室，华泰研究

图表33：2024 年双 11 主要电商平台 3C 数码及子品类销售额市占率



资料来源：复旦消费大数据实验室，华泰研究

物流与服务保障用户体验优势，线下业态布局助力未来下沉市场扩张与银发群体渗透

展望后续，带电品类市场份额的稳定是京东保证稳健利润产生能力的关键因素之一。这背后，我们认为京东一方面需要持续提升物流与服务能力，保障用户体验，巩固用户心智，另一方面，持续优化的线下业务布局，或助力其未来在下沉市场及银发群体中的进一步渗透，从而创造增量市场份额。

1) 尽管中国发达的社会化物流能力使得物流服务体验的差异化优势并没有海外市场显著，但在行业内各平台围绕“多快好省”全方位发力建设竞争力的背景下，物流方面的能力建设与优质的用户体验仍是平台维系其长期竞争力的要点之一。

在物流基础设施方面，京东拥有遍布全国的物流网络，包括仓储、综合运输、最后一公里配送、大件、冷链物流和跨境物流六大网络。据公司公告，截至 2024 年上半年，京东具有 1,600 个自营仓库及 2,000 个第三方经营云仓，合计面积 3,200 万平方米；京东的最后一公里配送网络共有 34 万自由配送及操作人员和 1.9 万配送站及网点，覆盖中国 33 个省级行政区和 300 个地级行政区。相较其他电商平台，京东的物流配送以自营模式运作，并针对大件货物、冷链货物等设立专属网络，具有全链条的高可控性、货物配送的高准确性和物流履约的高效性。

图表34： 京东物流与顺丰控股物流基础设施情况对比

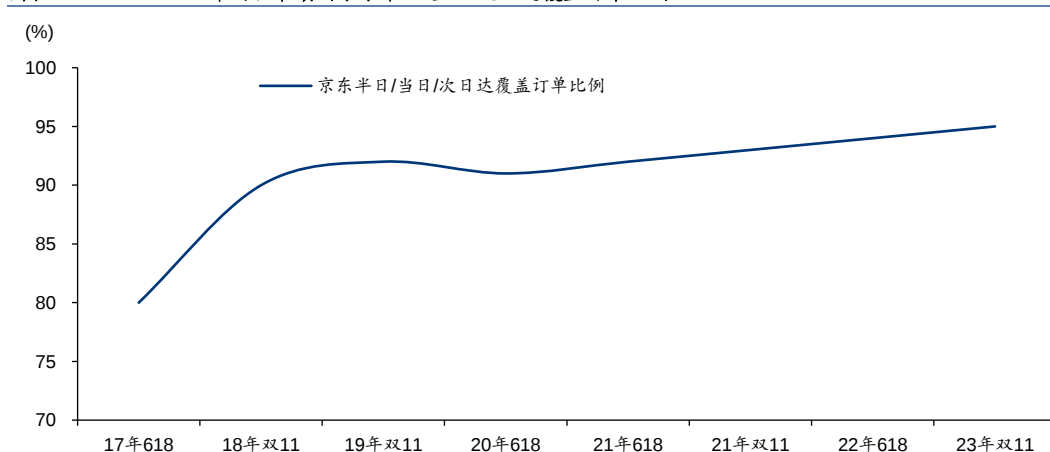
	京东物流	顺丰控股
仓储	1,600 个自营仓库，2,000 个第三方经营云仓，合计面积 3,200 万平方米。	1,800 个运营管理仓库共 1,000 万平方米，63 个加盟合作仓库共 105 万平方米。
陆运	5 万辆自营运输车辆，600 条铁路线路。	8.6 万辆运营管理货车，1,547 条铁路线路。
空运	2,000 条航空货运航线，7 架自有全货飞机常态化运营。	2,600 条国内航线，99 架运营全货机，88 架为自营。
网点	1.9 万个配送站及网点，覆盖中国 33 个省级行政区和 300 个地级市行政区。	3.7 万个国内自营及代理网点，覆盖中国全部 339 个地级行政区。
人员	34 万名自有配送及操作人员。	45 万名全网管理收派员。
中转	200 个大件及重货仓库，200 个大件及重货分拣中心。	224 个快递场站中转场，156 个快运场站中转场。

注：数据截至 2024 年 6 月 30 日。

资料来源：京东物流财报，顺丰控股财报，华泰研究

依托持续精进的自建物流体系与能力，京东能够为消费者提供高效优质的配送服务。据京东物流公众号，自 2010 年起，京东推出“211”战略，即上午 11 点前收到的订单于当天配送、晚上 11 点前收到的订单于次日下午 3 点前配送，将平均收货时间由一周提升至半天。2020 年，京东进一步推出“千县万镇 24 小时达”服务，扩大高效物流履约的覆盖范围。截至 2023 年，京东已实现全部自营商品在全国 95% 区县实现当日/次日达，半日/一日服务覆盖超千万 SKU。

图表35： 2017-2023 年购物节期间京东半日/当日/次日达覆盖订单比例



资料来源：京东物流公众号，京东黑板报，华泰研究

此外，未来家电等品类的换新需求逐渐成为主导需求场景，则对平台的上门服务能力及逆向物流能力亦会提出一定要求，具备相应能力基础的平台更有望在该类需求场景下获得消费者的青睐。

据京麦商家中心报道，2021 年，京东在家电合作伙伴大会上联合家电品牌发布“超级焕新计划”；2024 年，京东与超 100 个家电家居品牌共同成立“京东家电家居焕新联盟”，联合 20 个省市落地以旧换新补贴，携手合作品牌投入 65 亿元支持以旧换新。例如，北京市家电以旧换新补贴的线上发放由京东承接，福建省线上家电以旧换新由京东提供上门送新收旧等供应链服务。根据京东公众号披露，截至 2024 年 3 月，京东以旧换新服务已覆盖超 200 个细分品类，618 大促期间全国 7 个省市家电家居以旧换新成交额同比增长超 100%。京东平台提供家电家居一级入口下的以旧换新专场，并调整搜推流逻辑增加新品露出，从而构建用户焕新心智、挖掘存量市场新增长。

图表36：京东平台首页家电一级入口下以旧换新专场



资料来源：京东 APP，华泰研究

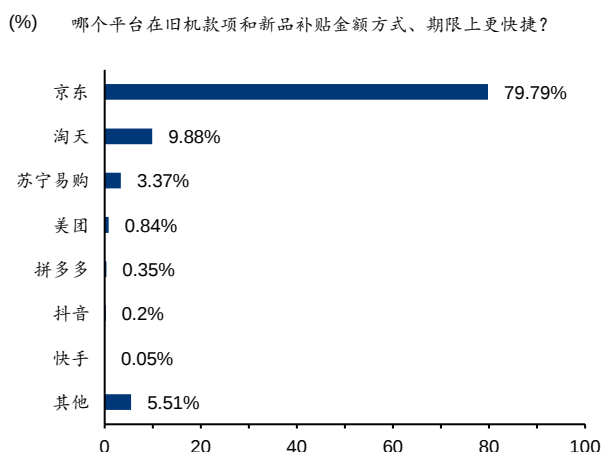
图表37：京东平台新品页面以旧换新一级入口



资料来源：京东 APP，华泰研究

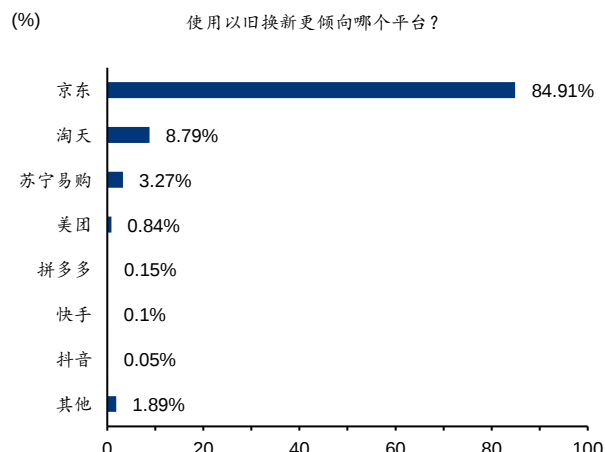
相较传统电商购物场景下的单向商流，在以旧换新需求的场景下，我们认为对平台的供需匹配效率（周转能力）与标准化的服务能力（包括回收、定价、处置等）提出了更高要求，而这是需要一定时间周期的逐步投入才能建立起的“基础设施”能力。京东凭借本身具有的成熟的家电及 3C 供应链能力，在以旧换新领域已建立覆盖旧品评估、新品补贴、收旧送新、旧品处理等完整产业链能力，解决一体化、标准化难题。同时，在消费电子产品领域，京东与其生态内的爱回收（京东持股）开展合作，实现取送同步、线上线下价格透明。在用户侧，消费者对京东平台的信任度优势明显，根据 21 世纪经济报道在 2024 年“618”期间关于以旧换新的调研结果，79.79%的消费者认可京东以旧换新“价格力”，84.91%的消费者表示以旧换新会首选京东。

图表38：近8成消费者认可京东以旧换新“价格力”



资料来源：21 世纪经济报道，艾瑞咨询，华泰研究

图表39：超8成消费者以旧换新首选京东



资料来源：21 世纪经济报道，艾瑞咨询，华泰研究

2) 通过线下业态布局实现流量曝光，助力京东中长期用户扩张与增长。在中国综合电商龙头中，京东相较淘宝与拼多多而言，仍有相对更大的用户渗透与扩张空间（24 年 11 月，淘宝/拼多多/京东 MAU：9.6/7.2/5.7 亿）。伴随互联网服务逐步向下沉市场及银发人群渗透，我们认为线下业态的布局或有助于京东进一步实现相关用户群体的渗透与扩张，为用户提供独特的“眼见为实”的购物体验。结合上文图 23，1H24 国内家电市场中仍有接近 44% 的市场份额来自于线下渠道，我们认为京东日益强化的线上+线下一体化的服务能力或有望帮助其更大程度地受益于市场份额向线上渠道迁移的趋势。

京东自 2016 年开始布局家电家居线下专卖店，截至 2023 年底已有超过 18,000 家专卖店，覆盖全国 2.5 万个乡镇、60 万个行政村，且 2024 年上半年新建及升级门店超过 1,900 家，店均面积同比提升 59%，逐步扩大全渠道服务能力（据家电圈网）。2020 年，京东在京东五星电器新公司成立及战略发布上宣布至 2025 年在一线城市开设 20 家京东电器超级体验店（据京东黑板报），截至 2024 年 6 月已有 11 家京东 MALL 及超级体验店（据京东公众号），其与传统线下零售店相比更注重“体验”，通过场景体验和产品互动体验，为消费者带来更实际的感受，并通过“线上+线下”模式提供全渠道服务保障。

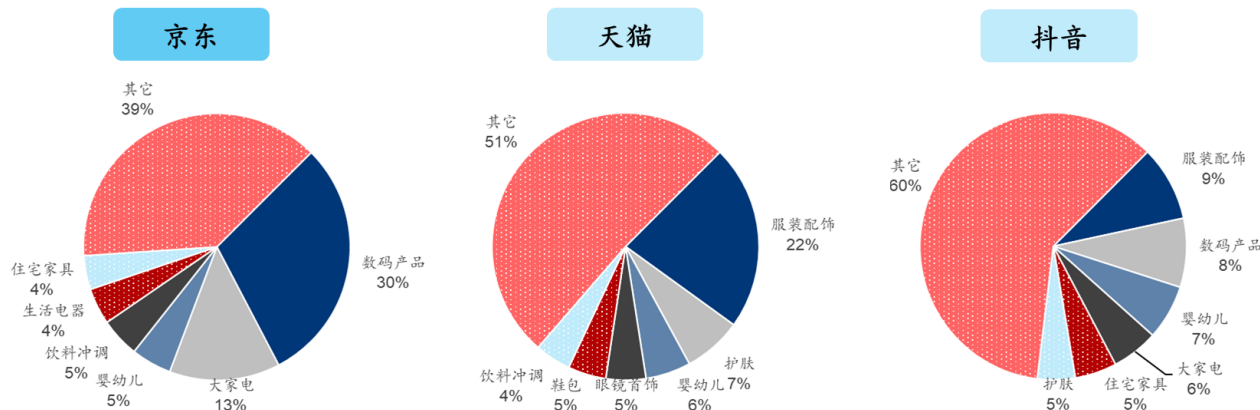
短期来看，线下业态布局更多承担品牌宣传与用户获取的角色，但在中长期维度下，线下业态网络密度显著提高后，则有机会成为京东电器产品的“前置仓”，在提高货品周转效率的同时优化京东的履约效率，提高配送时效的同时或有望助力平台利润改善。

非带电品类：逐步拓宽供给，满足消费者多元化购物需求

品类扩展：百货品类占收入比重持续增加，2H24 起重点发力服饰品类

从品类结构看，久谦数据显示京东当前 GMV 结构中非带电品类的比例相较天猫和抖音仍然偏低，我们认为一方面表明京东在带电品类上强于同行的心智优势，另一方面也为京东中长期的品类扩张与利润增长提供了空间，如服饰、美妆等相对更高毛利率的品类未来在一定程度上或可帮助京东结构性提升利润率水平。

图表40：10M24月京东、天猫、抖音电商各品类 GMV 结构



资料来源：久谦中台，华泰研究

部分投资人担心在非带电品类上的高度投入或稀释京东在带电品类上的心智优势，使其差异化定位减弱，而导致竞争压力加大。我们认为京东需要循序渐进地在非带电品类上理性拓展，即聚焦于提升用户的连带购物行为，以及提升用户在京东平台上的时长，而非聚焦于复刻一个新的淘宝或者抖音。在这种情况下，品类供给的拓宽或可以为其中长期带来一定的增长机遇，主因：1) 我们认为消费者的需求是分层和细化的，且“标品”与“非标品”在某种程度上是相对概念，即便在服饰、美妆等广义的非标品品类中，仍有相对“标品”式的需求，比如一些功能性产品（瑜伽服，防晒喷雾等），在该等品类上消费者的确定性消费需求较多，即消费者产生实际需求后再搜索下单购物的情形较多。因此购物效率相对较高的京东有机会在该等品类上建立起一定的消费者心智（我们认为购物效率较高表现为平均每分钟产生的 GMV 较高，如图 41）；2) 伴随互联网流量增长逐渐放缓，各电商平台在存量用户中的钱包份额竞争日趋激烈。若京东在非带电品类上的供给能力进一步改善，则其有望在 5.7 亿 MAU(2024 年 11 月, QuestMobile)与超过 3500 万京东 PLUS 会员(1Q23 业绩会披露)中进一步收获其非带电品类的钱包份额，在强化核心用户粘性的同时亦为平台 GMV 与收入的增长提供帮助。

图表41：电商平台用户交易情况及交易效率对比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24
(GMV/min)									
阿里巴巴	2.92	3.01	2.60	2.75	2.57	2.56	2.17	2.80	2.66
京东	6.16	6.54	6.47	6.68	6.10	6.12	5.93	5.52	5.50
拼多多	0.74	0.94	0.89	0.98	1.01	1.20	1.14	1.33	1.37
唯品会	2.27	2.51	3.23	3.69	3.25	3.58	3.75	3.65	3.48
抖音	0.00	0.03	0.05	0.06	0.09	0.13			
快手	0.00	0.01	0.06	0.08	0.11	0.14	0.14	0.16	0.16
(yoy)									
阿里巴巴		2.9%	-13.7%	6.1%	-6.7%	-0.3%	-2.4%	3.6%	4.0%
京东		6.1%	-1.0%	3.2%	-8.7%	0.4%	-5.6%	-11.7%	-14.6%
拼多多		28.1%	-5.1%	10.2%	2.8%	18.5%	8.2%	11.1%	7.9%
唯品会		10.3%	28.8%	14.3%	-12.0%	10.2%	9.3%	3.4%	-0.4%
抖音			89.8%	30.2%	46.7%	39.5%			
快手			338.7%	45.2%	31.7%	35.6%	26.6%	16.9%	18.5%
(GMV/MAU)									
阿里巴巴	10,476	10,857	10,024	9,755	8,732	8,594	1,815	2,350	1,955
京东	7,874	8,582	8,633	9,089	8,271	7,670	1,905	1,842	1,791
拼多多	2,288	2,905	3,489	4,480	4,477	5,449	1,337	1,604	1,644
唯品会	1,990	1,929	2,037	2,105	1,978	2,433	666	649	566
抖音	0	352	929	1,388	2,309	3,345			
快手	0	176	871	1,570	2,115	2,585	655	721	744
(yoy)									
阿里巴巴		3.6%	-7.7%	-2.7%	-10.5%	-1.6%	6.6%	4.3%	-2.4%
京东		9.0%	0.6%	5.3%	-9.0%	-7.3%	1.2%	-4.2%	-4.3%
拼多多		27.0%	20.1%	28.4%	-0.1%	21.7%	23.0%	17.6%	12.6%
唯品会		-3.0%	5.6%	3.4%	-6.0%	23.0%	23.4%	12.3%	5.7%
抖音			164.1%	49.4%	66.4%	44.8%			
快手			396.0%	80.2%	34.8%	22.2%	32.8%	26.9%	17.1%

注：由于抖音、快手等平台用户时长中有较多关于内容以及本地生活场景下的浏览，因此平均每分钟 GMV 与单 MAU 的 GMV 计算均理应偏低；

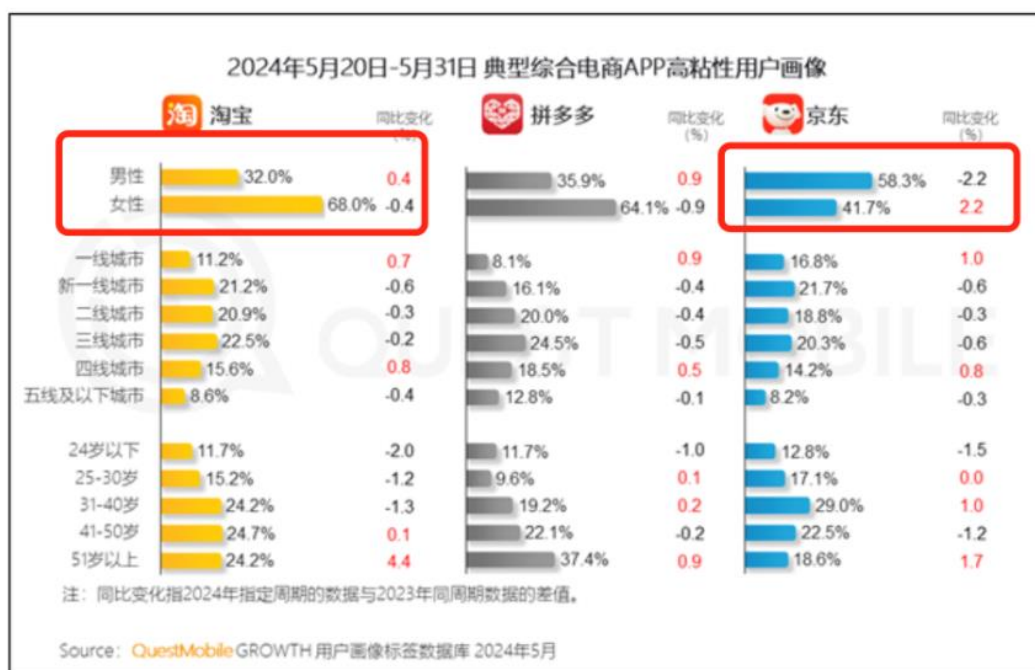
资料来源：QuestMobile，公司公告，华泰研究预测

3Q24 起，京东重点发力服饰领域，推出“真 5 折”等活动。据晚点 LatePost，9 月下旬起，京东服饰开展服饰限时真 5 折活动，在结算界面消耗所有优惠券后再给予 5 折券优惠，双十一期间，真 5 折活动再次上线，据电商报 Pro 报道，10 月 14 日晚 8 点京东现货开售四小时，多个服饰品牌迎来爆发增长：LULUALWAYS 成交额同比增长 80 倍，Lacoste 增长 33 倍，UR 增长 15 倍，Levi's 增长 14 倍，gap、宝姿、Teenie Weenie 增长 8 倍。

品类拓宽或进一步帮助其均衡化用户画像，帮助其吸引更多女性忠诚用户与下沉市场用户。据 QuestMobile 数据，京东 2024 年 5 月高粘性用户中男性用户比例为 58.3%，相比之下淘宝/拼多多仅为 32.0%/35.9%；京东一线/新一线用户占比分别为 16.8%/21.7%，而淘宝为 11.2%/21.2%，拼多多为 8.1%/16.1%；31-40 岁用户比例京东/淘宝/拼多多分别为 29.0%/24.2%/19.2%。

拼多多与淘宝相对对京东仍有较大规模的独占用户，品类供给拓宽或成为京东提高与同行重合用户比例的核心抓手。据 QuestMobile 数据，京东 2024 年 11 月 MAU 规模为 5.7 亿，距离拼多多的 7.2 亿和淘宝的 9.6 亿仍有一定差距；其中拼多多对京东独占用户为 3.4 亿，淘宝对京东独占用户为 4.5 亿。两大电商同行相对京东的庞大独占用户群体为京东的长期用户增长提供了潜在空间，而品类供给的拓宽或是京东俘获该等用户相对更高频的非带电购物需求，并长期留存于京东生态的重要前提。

图表42：2024 年 5 月典型综合电商 APP 高粘性用户画像



资料来源：QuestMobile，华泰研究

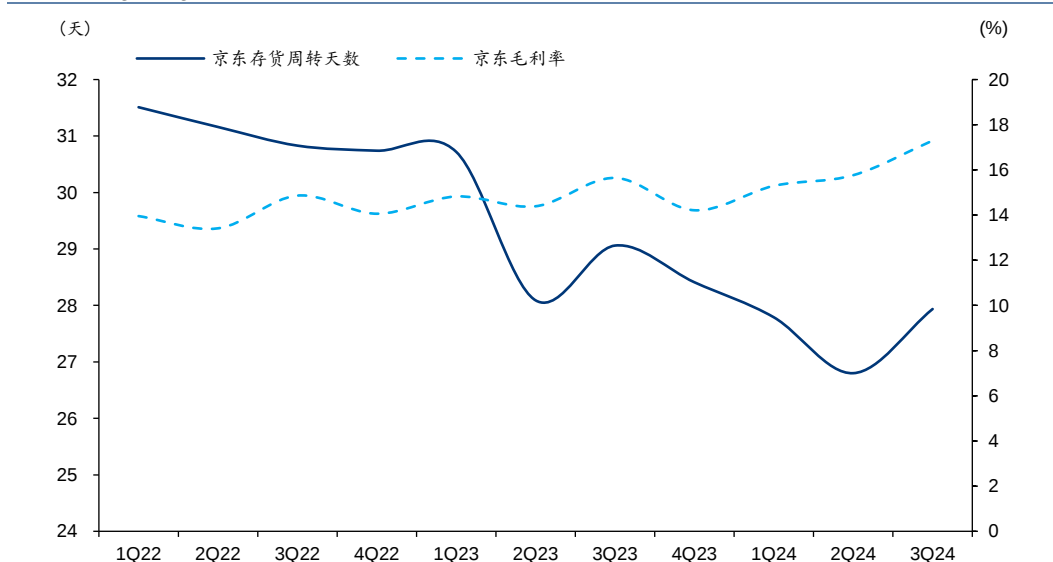
利润：1P 业务为基石，3P 业务开拓空间

伴随自营业务规模效应的扩大，京东近几年利润率水平逐步改善。展望未来，我们认为京东零售利润率仍有进一步扩张的空间，其当前利润水平相较传统连锁商超与其他交易型互联网平台而言仍有一定差距。其主要的盈利改善驱动或为：1P 业务规模效应的持续扩大推动议价能力提升与边际成本递减，更高利润率的 3P 业务逐步起量带来结构性正向帮助。

1P 业务为盈利基石，动销和周转效率仍为盈利改善核心

京东依托日益成熟的物流体系与服务能力逐步构建起优质的购物体验，同时建立起稳健的供应链实力。中长期来看，我们认为京东自营业务仍将扮演京东零售核心利润基石的角色，是京东有能力参与并应对行业激烈竞争的根本。对于 1P 业务形态而言，周转效率在我们看来是长期利润释放的关键驱动，一方面意味着面对上游供应商更强的议价能力，另一方面也意味着降低的边际成本与潜在损耗。京东过去几年存货周转天数持续优化，已从 1Q22 的约 31 天降低至 3Q24 的约 28 天；同期毛利率由 14% 左右提升至 17% 以上。

图表43：1Q22-3Q24 京东存货周转天数与京东毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

我们认为 1P 业务的长期路径是在相对有限的 SKU 范围内持续强化用户心智，并改善在该等 SKU 供给上的动销和周转效率，赋能上游供应商销货效率的同时共享利润成果。因此，选品能力与供需匹配效率在我们看来是京东零售在 1P 业务上的核心发力点，这或也是京东在近两年持续改善采销团队激励以求进一步提升平台采销能力的核心动因。

对于 3P 业务，服饰、美妆等品类相较于家电、手机等带电品类天然地拥有相对更高的毛利率水平，这也意味着京东在该等品类上的进一步拓展有望结构性地为未来利润率扩张提供正向支持。如前文所述，我们认为 1P 业务仍是京东维系用户心智并保留市场份额的核心，也是其长期利润稳定性的保障，因此我们期待京东以有高效的投入原则渐进式地拓展在非带电品类上的供给能力，在满足用户多样化消费需求与为商户提供增量销售机会与利润间形成正向飞轮循环，从而为长期健康增长提供支持。

与传统商超与交易型互联网平台相比，京东利润率仍有改善空间

与传统商超相比，京东零售利润率仍有改善空间。运营情况较好的国内外优秀商超企业可以实现 3% 甚至以上的经营利润率。尽管京东零售目前经营利润率也已实现 3% 以上（华泰预测 2024：3.8%），但考虑到京东零售业务中目前包含一定体量的 3P 业务，该业务天然具备更高的利润率水平，因此若参照经营利润/GMV 口径看，我们估算京东零售 2024 年仅略高于 1%，相对传统商超的经营利润率而言仍有较大提升空间。

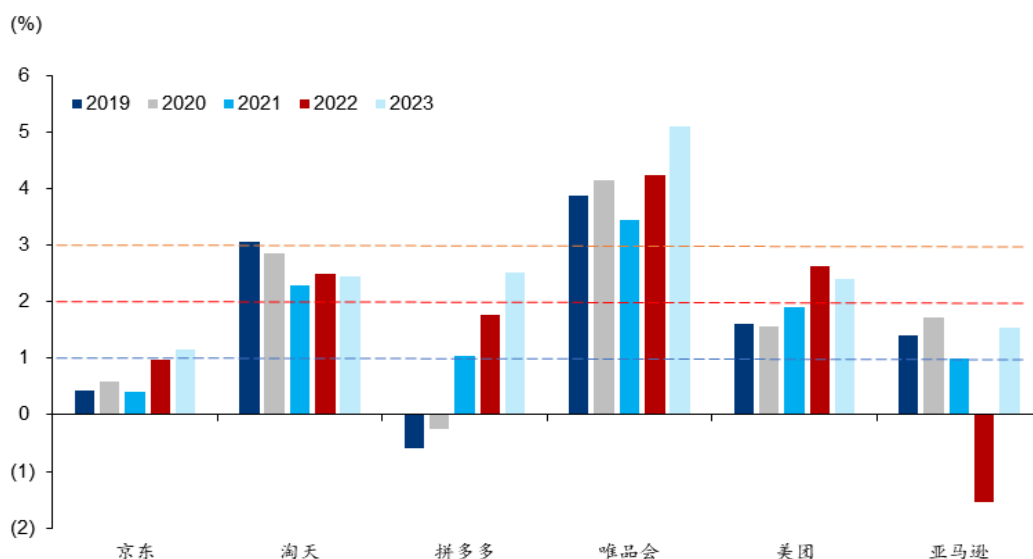
图表44：国内外商超企业整体毛利率和经营利润率情况

	三江购物		天虹股份		国光连锁		永辉超市		家家悦		Costco		沃尔玛	
	2023	1H24	2023	1H24	2023	1H24	2023	1H24	2023	1H24	2023	1H24	FY24	1HFY25
毛利率	26.21%	26.05%	36.68%	35.90%	18.42%	17.69%	16.32%	16.65%	19.52%	18.88%	12.26%	12.60%	24.38%	24.97%
经营利润率	4.82%	5.46%	3.26%	3.28%	0.83%	1.88%	-1.88%	0.68%	1.27%	2.39%	3.35%	3.48%	4.17%	4.47%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

与其它交易型互联网平台相比，京东零售利润率亦有扩张空间。若以经营利润/GMV（淘天使用经调整 EBITA/GMV 比率）进行比较，基于 Visible Alpha 数据，2023 年京东 OP/GMV 比例为 1.15%，同期淘天集团/拼多多主站/唯品会/美团外卖+到店酒旅/亚马逊零售业务分别为 2.45%/2.51%/5.10%/2.41%/1.55%，相比之下京东仍有一定的提升空间。我们认为制约京东历史利润率水平表现的因素或主要包括：1) 京东主营的带电品类相较于同行品类结构中占比较大的服饰、美妆等品类而言毛利率偏低；2) 京东早期以相对更重资产的 1P 模式运营，成本投入较高，经营杠杆显现相对较慢。

图表45：2019-2023 年各互联网平台 OP/GMV 比例



注：因披露口径区别，淘天使用经调整 EBITA/GMV 口径和 FY20-FY24 替代，其它公司使用经营利润/GMV 口径；拼多多采用主站 OP/主站 GMV（已剔除 Temu 及多多买菜）；美团只计算外卖和到店酒旅业务 OP/GMV。

资料来源：各公司公告，Visible Alpha，华泰研究

伴随规模效应的扩大及高利润品类的拓宽，我们期待京东零售未来在利润端展现快于 GMV 的增速趋势。若假设 2025-2030 年京东零售 GMV 的 CAGR 为 5%，且京东零售在 2030 年实现 2.0%的 OP/GMV 水平，则其未来六年经营利润 CAGR 或达 18.7%。

图表46：2025E-2030E 京东零售经营利润 CAGR 弹性测算

OP/GMV \ GMV CAGR	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
1.0%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%
1.5%	11.0%	12.1%	13.2%	14.2%	15.3%
2.0%	16.5%	17.6%	18.7%	19.9%	21.0%
2.5%	20.9%	22.0%	23.2%	24.4%	25.6%
3.0%	24.6%	25.8%	27.0%	28.2%	29.4%

注：横坐标为 2025-2030 年京东零售 GMV CAGR 的假设，纵坐标为京东零售稳态下 OP/GMV 的利润率假设；增速计算基于华泰预测 2024 年京东零售经营利润为 378 亿元而计算 6 年 CAGR。

资料来源：公司公告，华泰研究预测

盈利预测与估值

我们维持公司 2024-2026 年收入及利润预测不变（前值基于 2024 年 11 月 26 日美股京东 3Q24 业绩点评报告）。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为人民币 11,420/12,187/12,918 亿元；非 GAAP 归母净利润分别为人民币 450/512/562 亿元。

在公司主要核心业务中：我们预计京东零售 2024-2026 年收入分别为人民币 9,954/10,582/11,206 亿元，同比增长 5.3/6.3/5.9%，主要得益于带电品类在以旧换新政策助力下增速回暖以及商超品类货品的收入持续增长。

我们预计京东物流 2024-2026 年收入分别为人民币 1,817/1,944/2,053 亿元，同比增长 9.0/7.0/5.6%，主要得益于京东零售业务的稳健增长以及外部客户收入的持续扩大，并受益于淘宝天猫物流接入带来的增量收入。

从品类口径角度看，我们预计公司商品收入 2024-2026 年分别为 9,129/9,713/10,274 亿元，同比增长 4.8/6.4/5.8%，主要得益于以旧换新政策带来的带电品类换新需求增长以及日用百货类货盘供给逐步丰富带来的销量增长。服务收入 2024-2026 年分别为 2,291/2,474/2,643 亿元，同比增长 7.3/8.0/6.8%，主要得益于物流收入在京东零售业务稳健增长以及外部客户收入持续扩大带动下的增长，以及平台及广告服务收入伴随 3P 生态逐步繁荣而稳步提升。

我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 15.5/15.6/15.7%，主要得益于京东零售议价权提升以及高毛利品类占比提升带来的毛利率改善。我们预计履约费用率/营销费用率/研发费用率/一般及行政费用率 2024-2026 年整体保持稳中改善趋势，主要得益于公司经营杠杆的提升以及降本增效举措，但部分被公司员工激励加大及公司在零售业务用户体验上的投入所抵消。

我们预计公司 2024-2026 年非 GAAP 归母净利润为 450/512/562 亿元，对应非 GAAP 归母净利润率 3.9/4.2/4.3%，相比于归母净利润 389/450/498 亿元间的差值主因股权激励费用与无形资产、商誉和投资减值；净利率改善主要得益于规模效应带来的经营杠杆释放以及议价权提升带来的利润率持续边际改善。

图表47：京东收入口径拆分

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
京东集团总收入	951,592	1,046,236	1,084,662	1,142,039	1,218,750	1,291,751
同比增速	27.6%	9.9%	3.7%	5.3%	6.7%	6.0%
按板块口径主要包括：						
京东零售收入	866,303	929,929	945,343	995,446	1,058,159	1,120,591
同比增速	23.2%	7.3%	1.7%	5.3%	6.3%	5.9%
京东物流收入	104,693	137,402	166,625	181,695	194,374	205,251
同比增速		31.2%	21.3%	9.0%	7.0%	5.6%
按品类口径主要包括：						
商品收入	815,655	865,062	871,224	912,950	971,334	1,027,446
同比增速	25.1%	6.1%	0.7%	4.8%	6.4%	5.8%
电子产品及家用电器商品收入	492,592	515,945	538,799	552,269	585,405	616,432
同比增速	22.9%	4.7%	4.4%	2.5%	6.0%	5.3%
日用百货商品收入	323,063	349,117	332,425	360,681	385,929	411,014
同比增速	28.7%	8.1%	-4.8%	8.5%	7.0%	6.5%
服务收入	135,937	181,174	213,438	229,089	247,416	264,306
同比增速	44.7%	33.3%	17.8%	7.3%	8.0%	6.8%
平台及广告服务收入	72,118	81,970	84,726	88,793	95,896	103,088
同比增速	34.9%	13.7%	3.4%	4.8%	8.0%	7.5%
物流及其他服务收入	63,819	99,204	128,712	140,296	151,520	161,217
同比增速	57.8%	55.4%	29.7%	9.0%	8.0%	6.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表48： 京东收入与盈利预测

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
京东集团总收入	951,592	1,046,236	1,084,662	1,142,039	1,218,750	1,291,751
同比增速	27.6%	9.9%	3.7%	5.3%	6.7%	6.0%
毛利润	129,066	147,073	159,704	177,585	189,993	202,288
毛利率	13.6%	14.1%	14.7%	15.5%	15.6%	15.7%
履约费用	(59,055)	(63,011)	(64,558)	(69,210)	(73,250)	(77,379)
履约费用率	-6.2%	-6.0%	-6.0%	-6.1%	-6.0%	-6.0%
营销费用	(38,743)	(37,772)	(40,133)	(44,804)	(45,985)	(47,448)
营销费用率	-4.1%	-3.6%	-3.7%	-3.9%	-3.8%	-3.7%
研发费用	(16,332)	(16,893)	(16,393)	(17,272)	(17,823)	(18,244)
研发费用率	-1.7%	-1.6%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.4%
一般及行政费用	(11,562)	(11,053)	(9,710)	(8,992)	(8,133)	(8,362)
一般及行政费用率	-1.2%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
经营利润	4,141	19,723	26,025	37,308	44,802	50,855
经营费用率	0.4%	1.9%	2.4%	3.3%	3.7%	3.9%
主要包含：						
京东零售经营利润	26,613	34,852	35,925	37,827	41,268	44,824
京东零售经营利润率	3.1%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
京东物流经营利润	(1,827)	528	1,005	6,359	9,330	11,289
京东物流经营利润率	-1.7%	0.4%	0.6%	3.5%	4.8%	5.5%
归母净利润	(3,560)	10,380	24,167	38,909	44,957	49,792
归母净利润率	-0.4%	1.0%	2.2%	3.4%	3.7%	3.9%
非 GAAP 调整项主要包括：						
股权激励费用	8,293	6,388	3,817	2,269	2,421	2,566
无形资产、商誉和投资减值	6,077	3,249	6,202	3,100	3,100	3,100
非 GAAP 归母净利润	17,207	28,220	35,200	44,973	51,173	56,154
非 GAAP 归母净利润率	1.8%	2.7%	3.2%	3.9%	4.2%	4.3%
同比增速	2.3%	64.0%	24.7%	27.8%	13.8%	9.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 估值的目标价为 182.73 港元，目标价对应 11.0/9.6/8.8x 2024/2025/2026E 非 GAAP PE。首次覆盖，给予“买入”评级，我们的目标价包含以下部分：

1) 给予京东零售业务 132.78 港元目标价，基于非 GAAP 口径下 12.0 倍 2025 年预测 PE，略低于可比公司均值 13.3 倍 2025 年预测 PE，但高于除美团外的其余中国电商公司，主要反映中国电商板块整体因竞争格局尚未企稳而产生的折价，但京东自身受“以旧换新”行动催化或展现相对中国同行更有韧性的基本面表现。

我们选择阿里巴巴、拼多多、唯品会、美团、Amazon 和 eBay 作为可比公司，主要考虑到各平台较高的消费交易业务属性，与京东较有可比性。

2) 给予子公司和投资业务 49.95 港元目标价，包含部分上市公司的估值（基于最新市值和京东的持股），以及未上市的京东产发和京东工业的估值（基于其招股书中最新一轮融资后的估值），给予 30% 的持有折让保持不变。

图表49：京东分部估值

板块	2025E 净利润,		估值,		归属于京东集团的	
	人民币百万	目标估值倍数 (x)	美元百万	持股比例	持有折让	价值, 美元百万
京东零售 (不包括京东健康和京东工业)	29,884	12.0	49,908	100%		49,908
子公司&投资						18,776
京东健康			12,568	67%	30%	5,929
京东物流			12,002	63%	30%	5,330
达达			389	52%	30%	141
万物新生			652	32%	30%	147
易鑫集团			848	15%	30%	89
京东产发			7,027	75%	30%	3,687
京东工业			6,329	78%	30%	3,453
总估值, 百万元美元						68,684
稀释后总 ADS 数, 百万股						1,461
稀释后总基本股数, 百万股						2,922
每股价值						182.73

注：1) 京东零售净利润的计算已剔除京东健康和京东工业部分，京东零售净利润计算假设所得税率 20%。2) 投资公司市值数据截至 12 月 12 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=7.2，基于 12 月 12 日人民币兑美元中间价，港元/人民币=0.92。

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表50：可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2024-2026E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2024-2026E
				2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	
阿里巴巴	BABA US	89.2	215,958	1.6	1.5	1.3	7.7	10.0	9.5	8.7	5.0
拼多多	PDD US	104.7	145,349	2.6	2.1	1.7	34.2	8.5	7.5	6.0	36.6
唯品会	VIPS US	13.7	7,048	0.5	0.5	0.5	(0.6)	5.9	5.8	5.6	(1.8)
美团	3690 HK	168.9	132,192	2.8	2.4	2.1	17.4	21.4	16.9	13.3	45.3
Amazon	AMZN US	229.0	2,407,622	3.8	3.4	3.1	10.7	32.6	27.7	23.2	27.0
eBay	EBAY US	63.9	30,608	3.0	2.9	2.8	2.8	12.7	12.4	11.9	4.5
平均值				2.4	2.1	1.9	12.0	15.2	13.3	11.4	19.4

注：数据截至 12 月 12 日收盘。

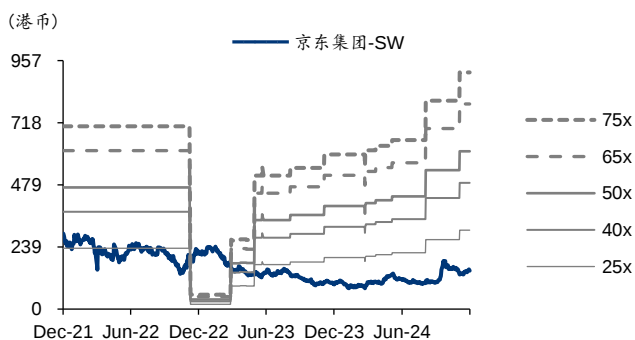
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

以旧换新活动效果不及预期：若后续以旧换新政策的品类和额度不及市场预期，可能导致京东相关品类销量不及市场预期；此外，若整体消费复苏较为温和，则以旧换新行动带来的增量消费需求可能弱于市场预期。

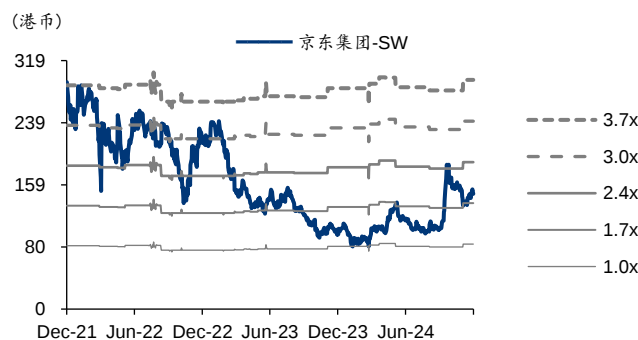
电商行业竞争加剧：若其他电商平台增加商品补贴力度，行业价格竞争强度增加，或导致京东费用投入加大，稀释利润率。

图表51：京东集团-SWPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表52：京东集团-SWPB-Bands

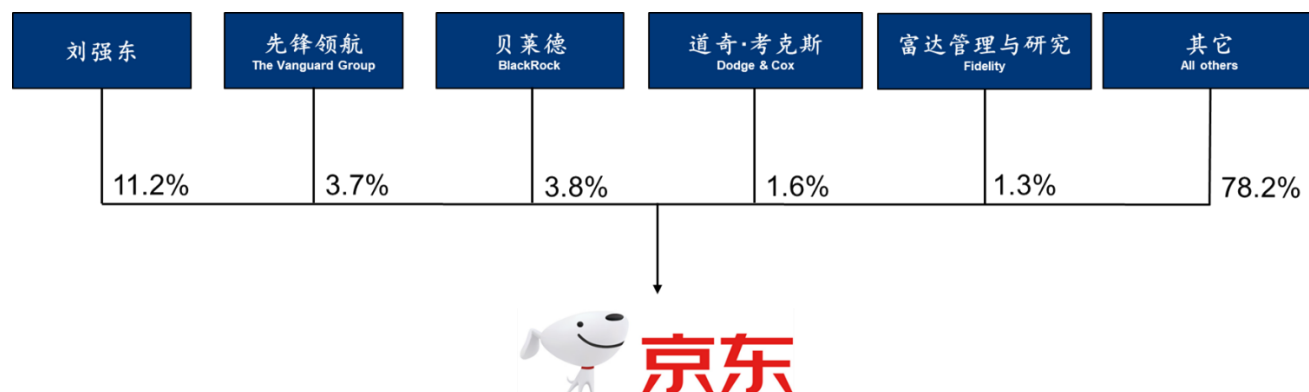


资料来源：S&P、华泰研究

附录

股权结构

图表53：京东集团-SW 股权结构



注：股权结构时间截止 2024 年 12 月 8 日；

资料来源：Wind，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、侯杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 京东集团-SW (9618 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 京东集团-SW (9618 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司