

4Q24 前瞻：基本面修复势头稳健

华泰研究

2025 年 1 月 17 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

	9618 HK	JD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 188.21	美元: 48.34

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	侯杰
SAC No. S0570523010002	houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004	+(86) 10 6321 1166
联系人	曹卓铭
SAC No. S0570124020016	caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776	+(86) 21 2897 2205

基本数据

(港币/美元)	9618 HK	JD US
目标价	188.21	48.34
收盘价 (截至 1 月 17 日)	146.70	35.42
市值 (百万)	467,010	51,341
6 个月平均日均成交额 (百万)	1,972	518.69
52 周价格范围	81.55-192.30	20.26-47.82
BVPS	71.96	20.84

股价走势图



资料来源: S&P

在以旧换新行动助力下,京东展现出稳健的基本面修复势头,并持续优化利润的释放与在长期增长领域上的再投入。结合估值性价比、股东回报有效性、业绩稳健性等因素,在已覆盖的电商平台子板块公司中,我们维持京东为首推标的。短期角度上,我们认为京东所具备的强顺周期属性有望帮助其在进一步发力的消费政策刺激下兑现估值与基本面的向上修复。长期角度上,我们认为以旧换新行动也为京东进一步发力用户增长与渗透、扩充品类供给提供了较好支持,从而助力其打开长期增长天花板。

4Q24 前瞻:收入增速进一步改善,调整后净利润表现或好于一致预期

我们预计京东集团 4Q24 总收入同增 9.2%至 3,343 亿元(3Q24: +5.1% yoy),收入增速在以旧换新行动助力下进一步修复。我们预计京东集团调整后净利润同比增长 17.5%至 98.9 亿元,主要得益于京东零售及京东物流的利润健康增长,或好于 VA 一致预期的 83 亿/-1.4%yoy。我们预计京东零售分部收入同比增长 9.5%至 2,932 亿元,主要受带电品类收入增速修复所支持(我们预计京东集团产品收入中带电品类/日用百货品类 4Q24 收入分别同增 10.2/8.7%),我们预计京东零售分部经营利润 90 亿,对应经营利润率 3.1%,或好于 VA 一致预期的 73 亿/2.6%。

2024“以旧换新”行动成效显著,2025“以旧换新”行动值得期待

1 月 8 日上午,国新办举行国务院政策例行吹风会,会上介绍:2024 年超过 3600 万名消费者购买了八大类家电产品 5600 多万台,带动销售额 2400 亿元,凸显以旧换新行动的成效。展望 2025 年,会上指出 2025 年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比 2024 年有大幅增加,且参与的家电品类进一步扩充,手机等数码品类亦被纳入活动。我们认为京东凭借长期深耕的自营供应链能力与多元化的线上线下业态布局,有望持续受益于以旧换新行动及消费复苏趋势。据京东 APP,截止 2025 年 1 月 17 日,目前 28 个可选省份中,已有 21 个省份上线 2025 年以旧换新活动,多数省份活动涵盖冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品,个别省份额外提供部分制定商品和指定店铺商品。

盈利预测与估值

我们调整公司 2024/2025/2026 年非 GAAP 归母净利润预测+3.2/-0.2/-0.9%至 464/511/556 亿元(前值: 450/512/562 亿元),基于 SOTP 估值的目标价为每 ADS 48.34 美元(前值: 46.58 美元),每普通股 188.21 港元(前值: 182.73 港元)。公司现价对应 2025/2026 年非 GAAP PE 7.7/7.0x,具备较高估值性价比。维持“买入”评级。

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	1,146,092	1,223,041	1,296,267
+/-%	9.95	3.67	5.66	6.71	5.99
归母净利润(人民币百万)	10,380	24,167	40,349	45,344	49,769
+/-%	(391.57)	132.82	66.96	12.38	9.76
归母净利润(调整后,人民币百万)	28,220	35,200	46,421	51,084	55,625
+/-%	64.00	24.73	31.88	10.04	8.89
EPS(调整后,人民币,最新摊薄)	9.73	12.14	16.01	17.62	19.19
PE(调整后,倍)	13.86	11.12	8.43	7.66	7.03
PB(倍)	1.83	1.68	1.46	1.28	1.13
ROE(调整后,%)	13.31	15.77	18.57	17.82	17.03
EV EBITDA(倍)	22.82	12.77	8.56	7.20	6.16

资料来源:公司公告、华泰研究预测

以旧换新行动助力消费复苏

1月8日上午，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍加力扩围实施“两新”政策有关情况，同时，国家发改委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。截至2024年年底，中央财政安排的1500亿元消费品以旧换新资金已经基本使用完毕，且中央财政已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元，支持各地做好政策持续实施的衔接工作。

发布会上指出，2024年“两新”工作成效显著：全年汽车报废更新超过290万辆，置换更新超过370万辆，带动汽车销售额9200多亿元，超过3600万名消费者购买了八大类家电产品5600多万台，带动销售额2400亿元。家装厨卫“焕新”带动销售相关产品近6000万件，销售额约1200亿元，电动自行车以旧换新超过138万辆，带动新车销售额超过37亿元。2025年政府将加力扩围实施“两新”政策。总体考虑是：增加资金规模，扩大支持范围，优化实施机制，放大撬动效应，深入推进“四大行动”。资金规模方面，2025年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比2024年有大幅增加，具体数额将在2025年全国“两会”时向社会公布。而享受以旧换新补贴的家电产品由2024年的8类增加到2025年的12类，单件最高可享受销售价格20%的补贴，每位消费者购买空调产品最多补贴1件增加到3件，并实施手机、平板、智能手表手环等数码产品购新补贴。此外还将继续大力支持家装消费品换新和电动自行车以旧换新。

在以旧换新行动助力下，据国家统计局，家用电器/通信器材等品类社零增速在4Q24展现出强劲的修复势头，24年12月单月分别录得39.3/14.0%的同比增长，24年全年实现12.3/9.9%的同比增长。我们认为京东凭借长期深耕的自营供应链能力与多元化的线上线下业态布局，有望持续受益于以旧换新行动及消费复苏趋势。

图表1：社零各品类当期增速与累计增速

同比增速比较，当期值	2M24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24
FMCG：粮油、食品、饮料、烟酒	7.33	5.31	9.56	12.10	10.79	11.21	11.80	10.74	10.73	9.37	13.03
服装鞋帽，针纺织品	1.90	3.80	-2.00	4.40	-1.90	-5.20	-1.60	-0.40	8.00	-4.50	-0.30
化妆品	4.00	2.20	-2.70	18.70	-14.60	-6.10	-6.10	-4.50	40.10	-26.40	0.80
金银珠宝	5.00	3.20	-0.10	-11.00	-3.70	-10.40	-12.00	-7.80	-2.70	-5.90	-1.00
日用品	-0.70	3.50	4.40	7.70	0.30	2.10	1.30	3.00	8.50	1.30	6.30
家用电器和音像器材	5.70	5.80	4.50	12.90	-7.60	-2.40	3.40	20.50	39.20	22.20	39.30
中西药品	2.00	5.90	7.80	4.30	4.50	5.80	4.30	5.40	1.40	-2.70	-0.90
文化办公用品	-8.80	-6.60	-4.40	4.30	-8.50	-2.40	-1.90	10.00	18.00	-5.90	9.10
家具	4.60	0.20	1.20	4.80	1.10	-1.10	-3.70	0.40	7.40	10.50	8.80
通讯器材	16.20	7.20	13.30	16.60	2.90	12.70	14.80	12.30	14.40	-7.70	14.00
石油及制品	5.00	3.50	1.60	5.10	4.60	1.60	-0.40	-4.40	-6.60	-7.10	-2.80
建筑及装潢材料	2.10	2.80	-4.50	-4.50	-4.40	-2.10	-6.70	-6.60	-5.80	2.90	0.80
汽车	8.70	-3.70	-5.60	-4.40	-6.20	-4.90	-7.30	0.40	3.70	6.60	0.50
同比增速比较，累计值	2M24	3M24	4M24	5M24	6M24	7M24	8M24	9M24	10M24	11M24	12M24
FMCG：粮油、食品、饮料、烟酒	7.33	7.53	11.24	13.39	13.12	13.00	12.94	12.77	12.79	12.61	13.55
服装鞋帽，针纺织品	1.90	2.50	1.50	2.00	1.30	0.50	0.30	0.20	1.10	0.40	0.30
化妆品	4.00	3.40	2.10	5.40	1.00	0.30	-0.50	-1.00	3.00	-1.30	-1.10
金银珠宝	5.00	4.50	3.60	0.90	0.20	-1.00	-2.50	-3.10	-3.00	-3.30	-3.10
日用品	-0.70	0.70	1.50	2.70	2.30	2.30	2.20	2.20	2.90	2.70	3.00
家用电器和音像器材	5.70	5.80	5.50	7.00	3.10	2.30	2.50	4.40	7.80	9.60	12.30
中西药品	2.00	3.30	4.40	4.40	4.40	4.60	4.60	4.70	4.30	3.60	3.10
文化办公用品	-8.80	-8.00	-7.20	-5.00	-5.80	-5.30	-4.90	-2.90	-0.60	-1.30	-0.30
家具	4.60	3.00	2.50	3.00	2.60	2.00	1.30	1.10	1.90	2.90	3.60
通讯器材	16.20	13.20	13.20	13.90	11.30	11.40	11.80	11.90	12.20	9.50	9.90
石油及制品	5.00	4.50	3.80	4.00	4.10	3.80	3.20	2.30	1.30	0.60	0.30
建筑及装潢材料	2.10	2.40	0.60	-0.40	-1.20	-1.30	-2.00	-2.60	-3.00	-2.30	-2.00
汽车	8.70	3.80	1.40	0.20	-1.10	-1.70	-2.40	-2.10	-1.50	-0.70	-0.50

资料来源：国家统计局，华泰研究

据京东APP，截止2025年1月17日，目前28个可选省和自治区中，已有21个省和自治区上线2025年以旧换新商品，多数省和自治区目前提供冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品，个别省额外提供部分制定商品和指定店铺商品。山西、陕西、云南、河南、河北、新疆和西藏7省和自治区目前尚未上线2025年以旧换新功能，但提供预约功能。在2025年以旧换新行动进一步扩大品类范围和加大补贴力度的背景下，我们期待京东通过自身丰富的带电品类供给和具备优势的“以旧换新”服务能力，稳固其在带电品类中的市场份额和用户心智。

图表2： 京东 APP 内各省份以旧换新功能开通情况

省份	品类
北京	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
江苏	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
湖北	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
上海	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品和指定店铺商品
广东	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
吉林	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
广西	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
山东	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
福建	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品和指定店铺商品
湖南	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
海南	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
辽宁	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
浙江	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
四川	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品和指定店铺商品
江西	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营和指定部分商品
安徽	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机等七类部分京东自营和指定部分商品
贵州	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
重庆	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
黑龙江	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
天津	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
内蒙古	冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机、电脑等八类部分京东自营商品
山西	暂未披露，需提前预约
陕西	暂未披露，需提前预约
云南	暂未披露，需提前预约
河南	暂未披露，需提前预约
河北	暂未披露，需提前预约
新疆	暂未披露，需提前预约
西藏	暂未披露，需提前预约

资料来源：京东 APP，华泰研究

盈利预测调整

我们小幅上调京东集团 2024/2025/2026 年收入预测 0.4/0.4/0.3%，主要反映好于预期的以旧换新行动效果。

我们上调京东集团 2024 年非 GAAP 净利率至 4.1%（前值：3.9%），主要反映以旧换新行动叠加供应链效率提升助力京东零售毛利率改善，以及较高利润率的服务类业务恢复好于我们此前预期。我们维持 2025/2026 年京东集团非 GAAP 净利率至 4.2/4.3%不变。

图表3： 华泰预测变动

(人民币十亿)	2024E			2025E			2026E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	1,142.0	1,146.1	0.4%	1,218.7	1,223.0	0.4%	1,291.8	1,296.3	0.3%
毛利润	177.6	180.3	1.5%	190.0	193.4	1.8%	202.3	204.4	1.0%
经营利润	37.3	39.3	5.4%	44.8	45.3	1.0%	50.9	50.8	-0.1%
GAAP 归母净利润	38.9	40.3	3.7%	45.0	45.3	0.9%	49.8	49.8	0.0%
非 GAAP 归母净利润	45.0	46.4	3.2%	51.2	51.1	-0.2%	56.2	55.6	-0.9%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	15.5%	15.7%	0.2	15.6%	15.8%	0.2	15.7%	15.8%	0.1
经营利润率	3.3%	3.4%	0.1	3.7%	3.7%	0.0	3.9%	3.9%	0.0
归母净利润率	3.4%	3.5%	0.1	3.7%	3.7%	0.0	3.9%	3.8%	(0.1)
非 GAAP 归母净利率	3.9%	4.1%	0.2	4.2%	4.2%	0.0	4.3%	4.3%	0.0

资料来源：华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 估值的目标价为每 ADS 48.34 美元（前值：46.58 美元），每普通股 188.21 港元（前值：182.73 港元），目标价对应 9.9/9.1x 2025/2026E 非 GAAP PE。我们的目标价包含以下部分：

1) 给予京东零售业务目标价每 ADS 36.34 美元（前值：34.09 美元），每普通股 141.51 港元（前值：132.78 港元），基于非 GAAP 口径下 12.0 倍 2025 年预测 PE（不变），略低于可比公司均值 12.5 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。

2) 给予子公司和投资业务目标价每 ADS 11.99 美元（前值：12.49 美元），每普通股 46.70 港元（前值：49.95 港元），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4： 京东分部估值

板块	2025E 净利润, 人民币百万	目标估值倍数 (x)	估值, 美元百万	持股比例	持有折让	归属于京东集团的 每 ADR 价值, 价值, 美元百万	每股价值, 美元	每股价值, 港币
京东零售 (不包括京东健康和京东工业)	31,808	12.0	53,100	100%		53,100	36.34	141.51
子公司&投资						17,522	11.99	46.70
京东健康			11,647	67%	30%	5,494	3.76	14.64
京东物流			10,283	63%	30%	4,566	3.13	12.17
达达			341	52%	30%	124	0.08	0.33
万物新生			568	32%	30%	128	0.09	0.34
易鑫集团			654	15%	30%	69	0.05	0.18
京东产发			7,027	75%	30%	3,687	2.52	9.83
京东工业			6,329	78%	30%	3,453	2.36	9.20
总估值, 百万元美元						70,623		
稀释后总 ADS 数, 百万股						1,461		
每股价值							48.34	188.21

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) 投资公司市值数据中美股截至 1 月 16 日收盘，其余截至 1 月 17 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=7.2，基于 1 月 16 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5： 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	调整后 P/E	调整后净利 CAGR
				2024E	2025E	2026E	2024-2026E
阿里巴巴	BABA US	82.4	197,303	1.4	1.3	1.2	7.6
拼多多	PDD US	100.3	139,238	2.5	2.0	1.7	34.6
唯品会	VIPS US	13.2	6,761	0.5	0.5	0.4	(0.6)
美团	3690 HK	147.8	114,737	2.4	2.1	1.8	17.3
Amazon	AMZN US	220.7	2,320,242	3.6	3.3	3.0	10.7
eBay	EBAY US	65.1	31,164	3.0	2.9	2.8	2.8
平均值				2.3	2.0	1.8	12.0
							14.3
							12.5
							10.8
							19.4

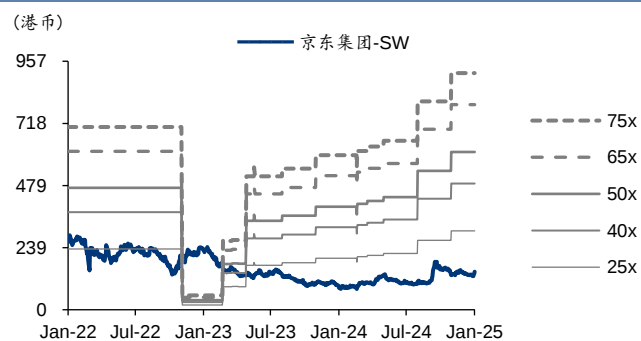
注：港股数据截至 1 月 17 日收盘，美股数据截止 1 月 16 日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

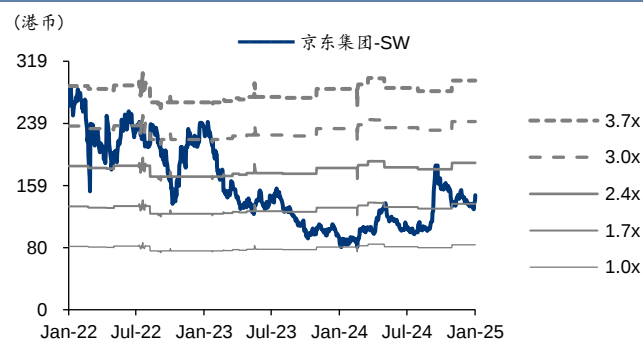
以旧换新活动效果不及预期，电商行业竞争加剧。

图表6: 京东集团-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 京东集团-SWPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

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	1,146,092	1,223,041	1,296,267
销售成本	(899,163)	(924,958)	(965,802)	(1,029,618)	(1,091,902)
毛利润	147,073	159,704	180,290	193,423	204,365
销售及分销成本	(37,772)	(40,133)	(45,204)	(46,203)	(47,673)
管理费用	(11,053)	(9,710)	(9,001)	(7,802)	(8,010)
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	51,655	56,840	61,697
税费开支	(4,176)	(8,393)	(8,007)	(8,526)	(9,255)
少数股东损益	(697.00)	(910.00)	3,300	2,970	2,673
净利润	10,380	24,167	40,349	45,344	49,769
Non-GAAP 调整项	17,840	11,033	6,073	5,740	5,856
调整后净利润	28,220	35,200	46,421	51,084	55,625
折旧和摊销	(7,236)	(8,292)	(8,987)	(14,718)	(20,833)
EBITDA	23,209	42,823	63,293	74,076	84,922
EPS (人民币, 基本)	3.58	8.34	13.92	15.64	17.17

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	66,151	64,880	64,318
应收账款和票据	35,732	35,941	36,886	38,237	39,372
现金及现金等价物	78,861	71,892	77,624	87,767	98,901
其他流动资产	158,532	131,919	116,486	106,039	98,583
总流动资产	351,074	307,810	297,147	296,923	301,173
固定资产	66,241	79,955	128,272	174,707	218,687
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	369,465	415,900	459,880
总资产	595,250	628,958	666,613	712,823	761,053
应付账款	204,085	208,822	210,723	217,117	222,567
短期借款	12,146	5,034	5,034	5,034	5,034
其他负债	50,330	51,794	52,353	53,856	55,163
总流动负债	266,561	265,650	268,109	276,006	282,765
长期债务	34,987	45,231	45,231	45,231	45,231
其他长期债务	19,579	21,697	21,752	21,820	21,885
总长期负债	54,566	66,928	66,983	67,051	67,116
股本	590.00	614.00	614.00	614.00	614.00
储备/其他项目	213,366	231,858	266,999	305,244	346,650
股东权益	213,956	232,472	267,613	305,858	347,264
少数股东权益	60,167	63,908	63,908	63,908	63,908
总权益	274,123	296,380	331,521	369,766	411,172

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	37.69	16.19	9.70	8.63	7.86
PB	1.83	1.68	1.46	1.28	1.13
调整后 PE (倍)	13.86	11.12	8.43	7.66	7.03
调整后 ROE	13.31	15.77	18.57	17.82	17.03
EV EBITDA	22.82	12.77	8.56	7.20	6.16
股息率 (%)	2.18	2.16	2.85	3.13	3.41
自由现金流收益率 (%)	1.87	5.52	5.46	8.04	9.55

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	63,293	74,076	84,922
融资成本	2,106	2,881	2,651	2,518	2,392
营运资本变动	13,347	15,504	3,055	6,197	4,775
税费	(4,176)	(8,393)	(8,007)	(8,526)	(9,255)
其他	23,333	6,706	(1,898)	(1,119)	(907.56)
经营活动现金流	57,819	59,521	59,095	73,146	81,927
CAPEX	(23,665)	(25,353)	(34,383)	(36,691)	(38,888)
其他投资活动	(30,361)	(34,190)	(7,607)	(13,796)	(18,277)
投资活动现金流	(54,026)	(59,543)	(41,990)	(50,487)	(57,165)
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)	(11,141)	(12,260)
其他融资活动现金流	(13,043)	(444.00)	(2,925)	(1,374)	(1,368)
融资活动现金流	1,180	(5,808)	(11,373)	(12,516)	(13,628)
现金变动	4,973	(5,830)	5,732	10,144	11,134
年初现金	76,693	85,156	79,451	85,183	95,326
汇率波动影响	3,490	125.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	85,115	79,398	85,183	95,326	106,460

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	5.66	6.71	5.99
毛利润	13.95	8.59	12.89	7.28	5.66
营业利润	376.29	31.95	51.03	15.14	12.31
净利润	(391.57)	132.82	66.96	12.38	9.76
调整后净利润	64.00	24.73	31.88	10.04	8.89
EPS (基本)	(391.57)	132.82	66.96	12.38	9.76
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.06	14.72	15.73	15.81	15.77
EBITDA	2.22	3.95	5.52	6.06	6.55
净利率	0.99	2.23	3.52	3.71	3.84
调整后净利率	2.70	3.25	4.05	4.18	4.29
ROE	4.90	10.83	16.14	15.81	15.24
调整后 ROE	13.31	15.77	18.57	17.82	17.03
ROA	1.90	3.95	6.23	6.57	6.75
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(14.83)	(9.30)	(10.22)	(12.26)	(14.01)
流动比率	1.32	1.16	1.11	1.08	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	1.77	1.77	1.76
应收账款周转天数	10.17	11.89	11.44	11.06	10.78
应付账款周转天数	76.11	80.35	78.19	74.80	72.48
存货周转天数	30.74	28.41	25.01	22.91	21.30
现金转换周期	(35.21)	(40.05)	(41.74)	(40.83)	(40.41)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	3.58	8.34	13.92	15.64	17.17
EPS (调整后, 基本)	9.73	12.14	16.01	17.62	19.19
每股净资产	73.80	80.19	92.31	105.50	119.79

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2025年华泰证券股份有限公司