

1Q25: 关注外卖等新业务成长节奏

华泰研究

2025年5月14日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

京东 1Q25 营收同增 15.8%至 3,011 亿元，好于 VA 一致预期/华泰预测的 +11.1/11.7%，非 GAAP 归母净利润 128 亿元，同比增长 43.4%，好于一致预期/华泰预测的+19.9/25.5%，主因零售板块经营利润释放好于预期，反映出以旧换新行动的帮助及商超等品类收入的韧性增长。展望后续，我们预计在强劲流量增长支持下（持续受益于国补行动+外卖等高频场景引流），京东零售业务有望延续稳健的收入增长趋势，而其在外卖等新业务上的投入产出效果需进一步关注。在外卖订单量实现快速攀升后，系统化能力的补足及高效的竞争补贴策略是其能否快速迈出早期投入期的关键。“买入”。

流量端增长提速，带电/日百品类均延续稳健增长

1Q25 京东零售总收入 2,638 亿元，同增 16.3%，经营利润 128 亿元，同增 37.8%，好于一致预期的同增 15.9%，主因国补带动的经营效率改善和低基数利好（1Q24 有春晚赞助投入影响）。管理层指出京东零售季度活跃买家数同比增长超 20%，连续 6 个季度实现双位数增长。我们预计 4 月起快速爬坡的外卖业务或作为高频场景进一步为电商主业的流量增长提供帮助，并或助力 618 大促的销售增长。品类方面，1Q25 带电品类收入同增 17.1%至 1,443 亿元（4Q24: +15.8%），反映出以旧换新行动的有效贡献，对比 1Q25 社零家用电器/通讯器材/文化办公零售额累计同增 19.3/26.9/21.7%；1Q25 日用百货收入同增 14.9%至 980 亿元，增速延续提升趋势（3Q24/4Q24: +8.0/+11.1%），商超品类连续 6 个季度实现双位数增长。

关注外卖等新业务投入产出效果

京东自 4 月起外卖业务起量迅速，据 1Q25 业绩会，管理层表示目前日均订单量已接近 2,000 万单，未来将持续聚焦三大方向：优化商家与用户体验、扩大规模、优化 ROI 效率。同时，管理层认为包括外卖在内的即时零售业务与远场电商业务存在显著协同空间，并表示已观察到外卖业务对平台用户增长、转化率的提升作用。考虑到京东零售所擅长的带电品类购物需求相对低频，因此我们认为外卖业务对用户流量增长及电商主业交叉赋能的潜力值得持续关注，或为电商主业的经营效率提升提供额外帮助。

盈利预测与估值

考虑到外卖等新业务的超预期投入，我们调整公司 2025-2027 年非 GAAP 净利润预测-22.0/-14.5/-10.6%至 402/498/580 亿元，基于 SOTP 估值目标价每 ADS 51.24 美元（前值：49.58 美元），每普通股 199.61 港元（前值：192.42 港元），目标价上调主因子公司和投资业务市值提升。考虑到外卖业务对电商主业的协同潜力，我们建议对外卖业务的发展保持持续关注，短期投入有可能在长期视角下兑现较好 ROI。

风险提示：外卖等新业务投入超预期，以旧换新活动效果退坡。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	1,084,662	1,158,819	1,285,171	1,370,201	1,451,321
+/-%	3.67	6.84	10.90	6.62	5.92
归母净利润 (人民币百万)	24,167	41,359	33,533	43,032	51,041
+/-%	132.82	71.14	(18.92)	28.33	18.61
归母净利润 (调整后,人民币百万)	35,200	47,827	40,175	49,845	58,018
+/-%	24.73	35.87	(16.00)	24.07	16.40
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	12.22	16.61	13.95	17.31	20.15
PE (调整后,倍)	11.74	8.64	10.28	8.29	7.12
PB (倍)	1.56	1.51	1.35	1.20	1.05
ROE (调整后,%)	15.77	20.25	15.82	17.44	17.88
EV EBITDA (倍)	12.15	7.96	9.35	7.33	6.08

资料来源：公司公告、华泰研究预测

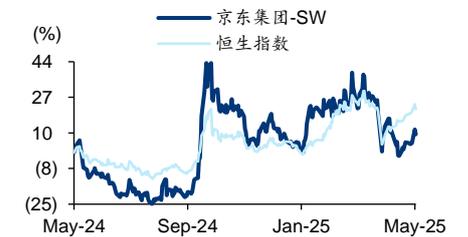
	9618 HK	JD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 199.61	美元: 51.24

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	199.61	51.24
收盘价 (截至 5 月 13 日)	137.00	36.05
市值 (百万)	436,695	51,908
6 个月平均日均成交额 (百万)	2,228	499.57
52 周价格范围	94.65-192.30	23.45-46.48
BVPS	73.59	22.59

股价走势图



资料来源：S&P

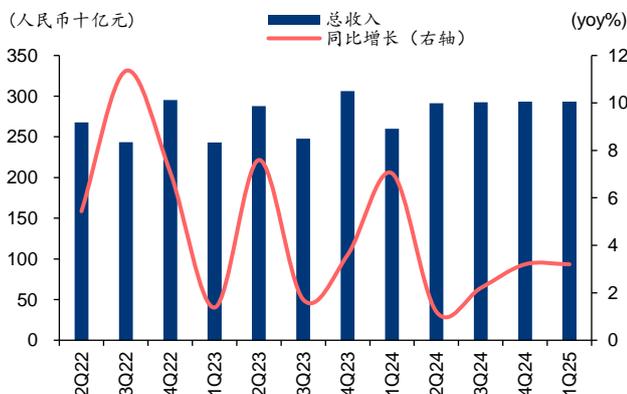
1Q25 业绩回顾

图表1: 京东核心业绩回顾

(人民币十亿)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	华泰预测	vs 华泰预测
京东集团总收入	260.0	291.4	260.4	347.0	301.1	290.4	3.7%
同比增长	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	11.7%	4.1pct
非 GAAP 净利润	8.9	14.5	13.2	11.3	12.8	11.2	13.9%
同比增长	17.2%	69.0%	23.9%	34.2%	43.4%	25.5%	17.9pct
非 GAAP 净利润率	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	4.2%	3.8%	0.4pct
京东零售收入	226.8	257.1	225.0	307.1	263.8	255.2	3.4%
同比增长	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	16.3%	12.5%	3.8pct
经营利润	9.3	10.1	11.6	10.0	12.8	11.2	14.7%
同比增长	-5.3%	24.1%	5.5%	44.7%	37.8%	20.4%	17.4pct
经营利润率	4.1%	3.9%	5.2%	3.3%	4.9%	4.4%	0.5pct

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 京东集团: 收入



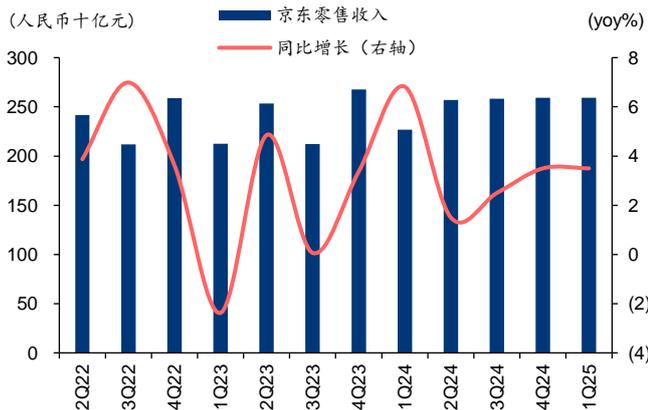
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 京东集团: 调整后归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 京东零售: 收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 京东零售: 经营利润



资料来源: 公司公告, 华泰研究

盈利预测调整

我们小幅上调京东集团 2025/2026/2027 年收入预测 1.9%至 1.3/1.4/1.5 万亿元，主因京东零售在国补助力下收入增长稳健，以及外卖等新业务投入或逐步贡献收入。

我们下调京东集团 2025/2026/2027 年非 GAAP 归母净利润 22.0/14.5/10.6%至 402/498/580 亿元，下调非 GAAP 净利率预测至 3.1/3.6/4.0%，净利润与净利率下调主因外卖等新业务投入超预期。

图表6：华泰预测变动

(人民币十亿)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	1,261.2	1,285.2	1.9%	1,344.7	1,370.2	1.9%	1,424.3	1,451.3	1.9%
毛利润	194.5	192.1	-1.2%	209.3	205.1	-2.0%	222.4	220.4	-0.9%
经营利润	41.8	31.5	-24.6%	49.3	42.1	-14.5%	56.3	51.1	-9.1%
GAAP 归母净利润	44.9	33.5	-25.3%	51.5	43.0	-16.4%	58.0	51.0	-12.0%
非 GAAP 归母净利润	51.5	40.2	-22.0%	58.3	49.8	-14.5%	64.9	58.0	-10.6%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	15.4%	14.9%	-0.5	15.6%	15.0%	-0.6	15.6%	15.2%	-0.4
经营利润率	3.3%	2.5%	-0.8	3.7%	3.1%	-0.6	4.0%	3.5%	-0.5
归母净利润率	3.6%	2.6%	-1.0	3.8%	3.1%	-0.7	4.1%	3.5%	-0.6
非 GAAP 归母净利率	4.1%	3.1%	-1.0	4.3%	3.6%	-0.7	4.6%	4.0%	-0.6

资料来源：华泰研究预测

图表7：京东核心预测假设

(人民币十亿)	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
京东集团总收入	1,158.8	1,285.2	1,370.2	1,451.3	260.0	291.4	260.4	347.0	301.1	328.4
同比增速	6.8%	10.9%	6.6%	5.9%	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	12.7%
非 GAAP 净利润	47.8	40.2	49.8	58.0	8.9	14.5	13.2	11.3	12.8	7.7
同比增速	35.9%	-16.0%	24.1%	16.4%	17.2%	69.0%	23.9%	34.2%	43.4%	-46.6%
非 GAAP 净利率	4.1%	3.1%	3.6%	4.0%	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	4.2%	2.4%
京东零售收入	1,015.9	1,127.7	1,208.9	1,288.7	226.8	257.1	225.0	307.1	263.8	293.1
同比增速	7.5%	11.0%	7.2%	6.6%	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	16.3%	14.0%
零售经营利润	41.1	47.9	52.6	56.4	9.3	10.1	11.6	10.0	12.8	11.4
同比增速	14.3%	16.7%	9.7%	7.3%	-5.3%	24.1%	5.5%	44.7%	37.8%	13.1%
零售经营利润率	4.0%	4.3%	4.4%	4.4%	4.1%	3.9%	5.2%	3.3%	4.9%	3.9%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 估值的目标价为每 ADS 51.24 美元（前值：49.58 美元），每普通股 199.61 港元（前值：192.42 港元），目标价对应 13.7/11.1/9.5x 2025/2026/2027E 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 37.94 美元（前值：37.74 美元），每普通股 147.80 港元（前值：146.46 港元），净利润预测上调至 340 亿元（前值：338 亿元），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 13.7 倍 2025 年预测 PE，但高于除美团及阿里外的其他中国电商公司，主要得益于在以旧换新支持下稳健的基本面表现，美团与阿里分别得益于较有韧性的消费需求以及 AI 价值重估而获得一定溢价。

2) 给予子公司和投资业务目标价每 ADS 13.30 美元（前值：11.84 美元），每普通股 51.81 港元（前值：45.96 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8：京东分部估值

板块	2025E 净利润, 人		估值, 美元百万	目标估值倍数		归属于京东集团的 每 ADR 价值,		每股价值, 港币
	人民币百万	(x)		持有折让	价值, 美元百万	美元		
京东零售 (不包括京东健康和京东工业)	33,991	12.0	56,600	100%		56,600	37.94	147.80
子公司&投资						19,842	13.30	51.81
京东健康			15,601	67%	30%	7,360	4.93	19.22
京东物流			10,435	63%	30%	4,634	3.11	12.10
达达			514	52%	30%	186	0.13	0.49
万物新生			569	32%	30%	128	0.09	0.33
易鑫集团			1,812	15%	30%	191	0.13	0.50
京东产发			7,027	75%	30%	3,687	2.47	9.63
京东工业			6,700	78%	30%	3,656	2.45	9.55
总估值, 百万美元						76,443		
稀释后总 ADS 数, 百万股							1,492	
每股价值							51.24	199.61

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 5 月 12 日收盘，其余截至 5 月 13 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=7.2，基于 5 月 12 日人民币兑美元中间价，港元/人民币= 7.79。
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表9：可比公司估值

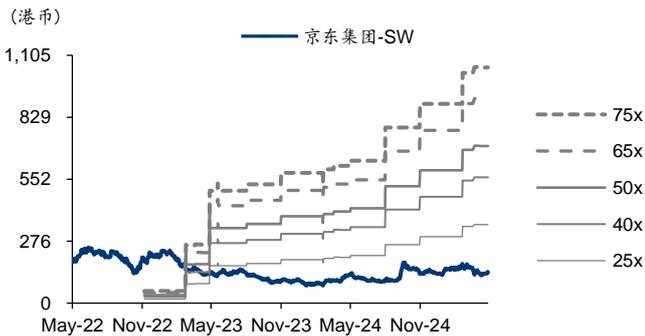
公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2027E	2027E	
阿里巴巴	BABA US	132.6	308,821	2.1	1.9	1.8	7.6	12.7	11.5	11.0	8.1
拼多多	PDD US	116.4	165,218	2.5	2.1	1.9	17.2	9.1	7.4	6.3	15.6
唯品会	VIPS US	14.8	7,588	0.5	0.5	0.5	1.1	6.1	5.9	5.8	1.6
美团	3690 HK	137.4	107,716	2.0	1.7	1.5	14.9	15.2	12.1	9.9	21.3
Amazon	AMZN US	208.6	2,214,996	3.2	2.9	2.6	9.5	26.4	22.7	18.3	15.8
eBay	EBAY US	69.2	31,883	3.0	2.9	2.8	3.3	12.8	12.3	11.8	3.5
平均值				2.2	2.0	1.9	8.9	13.7	12.0	10.5	11.0

注：港股数据截至 5 月 13 日收盘，美股数据截止 5 月 12 日收盘。
资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

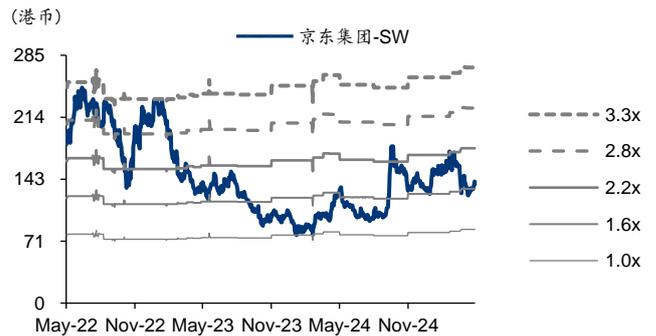
外卖等新业务投入超预期，以旧换新活动效果退坡。

图表10：京东集团-SWPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：京东集团-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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,285,171	1,370,201	1,451,321
销售成本	(924,958)	(974,951)	(1,093,098)	(1,165,106)	(1,230,900)
毛利润	159,704	183,868	192,072	205,094	220,421
销售及分销成本	(40,133)	(47,953)	(52,494)	(50,487)	(52,024)
管理费用	(9,710)	(8,888)	(9,506)	(8,765)	(9,284)
其他收入/支出	7,496	13,371	9,360	9,734	9,977
财务成本净额	(2,881)	(2,896)	(2,751)	(2,614)	(2,483)
应占联营公司利润及亏损	1,010	2,327	2,500	2,250	2,025
税前利润	31,650	51,538	40,620	51,502	60,668
税费开支	(8,393)	(6,878)	(5,687)	(7,210)	(8,494)
少数股东损益	(910.00)	3,301	1,400	1,260	1,134
净利润	24,167	41,359	33,533	43,032	51,041
Non-GAAP 调整项	11,033	6,468	6,641	6,813	6,978
调整后净利润	35,200	47,827	40,175	49,845	58,018
折旧和摊销	(8,292)	(10,474)	(11,305)	(17,731)	(24,582)
EBITDA	42,823	64,908	54,676	71,846	87,733
EPS (人民币, 基本)	8.39	14.36	11.64	14.94	17.72

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	68,058	89,326	68,880	68,630	68,121
应收账款和票据	35,941	41,547	44,802	46,448	47,846
现金及现金等价物	71,892	108,350	117,337	104,165	98,781
其他流动资产	131,919	147,475	154,836	160,719	165,646
总流动资产	307,810	386,698	385,855	379,962	380,394
固定资产	79,955	88,901	141,855	192,634	240,618
无形资产	26,914	33,502	33,502	33,502	33,502
其他长期资产	214,279	189,133	189,133	189,133	189,133
总长期资产	321,148	311,536	364,490	415,269	463,253
总资产	628,958	698,234	750,345	795,231	843,647
应付账款	208,822	238,248	257,975	265,623	271,135
短期借款	5,034	7,581	7,581	7,581	7,581
其他负债	51,794	53,692	57,718	59,413	60,694
总流动负债	265,650	299,521	323,274	332,618	339,410
长期债务	45,231	49,811	49,811	49,811	49,811
其他长期债务	21,697	35,605	35,660	35,697	35,732
总长期负债	66,928	85,416	85,471	85,508	85,543
股本	614.00	484.00	484.00	484.00	484.00
储备/其他项目	231,858	239,347	267,651	303,156	344,744
股东权益	232,472	239,831	268,135	303,640	345,228
少数股东权益	63,908	73,466	73,466	73,466	73,466
总权益	296,380	313,297	341,601	377,106	418,694

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15.02	8.78	10.82	8.43	7.11
PB	1.56	1.51	1.35	1.20	1.05
调整后 PE (倍)	11.74	8.64	10.28	8.29	7.12
调整后 ROE	15.77	20.25	15.82	17.44	17.88
EV EBITDA	12.15	7.96	9.35	7.33	6.08
股息率 (%)	2.98	3.16	2.66	3.30	3.84
自由现金流收益率 (%)	5.89	10.24	11.45	7.18	9.80

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	42,823	64,908	54,676	71,846	87,733
融资成本	2,881	2,896	2,751	2,614	2,483
营运资本变动	15,504	(2,314)	36,256	5,881	4,294
税费	(8,393)	(6,878)	(5,687)	(7,210)	(8,494)
其他	6,706	(517.38)	1,374	(303.78)	(228.84)
经营活动现金流	59,521	58,095	89,371	72,827	85,787
CAPEX	(25,353)	(13,906)	(38,555)	(41,106)	(43,540)
其他投资活动	(34,190)	13,035	(31,986)	(32,681)	(33,417)
投资活动现金流	(59,543)	(871.00)	(70,541)	(73,787)	(76,957)
债务增加量	3,132	7,127	0.00	0.00	0.00
权益增加量	24.00	(130.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(8,520)	(10,800)	(11,478)	(9,642)	(11,963)
其他融资活动现金流	(444.00)	(17,201)	1,636	(2,570)	(2,252)
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(9,843)	(12,212)	(14,214)
现金变动	(5,830)	36,220	8,987	(13,172)	(5,384)
年初现金	85,156	79,451	115,671	124,658	111,486
汇率波动影响	125.00	98.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	79,398	115,671	124,658	111,486	106,102

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	3.67	6.84	10.90	6.62	5.92
毛利润	8.59	15.13	4.46	6.78	7.47
营业利润	31.95	48.84	(18.65)	33.70	21.40
净利润	132.82	71.14	(18.92)	28.33	18.61
调整后净利润	24.73	35.87	(16.00)	24.07	16.40
EPS (基本)	132.82	71.14	(18.92)	28.33	18.61
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.72	15.87	14.95	14.97	15.19
EBITDA	3.95	5.60	4.25	5.24	6.05
净利润率	2.23	3.57	2.61	3.14	3.52
调整后净利润率	3.25	4.13	3.13	3.64	4.00
ROE	10.83	17.51	13.20	15.05	15.73
调整后 ROE	15.77	20.25	15.82	17.44	17.88
ROA	3.95	6.23	4.63	5.57	6.23
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(9.30)	(21.25)	(22.36)	(15.40)	(11.99)
流动比率	1.16	1.29	1.19	1.14	1.12
速动比率	0.90	0.99	0.98	0.94	0.92
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.77	1.75	1.77	1.77	1.77
应收账款周转天数	11.89	12.04	12.09	11.99	11.69
应付账款周转天数	80.35	82.54	81.71	80.89	78.49
存货周转天数	28.41	29.06	26.05	21.24	20.00
现金转换周期	(40.05)	(41.45)	(43.57)	(47.66)	(46.80)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	8.39	14.36	11.64	14.94	17.72
EPS (调整后, 基本)	12.22	16.61	13.95	17.31	20.15
每股净资产	80.73	83.28	93.11	105.44	119.88

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，了解来自或与所述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，德国市场基准为DAX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