

公司報告

京东 (JD US)

外卖业务投资审慎，强化核心电商协同效应

- 京东25年二季度营收超预期6%，受益于以旧换新政策推动及外卖业务贡献；但外卖业务的经营亏损超出预期
- 外卖与电商业务之间的协同效应进一步得到验证；公司在暑期高峰期间依然保持审慎投资，从而降低了集团盈利的不确定性
- 增持：核心业务保持稳健；维持42美元目标价

京东25年二季度外卖业务推动营收增长，但经营亏损超出预期

京东集团25年二季度营收加速，同比增长22%达到3,567亿元人民币(上季度同比增长16%)，超预期6%。京东零售收入同比增长21%(上季度同比增长16%)，超预期5%，这主要得益于国家以旧换新政策带动带品类/一般商品营收强劲同增23/16%。毛利润同比增长23%，毛利率稳定在15.9%。非GAAP运营利润同比降低92%至9亿元人民币，主要由于外卖业务投入增加，导致新业务经营亏损扩大至148亿元人民币(市场预期约为亏损100亿元)。非GAAP净利润为74亿元人民币，超预期34%，主要受非经营性收益推动。集团净现金为1,550亿元人民币。

核心电商业务表现稳健；外卖业务投入审慎降低盈利不确定性

京东零售：25年二季度，营收和非GAAP经营利润分别超出市场预期5%和19%，主要受政策利好推动，以及外卖业务带来的交叉销售提升。管理层指出，外卖业务的投入带来了更多流量、用户及更高的用户购买频次，约有40%的外卖用户也购买了非外卖产品。我们预计京东零售25年三季度及全年营收同比增长11%和13%，非GAAP经营利润同比增长13%和24%。外卖：京东在25年二季度的日订单峰值达到2,500万，拥有15万名全职骑手和150万优质商家。在今年夏季竞争加剧的背景下，公司在补贴方面保持审慎策略，订单表现稳定(我们估算市场份额约为9%)，单位经济效益(UE)持续改善。我们预计京东新业务在25年三季度将录得亏损157亿元(高于二季度的148亿元，主要由于旺季订单量增加)，全年亏损预计为425亿元。

增持：维持42美元目标价

我们将京东 25/26 财年的营收预测分别上调 1.8%/1.2%，主要由于京东零售(JDR)和京东物流(JDL)表现强劲。我们将 25 财年非 GAAP 净利润预测上调 14%至 288 亿元人民币，主要受非经营性项目(如投资收益)提振；同时将 26 财年非 GAAP 净利润预测略微下调 1%至 399 亿元人民币(图 8)。我们认为近期股价调整已反映 25 财年新业务的低点。京东在外卖业务上的审慎投资作为长期战略，与其核心电商业务带来协同效应，有望缓解市场对长期盈利不确定性的担忧。我们维持对京东的增持评级，基于京东零售 8 倍市盈率估值(与阿里巴巴和拼多多一致)，以及所投资公司的合理估值(图 11)，目标价维持在 42 美元，对应 25/26 财年 15 倍/11 倍市盈率。上行催化剂：1) 外卖业务订单增长加速，用户留存，及单位经济效益改善；2) JDR 增长/盈利前景向好；3) 海外机会。主要风险：1) 宏观/消费复苏；2) 竞争态势；3) 监管。

盈利预测及估值

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	1,084.7	1,158.8	1,319.0	1,401.6	1,495.8
增长	3.7%	6.8%	13.8%	6.3%	6.7%
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	28.8	39.9	50.0
增长	24.7%	35.9%	-39.8%	38.7%	25.2%
非 GAAP 每股盈利(美元)	3.1	4.4	2.7	3.9	5.0
P/E(倍)	9.4	6.9	11.5	8.3	6.6
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	12.1%	16.6%	19.9%

注：截至2025年8月14日的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商證券(香港)预测

李怡珊, CFA 王騰杰
+852 3189 6122 +852 3189 6634
crystalli@cmschina.com.hk tommywong@cmschina.com.hk

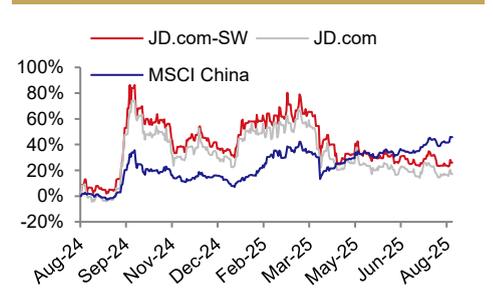
最新变动

25年二季度业绩；盈利预测调整

增持

前次评级	增持
股价	32美元 125港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	42美元 (+33%) 163港元 (+30%)
前次目标价	42美元 163港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
JD US	(0.2)	(20.2)	17.0
9618 HK	0.3	(17.4)	25.9
MSCI中国	5.8	16.4	45.7

行业：TMT

恒生指数 (2025年8月14日)	25,519
MSCI中国 (2025年8月14日)	82

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	25 - 48/98 - 192
市值(十亿美元)	45.9
日均成交量 美股/港股(百万股)	5.85/10.77

主要股东

刘强东	11.2%
腾讯	2.3%
自由流通股	86.5%

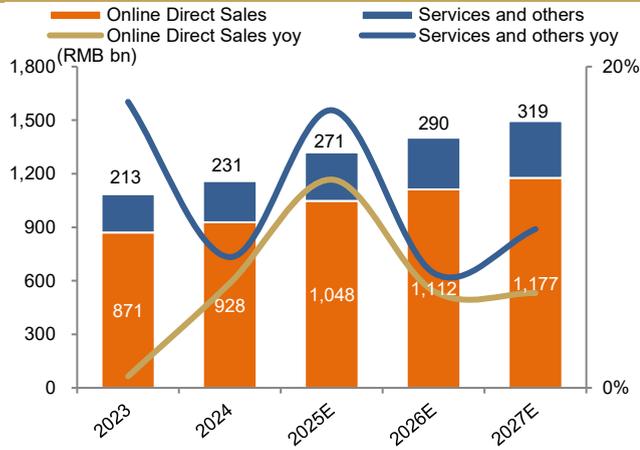
资料来源：万得、彭博、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 京东 (JD US) - 核心业务稳健；外卖业务形成协同效应但增加盈利不确定性(增持)(2025/5/15)
2. 京东 (JD US) - 营收重回双位数增长(增持)(2025/3/10)
3. 京东 (JD US) - 24 年四季度业绩前瞻：持续受益于以旧换新国补政策(增持)(2025/1/21)
4. 京东 (JD US) - 以旧换新助力三季度业绩超预期(增持)(2024/11/15)

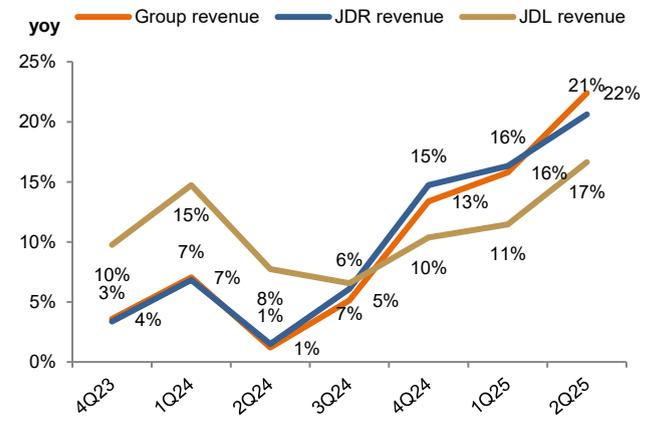
重点图表

图1: 线上商品收入 vs 服务和其它收入



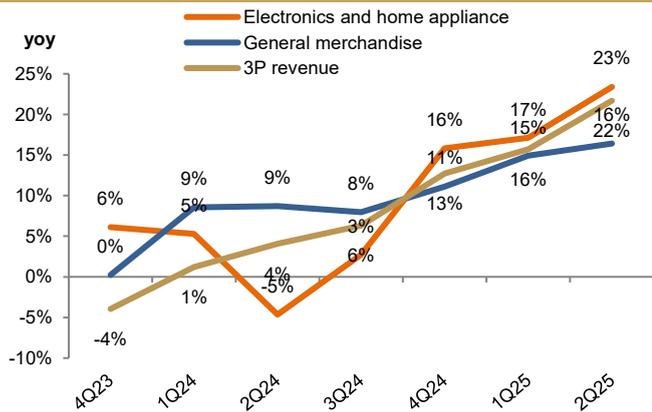
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 京东零售和京东物流季度收入同比增速和预测



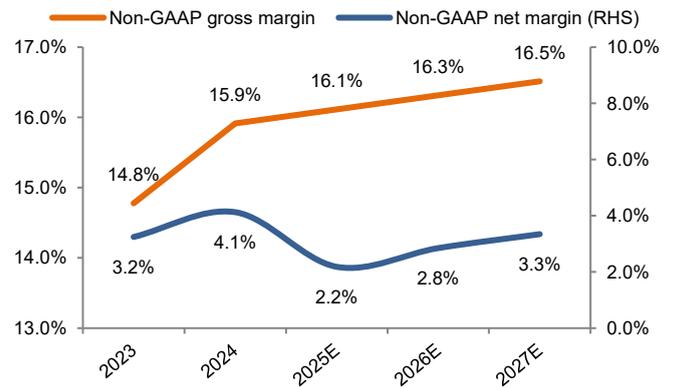
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 按类别的收入增长



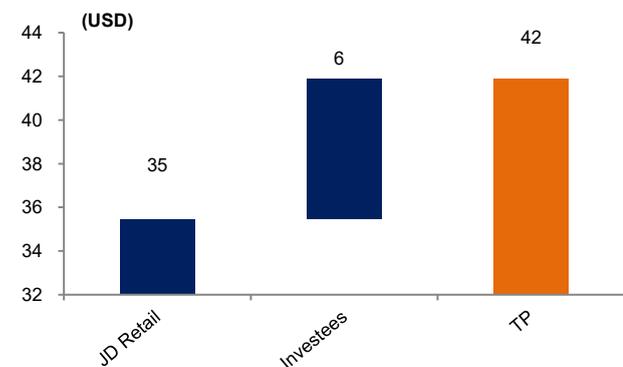
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP毛利率和非GAAP净利润率



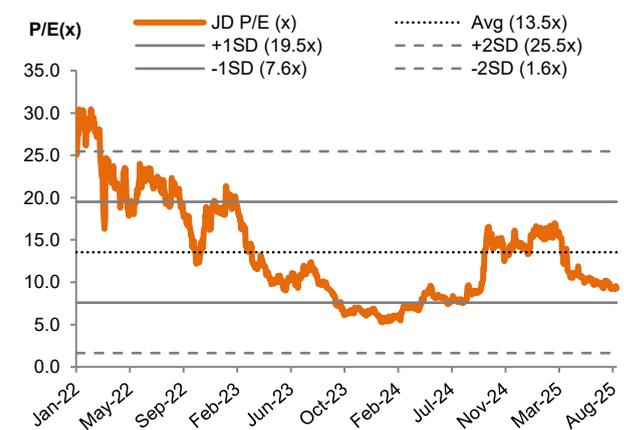
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 京东SOTP估值



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图6: 市盈率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图7: 京东25年二季度业绩与招商证券和彭博一致预测对比

十亿元人民币	实际数据					招商证券 预测	差异	彭博一致预 测	差异	
	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	% diff	2Q25	% diff	
净收入	291.4	301.1	356.7	16%	22%	18%	336.3	6%	335.1	6%
线上直接销售	233.9	242.3	282.4	16%	21%	17%	271.0	4%		
带电/家用电器商品	145.1	144.3	179.0	17%	23%	24%	169.7	5%	167.6	7%
日用百货商品	88.8	98.0	103.4	15%	16%	6%	101.3	2%	100.9	3%
服务收入	57.5	58.8	74.2	14%	29%	26%	65.2	14%		
平台及广告服务	23.4	22.3	28.5	16%	22%	28%	26.9	6%	26.7	7%
物流及其他服务	34.1	36.5	45.7	13%	34%	25%	38.3	19%		
京东零售	257.1	263.8	310.1	16%	21%	18%	297.6	4%	296.5	5%
京东物流	44.2	47.0	51.6	11%	17%	10%	49.3	5%	49.5	4%
新业务	4.6	5.8	13.9	18%	199%	141%	14.8	-7%		
营业成本	-245.5	-253.2	-300.0	15%	22%	18%	-281.6	7%		
毛利润	45.9	47.8	56.6	20%	23%	18%	54.7	4%	51.7	10%
非 GAAP 经营利润	11.6	11.7	0.9	31%	-92%	-92%	3.8	-76%	3.7	-76%
京东零售	10.1	12.8	13.9	38%	38%	9%	11.7	19%		
京东物流	2.2	0.1	2.0	-35%	-10%	1250%	2.3	-16%		
新业务	-0.7	-1.3	-14.8	98%	2026%	1014%	-10.5	41%		
非 GAAP EBITDA	13.5	13.7	3.0	27%	-78%	-78%	5.4	-44%	6.9	-57%
非 GAAP 净利润	14.5	12.8	7.4	43%	-49%	-42%	5.3	39%	5.5	34%
经营性现金流	50.7	-18.3	24.4	61%	-52%	n.a.				
自由现金流	49.6	-21.6	22.0	40%	-56%	n.a.				
净现金(负债)	147.1	143.0	155.2							
利润率										
非 GAAP 利润率										
毛利率	15.8%	15.9%	15.9%	0.6ppt	0.1ppt	0.0ppt	16.3%	-0.4ppt	15.4%	0.5ppt
非 GAAP 经营利润率	4.0%	3.9%	0.3%	0.5ppt	-3.7ppt	-3.6ppt	1.1%	-0.9ppt	1.1%	-0.8ppt
EBITDA 利润率	4.6%	4.6%	0.8%	0.4ppt	-3.8ppt	-3.7ppt	1.6%	-0.8ppt	2.1%	-1.2ppt
非 GAAP 净利润率	5.0%	4.2%	2.1%	0.8ppt	-2.9ppt	-2.2ppt	1.6%	0.5ppt	1.7%	0.4ppt

资料来源: 彭博、Visible Alpha、公司、招商证券(香港)预测

图8: 盈利预测调整

十亿元人民币	调整后			调整前			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	1,319	1,402	1,496	1,296	1,385	1,478	1.8%	1.2%	1.2%
毛利润	212.2	228.3	246.6	209.8	226.9	245.1	1%	1%	1%
非 GAAP 经营利润	16.3	34.5	46.6	18.8	37.9	53.4	-13%	-9%	-13%
非 GAAP EBITDA	25.9	44.4	57.0	25.6	44.1	59.7	1%	1%	-4%
非 GAAP 净利润	28.8	39.9	50.0	25.2	40.4	53.3	14%	-1%	-6%
利润率分析									
毛利润率	16.1%	16.3%	16.5%	16.2%	16.4%	16.6%	-0.1pp	-0.1pp	-0.1pp
非 GAAP 经营利润率	1.2%	2.5%	3.1%	1.5%	2.7%	3.6%	-0.2pp	-0.3pp	-0.5pp
非 GAAP EBITDA 利润率	2.0%	3.2%	3.8%	2.0%	3.2%	4.0%	0.0pp	0.0pp	-0.2pp
非 GAAP 净利润率	2.2%	2.8%	3.3%	1.9%	2.9%	3.6%	0.2pp	-0.1pp	-0.3pp

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图9: 招商证券预测与彭博一致预测对比

十亿元人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	1,319	1,402	1,496	1,294	1,375	1,451	2%	2%	3%
核心毛利润	212	228	247	204	220	234	4%	4%	5%
核心经营利润	16	34	47	20	36	48	-19%	-4%	-3%
核心归母净利润	29	40	50	30	42	51	-5%	-6%	-3%
核心毛利润率	16.1%	16.3%	16.5%	15.7%	16.0%	16.1%	0.3pp	0.3pp	0.4pp
核心经营利润率	1.2%	2.5%	3.1%	1.6%	2.6%	3.3%	-0.3pp	-0.1pp	-0.2pp
核心净利润率	2.2%	2.8%	3.3%	2.4%	3.1%	3.5%	-0.2pp	-0.2pp	-0.2pp

资料来源: 彭博、Visible Alpha、公司、招商证券(香港)预测; 附注: 一致预测数据截至2025年8月14日

图10: 京东外卖业务预测

京东外卖单位经济效益分析	FY25E	FY26E	FY27E
平均订单价值 (人民币)	30.7	35.6	39.1
佣金率	1%	3%	3%
配送费	19%	17%	17%
广告费率	1%	3%	3%
货币化率	21%	22%	23%
每单收入(人民币)	6.3	8.0	8.9
补贴成本	5.7	5.0	5.0
每单骑手成本	6.8	6.0	6.0
其他成本	1.3	0.9	0.5
每单营业利润(人民币)	-7.5	-3.9	-2.6
营业利润/商品交易总额 GMV	-24%	-11%	-7%
营业利润率	-119%	-49%	-30%
平均订单价值 (人民币)	31	36	39
yoy		16%	9%
日均订单量(百万)	19	22	25
yoy		16%	15%
总交易额 GTV (十亿人民币)	157	284	357
yoy		81%	26%
总收入(百万人民币)	32,236	63,606	81,127
yoy		97%	28%
营业利润 (百万人民币)	-38,333	-30,894	-24,091
yoy		-19%	-22%

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图 11: SOTP估值

- 我们给予京东零售 (JDR) 未来12个月市盈率 (P/E) 为8倍的估值, 与我们对阿里巴巴 (BABA US) 淘天集团 (TT Group) 及拼多多 (PDD US) 国内业务的目标市盈率保持一致。在我们的分部估值法 (SOTP) 目标价中, 也包含了对京东所投资企业的公允价值评估, 例如京东物流。鉴于其盈利前景仍不明朗, 我们未对京东的外卖业务给予估值; 同时, 由于该业务仍处于早期烧钱阶段, 我们也未将净现金计入估值模型。我们42美元目标价对应15倍/11倍25/26年前瞻市盈率。

RMB bn	Valuation basis	Valuation metrics	Multiple (x)			Seg as % of group valuation			Valuation (RMB bn)		
Earnings period: FY25E			Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
JD Retail	P/E	RMB40bn	6.0	8.0	10.0	82.5%	84.7%	88.7%	323	379	538
Listed holdings	Market cap	% Stake	Stake value			Listed holdings	Market cap	% Stake	Stake value		
Consumer						Technology					
Yixin (2858 HK)	13	14.2%	1.9			CSG Smart Science (300222 CH)	8	4.5%	0.4		
Vipshop (VIPS US)	55	4.3%	2.4			Kingdee (268 HK)	45	3.6%	1.6		
ATRenew Inc (RERE US)	4	34.1%	1.4			Logistics					
Better Life (002251 CH)	15	3.1%	0.5			JD Logistics (2618 HK)	80	68.2%	54.4		
Qianweiyangchu Food (001215 CH)	3	3.9%	0.1			ESR (1821 HK)	49	4.7%	2.3		
						Listed holdings, marked to market, subtotal					
						64.9					
Unlisted holdings						Est. value	% Stake	Stake value			
Wanda CM						216	2.1%	4.4			
Foyo						7	4.0%	0.3			
Tiantian Guoyuan						3	14.2%	0.5			
Shadowfax						4	3.3%	0.1			
						Unlisted holdings, subtotal at 30% discount					
						3.7					
RMB bn									Bear	Base	Bull
Total valuation of investees (B)									69	69	69
Total valuation (A+B)									391	447	606
No. of ordinary share (mn)									1,488		
Value per share (RMB)									263	301	408
CNY/USD									7.18		
Value per share (USD)									37	42	57
Value per share (HKD)									143	163	222
Current traded Value multiple						Target value implied multiple					
FY25E P/E (x)	11.4					TP implied FY25E P/E (x)	15.2				
FY26E P/E (x)	8.3					TP implied FY26E P/E (x)	10.9				
FY25E estimated yield (cash dividend + repurchase @ USD2bn)	4.4%					FY25E estimated yield (cash dividend + repurchase @ USD2bn)	3.2%				

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)		ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E			FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	590.0	700.0	18.6	689.5	10.4	9.0	18.8	16.6	1.3	6.6	18.4	23.7	22.4	9.8	13.0	12.9	
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.3	146.0	19.4	291.6	16.4	14.4	13.3	16.0	2.7	2.1	12.8	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5	
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	114.7	136.0	18.5	162.9	13.5	9.3	14.1	9.5	0.3	2.9	10.9	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7	
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	124.4	156.0	25.4	97.1	10.1	8.1	20.8	13.5	0.3	1.8	14.6	18.0	23.4	15.7	39.6	21.4	
Netease	网易	NTES US	美元	增持	129.7	161.0	24.1	82.1	14.7	13.5	14.1	13.2	1.9	5.1	13.7	26.7	23.8	6.4	6.8	8.9	
JD.com	京东	JD US	美元	增持	31.6	42.0	33.0	45.9	11.8	6.6	11.5	8.3	0.3	0.3	7.0	20.3	12.1	6.5	31.8	52.0	
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.5	29.2	14.4	39.5	22.0	20.4	31.8	28.5	2.5	9.1	25.1	13.8	10.7	9.7	11.6	11.5	
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	21.3	审视中	n.a.	10.2	10.7	9.9	21.1	18.2	1.2	9.1	16.8	22.0	22.6	10.4	14.9	12.4	
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	23.8	28.0	17.5	10.0	17.6	13.1	32.0	22.2	0.6	2.4	22.0	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1	
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	270.2	审视中	n.a.	7.5	30.2	23.5	29.9	26.3	2.0	6.5	30.6	16.3	15.8	11.7	13.2	26.5	
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	10.2	12.2	19.1	1.8	9.4	7.6	11.8	9.3	0.4	1.9	16.3	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0	
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	中性	17.3	审视中	n.a.	8.9	9.1	6.7	7.2	6.8	1.3	0.6	5.3	17.6	18.4	2.1	5.0	26.3	
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	60.3	n.a.	n.a.	39.4	13.8	12.0	16.3	14.1	0.9	5.3	20.6	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5	
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	88.7	n.a.	n.a.	31.1	2.2	1.8	10.7	9.7	0.8	1.7	6.8	7.1	6.9	5.5	12.7	17.8	
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	75.2	n.a.	n.a.	41.4	9.5	8.3	14.8	12.5	0.7	2.3	11.2	24.4	23.0	8.7	17.7	15.4	
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.5	n.a.	n.a.	26.6	13.5	9.3	29.7	18.5	0.4	0.9	16.3	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7	
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	35.8	n.a.	n.a.	4.7	20.3	20.0	25.3	22.6	1.9	4.1	22.1	6.5	6.5	6.5	11.9	8.1	
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	10.8	n.a.	n.a.	6.3	45.4	27.2	n.a.	38.7	1.2	n.a.	35.0	15.2	17.6	20.6	33.3	51.5	
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.3	9.9	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6	
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.2	6.7	6.5	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3	
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.9	n.a.	n.a.	1.8	17.5	11.2	20.7	9.9	0.1	0.5	3.5	3.2	7.2	3.3	73.3	45.3	
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.8	n.a.	n.a.	1.2	2.8	2.7	7.8	7.4	1.6	3.6	n.a.	19.7	17.6	5.5	4.6	n.a.	
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.3	n.a.	n.a.	0.2	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.3	n.a.	n.a.	0.7	22.9	8.7	28.3	22.8	0.6	0.9	19.0	2.3	3.7	6.5	37.0	n.a.	
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	11.4	n.a.	n.a.	2.8	4.7	4.6	6.1	6.0	1.8	1.6	5.7	10.8	10.1	3.0	3.3	3.3	
中国公司均值									14.0	11.0	17.5	15.3	1.1	3.3	15.3	16.7	16.0	9.5	20.7	26.6	
Amazon	亚马逊		美元	增持	231.0	271.0	17.3	2,463.4	15.2	12.8	27.9	23.9	1.2	3.9	17.6	21.0	19.2	10.6	27.8	31.7	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	202.9	225.0	10.9	2,459.5	14.2	12.3	19.2	18.3	2.3	7.0	16.8	31.3	27.3	13.3	18.6	15.6	
Meta	Meta	META US	美元	增持	782.1	866.0	10.7	1,964.8	19.3	16.2	23.9	21.3	1.8	n.a.	18.1	35.2	29.2	15.5	7.9	21.5	
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,230.6	1,423.0	15.6	522.9	37.5	31.2	45.6	39.7	1.9	n.a.	56.9	42.4	45.2	12.2	25.9	22.7	
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.4	审视中	n.a.	190.6	22.4	17.9	24.1	22.6	1.7	4.3	20.2	27.7	26.9	14.7	n.a.	n.a.	
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	698.5	审视中	n.a.	145.6	n.a.	38.6	n.a.	n.a.	0.8	8.6	47.8	19.6	28.7	14.5	49.6	48.8	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	14.6	21.1	44.1	5.9	9.5	7.4	12.3	11.0	0.9	1.0	6.6	19.2	28.5	12.8	19.0	n.a.	
海外公司均值									19.7	19.5	25.5	22.8	1.5	5.0	26.3	28.1	29.3	13.4	24.8	28.1	

注: 股价采用 2025 年 8 月 14 日收盘价; 未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总净收入	1,084.7	1,158.8	1,319.0	1,401.6	1,495.8
收入成本	-925.0	-975.0	-1,106.9	-1,173.3	-1,249.2
毛利	159.7	183.9	212.2	228.3	246.6
履约	-64.6	-70.4	-80.8	-82.6	-88.1
营销	-40.1	-48.0	-90.3	-86.1	-85.1
研发	-16.4	-17.0	-19.4	-19.4	-20.5
一般及行政费	-9.7	-8.9	-12.1	-13.5	-14.4
减值	-5.2	-2.4	0.0	0.0	0.0
总营业费用	-136.0	-146.7	-202.7	-201.6	-208.2
长期资产处置收益	2.3	1.5	0.2	0.0	0.0
营业利润/(亏损)	26.0	38.7	9.7	26.7	38.4
应占股权投资份额	1.0	2.3	4.4	2.0	2.0
净利息收入及其他收入	4.6	10.5	10.5	6.8	6.4
税前收入/(损失)	31.7	51.5	24.7	35.5	46.8
所得税支出	-8.4	-6.9	-2.7	-5.3	-7.0
非控制性权益	0.9	-3.3	-0.9	0.0	0.0
净利润	24.2	41.4	21.0	30.2	39.8
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	28.8	39.9	50.0

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
直营销售	0.7%	6.5%	13.0%	6.0%	5.9%
服务和其它	17.8%	8.1%	17.3%	7.2%	9.9%
收入	3.7%	6.8%	13.8%	6.3%	6.7%
非 GAAP 净利润	24.7%	35.9%	-39.8%	38.7%	25.2%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	14.8%	15.9%	16.1%	16.3%	16.5%
非 GAAP 净利润率	3.2%	4.1%	2.2%	2.8%	3.3%
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	12.1%	16.6%	19.9%
非 GAAP ROA	5.8%	7.2%	4.0%	5.3%	6.4%
营运能力					
存货周转天数	28.8	29.5	28.4	26.6	26.5
应收账款周转天数	6.9	7.2	7.2	7.1	7.1
应付账款周转天数	64.5	67.2	68.3	70.9	70.8
每股资料 (人民币)					
每股销售额	683.6	753.4	886.7	965.4	1051.1
每股销售额(美元)	96.3	106.1	124.9	136.0	148.0
每股销售额(港元)	373.1	411.2	483.9	526.9	573.7
非 GAAP 每股盈利	22.2	31.1	19.4	27.5	35.2
非 GAAP 每股盈利(美元)	3.1	4.4	2.7	3.9	5.0
非 GAAP 每股盈利(港元)	12.1	17.0	10.6	15.0	19.2

资产负债表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	71.9	108.4	139.4	150.4	161.5
短期投资	118.3	125.6	113.1	90.5	72.4
应收账款	20.3	25.6	26.4	28.0	29.9
存货	68.1	89.3	83.0	88.0	93.7
物业、厂房及设备和其他长期资产	119.5	125.7	131.7	138.2	145.3
股权投资	56.7	56.9	60.0	63.1	66.3
其它	174.2	166.7	186.3	209.4	236.6
总资产	629.0	698.2	739.9	767.6	805.7
短期借款	5.0	7.6	5.0	5.0	5.0
长期借款	42.0	56.5	60.8	62.7	64.7
应付账款和费用	209.7	238.8	271.2	287.5	306.1
其它	75.9	82.0	90.1	93.5	97.3
总负债	332.6	384.9	427.1	448.7	473.0
股东权益总额	231.9	239.3	237.9	244.0	257.8
少数股东权益	63.9	73.5	74.4	74.4	74.4
总权益	295.8	312.8	312.3	318.4	332.2
可赎回非控股权益	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

现金流量表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	59.5	58.1	65.2	38.8	47.2
净利润	23.3	44.7	21.9	30.2	39.8
折旧和摊销	8.3	8.9	9.6	10.0	10.4
股权激励	4.8	3.0	5.5	6.5	6.9
应占股权投资份额	-1.0	-2.3	-4.4	-2.0	-2.0
营运资金变动	15.6	-21.4	28.2	-7.9	-10.0
其它	8.5	25.3	4.4	2.0	2.0
投资活动现金流	-59.5	-0.9	-8.0	0.9	-4.9
购买物业、设备及软件	-4.0	-5.4	-7.3	-7.7	-8.2
短期投资增加净额	-51.3	18.1	12.6	22.6	18.1
其它	-4.2	-13.6	-13.3	-14.0	-14.8
筹资活动现金流	-5.8	-21.0	-26.1	-28.7	-31.0
借款增加净额	3.1	14.4	1.8	1.9	2.0
普通股所得资金	-9.2	-34.2	-27.9	-30.6	-33.0
其它	0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
现金流净额	-5.7	36.3	31.1	11.0	11.2

注：截至 2025 年 8 月 14 日的收盘价；
资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828