

关注效率优化进展及内生增速表现

华泰研究

2025 年 11 月 14 日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

京东 3Q25 营收同增 14.9%至 2,991 亿元，优于 VA 一致预期/华泰预测的 +13.0/+14.0%，非 GAAP 归母净利润 58 亿元，同比-56.0%，优于一致预期/华泰预测的-68/-68%，主因零售板块经营利润释放好于预期和非经常性损益表现好于预期。在外卖行业竞争趋于理性的大背景下，叠加京东外卖自身运营效率的优化，我们预计该业务亏损金额或有望在 4Q25 延续环比收窄的良好趋势。与此同时，京东零售亦持续发力日用百货品类的供应链优化，实现品类销售额的稳健增长，这或有望部分对冲国补退坡带来的带电品类增长高基数问题。当前公司交易于 2026/2027 年 9.5/7.1 倍调整后 PE，我们认为其估值倍数具备一定的性价比。若公司盈利端的修复预期进一步夯实，或具备估值修复空间。建议持续关注外卖减亏节奏与京东零售 2026 年收入增长势头。维持“买入”评级。

带电品类逐步迈入高基数周期，日百品类延续增速提升趋势

3Q25 京东零售总收入 2,506 亿元，同增 11.4%，经营利润 148 亿元，同增 27.7%，优于一致预期的同增 13.0%，我们认为主因国补带动的经营效率改善和高利润率业务收入的超预期增长（如广告等）。品类方面，3Q25 带电品类收入同增 4.9%至 1,286 亿元（2Q25: +23.4%），反映出以旧换新行动的有效贡献，但 8 月末起国补的高基数效应逐步开始显现；3Q25 日用百货品类收入同增 18.8%至 975 亿元，增速延续提升趋势（1Q25/2Q25: +14.9/+16.4%），商超品类连续 7 个季度实现双位数增长，并在 3Q25 达到中双位数水平。

活跃用户实现较快增长，外卖运营效率环比有所改善

管理层在业绩会上表示：1) 用户层面，3Q25 季度活跃用户数同增 40%；2025 年 10 月年度活跃用户数已突破 7 亿，京东 PLUS 会员数在 3Q25 亦实现同比健康增长；3Q25 用户购频同增 40%；2) 日百品类中的商超、时尚及健康等品类的收入均实现两位数同比增长，管理层预计这一趋势将在 4Q25 持续，主要得益于公司在产品结构、价格竞争力及服务质量方面的提升，并转化为更好的用户体验和更高的用户心智占有率。管理层表示日百产品将成为支持京东零售长期增长的重要支柱；3) 外卖：京东外卖在 3Q25 GMV 环比实现两位数增长，主要受订单量提升和订单结构优化双重驱动，高价值订单占比亦有所提升。外卖整体经营亏损环比收窄且每单平均 UE 环比改善，主要得益于供应端的丰富、运营效率的提升、纪律性的投资以及收入来源的拓展。管理层表示外卖业务与零售业务间的协同效应正持续增强。除用户和参与度增长外，跨品类复购率呈上升趋势，其中商超、电子配件及京喜类目的产品受益较为明显。我们建议持续关注外卖业务的效率提升及用户交叉销售的挖掘情况，外卖业务亏损的收窄节奏或将较为明显地影响到京东集团整体的利润增长速度。

盈利预测与估值

我们调整公司 2025-2027 年非 GAAP 归母净利润预测+5.1/-13.7/-12.3%至 305/381/511 亿元，2025 年小幅上调主因京东零售和非经营性收益好于我们此前预期。2026-2027 年下调主要考虑到中长期外卖业务成熟仍需一定时间，我们预计其投入或仍具有一定的持续性，此外国补退坡后平台侧或需适当加大补贴力度以强化平台竞争力。我们将估值窗口滚动至 2026 年，基于 SOTP 估值目标价每 ADS 51.04 美元（前值：49.51 美元），每普通股 198.32 港元（前值：192.65 港元）。

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。

	9618 HK	JD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 198.32	美元: 51.04

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

侯杰

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

研究员

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

曹卓铭

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

联系人

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

基本数据

(港币/美元)	9618 HK	JD US
收盘价(截至 11 月 13 日)	124.40	31.25
市值(百万)	396,532	44,313
6 个月平均日均成交额(百万)	1,868	420.98
52 周价格范围	114.80-180.80	29.90-45.14

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(十亿)	1,159	1,330	1,442	1,571
+/-%	6.84	14.78	8.43	8.95
归母净利润(十亿)	41	26	35	48
+/-%	71.14	(37.87)	35.11	36.86
归母净利润(调整后,十亿)	48	30	38	51
+/-%	35.87	(36.32)	25.07	34.28
EPS(调整后,最新摊薄)	15.00	9.55	11.95	16.05
PE(调整后,倍)	7.57	11.90	9.51	7.08
PB(倍)	1.52	1.36	1.22	1.07
ROE(调整后,%)	20.25	12.06	13.56	16.16
EV EBITDA(倍)	7.47	10.79	7.88	5.95
股息率(%)	3.15	2.02	2.52	3.39

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

3Q25 业绩回顾

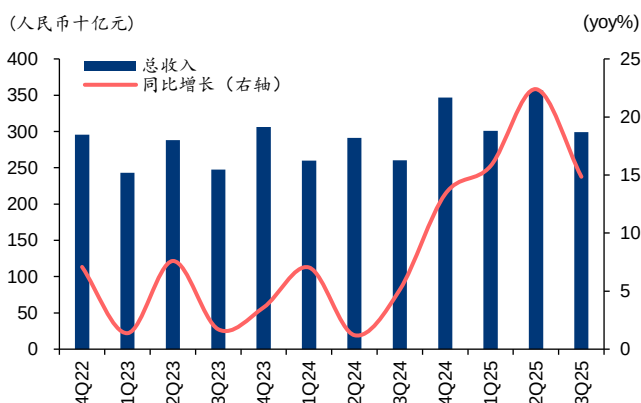
图表1：京东核心业绩回顾

(人民币十亿元)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	华泰预测	vs 华泰预测
京东集团总收入	260.4	347.0	301.1	356.7	299.1	296.8	0.8%
同比增速	5.1%	13.4%	15.8%	22.4%	14.9%	14.0%	0.9pct
非 GAAP 净利润	13.2	11.3	12.8	7.4	5.8	4.2	37.5%
同比增速	23.9%	34.2%	43.4%	-48.9%	-56.0%	-68.0%	12.0pct
非 GAAP 净利润率	5.1%	3.3%	4.2%	2.1%	1.9%	1.4%	0.5pct
京东零售收入	225.0	307.1	263.8	310.1	250.6	247.5	1.2%
同比增速	6.1%	14.7%	16.3%	20.6%	11.4%	10.0%	1.4pct
零售经营利润	11.6	10.0	12.8	13.9	14.8	13.6	8.9%
同比增速	5.5%	44.7%	37.8%	37.9%	27.7%	17.3%	10.5pct
经营利润率	5.2%	3.3%	4.9%	4.5%	5.9%	5.5%	0.4pct

注：华泰预测值为 2025 年 10 月 14 日报告更新值；

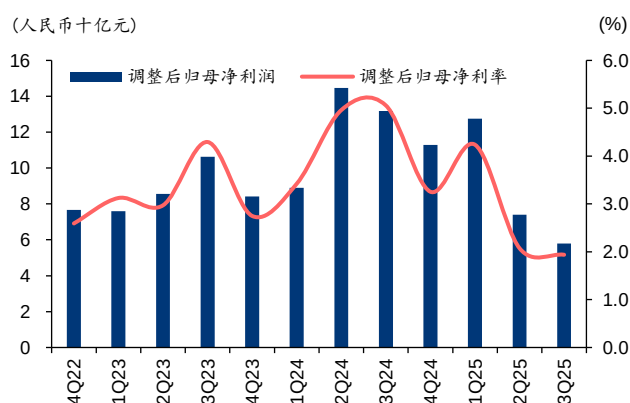
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：京东集团：收入



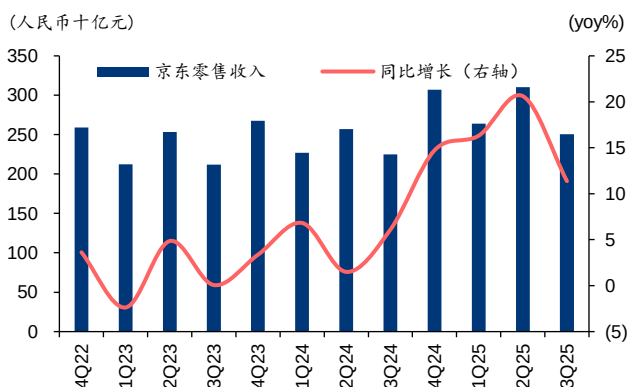
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：京东集团：调整后归母净利润



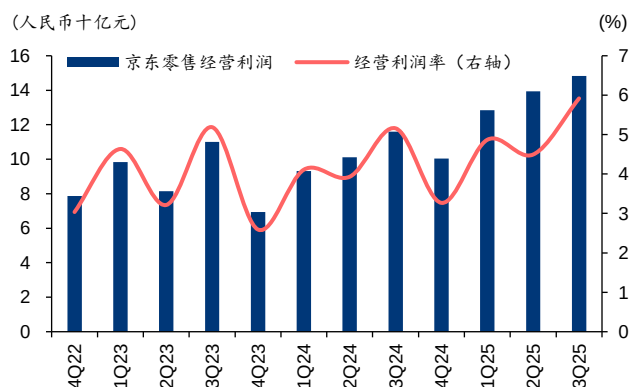
资料来源：公司公告，华泰研究

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

我们微调京东集团 2025/2026/2027 年收入预测-0.1/0.0/+1.3%至 1.3/1.4/1.6 万亿元。

我们调整京东集团 2025/2026/2027 年非 GAAP 归母净利润+5.1/-13.7/-12.3%至 305/381/511 亿元，非 GAAP 净利率预测至 2.3/2.6/3.3%（前值：2.2/3.1/3.8%），2025 年小幅上调主因京东零售和非经营性收益好于我们此前预期。2026-2027 年下调主要考虑到中长期外卖业务成熟仍需一定时间，我们预计其投入或仍具有一定的持续性，此外国补退坡后平台侧补贴力度或需有所加大。

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	1,328.7	1,330.1	0.1%	1,441.7	1,442.2	0.0%	1,551.7	1,571.3	1.3%
毛利润	203.4	205.2	0.9%	219.8	224.6	2.2%	233.2	246.0	5.5%
经营利润	6.9	4.2	-39.7%	28.2	24.2	-14.1%	44.4	39.2	-11.8%
GAAP 归母净利润	21.1	25.7	22.1%	37.2	34.7	-6.6%	51.1	47.5	-7.1%
非 GAAP 归母净利润	29.0	30.5	5.1%	44.1	38.1	-13.7%	58.3	51.1	-12.3%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	15.3%	15.4%	0.1	15.2%	15.6%	0.4	15.0%	15.7%	0.7
经营利润率	0.5%	0.3%	(0.2)	2.0%	1.7%	(0.3)	2.9%	2.5%	(0.4)
归母净利润率	1.6%	1.9%	0.3	2.6%	2.4%	(0.2)	3.3%	3.0%	(0.3)
非 GAAP 归母净利率	2.2%	2.3%	0.1	3.1%	2.6%	(0.5)	3.8%	3.3%	(0.5)

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	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
京东集团总收入	1,158.8	1,330.1	1,442.2	1,571.3	260.4	347.0	301.1	356.7	299.1	373.3
同比增速	6.8%	14.8%	8.4%	8.9%	5.1%	13.4%	15.8%	22.4%	14.9%	7.6%
非 GAAP 净利润	47.8	30.5	38.1	51.1	13.2	11.3	12.8	7.4	5.8	4.4
同比增速	35.9%	-36.3%	25.1%	34.3%	23.9%	34.2%	43.4%	-48.9%	-56.0%	-61.3%
非 GAAP 净利润率	4.1%	2.3%	2.6%	3.3%	5.1%	3.3%	4.2%	2.1%	1.9%	1.2%
京东零售收入	1,015.9	1,144.0	1,226.3	1,312.2	225.0	307.1	263.8	310.1	250.6	319.5
同比增速	7.5%	12.6%	7.2%	7.0%	6.1%	14.7%	16.3%	20.6%	11.4%	4.0%
零售经营利润	41.1	52.1	54.0	59.0	11.6	10.0	12.8	13.9	14.8	10.4
同比增速	14.3%	26.7%	3.7%	9.4%	5.5%	44.7%	37.8%	37.9%	27.7%	4.0%
零售经营利润率	4.0%	4.6%	4.4%	4.5%	5.2%	3.3%	4.9%	4.5%	5.9%	3.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分部估值

我们将估值窗口滚动至 2026 年，基于 SOTP 估值的目标价为每 ADS 51.04 美元（前值：49.51 美元），每普通股 198.32 港元（前值：192.65 港元），目标价对应 17.2/13.7/10.2x 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 33.63 美元（前值：33.12 美元），每普通股 130.66 港元（前值：128.87 港元），基于非 GAAP 口径下 10.0 倍 2026 年预测 PE（前值：2025 年 10.0x），低于可比公司均值 16.9 倍 2026 年预测 PE，主因即时零售行业竞争激烈，以及京东 2026 年或相较竞对面临更高的国补高基数效应。

2) 给予子公司和投资业务目标价每 ADS 17.41 美元（前值：16.39 美元），每普通股 67.66 港元（前值：63.78 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	2026E 净利润, 人	目标估值倍数	估值,	归属于京东集团的 每 ADR 价值,			每股价值,	
	民币百万	(x)	美元百万	持股比例	持有折让	价值, 美元百万	美元	港币
京东零售 (不包括京东健康和京东工业)	34,468	10.0	48,661	100%		48,661	33.63	130.66
子公司&投资						25,197	17.41	67.66
京东健康			26,574	67%	30%	12,536	8.66	33.66
京东物流			11,048	63%	30%	4,906	3.39	13.17
万物新生			923	32%	30%	208	0.14	0.56
易鑫集团			1,939	15%	30%	205	0.14	0.55
京东产发			7,027	75%	30%	3,687	2.55	9.90
京东工业			6,700	78%	30%	3,656	2.53	9.82
总估值, 百万元美元						73,858		
稀释后总 ADS 数, 百万股						1,447		
每股价值							51.04	198.32

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 11 月 12 日收盘，其余截至 11 月 13 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=7.1，基于 11 月 13 日人民币兑美元中间价，港币/人民币=0.91，基于 11 月 13 日港币兑人民币中间价。

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	2026E	2027E	
阿里巴巴	BABA US	157.9	397,951	2.8	2.5	2.3	7.9	22.2	19.3	15.4	3.9
拼多多	PDD US	136.0	193,129	3.2	2.7	2.4	13.1	13.2	10.8	8.8	8.1
唯品会	VIPS US	19.7	9,687	0.6	0.6	0.6	1.0	7.8	7.5	7.3	1.2
美团	3690 HK	102.1	80,300	1.5	1.3	1.2	12.4	(70.4)	23.6	11.5	4.3
Amazon	AMZN US	244.2	2,610,551	3.7	3.3	3.0	11.5	27.1	24.8	20.5	18.0
eBay	EBAY US	87.8	39,681	3.6	3.4	3.3	5.5	15.5	15.1	14.1	4.7
平均值				2.6	2.3	2.1	8.6	17.2	16.9	12.9	6.7

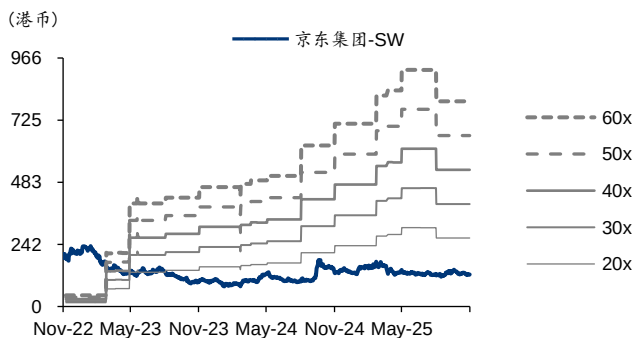
注：港股数据截至 11 月 13 日收盘，美股数据截止 11 月 12 日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

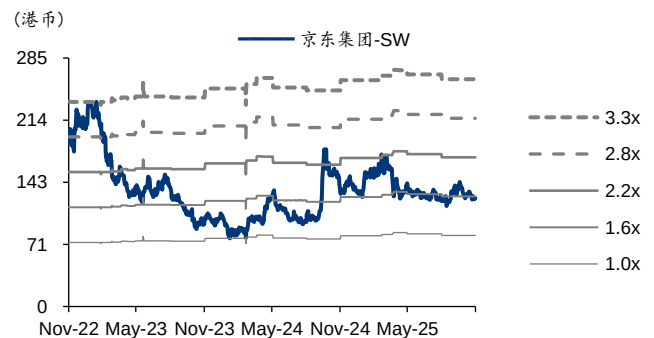
外卖等新业务投入超预期，以旧换新活动效果退坡。

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	1,330,094	1,442,235	1,571,255
销售成本	(924,958)	(974,951)	(1,124,922)	(1,217,682)	(1,325,257)
毛利润	159,704	183,868	205,172	224,552	245,997
销售及分销成本	(40,133)	(47,953)	(81,113)	(81,985)	(79,892)
管理费用	(9,710)	(8,888)	(11,583)	(9,226)	(10,051)
其他收入/支出	7,496	13,371	20,000	13,000	13,325
财务成本净额	(2,881)	(2,896)	(2,462)	(2,339)	(2,222)
应占联营公司利润及亏损	1,010	2,327	8,500	7,650	6,885
税前利润	31,650	51,538	30,230	42,489	57,156
税费开支	(8,393)	(6,878)	(2,509)	(5,949)	(8,002)
少数股东损益	(910.00)	3,301	2,025	1,823	1,640
净利润	24,167	41,359	25,696	34,718	47,514
Non-GAAP 调整项	11,033	6,468	4,758	3,369	3,631
调整后净利润	35,200	47,827	30,454	38,088	51,145
折旧和摊销	(8,292)	(8,904)	(10,869)	(17,519)	(24,731)
EBITDA	42,823	63,338	43,560	62,347	84,108
EPS (人民币, 基本)	7.58	12.98	8.06	10.89	14.91

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	70,885	71,726	73,343
应收账款和票据	35,941	41,547	46,368	48,890	51,800
现金及现金等价物	71,892	108,350	116,887	98,345	92,516
其他流动资产	131,919	147,475	155,308	161,461	166,856
总流动资产	307,810	386,698	389,449	380,422	384,515
固定资产	79,955	88,901	144,537	199,129	252,961
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	367,172	421,764	475,596
总资产	628,958	698,234	756,621	802,186	860,111
应付账款	208,822	238,248	265,499	277,628	291,935
短期借款	5,034	7,581	7,581	7,581	7,581
其他负债	51,794	53,692	59,174	61,746	64,756
总流动负债	265,650	299,521	332,254	346,956	364,272
长期债务	45,231	49,811	49,811	49,811	49,811
其他长期债务	21,697	35,605	35,679	35,728	35,784
总长期负债	66,928	85,416	85,490	85,539	85,595
股本	614.00	484.00	484.00	484.00	484.00
储备/其他项目	231,858	239,347	264,927	295,742	336,294
股东权益	232,472	239,831	265,411	296,226	336,778
少数股东权益	63,908	73,466	73,466	73,466	73,466
总权益	296,380	313,297	338,877	369,692	410,244

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15.10	8.82	14.09	10.43	7.62
PB	1.57	1.52	1.36	1.22	1.07
调整后 PE (倍)	10.29	7.57	11.90	9.51	7.08
调整后 ROE	15.77	20.25	12.06	13.56	16.16
EV EBITDA	11.14	7.47	10.79	7.88	5.95
股息率 (%)	2.96	3.15	2.02	2.52	3.39
自由现金流收益率 (%)	6.59	11.89	11.31	5.82	10.47

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	63,338	43,560	62,347	84,108
融资成本	2,881	2,896	2,462	2,339	2,222
营运资本变动	15,504	(2,314)	39,919	8,229	9,165
税费	(8,393)	(6,878)	(2,509)	(5,949)	(8,002)
其他	6,706	1,053	5,353	1,211	2,162
经营活动现金流	59,521	58,095	88,786	68,178	89,655
CAPEX	(25,353)	(10,804)	(39,903)	(43,267)	(47,138)
其他投资活动	(34,190)	9,933	(32,884)	(34,122)	(35,816)
投资活动现金流	(59,543)	(871.00)	(72,787)	(77,389)	(82,953)
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)	(7,309)	(9,141)
其他融资活动现金流	(444.00)	(17,201)	4,017	(2,023)	(3,389)
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(7,461)	(9,331)	(12,530)
现金变动	(5,830)	36,220	8,537	(18,543)	(5,829)
年初现金	85,156	79,451	115,671	124,208	105,666
汇率波动影响	125.00	98.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	79,398	115,671	124,208	105,666	99,837

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	14.78	8.43	8.95
毛利润	8.59	15.13	11.59	9.45	9.55
营业利润	31.95	48.84	(89.18)	476.83	62.00
净利润	132.82	71.14	(37.87)	35.11	36.86
调整后净利润	24.73	35.87	(36.32)	25.07	34.28
EPS (基本)	132.82	71.14	(37.87)	35.11	36.86
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.72	15.87	15.43	15.57	15.66
EBITDA	3.95	5.47	3.27	4.32	5.35
净利润率	2.23	3.57	1.93	2.41	3.02
调整后净利润率	3.25	4.13	2.29	2.64	3.26
ROE	10.83	17.51	10.17	12.36	15.01
调整后 ROE	15.77	20.25	12.06	13.56	16.16
ROA	3.95	6.23	3.53	4.45	5.72
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(9.30)	(21.25)	(22.42)	(13.82)	(10.43)
流动比率	1.16	1.29	1.17	1.10	1.06
速动比率	0.90	0.99	0.96	0.89	0.85
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.77	1.75	1.83	1.85	1.89
应收账款周转天数	11.89	12.04	11.90	11.89	11.53
应付账款周转天数	80.35	82.54	80.61	80.29	77.36
存货周转天数	28.41	29.06	25.64	21.08	19.70
现金转换周期	(40.05)	(41.45)	(43.07)	(47.32)	(46.12)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	7.58	12.98	8.06	10.89	14.91
EPS (调整后, 基本)	11.04	15.00	9.55	11.95	16.05
每股净资产	72.93	75.24	83.26	92.93	105.65

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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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证券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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司