

2025年12月03日
京东工业 (7618.HK)

SDICSI

IPO 点评

证券研究报告

软件与互联网

股份名称: 京东工业
股份代码: 7618.HK

IPO专用评级 **5.3**
— 评级基于以下标准, 最高10分
1. 公司营运 (30%) 6
2. 行业前景 (30%) 5
3. 招股估值 (20%) 4
4. 市场情绪 (20%) 6

主要发售统计数字
上市日期: 2025/12/11
发行价(港元) 12.7-15.5
发行股数, 绿鞋前(百万股) 211
— 香港公开发售: 占比 21.12; 10%
发行后股本, 无绿鞋(百万股) 2,677.15
集资金额总额, 无绿鞋(亿港元) 26.82-32.74
— 香港公开发售部分 2.68-3.27
发行后总市值, 绿鞋前(亿港元) 340-415
备考每股有形资产净值(港元) 1.43-1.69
备考市净率(倍) 8.88-9.17

保荐人 Merrill Lynch、UBS、海通国际、高盛
账簿管理人 Merrill Lynch、UBS、海通国际、高盛、华泰金德勤
会计师

资料来源: 公司招股书

王婷
tinawang@sdicsi.com.hk

京东工业 IPO 点评

公司概览

中国领先的工业供应链服务平台: 公司主要业务为工业供应链技术与服务, 通过“太璞”平台为企业客户提供供应链数智化供应链服务, 包含商品、采购、履约和运营。工业品销售品类主要分为通用MRO产品、专业MRO产品、BOM产品, 其中MRO产品指维护、维修及运行等工业场景下专业用途消耗品和设备, 典型通用MRO包括安防用品、清洁用品、搬运存储、电线电缆、焊接用品、工具、个人防护等; 专业MRO包括起重设备、化学品、仪器仪表、机械设备等; BOM为生产物料, 如电子元器件、紧固密封件等。截止2025年6月底的12个月, 京东工业SKU超8,110万个, 覆盖80个细分品类, 服务1.1万个重点企业客户。2025年上半年, 平台交易规模146亿元, 同比增17%, 其中自营交易占比约66%。

与京东集团 (9618.HK/JD.US) 的关系: 2017年7月, 京东工业作为京东集团独立业务部门运营工业供应链技术与服务业务。2023年3月, 京东集团公告拟通过港交所主板独立上市的方式拆分京东工业。据招股书, 全球发售后, 预计京东集团持股约72.34%, 京东工业仍为京东集团的子公司。

财务表现: 1H25总收入为103亿元 (图表1-2), 同同比增19%, 对比2023年/2024年收入增速为23%/18%, 其中商品销售收入96亿元, 同同比增19%, 占总收入比93%, 过去3年占比稳定, 服务收入6.7亿元, 同同比增22%, 包含交易平台收入、广告及其他收入。1H25毛利同比增31%, 毛利率18.6%, 对比1H24/2024年为16.9%/16.2%。1H25经调整净利润4.95亿元, 同同比增34%, 利润率4.8%, 对比1H24/2024年为4.3%/4.5%, 利润率呈小幅提升趋势。

行业状况及前景

工业企业降本增效需求驱动行业增长。据灼识咨询, 预计2025年中国工业供应链技术与服务市场规模约为8,000亿元, 同同比增6.6%, 预计到2029年规模增至1.1万亿元, 2025-2029E CAGR为8.3%, 增长驱动来自工业企业提升采购效率及降本增效的需求强劲, 使得线上渗透率提升。从品类结构看, 目前已通用MRO产品为主, 正向专业MRO、MBO产品升级。

看国内市场竞争格局,以2024年交易规模计, 京东工业为288亿元, 同同比增10%, 快于行业增速 (+6.2%), 占国内供应链技术与服务市场的份额为4.1%, 位列第一, 对比第二/第三/第四/第五的市场份额为1.5%/0.9%/0.5%/0.5%。其他MRO采购服务提供商包括震坤行 (ZKH.US)、西域、鑫方盛、得力集团等。

优势与机遇

中国工业供应链的中间渠道分散, 分销层级冗长, 线上交易平台公开透明, 行业线上渗透率仍有较大提升空间; 京东工业交易规模计市场份额领先; 公司的客户留存率较高。

弱项与风险

毛利率水平低于海外同业, 影响公司长期净利润率前景; 1H25来自京东集团的收入占比为36%, 对比2023/2024年为43%/40%, 仍有较大占比; 工业品价格波动、存库较大等或影响盈利水平。

招股信息

招股时间为2025年12月3日9点至12月8日中午12点, 上市交易时间为12月11日。

募集资金及用途

本次发行基石认购最高13.2亿港元，对应约1.04亿股，占全球发售股份的49.3%。7名基石投资人包括M&G、CPE Investment、晨曦投资管理、常春藤、刚睿资本、Schonfeld、Burkehill。另外设有15%超额配售。预计募资净额中位数为28.27亿港元。资金未来4-5年用途规划上，35%用于提升全链路数智化供应链解决方案，25%用于扩大产品品类和客户区域覆盖，30%用于潜在战略收购/投资，10%补充运营资金。

投资建议

招股价为12.7-15.5港元，若不考虑超额配售，预计发行后公司市值为340-415亿港元（中线为377亿元），对应1H24+1H25 12个月市盈率为29.8x-36.4x（中线为33.1x）。作为对比（图表3），国内/海外可比公司的1FY前瞻市盈率均值为29.1x/20.6x，我们认为招股价的估值溢价已部分反映公司的市场份额优势，估值在合理区间。考虑行业前景及竞争格局、公司业务前景、市场情绪，给予IPO专用评分5.3分，建议申购但谨慎融资。

公司财务概览

图表 1：分部业绩及主要经营数据

	2022	2023	2024	1H24	1H25
收入分部 (百万元)					
商品销售收入	12,935	16,120	19,170	8,070	9,582
同比		25%	19%		19%
占收入比	92%	93%	94%	94%	93%
服务收入	1,199	1,216	1,228	550	668
同比		1%	1%		22%
占收入比	8%	7%	6%	6%	7%
交易平台	644	557	410	195	208
同比		-14%	-26%		6%
广告及其他服务	555	659	818	355	460
同比		19%	24%		30%
毛利分部 (百万元)					
商品销售毛利	1,427	1,620	2,158	925	1,277
GPM	11.0%	10.0%	11.3%	11.5%	13.3%
服务收入毛利	1,114	1,179	1,155	532	625
GPM	93%	97%	94%	97%	93%
商品收入结构 (十亿元)					
通用MRO产品	9.4	10.3	11.1	4.7	5.4
专业MRO产品	2.7	4.8	6.5	2.7	3.3
BOM产品	0.8	1.0	1.6	0.7	0.9
占比：					
通用MRO产品	73%	64%	58%	58%	56%
专业MRO产品	21%	30%	34%	33%	34%
BOM产品	6%	6%	8%	9%	9%
同比：					
通用MRO产品		10%	8%		15%
专业MRO产品		78%	35%		22%
BOM产品		25%	60%		29%
交易额结构 (十亿元)					
交易额 (十亿元)	22.3	26.1	28.8	12.5	14.6
同比		17%	10%		17%
商品交易额	14.7	18.0	21.8	9.2	11.0
同比		22%	21%		20%
交易平台交易额	7.7	8.1	6.9	3.3	3.6
同比		5%	-15%		9%
归属于重点企业客户的交易额	9.5	11.6	13.1	5.3	6.8
同比		22%	13%		28%
占比	43%	44%	45%	42%	47%
归属于中小企业的交易额	6.4	8.3	9.3	3.6	5.0
同比		30%	12%		39%
占比	29%	32%	32%	29%	34%
归属于其他客户的交易额	6.4	6.2	6.4	3.6	2.7
同比		-3%	3%		-25%
占比	29%	24%	22%	29%	18%

资料来源：公司招股书，国投证券国际

图表 2: 利润表: 1H25 收入同比增 19%, 经调整净利润同比增 34%, 利润率 4.8%

百万元, 人民币	2022	2023	2024	1H24	1H25
收入	14,135	17,336	20,398	8,620	10,250
同比		23%	18%		19%
营业成本	-11,594	-14,537	-17,084	-7,163	-8,349
毛利	2,541	2,799	3,313	1,457	1,902
同比		10%	18%		31%
毛利率	18.0%	16.1%	16.2%	16.9%	18.6%
履约开支	-782	-943	-1,127	-506	-796
同比		21%	20%		57%
占收入比	5.5%	5.4%	5.5%	5.9%	7.8%
营销及市场推广开支	-565	-703	-845	-367	-486
同比		24%	20%		32%
占收入比	4.0%	4.1%	4.1%	4.3%	4.7%
研发开支	-345	-295	-289	-147	-143
同比		-14%	-2%		-3%
占收入比	2.4%	1.7%	1.4%	1.7%	1.4%
一般及行政开支	-143	-315	-194	-90	-91
同比		121%	-38%		1%
占收入比	1.0%	1.8%	0.9%	1.0%	0.9%
税前利润	-1,192	160	883	378	512
所得税	-192	-156	-121	-87	-61
净利润/亏损	-1,384	5	762	291	451
净利润率	-1.4%	-0.9%	-0.6%	-1.0%	-0.6%
经调整净利润	715	818	909	369	495
同比		14%	11%		34%
净利润率	5.1%	4.7%	4.5%	4.3%	4.8%

资料来源: 公司招股书, 国投证券国际 (注: 仅包括持续经营业绩)

估值表参考

图表 3: 估值参考

公司	股票代码	报表货币	交易货币	收盘价	年初至今	最新市值 (十亿港元)	P/E		P/S		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)	
							1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY YoY	1FY	1FY YoY
国内相关公司														
怡合达	301029 CH	CNY	CNY	26	4%	18	30.4	24.6	5.5	4.7	2,938	17%	534	32%
威亨国际	605056 CH	CNY	CNY	19	51%	9	28.0	23.2	1.7	1.4	4,433	23%	277	24%
深圳齐心集团	002301 CH	CNY	CNY	8	12%	6	29.1	24.6	0.5	0.5	11,428	0%	174	177%
震坤行	ZKH US	CNY	USD	3	-6%	5	NA	101.4	0.5	0.5	8,887	1%	-93	42%
平均							29.1	43.4	2.1	1.8				
海外相关公司														
固安捷	GWV US	USD	USD	961	-9%	356	24.4	22.0	2.5	2.4	17,934	4%	1,882	-2%
西科国际	WCC US	USD	USD	266	47%	101	19.9	16.3	0.6	0.5	23,392	7%	663	7%
MSC Industrial Direct	MSM US	USD	USD	86	15%	37	20.1	17.8	1.2	1.1	3,969	5%	238	13%
三佳集团	9962 JP	JPY	JPY	2,237	-9%	32	18.1	15.6	1.5	1.4	430,400	7%	32,860	-10%
平均							20.6	17.9	1.4	1.4				

资料来源: 彭博, 国投证券国际 (注: 截至 2025 年 12 月 02 日)

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多为董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传递至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010