

国补高基数或制约短期业绩释放

华泰研究

2025年12月21日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

据国家统计局数据,10/11月家电品类零售额分别同比下滑14.6%/19.4%,体现出2024年9月以来国补行动对家电品类销售形成的高基数效应。考虑到京东平台在国补行动中扮演的重要角色,我们预计4Q25京东零售或面临一定的收入和利润增长压力。我们预计京东集团4Q25总收入同增0.4%至3,484亿元(3Q25: +14.9%),经调整净利润10亿元;其中京东零售分部收入同比-2.9%至2,981亿元(3Q25: +11.4%),环比降速主因带电品类销售收入增速承压,我们预计京东零售分部经营利润80亿元,对应经营利润率2.7%,同比下滑0.6pp。展望后续,建议持续关注:1)外卖业务在迈出早期高投入阶段后的经营效率持续优化进程,以及平台新用户交叉销售至电商业务的有效性和中长期留存效果;2)2026年带电品类的潜在消费刺激政策;3)海外等其他新业务的进展情况。我们期待以上相关业务的积极进展支持其基本面兑现。维持“买入”评级。

家电品类销售高基数形成短期增长压力

据国家统计局数据,2025年11月社零总额同增1.3%,环比10月的2.9%有所下降;线上实物商品零售额11M25累计同增5.7%(1H25: +6.0% yoy),对应11月单月同增1.5%,较10月的4.9%边际放缓,部分反映电商双十一大促提前的影响。线上实物商品零售额10+11两月合计同增3.0%,较3Q25的7.5%有所放缓,或部分反映国补品类(家电、汽车等)的高基数影响。家用电器和音像器材类2025年11月零售总额同比-19.4%,自10月同比增速转负后高基数压力进一步走高。展望后续,考虑2024年12月部分抢购国补额度需求的释放(家电品类零售额单月同增39.3%),我们认为在较高基数压力下,带电品类需求修复的节奏或需进一步观察。

期待后续内需政策的进一步发力

2025年12月10-11日的中央经济工作会议指出,2026年将持续扩大内需、扩大优质商品和服务供给并优化“两新”政策实施。据新华社,中央财办有关负责人表示,扩大内需是明年排在首位的重点任务。若“两新”政策进一步延续,内需得到进一步改善,我们预计可选消费品类业务占比较高的京东零售业绩或得到进一步支撑。

盈利预测与估值

我们调整公司2025/2026/2027年非GAAP归母净利润预测-10.9/-39.4/-18.0%至271/231/419亿元,调整主因国补效用退坡后的经营去杠杆,此外新业务的持续探索或对利润表现形成一定拖累。基于SOTP估值的目标价为每ADS 38.70美元(前值: 51.04美元),每普通股150.58港元(前值: 198.32港元)。

风险提示:以旧换新政策效用退坡,电商行业竞争加剧,外卖投入高于预期。

	9618 HK	JD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 150.58	美元: 38.70

夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

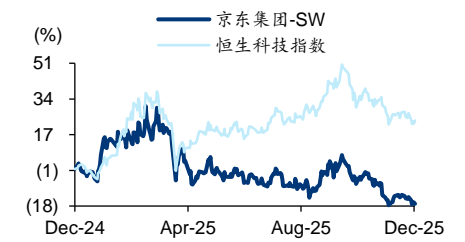
侯杰 研究员
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

曹卓铭 联系人
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
收盘价(截至12月19日)	111.30	28.82
市值(百万)	354,775	40,896
6个月平均日成交额(百万)	1,747	419.21
52周价格范围	109.90-180.80	28.21-45.14

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	1,305	1,401	1,524
+/-%	6.84	12.63	7.34	8.77
归母净利润(十亿)	41	23	21	39
+/-%	71.14	(43.54)	(11.13)	89.64
归母净利润(调整后,十亿)	48	27	23	42
+/-%	35.87	(43.42)	(14.75)	81.72
EPS(调整后,最新摊薄)	16.03	9.07	7.73	14.05
PE(调整后,倍)	6.79	11.99	14.07	7.74
PB(倍)	1.27	1.14	1.06	0.94
ROE(调整后,%)	20.25	10.74	8.42	13.90
EV EBITDA(倍)	6.85	10.48	9.99	6.41
股息率(%)	3.76	2.16	1.84	3.34

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整

我们微调京东集团 2025/2026/2027 年收入预测-1.9/-2.9/-3.0%至 1.3/1.4/1.5 万亿元，主因带电品类商品销售收入预期的下修。

我们调整京东集团 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利率预测至 2.1/1.6/2.8%（前值：2.3/2.6/3.3%），调整主因带电品类的需求修复仍需一定时间，此外新业务的持续探索或对利润表现形成一定拖累。

图表1：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	1,330.1	1,305.2	-1.9%	1,442.2	1,401.0	-2.9%	1,571.3	1,523.9	-3.0%
毛利润	205.2	200.3	-2.4%	224.6	195.7	-12.8%	246.0	230.4	-6.3%
经营利润	4.2	3.1	-26.2%	24.2	8.1	-66.6%	39.2	29.8	-23.9%
GAAP 归母净利润	25.7	23.4	-8.8%	34.7	20.8	-40.2%	47.5	39.4	-17.2%
非 GAAP 归母净利润	30.5	27.1	-10.9%	38.1	23.1	-39.4%	51.1	41.9	-18.0%
(%)	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%	15.3%	(0.1)	15.6%	14.0%	(1.6)	15.7%	15.1%	(0.6)
经营利润率	0.3%	0.2%	(0.1)	1.7%	0.6%	(1.1)	2.5%	2.0%	(0.5)
归母净利润率	1.9%	1.8%	(0.1)	2.4%	1.5%	(0.9)	3.0%	2.6%	(0.4)
非 GAAP 归母净利润率	2.3%	2.1%	(0.2)	2.6%	1.6%	(1.0)	3.3%	2.8%	(0.5)

资料来源：华泰研究预测

图表2：京东核心预测假设

(人民币十亿)	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
京东集团总收入	1,158.8	1,305.2	1,401.0	1,523.9	347.0	301.1	356.7	299.1	348.4
同比增速	6.8%	12.6%	7.3%	8.8%	13.4%	15.8%	22.4%	14.9%	0.4%
非 GAAP 净利润	47.8	27.1	23.1	41.9	11.3	12.8	7.4	5.8	1.0
同比增速	35.9%	-43.4%	-14.7%	81.7%	34.2%	43.4%	-48.9%	-56.0%	-91.3%
非 GAAP 净利润率	4.1%	2.1%	1.6%	2.8%	3.3%	4.2%	2.1%	1.9%	0.3%
京东零售收入	1,015.9	1,122.6	1,190.0	1,257.8	307.1	263.8	310.1	250.6	298.1
同比增速	7.5%	10.5%	6.0%	5.7%	14.7%	16.3%	20.6%	11.4%	-2.9%
零售经营利润	41.1	49.6	50.0	54.7	10.0	12.8	13.9	14.8	8.0
同比增速	14.3%	20.8%	0.7%	9.5%	44.7%	37.8%	37.9%	27.7%	-20.2%
零售经营利润率	4.0%	4.4%	4.2%	4.4%	3.3%	4.9%	4.5%	5.9%	2.7%

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 38.70 美元（前值：51.04 美元），每普通股 150.58 港元（前值：198.32 港元），目标价对应 17.7/9.7x 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 23.77 美元（前值：33.63 美元），每普通股 92.48 港元（前值：130.66 港元），基于非 GAAP 口径下 8.0 倍 2026 年预测 PE（前值：10.0 倍），低于可比公司均值 14.0 倍 2026 年预测 PE，折价主因即时零售投入对公司利润或形成一定拖累，且即时零售对远场电商的协同效果强度仍待验证；估值倍数下调主因业务收入增速和利润预期有所下降，且可比公司估值中枢有所下降。

2) 给予子公司和投资业务目标价每 ADS 14.93 美元（前值：17.41 美元），每普通股 58.09 港元（前值：67.66 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3: 京东分部估值

板块	2026E 净利润, 人		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,		每股价值, 港币
	人民币百万						价值, 美元百万	美元	
京东零售 (不包括已上市子公司部分)	31,285		8.0	35,464	100%		35,464	23.77	92.48
子公司&投资							22,277	14.93	58.09
总估值, 百万元美元							57,741		
稀释后总 ADS 数, 百万股							1,492		
每股价值								38.70	150.58

注: 1) 京东零售净利润的计算已剔除已上市子公司部分, 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 12 月 19 日收盘, 其余截至 12 月 19 日收盘; 3) 汇率假设: 美元/人民币=7.1, 基于 12 月 19 日人民币兑美元中间价, 港元/人民币=0.91。

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表4: 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	149.8	334,682	2.3	2.1	1.9	8.2	20.0	16.9	13.2	3.6
拼多多	PDD US	109.5	155,465	2.6	2.2	2.0	12.6	10.0	8.8	7.3	7.5
唯品会	VIPS US	19.1	9,436	0.6	0.6	0.6	1.2	7.8	7.4	7.3	0.6
美团	3690 HK	102.70	80,620	1.6	1.4	1.2	12.1	-	73.6	14.5	(3.1)
Amazon	AMZN US	227.4	2,430,421	3.4	3.1	2.7	11.5	24.8	22.6	18.5	18.9
eBay	EBAY US	84.7	38,266	3.5	3.3	3.2	5.5	15.0	14.6	13.7	4.7
平均值				2.5	2.3	2.1	7.8	15.5	14.0	12.0	7.1

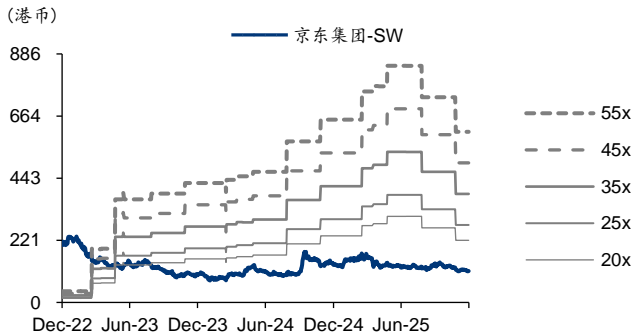
注: 港股数据截至 12 月 19 日收盘, 美股数据截止 12 月 19 日收盘。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, Wind, 华泰研究

风险提示

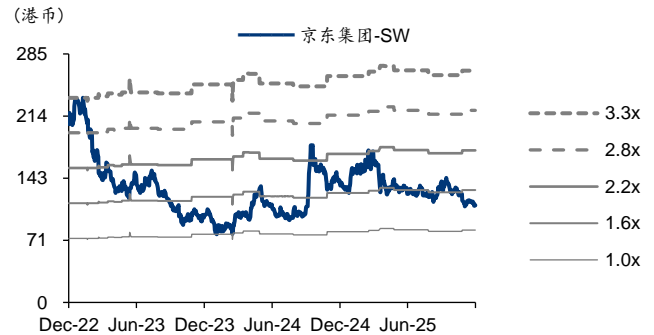
外卖投入高于预期, 以旧换新政策效用退坡, 电商行业竞争加剧。

图表5: 京东集团-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 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	1,305,234	1,400,991	1,523,875
销售成本	(924,958)	(974,951)	(1,104,926)	(1,205,276)	(1,293,473)
毛利	159,704	183,868	200,309	195,715	230,402
销售及分销成本	(40,133)	(47,953)	(79,597)	(71,235)	(77,483)
管理费用	(9,710)	(8,888)	(11,367)	(8,962)	(9,748)
其他收入/支出	7,496	13,371	18,900	13,000	13,325
财务成本净额	(2,881)	(2,896)	(2,606)	(2,476)	(2,352)
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	27,885	26,249	47,667
税费开支	(8,393)	(6,878)	(2,510)	(3,675)	(6,673)
少数股东损益	(910.00)	3,301	2,025	1,823	1,640
净利润	24,167	41,359	23,351	20,752	39,353
Non-GAAP 调整项	11,033	6,468	3,708	2,316	2,565
调整后净利润	35,200	47,827	27,058	23,068	41,918
折旧和摊销	(8,292)	(8,904)	(10,869)	(17,395)	(24,400)
EBITDA	42,823	63,338	41,361	46,121	74,420
EPS (人民币, 基本)	8.10	13.86	7.83	6.96	13.19

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	69,625	70,996	71,584
应收账款和票据	35,941	41,547	45,501	47,492	50,238
现金及现金等价物	71,892	108,350	113,327	88,701	75,174
其他流动资产	131,919	147,475	155,047	161,036	166,378
总流动资产	307,810	386,698	383,501	368,225	363,374
固定资产	79,955	88,901	143,294	195,948	247,742
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	365,929	418,583	470,377
总资产	628,958	698,234	749,430	786,808	833,751
应付账款	208,822	238,248	260,777	274,752	284,916
短期借款	5,034	7,581	7,581	7,581	7,581
其他负债	51,794	53,692	58,259	61,196	63,388
总流动负债	265,650	299,521	326,617	343,528	355,885
长期债务	45,231	49,811	49,811	49,811	49,811
其他长期债务	21,697	35,605	35,668	35,710	35,763
总长期负债	66,928	85,416	85,479	85,521	85,574
股本	614.00	484.00	484.00	484.00	484.00
储备/其他项目	231,858	239,347	263,383	283,808	318,342
股东权益	232,472	239,831	263,867	284,292	318,826
少数股东权益	63,908	73,466	73,466	73,466	73,466
总权益	296,380	313,297	337,333	357,758	392,292

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12.64	7.39	12.90	14.51	7.65
PB	1.31	1.27	1.14	1.06	0.94
调整后 PE (倍)	9.22	6.79	11.99	14.07	7.74
调整后 ROE	15.77	20.25	10.74	8.42	13.90
EV EBITDA	10.22	6.85	10.48	9.99	6.41
股息率 (%)	3.53	3.76	2.16	1.84	3.34
自由现金流收益率 (%)	7.40	13.34	11.48	3.18	8.68

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	41,361	46,121	74,420
融资成本	2,881	2,896	2,606	2,476	2,352
营运资本变动	15,504	(2,314)	37,485	10,176	6,247
税费	(8,393)	(6,878)	(2,510)	(3,675)	(6,673)
其他	6,706	1,053	4,231	1,253	982.39
经营活动现金流	59,521	58,095	83,173	56,352	77,328
CAPEX	(25,353)	(10,804)	(39,157)	(42,030)	(45,716)
其他投资活动	(34,190)	9,933	(32,387)	(33,297)	(34,868)
投资活动现金流	(59,543)	(871.00)	(71,544)	(75,327)	(80,584)
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)	(6,494)	(5,536)
其他融资活动现金流	(444.00)	(17,201)	4,827	842.40	(4,734)
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(6,652)	(5,652)	(10,270)
现金变动	(5,830)	36,220	4,977	(24,627)	(13,527)
年初现金	85,156	79,451	115,671	120,648	96,022
汇率波动影响	125.00	98.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	79,398	115,671	120,648	96,022	82,495

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	12.63	7.34	8.77
毛利	8.59	15.13	8.94	(2.29)	17.72
营业利润	31.95	48.84	(92.02)	161.19	269.14
净利润	132.82	71.14	(43.54)	(11.13)	89.64
调整后净利润	24.73	35.87	(43.42)	(14.75)	81.72
EPS (基本)	132.82	71.14	(43.54)	(11.13)	89.64
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.72	15.87	15.35	13.97	15.12
EBITDA	3.95	5.47	3.17	3.29	4.88
净利润率	2.23	3.57	1.79	1.48	2.58
调整后净利润率	3.25	4.13	2.07	1.65	2.75
ROE	10.83	17.51	9.27	7.57	13.05
调整后 ROE	15.77	20.25	10.74	8.42	13.90
ROA	3.95	6.23	3.23	2.70	4.86
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(9.30)	(21.25)	(21.20)	(11.01)	(5.58)
流动比率	1.16	1.29	1.17	1.07	1.02
速动比率	0.90	0.99	0.96	0.87	0.82
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.77	1.75	1.80	1.82	1.88
应收账款周转天数	11.89	12.04	12.00	11.95	11.54
应付账款周转天数	80.35	82.54	81.29	79.98	77.88
存货周转天数	28.41	29.06	25.89	21.00	19.84
现金转换周期	(40.05)	(41.45)	(43.40)	(47.03)	(46.50)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	8.10	13.86	7.83	6.96	13.19
EPS (调整后, 基本)	11.80	16.03	9.07	7.73	14.05
每股净资产	77.91	80.38	88.44	95.28	106.86

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