

1Q26 前瞻：外卖稳步减亏

华泰研究

2026 年 4 月 15 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

得益于带电品类和日百品类的增速环比修复，我们预计 1Q26 京东零售业务有望恢复收入正向增长。同时，在更为理性的竞争环境下，京东外卖业务正持续优化经营效率，并在商业化能力改善的支撑下兑现健康的减亏提效趋势，进一步为集团利润的稳健表现提供支持。在外围地缘政治风险波动期间，我们认为京东集团较低的估值水平叠加优渥的股东回报力度可以进一步凸显其估值性价比。展望后续，外卖业务的减亏曲线与国内带电品类业务高基数压力的消化节奏仍是其基本面稳健性的重要关注点，而海外业务的并购进展及发展计划有望成为额外的长期叙事与估值期权。维持“买入”评级。

1Q26 前瞻：预计零售收入正向增长，经营利润同比保持稳健

我们预计京东集团 1Q26 总收入同增 3.8% 至 3,126 亿元 (4Q25: +1.5% yoy)，集团收入在零售收入增速回正和外卖业务增量收入贡献的帮助下或将实现正向增长。我们预计京东零售分部收入同比增长 0.7% 至 2,657 亿元，主要得益于日百品类的稳健增长 (+13.0% yoy)，这归功于持续打磨的日百供应链实力以及零售业务用户流量的健康增长。我们预计 1Q26 带电品类收入跌幅或收窄至 8.5% (4Q25: -12.0% yoy)，主因国补行动的重新续力与高基数压力的边际缓解等。我们预计京东零售分部 1Q26 经营利润实现 128 亿元，同比基本持平，主要反映相对高利润率品类/广告收入的结构占比提升的帮助。新业务中，我们预计 1Q26 外卖业务亏损额约为 80 亿元 (4Q25: 我们估算为 100+亿元)，实现了健康的减亏趋势。考虑到其外卖业务布局较晚、单均亏损金额绝对值较同行更高，我们预期京东外卖业务或有机会在竞争环境更趋理性的情况下兑现优于部分同行的减亏幅度。展望后续，外卖业务若实现效率超预期改善，则亦有望为集团利润表现带来超预期推动。

超长期特别国债资金续期，助力国补行动平稳推进

据新华社报道，2026 年 1-3 月份，6 类家电以旧换新、数码和智能产品购新共销售 5952.5 万台，带动销售额 2044.8 亿元。其中，6 类家电以旧换新销售 2320.5 万台，带动销售额 954.3 亿元；数码和智能产品购新销售 3632 万件，带动销售额 1090.5 亿元。而据人民网 2026 年 4 月 10 日报道，国家发展改革委同财政部向地方下达了今年第二批 625 亿元超长期特别国债资金，支持地方继续平稳有序实施消费品以旧换新政策。4Q24 至 2025 年底国补资金有所波动的消耗节奏将为京东零售带电品类 2026 年季度间的增速带来一定短期波动影响，但伴随 2026 年以来更为平稳的国补政策扶持，我们预计未来 2H26 京东带电品类的增速趋势亦有望逐步平滑。

盈利预测与估值

我们维持京东集团 2026/2027/2028 年非 GAAP 归母净利润预测 282/456/574 亿元不变。基于 SOTP 估值的目标价为每 ADS 39.68 美元 (前值: 37.83 美元)，每普通股 155.35 港元 (前值: 147.88 港元)。当前公司股份交易在 2026-2027 年 11.1/6.9 倍调整后 PE，结合其较好的股东回报举措 (我们估算 2025 年其年化股东回报率约为 10%) 和外卖业务减亏带来的利润潜在修复空间，其当前估值具有较好的相对性价比。

风险提示：外卖减亏不及预期，以旧换新政策效用退坡，电商行业竞争加剧。

	9618 HK	JD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 155.35	美元: 39.68

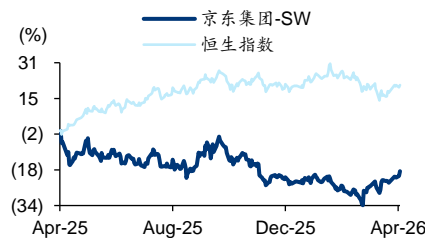
夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

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

基本数据

(港币/美元)	9618 HK	JD US
收盘价 (截至 4 月 14 日)	115.40	28.94
市值 (百万)	367,844	39,677
6 个月平均日均成交额 (百万)	1,304	302.31
52 周价格范围	95.90-149.50	23.68-37.95

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (十亿)	1,309	1,399	1,521	1,639
+/-%	12.97	6.86	8.73	7.75
归母净利润 (十亿)	20	22	39	51
+/-%	(52.54)	11.87	77.62	29.61
归母净利润 (调整后, 十亿)	27	28	46	57
+/-%	(43.48)	4.42	61.39	25.95
EPS (调整后, 最新摊薄)	9.08	9.48	15.30	19.27
PE (调整后, 倍)	11.61	11.11	6.89	5.47
PB (倍)	1.39	1.22	1.07	0.93
ROE (调整后, %)	11.63	11.97	17.26	18.95
EV EBITDA (倍)	12.88	7.73	4.46	2.95
股息率 (%)	2.08	2.25	3.63	4.57

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 2026/2027/2028 年收入预测-0.1/+0.2/+0.4%至 1.4/1.5/1.6 万亿元。

我们维持京东集团 2026/2027/2028 年非 GAAP 归母净利润预测 282/456/574 亿元不变。

图表1：华泰预测变动

(人民币十亿)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	1,400.8	1,398.9	-0.1	1,518.5	1,521.0	0.2	1,631.6	1,638.9	0.4
毛利润	199.3	199.0	-0.1	231.3	231.6	0.1	252.6	253.5	0.4
经营利润	11.7	11.7	0.0	31.4	31.4	0.0	44.7	44.7	0.0
GAAP 归母净利润	22.0	22.0	0.0	39.0	39.0	0.0	50.6	50.6	0.0
非 GAAP 归母净利润	28.2	28.2	0.0	45.6	45.6	0.0	57.4	57.4	0.0
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	14.2%	14.2%	0.0	15.2%	15.2%	0.0	15.5%	15.5%	0.0
经营利润率	0.8%	0.8%	0.0	2.1%	2.1%	0.0	2.7%	2.7%	0.0
归母净利润率	1.6%	1.6%	0.0	2.6%	2.6%	0.0	3.1%	3.1%	0.0
非 GAAP 归母净利润率	2.0%	2.0%	0.0	3.0%	3.0%	0.0	3.5%	3.5%	0.0

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)	2025	2026E	2027E	2028E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E
京东集团总收入	1,309.1	1,398.9	1,521.0	1,638.9	301.1	356.7	299.1	352.3	312.6
同比增速	13.0%	6.9%	8.7%	7.7%	15.8%	22.4%	14.9%	1.5%	3.8%
非 GAAP 净利润	27.0	28.2	45.6	57.4	12.8	7.4	5.8	1.1	5.5
同比增速	-43.5%	4.4%	61.4%	25.9%	43.4%	-48.9%	-56.0%	-90.4%	-57.1%
非 GAAP 净利润率	2.1%	2.0%	3.0%	3.5%	4.2%	2.1%	1.9%	0.3%	1.8%
京东零售收入	1,126.4	1,177.1	1,232.4	1,286.6	263.8	310.1	250.6	301.9	265.7
同比增速	10.9%	4.5%	4.7%	4.4%	16.3%	20.6%	11.4%	-1.7%	0.7%
零售经营利润	51.4	54.1	57.3	60.5	12.8	13.9	14.8	9.8	12.8
同比增速	25.1%	5.3%	5.8%	5.5%	37.8%	37.9%	27.7%	-2.5%	-0.7%
零售经营利润率	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.9%	4.5%	5.9%	3.2%	4.8%

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 39.68 美元（前值：37.83 美元），每普通股 155.35 港元（前值：147.88 港元），目标价对应 13.9x/8.6x 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 24.76 美元（前值：24.59 美元），每普通股 96.94 港元（前值：96.13 港元），基于非 GAAP 口径下 7.0 倍 2026 年预测 PE（不变），低于可比公司均值 14.4 倍 2026 年预测 PE，折价主因即时零售行业竞争激烈，以及京东 2026 年或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 14.92 美元（前值：13.24 美元），每普通股 58.41 港元（前值：51.75 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	目标估值倍数	估值		归属于京东集团的价值		每 ADR 价值	每股价值
	人民币百万	(x)	美元百万	持股比例	持有折让	美元百万	美元	港币
京东零售 (不包括京东健康和京东工业)	35,075	7.0	35,761	100%		35,761	24.76	96.94
子公司&投资						21,549	14.92	58.41
京东健康			19,489	67%	30%	9,194	6.37	24.92
京东物流			13,009	63%	30%	5,777	4.00	15.66
万物新生			4,954	71%	30%	2,460	1.70	6.67
易鑫集团			1,032	32%	30%	232	0.16	0.63
京东产发			1,880	15%	30%	199	0.14	0.54
京东工业			7,027	75%	30%	3,687	2.55	9.99
总估值, 百万美元						57,309		
稀释后总 ADS 数, 百万股							1,444	
每股价值							39.68	155.35

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 4 月 13 日收盘，其余截至 4 月 14 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=6.9，基于 4 月 13 日人民币兑美元中间价，港币/人民币=0.9，基于 4 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

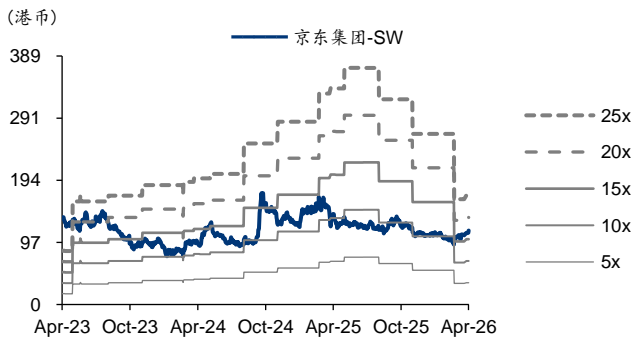
公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2026-2028E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2026-2028E
				2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E	
阿里巴巴	BABA US	128.0	285,192	1.8	1.6	1.4	10.8	17.7	12.9	9.1	29.0
拼多多	PDD US	100.8	142,206	2.0	1.8	1.6	11.8	8.1	7.0	6.1	14.5
唯品会	VIPS US	14.8	7,219	0.5	0.4	0.4	2.0	5.6	5.4	5.3	2.2
美团	3690 HK	86.45	69,399	1.2	1.0	0.9	11.7	-	17.2	11.6	-
Amazon	AMZN US	239.9	2,563,599	3.2	2.8	2.5	12.0	25.0	20.7	17.1	15.2
eBay	EBAY US	98.2	42,739	3.6	3.4	3.2	5.9	15.7	14.6	13.6	6.7
平均值				2.2	2.0	1.9	8.5	14.4	12.1	10.2	13.5

注：港股数据截至 4 月 14 日收盘，美股数据截止 4 月 13 日收盘。
资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

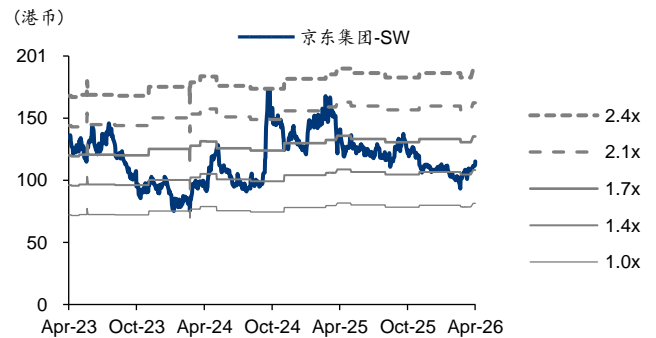
外卖减亏不及预期，以旧换新政策效用退坡，电商行业竞争加剧。

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,158,819	1,309,085	1,398,923	1,521,044	1,638,897
销售成本	(974,951)	(1,099,057)	(1,199,881)	(1,289,422)	(1,385,354)
毛利润	183,868	210,028	199,042	231,621	253,543
销售及分销成本	(47,953)	(83,953)	(71,188)	(77,402)	(76,844)
管理费用	(8,888)	(11,980)	(8,999)	(9,785)	(10,543)
其他收入/支出	13,371	17,327	13,000	13,325	13,658
财务成本净额	(2,896)	(2,803)	(2,663)	(2,530)	(2,403)
应占联营公司利润及亏损	2,327	8,025	7,223	6,500	5,850
税前利润	51,538	25,323	29,211	48,665	61,764
税费开支	(6,878)	(2,181)	(4,089)	(6,813)	(8,647)
少数股东损益	(3,301)	(3,511)	(3,160)	(2,844)	(2,560)
归母净利润	41,359	19,631	21,961	39,008	50,558
Non-GAAP 调整项	6,468	7,401	6,266	6,548	6,820
调整后净利润	47,827	27,032	28,227	45,556	57,378
折旧和摊销	(8,904)	(4,479)	(12,178)	(13,579)	(15,097)
EBITDA	63,338	32,605	44,052	64,774	79,265
EPS (人民币, 基本)	13.89	6.59	7.37	13.10	16.98

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	89,326	95,428	70,773	71,238	71,784
应收账款和票据	41,547	45,231	47,048	49,584	51,801
现金及现金等价物	108,350	137,488	220,041	273,390	331,165
其他流动资产	147,475	96,274	72,597	59,985	52,619
总流动资产	386,698	374,421	410,460	454,197	507,369
固定资产	88,901	97,852	99,682	101,288	102,507
无形资产	33,502	34,014	34,014	34,014	34,014
其他长期资产	189,133	188,914	188,914	188,914	188,914
总长期资产	311,536	320,780	322,610	324,216	325,435
总资产	698,234	695,201	733,069	778,413	832,804
应付账款	238,248	235,103	248,242	257,016	266,104
短期借款	7,581	8,014	8,014	8,014	8,014
其他负债	53,692	62,955	65,978	68,059	70,219
总流动负债	299,521	306,072	322,234	333,089	344,337
长期债务	49,811	65,383	65,383	65,383	65,383
其他长期债务	35,605	29,963	29,963	29,963	29,963
总长期负债	85,416	95,346	95,346	95,346	95,346
股本	484.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	239,347	225,040	246,746	281,235	324,378
股东权益	239,831	225,040	246,746	281,235	324,378
少数股东权益	73,466	68,743	68,743	68,743	68,743
总权益	313,297	293,783	315,489	349,978	393,121

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	7.64	15.88	13.72	7.72	5.96
PB	1.32	1.39	1.22	1.07	0.93
调整后 PE (倍)	6.56	11.61	11.11	6.89	5.47
调整后 ROE	20.25	11.63	11.97	17.26	18.95
EV EBITDA	6.86	12.88	7.73	4.46	2.95
股息率 (%)	3.63	2.08	2.25	3.63	4.57
自由现金流收益率 (%)	13.32	3.46	20.74	16.71	20.62

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	63,338	32,605	44,052	64,774	79,265
融资成本	2,896	2,803	2,663	2,530	2,403
营运资本变动	(2,314)	(11,168)	35,691	5,390	5,980
税费	(6,878)	(2,181)	(4,089)	(6,813)	(8,647)
其他	1,053	(3,068)	1,095	677.79	1,306
经营活动现金流	58,095	18,991	79,412	66,558	80,308
CAPEX	(10,804)	(7,855)	(8,405)	(9,111)	(9,790)
其他投资活动	9,933	49,687	18,463	7,062	1,311
投资活动现金流	(871.00)	41,832	10,058	(2,050)	(8,479)
债务增加量	7,127	16,005	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(130.00)	(484.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(10,800)	(11,478)	(6,488)	(6,775)	(10,934)
其他融资活动现金流	(17,201)	(30,771)	(429.03)	(4,385)	(3,120)
融资活动现金流	(21,004)	(26,728)	(6,917)	(11,160)	(14,053)
现金变动	36,220	34,095	82,553	53,349	57,775
年初现金	79,451	115,716	149,625	232,178	285,527
汇率波动影响	98.00	(186.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	115,716	149,625	232,178	285,527	343,302

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	6.84	12.97	6.86	8.73	7.75
毛利润	15.13	14.23	(5.23)	16.37	9.46
营业利润	48.84	(92.84)	320.01	169.25	42.36
净利润	71.14	(52.54)	11.87	77.62	29.61
调整后净利润	35.87	(43.48)	4.42	61.39	25.95
EPS (基本)	71.14	(52.54)	11.87	77.62	29.61
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.87	16.04	14.23	15.23	15.47
EBITDA	5.47	2.49	3.15	4.26	4.84
净利润率	3.57	1.50	1.57	2.56	3.08
调整后净利润率	4.13	2.06	2.02	3.00	3.50
ROE	17.51	8.45	9.31	14.78	16.70
调整后 ROE	20.25	11.63	11.97	17.26	18.95
ROA	6.23	2.82	3.08	5.16	6.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(21.25)	(28.48)	(59.43)	(71.11)	(79.47)
流动比率	1.29	1.22	1.27	1.36	1.47
速动比率	0.99	0.91	1.05	1.15	1.26
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.75	1.88	1.96	2.01	2.03
应收账款周转天数	12.04	11.93	11.87	11.44	11.14
应付账款周转天数	82.54	77.52	72.51	70.53	67.97
存货周转天数	29.06	30.26	24.93	19.82	18.58
现金转换周期	(41.45)	(35.33)	(35.70)	(39.27)	(38.25)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	13.89	6.59	7.37	13.10	16.98
EPS (调整后, 基本)	16.06	9.08	9.48	15.30	19.27
每股净资产	80.53	75.57	82.86	94.44	108.92

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2026年华泰证券股份有限公司