

新业务减亏卓有成效

华泰研究

2026年5月13日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

京东 1Q26 营收同增 4.9%至 3,157 亿元，优于 VA 一致预期（下同）/华泰预测的+3.5/+3.8%，非 GAAP 归母净利润 74 亿元，同比-42.2%，优于一致预期/华泰预测的 54/55 亿元，主因零售板块经营利润好于预期和新业务的稳步减亏。展望后续，1) 业绩端：我们认为尽管 2Q26 受家电等品类的国补高基数影响，公司收入增速短期或有一定波动，但 2H 更为友好的基数效应有望助力其自 2Q26 起兑现增速环比改善势头。利润层面，公司去年 2 季度同期进入外卖业务重度投入期，当前良好的业务减亏势头有望助力集团经调整净利润自 2Q 起恢复正增长。) 估值端：建议关注国内 PPI 恢复对顺周期资产的盈利预期修复带动及估值倍数拉动，以及海外新业务的进展节奏。截止 1Q26，公司回购计划余额 14 亿美金（有效期至 2027 年 8 月），叠加其年度股息政策，我们预估综合股东回报率或达 5.3-9.7%。优渥的股东回报可为公司估值提供一定安全支撑。维持“买入”评级。

带电品类增长边际修复，日百品类延续稳健增长势头

1Q26 京东零售总收入 2,686 亿元，同比+1.8%，板块经营利润 150 亿元，同比+16.5%，优于一致预期的同比-1.6%，我们认为主因京东零售运营效率的提升及广告等较高利润率业务的超预期增长，两者共同推动其毛利率的稳步改善。品类方面，1Q26 带电品类收入同比-8.4%至 1,322 亿元（4Q25: -12.0%），反映出国补的高基数效应边际减弱。管理层在 1Q26 业绩会上预计（口径下同）带电品类在 2Q26 仍将受到高基数的影响而阶段性承压，但对 2H26 带电品类实现更强劲的表现保持信心；1Q26 日用百货品类收入同增 14.9%至 1,126 亿元，由商超、医疗健康、家居用品、服装等多品类共同带动。1Q26 公司广告及佣金收入同比增长 18.8%，且外卖业务在第一季度已为广告收入贡献了额外 3 个百分点的增量。

用户健康增长，新业务运营效率稳步提升

管理层在业绩会上表示：1) 用户层面，1Q26 季度活跃用户数和年度活跃用户数均同比增长超过 20%，年度活跃用户数创历史新高。用户购物频次同比提升 37%；2) 外卖业务，在维持健康订单量的同时，实现了迄今最大幅度的环比亏损收窄，并持续提升运营效率。我们估算 1Q26 公司外卖业务亏损 80 亿元（vs 4Q25: 亏损 100+亿元）；3) 海外业务，Joybuy 自 3 月正式上线以来势头良好，订单量及用户留存表现健康。截至 1Q26，其当日达及次日达配送服务已覆盖 30 余座欧洲主要城市，累计服务人口总计超过 4000 万。

盈利预测与估值

我们调整公司 2026-2028 年非 GAAP 归母净利润预测+11.1/+1.2/+0.4%至 313/462/576 亿元，主因京东零售业绩的稳健释放及外卖业务的持续减亏。我们基于 SOTP 估值目标价每 ADS 39.73 美元（前值：39.68 美元），每普通股 155.54 港元（前值：155.35 港元）。

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: 155.54	美元: 39.73

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 研究员
SAC No. S0570526020004 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 5 月 12 日)	118.40	30.53
市值(百万)	333,686	41,854
6 个月平均日成交额(百万)	1,285	291.08
	95.90-143.8	
52 周价格范围	0 23.68-36.80	

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	1,393	1,515	1,632
+/-%	12.97	6.39	8.79	7.71
归母净利润(十亿)	20	24	40	51
+/-%	(52.54)	21.96	65.53	28.29
归母净利润(调整后,十亿)	27	31	46	58
+/-%	(43.48)	15.95	47.29	24.87
EPS(调整后,最新摊薄)	9.08	10.53	15.50	19.36
PE(调整后,倍)	10.81	9.32	6.33	5.07
PB(倍)	1.42	1.24	1.09	0.95
ROE(调整后,%)	11.63	13.24	17.36	18.89
EV EBITDA(倍)	10.28	6.59	3.90	2.51
股息率(%)	2.03	2.43	3.59	4.48

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

1Q26 业绩回顾

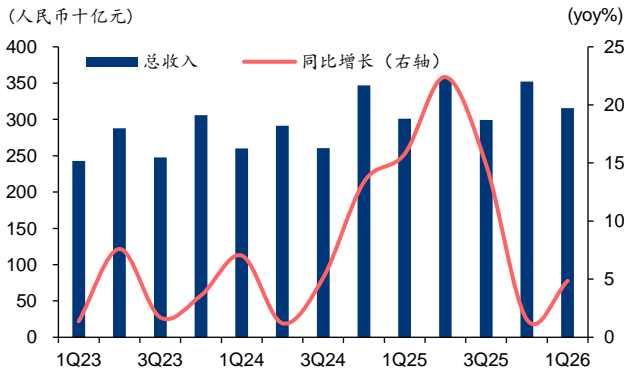
图表1: 京东核心业绩回顾

(人民币十亿)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	华泰预测	vs 华泰预测
京东集团总收入	356.7	299.1	352.3	315.7	312.6	1.0%
同比增长	22.4%	14.9%	1.5%	4.9%	3.8%	1.1pct
非 GAAP 净利润	7.4	5.8	1.1	7.4	5.5	34.2%
同比增长	-48.9%	-56.0%	-90.4%	-42.2%	-57.1%	14.9pct
非 GAAP 净利润率	2.1%	1.9%	0.3%	2.3%	1.8%	0.5pct
京东零售收入	310.1	250.6	301.9	268.6	265.7	1.1%
同比增长	20.6%	11.4%	-1.7%	1.8%	0.7%	1.1pct
零售经营利润	13.9	14.8	9.8	15.0	12.8	16.9%
同比增长	37.9%	27.7%	-2.5%	16.5%	-0.7%	17.2pct
经营利润率	4.5%	5.9%	3.2%	5.6%	4.8%	0.8pct

注: 华泰预测值为 2026 年 4 月 14 日报告更新值;

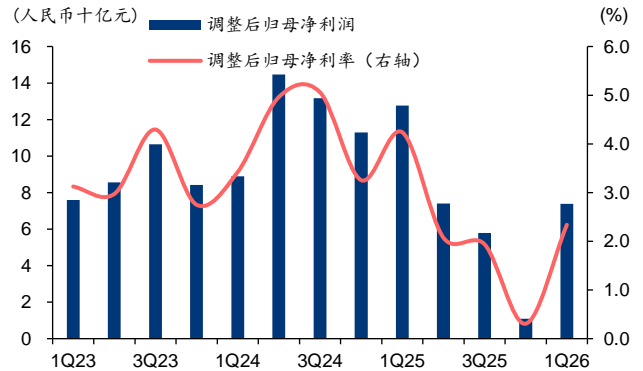
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 京东集团: 收入



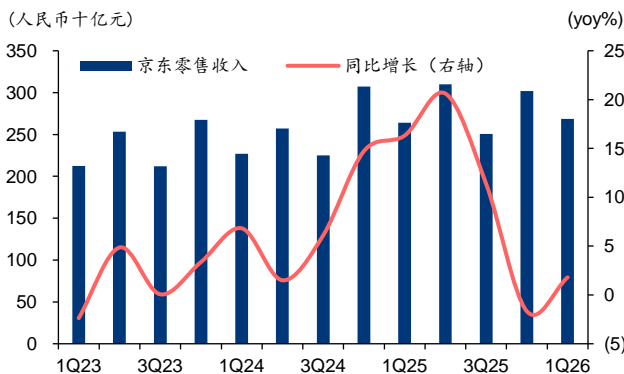
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 京东集团: 调整后归母净利润



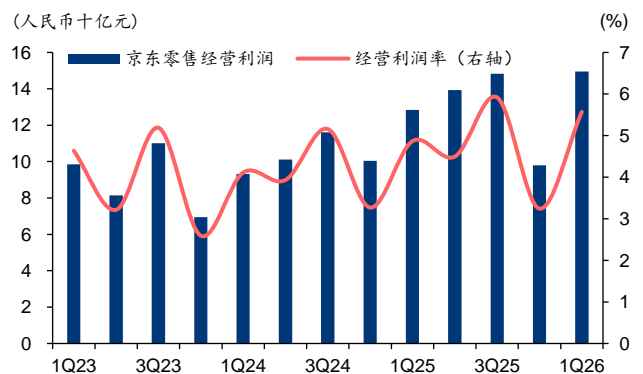
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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 2026/2027/2028 年收入预测-0.4/-0.4/-0.4%至 1.4/1.5/1.6 万亿元，主因带电品类在国补基数及产品涨价等因素影响下，需求或弱于我们此前预期。

我们调整京东集团 2026/2027/2028 年非 GAAP 归母净利润+11.1/+1.2/+0.4%至 313/462/576 亿元，主因京东零售业绩的稳健释放及外卖业务的持续减亏。

图表6：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	1,398.9	1,392.7	-0.4%	1,521.0	1,515.2	-0.4%	1,638.9	1,631.9	-0.4%
毛利润	199.0	201.4	1.2%	231.6	231.6	0.0%	253.5	253.0	-0.2%
经营利润	11.7	14.3	22.4%	31.4	32.1	2.2%	44.7	45.0	0.7%
GAAP 归母净利润	22.0	23.9	8.8%	39.0	39.6	1.6%	50.6	50.8	0.5%
非 GAAP 归母净利润	28.2	31.3	11.1%	45.6	46.2	1.2%	57.4	57.6	0.4%
(%)	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%	14.5%	0.3	15.2%	15.3%	0.1	15.5%	15.5%	0.0
经营利润率	0.8%	1.0%	0.2	2.1%	2.1%	0.0	2.7%	2.8%	0.1
归母净利润率	1.6%	1.7%	0.1	2.6%	2.6%	0.0	3.1%	3.1%	0.0
非 GAAP 归母净利率	2.0%	2.3%	0.3	3.0%	3.0%	0.0	3.5%	3.5%	0.0

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)	2025	2026E	2027E	2028E	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E
京东集团总收入	1,309.1	1,392.7	1,515.2	1,631.9	356.7	299.1	352.3	315.7	334.2
同比增速	13.0%	6.4%	8.8%	7.7%	22.4%	14.9%	1.5%	4.9%	-6.3%
非 GAAP 净利润	27.0	31.3	46.2	57.6	7.4	5.8	1.1	7.4	7.7
同比增速	-43.5%	16.0%	47.3%	24.9%	-48.9%	-56.0%	-90.4%	-42.2%	3.8%
非 GAAP 净利润率	2.1%	2.3%	3.0%	3.5%	2.1%	1.9%	0.3%	2.3%	2.3%
京东零售收入	1,126.4	1,177.1	1,233.6	1,289.1	310.1	250.6	301.9	268.6	282.2
同比增速	10.9%	4.5%	4.8%	4.5%	20.6%	11.4%	-1.7%	1.8%	-9.0%
零售经营利润	51.4	54.1	57.4	60.6	13.9	14.8	9.8	15.0	12.7
同比增速	25.1%	5.3%	5.9%	5.6%	37.9%	27.7%	-2.5%	16.5%	-8.9%
零售经营利润率	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.5%	5.9%	3.2%	5.6%	4.5%

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 39.73 美元（前值：39.68 美元），每普通股 155.54 港元（前值：155.35 港元），目标价对应 12.44/8.45x 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 25.02 美元（前值：24.76 美元），每普通股 97.95 港元（前值：96.94 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 2026 年预测 PE 均值的 15.3 倍，折价主因公司较竞对面临更高的国补高基数效应且即时零售业务规模小于竞对；

2) 给予子公司和投资业务目标价每 ADS 14.71 美元（前值：14.92 美元），每普通股 57.59 港元（前值：58.41 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8：京东分部估值

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	25.02	97.95
子公司&投资						21,028	14.71	57.59
京东健康			18,634	67%	30%	8,790	6.15	24.08
京东物流			12,766	63%	30%	5,669	3.97	15.53
万物新生			4,993	71%	30%	2,480	1.73	6.79
易鑫集团			1,032	32%	30%	232	0.16	0.64
京东产发			1,604	15%	30%	169	0.12	0.46
京东工业			7,027	75%	30%	3,687	2.58	10.10
总估值, 百万元美元						56,789		
稀释后总 ADS 数, 百万股							1,429	
每股价值							39.73	155.54

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 5 月 11 日收盘，其余截至 5 月 12 日收盘；3) 汇率假设：美元/人民币=6.9，基于 5 月 11 日人民币兑美元中间价，港币/人民币=0.9，基于 5 月 11 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 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	137.3	326,750	2.0	1.8	1.6	11.3	20.7	14.9	10.7	28.6
拼多多	PDD US	98.8	140,632	2.0	1.8	1.6	11.3	8.0	7.0	6.1	13.6
唯品会	VIPS US	14.6	7,031	0.4	0.4	0.4	2.1	5.4	5.3	5.1	2.3
美团	3690 HK	84.2	66,362	1.1	1.0	0.9	11.7	na	17.5	11.5	na
Amazon	AMZN US	269.0	2,893,555	3.5	3.1	2.7	13.8	25.0	22.1	18.0	17.8
eBay	EBAY US	108.1	48,010	3.9	3.7	3.6	6.5	17.4	16.2	15.0	7.5
平均值				2.2	2.0	1.8	9.5	15.3	13.8	11.1	14.0

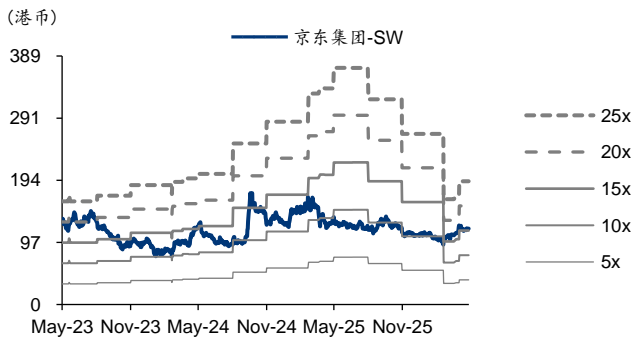
注：港股数据截至 5 月 12 日收盘，美股数据截止 5 月 11 日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

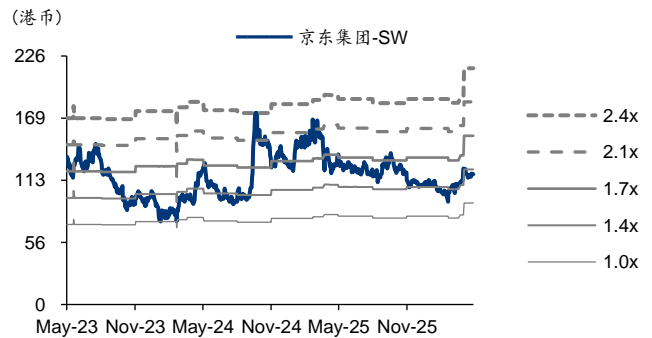
外卖减亏不及预期，以旧换新政策效用退坡，电商行业竞争加剧。

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						现金流量表					
会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,158,819	1,309,085	1,392,688	1,515,162	1,631,945	EBITDA	63,338	37,873	46,926	65,690	79,786
销售成本	(974,951)	(1,099,057)	(1,191,259)	(1,283,590)	(1,378,956)	融资成本	2,896	2,803	2,663	2,530	2,403
毛利润	183,868	210,028	201,429	231,572	252,990	营运资本变动	(2,314)	(11,168)	34,495	6,188	6,361
销售及分销成本	(47,953)	(83,953)	(70,908)	(77,103)	(76,518)	税费	(6,878)	(2,181)	(4,783)	(6,915)	(8,694)
管理费用	(8,888)	(11,980)	(9,279)	(9,747)	(10,498)	其他	1,053	(8,336)	1,193	957.99	1,455
其他收入/支出	13,371	17,327	13,000	13,325	13,658	经营活动现金流	58,095	18,991	80,494	68,451	81,311
财务成本净额	(2,896)	(2,803)	(2,663)	(2,530)	(2,403)	CAPEX	(10,804)	(9,408)	(8,356)	(9,091)	(9,792)
应占联营公司利润及亏损	2,327	8,025	7,223	6,500	5,850	其他投资活动	9,933	51,240	18,495	7,075	1,310
税前利润	51,538	25,323	31,885	49,390	62,097	投资活动现金流	(871.00)	41,832	10,139	(2,016)	(8,482)
税费开支	(6,878)	(2,181)	(4,783)	(6,915)	(8,694)	债务增加量	7,127	16,005	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(3,301)	(3,511)	(3,160)	(2,844)	(2,560)	权益增加量	(130.00)	(484.00)	0.00	0.00	0.00
归母净利润	41,359	19,631	23,943	39,632	50,844	派发股息	(10,800)	(11,478)	(6,488)	(7,523)	(11,080)
Non-GAAP 调整项	6,468	7,401	7,401	6,534	6,804	其他融资活动现金流	(17,201)	(30,771)	(1,192)	(3,788)	(3,044)
调整后净利润	47,827	27,032	31,344	46,166	57,648	融资活动现金流	(21,004)	(26,728)	(7,679)	(11,311)	(14,124)
折旧和摊销	(8,904)	(9,747)	(12,378)	(13,770)	(15,286)	现金变动	36,220	34,095	82,953	55,124	58,705
EBITDA	63,338	37,873	46,926	65,690	79,786	年初现金	79,451	115,716	149,625	232,578	287,703
EPS (人民币, 基本)	13.89	6.59	8.04	13.31	17.07	汇率波动影响	98.00	(186.00)	0.00	0.00	0.00
						年末现金	115,716	149,625	232,578	287,703	346,408
资产负债表						业绩指标					
会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	89,326	95,428	70,170	71,037	71,781	营业收入	6.84	12.97	6.39	8.79	7.71
应收账款和票据	41,547	45,231	46,776	49,474	51,811	毛利润	15.13	14.23	(4.09)	14.96	9.25
现金及现金等价物	108,350	137,488	220,441	275,566	334,271	营业利润	48.84	(92.84)	416.43	124.03	40.18
其他流动资产	147,475	96,274	72,549	59,965	52,621	净利润	71.14	(52.54)	21.96	65.53	28.29
总流动资产	386,698	374,421	409,937	456,042	510,484	调整后净利润	35.87	(43.48)	15.95	47.29	24.87
固定资产	88,901	97,852	99,401	100,782	101,816	EPS (基本)	71.14	(52.54)	21.96	65.53	28.29
无形资产	33,502	34,014	34,014	34,014	34,014	盈利能力比率 (%)					
其他长期资产	189,133	188,914	188,914	188,914	188,914	毛利润率	15.87	16.04	14.46	15.28	15.50
总长期资产	311,536	320,780	322,329	323,710	324,744	EBITDA	5.47	2.89	3.37	4.34	4.89
总资产	698,234	695,201	732,266	779,753	835,229	净利润率	3.57	1.50	1.72	2.62	3.12
应付账款	238,248	235,103	246,135	256,291	266,095	调整后净利润率	4.13	2.06	2.25	3.05	3.53
短期借款	7,581	8,014	8,014	8,014	8,014	ROE	17.51	8.45	10.11	14.90	16.66
其他负债	53,692	62,955	65,526	67,903	70,217	调整后 ROE	20.25	11.63	13.24	17.36	18.89
总流动负债	299,521	306,072	319,675	332,209	344,325	ROA	6.23	2.82	3.35	5.24	6.30
长期债务	49,811	65,383	65,383	65,383	65,383	偿债能力 (倍)					
其他长期债务	35,605	29,963	29,963	29,963	29,963	净负债比率 (%)	(21.25)	(28.48)	(59.17)	(71.32)	(79.82)
总长期负债	85,416	95,346	95,346	95,346	95,346	流动比率	1.29	1.22	1.28	1.37	1.48
股本	484.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.99	0.91	1.06	1.16	1.27
储备/其他项目	239,347	225,040	248,502	283,455	326,814	营运能力 (天)					
股东权益	239,831	225,040	248,502	283,455	326,814	总资产周转率 (次)	1.75	1.88	1.95	2.00	2.02
少数股东权益	73,466	68,743	68,743	68,743	68,743	应收账款周转天数	12.04	11.93	11.89	11.43	11.17
总权益	313,297	293,783	317,245	352,198	395,557	应付账款周转天数	82.54	77.52	72.72	70.46	68.19
						存货周转天数	29.06	30.26	25.02	19.80	18.64
						现金转换周期	(41.45)	(35.33)	(35.80)	(39.22)	(38.37)
						每股指标 (人民币)					
						EPS (基本)	13.89	6.59	8.04	13.31	17.07
						EPS (调整后, 基本)	16.06	9.08	10.53	15.50	19.36
						每股净资产	80.53	75.57	83.45	95.18	109.74
估值指标											
会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E						
PE	7.84	16.29	12.91	7.80	6.08						
PB	1.35	1.42	1.24	1.09	0.95						
调整后 PE (倍)	6.11	10.81	9.32	6.33	5.07						
调整后 ROE	20.25	11.63	13.24	17.36	18.89						
EV EBITDA	6.37	10.28	6.59	3.90	2.51						
股息率 (%)	3.54	2.03	2.43	3.59	4.48						
自由现金流收益率 (%)	14.72	5.10	23.26	19.02	23.07						

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、侯杰、曹卓铭, 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、曹卓铭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