

# 京东工业(7618.HK)

## 工业品线上化快速增长，服务企业数字化采购转型

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

**公司概况：**京东工业是国内领先的工业品数字化采购服务平台，为中大型企业及央国企客户提供合规、降本增效的一站式采购服务。截至2025年已有超过20万家商户入驻，近1亿SKU，年成交GMV 335亿元，主要面向有合规需求的大中型企业及央国企，**客户价值包括阳光透明全程可追溯的采购服务、一站式提升采购效率、相比线下采购显著节约成本；入驻商家以品牌为主，看重平台回款快、客户多、曝光大的特点。**

**行业前景：工业品MRO采购万亿赛道，线上化率持续提升。** 1) **市场空间：**中国工业品MRO采购市场规模接近4万亿，品类繁杂、长尾分散，仍有较大整合提效空间。 2) **线上化趋势：**工业品线上化始于2015年的“阳光采购”，据京东工业招股书，当前工业品线上化率不足10%，制约因素包括商品标准化程度低、供应商渠道惯性、大客户内部流程复杂等，我们认为工业品电商线上化进度慢于零售，但B2B电商在技术升级、央国企阳光采购合规驱动下加速渗透，新品牌、服务商及平台机会涌现。 3) **集中度看：**工业品采购客户画像及采购痛点差异大，平台格局分散难集中。据京东工业招股书，目前线上MRO 采购 CR5 14%，市场参与者超8000家，参考北美成熟市场，MRO龙头固安捷高接触业务（面向大客户）份额稳定在7%，考虑国内市场线上化率水平较低，京东工业全渠道份额不足1%，仍有巨大份额提升空间。

## 公司核心能力：

- **商品标准化能力：成为工业品数字化采购标准。** 公司通过自研工业品商品库、统一编码体系，将海量长尾SKU结构化、标准化，成为客户阳光采购的比价基准，规模优势进一步获取上游议价权，形成正向循环。
- **客户获取与留存：京东系低成本拉新+政企服务高留存。** 背靠京东集团积累的2B客户资源，公司获客成本显著低于行业；针对政企客户提供合规可追溯、定制化服务，绑定客户内部采购流程，KA交易额留存率行业领先。
- **资产模式轻、快速起量。** 公司以平台撮合模式为主，相比自营重资产模式资金占用低、扩张速度快；后续战略上拓展BOM C长尾品类及自有品牌提升毛利、伴随客户出海拓展海外市场，打开第二增长曲线。

**投资建议：收入快速增长，规模效应带动利润加速释放。** 我们预计公司2026-2028年收入分别为 298.67 / 372.46 / 463.47 亿元，同比增速 24.7% / 24.7% / 24.4%；经调整归母净利润分别为 17.45 / 22.08 / 28.14 亿元，对应净利率 5.8% / 5.9% / 6.1%，CAGR 达 27%。给公司对应2026年28-30xPE，对应公司目标市值554-594亿港币，目标价20.4-21.9港币，股价上升空间26%-35%，首次覆盖给予“**优于大市**”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险、央国企采购政策变化风险、京东集团关联交易及合作关系风险、行业竞争加剧风险、盈利预测及估值风险。

- 【 01 】 公司概况：脱胎于京东企业业务，服务企业数字化采购转型
- 【 02 】 行业概况：MRO采购万亿赛道，渠道分散集中度低
- 【 03 】 公司核心竞争力：商品标准化能力/政企服务能力强，轻资产模式起量快
- 【 04 】 盈利预测与投资建议

# 公司概况：央国企采购比价标杆，为企业提供合规、降本增效的采购服务



京东工业是京东集团旗下专注于工业供应链技术与服务业务的子集团，为企业提供阳光合规、降本增效的工业品采购服务，截至2025年底有超过20万家商户入驻，近1亿SKU，年成交GMV 335亿元。

**客户画像：**主要面向大中型有合规需求的企业，据国家统计局，占全国工业企业数10%的规上企业（年销售额2000万以上，约50万家）营收占比近90%，同时贡献绝大多数采购需求。主要客户来自制造业（我们测算GMV占比约50%）、能源、交通等行业。

**客户价值：**1、**流程规范，采购过程阳光、透明，全程可追溯：**京东工业已成为央国企采购比价标杆，大部分央国企采购要求供应商商品必须有京东自营链接作为比价依据，选择京东工业作为供应商合规风险小；2、**一站式提升采购效率：**大型企业接入京东工业API即可引入海量商品，10人团队即可完成数十亿的MRO采购事项，采购商品可统一付款入库开发票，无需对接多个供应商、处理多主体开票和付款流程，大幅提升财务及库管效率；3、**相比线下采购节省成本：**除了简化甲方供应商管理成本外，电商化采购要求商品标注规格参数，解决传统线下采购参数模糊、价格不透明问题。

图：国内2B采购平台情况对比（亿元）

公司	2025年GMV	yoy	客户数量	商家数量	收费模式	品类
淘天工业品	1200	20%	近1亿活跃买家，主要面向中小企业	-	佣金模式	覆盖最广，超5亿SKU
京东工业	335	17%	核心客户1.3万家，中小企业客户超260万家	20.5万家	寄售+佣金	80个大类，近1亿SKU
震坤行	101	-3%	覆盖超680家千强制造业集团，全年客户超15.5万家	近2万家	自营买断为主，佣金为辅	32条产品线，2300万SKU
科力普	151	9%	服务超6万家客户	1.5万家	买断转售，毛利率6%	办公品类、员工福利为主，超千万SKU
威亨国际	46	27%	主要客户为国家电网、国家电网	-	自有品牌（非标）+经销	工器具、仪器仪表为主，超百万SKU

资料来源：wind、电商报，国信证券经济研究所整理

图：重点企业客户数量增长拉动JDI GMV快速增长（mn）

	2024	2025
GMV	28,800	33,500
	yoy	16%
重点企业客户GMV	13,100	16,500
	yoy	26%
客户数（万）	1.06	1.33
	yoy	26%
ARPPU（万）	124	124
	yoy	0%
中小微客户GMV	15,700	17,000
	yoy	8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司概况：央国企采购比价标杆，为企业提供合规、降本增效的采购服务



京东工业是京东集团旗下专注于工业供应链技术与服务业务的子集团，为企业提供阳光合规、降本增效的工业品采购服务，截至2025年底有超过20万家商户入驻，近1亿SKU，年成交GMV 335亿元。

**商家画像：品牌商家为主、自营厂直为主。**京东品牌入驻要求完整品牌全国授权链路，区域代理商难入驻；据我们测算，京东工业动销率10-20%，入仓成本过高且要求动销，超90%货物不入仓。

**商家价值：1、背靠京东，京东工业是国内主流2B流量池，可扩大品牌曝光：**商家可在京东工业投广引流，震坤行等买断制平台无法引流；**2、账期短回款快：**资金周转率是2B业务生命线，京东工业对供应商普遍45-60天账期，不论客户是否付款，都会准时向供应商回款，其他采购平台普遍背靠背付款，回款周期可能长至不确定性高。商家因此接受在京东工业更低的利润率。

**收费模式：**据公司公告，自营模式GMV占比近95%，按交易额计收入，根据履约链路不同进一步分为厂家直发和入京东仓，厂家直发扣点约8-10%，入仓商品毛保约25%，额外承担入仓移仓物流费和服务费。

图：国内2B采购平台情况对比（亿元）

公司	2025GMV	yoy	客户数量	商家数量	品类
淘天工业	1200	20%	近1亿活跃买家，主要面向中小企业	-	覆盖最广，超5亿SKU
京东工业	335	17%	核心客户1.3万家，中小企业客户超260万家	20.5万家	80个大类，近1亿SKU
震坤行	101	-3%	覆盖超680家千强制造业集团，全年客户超15.5万家	近2万家	32条产品线，2300万SKU
科力普	151	9%	服务超6万家客户	1.5万家	办公品类、员工福利为主，超千万SKU
威亨国际	46	27%	主要客户为国家电网、国家管网	-	工器具、仪器仪表为主，超百万SKU

资料来源：wind、电商报，国信证券经济研究所整理

图：各平台毛利/抽点模式对比

平台	模式	平台毛利率/佣金率	GMV占比	备注
京东工业	自营 厂家直发	8-10%	85%	自营综合毛利率约为12%
	入仓	~25%	9%	
	POP	3-8%	6%	
淘天工业	POP	天猫2-5% 淘宝0.6%	100%	
震坤行	自营买断	16%-17%	87%	约50% GMV来自定向业务
	POP	12%	13%	
科力普	自营过单	7-8%	100%	另外7-8%毛利率分给服务商
威亨国际	自营买断	24%	100%	电力客户毛利率33%，油气发电等新客户毛利率18%

资料来源：京东京麦、天猫规则中心、公司公告，国信证券经济研究所整理

# 发展历程：脱胎于京东企业业务，服务企业数字化采购转型

**助力首批央企数字化采购转型，京东企业业务萌芽（2013-2015）**：2012年6月，国资委在云南昆明举办中央企业采购管理提升专题培训班，要求央企搭电商平台阳光采购，拉开线上化采购序幕；早期央企无电商搭建经验，京东将2C零售改造成符合企业合规要求的版本私有化部署给央企；

**企业业务部办公用品起家，孵化工业品赛道（2016-2019）**：2015年阳光采购从试点转为全国推广，2016年京东发布“JD-Business”战略并成立企业业务部，正式进军2B采购，早期用京东零售的供给满足企业办公用品、工会福利等需求，2017年针对B端客户MRO采购需求成立京东工业品事业部孵化工业品品类；

**京东工业独立发展并上市（2020至今）**：工业品万亿赛道，MRO与办公耗材/3C数码差异大（SKU长尾、低客单高复购、技术参数复杂、主要面向制造业/能源/化工客户），零售逻辑难覆盖，于2020年独立并启动外部融资，同年收购苏州工品汇，补齐中小企业客户服务短板，2025年底于港交所上市。

图：京东“采购即服务”政企采购基础设施

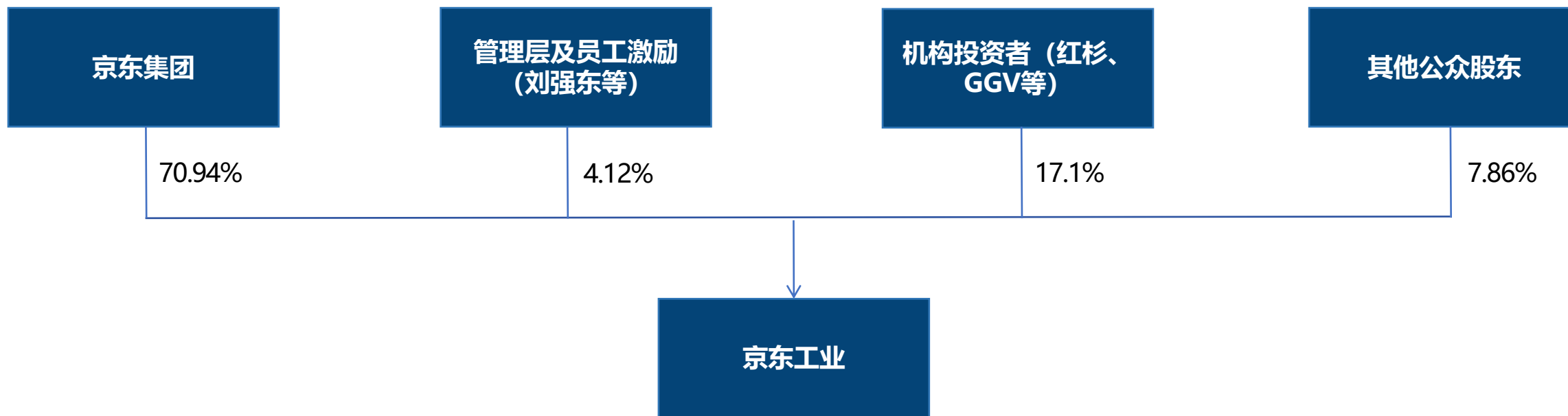


资料来源：中国日报，国信证券经济研究所整理

# 股权结构集中，京东控股，机构投资者多元参与

- 1) **控制权结构**：公司股权高度集中于京东体系。截至全球发售完成后，JD Industrial Technology Limited持有公司约70.94%股份，为控股股东，公司整体控制权稳定。
- 2) **管理层及员工持股**：核心管理层及员工通过持股平台参与公司股权。体现管理层与员工激励机制的绑定，有助于公司长期发展。
- 3) **机构投资者**：公司引入多家知名机构投资者，包括红杉中国、GGV、MIC Capital等，合计持股约17.1%，为公司提供资本支持及资源赋能。

图：京东工业股权结构



# 依托京东体系成长，核心管理层深耕产业互联网与供应链运营

图：京东工业核心管理层履历

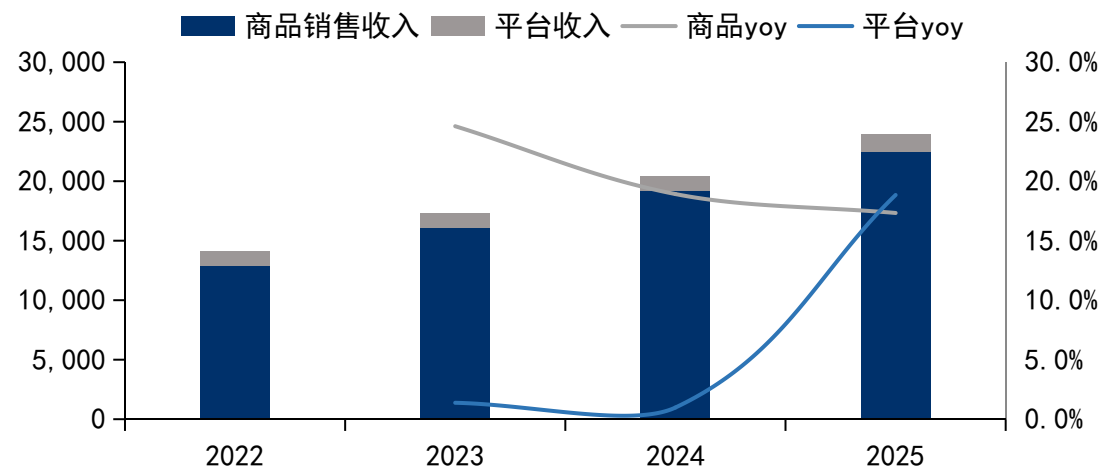
姓名	职务	主要职责	工作经历
宋春正	执行董事兼首席执行官	负责本公司的整体战略规划及业务方向	2007年9月-2009年8月：于深圳市怡亚通供应链股份有限公司的信息技术供应链部门工作 2009年9月-2013年5月：于方正科技集团股份有限公司（“方正”）工作 2010年-2011年：于宏碁电脑（上海）有限公司工作 2013年5月起：于京东集团工作 2017年7月起：主导京东集团业务的内部孵化和创新，推动工业供应链端到端数智化，实现全行业显著降本增效 2020年6月起：担任京东工业执行董事兼首席执行官
刘强东	董事局主席兼非执行董事	为董事会提供战略性建议	2004年：创办JD.com 2004年-2022年4月：担任京东集团首席执行官 2021年10月起：担任京东工业董事局主席兼非执行董事 现任京东科技控股股份有限公司、京东健康股份有限公司及京东物流股份有限公司董事局主席及董事
王雪东	首席财务官	负责本公司的财务和资本市场相关事宜	2002年8月-2014年2月：于普华永道会计师事务所的北京办事处与伦敦办事处担任多个职位，包括专注于高科技领域的高级经理 2014年2月-2018年12月：担任北京高德技术有限公司副总裁及首席财务官 2018年12月-2021年3月：于京东集团财务部负责财务预算与经营分析、资产及负债管理以及财务报告工作 2021年3月-2024年3月：担任京东科技控股股份有限公司的首席财务官 2024年3月起：担任京东工业首席财务官
徐炳东	非执行董事	为董事会提供战略性建议	2005年-2007年：于中信资本及华盈创投（2007年与中国凯鹏华盈合并）担任若干重要投资职位 曾担任SIG Investment Asia的董事总经理 2017年1月起：担任纪源资本（前称GGV纪源资本）的管理合伙人 2020年6月起：担任京东工业非执行董事

资料来源：招股书，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

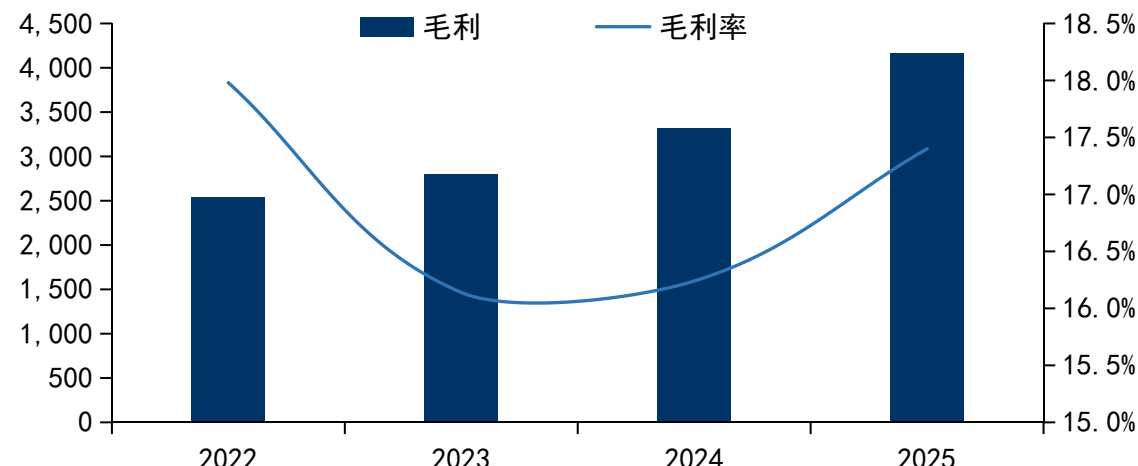
# 财务状况：收入规模较快增长，盈利能力稳中有升

图：分业务收入及yoy（单位：mn, RMB）



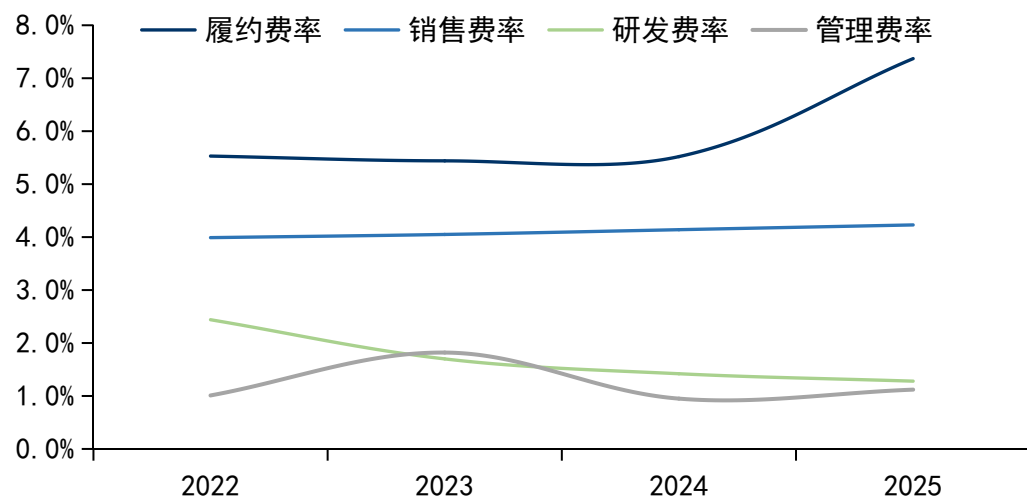
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：毛利、毛利yoy及毛利率（单位：mn, RMB）



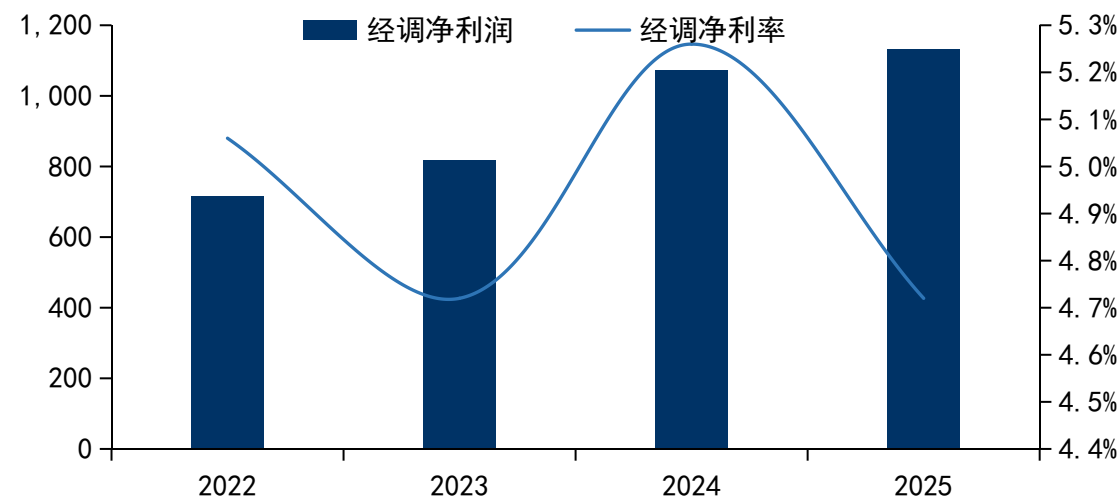
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

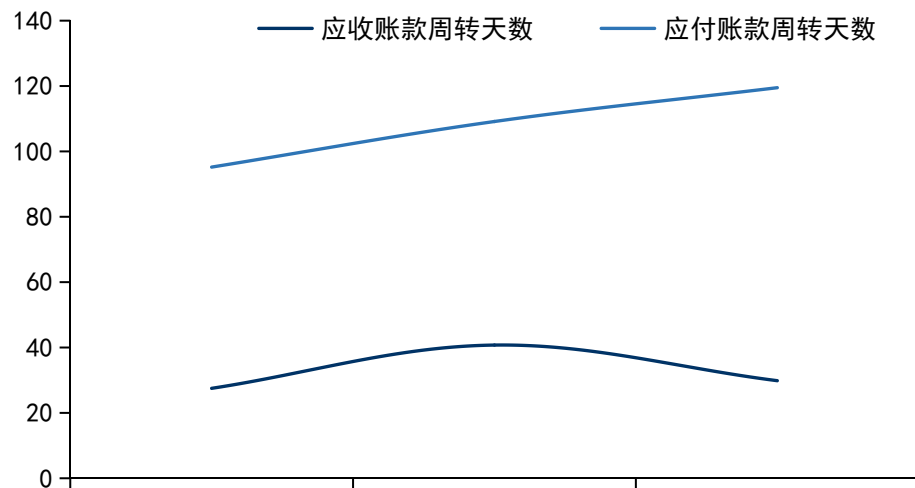
图：经调净利润及经调净利率（单位：mn, RMB）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

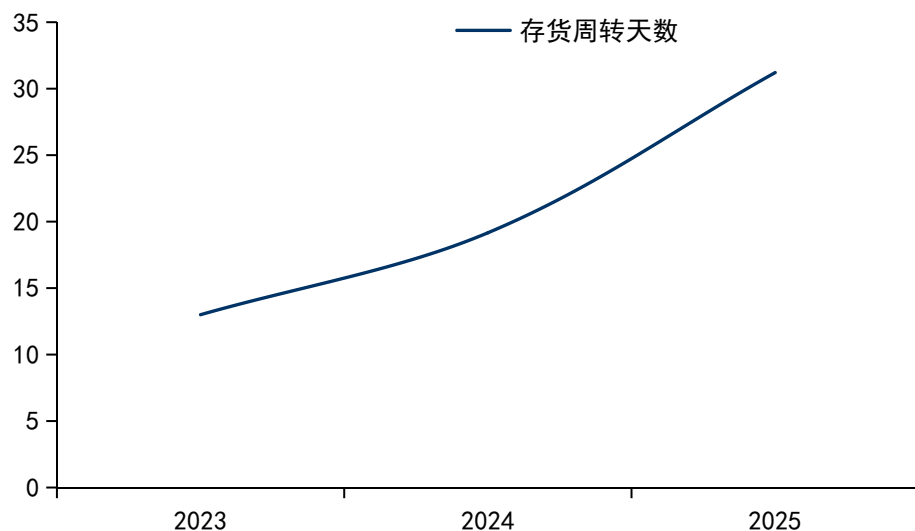
# 财务状况：净营运资本长期为负，现金流健康

图：应收/应付账款周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

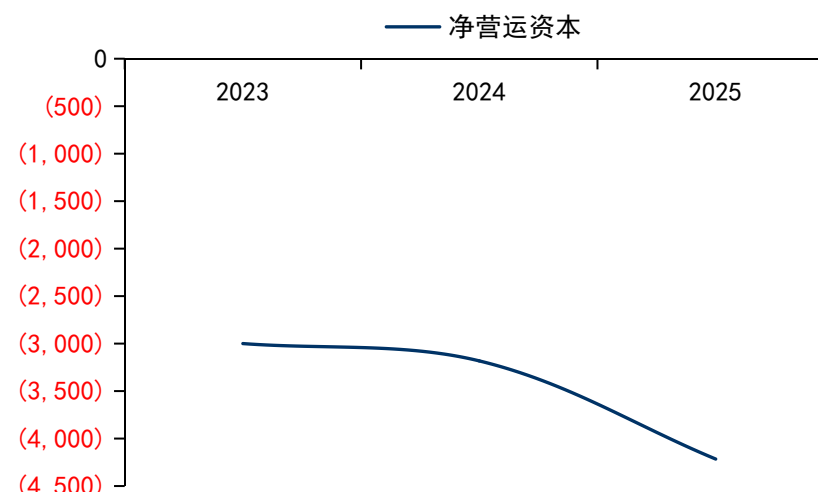
图：存货周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

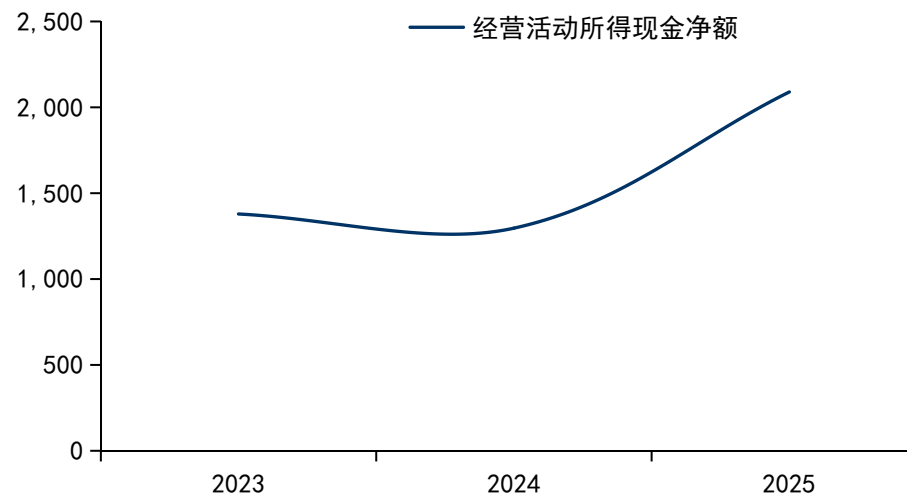
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：净营运资本变化情况（单位：mn, RMB）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：经营现金流变化情况（单位：mn, RMB）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：脱胎于京东企业业务，服务企业数字化采购转型
- 【 02 】 行业概况：工业品采购为10万亿赛道，渠道分散集中度低
- 【 03 】 公司核心竞争力：商品标准化能力/政企服务能力强，轻资产模式起量快
- 【 04 】 盈利预测与投资建议

# 工业品采购为10万亿赛道，厂商渠道惯性制约线上化进程

**工业品采购大盘规模超10万亿，占国内第二产业产值近1/4：**据京东工业招股书，2024年中国工业供应链市场规模11.4万亿元，2019-2024年CAGR 6.6%，是全球最大工业供应链市场。工业品分为非生产性物料(MRO, Maintenance, Repair, Operations)和生产性物料(BOM, Bill of Material)，BOM市场规模为MRO两倍。

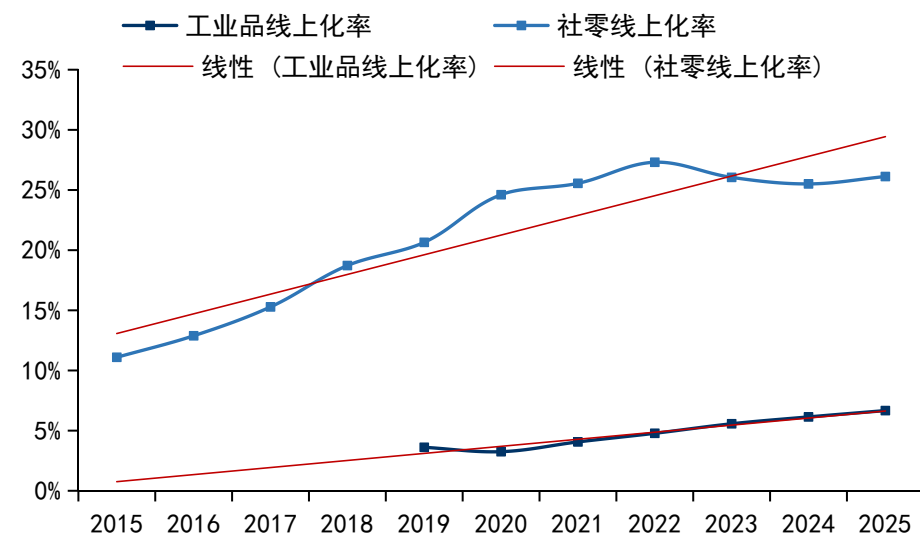
**工业品采购线上规模8000亿，线上化率6.2%，主要靠MRO拉动：**工业品线上化始于2015年的“阳光采购”，国资委开始考核央企国企电子化采购比例，推动工业品采购数字化。MRO品类多，计划性弱，易产生较大隐性成本，MRO采购线上化是企业降本增效重要抓手，目前线上渗透率约10%，线上化进程快于BOM。BOM专业性强、定制化程度与供应商集中度更高，本文后续主要讨论MRO。

**据我们测算，对于年采购额上亿的工厂来说，目前淘天工业品能满足约50%物料匹配，京东工业满足约30%，**大量品牌商不愿意上线电商平台，传统线下渠道包袱太重、内部组织调整难度大；参考零售电商发展路径，淘宝、京东分别在2008、2014年分别遭遇品牌商家抵制，后续随着平台体量扩大、品牌接受度提高逐步好转。

图：中国工业品采购行业大盘（万亿，%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
第二产业产值	38.1	38.2	44.7	46.8	47.6	49	50
<i>yoy</i>	-	0%	17%	5%	2%	3%	2%
工业品采购	8.3	9.2	9.8	10.5	10.8	11.4	12
<i>yoy</i>	-	11%	7%	6%	3%	6%	5%
<i>%第二产业</i>	22%	24%	22%	22%	23%	23%	24%
MRO	2.7	3	3.2	3.4	3.5	3.7	3.9
BOM	5.6	6.23	6.65	7.06	7.27	7.7	8.1
数智化采购	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
<i>yoy</i>	-	0%	33%	25%	20%	17%	14%
<i>线上化率</i>	4%	3%	4%	5%	6%	6%	7%
MRO	0.1	0.2	0.24	0.3	0.3	0.4	0.4
<i>线上化率</i>	4%	7%	8%	9%	10%	10%	11%
BOM	0.2	0.1	0.16	0.2	0.26	0.32	0.4
<i>线上化率</i>	4%	2%	2%	3%	4%	4%	4%

图：2B 2C 线上渗透率提升速度对比（%）



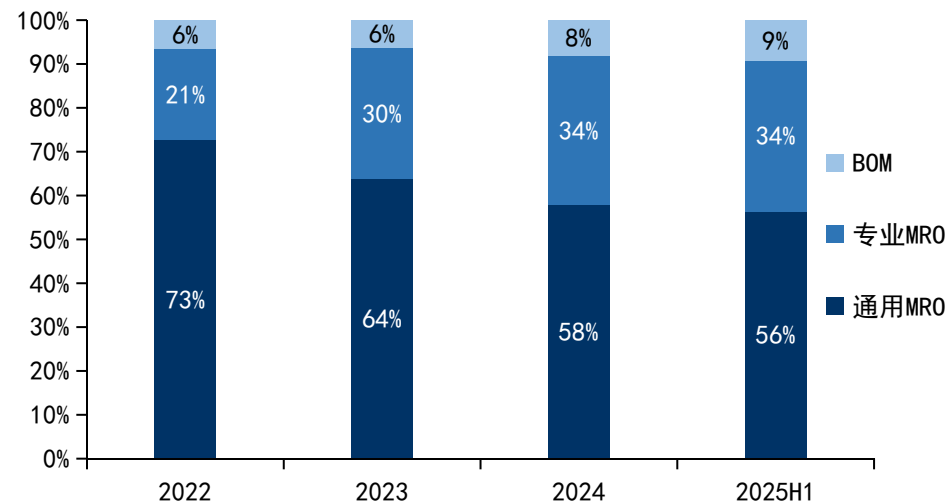
资料来源：wind、京东工业招股书，国信证券经济研究所整理

资料来源：京东工业招股书、国家统计局，国信证券经济研究所整理

# 品类分析：长尾非标SKU注重服务与及时响应，需求难通过通用平台满足

通用类MRO包括工具类、劳保安防等；专业类MRO则包括仪器仪表、实验室用品、动力传动等。通用类品服务属性弱，适合标准化电商平台，专业类服务属性强，低动销，适合垂类平台或区域贸易商。标准化程度高的办公、劳保用品价格透明、竞争充分，渠道商毛利普遍10-15%，用于走量/配货；定制类、非标程度高的品类如数控刀具（铣刀钻头）、传感器、定制紧固件等损坏影响生产线能否正常开工，非标定制款需要与使用方沟通需求、现场试样，服务属性更强，难快速确认型号，售前周期长，怡合达等垂类平台或渠道商毛利可达30-50%。

图：京东工业品类分布情况



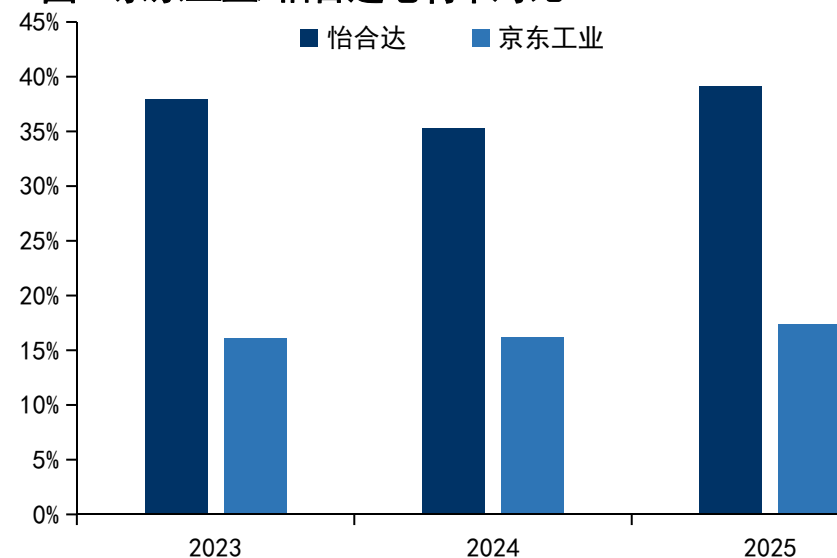
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图：MRO核心品类分布及特征分析

范围	一级类目	二级类目	品牌集中度	头部品牌	标准化程度	服务属性	进入壁垒
保养	机械类	机械、气动液压、轴承	极高 (CR3>60%)	SMC、Festo、SKF、NSK、	中	中	中
	电气自控	工控配电、照明、暖通	高 (CR5>50%)	施耐德、西门子、ABB、正泰	中	低	中
	耗材	化工品/化学品、紧固密封	低 (CR10<10%)	汉高(乐泰)、WD-40、壳牌	高	中	化工:高 / 紧固:低
维修	工具类	焊接、工具、金属加工	低 (CR5<15%)	世达(SATA)、史丹利、博世	高	低	低
	仪器仪表	实验室仪器、仪表仪器	高 (CR5~50%)	福禄克(Fluke)、梅特勒-托利多	低	中 / 高	高
	辅助用品	油漆、低频备品备件	极低	立邦、三棵树	中	低	低
运营	仓储物流	搬运起重、叉车	高 (CR3>50%)	杭叉、合力、丰田	低	高	中
	劳保安防	PPE、安防防护、安全锁	中低 (CR5<20%)	3M、霍尼韦尔、MSA、安思尔	高	低	劳保:低 / 安防:中
	办公类	办公耗材、家具、打印设备	低	得力、齐心、惠普、晨光	高	中	低

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图：京东工业/怡合达毛利率对比



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

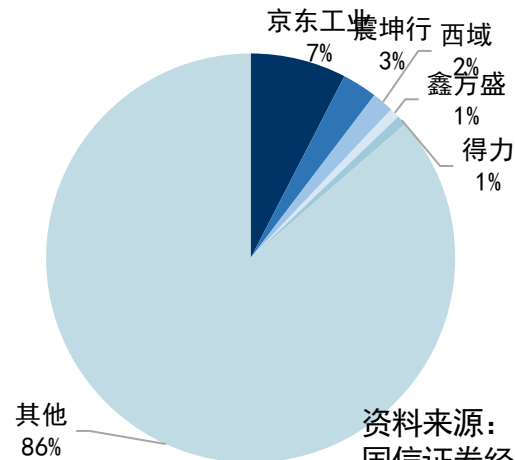
# MRO采购线上化：客户画像及采购痛点差异大，平台格局分散难集中

**线上MRO 采购 CR5 14%，参与者画像多样，格局分散难集中：**据弗若斯特沙利文和灼识咨询，中国MRO产品专业数字化采购解决方案行业市场参与者超8000家，CR5 约14%。**MRO采购客户画像差异大、痛点各异，格局难集中：**区域性客户在意现场服务和履约及时性，偏好区域性采购平台；外资企业供应商引入需海外总部审核流程困难，偏好特定托盘商，如三星中国的采购平台天津爱商；央国企采购体量巨大，通常选择自建电商平台满足集团内采购需求，据中国物流与采购联合会，2024年已有超过70家央企自建网上商城，33家平台对外开放，如中石化易派客、中建云筑等。

参考北美成熟市场，MRO龙头固安捷高接触业务（面向大客户）份额稳定在7%，考虑国内市场线上化率水平较低，京东工业全渠道份额不足1%，仍有巨大份额提升空间。

图：MRO采购渠道平台分类

图：2024年MRO线上采购CR5为 14%（%）



资料来源：京东工业招股书  
国信证券经济研究所整理

类型	参与者	代表	商业模式	切入思路	客户画像
甲方电商平台	央国企内生平台	易派客（中石化）、云筑（中建）、欧冶（宝武）	佣金模式（扣点0-6%）+固定会员费	在满足集团内部需求基础上对外开放	集团内 + 同行业央国企
	互联网平台（货架/MRO）	京东工业、1688、淘天工业品、拼多多	寄售+佣金模式（扣点2-8%）	1) 帮大客户搭建数字化体系、央国企招标价格主要对标；2) 中小客户采购价格透明化	头部和尾部客户多，京东工业前五大客户收入占比13%
	贸易商转型（MRO 自营）	震坤行、西域	自营买断为主	自营买断 + 销售跑客户，早期民企客户跑通模式，后切入央国企客户	中型客户为主，年采购额 150-300 万为主流客户，最大客户收入占比不超2%
第三方电商平台	行业垂类平台	咸亨国际（电力）、鑫方盛（建材）	自营买断为主	扎根单一行业（电力、化工等）端到端服务，客情强，绑定细分赛道头部客户	单一客户收入占比超50%
	办公系平台	科力普（晨光）、得力、齐心	服务商模式	央国企中标率高（科力普中标率90%）：早期借助办公用品招标切入银行/运营商体系，向工业品延伸；中标后多分包给服务商，自身不直接服务终端	头部央企客户为主，科力普前五大客户收入占比超40%
	区域性平台	贸易商/服务商/品牌经销商转型	自营	聚焦单一城市/省域，本地客情深；依托当地纳税身份+政府支持	当地政府、区域性企业（中小客户，年采购额50-100万）

图：MRO采购客户类型及偏好平台

地理分布	客户类型	采购痛点	偏好平台
全国	超头客户 (年采购额上亿)	<b>合规+履约+服务</b> 1) 偏远场景履约难(工厂、水电站、核电站在市区几十公里以外)； 2) 企业内部合规流程要求高：央企每笔超阈值采购仍要走招投标流程，平台是履约入口、不是决策环节；先货后款/账期1-6个月与电商预付要求有冲突； 3) 现场技术服务/选型支持要求高：大客户产线停工损失大，抢修需供应商驻场支持；	1) 自建集采平台规范集团采购(宝武欧冶、易派客、中行工品)，引入JDI、1688等多家平台商品池； 2) 央国企招标集采的订单多由办公类平台(得力、齐心、科力普等)中标；
	中型客户 (规上制造业，年采购300万-1亿)		1) 标准件选京东工业； 2) 复杂件、长尾件用震坤行，有技术服务支持；
区域	地方政府企业的长尾采购需求(年采购额1-300万)	<b>服务及时+当地企业扶持</b> 1) 政策导向：扶持当地小微纳税企业； 2) 长尾需求在全国化平台优先级不高、服务少不及时；	由有客情的区域采购平台承接，如咸亨国际承接江浙地区电网采购需求
	长尾客户-个体工商户、初创企业等(年采购额1万以下)	<b>价格+SKU丰富度</b> 1) 单笔金额小、采购频率低、议价能力弱； 2) 长尾SKU供应商难按时交付	<b>线上第三方平台</b> ：1688、拼多多、淘天工业品等

资料来源：wind、亿邦动力，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：脱胎于京东企业业务，服务企业数字化采购转型
- 【 02 】 行业概况：工业品采购为10万亿赛道，渠道分散集中度低
- 【 03 】 公司核心竞争力：商品标准化能力/政企服务能力强，轻资产模式起量快
- 【 04 】 盈利预测与投资建议

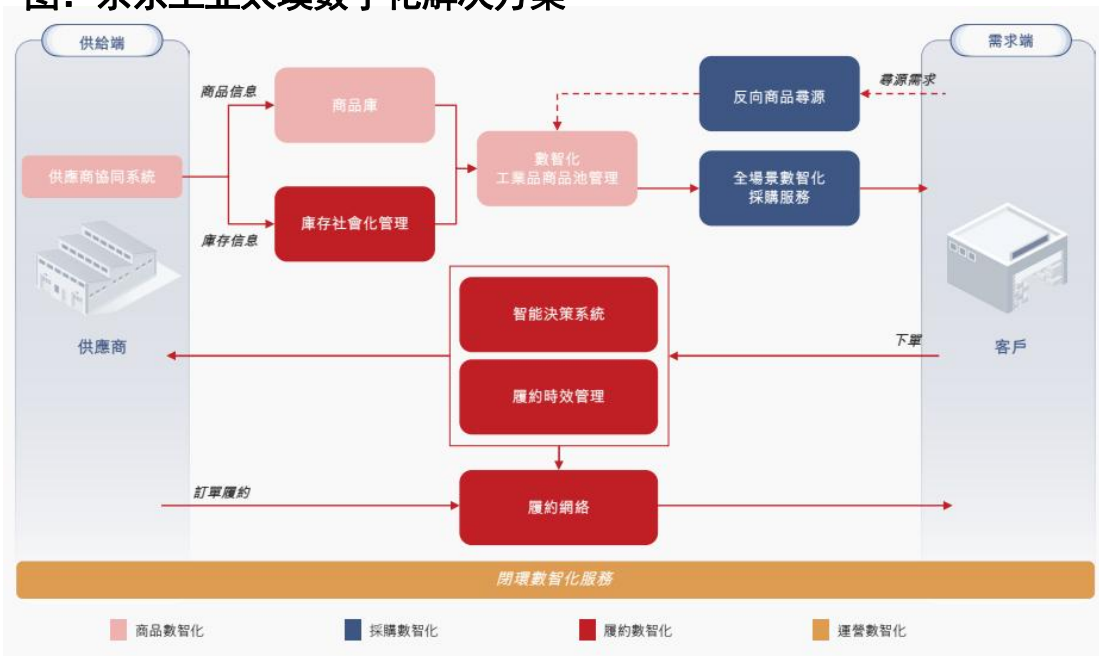
# 标准化能力：成为工业品数字化采购标准，获得上游议价权

2024年公司推出太璞一站式数字化采购解决方案，实现商品、采购流程、履约、运营数字化，助力企业减少采购灰色地带、实现数字化阳光采购。据公司管理层披露，太璞可帮助合作一年的客户实现25%-30%效率提升，总采购成本下降3%-5%（包含商品直接成本和人员成本）。

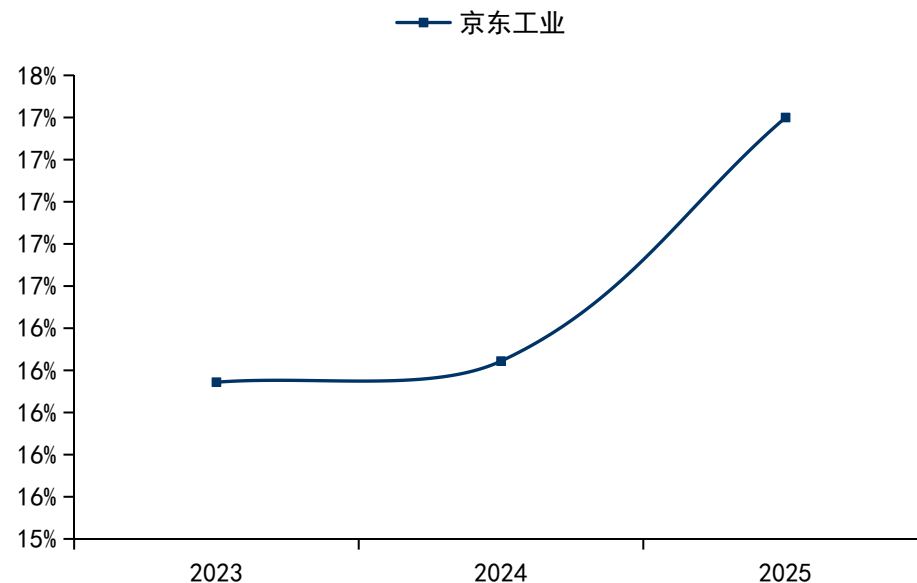
- **商品数字化（合规透明）**：打造标准商品库，统一所有商品规格参数，改变线下采购命名规则不统一、尺码/参数模糊带来的难溯源问题；
- **采购流程数字化（合规透明）**：将采购需求、参数、供应商比价、订单审批全流程标准化，形成闭环订单，解决传统采购流程不透明问题；
- **履约数字化（提效）**：MRO长尾SKU多，难满足入仓动销要求，京东工业90%以上SKU不入仓，B端客户对于履约时效要求更高，太璞可对接入驻供应商、经销商的库存系统，实现库存共享，可实时告知客户不同区域的货量情况，优化库存周转率、物流时效和售后响应效率。
- **运营数字化（提效）**：为客户定制服务方案，提供供应链合规管理、供应链控制塔、智能客服和定制化专业售后服务。

京东工业的采购流程数字化能力被大中型客户广泛认可，有京东工业自营商品链接成为商家向央国企供货前提条件，平台有较高议价权，可以向上游中小供应商收取10%左右年度返点和广告费用。

图：京东工业太璞数字化解决方案



图：京东工业毛利率逐年提升



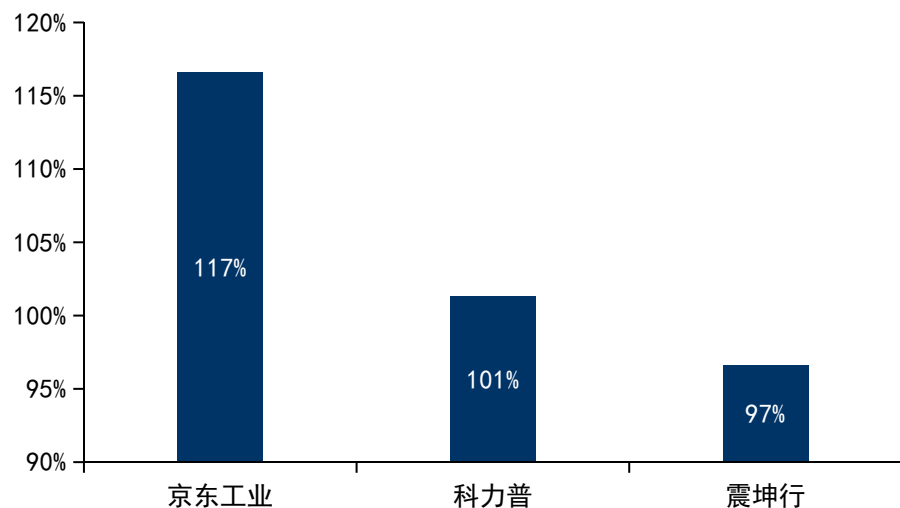
# 背靠京东企业业务拉新成本低，长期积累政企服务能力留存率更高

**京东工业核心客户留存率显著高于同行：**据各家平台公告，科力普和震坤行核心客户GMV留存率均处于100%附近，京东工业GMV留存率接近120%，用户粘性更强，体现京东集团内部品类更全带来的交叉销售优势以及更强的大B服务能力；

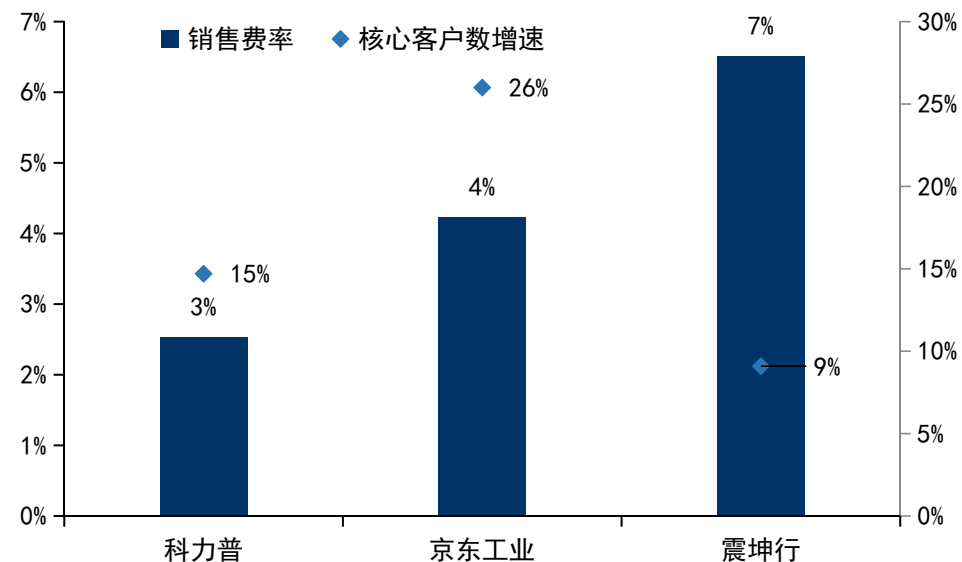
**对比其他工业品平台，京东工业销售费率低、核心客户增速最快，集团协同拉新效果好：**据公司官网，京东企业业务分为慧采（面向政企等大客户）、企业购（面向中小微企业）、工业品（工业品垂类）等，拥有约800万客户，包括3万多家大型客户（全国共有约4万家），目前京东工业核心客户约1.3万户，核心客户渗透率40%左右，仍处于低位，协同拉新空间大；大型企业客户拉新成本高决策周期长，拓展集团已有客户显著降低销售费用及拉新周期，京东工业核心客户增速超过20%，远高于友商平台，销售费率稳定在4%上下，处于较低水位；

**相比淘天工业品、拼多多等平台，京东集团政企服务起步更早、合规能力更强，**京东2013年切入政企采购领域，京东自营模式（自建物流、正品保障）更适合大企业统一开发票、统一入库、简化票款货流程；全国各个区域均有分公司，方便各地本地化税源。

图：各工业超市核心客户留存率对比



图：各工业超市销售费率及核心客户增速对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，注：震坤行Top 500客户（按GMV计）的留存率

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

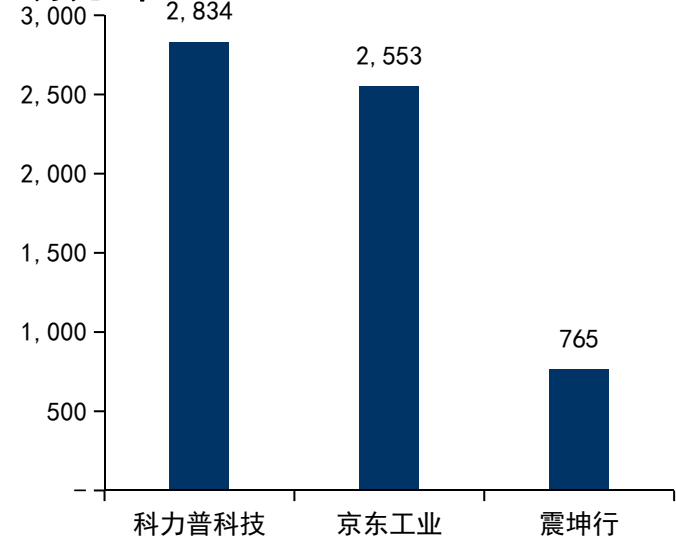
# 资产模式轻起量快，更适配中国市场，为提升利润业务逐步向上下游延伸

中国工业品超市渠道毛利率普遍不到20%，重资产重服务模式难收溢价。北美人力成本高，固安捷重资产重服务毛利高盈利模型能跑通，毛利率40%左右，中国人力成本低，国内客户习惯当地服务商快速响应服务，震坤行难收溢价，毛利率仅为16%，截至2025年仍处于亏损状态。

京东工业定位“三跨”，依赖后端标准化能力而非前端销售服务提升规模，即跨品类、跨场景、跨行业，关注通用场景和解决方案，用数字化链接供需两端，从人员结构看，京东工业采销占比远高于其他几家工业品平台，销售人效为震坤行的3倍多。

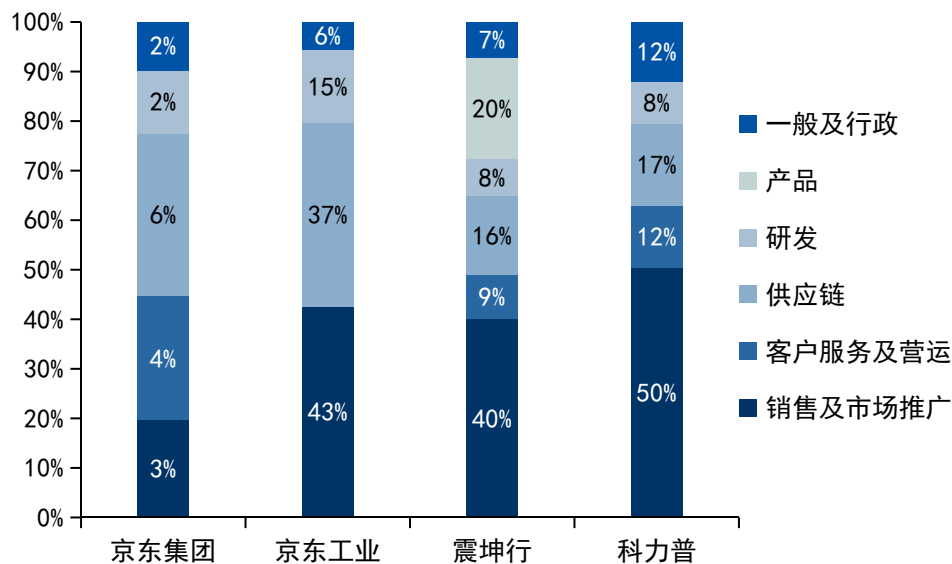
京东工业现阶段更加重视利润率提升，逐步向BOM C 长尾物料、自有品牌拓展，向产业上下游进一步延伸。

图：2025年各工业超市销售人员人均收入对比 (万元/年)



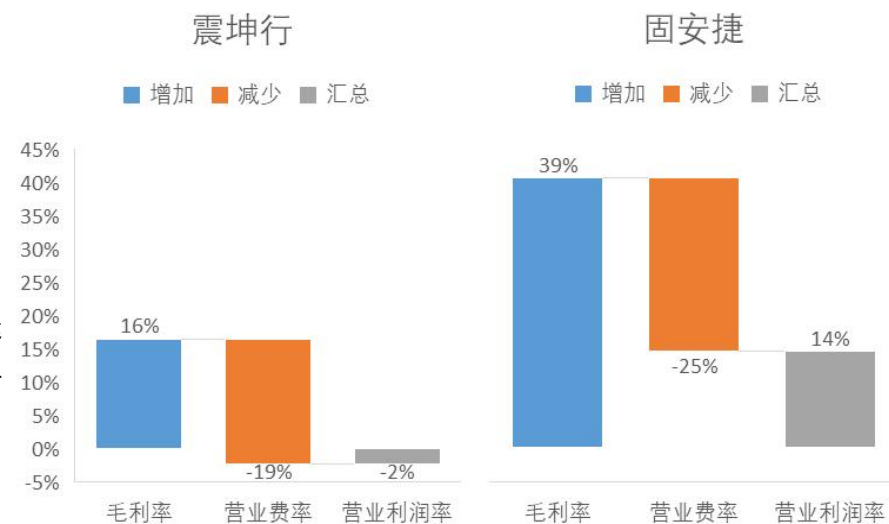
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：各工业超市人员结构对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：京东集团未显示仓储物流人员

图：2025年震坤行与固安捷利润拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 战略方向一：拓展BOM C长尾品类，布局自有品牌提升毛利率

**BOM C:** BOM与生产过程关系紧密，产品普遍非标定制化、对时效性要求高，按材料重要性分为ABC三级，公司主要切BOM C，如紧固、密封、标签、包装类、结构件、元器件等。据我们测算，BOM C市场体量约为MRO的20%，据招股书，25年上半年BOM占京东工业商品收入比例近10%，毛利率12-13%，低于商品平均毛利率0.5-1%，未来毛利率有望与商品毛利持平。

**难点:** BOM C定制化属性强，周转率更低，多数品类周转天数在90-120天，部分长尾品类周转天数超过半年，京东工业要求库存90天内必须产生购销，否则视为滞销，商家不愿承担滞销和来回运输成本，仅愿意将劳保、清洁、消防等C端属性强、周转快的标品入仓，导致长尾非标品供给不足。

图：BOM类型划分、毛利及采购模式情况

级别	定级标准	缺货影响	金额占比	采购模式	渠道毛利率	品类举例	渠道商举例
BOM A	偏大宗采购、价格公开透明	停产	40-50%	低频、单次量大	0-5%	钢材、铜棒、铝板、电缆	找钢网
	非标定制、供应商唯一或寡头、切换需重新验证、交期长		20-30%		30-50%	定制ASIC/MCU、非标液压密封、台积电、博世经定制模具结构件、认证线束	销商/授权代理商
BOM B	有规格约束但市面有替代品切换成本中等、交期2-8周	生产延误	15-25%	中频、单次量中	15-25%	标准连接器/电阻、钣金折弯件、AS586密封圈、产品铭牌	怡合达
BOM C	通用货架品，无需产品验证随处可采	局部停工或出货受阻	5-10%	高频、单次量低	10-15%	螺钉螺母、密封胶、警示贴/套管、气泡膜/PE袋	震坤行、京东工业

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 战略方向一：拓展BOM C长尾品类，布局自有品牌提升毛利率

**自有品牌：**公司2025年起布局自有品牌，目前已推出法立创（高专业度工业品，覆盖电动工具、仪器仪表）和惠象（高性价比通用品，如劳保手套、胶带等）两大子品牌，直连源头工厂，通过聚品聚量解决长尾工业品采购中非标、价格不透明等问题，仍以贴牌为主，据我们测算，目前自有品牌收入约1亿，毛利率比商品毛利高5pct，长期目标收入占比20%，毛利率比普通商品高10pct。

**难点：**1、自有品牌有20%左右的毛利率要求，据我们多平台比价结果，京东工业自有品牌价格不一定有优势；2、自有品牌只上架京东工业，无法满足央国企同款SKU三方比价要求，难被接纳；3、自有品牌需要深刻的需求洞察和供应链能力，需要长期积累迭代，难速成。（据公司公告，固安捷收购多家工厂、花了30年自有品牌占比达到65%，震坤行2019年做自有品牌，太仓建紧固件工厂，2025年底自有品牌占比为8%）

图：京东工业自有品牌比价情况

惠象	价格	其他品牌	其他品牌价格	单位	白牌价格	惠象/其他品牌	惠象/白牌
一次性活性炭口罩	9.9	保为康 F63一次性活性炭口罩	8.41	50只/1盒	7.39	117.7%	134.0%
平口独立垃圾袋 120*140cm 双面3S 重量≥47G 承重≥40KG 黑色	29.58	久洁垃圾袋大号加厚黑色点断式酒店物业环卫塑料袋平口垃圾袋 120*140cm3S	62.5	50只/包	39	47.3%	75.8%
7针700g白纱线手套 手腕酒红色人工边	8.7	腾翔 纱线手套 7针粗纱 灯罩棉700g	10.6	12双/1包	7.8	82.1%	111.5%
尼龙扎带；4*300，白色，国标；	10.7	嘉冠(JAGASL) 自锁式尼龙扎带，4*300 黑色 国标	10.53	250条/包	14.1	101.6%	75.9%
240L塑料垃圾桶 加厚带盖挂车款 灰色 环卫物业户外商用垃圾分类	198.75	志东行户外塑料垃圾桶加厚大垃圾桶分类环卫垃圾桶 规格红色240L挂车款	188.8	1个	117	105.3%	169.9%
		平均比价				90.8%	113.4%

法立创	价格	其他品牌	其他品牌价格	单位	白牌价格	法立创/其他品牌	法立创/白牌
铝青铜防爆鲤鱼钳8" F-AL245-1004	676	维度 铝青铜防爆鲤鱼钳 8英寸 AL245-1004	783.02	1把	-	86.3%	-
铝青铜防爆装柄煤锹520*270*990mm F-AL199-1002	2068.58	桥防(CNFB) 防爆装柄煤锹520*270*990mm,铝青铜; ALT8199-1002	684.08	1把	-	302.4%	-
铍青铜防爆木柄圆头锤340g F-BE187A-1004	472.1	桥防(CNFB) 防爆木柄圆头锤340g,铍青铜; BET8187A-1004	161.91	1把	-	291.6%	-
铍青铜防爆尖撬棍Φ20*500mm	1421.3	桥防(CNFB) 防爆撬棍φ20*500mm,铍青铜; BET8237-100	531.81	1把	-	267.3%	-
铝青铜防爆A型尖嘴钳6" F-AL254-1002	557.13	维度 铝青铜防爆A型尖嘴钳 6英寸 AL254-1002	672	1把	-	82.9%	-
		平均比价				206.1%	-

资料来源：京东工品汇，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 战略方向二：伴随式服务出海客户，抢占工业品海外供应空白

京东工业出海主要服务有海外采购需求的存量战略合作客户，2025年起跟随中资企业出海至东南亚、中东、欧洲、南美等8个中国制造业海外建厂集中地，以中国跨境商品供应为主，辅以本地化采购，为客户提供报关、物流、安装等全链条服务，海外团队配备施工队可提供定制化服务。目前除震坤行有少量海外业务外，京东工业是唯一可同时满足国内及全球各大洲采购需求的工业电商平台。据我们测算，2025年海外业务GMV占比约1%，2026年起逐步拓展海外本地客户；长期希望能帮助跨国企业和中国出海企业搭建全球化供应链。

京东工业海外重资产模式，高毛利高费率，服务质量优于国内，海外当地供应商产品渠道管控严格，服务收费高，出海企业倾向选择中国供应商获得低价产品和服务。以匈牙利站点为例，据我们测算，京东工业在当地年业务规模约几千万元，配备几十人团队，人均营收百万元，服务响应能力更强。海外每个地区财务、人力、商城均独立运作，使用独立站，配备网站运维、销售、财务等完整团队，人效投入远高于国内（国内单个业务员对接数亿元业务，基本无服务能力）。

图：公司海外业务布局



- 【 01 】 公司概况：脱胎于京东企业业务，服务企业数字化采购转型
- 【 02 】 行业概况：工业品采购为10万亿赛道，渠道分散集中度低
- 【 03 】 公司核心竞争力：商品标准化能力/政企服务能力强，轻资产模式起量快
- 【 04 】 盈利预测与投资建议

# 公司收入：预计26-28年公司收入CAGR 25%

公司收入主要由商品销售收入（1P 自营）与交易平台、广告及其他服务收入（3P 平台及增值服务）构成。受益于工业品 MRO 数字化采购渗透率持续提升，以及公司在重点企业客户与中小微客户两端的持续渗透，公司收入规模预计保持较快增长。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 298.67 / 372.46 / 463.47 亿元，同比增速为 24.7% / 24.7% / 24.4%。

结合上文对行业空间与公司竞争优势的分析，我们对各业务收入拆分如下：

**1) 商品销售收入（1P 自营）：**为公司收入的核心构成，主要来源于自营工业品销售。随着重点企业客户持续渗透、中小微客户规模扩大，以及供应链与履约能力持续优化，1P 业务预计保持较快增长。我们预计 2026-2028 年商品销售收入分别为 281.16 / 351.45 / 439.31 亿元，同比增长 25% / 25% / 25%。该业务的增长核心在于供应链规模壁垒与履约效率的持续强化。

**2) 交易平台、广告及其他服务（3P）：**主要包括第三方平台交易佣金、广告及其他增值服务收入。随着平台 GMV 扩大及生态活跃度提升，服务收入预计保持稳健增长。我们预计 2026-2028 年服务收入分别为 17.51 / 21.01 / 24.16 亿元，同比增长 20% / 20% / 15%。该板块体现公司平台化与轻资产变现能力，对整体盈利结构形成支撑。

图：京东工业各业务收入利润拆分（百万元，%）

(CNY, 百万)		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入		17,336	20,398	23,952	29,867	37,246	46,347
	YoY	22.6%	17.7%	17.4%	24.7%	24.7%	24.4%
毛利		2,799	3,313	4,168	5,349	6,671	8,301
	毛利率	16.1%	16.2%	17.4%	17.9%	17.9%	17.9%
履约费用		(943)	(1,127)	(1,766)	(2,113)	(2,635)	(3,279)
	履约费率	-5.4%	-5.5%	-7.4%	-7.1%	-7.1%	-7.1%
研发费用		(295)	(289)	(307)	(452)	(564)	(702)
	研发费率	-1.7%	-1.4%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
销售费用		(703)	(845)	(1,014)	(1,057)	(1,207)	(1,363)
	销售费率	-4.1%	-4.1%	-4.2%	-3.5%	-3.2%	-2.9%
管理费用		(315)	(194)	(269)	(247)	(270)	(290)
	管理费率	-1.8%	-0.9%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
净利润		5	762	2,314	1,567	2,031	2,636
	净利润率	0.0%	3.7%	9.7%	5.2%	5.5%	5.7%
	YoY	na	15770%	204%	-32%	30%	30%
经调整经营利润		880	994	1,012	1,626	2,141	2,814
	%收入	5.1%	4.9%	4.2%	5.4%	5.7%	6.1%
经调归母净利润		818	1,073	1,131	1,745	2,208	2,814
	%收入	4.7%	5.3%	4.7%	5.8%	5.9%	6.1%
	YoY	14%	31%	5%	54%	27%	27%
<b>收入拆分</b>							
商品销售收入		16,120	19,170	22,493	28,116	35,145	43,931
	YoY	25%	19%	17%	25%	25%	25%
交易平台、广告及其他服务		1,216	1,228	1,459	1,751	2,101	2,416
	YoY	1%	1%	19%	20%	20%	15%
<b>GMV拆分</b>							
GMV		26,100	28,800	33,500	41,825	52,554	66,451
重点企业客户		11,600	13,100	16,500	22,275	30,071	40,596
	YoY	22%	13%	26%	35%	35%	35%
中小微客户		14,500	15,700	17,000	19,550	22,483	25,855
	YoY	13%	8%	8%	15%	15%	15%

# 公司利润：预计26-28年经调净利润CAGR 27%

随着收入规模扩大及运营效率持续优化，公司盈利能力预计稳步提升。我们预计 2026-2028 年公司毛利分别为 53.5 / 66.7 / 83.0 亿元，对应毛利率为 17.9% / 17.9% / 17.9%，整体保持稳定。

1) 履约费用：规模效应与仓配效率提升驱动费用率保持稳定。我们预计 2026-2028 年履约费用分别为 21.1 / 26.4 / 32.8 亿元，对应履约费用率为 7.1% / 7.1% / 7.1%；

2) 研发费用：持续投入于供应链系统、数字化与平台能力建设，费用率保持低位稳定。我们预计 2026-2028 年研发费用分别为 4.52 / 5.64 / 7.02 亿元，对应研发费用率为 1.5% / 1.5% / 1.5%；

3) 销售费用：获客效率优化带动费用率小幅下降。我们预计 2026-2028 年销售费用分别为 10.57 / 12.07 / 13.63 亿元，对应销售费用率为 3.5% / 3.2% / 2.9%；

4) 管理费用：规模扩张下费用率持续摊薄。我们预计 2026-2028 年管理费用分别为 2.47 / 2.70 / 2.90 亿元，对应管理费用率为 0.8% / 0.7% / 0.6%。

在收入增长与费用率优化的共同驱动下，公司利润释放加速。我们预计 2026-2028 年经调整经营利润分别为 16.26 / 21.41 / 28.14 亿元，对应经调整经营利润率为 5.4% / 5.7% / 6.1%。

同时，我们预计 2026-2028 年经调整归母净利润分别为 17.45 / 22.08 / 28.14 亿元，对应净利率为 5.8% / 5.9% / 6.1%，同比增长 54% / 27% / 27%。

图：京东工业各业务收入利润拆分（百万元，%）

(CNY, 百万)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	17,336	20,398	23,952	29,867	37,246	46,347
YoY	22.6%	17.7%	17.4%	24.7%	24.7%	24.4%
毛利	2,799	3,313	4,168	5,349	6,671	8,301
毛利率	16.1%	16.2%	17.4%	17.9%	17.9%	17.9%
履约费用	(943)	(1,127)	(1,766)	(2,113)	(2,635)	(3,279)
履约费率	-5.4%	-5.5%	-7.4%	-7.1%	-7.1%	-7.1%
研发费用	(295)	(289)	(307)	(452)	(564)	(702)
研发费率	-1.7%	-1.4%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
销售费用	(703)	(845)	(1,014)	(1,057)	(1,207)	(1,363)
销售费率	-4.1%	-4.1%	-4.2%	-3.5%	-3.2%	-2.9%
管理费用	(315)	(194)	(269)	(247)	(270)	(290)
管理费率	-1.8%	-0.9%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
净利润	5	762	2,314	1,567	2,031	2,636
净利润率	0.0%	3.7%	9.7%	5.2%	5.5%	5.7%
YoY	na	15770%	204%	-32%	30%	30%
经调整经营利润	880	994	1,012	1,626	2,141	2,814
%收入	5.1%	4.9%	4.2%	5.4%	5.7%	6.1%
经调归母净利润	818	1,073	1,131	1,745	2,208	2,814
%收入	4.7%	5.3%	4.7%	5.8%	5.9%	6.1%
YoY	14%	31%	5%	54%	27%	27%
<b>收入拆分</b>						
商品销售收入	16,120	19,170	22,493	28,116	35,145	43,931
YoY	25%	19%	17%	25%	25%	25%
交易平台、广告及其他服务	1,216	1,228	1,459	1,751	2,101	2,416
YoY	1%	1%	19%	20%	20%	15%
<b>GMV拆分</b>						
GMV	26,100	28,800	33,500	41,825	52,554	66,451
重点企业客户	11,600	13,100	16,500	22,275	30,071	40,596
YoY	22%	13%	26%	35%	35%	35%
中小微客户	14,500	15,700	17,000	19,550	22,483	25,855
YoY	13%	8%	8%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

# 盈利预测情景分析

参考收入增长弹性及利润率变化空间，我们基于 2025 年已实现数据，对 2026–2028 年公司收入及盈利能力进行三种情景假设，核心分歧来自于工业品 MRO 数字化采购渗透率提升节奏、重点企业客户与中小微客户拓展速度，以及供应链与履约效率释放节奏，具体如下：

**乐观条件下** 2026–2028 年营业收入同比增速分别为 30% / 28% / 27%，受益于工业品数字化采购渗透率加速提升及大客户战略合同放量，公司在重点企业客户中的钱包份额持续扩大，中小微客户规模快速突破；同时供应链规模优势进一步释放，毛利率与履约效率显著改善，带动收入快速增长及盈利能力大幅提升。

**中性条件下** 2026–2028 年营业收入同比增速分别为 24.7% / 24.7% / 24.4%，行业 MRO 数字化渗透率稳步提升，公司客户拓展按计划推进，供应链与履约效率逐步优化、费用率稳步下降，公司收入规模持续扩大，盈利能力逐步提升。

**悲观条件下** 2026–2028 年营业收入同比增速分别为 18% / 18% / 17%，宏观工业需求承压、行业竞争加剧导致毛利率受挤压，大客户合同放量节奏放缓、中小微客户拓展不及预期，叠加履约效率改善受限，收入增长放缓，利润释放节奏相对有限。

图：京东工业盈利预测情景分析（百万元，%）

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>乐观预测</b>				
营业收入	23,950	31,135	39,853	50,613
YoY	—	30%	28%	27%
经调归母净利润	1,133	2,024	2,790	3,796
YoY	—	79%	38%	36%
净利率	4.7%	6.5%	7.0%	7.5%
<b>中性预测</b>				
营业收入	23,950	29,867	37,246	46,347
YoY	—	24.7%	24.7%	24.4%
经调归母净利润	1,133	1,745	2,208	2,814
YoY	—	54%	27%	27%
净利率	4.7%	5.8%	5.9%	6.1%
<b>悲观预测</b>				
营业收入	23,950	28,261	33,348	39,017
YoY	—	18%	18%	17%
经调归母净利润	1,133	1,413	1,734	2,107
YoY	—	25%	23%	21%
净利率	4.7%	5.0%	5.2%	5.4%

我们采用PE估值法为公司估值，京东工业目前仍处于收入与利润快速增长阶段，26-28年预期收入CAGR 25%，利润CAGR 27%。这一增长动能远超固安捷（7%/8%）和国内其他同行，京东工业采用互联网模式切入工业品、轻资产高增速，考虑京东工业港股上市有一定流动性折价，给公司对应2026年28-30xPE，对应公司目标市值554-594亿港币，目标价20.4-21.9港币，股价上升空间26%-35%。

考虑公司仍处于利润快速释放阶段，行业龙头地位稳定，收入快速增长，我们给予公司优于大市评级。

图：京东工业可比公司估值表（百万元，%）

代码	公司	股价（港元/人民币/美元）	市值（亿元）	26-28年收入CAGR	26-28年利润CAGR	26年PE	27年PE	28年PE
ZKH.N	震坤行	2.99	33	8%	72%	61.6	21.9	20.8
605056.SH	咸亨国际	24.43	100	20%	12%	31.5	26.2	25.1
301029.SZ	怡合达	29.26	186	16%	18%	28.6	23.8	20.6
002301.SZ	齐心集团	7.73	56	8%	16%	36.7	30.5	27.2
7618.HK	京东工业	16.25	386	25%	27%	22.1	17.5	13.7
GWW.N	固安捷	1,238.29	4,000	7%	8%	27.3	25.0	23.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测 注：除京东工业外均采用彭博/Wind一致预期

# 盈利预测

图：京东工业盈利预测  
(百万元)

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8372	6217	14471	15918	17510	营业收入	20398	23952	29867	37246	46347
应收款项	2277	1959	2443	3046	3790	营业成本	17084	19784	24517	30575	38046
存货净额	897	1692	2119	2639	3280	营业税金及附加	194	269	247	270	290
						销售费用	1971	2779	3170	3842	4642
流动资产合计	13556	18148	27320	31550	36518	管理费用	296	314	564	676	814
固定资产	8	12	61	111	162	财务费用	(100)	(62)	(62)	(62)	(62)
无形资产及其他	450	447	335	224	112	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	89	119	119	119	119	资产减值及公允价值变动	(51)	1399	1	1	1
长期股权投资	554	526	526	576	626	其他收入	(19)	199	193	308	310
资产总计	14657	19252	28361	32580	37537	营业利润	883	2465	1624	2253	2928
短期借款及交易性金融负债	7664	0	5344	4892	3975	利润总额	883	2465	1624	2253	2928
应付款项	5362	6764	8474	10555	13117	所得税费用	121	152	162	225	293
其他流动负债	1136	1269	1576	1957	2425	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	14162	8033	15394	17404	19517	经调整净利润	1073	1131	1745	2208	2814
其他长期负债	8	10	13	13	43						
长期负债合计	8	10	13	13	43	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	14170	8043	15407	17417	19560	净利润	762	2314	1567	2031	2636
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	487	11209	12954	15163	17977	折旧摊销	23	24	114	115	117
负债和股东权益总计	14657	19252	28361	32580	37537	公允价值变动损失	51	(1399)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	(100)	(62)	(62)	(62)	(62)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	176	1012	1102	1330	1665
每股收益-经调整	0.53	0.55	0.64	0.81	1.04	其它	312	(1183)	178	178	178
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1323	768	2960	3652	4595
每股净资产	0.05	1.08	0.95	1.12	1.32	资本开支	0	(1420)	(50)	(53)	(55)
ROIC	11%	8%	13%	19%	25%	其它投资现金流	1552	(6253)	0	(1651)	(1981)
ROE	220%	10%	13%	15%	16%	投资活动现金流	1711	(7645)	(50)	(1753)	(2086)
毛利率	16%	17%	18%	18%	18%						
EBIT Margin	4%	3%	5%	5%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	5%	5%	6%	其它融资现金流	(151)	4721	5344	(452)	(917)
收入增长	18%	17%	25%	25%	24%	融资活动现金流	(151)	4721	5344	(452)	(917)
经调整净利润增长率	31%	5%	54%	27%	27%	现金净变动	2883	(2155)	8254	1447	1592
资产负债率	97%	42%	54%	53%	52%	货币资金的期初余额	5489	8372	6217	14471	15918
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	8372	6217	14471	15918	17510
P/E-经调整	27.2	26.3	22.3	17.6	13.8	企业自由现金流	934	373	2397	3087	4027
P/B	300.1	13.3	15.0	12.9	10.8	权益自由现金流	869	5152	7797	2691	3165
EV/EBITDA	52.0	48.2	38.6	29.6	23.0						

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

- **对京东集团依赖及潜在利益冲突的风险：**公司在一定程度上依赖京东集团及其联营公司提供营销、供应链、物流、技术及流量支持等服务；同时，由于京东集团为控股股东，公司与其在业务发展及决策上可能存在利益冲突，且未必能够以对公司有利的条款解决相关冲突。
- **行业发展阶段及不确定性风险：**中国工业供应链技术与服务市场仍处于发展初期，其长期可行性及发展前景尚未得到充分验证，市场发展可能不及预期，从而对公司业务、前景及经营业绩产生不利影响。
- **客户获取与留存风险：**公司业务依赖持续吸引新客户并提升现有客户支出。若无法提供具有竞争力的产品及服务或维持良好的客户体验，可能导致客户流失及收入下降，从而对经营业绩产生不利影响。
- **供应链及供应商管理风险：**公司依赖大量供应商提供工业品，若无法维持与供应商的合作关系或以合理条款采购产品，或供应商出现中断，将对公司业务及增长前景产生不利影响。
- **履约及物流体系风险：**公司依赖第三方仓储及物流服务提供商（包括京东物流）完成产品交付。若相关服务中断、成本上升或无法获得替代服务，可能对公司业务运营及客户体验产生不利影响。
- **存货及需求波动风险：**公司基于需求预测管理库存，但需求受宏观环境、行业周期及价格波动等因素影响。若库存管理不当，可能导致存货减值、销售损失或收入下降。
- **价格波动及成本上升风险：**工业品及原材料价格存在波动，若公司无法将成本上升有效转嫁给客户，可能导致毛利率下降并对经营业绩产生不利影响。
- **关联交易风险：**公司与京东集团及其联营公司之间存在持续性关联交易，涉及采购、销售、物流、技术及流量等多个领域。若相关关联交易的定价、条款或规模不能保持公允，或未来监管政策、合作安排发生变化，可能对公司经营独立性、财务状况及经营业绩产生不利影响。

- **盈利预测风险：**

**1) 收入预测不及预期的风险：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入 CAGR 约为 25%，其中 1P 商品销售业务以 25% 复合增速增长。该预测基于工业品 MRO 数字化采购渗透率持续提升、重点企业客户钱包份额持续扩大、以及中小微客户规模快速突破的核心假设。若宏观工业需求承压、制造业资本开支放缓，或大客户合同放量节奏不及预期、中小微客户拓展受阻，可能存在对收入增长曲线偏乐观的风险，进而导致收入规模预测值高于实际。

**2) 毛利率高估的风险：**我们预计公司 2026-2028 年毛利率将维持在 17.9% 左右。该预测基于供应链规模优势进一步释放、3P 平台与广告收入占比稳步提升、以及自营商品议价能力增强的假设。若上游品牌厂商议价压力上升，或行业价格竞争加剧、自营商品促销让利幅度加大，可能导致成本项估计偏低，从而产生毛利率不及预期的风险。

**3) 净利润预测偏乐观的风险：**我们预计 2026-2028 年经调整归母净利率提升至 5.8% / 5.9% / 6.1%。该预测基于履约费率随仓配规模效应稳定在 7.1%、销售费用率随获客效率优化降至 2.9%、以及管理费用率持续摊薄的假设。考虑到公司可能加大供应链系统、数字化平台及生态投入，存在销售/研发费用率高于预期、或税收优惠政策变动导致的实际费用超支风险。
- **估值风险：**我们对公司进行相对估值时，选取了与公司业务模式相近的京东、阿里巴巴、震坤行等作为可比公司，参考 2026-2028 年平均 PE 作为估值参考。该估值方法可能存在三方面风险：

1) 可比公司选取偏差风险，京东、阿里巴巴主营 C 端零售电商，震坤行规模与盈利结构差异较大，未能完全覆盖工业品 B2B 数字化采购这一细分赛道，存在估值基准偏差；

2) 流动性与系统性风险，未充分考虑港股/中概股流动性波动，以及全球宏观环境变化导致的权益资产估值折价风险；

3) 基本面支撑风险：若公司后续业绩增速（尤其是 25% 的收入 CAGR 及 27% 的经调归母净利润 CAGR）不及预期，现有估值水平将缺乏坚实支撑，存在估值大幅回调的风险。

图：京东工业与友商比价情况（百万元，%）

品牌	型号	单位	价格（元）			比价	
			京东工业品汇	淘天工业品	工邦邦	京东工业品汇/淘天工业品	京东工业品汇/工邦邦
3M	9501V KN95带阀自吸过滤式防颗粒物口罩(耳带式)	25个/1包	78.0	62.0	71.8	126%	109%
霍尼韦尔(Honeywell)	眼镜 S200A亚洲款, 防冲击, 黑色镜框, 透明镜片, 防雾防刮擦; 100110	1副	11.5	12.9	10.9	89%	106%
胜利仪器(victor)	数字万用表; VC890C+	1个	107.0	92.7	122.9	115%	87%
广陆	3V锂电池数显卡尺(金属), 量程:0-150; 111-101V-10G	1套	177.7	162.2	199.0	110%	89%
得力	钢直尺 150mm; DL8015	1把	1.6	3.4	1.5	46%	105%
立邦	专业时时丽内墙乳胶漆 白色 17L	1桶	159.6	90.7	140.0	176%	114%
施耐德电气	EA9AN 小型断路器 EA9AN-C20A/1P	1个	14.8	17.0	14.9	87%	99%
<b>平均比价情况</b>						<b>107%</b>	<b>101%</b>

资料来源：京东工业、淘天平台、工邦邦，国信证券经济研究所整理

图：京东工业IPO募资及主要用途说明

一级用途	二级用途	占募集资金净额比例	对应金额（亿港元）	预计使用周期	主要用途/说明
进一步增强工业供应链能力	增强全链路数智化供应链解决方案	25%	7.1	未来48至60个月	提高商品数智化能力、升级数智化采购能力、提升数智化履约能力、加强与供应商连接及协调能力
	投资技术基础设施和中台能力	10%	2.8	未来48至60个月	投资数据分析、算法、分布式搜索、高并发数据库能力，提升系统兼容性、稳定性和可靠性
跨地域业务扩张	扩大产品类别及垂直行业	15%	4.2	未来48至60个月	拓展产品供应和领域知识，招聘专业MRO产品及BOM产品相关人才，并与更多跨地域供应商建立业务关系
	深化客户关系并吸引新客户	10%	2.8	未来48至60个月	投资销售及市场推广，提高品牌知名度，并通过招聘经验丰富人员加强专业销售队伍
潜在战略投资或收购	—	30%	8.5	未明确	选择性评估与公司能力及专业知识互补、运营上能够产生协同效应的潜在投资机会
一般公司用途及营运资金	—	10%	2.8	未明确	用于一般公司用途及营运资金需要
合计	—	100%	28.3	—	按发售价14.10港元测算

资料来源：京东工业招股书，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032