

2025Q1 前瞻：国补政策助推景气延续，新业务投入对利润影响有限

京东集团-SW (9618. HK)

核心观点

我们预计京东 2025Q1 收入同比增长 12%至 2912.55 亿元，Non-GAAP 净利润为 102.34 亿元，对应净利率为 3.51%，去年同期为 3.42%。本季度日百品类景气延续，继续维持两位数增速，带电品类受益于国补政策的扩大，继续维持两位数增长，增速或高于日百。利润端，尽管外卖等新业务探索或产生额外的营销费用，但预计投入量级整体可控，同时受益于以旧换新政策的推动，家电、PC 等 1P 品类毛利率改善明显。展望 2025 年，在收入增速超社零增速的大前提下，预计利润额仍将保持健康增长。

简评

2025Q1 前瞻：预计京东 2025Q1 收入同比增长 12%至 2912.55 亿元，Non-GAAP 净利润为 102.34 亿元，对应净利率为 3.51%，去年同期为 3.42%。

以旧换新政策助推带电品类维持高景气。预计本季度京东集团收入同比增长 12%，京东零售收入同比增长 13%，预计收入增速继续大于 GMV 增速，1P GMV 增长快于 3P。分结构看，日百品类景气延续，继续维持两位数增速。带电品类受益于国补政策的扩大，继续维持两位数增长，增速或高于日百。考虑到国补政策在线下进一步打通，京东在线下布局较其他大型电商平台更为领先，家电在线下的占比相较 PC、手机等小件标品更高，预计将继续受益。

外卖等新业务探索投入对利润影响有限，预计一季度利润端表现稳健。预计本季度京东集团 Non-GAAP 净利率同比提升至 3.51%，去年同期为 3.42%，其中零售经调 OPM 同比提升至 4.21%，去年同期为 4.11%。尽管外卖等新业务探索或产生额外的营销费用，但预计投入量级整体可控，其更多是作为即时零售业务的补充与协同，而不是以市占率为导向跟美团外卖直接对抗。同时受益于以旧换新政策的推动，家电、PC 等 1P 品类毛利率改善明显，整体看，带电品类毛利率提升快于日百品类。展望 2025 年，在收入增速超社零增速的大前提下，预计利润额仍将保持健康增长。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 04 月 10 日

当前股价：141.70 港元

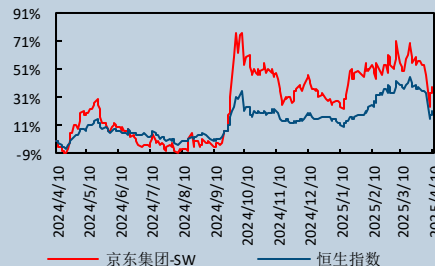
目标价格 6 个月：209.95 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-16.70/-2.05	6.38/-1.11	39.47/16.57
12 月最高/最低价 (港元)			185.10/96.95
总股本 (万股)			318,343.43
流通 H 股 (万股)			318,343.43
总市值 (亿港元)			4,265.80
流通市值 (亿港元)			4,510.93
近 3 月日均成交量 (万)			1592.36
主要股东			
Max Smart Limited			10.32%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】京东集团-SW(9618):2024Q4 财报点评：国补政策助推公司收入重回两位数增长
25.03.08

盈利预测与估值：预计 2025、2026 年公司收入分别为 12433 亿元人民币、13152 亿元人民币，同比增长 7.29% 和 5.78%，Non-GAAP 净利润分别为 517.47 亿元人民币、580.72 亿元人民币，同比增长 8.20% 和 12.22%。维持“买入”评级，给予目标价 209.95 港元，对应集团 2025 年 12 倍 PE。

风险提示：中美关系发展的不确定性；以旧换新政策持续性低预期；以旧换新政策透支未来需求，后续内生需求恢复不及预期；外卖等新业务投入超预期，拖累公司利润表现；后续季度公司利润释放节奏低预期；宏观经济及社零增长疲弱；市场份额超预期回落；电商主业利润率承压；未来降本增效空间有限，新业务利润率提升承压；互联网/电商行业监管风险；美国通胀数据超预期，美联储降息进程低预期；人民币汇率超预期贬值；中概股退市风险；其他影响中概互联整体表现的海外风险因素。

表 1: 京东集团盈利预测 (单位: 人民币百万元)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	307,810	386,698	554,502	602,129	营业收入	1084662	1158819	1243275	1315190
总非流动资产	321,148	311,536	307,325	309,870	营业成本	-924958	-974951	-1045595	-1105639
总资产	628,958	698,234	861,828	911,999	履单成本	-64558	-70426	-74315	-77299
总流动负债	265,650	299,521	312,809	325,873	销售费用	-40133	-47953	-51448	-53766
总非流动负债	66,928	85,416	102,952	130,222	管理费用	-9710	-8888	-9536	-10087
总负债	332,578	384,937	415,761	456,096	研发费用	-16393	-17031	-18272	-19329
普通股股本	0.00	0.00	0.00	0.00	长期资产处 置利得	0	0	0	0
储备	234,978	239,831	369,163	375,231	EBIT	26025	38736	44109	49070
其他综合性收益	903	0	0	0	股权投资	1010	2327	2000	2000
归属母公司股东 权益	232,472	239,831	369,163	375,231	财务收入	0	0	0	0
少数股东权益	63,908	73,466	76,904	80,672	财务费用	-2881	-2896	-2388	-2090
股东权益合计	296,380	313,297	446,067	455,904	其他净收入	7496	13371	11000	11000
总权益及负债	628,958	698,234	861,828	911,999	EBT	31650	51538	54721	59980
					所得税	-8393	-6878	-8208	-8997
现金流量表					净利润(含 少数股东权 益)	23257	44660	46513	50983
经营活动所得现 金净额	59,521	58,095	59,855	66,680	少数股东损 益	-910	3301	3438	3768
投资活动所得现 金净额	-59,543	-871	-26,656	-28,886	净利润(不含 少数股东权 益)	24167	41359	43075	47215
融资活动所得现 金净额	-5,808	-21,004	379	398	non gaap 净 利润	35200	47827	51747	58072
汇率变动	125	98	0	0	关键比率				
现金及现金等价 物增加/减少净额	-5,717	152,087	33,578	38,192	营业收入 YOY	3.67%	6.84%	7.29%	5.78%
年初的现金及现 金等价物	85,115	79,398	231,485	265,063	NON GAAP 净利润 YOY	25%	35.87%	8.20%	12.22%
年末的现金及现 金等价物	79,398	231,485	265,063	303,255	Non-GAAP 净利率	3.25%	4.13%	4.16%	4.42%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk