

京东集团-SW (09618.HK) 25Q1 前瞻

强烈推荐 (维持)

Q1 GMV 及收入维持较快增长，利润表现预计符合预期

我们预计 25Q1 京东集团总收入同比+10.6%，Non-gaap 归母净利润同比+15%。Q1 带电类国补驱动及日百品类稳健经营下 GMV 及收入预计维持双位数较快增长，利润增长预计符合预期，京东自营电商壁垒坚实，当前关税政策影响下市场转向内需，后续若刺激消费政策出台京东作为消费互联网龙头有望显著受益，看好公司增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□Q1 GMV 及收入预计维持双位数较快增长，带电及日百类均增势稳健。2025Q1 预计集团总收入同比+10.6%，京东零售收入同比+1%，GMV 及收入预计保持双位数较快增长。分品类来看，带电及日百类预计均维持同比双位数增长，其中家电 1、2 月由于去年 12 月底存在 25 年国补发放的不确定性导致的需求提前释放，增速环比放缓，3 月家装旺季叠加以旧换新驱动增速明显改善，此外手机、电脑类受益于今年国补品类扩充同样实现较快增速。展望 2025 全年，预计带电类国补驱动以及日百类精细化运营带动频次稳步提升，有望驱动集团收入实现高个位数同比增长。

□Q1 预计利润增长符合预期，25 年利润有望维持稳健增长。利润端来看，预计 Q1 集团 Non-gaap 归母净利润约为 103 亿，基本符合预期，平台自营模式下对供应商议价能力持续提升，预计 2025 年公司稳健经营、有纪律投入下 Non-gaap 归母净利润有望实现同比高个位数增长指引。

□受关税政策影响小，后续市场转向内需京东作为消费互联网龙头有望显著收益。京东国际化业务占比极小且几乎不涉及美国市场，受关税政策影响极小。当前出口受关税影响下市场转向内需，目前家电数码国补政策驱动下京东维持较快增长，后续若新刺激消费政策出台，京东作为消费互联网龙头也有望率先受益，看好公司未来增长韧性。

□投资建议：京东自营模式壁垒坚实，看好公司增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，预计 2025-2027 年 Non-gaap 归母净利润为 522/ 564/ 608 亿元，给予 2025 年 Non-gaap 归母净利润 10 倍 PE，对应目标价 193 港元/股，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1084662	1158819	1251543	1329509	1397248
同比增长	4%	7%	8%	6%	5%
NON-GAAP 归母净利润	35200	47827	52165	56387	60819
同比增长	25%	36%	9%	8%	8%
每股收益	8.34	14.27	17.23	18.82	20.37
PE (Non-GAAP)	10.9	8.0	7.3	6.8	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业
目标股价：193 港元
当前股价：141.7 港元

基础数据

总股本(百万股)	3183
总市值(亿元)	4670
每股净资产(港元)	79.80
资产负债率	50.3%
主要股东	Max Smart Limite
主要股东持股比例	9.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.2	-13.0	36.6
相对表现	3.8	-10.3	16.0

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《京东集团-SW (09618) 2024Q3 业绩点评—利润超预期，以旧换新带动收入增速改善》2024-11-15
- 《京东集团-SW (09618) 2024Q3—Q3 以旧换新带动收入增速回暖，利润保持提升趋势》2024-10-15
- 《京东集团-SW (09618) 2024Q2 财报点评—利润增长大超预期，上调全年盈利指引》2024-08-16

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	307810	386698	443212	507903	573580
现金及现金等价物	71892	108350	153325	207931	264944
其他短期投资	118254	125645	125645	125645	125645
应收账款及票据	20302	25596	27644	29366	30862
其它应收款	20506	28375	30645	32555	34213
存货	68058	89326	95793	101615	106574
其他流动资产	8798	9406	10159	10791	11341
非流动资产	321148	311536	311686	311836	311986
长期投资	137586	59370	59370	59370	59370
固定资产	79955	88901	89051	89201	89351
无形资产	66478	70335	70335	70335	70335
其他	37129	92930	92930	92930	92930
资产总计	628958	698234	754898	819739	885566
流动负债	265650	299521	312390	330798	346480
应付账款	166167	192860	206823	219392	230100
应交税金	7313	9487	9487	9487	9487
短期借款	5034	7581	0	0	0
其他	87136	89593	96080	101918	106893
长期负债	66928	85416	85416	85416	85416
长期借款	41966	56475	56475	56475	56475
其他	24962	28941	28941	28941	28941
负债合计	332578	384937	397806	416214	431896
少数股东权益	63908	73466	77461	81828	86556
归属于母公司所有者权益	232472	239831	279630	321698	367114
负债及权益合计	628958	698234	754898	819739	885566

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59521	58095	49323	53086	56199
归属普通股股东净利润	24167	41359	49945	54554	59055
折旧与摊销	8304	0	0	0	0
营运资本变动	15879	0	8912	8322	7018
其他非现金调整	11171	16736	(9534)	(9790)	(9875)
投资活动现金流	(59543)	(871)	16996	17395	17841
资本性支出	(20015)	0	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	130	0	0	0	0
投资增减	647547	0	0	0	0
其它	4139	(871)	17146	17545	17991
筹资活动现金流	(5808)	(21004)	(21343)	(15875)	(17027)
债务增减	3113	0	(7581)	0	0
股本增减	(2464)	0	0	0	0
股利支付	6741	0	10147	12486	13638
其它筹资	284	(21004)	(3616)	(3389)	(3389)
其它调整	113	115867	(20293)	(24973)	(27277)
现金净增加额	(5717)	152087	44975	54606	57013

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1084662	1158819	1251543	1329509	1397248
主营业务收入	1084662	1158819	1251543	1329509	1397248
营业成本	924958	974951	1045539	1109077	1163209
毛利	159704	183868	206004	220433	234039
营业支出	130794	144298	155592	164859	173259
营业利润	28910	39570	50412	55573	60780
利息支出	2881	2896	3616	3389	3389
利息收入	0	0	1047	1445	1891
权益性投资损益	1010	2327	2000	2001	2001
其他非经营性损益	9779	14099	14099	14099	14099
非经常项目损益	(5168)	(1562)	(1562)	(1562)	(1562)
除税前利润	31650	51538	62380	68168	73821
所得税	8393	6878	8439	9248	10038
少数股东损益	(910)	3301	3995	4366	4728
归属普通股股东净利润	24167	41359	49945	54554	59055
EPS (元)	8.34	14.27	17.23	18.82	20.37

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4%	7%	8%	6%	5%
营业利润	58%	37%	27%	10%	9%
净利润	133%	71%	21%	9%	8%
获利能力					
毛利率	14.7%	15.9%	16.5%	16.6%	16.8%
净利率	2.2%	3.6%	4.0%	4.1%	4.2%
ROE	10.4%	17.2%	17.9%	17.0%	16.1%
ROIC	8.4%	12.8%	14.1%	13.7%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	55.1%	52.7%	50.8%	48.8%
净负债比率	7.5%	9.2%	7.5%	6.9%	6.4%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
存货周转率	12.7	12.4	11.3	11.2	11.2
应收帐款周转率	25.1	24.5	22.3	22.1	22.0
应付帐款周转率	5.7	5.4	5.2	5.2	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	8.34	14.27	17.23	18.82	20.37
每股经营现金	20.53	20.04	17.01	18.31	19.39
每股净资产	80.19	82.73	96.46	110.97	126.63
每股股利	2.66	3.50	4.31	4.70	5.09
估值比率					
PE (nongaap)	10.9	8.0	7.3	6.8	6.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。