

京东 (JD)

——预计 Q1 核心零售增长亮眼，加力探索新业务布局

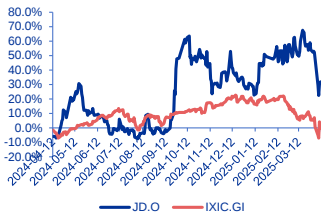
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 4 月 10 日

收盘价 (美元)	35.58
纳斯达克指数	16387.31
52 周最高/最低 (美元)	46.45/23.44
美股市值 (亿美元)	566
流通股 (亿股)	28.60
汇率 (人民币/美元)	7.34

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lxl2@swsresearch.com

投资要点：

- **25Q1 业绩前瞻：**我们预计 25Q1 收入同比增加 11.3%至 2894 亿元，调整后归母净利润为 98.8 亿元，对应调整后净利率为 3.4%。我们维持 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 516/553/580 亿元。
- **以旧换新扩围，预计带电品类 GMV 持续受益实现双位数增长，非带电消费及服务收入延续增势。看好内需提振，平台消费活力不断释放。**我们预计京东零售同比增长 11.7%至 2534 亿元。据国家统计局，25 年 1-2 月实物商品网上零售额同比增长 5.0%达 1.9 万亿元，其中家电音箱/通讯器材分别实现同比增长 10.9%/26.2%。据商务部，截至 3 月 18 日，共计 4219 万名消费者申请 5225 万件数码产品购新补贴，其中政策发布首周手机销量超 1000 万部，达 2020 年以来最高。以旧换新政策扩围，预计平台带电品类消费持续受益，GMV 增速保持双位数增长。同时，公司积极发力服饰、商超等品类，日百用户消费心智逐步提升，3P 生态不断完善，预计非带电消费及服务收入均实现双位数增长。
- **京东外卖日订单超百万，预计未来将加大布局潜力品类与外卖等高频场景需求，长期盈利能力稳中有升。**基于强大的规模效应和运营效率，我们预计 25Q1 京东零售 OPM 保持平稳。同时，我们预计京东将加大外卖、京喜及服饰美妆等时尚新兴品类投入，并持续关注海外业务机会。据京东黑板报，京东品质外卖已上线覆盖全国 126 城，入驻餐厅门店数突破 40 万家，日订单突破百万。4 月 10 日，公司宣布将正式上线京东外卖百亿补贴，通过高频场景消费需求激活用户活跃度，进一步协同核心零售业务，贡献流量新增量。我们预计 25Q1 集团调整后归母净利润为 98.8 亿元，同比增长 11%，NPM 达 3.4%。随着集团供应链体系不断完善，我们看好京东长期效率有望再提高，预计盈利能力保持稳中有升。
- **京东工业重启 IPO，预计公司将保持回购，回报股东。**据公司公告，2025 年 3 月 30 日京东工业向港交所递交招股书，重启 IPO。京东工业为中国领先的供应链技术与服务提供商，拥有“太璞”全链路数智化工业供应链解决方案，2022-2024 年交易额由 223 亿元，增长至 288 亿元，复合增长率达 13.5%，净利润由 22 年的-13 亿元提升至 24 年的 7.6 亿元。2024 年京东集团累计回购共计 36 亿美元，我们预计公司未来将保持回购，持续回报股东。
- **维持“买入”评级。**公司供应链壁垒稳固，并持续改善用户体验，提升消费者心智，我们看好以旧换新持续催化优势带电品类需求释放，投入商家生态，布局服饰日百、发力京东外卖实现零售消费场景延伸，驱动核心业务强劲增长。我们维持 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 516/553/580 亿元，维持买入评级。
- **风险提示：**消费需求疲软，行业竞争加剧，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,084,662	1,158,819	1,247,536	1,310,164	1,357,644
同比增长率 (%)	3.7	6.8	7.7	5.0	3.6
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	51,603	55,274	57,970
同比增长率 (%)	24.7	35.9	7.9	7.1	4.9
调整后每股收益 (元)	20.87	31.14	33.94	36.35	36.57
ROE (%)	7.9	10.1	9.8	8.9	8.1
市盈率 (倍)	13	8	8	7	7
市净率 (倍)	4	3	3	2	2

注 EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益



申万宏源研究微信服务号

Surging core retail business and vigorous new business exploration

FY1Q25 Outlook. We forecast JD to achieve FY1Q25 revenue of Rmb289.4bn (+11.3% YoY), adjusted net profit of Rmb9.88bn, with a profit margin of 3.4%. We maintain our earnings forecasts of Rmb51.6bn in FY25E, Rmb55.3bn in FY26E and Rmb58.0bn in FY27E.

Double-digit growth for electrical appliances driven by expanded coverage of trade-in policy.

We forecast JD Retail's revenue to grow by 11.7% YoY to Rmb253.4bn. According to the National Bureau of Statistics, the online retail sales of physical goods during January and February increased 5.0% YoY to Rmb1.9tn, with home appliances and speakers and communication equipment achieving YoY growth of 10.9% and 26.2%, respectively. According to Ministry of Commerce, as of 18 March, a total of 42.19m consumers had applied for subsidies to purchase 52.25m digital products, with mobile phone sales exceeding 10m units in the first week of its coverage in the trade-in subsidies, the highest since 2020. With the expansion of the trade-in policy, we expect electrical appliance and electronics products to maintain double-digit GMV growth. Meanwhile, the company is actively strengthening its apparel and supermarket categories, gradually enhancing user awareness for daily necessities, and continuously improving its 3P ecosystem. We anticipate that both non-electrified consumption and service revenue will achieve double-digit growth.

Daily takeout orders exceed 1m, with greater investment and improved profitability. Based on strong economies of scale and operational efficiency, we forecast that JD Retail's operating margin to remain stable in 1Q25. Meanwhile, we expect JD to increase investment in takeout, Jingxi, and fashion and emerging categories such as apparel and cosmetics, and to continue to focus on overseas business opportunities. According to JD Blackboard, JD Quality Takeout has been launched and covers 126 cities nationwide, with over 400,000 restaurants on board and daily orders exceeding 1m. On 10 April, the company announced the official launch of JD Takeout's *Rmb1bn Subsidy* program, which is expected to activate user activity through high-frequency consumption demand, further synergize with its core retail business and bring new traffic. We forecast the group's 1Q25 adjusted net profit to reach Rmb9.88bn (+11% YoY), with a net margin of 3.4%. As the supply chain system continues to improve, we are optimistic about JD's long-term operating efficiency, which will lead to a steady growth in profitability.

JD Industrials restarts IPO, with expected continued share repurchases to reward shareholders.

According to the company's announcement, JD Industrials submitted a prospectus to the Hong Kong Stock Exchange on 30 March 2025, to resume its IPO. JD Industrials is a leading Chinese supply chain technology and service provider, with the "Taipu" full-chain digital industrial supply chain solution. Its transaction volume grew at a Cagr of 13.5%, from Rmb22.3bn in 2022 to Rmb.bn in . Meanwhile, it turned around from a loss of Rmb.bn in to a profit of

Rmb760m in 2024. JD Group repurchased a total of \$3.6bn worth of shares in 2024, and we expect the company to continue with share repurchases to reward shareholders in the future.

Maintain BUY. JD has established a solid supply chain barrier and keeps enhancing consumer awareness. We are optimistic about the trade-in policy-driven demand recovery in JD's advantageous electrical appliance and electronics categories. Meanwhile, the company is investing in the merchant ecosystem, expanding into apparel and daily necessities categories, and strengthening JD Takeout to extend retail consumption scenarios, all of which will drive strong growth for its core business. We maintain our adjusted net profit forecasts of Rmb51.6bn in FY25E, Rmb55.3bn in FY26E, and Rmb58.0bn in FY26E. We maintain our BUY rating.

Risks. Constant weakness in consumer demand; intensified competition; slower-than-expected development of new businesses.

合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,247,536	1,310,164	1,357,644
营收成本	-924,958	-974,951	-1,073,563	-1,124,245	-1,162,613
毛利润	159,704	183,868	173,973	185,920	195,031
其他净额	7,496	13,371	10,730	12,942	12,348
履约费用	-64,558	-70,426	-67,036	-70,095	-69,273
费用	-130,794	-144,298	-131,518	-139,713	-145,510
经调整 EBITDA	42,452	51,584	57,041	60,365	62,889
经调整 EBIT	28,131	34,420	36,853	43,082	49,236
利息费用	-2,881	-2,896	-2,000	-2,000	-2,299
税前利润/亏损	31,650	51,538	51,212	56,349	59,812
所得税收益/费用	-8,393	-6,878	-7,092	-9,450	-10,766
归属少数股东的净亏损	-910	3,301	4,125	4,130	3,852
夹层非控制性权益股东应占净收益	0	0	0	0	0
归属普通股股东的净收益/亏损	24,167	41,359	39,994	42,769	45,193
Non-GAAP 归普净利润	35,200	47,827	51,603	55,274	57,970

资料来源：公司公告，申万宏源预测

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。