

# 京东集团-SW (09618.HK)

优于大市

## 2025Q1 前瞻：继续受益于国补以旧换新，新业务投入影响可控

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 互联网 · 互联网 II

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：	王颖婕	0755-81983057	wangyingjie1@guosen.com.cn	执证编码：S0980525020001
证券分析师：	张昊晨		zhanghaochen1@guosen.com.cn	执证编码：S0980525010001

### 事项：

京东集团即将发布 2025 年一季度财报。

**国信互联网观点：**1) 收入端：预计 25Q1 收入同比+12%。其中京东零售/京东物流/新业务增速分别为+13%/9%/5%。京东零售预计 25Q1 收入同比+14%，商品收入中带电、日百均实现双位数增长，带电品类受益国补增速更快。GMV 方面，我们预计增速略弱于收入增速，主要由于高增速的带电品类主要为 1P 模式，在收入结构中占比更高。3P 业务的货币化率则预计保持平稳趋势。**新业务预计亏损进一步扩大**，自 24Q4 起新业务就因京喜单量提升导致亏损扩大，25Q1 随着外卖补贴的增加，亏损将进一步扩大。外卖业务上线 40 天已达到日订单破百万，但我们预计短期对收入贡献仍然较为有限，公司核心目标专注于用户体验、复购、购频等指标。2) 利润端：预计 25Q1 经调整净利润 99 亿元，同比+11%，经调整净利率 3.4%，京东零售的毛利率提升一定程度上抵消了新业务亏损加大带来的负面影响，整体毛利率预计达到 15.6%，同比+0.3pcts，主要驱动因素包括各品类的毛利率向上游争取更多议价权以及国补拉动的高端 3C 增长等。

**维持优于大市评级：**公司持续受益于以旧换新国家补贴政策，且积极延伸业务边界，拓展外卖等业务，我们保持与此前盈利预测基本不变，预计 2025-2027 年公司收入为 12725/13763/14745 亿元，同比+10%/8%/7%，2025-2027 年经调净利为 517/569/623 亿元，同比+8%/10%/9%，目前公司隐含 2025 年经调整净利 9xPE，继续维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 整体：预计 25Q1 收入同比+12%，经调整净利润同比+11%

**收入端：**预计 25Q1 收入同比+12%。其中京东零售/京东物流/新业务增速分别为+13%/9%/5%。1) 京东零售：预计 25Q1 收入同比+14%，商品收入中带电、日百均实现双位数增长，带电品类受益国补增速更快，其中数码电脑和手机较 Q4 有所加速，家电由于 12 月需求提前释放导致整体增速较 Q4 放缓。GMV 方面，我们预计增速略弱于收入增速，主要由于高增速的带电品类主要为 1P 模式，在收入结构中占比更高。3P 业务的货币化率则预计保持平稳趋势，主要是由于目前相比其他平台仍为较低水平，且 GMV 体量有限，受行业竞争加剧的影响较小。

2) **新业务预计亏损进一步扩大**，自 24Q4 起新业务就因京喜单量提升导致亏损扩大，25Q1 随着外卖补贴的增加，亏损将进一步扩大。外卖业务在初期发展迅速，上线 40 天已达到日订单破百万，并且出现大量月销订单突破 2000 单门店，但我们预计外卖业务短期对收入贡献仍然较为有限，公司核心目标专注于用户体验、复购、购频等指标。

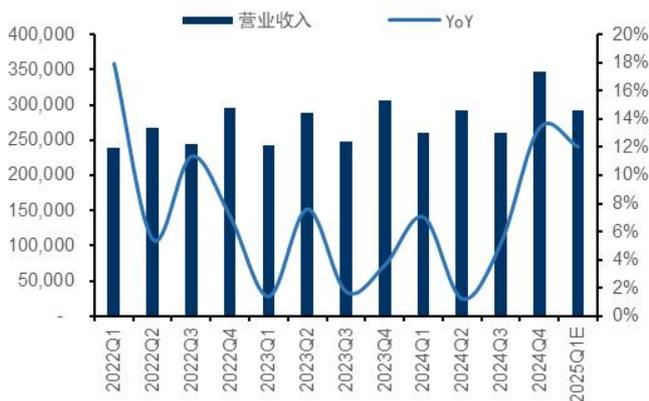
**利润端：**预计 25Q1 经调整净利润 99 亿元，同比+11%，经调整净利率 3.4%，京东零售的毛利率提升一定程度上抵消了新业务亏损加大带来的负面影响，整体毛利率预计达到 15.6%，同比+0.3pcts，主要驱动因素包括各品类的毛利率向上游争取更多议价权以及国补拉动的高端 3C 增长等。

表1: 京东集团季度业绩预测 (百万元)

	2024Q1	2024Q4	国信预测		
			2025Q1E	YoY	QoQ
<b>商品收入</b>	208,508	280,978	234,287	12%	-17%
电子产品及家用电器商品收入	123,212	174,149	140,462	14%	-19%
日用百货商品收入	85,296	106,829	93,826	10%	-12%
<b>服务收入</b>	51,541	66,008	57,069	11%	-14%
平台及广告服务收入	19,289	26,634	21,745	13%	-18%
物流及其他服务收入	32,252	39,374	35,324	10%	-10%
<b>总收入</b>	260,049	346,986	291,356	12%	-16%
毛利, GAAP	39,770	53,117	45,432	14%	-14%
经营利润, GAAP	7,700	10,053	8,627	12%	-14%
<b>Non-GAAP 净利润</b>	8,899	11,294	9,874	11%	-13%
毛利率	15.3%	15.3%	15.6%	0.3pct	0.3pct
经营利润率, GAAP	3.0%	2.9%	3.0%	0.0pct	0.1pct
Non-GAAP 净利率	3.4%	3.3%	3.4%	-0.0pct	0.1pct

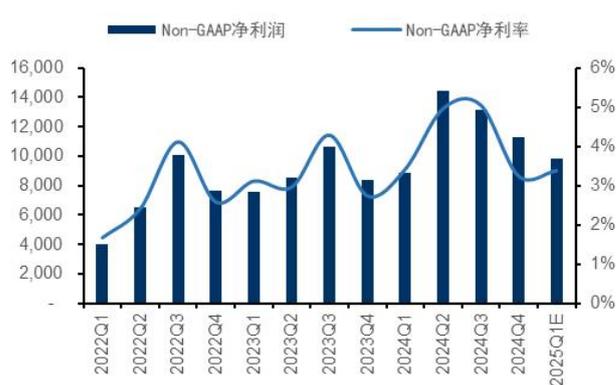
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图1: 京东集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

### ◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

公司持续受益于以旧换新国家补贴政策, 且积极延伸业务边界, 拓展外卖等业务, 我们保持与此前盈利预测基本不变, 预计 2025-2027 年公司收入为 12725/13763/14745 亿元, 同比+10%/8%/7%, 2025-2027 年经调净利为 517/569/623 亿元, 同比+8%/10%/9%, 目前公司隐含 2025 年经调整净利 9xPE, 继续维持“优于大市”评级。

### ◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险等。

**相关研究报告：**

《京东集团-SW (09618. HK) -2024Q4 点评：以旧换新带动零售收入快速增长，公司持续优化供应链效率提升利润率》 ——2025-03-08

《京东集团-SW (09618. HK) -2024Q4 前瞻：收入利润表现亮眼，以旧换新带动 Q4 电商份额增长》 ——2025-01-19

《京东集团-SW (09618. HK) -2024Q3 点评：利润表现亮眼，零售业务将加大用户投入》 ——2024-11-15

《京东集团-SW (09618. HK) -2024Q3 前瞻：以旧换新带动公司 GMV 增速加快》 ——2024-10-17

《京东集团-SW (09618. HK) -2024Q2 点评：收入稳健增长，费用投放克制，利润表现亮眼》 ——2024-08-18

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	71892	108350	173480	211861	258237	营业收入	1084662	1158819	1272515	1376292	1474542
应收款项	40808	53971	59266	64100	68676	营业成本	924958	974951	1066748	1151679	1231684
存货净额	68058	89326	97081	104893	112255	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8798	9406	10329	11171	11969	销售费用	97798	100783	134551	148276	160336
<b>流动资产合计</b>	<b>307810</b>	<b>386698</b>	<b>465801</b>	<b>552222</b>	<b>643374</b>	管理费用	28747	28791	16466	17263	18017
固定资产	79955	88901	76123	63221	50251	财务费用	2141	2222	2716	3044	3418
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	投资收益	1010	2327	2327	2327	2327
投资性房地产	157532	132283	132283	132283	132283	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	56746	56850	58850	60850	62850	其他收入	4791	(1299)	(30914)	(17828)	(19642)
<b>资产总计</b>	<b>628958</b>	<b>698234</b>	<b>759858</b>	<b>828678</b>	<b>902159</b>	营业利润	36818	53100	23447	40528	43773
短期借款及交易性金融负债	5034	7581	7581	7581	7581	营业外净收支	(5168)	(1562)	13371	13371	13371
应付款项	173480	202347	219914	237610	254288	利润总额	31650	51538	36818	53899	57144
其他流动负债	87136	89593	99750	108018	115739	所得税费用	8393	6878	8393	6878	7331
<b>流动负债合计</b>	<b>265650</b>	<b>299521</b>	<b>327245</b>	<b>353209</b>	<b>377608</b>	少数股东损益	(910)	3301	909	(3301)	(958)
长期借款及应付债券	41966	56475	68208	79941	91674	归属于母公司净利润	24167	41359	29336	43720	48855
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878						
<b>长期负债合计</b>	<b>66928</b>	<b>85416</b>	<b>101128</b>	<b>116840</b>	<b>132552</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>332578</b>	<b>384937</b>	<b>428373</b>	<b>470049</b>	<b>510160</b>	净利润	24167	41359	29336	43720	48855
少数股东权益	63908	73466	74375	71074	70116	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	232472	239831	257111	287555	321882	折旧摊销	4745	6019	19478	19602	19671
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>628958</b>	<b>698234</b>	<b>759858</b>	<b>828678</b>	<b>902159</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	2141	2222	2716	3044	3418
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(49216)	25513	17730	16456	15642
每股收益	11.06	15.02	16.23	17.88	19.56	其它	(910)	3301	909	(3301)	(958)
每股红利	2.75	3.50	3.79	4.17	4.56	经营活动现金流	(21214)	76192	67453	76477	83210
每股净资产	73.03	75.34	80.77	90.33	101.11	资本开支	(17606)	(14120)	0	0	0
ROIC	17%	26%	26%	37%	47%	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
ROE	15%	20%	20%	20%	19%	投资活动现金流	6130	(21615)	(2000)	(36553)	(34040)
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	5%	4%	4%	4%	负债净变化	11733	14509	11733	11733	11733
EBITDA Margin	4%	5%	6%	6%	6%	支付股利	(8742)	(11157)	(12056)	(13276)	(14527)
收入增长	4%	7%	10%	8%	7%	其它融资现金流	19584	(18596)	0	0	0
经调净利润增长率	25%	36%	8%	10%	9%	融资活动现金流	8115	(18119)	(323)	(1543)	(2794)
资产负债率	63%	66%	66%	65%	64%	现金净变动	(6969)	36458	65130	38381	46376
股息率	2.0%	2.5%	2.7%	3.0%	3.3%	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	173480	211861
P/E	12.5	9.2	8.5	7.7	7.1	货币资金的期末余额	71892	108350	173480	211861	258237
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	(37085)	65192	79477	87593	91543
EV/EBITDA	11	8	7	7	6	权益自由现金流	(7341)	59180	89113	96670	100296

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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.CSI）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

### 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中所提及的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 层  
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