

京东集团-SW (09618.HK) 25Q1 财报点评

收入及利润超预期，关注外卖业务后续进展

京东发布 2025Q1 业绩，本季度实现营业收入 3011 亿元，同比+15.8%，京东零售收入为 2638 亿元，同比+16.3%，零售经营利润 128 亿元，同比+37.8%；Non-GAAP 归母净利润为 128 亿元，同比+43.4%。本季度在国补及用户加速增长驱动下收入及利润增长均超预期，预计全年京东零售收入及利润有望实现双位数稳健增长；外卖新业务加速发展，关注后续外卖增长进展及投入情况及长期与电商主业的协同发展，维持“强烈推荐”评级。

□收入增长超预期，用户数加速增长为重要驱动。2025Q1 公司实现营业收入 3011 亿元，同比+15.8%（彭博一致预期+11.6%），京东零售收入为 2638 亿元，同比+16.3%（一致预期+11.1%），GMV 及收入均实现双位数较快增长，整体表现超预期。1P 方面，Q1 带电类收入同比+17%（一致预期+11.8%），国补对家电及手机电脑品类增长的驱动作用依然强劲，Q2 有望维持较好增势；日百类收入同比+15%（一致预期 10.8%），其中大商超和时尚类均实现同比收入双位数增长。从用户侧来看，本季度活跃用户实现 20%以上的加速增长，公司通过持续改善用户体验以及京喜/外卖等新业务有效促进用户增长。3P 方面，平台服务收入实现同比+15.7%的加速增长，伴随 3P 生态持续丰富，未来 3P 收入有望维持稳健增势。展望 2025 全年，预计国补对带电类驱动、日百类精细化运营、以及外卖等新业务对主业的协同带动下，京东零售收入及集团收入有望实现双位数的同比增长。

□利润增长超预期，毛利率继续提升，全年利润关注后续外卖业务进展。利润端，Q1 京东毛利率 15.9%（一致预期 15.7%），同比+0.6pct，经营利润率 3.5%（一致预期 3.1%），同比+0.5pct，其中京东零售经营利润 128 亿元/+37.8%（一致预期+15.5%），OPM 达 4.9%，京东强大自营供应链壁垒所带来的强议价能力及精细化运营能力继续带动毛利率及经营利润率稳步提升，预计 2025 全年京东零售 OP 有望实现同比双位数增长。集团 Non-gaap 归母净利润本季度为 128 亿元/+43.4%，高于一致预期的 16.6%，2025 年集团利润需进一步观察外卖新业务后续投入进展。

□外卖业务快速发展，关注长期与电商主业的协同发展。25 年 3 月以来京东加大对外卖业务的投入及供给&运力建设，单量实现加速增长，截至目前京东外卖日单量接近 2000 万单。京东外卖业务将深植于整体零售业务生态，截至目前已能够初步看到外卖用户的跨品类购买行为及相对健康的留存状况。短期来看京东外卖新业务将产生一定投入，在运营能力和系统功能方面仍有改良空间，长期看伴随外卖业务规模增长有望逐步释放规模效应，关注长期与集团零售主业的协同价值。

□投资建议：京东零售壁垒坚实增势稳健，后续关注外卖业务进展，考虑到外卖新业务短期投入增加，预计 2025-2027 年集团 Non-gaap 归母净利润为 466/522/568 亿元，给予 2025 年 Non-gaap 归母净利润 10 倍 PE，对应目标价 173 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；新业务投入超预期。

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	1309180	1416675	1495223
同比增长	4%	7%	13%	8%	6%
Nongaap 归母净利润	35200	47827	46576	52182	56767
同比增长	25%	36%	-3%	12%	9%
每股收益(元)	8.34	14.27	14.23	17.42	18.86
PE (Non-GAAP)	10.9	8.0	8.2	7.3	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/商业

目标估值：173 港元

当前股价：141.6 港元

基础数据

总股本（万股）	318755
总市值（亿港元）	4367
每股净资产（港元）	79.75
ROE（TTM）	19.23
资产负债率	54.5%
主要股东	Max Smart Limited
主要股东持股比例	9.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.3	-2.5	8.7
相对表现	-14.8	-18.9	-12.2

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) —24Q2 前瞻：高基数影响收入增速，利润增长好于预期》2024-07-12
- 2、《京东集团-SW (09618) 24Q1 财报点评—业务调整完成回归健康增长，日百类表现亮眼》2024-05-17
- 3、《京东集团-SW (09618) —24Q1 前瞻：收入增势稳健，加码内容生态建设》2024-04-16

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	459671	535123	607172
现金及现金等	71892	108350	161418	223722	285705
其他短期投资	118254	125645	125645	125645	125645
应收账款及票	20302	25596	28917	31292	33027
其它应收款	20506	28375	32057	34689	36612
存货	68058	89326	101008	108277	114047
其他流动资产	8798	9406	10626	11499	12137
非流动资产	321148	311536	302310	294058	286675
长期投资	137586	59370	59370	59370	59370
固定资产	79955	88901	79675	71423	64040
无形资产	66478	70335	70335	70335	70335
其他	37129	92930	92930	92930	92930
资产总计	628958	698234	761982	829180	893847
流动负债	265650	299521	328880	351863	370110
应付账款	166167	192860	218083	233776	246235
应交税金	7313	9487	9487	9487	9487
短期借款	5034	7581	0	0	0
其他	87136	89593	101310	108600	114388
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	414296	437279	455526
储备	239290	239831	270948	311125	353170
少数股东权益	63908	73466	76737	80776	85152
归属于母公司所有者权益	232472	239831	270948	311125	353170
负债及权益合计	628958	698234	761982	829180	893847

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59521	58095	54616	58875	60971
净利润	24167	41359	41264	50492	54668
折旧与摊销	8304	8904	9376	8403	7532
营运资本变动	15879	6824	17035	9836	8180
其他非现金调	11171	1008	(13058)	(9856)	(9409)
投资活动现金流	(59543)	(871)	18279	15950	15950
资本性支出	(20015)	(13819)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产					
收到的现金	130	0	0	0	0
投资增减	647547	489507	0	0	0
其它	4139	(4187)	18429	16100	16100
筹资活动现金流	(5808)	(21004)	(19828)	(12521)	(14938)
债务增减	3113	14374	(7581)	0	0
股本增减	(2464)	(25885)	0	0	0
股利支付	6741	8263	10147	10316	12623
其它筹资	284	(1230)	(2100)	(2205)	(2315)
其它调整	113	45	0	0	0
现金净增加额	(5717)	36265	53068	62304	61983

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	108466	1158819	1309180	1416675	1495223
主营收入	108466	1158819	1309180	1416675	1495223
营业成本	924958	974951	1102459	1181790	1244773
毛利	159704	183868	206721	234885	250450
营业支出	130794	144298	170421	184151	194362
营业利润	28910	39570	36300	50734	56088
利息支出	2881	2896	2100	2205	2315
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	1010	2327	4330	2001	2001
其他非经营性损	9779	14099	14099	14099	14099
非经常项目损益	(5168)	(1562)	(1562)	(1562)	(1562)
除税前利润	31650	51538	51067	63067	68311
所得税	8393	6878	6532	8535	9268
少数股东损益	(910)	3301	3271	4039	4375
归属普通股股东净利	24167	41359	41264	50492	54668
EPS (元)	8.34	14.27	14.23	17.42	18.86

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4%	7%	13%	8%	6%
营业利润	58%	37%	-8%	40%	11%
净利润	133%	71%	0%	22%	8%
获利能力					
毛利率	14.7%	15.9%	15.8%	16.6%	16.8%
净利率	2.2%	3.6%	3.2%	3.6%	3.7%
ROE	10.4%	17.2%	15.2%	16.2%	15.5%
ROIC	8.4%	12.8%	11.6%	12.8%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	55.1%	54.4%	52.7%	51.0%
净负债比率	7.5%	9.2%	7.4%	6.8%	6.3%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
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	1.7	1.7
存货周转率	12.7	12.4	11.6	11.3	11.2
应收帐款周转	25.1	24.5	22.8	22.3	22.1
应付帐款周转	5.7	5.4	5.4	5.2	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	8.34	14.27	14.23	17.42	18.86
每股经营现金	20.53	20.04	18.84	20.31	21.03
每股净资产	80.19	82.73	93.46	107.32	121.82
估值比率					
PE (nongaap)	10.9	8.0	8.2	7.3	6.7

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。