

公司研究

收入加速增长，关注外卖业务投入

——京东集团-SW (9618.HK) 2025年一季报点评

要点

公司 1Q2025 营收同比增长 15.8%，Non-GAAP 归母净利润同比增长 43.4%

公司公布 1Q2025 业绩：1Q2025 实现营业收入 3010.8 亿元，同比增长 15.8%，实现 GAAP 归母净利润 108.9 亿元，同比增长 52.7%，实现 Non-GAAP 口径下归母净利润 127.6 亿元，同比增长 43.4%。

收入增长全线加速，推出出口转内销计划

得益于消费刺激政策以及公司平台生态的持续完善，公司各业务条线收入同比增速环比 4Q2024 均有加速。商品收入方面，公司 1Q2025 整体商品收入 2423.1 亿元，同比增长 16.2%；其中家电 3C 类收入 1443.0 亿元，同比增长 17.1%，公司在 1Q2025 与小米等数码产品品牌全面深化战略合作，打造更智慧化、多元化的产品与更优质的购买与服务体验；日用百货类收入 980.1 亿元，同比增长 14.9%，公司在 1Q2025 线上首发莱珀妮、Crocs、Massimo Dutti 等多家时尚品牌新品，发挥平台优势。

另一方面，公司 1Q2025 整体服务收入 587.7 亿元，同比增长 14.0%；其中平台及广告收入 223.2 亿元，同比增长 15.7%，物流及其他收入 365.4 亿元，同比增长 13.3%。在 2025 年 4 月，公司宣布推出出口转内销计划，目标为通过与国内制造业企业合作，采购不低于 2000 亿元的出口转内销商品，协助开拓国内市场。

持续进行股份回购，强化骑手保障

2025 年以来截至 5 月 13 日，公司回购共计 8070 万股 A 类普通股，总额约 15 亿美元，回购总股份数约占 2024 年底流通股的 2.8%。截至 2025.5.13，公司回购计划剩余额度为 35 亿美元。同时，公司自 2025.3.1 起为京东外卖全职骑手缴纳五险一金，包含个人所需缴纳部分，并为兼职骑手提供意外险和健康医疗险，成为中国首个为全职骑手缴纳五险一金的平台。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司 1Q2025 业绩超预期，主要得益于有效的消费刺激政策以及公司平台生态的持续完善。但考虑到外卖在 1Q2025 仍处于起步期，对公司财务表现的影响尚未得到释放，我们下调对公司 2025/2026/2027 年 Non-GAAP 归母净利润的预测 14%/12%/11%至 448.14/505.74/531.82 亿元。公司持续强化用户心智，外卖有望提升业务协同，维持“买入”评级。

风险提示：消费意愿和信心恢复进程不及预期，业内竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	10,847	11,588	13,001	13,854	14,455
营业收入增长率	3.67%	6.84%	12.19%	6.56%	4.34%
GAAP 归母净利润 (百万元)	24,167	41,359	37,028	42,788	45,396
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	44,814	50,574	53,182
GAAP EPS (元)	7.60	13.83	11.62	13.42	14.24
P/E	17	9	11	9	9
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-05-13，汇率按 1HKD=0.92CNY 换算；注：如不标注港元，本文元均指人民币

买入（维持）

当前价：137.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebsecn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007
021-52523868
liangdanhui@ebsecn.com

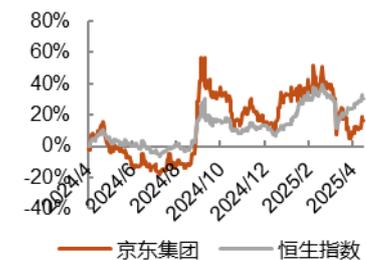
分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001
021-52523690
zhaoyue1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.88
总市值(亿港元):	4,366.95
一年最低/最高(港元):	122.1/180.80
近 3 月换手率:	49.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.44	-18.11	-15.03
绝对	-6.55	-15.95	6.12

资料来源：Wind

相关研报

以旧换新效果显著，现金股利强化股东回报——京东集团-SW (9618.HK) 2024 年年报点评 (2025-03-07)

表 1: 公司 1Q2025 业绩速览

mn CNY		1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	1Q2025E	实际 VS 预测
总览	总收入	260,049	291,397	260,387	346,986	301,082	290,309	3.71%
	YOY (%)	-9.7%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	11.6%	
	经营利润	7,700	10,501	12,044	8,491	10,533	9,067	16.17%
	经营利润率 (%)	3.0%	3.6%	4.6%	2.4%	3.5%	3.1%	0.4pct
	归母净利润	7,130	12,644	11,731	9,854	10,890	9,129	19.29%
	净利润率 (%)	2.7%	4.3%	4.5%	2.8%	3.6%	3.1%	0.5pct
	经调整归母净利润	8,899	14,460	13,174	11,294	12,758	10,373	22.99%
经调整净利润率 (%)	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	4.2%	3.6%	0.7pct	
分部收入 (按类型)	商品收入	208,508	233,908	204,613	280,978	242,309	232,005	4.44%
	YOY (%)	-10.8%	0.0%	4.8%	14.0%	16.2%	11.3%	
	——家电 3C 类收入	123,212	145,061	122,560	174,149	144,295	137,757	4.75%
	YOY (%)	-19.0%	-4.6%	2.7%	15.8%	17.1%	11.8%	
	——日用百货类收入	85,296	88,847	82,053	106,829	98,014	94,521	3.70%
	YOY (%)	4.4%	8.7%	8.0%	11.1%	14.9%	10.8%	
	服务收入	51,541	57,489	55,774	66,008	58,773	57,377	2.43%
	YOY (%)	-4.7%	6.3%	6.5%	10.8%	14.0%	11.3%	
——平台及广告收入	19,289	23,425	20,763	26,634	22,320	21,660	3.05%	
YOY (%)	-14.3%	4.1%	6.3%	12.7%	15.7%	12.3%		
——物流及其他收入	32,252	34,064	35,011	39,374	36,543	35,796	2.09%	
YOY (%)	2.2%	7.9%	6.5%	9.5%	13.3%	11.0%		
分部收入 (按集团)	京东零售	226,835	257,072	224,986	307,055	263,845	252,054	4.68%
	YOY (%)	-10.4%	1.5%	6.1%	14.7%	16.3%	11.1%	
	京东物流	42,137	44,207	44,396	52,097	46,967	46,277	1.49%
	YOY (%)	2.7%	7.7%	6.6%	10.4%	11.5%	9.8%	
新业务	4,870	4,636	4,970	4,681	5,753	5,073	13.39%	
YOY (%)	-31.7%	-35.0%	-25.7%	-31.0%	18.1%	4.2%		
集团经营利 润	京东零售	9,325	10,108	11,608	10,036	12,846	10,770	
	经营利润率 (%)	4.1%	3.9%	5.2%	3.3%	4.9%	4.3%	0.6pct
	京东物流	224	2,183	2,086	1,824	145	824	
	经营利润率 (%)	0.5%	4.9%	4.7%	3.5%	0.3%	1.8%	-1.5pct
新业务	-670	-695	-615	-885	-1,327	-966		
经营利润率 (%)	-13.8%	-15.0%	-12.4%	-18.9%	-23.1%	-19.0%	-4.0pct	

资料来源: 公司公告, Bloomberg 一致预期, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,847	11,588	13,001	13,854	14,455
营业成本	9,250	9,750	10,899	11,587	12,085
履约费用	646	704	789	839	876
营销开支	401	480	694	726	750
权益法核算投资损	10	23	23	23	23
研发开支	164	170	187	197	204
一般及行政开	97	89	97	101	104
利息支出	29	29	10	7	5
出售开发物业	23	15	0	0	0
营业利润	242	382	348	425	460
其他净额	75	134	134	134	134
利润总额	317	515	482	559	593
所得税	84	69	120	140	148
GAAP 净利润	233	447	361	419	445
少数股东损益	-9	33	-9	-9	-9
GAAP 归母净利润	242	414	370	428	454
EPS(元)	7.60	13.83	11.62	13.42	14.24

注：其他净额主要包括公允价值变动损益、减值、处置长期投资（不包括以权益法核算者）、政府补助及其他非经营利润或开支，为非经常性项目。

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	595	581	839	702	715
净利润	233	447	361	419	445
折旧及摊销	89	24	128	144	160
以股份计价的员工薪酬	595	581	839	702	715
投资活动产生现金流	-595	-9	-277	-222	-200
短期投资净购买	228	-74	-127	-63	-34
购买物业及设备	-223	-140	-150	-159	-166
融资活动现金流	-58	-210	3	3	3
长期借款所得款项	0	0	0	0	0
净现金流	-58	362	564	483	519

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	14.72%	15.87%	16.17%	16.37%	16.40%
EBITDA 率	3.29%	4.48%	3.83%	3.23%	3.31%
EBIT 率	2.74%	3.80%	2.95%	3.33%	3.41%
税前净利润率	2.92%	4.45%	3.71%	4.03%	4.10%
归母净利润率	2.23%	3.57%	2.85%	3.09%	3.14%
ROA	3.95%	6.23%	5.05%	5.35%	5.27%
ROE (摊薄)	8.17%	13.22%	10.52%	10.78%	10.22%
经营性 ROIC	8.33%	10.69%	8.59%	10.09%	10.60%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	55%	54%	52%	50%
流动比率	1.16	1.29	1.38	1.50	1.62
速动比率	0.90	0.99	1.09	1.20	1.33
归母权益/有息债务	5.52	4.24	4.93	5.73	6.57
有形资产/有息债务	3.5	3.2	3.4	3.5	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,290	6,982	7,688	8,317	8,916
货币资金	719	1,084	1,648	2,131	2,650
受限制现金	75	74	74	74	74
短期投资收益	1,183	1,256	1,384	1,447	1,481
应收账款	224	304	184	196	204
预付账款	184	236	264	281	293
存货	681	893	977	1,015	1,035
其他流动资产	13	20	20	20	20
流动资产合计	3,078	3,867	4,550	5,164	5,757
其他权益工具	209	245	245	245	245
土地使用权	396	368	361	353	345
固定资产	700	827	863	892	911
在建工程	99	62	62	62	62
无形资产	69	78	72	67	61
商誉	200	257	257	257	257
其他非流动资产	1,539	1,278	1,278	1,278	1,278
非流动资产合计	3,211	3,115	3,138	3,153	3,159
总负债	3,326	3,849	4,164	4,344	4,468
应付税费	73	95	95	95	95
应付账款	1,662	1,929	2,134	2,246	2,318
递延收入	21	21	24	25	26
预收账款	316	324	364	388	405
其他流动负债	584	626	670	690	700
流动负债合计	2,657	2,995	3,286	3,443	3,544
长期借款	316	317	317	317	317
递延收入	10	5	5	5	5
其他非流动负债	344	532	555	579	602
非流动负债合计	669	854	878	901	924
归属于集团拥有者的权益	2,319	2,393	2,785	3,234	3,709
非控制性权益	639	735	735	735	735
权益总额	2,958	3,128	3,519	3,968	4,443

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.70%	4.14%	5.34%	5.24%	5.19%
管理费用率	0.90%	0.77%	0.75%	0.73%	0.72%
财务费用率	0.27%	0.25%	0.20%	0.18%	0.18%
研发费用率	1.51%	1.47%	1.44%	1.42%	1.41%
所得税率	0.77%	0.59%	0.93%	1.01%	1.03%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股经营现金流	18.7	19.4	26.3	22.0	22.4
每股净资产	93.0	104.6	110.4	124.5	139.4
每股销售收入	341	388	408	435	453

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	9	11	9	9
PB	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.3	7.7	8.1	9.0	8.4

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP