

互联网电商

2025 年 05 月 14 日

京东 (JD)

——营收增速创三年新高，外卖业务协同并进

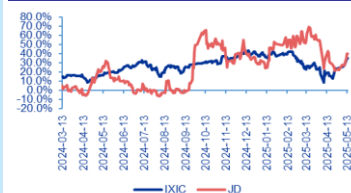
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 5 月 14 日

收盘价 (美元)	37.25
纳斯达克指数	19010.08
52 周最高/最低 (美元)	46.45/23.44
美股市值 (亿美元)	594
流通股 (亿股)	28.70
汇率 (美元/人民币)	7.20

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×
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 据公司公告，京东 25Q1 营收 3011 亿元 (sws 预期 2894 亿元)，同比+15.8%，创下三年来最高季度同比增速，其中服务收入为 588 亿元，同比增长 14.0%。Non-GAAP 归属于普通股股东的净利润为 128 亿元 (sws 预期 98.8 亿元)，同比+43.4%，业绩超预期。
- **国补扩围拉动带电品类加速增收，日百品类保持双位数增速，平台活跃用户数强劲增长。**据公司公告及京东黑板报，25Q1 京东零售收入同比增长 16.3%至 2638 亿元。平台供应链能力与用户体验持续优化，拉动季度活跃用户数同比增速超 20%，连续 6 个季度保持双位数同比增长。25Q1 国补加力扩围至 3 类数码产品，平台与小米等数码品牌深化战略合作，共同推动平台带电品类收入同比增长 17.1%至 1443 亿元，增速环比+1.3ppt。据商务部数据，截至 4 月 24 日，全国手机等数码产品购新 3661 万件、12 类家电以旧换新 4746.6 万台，带动销售额超 7200 亿元，预计京东带电品类销售将延续高速增长。同时，平台继续加大投入服饰商超等品类，并在关税波动背景下积极响应出口转内销，商超品类连续 5 个季度保持双位数同比增长，25Q1 日百品类收入同比增长 14.9%至 980 亿元。此外，平台积极拓展新市场，面向香港商家推出“0 佣金免年费”，并在伦敦、柬埔寨、澳大利亚等地区拓展线上零售，我们继续看好京东商品零售延续高增速态势。平台业务生态进一步巩固，25Q1 第三方商家成交用户数和订单量继续保持同比双位数增长，平台及广告服务收入增速环比加速至 15.7%。
- **盈利能力继续改善，智能体融合业务生态推进降本增效，京东零售经营利润率持续提升。**据公司公告及京东黑板报，25Q1 公司凭借完善的供应链基础设施继续优化运营效率，集团实现毛利率 15.9%，同比提升 0.6ppt，实现履约毛利率 9.3%，同比提升 0.5ppt。其中，京东零售经营利润率同比提升 0.8ppt 至 4.9%，京东物流经营利润率同比降低 0.2ppt 至 0.3%。25Q1 京东继续加大投入用户生态与体系内员工建设，研发的智能体赋能办公、营销等五大场景，并为京东物流提供一站式解决方案，共同推动企业实现数智化转型与降本增效，综合影响下，Non-GAAP 净利润达 128 亿元，同比+43.4%，对应净利润率达 4.2%，同比提升 0.8ppt，盈利能力进一步提升。
- **外卖业务进展显著，回购计划继续推进。**据公司公告与公众号，自 25 年 2 月京东正式推出外卖业务以来，依托京东已有的用户生态及供应链履约能力，充分满足用户在不同场景下的需求，与主业产生协同效应迅速发展。4 月 22 日，京东外卖当日订单量正式突破 1000 万单，其“又好又便宜”的用户心智加速占领。我们预计京东外卖将继续加大投入用户补贴，并通过骑手待遇优化与品质商家扶持强化生态势能，为业务长期增长注入动能。截至 2025 年 3 月 31 日，年内公司共回购 15 亿美元，80.7 百万股 A 类普通股，回购的普通股总数约为其截至 2024 年 12 月 31 日流通在外普通股的 2.8%。
- **维持“买入”评级。**公司供应链核心能力壁垒稳固，业务生态持续改善，新市场开拓稳步推进，我们看好国补政策刺激与用户规模增长影响下带电品类延续增长势能，出口转内销丰富供给拉动日百商超品类保持高速增长，同时外卖业务超预期扩张推动新业务释放强劲业绩增量。考虑到京东 25Q2 开始预计将加大外卖业务投入，我们下调 FY25-26 年调整后归母净利润预测至 476/520/562 亿元 (前值 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	1,309,433	1,405,187	1,493,471
同比增长率 (%)	3.7	6.8	13.0	7.3	6.3
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	47,603	52,024	56,176
同比增长率 (%)	24.7	35.9	(0.5)	9.3	8.0
调整后每股收益 (元)	20.87	31.14	31.37	34.28	35.44
ROE (%)	7.9	10.1	9.1	8.5	8.0
市盈率 (倍)	13	9	9	8	8
市净率 (倍)

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

Revenue growth hits a 3-year high, with rising synergy from food delivery business

FY1Q25 result review. JD reported FY1Q25 revenue of Rmb301.1bn (+15.8% YoY, vs. our forecast of Rmb289.4bn), marking the highest quarterly growth in three years. Particularly, service income amounted to Rmb58.8bn (+14.0% YoY). The Non-GAAP net profit stood at Rmb12.8bn (+43.4% YoY), exceeding our expectation of Rmb9.9bn.

Wider subsidy coverage drives growth in electrical/digital sectors, with strong growth in daily necessities and active platform users. As reported in the company's announcement and JD Blackboard, JD Retail's revenue increased by 16.3% YoY to Rmb263.8bn in FY1Q25. The platform's continuous optimization of supply chain capabilities and user experience has boosted the quarterly active user growth to over 20% YoY, marking the sixth consecutive quarter of double-digit growth. In FY1Q25, national subsidies were further expanded to three digital product categories. The platform deepened strategic cooperation with digital brands such as Xiaomi, jointly driving a 17.1% YoY growth in revenue from electrical and digital categories to Rmb144.3bn (+1.3ppts QoQ). According to the Ministry of Commerce, by 24 April, national new mobile phone and digital product purchases hit 36.61m units, with 47.47m units traded in 12 appliance categories, generating sales over Rmb720bn. JD's electrical and digital sales are expected to keep growing rapidly. The platform has bolstered investment in apparel and supermarkets, actively shifting from export to domestic sales amid tariff fluctuations. The supermarket category has seen five straight quarters of double-digit growth. In FY1Q25, daily necessities revenue rose 14.9% YoY to Rmb9.8bn. The platform is also expanding into new markets like Hong Kong, London, Cambodia, and Australia with a "zero commission and no annual fee" policy. We remain optimistic about JD's high retail growth. Its ecosystem strengthened in FY1Q25, with third-party transactions and orders both up double-digit YoY, and platform and advertising revenue growth accelerating to 15.7% QoQ.

Profitability improves as intelligent agents boost cost reduction and efficiency, with a steady rise in JD Retail's operating margin. As reported in the company's announcement and JD Blackboard, in FY1Q25, the company continued to optimize operational efficiency by leveraging its robust supply chain infrastructure. The group achieved a gross margin of 15.9% (+0.6ppts YoY), and a fulfillment gross margin of 9.3% (+0.5ppts YoY). Specifically, JD Retail's operating margin increased by 0.8ppts YoY to 4.9%, while JD Logistics' operating margin decreased by 0.2ppts YoY to 0.3%. In 1QFY25, JD continued to invest heavily in user ecosystem and internal employee development. The developed intelligent agents empowered five major scenarios, including office work and marketing, and provided JD Logistics with a one-stop solution,

jointly driving the company's digital transformation, cost reduction and efficiency enhancement. Amid these comprehensive efforts, the Non-GAAP net profit reached Rmb12.8bn (+43.4% YoY) , with the net margin increasing by 0.8ppt to 4.2%.

Significant progress in the food delivery business, and the share buyback plan progresses as scheduled. As reported in the company's announcement and official Wechat account, since the official launch of JD's food delivery business in February 2025, it has relied on JD's existing user ecosystem and supply chain fulfillment capabilities to fully meet user needs in various scenarios, generating synergies with the core business and developing rapidly. On 22 April, JD Food Delivery's daily order volume officially surpassed 10m orders. The user perception of "good quality and affordable prices" is enhancing. We anticipate that JD Food Delivery will continue to increase subsidies and enhance ecosystem momentum through optimised rider benefits and quality merchant support, thereby injecting momentum for long-term business growth. As of 31 March 2025, the company has repurchased a total of US\$1.5bn worth of shares, equivalent to 80.7m Class A ordinary shares, representing c.2.8% of the total outstanding shares as of 31 December 2024.

Maintain BUY. We like the company's solid supply chain capabilities, improving business ecosystem and steady expansion of new markets. We are optimistic about the growth potential of electrical and digital categories driven by the national subsidy programme and user scale growth. The shift from export to domestic sales is expected to enrich supply and drive sustained high growth in daily necessities and supermarket categories. Meanwhile, the food delivery business is expanding beyond expectations, releasing strong incremental performance from new businesses. Considering JD is expected to increase its investment in the food delivery business starting from FY2Q25, we lowered our adjusted net profit forecasts from Rmb51.6bn to Rmb47.6bn in FY25E, from Rmb55.3bn to Rmb52bn in FY26E and from Rmb58bn to Rmb56.2bn in FY27E. We maintain our BUY rating.

Risks. Weak consumer demand; intensified industry competition; slower-than-expected growth 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	1,309,433	1,405,187	1,493,471
营收成本	-924,958	-974,951	-1,103,936	-1,174,681	-1,237,201
毛利润	159,704	183,868	205,498	230,505	256,270
其他净额	7,496	13,371	10,065	12,609	12,015
履约费用	-64,558	-70,426	-73,957	-74,757	-76,203
费用	-130,794	-144,298	-168,446	-188,205	-210,273
经调整 EBITDA	42,452	51,584	51,052	55,436	59,563
经调整 EBIT	28,131	34,420	30,864	38,152	45,910
利息费用	-2,881	-2,896	-2,100	-2,000	-2,332
税前利润/亏损	31,650	51,538	46,574	52,110	56,432
所得税收益/费用	-8,393	-6,878	-6,217	-8,767	-10,158
归属少数股东的净亏损	-910	3,301	2,625	2,888	2,938
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	37,731	40,454	43,336
Non-GAAP 归普净利润	35,200	47,827	47,603	52,024	56,176

资料来源：申万宏源研究

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