

京东集团-SW (09618. HK)

优于大市

25Q1 财报点评：零售业务表现亮眼，关注外卖进展

核心观点

收入端：本季度公司实现营业收入 3011 亿元，同比+16%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2638 亿元，yoy+16%，自营业务收入同比+16%，其中带电器品类继续受益于国补，同比+17%，环比进一步加速，1 月开始的手机品类补贴进一步带动了收入增长。日用百货也继续加速，同比+15%，商超品类连续第五个季度实现双位数增长，主要得益于在零售供应链各环节的持续优化，时尚品类进一步加速，主要由于品牌和商家组合的持续优化以及用户认可度的提升。公司季度购买用户数连续 6 个季度保持双位数增长，第一季度增速加速至 20%以上，成为收入增长的关键因素；2) 京东物流收入 470 亿元，同比+12%；3) 新业务收入 58 亿元，yoy+18%，主要是主要受京喜业务的快速增长驱动，外卖业务 3 月开始单量持续增加，3 月末日订单破 100 万，4 月末破 1000 万，目前商家数已破 100 万，预计日均单量也很快破 2000 万，对新业务的增量贡献也将体现在 Q2。

利润端：公司 non-GAAP 净利润 128 亿元，non-GAAP 净利率 4.2%。零售业务 OPM 为 4.9%，同比+0.6pct，主要是毛利率提升带动，公司不断提升供应链效率，带动全品类毛利率改善，以及国补商品毛利率更高驱动，长期来看公司零售业务利润率仍有持续优化空间。物流业务 OPM 为 0.3%，同比-0.2pct，主要是由于短期加大物流基础设施及人员投入。新业务 OPM 为-23%，同比-4pct，主要是京喜业务的单量提升造成亏损扩大，预计 Q2 开始随着外卖单量提升，补贴及履约成本增加，新业务的亏损率也将进一步扩大。

AI 已应用于零售和供应链的广泛场景，继续坚持股东回报。公司目前在零售场景和供应链全链路广泛试验和应用 AI 技术，例如优化搜索推荐系统、更新基于 AI 的商家工具、通过 AI 优化自营采销的效益、开发 AI 智能体提升采销人员效率，履约上通过机器人自动化技术优化仓储流程，在广告业务上，AI 大模型已用于优化广告算法和推荐效果，此外还在开发 AI 驱动的广告投放代理，生成广告营销素材。股东回报方面，25 年至今公司回购约 8070 万股普通股，总额约 15 亿美元，占 2024 年 12 月 31 日流通股的 2.8%。

投资建议：公司零售业务受益于国补等因素持续增长，经营效率提升不断改善毛利率，但同时外卖业务投入加大对利润端造成扰动，因此我们调整 2025-2027 年公司收入至 13075/14004/14869 亿元，上调 3%/2%/1%；调整 2025-2027 年公司经调净利为 452/521/570 亿元，调整幅度为-13%/-8%/-9%，反映外卖投入加大带来的影响，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务投入过大风险；电商行业竞争格局恶化的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,307,453	1,400,387	1,486,852
(+/-%)	3.7%	6.8%	12.8%	7.1%	6.2%
经调整净利润(百万元)	35200	47827	45,206	52,062	57,012
(+/-%)	24.7%	35.9%	-5.5%	15.2%	9.5%
每股收益(元)-经调整	11.04	15.00	14.18	16.33	17.89
EBIT Margin	3.1%	4.8%	3.7%	3.9%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	19.9%	17.5%	17.9%	17.9%
市盈率 (PE)	12.1	8.9	9.4	8.2	7.5
EV/EBITDA	10.6	8.3	7.9	7.3	6.7
市净率 (PB)	1.83	1.77	1.64	1.46	1.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	141.60 港元
总市值/流通市值	451358/405694 百万港元
52 周最高价/最低价	187.43/92.25 港元
近 3 个月日均成交额	2684.86 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东集团-SW (09618. HK) -2025Q1 前瞻：继续受益于国补以旧换新，新业务投入影响可控》——2025-04-15

《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

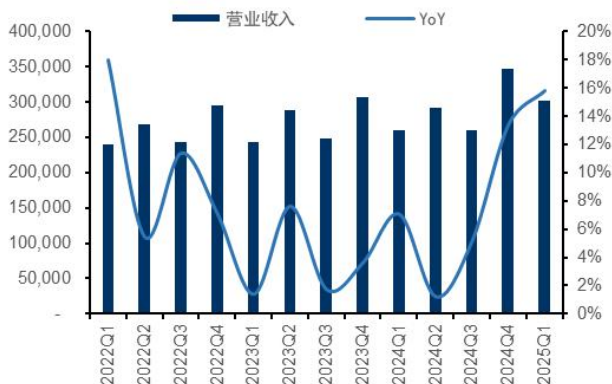
整体表现：零售业务表现亮眼，关注外卖业务进展

收入端：本季度公司实现营业收入 3011 亿元，同比+16%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2638 亿元，yoy+16%，自营业务收入同比+16%，其中带电品类继续受益于国补，同比+17%，环比进一步加速，1 月开始的手机品类补贴进一步带动了收入增长。日用百货也继续加速，同比+15%，商超品类连续第五个季度实现双位数增长，主要得益于在零售供应链各环节的持续优化，时尚品类进一步加速，主要由于品牌和商家组合的持续优化以及用户认可度的提升。公司季度购买用户数连续 6 个季度保持双位数增长，第一季度增速加速至 20% 以上，成为收入增长的关键因素；2) 京东物流收入 470 亿元，同比+12%；3) 新业务收入 58 亿元，yoy+18%，主要是主要受京喜业务的快速增长驱动，外卖业务 3 月开始单量持续增加，3 月末日订单破 100 万，4 月末破 1000 万，目前商家数已破 100 万，预计日均单量也很快破 2000 万，对新业务的增量贡献也将在 Q2 体现。

利润端：公司 non-GAAP 净利润 128 亿元，non-GAAP 净利率 4.2%。零售业务 OPM 为 4.9%，同比+0.6pct，主要是毛利率提升带动，公司不断提升供应链效率，带动全品类毛利率改善，以及国补商品毛利率更高驱动，长期来看公司零售业务利润率仍有持续优化空间。物流业务 OPM 为 0.3%，同比-0.2pct，主要是由于短期加大物流基础设施及人员投入。新业务 OPM 为-23%，同比-4pct，主要是京喜业务的单量提升造成亏损扩大，预计 Q2 开始随着外卖单量提升，补贴及履约成本增加，新业务的亏损率也将进一步扩大。

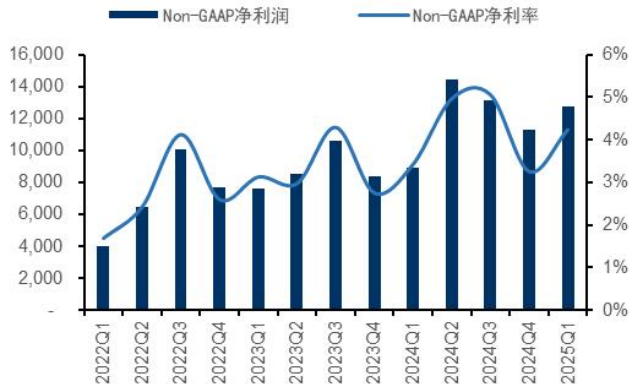
AI 已应用于零售和供应链的广泛场景，继续坚持股东回报。公司目前在零售场景和供应链全链路广泛试验和应用 AI 技术，例如优化搜索推荐系统、更新基于 AI 的商家工具、通过 AI 优化自营采销的效益、开发 AI 智能体提升采销人员效率，履约上通过机器人自动化技术优化仓储流程，在广告业务上，AI 大模型已用于优化广告算法和推荐效果，此外还在开发 AI 驱动的广告投放代理，生成广告营销素材。股东回报方面，25 年至今公司回购约 8070 万股普通股，总额约 15 亿美元，占 2024 年 12 月 31 日流通股的 2.8%。

图1: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元, %)



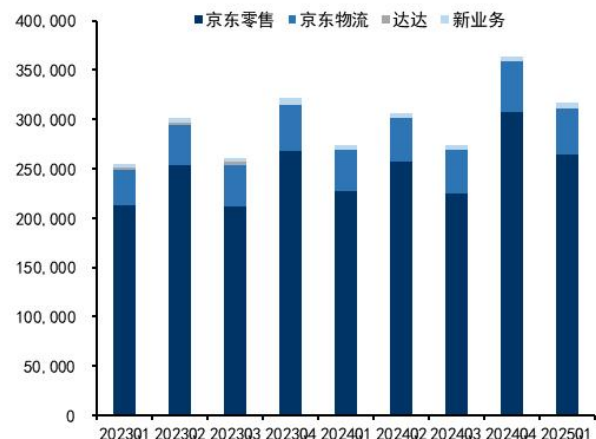
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)



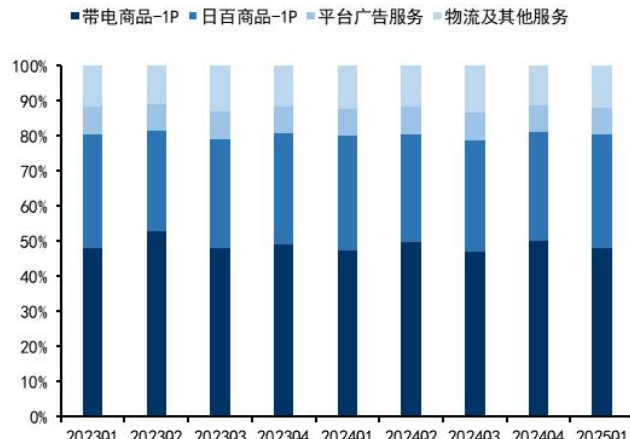
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东集团季度分业务收入 (百万元)



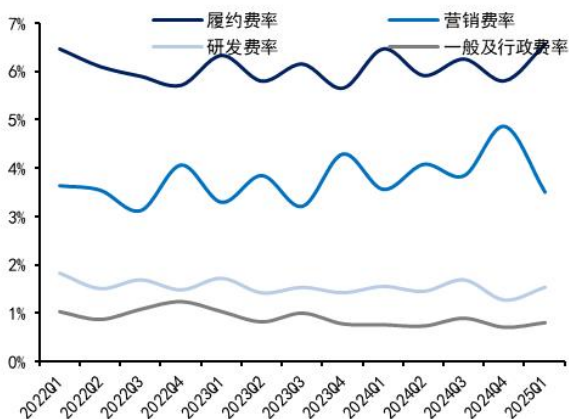
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4起达达收入并入新业务

图4: 京东集团季度各类型收入占比变化情况 (%)



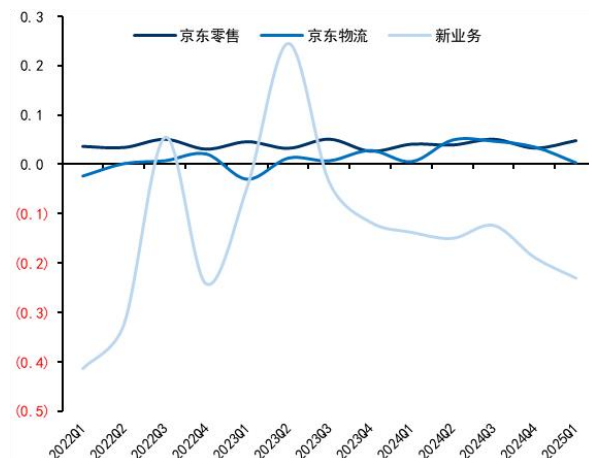
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 京东集团季度各项费率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 京东集团各业务经营利润率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 起达达经营利润纳入新业务

投资建议: 维持“优于大市”评级

公司零售业务受益于国补等因素持续增长, 经营效率提升不断改善毛利率, 但同时外卖业务投入加大对利润端造成扰动, 因此我们调整 2025-2027 年公司收入至 13075/14004/14869 亿元, 上调 3%/2%/1%; 调整 2025-2027 年公司经调净利为 452/521/570 亿元, 调整幅度为-13%/-8%/-9%, 反映外卖投入加大带来的影响, 维持“优于大市”评级。

风险提示

新业务投入过大风险; 电商行业竞争格局恶化的风险等。

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	166159	190002	213351	营业收入	1084662	1158819	1307453	1400387	1486852
应收款项	40808	53971	60894	65222	69249	营业成本	924958	974951	1095724	1172208	1243098
存货净额	68058	89326	99740	106747	113231	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8798	9406	10612	11367	12069	销售费用	97798	100783	146493	155506	163620
流动资产合计	307810	386698	463051	533536	600136	管理费用	28747	28791	16862	17584	18256
固定资产	79955	88901	89838	91054	92493	财务费用	2141	2222	2734	3117	3585
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	投资收益	1010	2327	4387	4387	4387
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)	(23380)	(12632)	(23659)
资产总计	628958	698234	770824	837825	901163	营业利润	36818	53100	26646	43727	39021
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)	10172	10172	10172
应付款项	173480	202347	225939	241811	256497	利润总额	31650	51538	36818	53899	49193
其他流动负债	87136	89593	103180	110323	116914	所得税费用	8393	6878	8393	6878	7325
流动负债合计	265650	299521	336700	359715	380992	少数股东损益	(910)	3301	909	(3301)	(1109)
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	40758
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	66928	85416	101128	116840	132552	净利润	24167	41359	29336	43720	40758
负债合计	332578	384937	437828	476555	513544	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	63908	73466	74375	71074	69965	折旧摊销	4745	6019	19582	19994	20498
股东权益	232472	239831	258621	290195	317654	折旧摊销	4745	6019	19582	19994	20498
负债和股东权益总计	628958	698234	770824	837825	901163	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	2141	2222	2734	3117	3585
每股收益	11.04	15.00	14.18	16.33	17.89	营运资本变动	(49216)	25513	22614	14905	14044
每股红利	2.74	3.50	3.31	3.81	4.17	其它	(910)	3301	909	(3301)	(1109)
每股净资产	72.93	75.24	81.13	91.04	99.65	经营活动现金流	(21214)	76192	72441	75318	74191
ROIC	17%	26%	23%	31%	35%	资本开支	(17606)	(14120)	(13819)	(14510)	(15235)
ROE	15%	20%	17%	18%	18%	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%	投资活动现金流	6130	(21615)	(15819)	(51062)	(49275)
EBIT Margin	3%	5%	4%	4%	4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	11733	14509	11733	11733	11733
收入增长	4%	7%	13%	7%	6%	支付股利	(8742)	(11157)	(10546)	(12145)	(13300)
经调净利润增长率	25%	36%	-5%	15%	10%	其它融资现金流	19584	(47344)	0	0	0
资产负债率	63%	66%	66%	65%	65%	融资活动现金流	8115	(18119)	1187	(412)	(1567)
股息率	2.1%	2.6%	2.5%	2.9%	3.1%	现金净变动	(6969)	36458	57809	23843	23349
P/E	12.1	8.9	9.4	8.2	7.5	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	166159	190002
P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3	货币资金的期末余额	71892	108350	166159	190002	213351
EV/EBITDA	11	8	8	7	7	企业自由现金流	(37085)	65192	65724	68448	71969
						权益自由现金流	(7341)	30432	75346	77462	80651

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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