

京东集团-SW (09618.HK)

业绩增长加速，外卖反哺平台

京东发布 2025Q1 财报业绩。京东 2025Q1 录得收入 3011 亿元，同比增长 15.8%。按集团构成角度，京东零售/京东物流/新业务各录得收入 2638/470/58 亿元，同比增长 16.3%/11.5%/18.1%。按业务类型角度，商品收入/服务收入各录得 2423/588 亿元，同比增长 16.2%/14.0%。

公司本季录得经营利润总额 105 亿元，其中京东零售/京东物流/新业务的经营利润率各约 4.9%/0.3%/-23.1%。本季公司录得 non-GAAP 归母净利 128 亿元，同比增长 43%，non-GAAP 净利率约 4.2%。

受益国补，带电品类表现突出。京东 2025Q1 的商品收入中，带电品类收入达 1443 亿元，同比增长 17.1%，增速回暖明显。带电品类的快速增长，一方面来自消费政策的支持，另一方面也归功于京东的供应链优势、技术创新、新品合作等举措。公司与小米等品牌全面深化战略合作，围绕产品创新、市场营销等维度开展深度合作，为消费者提供更优质的服务体验。

发力时尚和商超，百货品类表现亦亮眼。同时，京东本季商品收入中，日用百货收入达 980 亿元，同增 14.9%，增速环比提升。按细分品类看，1) 商超收入连续第 5 个季度实现双位数增长，这得益于公司在采购能力、履约效率、用户体验等多方努力。2) 时尚类别收入也实现加速，这得益于京东在品牌合作和用户认知上的努力：京东 Q1 线上首发莱珀妮、Massimo Dutti、Crocs 等多家时尚新品，致力于为消费者带来更多时尚好物。

从核心零售出发，拓展外卖业务。2025 年 2 月，京东正式推出外卖业务。公司在业绩会表示，京东外卖短时间内从零扩展到超过 100 万入驻店铺，日订单量已经接近 2000 万单。从核心零售，到即时零售，到外卖业务，都是京东为满足用户不同需求而打造的生态。当前公司已经看到，外卖对京东平台的超市和生活方式品类带来的交叉销售的反哺作用。

看好生态协同，重申“增持”评级。我们预测公司 2025-2027 年收入 13002/14511/16078 亿元，同比增长 12%/12%/11%，non-GAAP 归母净利 510/570/646 亿元，同比增长 7%/12%/13%。基于 9x 2025e P/E，我们认为京东的合理市值为 4589 亿元人民币，对应股价为 (JD.O) 41 美金和 (9618.HK) 162 港币的目标价，重申“增持”评级。

风险提示：平台商家生态发展不及预期；消费者消费意愿不及预期；外卖业务投入超预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,084,662	1,158,819	1,300,168	1,451,103	1,607,775
增长率 yoy (%)	3.7	6.8	12.2	11.6	10.8
归母净利润（百万元）	35,200	47,827	50,986	56,987	64,564
增长率 yoy (%)	24.7	35.9	6.6	11.8	13.3
EPS 最新摊薄（元/股）	11.1	15.5	16.6	18.5	21.0
净资产收益率 (%)	14.5	20.9	18.8	17.9	17.5
P/E（倍）	11.8	8.4	7.9	7.1	6.2
P/B（倍）	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0

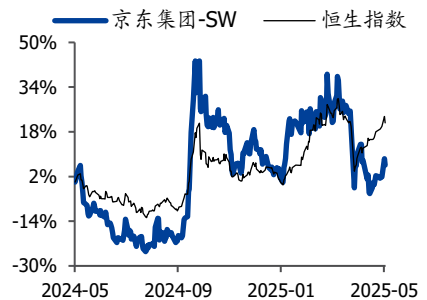
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 13 日收盘价，归母净利润和 EPS 口径为 non-GAAP

增持（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
05 月 13 日收盘价（港元）	137.00
总市值（百万港元）	408,329.33
总股本（百万股）	3,076.06
其中自由流通股（%）	97.52
30 日日均成交量（百万股）	19.06

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《京东集团-SW (09618.HK)：品类持续扩张，利润结构改善》 2024-11-29
- 《京东集团-SW (09618.HK)：受益以旧换新、关注双 11 大促》 2024-10-26
- 《京东集团-SW (09618.HK)：预计 Q2 增长趋势稳健》 2024-07-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	307,810	386,698	462,537	541,626	630,976
现金	71,892	108,350	217,742	274,725	389,418
应收账款	20,302	25,596	25,900	31,574	32,106
预付账款	2,753	7,619	4,038	8,956	5,407
存货	68,058	89,326	87,560	109,620	108,323
其他流动资产	144,805	155,807	127,297	116,750	95,722
非流动资产	321,148	311,536	317,466	324,020	331,124
固定资产	70,035	82,737	77,631	73,149	69,217
在建工程	9,920	6,164	14,012	21,860	29,708
无形资产	6,935	7,793	7,793	7,793	7,793
股权投资	56,746	56,850	59,420	61,990	64,560
证券投资	80,840	59,370	59,370	59,370	59,370
其他非流动资产	96,672	98,622	99,240	99,858	100,476
资产总计	628,958	698,234	780,003	865,646	962,100
流动负债	265,650	299,521	336,427	371,532	410,218
短期借款	5,034	7,581	7,956	8,331	8,706
应付账款	166,167	192,860	210,654	239,156	258,020
预付款项	31,625	32,437	39,439	40,781	48,100
其他流动负债	62,824	66,643	78,378	83,265	95,392
非流动负债	66,928	85,416	85,416	85,416	85,416
长期借款	31,555	31,705	31,705	31,705	31,705
其他非流动负债	35,373	53,711	53,711	53,711	53,711
负债合计	332,578	384,937	421,843	456,948	495,634
少数股东权益	63,908	73,466	75,022	76,578	78,134
法定储备	6,109	6,688	6,688	6,688	6,688
资本公积	184,204	182,404	182,404	182,404	182,404
累计亏损	44,051	76,573	119,880	168,862	225,073
归母股东权益	231,858	239,347	282,654	331,636	387,847
夹层权益	614	484	484	484	484
负债、夹层权益及权益总额	628,958	698,234	780,003	865,646	962,100

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59,521	58,095	99,985	54,942	112,652
除税前利润	23,257	44,660	44,863	50,538	57,767
折旧及摊销	8,292	8,904	10,459	9,834	9,285
股权激励费用	4,804	2,999	0	0	0
营运资金变动	15,879	5,148	44,663	-5,430	45,600
其他经营现金流	7,289	-3,616	0	0	0
投资活动现金流	-59,543	-871	1,666	1,666	1,666
资本支出	-4,025	-5,353	-5,353	-5,353	-5,353
购入无形资产	-3	0	0	0	0
购入短期投资	-193,605	-148,462	-148,462	-148,462	-148,462
短期投资到期	217,184	166,517	166,517	166,517	166,517
其他投资现金流	-79,094	-13,573	-11,036	-11,036	-11,036
筹资活动现金流	-5,808	-21,004	375	375	375
短期借款	1,151	375	375	375	375
长期借款	13,157	0	0	0	0
普通股增加	-2,497	-25,912	0	0	0
其他筹资现金流	-17,619	4,533	0	0	0
现金净增加额	-5,705	36,318	102,026	56,983	114,693

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,300,168	1,451,103	1,607,775
营业成本	924,958	974,951	1,095,758	1,221,475	1,350,099
营销开支	40,133	47,953	53,438	59,637	66,068
行政开支	9,710	8,888	10,118	11,292	12,512
履约开支	64,558	70,426	79,392	88,610	98,181
研发开支	16,393	17,031	19,117	21,338	23,643
其他	-860	-2,361	0	0	0
营业利润	28,050	37,209	42,345	48,751	57,272
投资损益	1,010	2,327	5,320	5,320	5,320
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	2,881	2,896	2,913	2,930	2,947
其他净额	7,496	13,371	8,316	8,316	8,316
利润总额	33,675	50,011	53,068	59,457	67,961
所得税	8,393	6,878	8,206	8,919	10,194
净利润	25,282	43,133	44,863	50,538	57,767
少数股东损益	-910	3,301	1,556	1,556	1,556
归属母公司净利润	26,192	39,832	43,307	48,982	56,211
Non-GAAP 归母净利润	35,200	47,827	50,986	56,987	64,564
Non-GAAP 归母净利润率	3.2%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%
EPS (元)	11.1	15.5	16.6	18.5	21.0

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.7	6.8	12.2	11.6	10.8
营业利润(%)	32.0	48.8	9.3	15.1	17.5
归母净利润(%)	132.8	71.1	4.7	13.1	14.8
获利能力					
毛利率(%)	14.7	15.9	15.7	15.8	16.0
净利率(%)	2.4	3.4	3.3	3.4	3.5
ROE(%)	14.5	20.9	18.8	17.9	17.5
ROIC(%)	7.6	11.7	10.6	10.7	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	55.1	54.1	52.8	51.5
净负债比率(%)	-42.4	-55.3	-85.4	-89.9	-106.3
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	53.1	50.5	50.5	50.5	50.5
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	11.1	15.5	16.6	18.5	21.0
每股经营现金流(最新摊薄)	37.9	38.9	66.9	36.8	75.4
每股净资产(最新摊薄)	73.7	80.1	94.5	110.9	129.7
估值比率					
P/E	11.8	8.4	7.9	7.1	6.2
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 13 日收盘价。备注: 部分科目有省略

图表1: 京东财务预测: 年度

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
收入构成(亿元)						
总收入	10,462	10,847	11,588	13,002	14,511	16,078
京东零售	9,299	9,453	10,159	11,399	12,781	14,181
京东物流	1,374	1,666	1,828	2,054	2,237	2,429
新业务	298	266	192	168	112	87
分部间抵消及其他	-509	-539	-591	-619	-619	-619
收入增速						
总收入	10%	4%	7%	12%	12%	11%
京东零售	7%	2%	7%	12%	12%	11%
京东物流	31%	21%	10%	12%	9%	9%
毛利(亿元)						
毛利	1,471	1,597	1,839	2,044	2,296	2,577
毛利率	14.1%	14.7%	15.9%	15.7%	15.8%	16.0%
Non-GAAP 经营利润(亿元)						
Non-GAAP 经营利润	276	354	440	410	478	567
Non-GAAP 经营利润率	2.6%	3.3%	3.8%	3.2%	3.3%	3.5%
Non-GAAP 归母净利(亿元)						
Non-GAAP 归母净利	282	352	478	510	570	646
Non-GAAP 归母净利率	2.7%	3.2%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 京东财务预测: 季度

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25e	3Q25e	4Q25e
收入构成(亿元)								
总收入	2,600	2,914	2,604	3,470	3,011	3,261	3,000	3,730
京东零售	2,268	2,571	2,250	3,071	2,638	2,861	2,626	3,274
京东物流	421	442	444	521	470	520	491	573
新业务	49	46	50	47	58	35	37	38
分部间抵消及其他	-138	-145	-140	-168	-155	-155	-155	-155
收入增速								
京东零售	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	11.9%	15.2%	7.5%
京东物流	7%	1%	6%	15%	16%	11%	17%	7%
京东物流	15%	8%	7%	10%	11%	18%	11%	10%
毛利(亿元)								
毛利	398	459	450	531	478	500	481	585
毛利率	15.3%	15.8%	17.3%	15.3%	15.9%	15.3%	16.0%	15.7%
Non-GAAP 经营利润(亿元)								
Non-GAAP 经营利润	89	116	131	105	101	100	96	112
Non-GAAP 经营利润率	3.4%	4.0%	5.0%	3.0%	3.4%	3.1%	3.2%	3.0%
Non-GAAP 归母净利(亿元)								
Non-GAAP 归母净利	89	145	132	113	128	125	122	135
Non-GAAP 归母净利率	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	4.2%	3.8%	4.1%	3.6%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com