

业绩继续超预期，关注新业务进展

——京东集团 25Q1 点评

核心观点

- **公司发布 25Q1 业绩，整体业绩超预期。**25Q1 实现收入 3010.8 亿元，yoy+15.8%（彭博一致预期 2903.1 亿元，yoy+11.6%），实现经调整净利润 127.6 亿元，yoy+43.4%（彭博一致预期 103.73 亿元，yoy+16.6%）。整体表现均大超预期。
- **分业务情况：1、商品收入：带电日百均超预期。**25Q1 实现商品收入 2423.1 亿元，yoy+16.2%（彭博一致预期 2320.1 亿元，yoy+11.3%）。**1）带电：受益国补拓品类红利环比继续提速。**25Q1 带电类实现收入 1443.0 亿元，yoy+17.1%（彭博一致预期 1377.6 亿元，yoy+11.8%），25 年国补拓展品类后叠加 3 月家电通讯器材社零大盘提速，带电类受益大盘红利继续超预期。**2）日百：国补流量红利持续释放带动日百提速。**25Q1 日百类实现营业收入 980.1 亿元，yoy+14.9%（彭博一致预期 945.2 亿元，yoy+10.8%），环比继续明显提速，主要系国补带动平台流量增长，用户使用时长增长附带的日百下单量提升。**2、服务收入：流量及用户红利推动 3P 业务提速。**25Q1 实现服务收入 587.7 亿元 yoy+14.0%（彭博一致预期 573.8 亿元，yoy+11.3%），其中平台及广告收入 223.2 亿元，yoy+15.7%（彭博一致预期 216.6 亿元，yoy+12.3%），物流及其他收入 364.5 亿元，yoy+13.0%（彭博一致预期 358.0 亿元，yoy+11.0%）。主要系国补流量红利带动用户增长，叠加免佣政策结束带来整体服务收入与货币化率的提升。
- **分部情况：1）京东零售：**25Q1 实现收入 2638.5 亿元，yoy+16.3%，经营利润 128.5 亿元，OPM 为 4.87%，yoy+0.76pcts，主要受益于高毛利的带电类提速带动收入利润双增。**2）京东物流：**25Q1 实现收入 469.7 亿元，yoy+11.5%，经营利润 1.5 亿元，OPM 为 0.31%，yoy-0.22pcts，25 年以来公司持续拓展海外业务布局，海外业务投入加大对利润产生部分拖累。**3）新业务：**25Q1 实现收入 57.5 亿元，yoy+18.1%，运营亏损 13.3 亿元。主要系 Q1 外卖业务投入加大叠加京喜单量增加所致。据公司数据当前京东外卖日订单量已突破 2000 万单，预计随着 Q2 单量增长新业务的亏损或将加大。公司外卖业务将注重与核心业务的协同，如对主站电商业务的流量增长和物流履约效率的提升。且长期看随着用户心智强化，补贴力度降低有望减小亏损，短期投入导致的利润波动或可在长期转化为用户下单频次及活跃度的健康增长。
- **股东回报：**25Q1 公司共回购约 8070 万股普通股，回购总额约 15 亿美元，占 2024 年末流通股股数的 2.8%。管理层表示对新业务的额外投入将不会过分影响股东回报力度。

盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入为 12832/13637/14266 亿元（原 2025-2027 年预测为 12591/13323/13891 亿元，因公司商品收入提速上调），经调整归母净利润为 433/489/518 亿元（原 2025-2027 年预测为 478/504/527 亿元，因外卖业务投入加大下调利润）。参考可比公司，给予京东零售 2025 年 10xPE，分部估值计算公司市值 5970 亿元，对应每股股价 203.81 港元（人民币兑港币汇率 1.09），维持“买入”评级。

风险提示：政策效果不及预期，行业竞争加剧，行业监管趋严。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 05 月 21 日）	134.5 港元
目标价格	203.81 港元
52 周最高价/最低价	187.43/92.25 港元
总股本/流通 H 股（万股）	318,755/286,507
H 股市值（百万港币）	428,726
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 05 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.01	-3.38	-14.61	4.54
相对表现%	-5.8	-14.75	-16.1	-19.43
恒生指数%	0.79	11.37	1.49	23.97



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinyinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

国补红利稳健释放，延续 24Q4 良好趋势：——京东 25Q1 前瞻点评	2025-04-19
24Q4 业绩超预期，25 年国补红利持续释放：——京东集团 24Q4 点评	2025-03-14
Q3 业绩超预期，关注 Q4 国补红利释放	2024-11-22

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,283,212	1,363,730	1,426,594
同比增长(%)	3.67%	6.84%	10.73%	6.27%	4.61%
营业利润(百万元)	26,025	38,736	36,778	43,083	48,720
同比增长(%)	31.95%	48.84%	-5.05%	17.14%	13.08%
归属母公司净利润(百万元)	24,167	41,359	39,398	45,418	48,340
同比增长(%)	132.82%	71.14%	-4.74%	15.28%	6.43%
每股收益(元)	7.62	13.45	12.98	14.96	15.93
毛利率(%)	14.7%	15.9%	15.8%	15.9%	16.2%
净利率(%)	2.23%	3.57%	3.07%	3.33%	3.39%
净资产收益率(%)	8.17%	13.22%	11.70%	12.00%	11.45%
市盈率(倍)	16.2	9.2	9.5	8.3	7.8
市净率(倍)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入为 12832/13637/14266 亿元（原 2025-2027 年预测为 12591/13323/13891 亿元，因公司商品收入提速上调），经调整归母净利润为 433/489/518 亿元（原 2025-2027 年预测为 478/504/527 亿元，因外卖业务投入加大下调利润）。参考可比公司，给予京东零售 2025 年 10xPE，分部估值计算公司市值 5970 亿元，对应每股股价 203.81 港元（人民币兑港币汇率 1.09），维持“买入”评级。

表 1：京东集团季度盈利预测（百万元）

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2024A	2025E	2026E
核心财务								
总收入	260,049	291,397	260,387	346,986	301,082	1,158,819	1,292,312	1,363,730
yoy	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	6.8%	11.5%	5.8%
毛利	39,770	45,938	45,043	53,117	47,848	183,868	211,693	216,317
yoy	10.4%	10.9%	16.2%	22.1%	20.3%	15.1%	15.1%	2.2%
margin	15.29%	15.76%	17.30%	15.31%	15.89%	15.87%	16.38%	15.86%
margin yoy Δ	0.47%	1.37%	1.65%	1.10%	0.60%	1.14%	0.51%	-0.52%
调整后运营利润	8,879	11,596	13,079	9,641	11,664	43,195	41,169	47,392
yoy	12.7%	33.7%	17.9%	23.7%	31.4%	21.9%	-4.7%	15.1%
margin	3.41%	3.98%	5.02%	2.78%	3.87%	3.73%	3.19%	3.48%
margin yoy Δ	0.17%	0.97%	0.54%	0.23%	0.46%	0.46%	-0.54%	0.29%
调整后归母净利润	8,899	14,460	13,174	11,294	12,758	47,827	43,293	48,851
yoy	17.2%	55.3%	23.9%	25.3%	43.4%	35.9%	-9.5%	12.8%
margin	3.42%	4.96%	5.06%	3.25%	4.24%	4.13%	3.37%	3.58%
margin yoy Δ	0.30%	1.73%	0.77%	0.31%	0.82%	0.88%	-0.75%	0.21%
收入分类								
商品收入	208,508	233,908	204,613	280,978	242,309	928,007	1,024,499	1,083,565
-带电	123,212	145,061	122,560	174,149	144,295	564,982	621,691	652,224
-日百	85,296	88,847	82,053	106,829	98,014	363,025	402,808	431,341
服务收入	51,541	57,489	55,774	66,008	58,773	230,812	258,713	280,165
-平台	19,289	23,425	20,763	26,634	22,320	90,111	102,193	109,328
-物流	32,252	34,064	35,011	39,374	36,453	140,702	156,520	170,837
yoy								
商品收入	6.6%	0.0%	4.8%	14.0%	16.2%	6.5%	10.4%	4.9%
-带电	5.3%	-4.6%	2.7%	15.8%	17.1%	4.9%	10.0%	4.9%
-日百	8.6%	8.7%	8.0%	11.1%	14.9%	9.2%	11.0%	7.1%
服务收入	8.8%	6.3%	6.5%	10.8%	14.0%	8.1%	12.1%	8.3%
-平台	1.2%	4.1%	6.3%	12.7%	15.7%	6.4%	13.4%	7.0%
-物流	13.8%	7.9%	6.5%	9.5%	13.0%	9.3%	11.2%	9.1%
分部信息								
京东零售								
收入	226,835	257,072	224,986	307,055	263,845	1,015,948	1,123,348	1,189,093
yoy	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	16.3%	7.5%	10.6%	5.9%
运营利润	9,325	10,108	11,608	10,036	12,846	41,077	49,595	51,056

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

OPM	4.11%	3.93%	5.16%	3.27%	4.87%	4.04%	4.41%	4.29%
OPM yoy Δ	-0.52%	0.72%	-0.03%	0.68%	0.76%	0.24%	0.37%	-0.12%
京东物流								
收入	42,137	44,207	44,396	52,097	46,967	182,837	202,779	221,263
yoy	14.7%	7.7%	6.6%	10.4%	11.5%	9.7%	10.9%	9.1%
运营利润	224	2,183	2,086	1,824	145	6,317	6,949	8,002
OPM	0.53%	4.94%	4.70%	3.50%	0.31%	3.45%	3.43%	3.62%
OPM yoy Δ	3.59%	3.70%	4.01%	0.68%	-0.22%	2.85%	-0.03%	0.19%
分部合计								
运营利润	8,879	11,596	13,079	10,975	11,664	44,529	43,678	50,535
OPM	3.41%	3.98%	5.02%	3.16%	3.87%	3.84%	3.38%	3.71%
OPM yoy Δ	-0.02%	0.62%	0.54%	0.72%	0.46%	0.47%	-0.46%	0.33%

数据来源：公司公告，东方证券研究所预测

表 2：可比公司估值表

2025/5/21	最新市值	经调整净利润（百万）			PE		
公司	（亿）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
沃尔玛（美元）	21,665	77313	92055	112296	28.0	23.5	19.3
拼多多（美元）	1,666	18283	22260	25583	9.1	7.5	6.5
百思买（美元）	335	2606	2750	2877	12.8	12.2	11.6
唯品会（元）	530	8938	9228	9440	5.9	5.7	5.6
阿里巴巴（元）	21582	187371	206854	227778	11.5	10.4	9.5
调整后平均					11	10	9

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所 注：数据截至日期 2025 年 5 月 21 日

表 3：分部估值表

	估值方式	对应市值（百万元）
京东零售	P/E	371,962
主要股权投资	最新融资估值/市值	224,992
股权价值		596,954
股份数（百万）		3,188
每股价值（元/股）		187.3
汇率（港元/元）		1.09
每股价值（港元/股）		203.81

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所

风险提示

- **政策效果不及预期**

以旧换新政策带来的增量规模存在不确定性，宏观经济与居民消费不景气下可能导致公司收入的增长不及预期。

- **新业务亏损不及预期**

公司新发展外卖业务，若外卖业务发展不及预期，可能导致公司亏损加大，利润水平下降。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司盈利造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	71,892	108,350	134,538	175,618	218,676
应收账款	118,254	125,645	126,645	127,645	128,645
预付账款	68,058	89,326	79,911	84,518	88,575
存货	2,753	7,619	8,411	8,896	9,323
其他	46,853	55,758	56,316	59,387	61,785
流动资产合计	307,810	386,698	405,821	456,065	507,005
长期股权投资	137,586	116,220	118,581	121,768	124,978
固定资产	70,035	82,737	89,106	96,358	104,300
在建工程	9,920	6,164	9,341	11,421	11,421
无形资产	19,980	25,709	25,709	25,709	25,709
其他	46,498	44,626	48,169	50,507	53,639
非流动资产合计	37,129	36,080	37,498	38,421	39,630
资产总计	321,148	311,536	328,405	344,185	359,677
短期借款	628,958	698,234	734,226	800,249	866,681
应付账款	5,034	7,581	6,091	6,700	7,370
其他	166,167	192,860	198,427	210,692	219,519
流动负债合计	43,533	45,985	52,612	55,913	58,490
长期借款	50,916	53,095	55,093	58,775	63,338
应付债券	265,650	299,521	312,223	332,080	348,717
其他	31,555	31,705	31,534	32,540	33,546
非流动负债合计	10,411	24,770	26,009	27,309	28,674
负债合计	24,962	28,941	27,142	29,243	33,145
少数股东权益	66,928	85,416	84,685	89,092	95,365
股本	332,578	384,937	396,907	421,172	444,082
资本公积	614	484	484	484	484
留存收益	231,858	239,347	272,892	314,638	357,333
其他	63,908	73,466	63,942	63,956	64,782
股东权益合计	295,766	312,813	336,834	378,594	422,115
负债和股东权益	628,958	698,234	734,226	800,249	866,681

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	23,257	44,660	42,269	48,489	51,411
折旧摊销	8,292	8,904	8,288	8,288	8,288
财务费用					
SBC	4,804	2,999	3,064	3,031	3,048
营运资金变动	16,547	5,350	17,474	12,233	11,756
其他	6,621	-3,818	0	0	0
经营活动现金流	59,521	58,095	71,095	72,041	74,503
资本支出	-18,378	-14,224	-24,295	-19,958	-19,361
长期投资	-995	-2,570	-1,174	-1,975	-1,975
其他	-40,170	15,923	-147	-2,211	-2,235
投资活动现金流	-59,543	-871	-25,617	-24,144	-23,571
债权融资	2,340	13,942	-896	2,945	3,064
股权融资	-9,205	-34,148	-8,870	-9,775	-11,763
其他	1,057	-798	-9,524	14	826
筹资活动现金流	-5,808	-21,004	-19,290	-6,817	-7,873
汇率变动影响	125	98	0	0	0
现金净增加额	-5,705	36,318	26,188	41,080	43,058

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,283,212	1,363,730	1,426,594
营业成本	-924,958	-974,951	-1,080,619	-1,147,414	-1,195,485
履约费用	-64,558	-70,426	-84,005	-83,421	-87,022
销售费用	-40,133	-47,953	-51,703	-59,682	-62,770
管理费用	-9,710	-8,888	-10,029	-10,579	-11,413
研发费用	-16,393	-17,031	-19,086	-19,125	-20,400
资产减值损失	-5,168	-2,361	-2,002	-1,711	-2,294
营业利润	26,025	38,736	36,778	43,083	48,720
Non-GAAP 营业利润	35,441	43,195	41,169	47,392	53,044
财务收入	0	0	0	0	0
财务支出	-2,881	-2,896	-3,183	-3,339	-3,339
股权投资	1,010	2,327	4,529	4,373	4,373
其他收入	7,496	13,371	10,729	11,450	11,450
利润总额	31,650	51,538	48,853	55,567	61,204
所得税	-8,393	-6,878	-6,584	-7,078	-9,793
净利润	23,257	44,660	42,269	48,489	51,411
归属母公司净利润	24,167	41,359	39,398	45,418	48,340
Non-GAAP 归母净利润	35,200	47,827	43,293	48,851	51,789
GAAP-每股收益 (元)	7.62	13.45	12.98	14.96	15.93

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.7%	6.8%	10.7%	6.3%	4.6%
营业利润	32.0%	48.8%	-5.1%	17.1%	13.1%
归属于母公司净利润	132.8%	71.1%	-4.7%	15.3%	6.4%
获利能力					
毛利率	14.7%	15.9%	15.8%	15.9%	16.2%
净利率	2.2%	3.6%	3.1%	3.3%	3.4%
ROE	8.2%	13.2%	11.7%	12.0%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	55.1%	54.1%	52.6%	51.2%
净负债率	-8.4%	-14.2%	-21.1%	-28.8%	-35.3%
流动比率	1.16	1.29	1.30	1.37	1.45
速动比率	0.90	0.99	1.04	1.12	1.20
运营能力					
应收账款周转天数	6.88	7.23	7.29	7.08	7.14
存货周转天数	28.81	29.46	28.58	26.15	26.42
总资产周转天数	205.98	209.02	203.73	205.35	213.25
每股指标 (元)					
每股收益	7.62	13.45	12.98	14.96	15.93
每股经营现金流	18.77	18.89	23.43	23.74	24.55
每股销售收入	342.11	376.88	422.80	449.33	470.05
估值比率					
市盈率	16.2	9.2	9.5	8.3	7.8
市销率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	13.9	9.8	10.4	9.2	8.2
EV/EBIT	13.2	8.3	8.7	7.7	7.0
ROE	8.2%	13.2%	11.7%	12.0%	11.5%

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。