

互联网电商

2025 年 07 月 12 日

京东 (JD)

——核心零售延续增势，坚定投入外卖协同主业

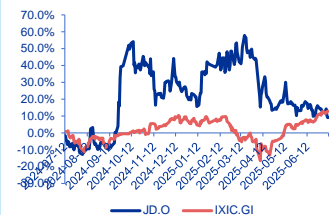
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 7 月 11 日

收盘价 (美元)	31.10
纳斯达克指数	20585.53
52 周最高/最低 (美元)	46.45/23.44
美股市值 (亿美元)	496
流通股 (亿股)	28.65
汇率 (人民币/美元)	7.17

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：

- **25Q2 业绩前瞻：**我们预计 25Q2 收入同比增加 15.2%至 3357 亿元，调整后归母净利润为 43.2 亿元，对应调整后净利率为 1.3%。我们下调 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 235/426/554 亿元。
- **预计 Q2 京东零售收入利润延续 Q1 增势，带电品类 GMV 持续受益以旧换新实现双位数增长，非带电消费及服务收入持续高速增长。**我们预计 25Q2 京东零售同比增长 14.7%至 2949 亿元。据国家统计局，25 年 4-5 月实物商品网上零售额为 2.0 万亿元，同比增长 7.21%，其中家电音箱 4 月/5 月分别实现同比增长 38.8%/53%。以旧换新政策持续拉动平台带电品类消费，其中 618 期间京东 3C、家电品类规模、增速稳居行业第一，我们预计 GMV 增速将保持双位数增长。25 年京东 618 再创新高，下单用户数同比增长超 100%领跑行业，京东零售及京东外卖整体订单量超 22 亿单。同时 3P 生态不断完善，服饰品类增长亮眼，日用百货消费心智逐步提升，预计非带电消费及服务收入均实现双位数增长。基于强大的规模效应和运营效率，我们预计 25Q2 京东零售 OPM 保持平稳。
- **京东外卖日订单峰值突破 2500 万单，UE 尚处于优化通道影响利润表现，加大高频场景需求布局协同核心零售。**平台坚定投入即时零售业务，品质外卖“差异化”竞争，据京东黑板报，平台日订单量峰值已突破 2500 万单，截至 7 月 8 日京东外卖上线 4 个月，近 200 个餐饮品牌销量破百万，品质外卖京东以 45%份额据行业第一。通过高频场景消费需求激活用户活跃度，贡献流量新增量，据 QuestMobile，5 月京东 APP 用户月人均使用次数已达 47.9 次，同比提升 51.1%。看好未来进一步协同主站流量，持续交叉赋能提高用户多场景需求。考虑到外卖 UE 尚处于优化通道，我们预计将影响集团利润表现，Q2 调整后归母净利润为 43.2 亿元，同比下滑 70%，NPM 达 1.3%。我们预计公司将持续布局外卖等高频场景需求，探索酒旅等新业务，而随着单量带来的规模效应，单均 UE 持续改善。
- **发力拓展欧洲海外业务。**据京东黑板报，京东持续拓展欧洲线上零售，依托全球领先的供应链和物流能力，在伦敦地区试运营全品类在线零售品牌 Joybuy，并扩充当日和次日达服务。借助“产地直采、源头直发”等全体系供应链，京东扩充鲜果直采，进一步完善海外品类。目前京东全球售“海外包邮区”已扩展至新、马、泰、日、韩等 9 个国家。
- **维持“买入”评级。**公司供应链壁垒稳固，看好优势带电品类需求释放，服饰、日百等新品类布局驱动核心零售业务保持强劲增长。同时，公司扩展即时零售高频消费场景，协同拉动主站用户活跃度，探索酒旅、海外等新业务需求，布局长期新增长极。考虑到外卖业务快速扩张及 UE 表现对利润的综合影响，我们下调 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 235/426/554 亿元（前值为 476/520/562 亿元）。考虑到 25 年即时零售等新业务尚处于前期培育阶段，采用 SOTP 估值法，参考行业可比公司平均水平，给予京东零售 FY25 年 11xPE，对应目标价 45.2 美元/股，较当前上行空间 45%，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	1,420,217	1,493,471
同比增长率 (%)	3.7	6.8	13.0	8.5	5.2
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	23,538	42,638	55,403
同比增长率 (%)	24.7	35.9	(50.8)	81.1	29.9
调整后每股收益 (元)	20.87	31.14	15.51	28.10	34.95
ROE (%)	7.9	10.1	4.7	7.7	8.8
市盈率 (倍)	11	7	14	8	6
市净率 (倍)	3	3	3	2	2

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

Sustained growth of core retail and food delivery bet for synergy

FY2Q25 Outlook. We forecast JD to achieve FY2Q25 revenue of Rmb335.7bn (+15.2% YoY) and adjusted net profit of Rmb4.32bn, with an adjusted net profit of 1.3%. We lower our adjusted earnings forecasts to Rmb24.4bn in FY25E, Rmb42.6bn in FY26E and Rmb55.4bn in FY27E.

JD's retail revenue and profit growth continue into 2Q25. The GMV of electronics and home appliances continued to benefit from trade-in programs, achieving double-digit growth. Revenue from general merchandise and services (GMS) also maintained rapid expansion. We forecast JD Retail revenue to grow 14.7% YoY to Rmb294.9bn in 2Q25E. According to the National Bureau of Statistics, online retail sales of physical goods reached Rmb2.0tn in April-May 2025 (+7.21% YoY), of which home appliances and audio-visual equipment surged 38.8% and 53% YoY in April and May, respectively. Trade-in policies sustained consumption growth in electronics and home appliances on JD's platform, with GMV growth still in the double digits. During the 18 June shopping gala this year, JD led the industry in both scale and growth rate for consumer electronics and home appliances, hitting a new high with the number of users placing orders more than doubled from one year earlier. Total orders for JD Retail and JD Takeaway exceeded 2.2bn. Meanwhile, the third-party marketplace ecosystem improved further, with the apparel category showing stellar growth and the user adoption of the daily necessities category rising steadily. We expect both GMS and service revenue to record double-digit growth. Leveraging scale effect and operational efficiency, we anticipate JD Retail's operating profit margin (OPM) to remain stable in 2Q25.

JD Takeaway's daily order peak surpassed 25m. Ongoing UE optimisation weighs on profitability, while surging high-frequency demand complements core retail. The platform still invests heavily in on-demand retail business, competing through premium positioning and focus on quality. According to JD's corporate communications ("JD Blackboard"), its daily order peak has topped 25m. As of 8 July 2025, within in four months of launch, nearly 200 restaurant brands on JD Takeaway crossed Rmb1m in sales, with JD holding a dominant 45% market share in the premium segment. Its focus on high-frequency consumption scenarios bolsters user engagement and drives incremental traffic. Per QuestMobile, JD App users averaged 47.9 monthly sessions in May 2025 (+51.1% YoY). We are optimistic about JD's ability to further synergise with the core e-commerce traffic, enhancing cross-category empowerment to meet diverse user needs. However, as the takeaway business's unit economics (UE) are still optimising, we expect it to weigh on the Group's near-term profitability. We forecast 2Q25 adjusted attributable net profit at Rmb.bn (-% YoY), with a net profit margin (NPM) of .%.

We foresee the company to continue expanding high-frequency demand scenarios like takeaway and explore new ventures such as travel and hospitality, with UE per order expected to improve progressively with scale.

Efforts to expand overseas business in Europe. According to corporate communications, JD is expanding its online retail presence in Europe. Backed by its world-leading supply chain and logistics capabilities, JD is piloting Joybuy™, a full-category online retail brand in London, and expanding same-day and next-day delivery services. Utilising its integrated supply chain featuring “direct sourcing and delivery from origins,” JD facilitates its fresh fruit procurement and further enriches its overseas product assortment. Till now, its “overseas free shipping zone” for global sales covers nine countries, such as Singapore, Malaysia, Thailand, Japan, and South Korea.

Maintain BUY. JD has built a solid supply chain as a competitive moat. We are optimistic about demand release in its core electronics and home appliances categories, and anticipate expansion into new categories like apparel and daily necessities, underpinning its core retail business. Meanwhile, the company is expanding the high-frequency consumption scenarios of on-demand retail, boosting user engagement on the main JD.com platform, exploring new business needs such as hospitality and overseas, and laying the groundwork for long-term new growth drivers. Given the fast-growing food delivery business and the combined impact of UE’s performance on profit, we cut our adjusted net profit forecasts to Rmb23.5bn in FY25E, Rmb42.6bn in FY26E, and Rmb55.4bn in FY26E. Referring to the valuation of peers, we derive a multiple of 11xPE for JD Retail, and come to a target price of US\$45.2/share. Considering the 45% upside, we maintain our BUY rating.

Risks. Persistently weak consumer demand; intensified competition; slower-than-expected progress with 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	1,420,217	1,493,471
营收成本	-924,958	-974,951	-1,103,936	-1,179,191	-1,237,201
毛利润	159,704	183,868	205,498	241,026	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	-75,553	-76,203
费用	-130,794	-144,298	-196,005	-210,105	-211,216
经调整 EBITDA	42,452	51,584	23,493	44,111	58,620
经调整 EBIT	28,131	34,420	3,304	26,827	44,968
利息费用	-2,881	-2,896	-2,100	-2,000	-2,332
税前利润/亏损	31,650	51,538	19,014	40,729	55,490
所得税收益/费用	-8,393	-6,878	-2,722	-6,810	-9,988
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	13,667	31,030	42,563
Non-GAAP 归普净利润	35,200	47,827	23,538	42,638	55,403

资料来源：公司公告，申万宏源预测

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