

互联网	收盘价 美元 30.80	目标价 美元 40.00↓	潜在涨幅 +29.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025年7月15日

京东 (JD US)

预计2季度外卖百亿规模投入拖累利润，零售稳健且为估值底部

2季度外卖投入超预期，预计百亿规模亏损拖累整体利润同比降6成。3季度外卖UE虽有改善但单量扩大导致亏损金额进一步扩大，或有望在4季度有所收窄。下调2025年利润预测至260亿元人民币，目标价从50美元/194港元（9618 HK）下调至40美元/164港元，对应零售2025年10倍市盈率（现价对应8倍），当前为估值底部，外卖UE有收窄趋势，零售稳健，维持买入。

- 我们预计2025年2季度公司收入同比增15%至3350亿元（人民币，下同），对比彭博一致预期的3327亿元基本一致，调整后净利润为48.8亿元，同比下降66%，彭博一致预期为89亿元。预计2季度零售收入同比增14%，带电及日百均保持双位数增长，预计零售运营利润同比增16%至117亿元，对应利润率同比持平，因去年同期投入较为审慎。预计新业务2季度亏损约100亿元，按平均1100万日单计算，单均亏损约为10元。
- 我们预计3季度外卖单均亏损通过提升补贴效率和优化骑手调度效率而逐步缩窄，但相较2季度单量爬坡的阶段，UE改善不足以弥补单量规模扩大，将导致亏损金额进一步扩大，但有望在4季度看到外卖亏损金额的缩窄。公司外卖业务以实现零售交叉销售为长期目标，QM数据显示4-6月京东APP MAU实现30-40%同比增长，交叉销售数据逐月提升，预计后续通过运营转化或带来更多交叉销售机会。

盈利预测变动

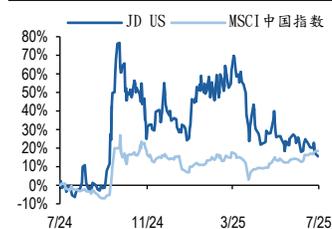
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
总收入	1,295,593	1,313,160	-1.3%	1,389,020	1,417,324	-2.0%	1,490,219	1,500,773	-0.7%
增速	11.8%	13.3%	-1.5ppt	7.2%	7.9%	-0.7ppt	7.3%	5.9%	1.4ppt
产品销售	1,033,690	1,032,801	0.1%	1,093,716	1,084,441	0.9%	1,162,081	1,138,663	2.1%
带电	619,177	619,177	0.0%	637,752	650,135	-1.9%	669,640	682,642	-1.9%
非带电	414,513	413,625	0.2%	455,964	434,306	5.0%	492,442	456,021	8.0%
服务	261,903	280,359	-6.6%	295,303	332,883	-11.3%	328,138	362,109	-9.4%
毛利润	198,347	207,999	-4.6%	224,402	233,532	-3.9%	254,372	251,453	1.2%
毛利率	15.3%	15.8%	-0.5ppt	16.2%	16.5%	-0.3ppt	17.1%	16.8%	0.3ppt
经调整运营利润	20,194	43,331	-53.4%	34,227	51,340	-33.3%	54,744	58,849	-7.0%
经调整运营利润率	1.6%	3.3%	-1.7ppt	2.5%	3.6%	-1.2ppt	3.7%	3.9%	-0.2ppt
经调整净利润	26,002	46,208	-43.7%	38,172	52,734	-27.6%	55,641	59,136	-5.9%
经调整净利率	2.0%	3.5%	-1.5ppt	2.7%	3.7%	-1.0ppt	3.7%	3.9%	-0.2ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(美元)	47.08
52周低位(美元)	24.95
市值(百万美元)	41,629.59
日均成交量(百万)	8.42
年初至今变化(%)	(11.16)
200天平均价(美元)	36.65

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

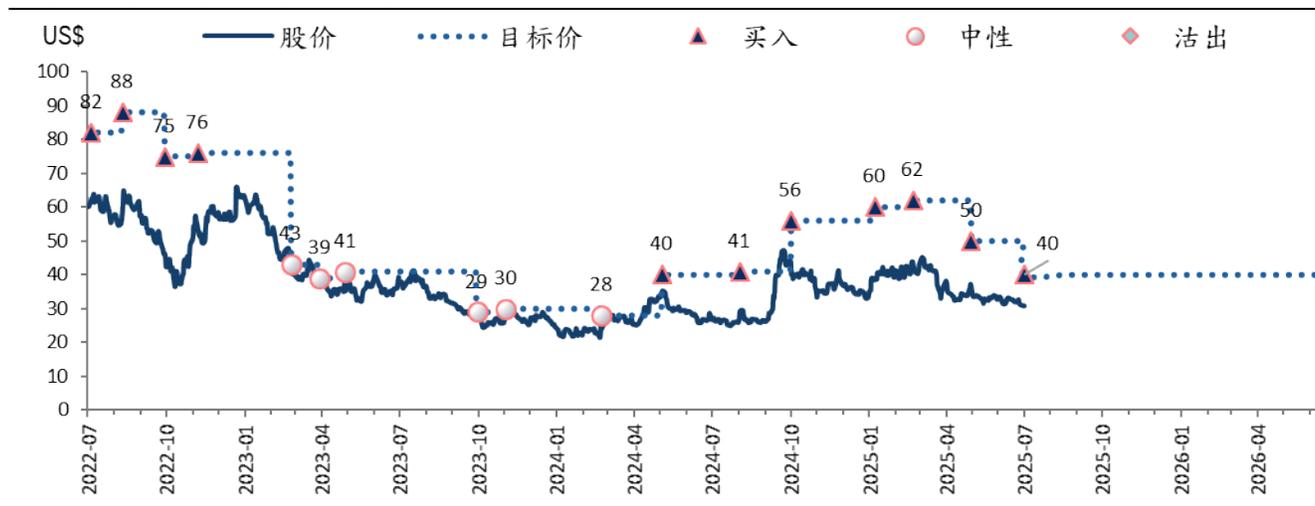
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 2 季度业绩预览

年结 12 月 31 日 人民币百万	2Q24	1Q25	2Q25E 新预测	2Q25E 原预测	变动(%)	环比 (%)	同比 (%)	2025E	2026E	2027E
收入										
产品销售收入	233,908	242,309	269,883	268,994	0	11	15	1,033,690	1,093,716	1,162,081
带电品类	145,061	144,295	166,820	166,820	0	16	15	619,177	637,752	669,640
非带电品类	88,847	98,014	103,063	102,174	1	5	16	414,513	455,964	492,442
服务收入	57,489	58,773	65,138	68,861	-5	11	13	261,903	295,303	328,138
广告佣金收入	23,425	22,320	26,731	26,692	0	20	14	101,632	111,116	119,885
物流及其他收入	34,064	36,453	38,407	42,169	-9	5	13	160,271	184,187	208,254
总收入	291,397	301,082	335,021	337,855	-1	11	15	1,295,593	1,389,020	1,490,219
市场预期			<u>332,696</u>					<u>1,292,730</u>	<u>1,375,249</u>	<u>1,450,883</u>
收入成本	(245,459)	(253,234)	(284,598)	(285,181)	0	12	16	(1,097,245)	(1,164,618)	(1,235,848)
毛利润	45,938	47,848	50,423	52,674	-4	5	10	198,347	224,402	254,372
毛利润率 (%)	15.8	15.9	15.1	15.6				15.3	16.2	17.1
运营费用	(35,437)	(37,315)	(47,676)	(42,455)	12	28	35	(183,255)	(195,712)	(205,531)
履约费用	(17,221)	(19,737)	(21,579)	(21,707)	-1	9	25	(83,527)	(91,955)	(99,476)
营销费用	(11,867)	(10,543)	(18,930)	(13,493)	40	80	60	(70,795)	(73,356)	(73,698)
研发投入	(4,217)	(4,621)	(4,771)	(4,827)	-1	3	13	(18,966)	(20,037)	(21,332)
一般行政开支	(2,132)	(2,414)	(2,396)	(2,428)	-1	-1	12	(9,967)	(10,363)	(11,026)
运营利润	10,501	10,533	2,746	10,219	-73	-74	-74	15,092	28,691	48,841
调整后运营利润	11,596	11,664	4,095	11,578	-65	-65	-65	20,194	34,227	54,744
调整后 EBITDA	13,530	13,702	6,236	13,710	-55	-54	-54	28,976	43,655	64,837
调整后净利润	14,460	12,758	4,880	12,091	-60	-62	-66	26,002	38,172	55,641
调整后运营利润率 (%)	4.0	3.9	1.2	4.1				1.6	2.5	3.7
调整后 EBITDA 利润率 (%)	4.6	4.6	1.9	3.6				2.2	3.1	4.4
调整后净利润率 (%)	5.0	4.2	1.5	8.0				2.0	2.7	3.7
调整后每股收益 (人民币)	9.36	8.41	3.24	8.52	-62	-61	-65	17.48	26.37	38.71
市场预期			<u>6.14</u>					<u>24.79</u>	<u>31.24</u>	<u>35.88</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：京东 (JD US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	85.87	99.00	15.3%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.97	8.30	-7.5%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	275.20	240.00	-12.8%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	20.67	19.00	-8.1%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.79	2.10	17.3%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	65.25	64.00	-1.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	54.01	60.00	11.1%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.32	26.00	16.5%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.50	28.00	-8.2%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	30.80	40.00	29.9%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	102.41	135.00	31.8%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	108.22	165.00	52.5%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.30	15.60	9.1%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.59	4.80	33.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.00	46.00	12.2%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.83	12.00	35.9%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.49	13.30	26.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.65	46.00	36.7%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	129.90	143.00	10.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	500.00	604.00	20.8%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.06	10.20	-7.8%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	120.90	165.00	36.5%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.00	21.00	5.0%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.40	18.50	38.1%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.56	13.50	-18.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	14.68	21.00	43.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	14.10	9.60	-31.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	489.00	591.00	20.9%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.25	25.50	20.0%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	50.70	64.00	26.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 7 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,084,662	1,158,819	1,295,593	1,389,020	1,490,219
主营业务成本	(924,958)	(974,951)	(1,097,245)	(1,164,618)	(1,235,848)
毛利	159,704	183,868	198,347	224,402	254,372
销售及管理费用	(114,401)	(127,267)	(164,290)	(175,674)	(184,199)
研发费用	(16,393)	(17,031)	(18,966)	(20,037)	(21,332)
其他经营净收入/费用	(2,885)	(834)	0	0	0
经营利润	26,025	38,736	15,092	28,691	48,841
Non-GAAP标准下的经营利润	35,441	44,029	20,194	34,227	54,744
财务成本净额	(2,881)	(2,896)	(2,400)	(2,400)	(2,400)
应占联营公司利润及亏损	1,010	2,327	4,330	4,000	4,000
其他非经营净收入/费用	7,496	13,371	10,079	12,000	12,000
税前利润	31,650	51,538	27,101	42,291	62,441
税费	(8,393)	(6,878)	(4,127)	(6,344)	(9,366)
非控股权益	910	(3,301)	(2,871)	(3,071)	(3,097)
净利润	24,167	41,359	20,103	32,876	49,978
作每股收益计算的净利润	24,167	41,359	20,103	32,876	49,978
Non-GAAP标准的净利润	35,200	47,827	26,002	38,172	55,641

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	79,398	115,716	75,227	89,006	114,643
有价证券	118,254	125,645	138,210	152,030	167,233
应收账款及票据	23,055	33,215	23,647	35,000	27,920
存货	68,058	89,326	88,037	90,644	98,965
其他流动资产	19,045	22,796	25,159	26,974	28,948
总流动资产	307,810	386,698	350,280	393,655	437,710
投资物业	80,840	59,370	61,151	62,986	64,875
物业、厂房及设备	79,955	88,901	105,151	117,636	129,781
无形资产	6,935	7,793	9,118	10,990	13,147
合资企业/联营公司投资	56,746	56,850	54,008	51,307	48,742
其他长期资产	96,672	98,622	106,449	110,713	115,228
总长期资产	321,148	311,536	335,877	353,632	371,773
总资产	628,958	698,234	686,157	747,287	809,483
短期贷款	5,034	7,581	0	0	0
应付账款	208,822	238,248	247,603	268,723	273,259
其他短期负债	51,794	53,692	62,566	62,506	72,141
总流动负债	265,650	299,521	310,169	331,230	345,400
长期贷款	41,966	56,475	6,771	10,224	6,771
长期应付账款	9,267	9,498	9,973	10,472	10,995
其他长期负债	15,695	19,443	20,472	21,558	22,704
总长期负债	66,928	85,416	37,216	42,253	40,470
总负债	332,578	384,937	347,385	373,483	385,870
股本	184,204	182,404	159,670	149,542	124,364
储备及其他资本项目	47,654	56,943	90,459	117,987	171,816
股东权益	231,858	239,347	250,129	267,529	296,180
记作权益的金融工具	614	484	484	484	484
非控股权益	63,908	73,466	88,159	105,791	126,949
总权益	296,380	313,297	338,772	373,804	423,613

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	31,650	51,538	27,101	42,291	62,441
合资企业/联营公司收入调整	(1,010)	(2,327)	(4,330)	(4,000)	(4,000)
折旧及摊销	8,292	8,904	15,020	14,633	15,308
营运资本变动	16,758	5,350	25,226	3,639	9,144
利息调整	2,881	2,896	2,400	2,400	2,400
税费	(8,393)	(6,878)	(4,127)	(6,344)	(9,366)
其他经营活动现金流	9,343	(1,388)	360	1,121	1,376
经营活动现金流	59,521	58,095	61,649	53,739	77,302
资本开支	(20,012)	(13,819)	(21,628)	(23,528)	(23,711)
投资活动	(44,022)	14,097	(9,722)	(11,121)	(12,638)
其他投资活动现金流	4,491	(1,149)	(2,592)	(2,851)	(3,136)
投资活动现金流	(59,543)	(871)	(33,941)	(37,500)	(39,485)
负债净变动	3,113	14,374	(57,285)	3,453	(3,453)
权益净变动	(629)	(25,854)	933	482	708
股息	(6,741)	(8,263)	(11,957)	(6,500)	(9,543)
其他融资活动现金流	(1,551)	(1,261)	0	0	0
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(68,309)	(2,565)	(12,288)
汇率收益/损失	125	98	112	105	108
年初现金	85,103	79,398	115,716	75,227	89,006
年末现金	79,398	115,716	75,227	89,006	114,643

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	15.359	28.494	14.167	23.840	36.507
全面摊薄每股收益	15.267	27.201	13.515	22.712	34.767
Non-GAAP标准下的每股收益	22.170	31.070	17.480	26.371	38.706
每股股息	4.258	5.434	8.038	4.491	6.639
每股账面值	146.467	157.413	168.154	184.821	206.038
利润率分析(%)					
毛利率	14.7	15.9	15.3	16.2	17.1
EBITDA利润率	3.2	4.1	2.3	3.1	4.3
EBIT利润率	2.4	3.3	1.2	2.1	3.3
净利率	2.2	3.6	1.6	2.4	3.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	14.7	15.9	15.3	16.2	17.1
EBITDA利润率	3.9	4.5	2.2	3.1	4.4
经营利润率	3.3	3.8	1.6	2.5	3.7
净利率	3.2	4.1	2.0	2.7	3.7
盈利能力(%)					
ROA	3.9	6.2	2.9	4.6	6.4
ROE	10.9	17.6	8.2	12.7	17.7
ROIC	6.0	9.5	3.6	6.7	10.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.2	1.3
存货周转天数	28.4	29.1	29.1	27.6	27.6
应收账款周转天数	6.8	7.1	6.8	6.5	6.5
应付账款周转天数	63.6	66.3	63.1	63.1	63.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。