



京东 (9618.HK/JD.US): 核心零售预计保持强劲, 外卖大战影响短期利润

在国补和618大促推动下,我们预计公司二季度收入同比增长14.1%,核心电商收入保持强劲增长势头。考虑到公司在外卖市场进行了大量投入,我们预计二季度调整后净利润为56亿元。调整目标价至146港元/38美元,维持“买入”评级。

京东零售收入预计二季度保持强劲增长势头。得益于国补政策持续推动,我们预计京东零售收入同比增长15%,带电品类增速预计仍将快于日百品类。我们观察到“618”大促期间部分地区出现国补暂停,但在阶段性调整后补贴普遍有重新上线(目前仍有动态调整),官方已明确回应国补将持续到今年年底,我们预计部分地区的国补政策阶段性调整尚未对公司业务造成明显影响。然而,下半年开始可能会受到去年高基数影响,收入增速或将有所下滑。

外卖大量投入影响利润表现,但也带来业务协同机会。随着公司进军外卖业务,业务规模快速攀升,“618”期间披露日订单量峰值突破2,500万。与此同时,公司在生态建设和用户补贴上进行了大量投入,我们预计二季度外卖业务投入规模约100亿元。随着美团和阿里巴巴大幅提高补贴力度,我们预计公司补贴策略将保持相对理性并更加精细化,但由于三季度通常是外卖旺季,三季度外卖亏损或将进一步扩大,部分被运营效率优化所抵消。外卖业务对公司流量有明显拉动,京东APP二季度DAU实现双位数增长,中长期来看,预计将形成更好地业务协同机会。

调整目标价至146港元/38美元,维持“买入”评级。我们基本维持二季度收入预测,下调二季度调整后净利润预测至56亿元,调整目标价至146港元/38美元,对应FY26E 10.0x P/E。公司目前股价对应估值7.3x P/E,处于较低水平。维持“买入”评级。

投资风险: 行业竞争加剧; 用户增长不及预期; 利润率不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,281,189	1,352,876	1,423,794
毛利润	159,704	183,868	204,153	216,979	230,655
调整后净利润	35,200	47,827	23,596	39,823	51,251
调整后目标 PE (x)			16.9	10.0	7.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025年7月15日

京东 (9618.HK)

买入

目标价(港元)	146
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价(港元)	122.4
52周内股价区间(港元)	94.65-192.3
总市值(百万港元)	355,476
近3月日均成交额(百万港元)	2,066

注: 截至2025年7月14日收盘价

市场预期区间



京东 (JD.US)

买入

目标价(美元)	38
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价(美元)	30.80
52周内股价区间(美元)	24.1-47.8
总市值(百万美元)	44,761
近3月日均成交额(百万美元)	382

注: 截至2025年7月14日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	1,084,662	1,158,819	1,281,189	1,352,876	1,423,794
收入成本	(924,958)	(974,951)	(1,077,035)	(1,135,897)	(1,193,140)
毛利	159,704	183,868	204,153	216,979	230,655
研发费用	(16,393)	(17,031)	(18,540)	(19,168)	(19,933)
销售费用	(40,133)	(47,953)	(83,544)	(73,293)	(66,465)
管理费用	(9,710)	(8,888)	(10,170)	(10,823)	(11,390)
其他费用	(67,443)	(71,260)	(79,056)	(80,167)	(85,428)
经营盈利	26,025	38,736	12,843	33,529	47,438
利息收入	(2,881)	(2,896)	(2,300)	(2,000)	(2,000)
其他收益	8,506	15,698	9,409	8,000	8,000
除税前盈利	31,650	51,538	19,952	39,529	53,438
所得税开支	(8,393)	(6,878)	(3,385)	(7,906)	(10,688)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	23,257	44,660	16,567	31,623	42,751
少数股东权益	(910)	3,301	389	-	-
本公司权益持有人	24,167	41,359	16,178	31,623	42,751
调整后净利润	35,200	47,827	23,596	39,823	51,251

现金流量表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	24,167	41,359	16,178	31,623	42,751
折旧与摊销	8,304	8,904	10,198	10,283	10,369
营运资金变动	15,879	5,148	8,138	4,667	4,512
其他非现金调整	11,171	2,684	-	-	-
经营活动现金流	59,521	58,095	34,514	46,573	57,632
资本性支出	(19,885)	(12,692)	(11,218)	(11,311)	(11,406)
投资	(43,797)	17,135	-	-	-
其他投资活动	4,139	(5,314)	-	-	-
投资活动现金流	(59,543)	(871)	(11,218)	(11,311)	(11,406)
借款	3,113	14,374	-	-	-
股本	(9,205)	(34,117)	(14,600)	(10,950)	(10,950)
其他融资活动	284	(1,261)	-	-	-
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(14,600)	(10,950)	(10,950)
汇兑收益及其他	113	98	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(5,717)	36,318	8,696	24,312	35,276
期初的现金及现金等价物	85,115	79,398	115,716	124,412	148,724
期末的现金及现金等价物	79,398	115,716	124,412	148,724	184,000

资产负债表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	79,955	88,901	89,642	90,389	91,142
无形资产	26,915	33,502	33,781	34,063	34,346
投资	137,586	116,220	116,220	116,220	116,220
其他非流动资产	76,692	72,913	72,913	72,913	72,913
非流动资产合计	321,148	311,536	312,556	313,584	314,621
应收账款	40,808	25,596	28,299	29,882	31,449
投资	118,254	125,645	125,645	125,645	125,645
存货	68,058	89,326	98,679	104,072	109,317
现金及现金等价物	71,892	108,350	117,046	141,358	176,634
其他流动资产	8,798	37,781	37,781	37,781	37,781
流动资产合计	307,810	386,698	407,450	438,739	480,826
资产总额	628,958	698,234	720,006	752,323	795,447
母公司股东权益	232,472	239,831	241,409	262,082	293,883
少数股东权益	63,908	73,466	73,466	73,466	73,466
权益总额	296,380	313,297	314,875	335,548	367,349
长期借款	41,966	56,475	56,475	56,475	56,475
其他非流动负债	24,962	28,941	28,941	28,941	28,941
非流动负债合计	66,928	85,416	85,416	85,416	85,416
应付账款及票据	166,167	192,860	213,054	224,697	236,021
借款	5,034	7,581	7,581	7,581	7,581
其他流动负债	94,449	99,080	99,080	99,080	99,080
流动负债合计	265,650	299,521	319,715	331,358	342,682
负债总额	332,578	384,937	405,131	416,774	428,098
权益及负债总额	628,958	698,234	720,006	752,323	795,447

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	3.7%	6.8%	10.6%	5.6%	5.2%
毛利润增速	8.6%	15.1%	11.0%	6.3%	6.3%
经营利润增速	32.0%	48.8%	-66.8%	161.1%	41.5%
净利润增速	140.0%	92.0%	-62.9%	90.9%	35.2%
调整后净利润增速	25.1%	35.9%	-50.7%	68.8%	28.7%
盈利能力比率					
毛利率	14.7%	15.9%	15.9%	16.0%	16.2%
经营利润率	2.4%	3.3%	1.0%	2.5%	3.3%
净利率	2.2%	3.6%	1.3%	2.3%	3.0%
调整后净利率	3.2%	4.1%	1.8%	2.9%	3.6%
每股指标 (元)					
EPS	7.3	14.7	5.5	10.4	14.1
调整后EPS	11.1	15.7	7.8	13.1	16.9
估值 (倍)					
调整后目标P/E			16.9	10.0	7.8
目标P/S			0.3	0.3	0.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：京东（9618.HK）



注：截至 2025 年 7 月 14 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

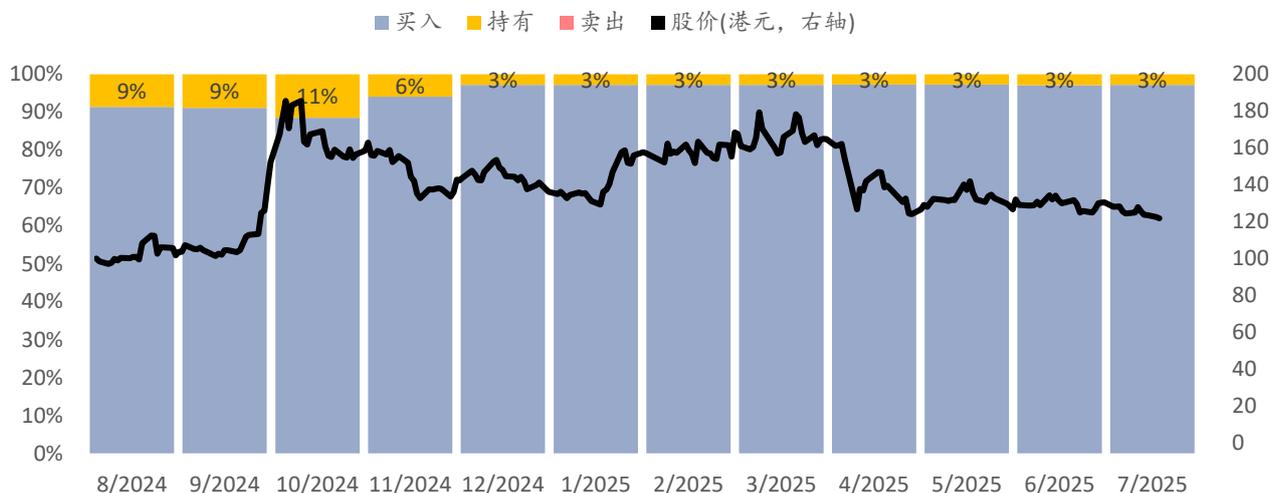
图表 3：浦银国际目标价：京东（JD.US）



注：截至 2025 年 7 月 14 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

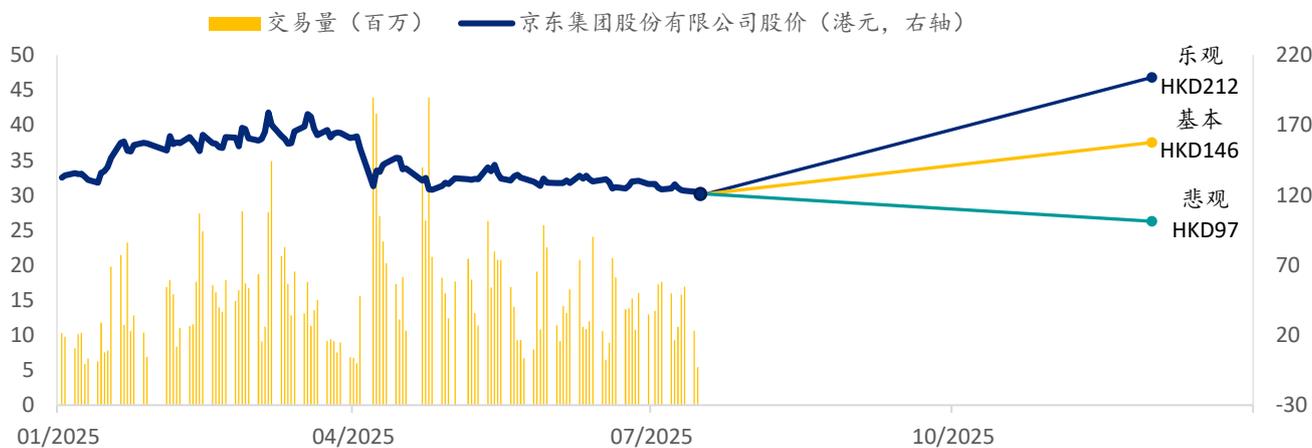
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 京东港股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 京东港股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 212 港元

- 市场份额逐步回升;
- 利润改善优于预期。

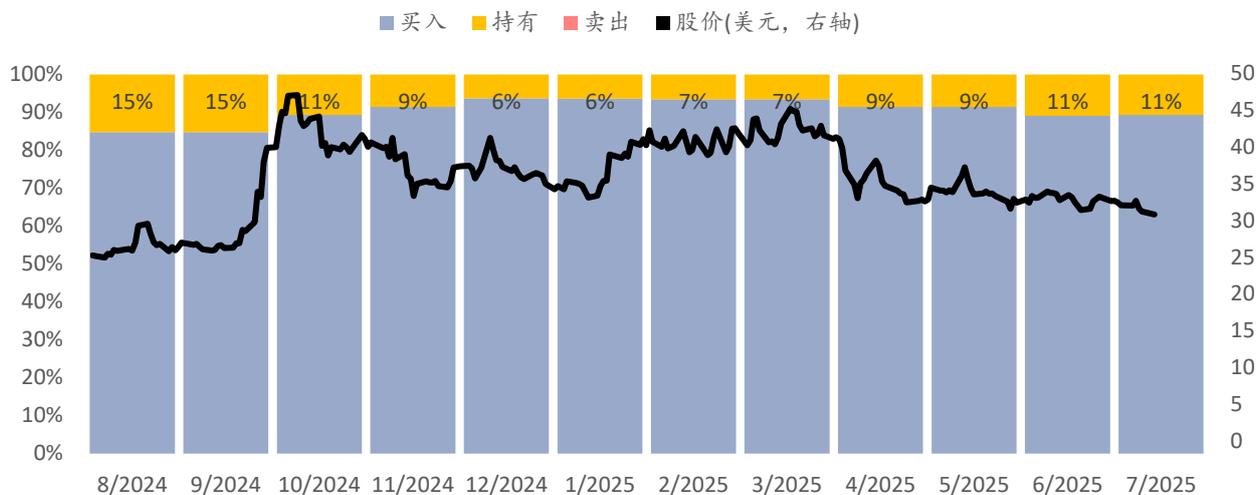
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 97 港元

- 行业竞争导致收入增长持续承压;
- 外卖投入持续维持高位, 利润改善不及预期。

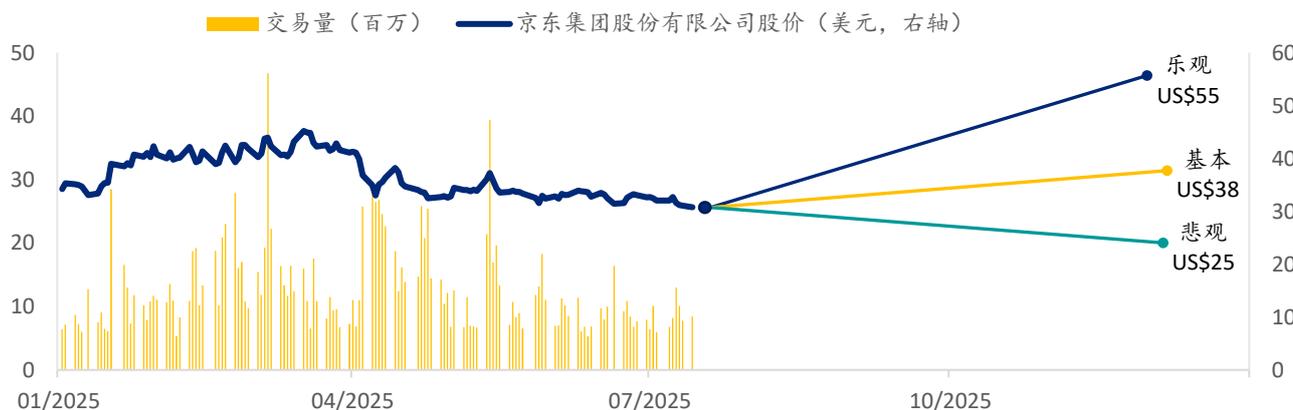
资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 京东美股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 京东美股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 55 美元

- 市场份额逐步回升;
- 利润改善优于预期。

悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 25 美元

- 行业竞争导致收入增长持续承压;
- 外卖投入持续维持高位, 利润改善不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	106.10	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	108.22	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	122.40	买入	146.00	15/7/2025	电商
JD US Equity	京东	30.80	买入	38.00	15/7/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	102.41	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.11	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	500.00	买入	700.00	15/5/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	129.90	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	202.20	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	171.30	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	22.32	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.06	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	50.10	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.31	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	2.64	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.87	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	120.90	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	65.25	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	151.12	买入	170.00	14/5/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	29.22	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	503.02	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	355.90	买入	450.00	8/5/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	225.69	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	181.56	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	182.81	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	720.92	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	376.42	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	717.49	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	20.67	买入	18.00	14/5/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	78.25	买入	70.00	14/5/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	275.20	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	50.34	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：股价截至 2025 年 7 月 14 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

