

京东集团-SW（09618.HK）

2025Q2 业绩点评：投入持续加大，主业业绩超预期

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,084,662	1,158,819	1,237,771	1,307,251	1,388,740
同比（%）	3.67%	6.84%	6.81%	5.61%	6.23%
Non-GAAP 净利润（百万元）	35,200	47,827	28,696	40,749	50,121
同比（%）	24.73%	35.87%	-40.00%	42.00%	23.00%
EPS-最新摊薄（元/股）	11.1	15.0	9.0	12.8	15.7
PE（Non-GAAP）	10.3	7.6	12.7	8.9	7.2

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **营收利润均超预期，零售业务利润率稳健上升：**公司 2025Q2 收入 3566.6 亿元，同比增长 22.4%；实现 Non-GAAP 归母净利润 73.9 亿元，同比下降 48.91%。整体经调整净利率为 2.07%，2024 年同期为 4.96%。
- **超市及服务持续复苏，电器业务继续增长：**2025Q2 公司商品销售收入 2824.1 亿元，同比增长 20.7%；服务及其他收入 742.5 亿元，同比增长 29.1%。2025Q2 商品销售收入中，电子产品及家用电器收入 1789.8 亿元，同比增长 23.4%；日用百货商品收入为 1034.3 亿元，同比增长 16.4%。2025Q2 平台及广告服务收入 285.1 亿元，同比增长 21.7%；物流及其他服务收入 457.4 亿元，同比增长 34.3%。
- **履约费用有所增加，降本增效继续推进：**2025Q2 公司营业成本为 3000.2 亿元，同比增长 22.2%；公司毛利率同比提升 0.1pct 至 15.9%。2025Q2 履约费用同比上升 28.6%，增至 221.5 亿元，履约费用率提升至 6.2%，同比提升 0.3pct。2025Q2 管理费用率 0.9%，同比上升 0.2pct；研发费用率为 1.5%，同比持平；销售费用率为 7.6%，同比上升 3.5pct；履约毛利率为 9.7%，同比下降 0.2pct。
- **用户规模与会员生态持续增强，带动长期价值释放：**2025Q2 公司年度活跃用户数保持稳健增长，高价值用户占比提升，带动整体客单价与复购率改善。PLUS 会员规模继续扩张，进一步稳固用户黏性与消费频次，叠加京东宣布对其 PLUS 会员进行全面升级，推出“生活方式服务套餐”和自营电子产品、家电产品的“180 天换新不修”政策，我们预计电子产品及家用电器品类收入将实现进一步的增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到外卖投放支持超预期，我们将 2025-2027 年的 EPS（Non-GAAP）预测由 15.7/17.0/18.3 元调整至 9.0/12.8/15.7 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 12.7/8.9/7.2 倍（港币/人民币=0.92，2025/08/21 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**供应链拓展风险，宏观经济风险

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	124.00
一年最低/最高价	98.70/192.30
市净率(倍)	1.59
港股流通市值(百万港元)	323,685.29

基础数据

每股净资产(元)	71.26
资产负债率(%)	57.95
总股本(百万股)	3,187.55
流通股本(百万股)	2,865.07

相关研究

《京东集团-SW(09618.HK): 2024Q4 业绩点评：营收利润双超预期，带电子产品类显著增长》

2025-03-13

《京东集团-SW(09618.HK): 2024Q1 业绩点评：业绩稳健增长，商超品类强劲复苏》

2024-05-19

内容目录

- 1. 营收、利润均超预期，25 年保持稳定增长4
- 2. 超市类别持续复苏，服务及 3P 业务增长高于预期.....4
 - 2.1. 核心品类增速持续优于大盘，日用百货品类开始恢复.....5
 - 2.2. 服务收入占比维持稳定，持续受益于组织架构优化.....5
- 3. 履约费用有所增加，降本增效继续推进6
- 4. 盈利预测与投资评级7
- 5. 风险提示8

图表目录

图 1: 公司收入情况 (亿元)4

图 2: Non-GAAP 归母净利润情况 (亿元)4

图 3: 分业务收入及增速 (亿元)4

图 4: 商品销售收入构成及增速 (亿元)5

图 5: 服务及其他收入构成及增速 (亿元)5

图 6: 公司毛利率情况.....6

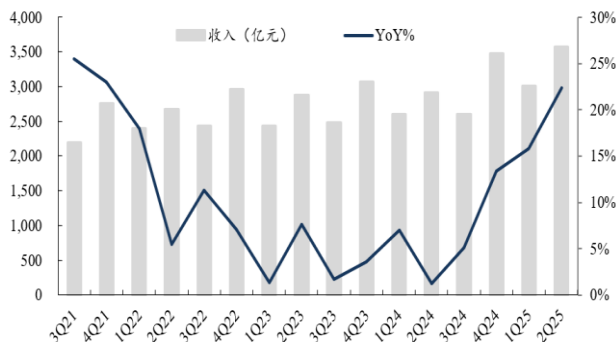
图 7: 公司费用结构.....6

图 8: 履约毛利率情况.....7

1. 营收、利润均超预期，25 年保持稳定增长

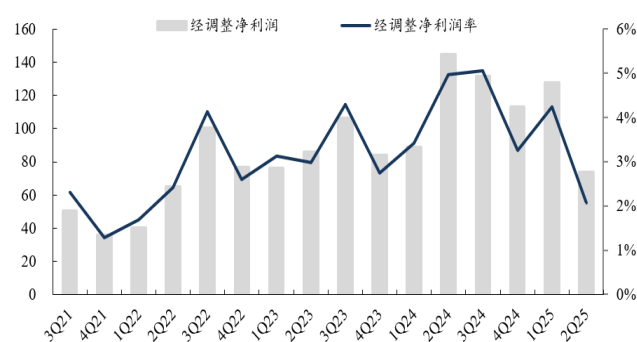
公司 2025Q2 收入 3566.6 亿元，同比增长 22.4%；实现 Non-GAAP 归母净利润 73.9 亿元，同比下降 48.91%。整体经调整净利率为 2.07%，2024 年同期为 4.96%。

图1：公司收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图2：Non-GAAP 归母净利润情况（亿元）



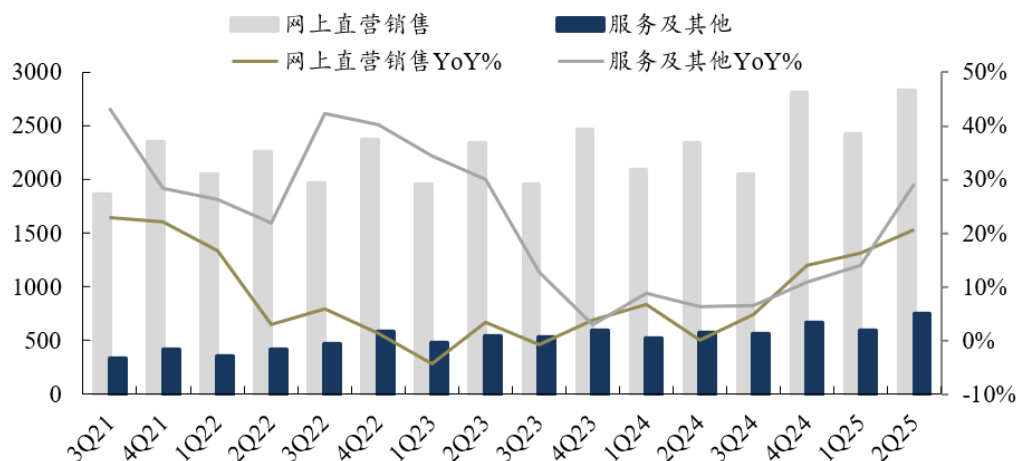
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

2. 超市类别持续复苏，服务及 3P 业务增长高于预期

2025Q2 公司商品销售收入 2824.1 亿元，同比增长 20.7%；服务及其他收入 742.5 亿元，同比增长 29.1%。

2025 年 1 月，京东宣布对其 PLUS 会员进行全面升级，推出“生活方式服务套餐”，允许会员用 PLUS 积分兑换七项服务，包括家居清洁、洗衣、洗车和配送等。

图3：分业务收入及增速（亿元）



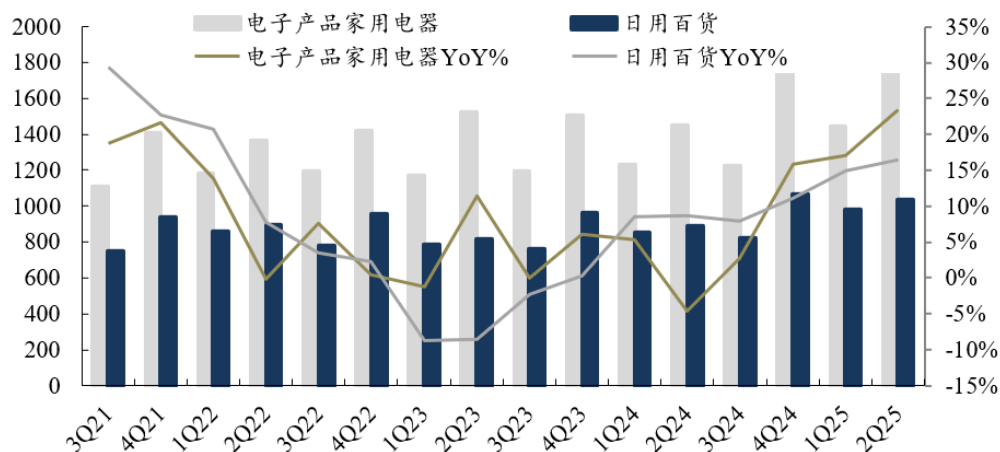
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

2.1. 核心品类增速持续优于大盘，日用百货品类开始恢复

2025Q2 商品销售收入中，电子产品及家用电器收入 1789.8 亿元，同比增长 23.4%；日用百货商品收入为 1034.3 亿元，同比增长 16.4%。

2025 年 1 月，京东宣布对其 PLUS 会员进行全面升级，京东 PLUS 会员还将享受自营电子产品和家电产品的“180 天换新不修”政策，以应对任何质量问题。我们预计电子产品及家用电器品类收入将实现进一步的增长。

图4：商品销售收入构成及增速（亿元）

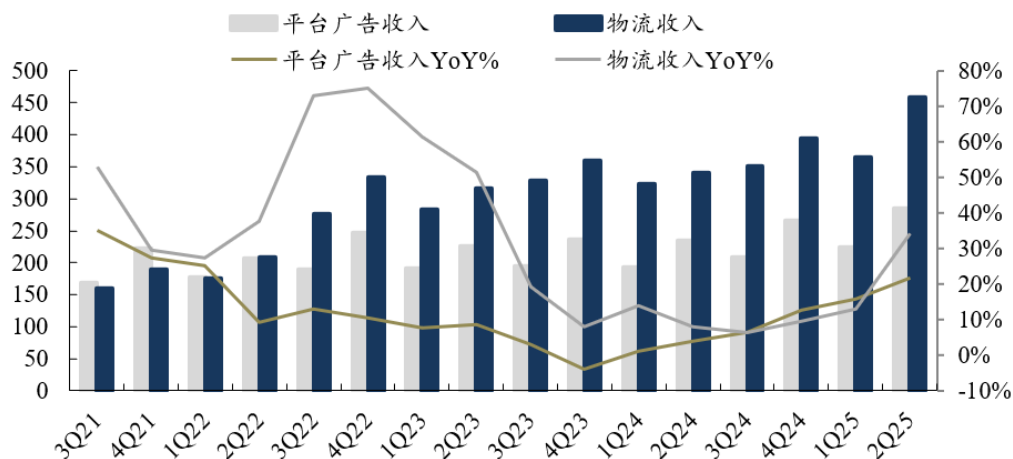


数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

2.2. 服务收入占比维持稳定，持续受益于组织架构优化

2025Q2 平台及广告服务收入 285.1 亿元，同比增长 21.7%；物流及其他服务收入 457.4 亿元，同比增长 34.3%。在 2025 年第二季度，京东物流进一步勾勒出其海外路线图，将推动全球仓库网络、空运网络和快递能力的同步发展。

图5：服务及其他收入构成及增速（亿元）



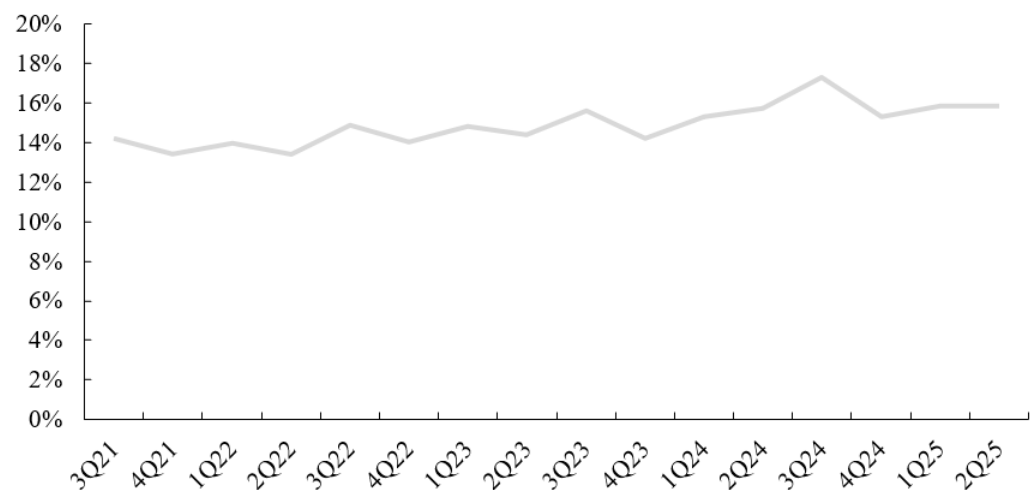
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

3. 履约费用有所增加，降本增效继续推进

2025Q2 公司营业成本为 3000.2 亿元，同比增长 22.2%；公司毛利率同比提升 0.1pct 至 15.9%。公司费用结构中，占比最大的部分依然是履约费用。2025Q2 履约费用同比上升 28.6%，增至 221.5 亿元，履约费用率提升至 6.2%，同比提升 0.3pct，主因免费送货服务的门槛降低。

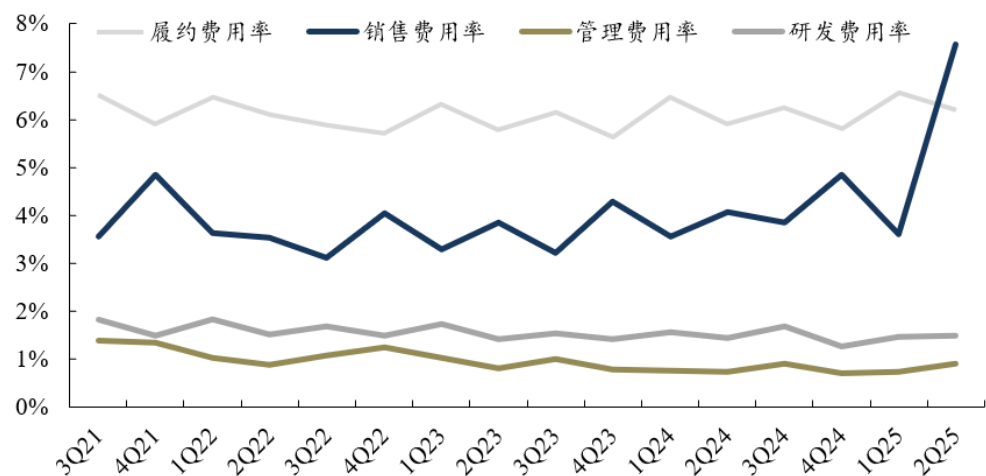
此外，2025Q2 管理费用率 0.9%，同比上升 0.2pct；研发费用率为 1.5%，同比持平；公司销售费用率为 7.6%，同比上升 3.5pct，主因促销活动支出增加。未来规模效应有望进一步加强，有利于拉动物流业务净利率的抬升。

图6：公司毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

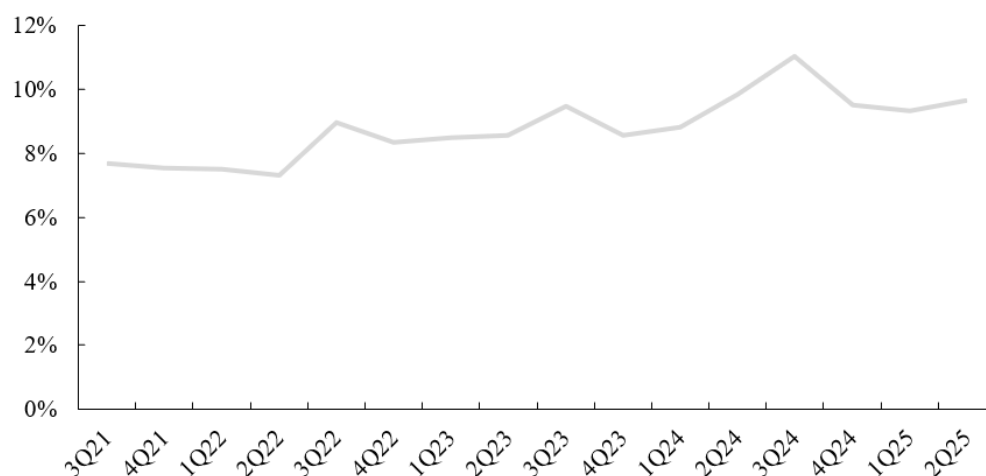
图7：公司费用结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

履约毛利率（按履约毛利除以收入计算：履约毛利=收入-营业成本-履约开支）为 9.7%，同比下降 0.2pct。

图8：履约毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

4. 盈利预测与投资评级

考虑到外卖投放支持超预期，我们将 2025-2027 年的 EPS（Non-GAAP）预测由 15.7/17.0/18.3 元调整至 9.0/12.8/15.7 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 12.7/8.9/7.2 倍（港币/人民币=0.92，2025/08/21 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

供应链拓展风险。品类的扩充需要供应链的扩展，在商家资质审核等流程上的门槛过松可能引入残次品，影响平台信誉，过严就可能拖累扩展进度，影响收入变现情况。

宏观经济风险。经济环境影响消费者收入情况，进而影响购物意愿，对电商平台收入会造成相应影响。

京东集团-SW 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	386,698	316,390	351,396	375,054
货币资金	115,716	56,363	80,260	85,231
短期投资	127,685	136,421	144,079	153,060
应收账款	30,401	27,932	28,206	30,385
预付账款及其他	23,570	21,543	22,426	23,915
非流动资产合计	311,536	375,404	402,686	431,487
固定资产	88,901	100,165	111,996	122,677
无形资产	7,793	7,914	8,358	8,879
权益法核算的投资	116,220	157,007	165,821	176,157
土地使用权	36,833	45,148	47,682	50,654
其他非流动资产	61,789	65,170	68,829	73,119
资产合计	698,234	691,795	754,082	806,541
应付账款	192,860	162,214	170,788	179,157
应计负债及其他应付款	47,352	51,527	54,419	57,811
预收账款	34,534	41,298	42,718	46,116
其他负债	17,194	17,772	18,770	19,940
流动负债合计	299,521	278,845	293,229	310,059
长期借款	56,475	33,131	33,131	31,153
其他非流动负债	28,941	28,486	30,085	31,960
非流动负债合计	85,416	61,617	63,216	63,113
归属母公司所有者权益	239,347	279,710	329,261	369,625
少数股东权益	73,950	71,622	68,376	63,746
所有者权益合计	313,297	351,332	397,637	433,370
负债和股东权益	698,234	691,795	754,082	806,541

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,021,096	46,857	66,669	82,135
投资活动现金流	-8,180	-83,138	-44,004	-45,145
筹资活动现金流	1,065,59	-23,072	1,232	-32,019
4				
现金净增加额	36,318	-59,353	23,897	4,971
折旧和摊销	8,904	13,511	14,291	16,806
资本开支	-15,978	-33,211	-29,101	-30,980
营运资本变动	3,107	-562	-10,433	-6,623

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,158,819	1,237,771	1,307,251	1,388,740
营业成本	1,120,083	1,041,345	1,097,994	1,155,310
履约费用	974,951	73,771	77,541	82,054
销售费用	70,426	74,266	71,899	69,437
研发费用	0	18,195	19,217	20,137
管理费用	47,953	9,778	10,850	10,971
处置物业收益	0	0	0	0
营业利润	-1,054,594	9,778	18,516	38,898
其他收益	38,736	32,174	35,287	38,876
净利息收入	-2,361	-2,551	-866	-2,086
投资收益	-8,888	4,878	8,803	12,396
利润总额	-1,027,107	44,279	61,740	88,084
所得税	2,896	11,070	15,435	22,021
净利润	-1,030,003	33,209	46,305	66,063
少数股东损益	133,980	-2,328	-3,246	-4,631
归母净利润	-1,163,983	40,363	49,551	40,364
经调整净利润	47,827	28,696	40,749	50,121

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	15.0	9.0	12.8	15.7
每股净资产(元)	75.2	87.9	103.4	116.1
发行在外股份(百万股)	3183.4	3183.4	3183.4	3183.4
ROIC(%)	-842.3%	19.0%	20.3%	30.8%
ROE(%)	-486.3%	14.4%	15.0%	10.9%
毛利率(%)	15.9%	15.9%	16.0%	16.8%
销售净利率(%)	-100.4%	3.3%	3.8%	2.9%
资产负债率(%)	55.1%	49.2%	47.3%	46.3%
	6.8%	6.8%	5.6%	6.2%
收入增长率(%)				
净利润增长率(%)	35.9%	-40.0%	42.0%	23.0%
P/E	7.6	12.7	8.9	7.2
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
FY/EBITDA	15.0	9.0	12.8	15.7

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月21日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>