

## 京东集团-SW (09618.HK)

## 零售增长稳健，外卖协同显现

京东发布 2025Q2 财报业绩。京东 2025Q2 录得收入 3567 亿元，同比增长 22.4%。按集团构成角度，京东零售/京东物流/新业务各录得收入 3101/516/139 亿元，同比增长 20.6%/16.6%/198.8%。按业务类型角度，商品收入/服务收入各录得 2824/742 亿元，同比增长 20.7%/29.1%。

公司本季录得合并经营损失总额 8.6 亿元，其中京东零售/京东物流/新业务经营利润率各 4.5%/3.8%/-106.7%。由于新业务投入，本季公司录得 non-GAAP 归母净利 74 亿元，同比下降 49%，non-GAAP 净利润率约 2.1%。

**带电与日百品类延续火热增长态势。** 京东 2025Q2 实现商品收入 2824 亿元，同比增长 20.7%。在商品收入中，1) 带电品类收入达 1790 亿元，同比增长 23.4%。报告期内，京东发布 3C 数码“先人一步加速换新计划”，为厂商提供销售支持并满足消费者对 3C 数码新品的需求。2) 日百品类收入达 1034 亿元，同增 16.4%。凭借其供应链的优势，旗下京东超市推出一系列带有京东标签的定制化商品，为消费者提供差异化的购物体验。

**外卖业务快速扩张，与零售业务协同作用显著。** 京东黑板报数据显示，截至 2025 年 Q2，京东外卖已覆盖全国 350 个城市，吸引超 150 万家品质餐饮门店入驻，全职骑手规模突破 15 万人。在竞争激烈的外卖市场中，Q2 日均订单量达到 2,500 万单。外卖业务与零售业务的协同效应逐步增强：在京东 618 媒体沟通会上，公司指出，外卖带动了商超日用等跨品类消费增长、推动 PLUS 会员单月新增注册超 40 万。

此外，京东重磅上线“七鲜小厨”品质餐饮合营制作平台，以创新供应链模式深度改造外卖供给端，并推动行业高质量、可持续发展。未来三年，京东计划在全国铺设 10,000 家门店。

**关注生态协同，重申“增持”评级。** 我们预测公司 2025-2027 年收入 13272/14358/15753 亿元，同比增长 14.5%/8.2%/9.7%，non-GAAP 归母净利 274/374/506 亿元，同比-42.7%/36.5%/35.3%。基于 10x 2026e P/E，我们认为京东的合理市值为 3743 亿元人民币，对应股价为 (JD.O) 35 美金和 (9618.HK) 137 港币的目标价，重申“增持”评级。

**风险提示：** 平台商家生态发展不及预期；消费者消费意愿不及预期；外卖业务投入超预期。

| 财务指标           | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)     | 1,084,662 | 1,158,819 | 1,327,154 | 1,435,761 | 1,575,255 |
| 增长率 yoy (%)    | 3.7       | 6.8       | 14.5      | 8.2       | 9.7       |
| 归母净利润 (百万元)    | 35,200    | 47,827    | 27,427    | 37,427    | 50,626    |
| 增长率 yoy (%)    | 24.7      | 35.9      | -42.7     | 36.5      | 35.3      |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 11.1      | 16.1      | 9.2       | 12.6      | 17.0      |
| 净资产收益率 (%)     | 14.5      | 20.9      | 10.5      | 14.2      | 16.7      |
| P/E (倍)        | 10.0      | 6.9       | 12.0      | 8.8       | 6.5       |
| P/S (倍)        | 0.3       | 0.3       | 0.2       | 0.2       | 0.2       |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 21 日收盘价, 归母净利润和 EPS 口径为 non-GAAP

## 增持 (维持)

## 股票信息

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 行业                | 海外         |
| 前次评级              | 增持         |
| 08 月 21 日收盘价 (港元) | 121.10     |
| 总市值 (百万港元)        | 360,999.10 |
| 总股本 (百万股)         | 2,970      |
| 其中自由流通股 (%)       | 95.14      |
| 30 日日均成交量 (百万股)   | 14.23      |

## 股价走势



## 作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

## 相关研究

- 《京东集团-SW (09618.HK): 业绩增长加速, 外卖反哺平台》 2025-05-15
- 《京东集团-SW (09618.HK): 品类持续扩张, 利润结构改善》 2024-11-29
- 《京东集团-SW (09618.HK): 受益以旧换新、关注双 11 大促》 2024-10-26

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度         | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产         | 307,810 | 386,698 | 452,816 | 485,699 | 588,939 |
| 现金           | 71,892  | 108,350 | 203,158 | 228,126 | 346,304 |
| 应收账款         | 20,302  | 25,596  | 26,969  | 29,898  | 32,494  |
| 预付账款         | 2,753   | 7,619   | 4,231   | 8,563   | 5,440   |
| 存货           | 68,058  | 89,326  | 90,491  | 103,650 | 108,832 |
| 其他流动资产       | 144,805 | 155,807 | 127,967 | 115,462 | 95,868  |
| 非流动资产        | 321,148 | 311,536 | 317,466 | 324,020 | 331,124 |
| 固定资产         | 70,035  | 82,737  | 77,631  | 73,149  | 69,217  |
| 在建工程         | 9,920   | 6,164   | 14,012  | 21,860  | 29,708  |
| 无形资产         | 6,935   | 7,793   | 7,793   | 7,793   | 7,793   |
| 股权投资         | 56,746  | 56,850  | 59,420  | 61,990  | 64,560  |
| 证券投资         | 80,840  | 59,370  | 59,370  | 59,370  | 59,370  |
| 其他非流动资产      | 96,672  | 98,622  | 99,240  | 99,858  | 100,476 |
| 资产总计         | 628,958 | 698,234 | 770,282 | 809,720 | 920,063 |
| 流动负债         | 265,650 | 299,521 | 347,027 | 350,690 | 412,359 |
| 短期借款         | 5,034   | 7,581   | 7,956   | 8,331   | 8,706   |
| 应付账款         | 166,167 | 192,860 | 217,342 | 225,536 | 259,181 |
| 预付款项         | 31,625  | 32,437  | 40,931  | 38,441  | 48,642  |
| 其他流动负债       | 62,824  | 66,643  | 80,798  | 78,382  | 95,830  |
| 非流动负债        | 66,928  | 85,416  | 85,416  | 85,416  | 85,416  |
| 长期借款         | 31,555  | 31,705  | 31,705  | 31,705  | 31,705  |
| 其他非流动负债      | 35,373  | 53,711  | 53,711  | 53,711  | 53,711  |
| 负债合计         | 332,578 | 384,937 | 432,443 | 436,106 | 497,775 |
| 少数股东权益       | 63,908  | 73,466  | 75,448  | 77,572  | 79,696  |
| 法定储备         | 6,109   | 6,688   | 6,688   | 6,688   | 6,688   |
| 资本公积         | 184,204 | 182,404 | 182,404 | 182,404 | 182,404 |
| 累计亏损         | 44,051  | 76,573  | 99,133  | 132,784 | 179,333 |
| 归母股东权益       | 231,858 | 239,347 | 261,907 | 295,558 | 342,107 |
| 夹层权益         | 614     | 484     | 484     | 484     | 484     |
| 负债、夹层权益及权益总额 | 628,958 | 698,234 | 770,282 | 809,720 | 920,063 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度    | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 59,521   | 58,095   | 85,401   | 22,928   | 116,137  |
| 除税前利润   | 23,257   | 44,660   | 24,542   | 35,775   | 48,674   |
| 折旧及摊销   | 8,292    | 8,904    | 10,459   | 9,834    | 9,285    |
| 股权激励费用  | 4,804    | 2,999    | 0        | 0        | 0        |
| 营运资金变动  | 15,879   | 5,148    | 50,400   | -22,681  | 58,178   |
| 其他经营现金流 | 7,289    | -3,616   | 0        | 0        | 0        |
| 投资活动现金流 | -59,543  | -871     | 1,666    | 1,666    | 1,666    |
| 资本支出    | -20,015  |          |          |          |          |
| 购入土地使用权 | -4,981   | -618     | -618     | -618     | -618     |
| 购入短期投资  | -193,605 | -148,462 | -148,462 | -148,462 | -148,462 |
| 短期投资到期  | 217,184  | 166,517  | 166,517  | 166,517  | 166,517  |
| 其他投资现金流 | -58,126  | -4,489   | -1,952   | -1,952   | -1,952   |
| 筹资活动现金流 | -5,808   | -21,004  | 375      | 375      | 375      |
| 短期借款    | 1,151    | 375      | 375      | 375      | 375      |
| 长期借款    | 13,157   | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 普通股增加   | -2,497   | -25,912  | 0        | 0        | 0        |
| 其他筹资现金流 | -17,619  | 4,533    | 0        | 0        | 0        |
| 现金净增加额  | -5,705   | 36,318   | 87,442   | 24,969   | 118,178  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入            | 1,084,662 | 1,158,819 | 1,327,154 | 1,435,761 | 1,575,255 |
| 营业成本            | 924,958   | 974,951   | 1,113,919 | 1,202,651 | 1,316,265 |
| 营销开支            | 40,133    | 47,953    | 90,265    | 82,837    | 81,682    |
| 行政开支            | 9,710     | 8,888     | 10,969    | 11,839    | 12,990    |
| 履约开支            | 64,558    | 70,426    | 82,050    | 88,767    | 97,393    |
| 研发开支            | 16,393    | 17,031    | 19,645    | 21,253    | 23,319    |
| 其他              | -860      | -2,361    | 224       | 0         | 0         |
| 营业利润            | 28,050    | 37,209    | 10,529    | 28,414    | 43,606    |
| 投资损益            | 1,010     | 2,327     | 7,546     | 8,288     | 8,288     |
| 利息收入            | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 利息费用            | 2,881     | 2,896     | 2,913     | 2,930     | 2,947     |
| 其他净额            | 7,496     | 13,371    | 12,366    | 8,316     | 8,316     |
| 利润总额            | 33,675    | 50,011    | 27,528    | 42,088    | 57,263    |
| 所得税             | 8,393     | 6,878     | 2,986     | 6,313     | 8,589     |
| 净利润             | 25,282    | 43,133    | 24,542    | 35,775    | 48,674    |
| 少数股东损益          | -910      | 3,301     | 1,982     | 2,124     | 2,124     |
| 归属母公司净利润        | 26,192    | 39,832    | 22,560    | 33,651    | 46,550    |
| Non-GAAP 归母净利润  | 35,200    | 47,827    | 27,427    | 37,427    | 50,626    |
| Non-GAAP 归母净利润率 | 3.2%      | 4.1%      | 2.1%      | 2.6%      | 3.2%      |
| EPS (元)         | 11.1      | 16.1      | 9.2       | 12.6      | 17.0      |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |        |
| 营业收入(%)         | 3.7   | 6.8   | 14.5  | 8.2   | 9.7    |
| 营业利润(%)         | 32.0  | 48.8  | -72.8 | 169.9 | 53.5   |
| 归母净利润(%)        | 132.8 | 71.1  | -45.5 | 49.2  | 38.3   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |        |
| 毛利率(%)          | 14.7  | 15.9  | 16.1  | 16.2  | 16.4   |
| 净利率(%)          | 2.4   | 3.4   | 1.7   | 2.3   | 3.0    |
| ROE(%)          | 14.5  | 20.9  | 10.5  | 14.2  | 16.7   |
| ROIC(%)         | 7.6   | 11.7  | 2.4   | 6.6   | 9.2    |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |        |
| 资产负债率(%)        | 52.9  | 55.1  | 56.1  | 53.9  | 54.1   |
| 净负债比率(%)        | -42.4 | -55.3 | -86.6 | -85.1 | -107.9 |
| 流动比率            | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4    |
| 速动比率            | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.2    |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |        |
| 总资产周转率          | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.8    |
| 应收账款周转率         | 53.1  | 50.5  | 50.5  | 50.5  | 50.5   |
| 应付账款周转率         | 5.7   | 5.4   | 5.4   | 5.4   | 5.4    |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 11.1  | 16.1  | 9.2   | 12.6  | 17.0   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 37.9  | 40.9  | 60.1  | 16.1  | 81.8   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 73.7  | 84.2  | 92.2  | 104.0 | 120.4  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |        |
| P/E             | 10.0  | 6.9   | 12.0  | 8.8   | 6.5    |
| P/B             | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 0.9    |
| P/S             | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 21 日收盘价。备注: 部分科目有省略

图表1: 京东财务预测: 年度

|                          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>收入构成(亿元)</b>          |        |        |        |        |        |        |
| 总收入                      | 10,462 | 10,847 | 11,588 | 13,272 | 14,358 | 15,753 |
| 京东零售                     | 9,299  | 9,453  | 10,159 | 11,401 | 12,152 | 13,276 |
| 京东物流                     | 1,374  | 1,666  | 1,828  | 2,106  | 2,341  | 2,512  |
| 新业务                      | 298    | 266    | 192    | 484    | 618    | 718    |
| 分部间抵消及其他                 | -509   | -539   | -591   | -720   | -753   | -753   |
| <b>收入增速</b>              |        |        |        |        |        |        |
| 总收入                      | 10%    | 4%     | 7%     | 15%    | 8%     | 10%    |
| 京东零售                     | 7%     | 2%     | 7%     | 12%    | 7%     | 9%     |
| 京东物流                     | 31%    | 21%    | 10%    | 15%    | 11%    | 7%     |
| <b>毛利(亿元)</b>            |        |        |        |        |        |        |
| 毛利                       | 1,471  | 1,597  | 1,839  | 2,132  | 2,331  | 2,590  |
| 毛利率                      | 14.1%  | 14.7%  | 15.9%  | 16.1%  | 16.2%  | 16.4%  |
| <b>Non-GAAP 经营利润(亿元)</b> |        |        |        |        |        |        |
| Non-GAAP 经营利润            | 276    | 354    | 440    | 136    | 321    | 476    |
| Non-GAAP 经营利润率           | 2.6%   | 3.3%   | 3.8%   | 1.0%   | 2.2%   | 3.0%   |
| <b>Non-GAAP 归母净利(亿元)</b> |        |        |        |        |        |        |
| Non-GAAP 归母净利            | 282    | 352    | 478    | 274    | 374    | 506    |
| Non-GAAP 归母净利率           | 2.7%   | 3.2%   | 4.1%   | 2.1%   | 2.6%   | 3.2%   |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 京东财务预测: 季度

|                          | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25e | 4Q25e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>收入构成(亿元)</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 总收入                      | 2,600 | 2,914 | 2,604 | 3,470 | 3,011 | 3,567 | 2,984 | 3,710 |
| 京东零售                     | 2,268 | 2,571 | 2,250 | 3,071 | 2,638 | 3,101 | 2,503 | 3,159 |
| 京东物流                     | 421   | 442   | 444   | 521   | 470   | 516   | 520   | 601   |
| 新业务                      | 49    | 46    | 50    | 47    | 58    | 139   | 149   | 139   |
| 分部间抵消及其他                 | -138  | -145  | -140  | -168  | -155  | -188  | -188  | -188  |
| <b>收入增速</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 京东零售                     | 7%    | 1%    | 6%    | 15%   | 16%   | 21%   | 11%   | 3%    |
| 京东物流                     | 15%   | 8%    | 7%    | 10%   | 11%   | 17%   | 17%   | 15%   |
| <b>毛利(亿元)</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 毛利                       | 398   | 459   | 450   | 531   | 478   | 566   | 490   | 597   |
| 毛利率                      | 15.3% | 15.8% | 17.3% | 15.3% | 15.9% | 15.9% | 16.4% | 16.1% |
| <b>Non-GAAP 经营利润(亿元)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 经营利润                     | 89    | 116   | 131   | 105   | 101   | 9     | 0     | 26    |
| 经营利润率                    | 3.4%  | 4.0%  | 5.0%  | 3.0%  | 3.4%  | 0.3%  | 0.0%  | 0.7%  |
| <b>Non-GAAP 归母净利(亿元)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 归母净利                     | 89    | 145   | 132   | 113   | 128   | 74    | 25    | 48    |
| 归母净利率                    | 3.4%  | 5.0%  | 5.1%  | 3.3%  | 4.2%  | 2.1%  | 0.8%  | 1.3%  |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级                 | 说明                       |
|---|------|--------------------|--------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入                 | 相对同期基准指数涨幅在 15% 以上       |
|   |      | 增持                 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间    |
|   |      | 持有                 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间   |
|   | 行业评级 | 减持                 | 相对同期基准指数跌幅在 5% 以上        |
|   |      | 增持                 | 相对同期基准指数涨幅在 10% 以上       |
|   |      | 中性                 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
|   | 减持   | 相对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |                          |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com