

京东集团-SW (09618.HK) 25Q3 前瞻

强烈推荐 (维持)

Q3 零售电商稳健增长，利润表现好于预期

我们预计 25Q3 京东集团总收入同比+12.6%，Non-gaap 归母净利润约 42 亿元。Q3 预计零售收入预计维持 10%左右双位数增长，带电类受国补进入高基数影响有所承压，日百类及 3P 收入均维持较好增势，零售经营利润率表现好于预期；外卖亏损逐步收窄。长期看好公司自营壁垒下的增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□Q3 集团及零售收入预计增速符合预期，日百类及 3P 收入增势稳健。2025Q3 预计集团总收入同比+12.6%，京东零售收入同比+10%，基本符合市场预期；分品类来看，带电类由于 8 月底开始逐步进入国补高基数，以及去年 8 月黑悟空神话对电脑销售拉动较强带来高基数，Q3 带电类增速逐步放缓，预计后续高基数及国补额度有所收紧的驱动下，带电类增速将有所承压；日百收入在商超类、时尚家居、健康等品类健康增势下预计 Q3 将维持较快增速；3P 商家广告及佣金收入预计 Q3 也有望维持 Q2 的较快增势。

□Q3 预计零售经营利润及集团利润表现将好于预期。利润端来看，预计 Q3 京东零售经营利润率同比提高约 0.3pct 达到 5.5%左右，主要源于供应链驱动的 GPM 提升，以及广告佣金高利润率业务的增速更快收入占比提升。Q3 集团 Non-gaap 归母净利润预计为 42 亿左右，表现好于此前预期。

□外卖新业务亏损收窄，京喜及国际业务扩大投入。京东外卖业务 Q3 单量环比 Q2 上涨，UE 持续改善，外卖业务整体亏损 Q3 环比 Q2 预计将有所收窄。此外，新业务中国际业务 Q3 投入有所扩张，京喜单量快速起量投入也有所加大，综合来看预计新业务总亏损环比将略有提升。

□京东双十一提前开启，关注大促表现。京东双十一 10 月 9 日晚 8 点现货开卖，时间相较去年有所提前。今年京东大促在玩法上大幅简化，通过官方直降和加补券包为用户带来低价好货，此外大促期间月黑风高、秒杀、百补、PLUS 会员等频道提供进一步优惠，关注京东双十一大促表现。外卖方面，关注大促期间电商与外卖联合营销投入及表现。

□投资建议：预计 2025-2027 年 Non-gaap 归母净利润为 283/ 495/ 639 亿元，给予 2026 年 Non-gaap 归母净利润 8-10 倍 PE，对应目标价 147-183 港元/股，长期看京东自营模式壁垒坚实，看好公司增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧；外卖投入超预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1084662	1158819	1318104	1339663	1384279
同比增长	4%	7%	14%	2%	3%
Nongaap 归母净利润	35200	47827	28317	49467	63875
同比增长	25%	36%	-41%	75%	29%
每股收益(元)	8.34	14.27	7.58	14.38	18.84
P/E(nongaap)	9.7	7.2	12.1	6.9	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业  
目标估值：147-183 港元  
当前股价：127 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3188
香港股 (百万股)	3188
总市值 (十亿港元)	399.4
香港股市值 (十亿港元)	399.4
每股净资产 (港元)	73.5
ROE (TTM)	17.7
资产负债率	54.5%
主要股东	Max Smart Limited
主要股东持股比例	9.6007%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) 25Q1 财报点评—收入及利润超预期，关注外卖业务后续进展》2025-05-14
- 2、《京东集团-SW (09618) 25Q1 前瞻—Q1GMV 及收入维持较快增长，利润表现预计符合预期》2025-04-11
- 3、《京东集团-SW (09618) 24Q4 财报点评—收入及利润均超预期，看好 25 年持续稳健增长》2025-03-07

丁浙川 S1090519070002  
dingzhechuan@cmschina.com.cn  
胡馨媛 S1090525060001  
huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	307810	386698	440097	491022	555817
现金及现金等价物	71892	108350	140945	189687	249233
其他短期投资	118254	125645	125645	125645	125645
应收账款及票据	20302	25596	29114	29590	30576
其它应收款	20506	28375	32275	32803	33896
存货	68058	89326	101419	102423	105231
其他流动资产	8798	9406	10699	10874	11236
<b>非流动资产</b>	321148	311536	302310	294058	286675
长期投资	137586	59370	59370	59370	59370
固定资产	79955	88901	79675	71423	64040
无形资产	66478	70335	70335	70335	70335
其他	37129	92930	92930	92930	92930
<b>资产总计</b>	<b>628958</b>	<b>698234</b>	<b>742408</b>	<b>785079</b>	<b>842492</b>
<b>流动负债</b>	265650	299521	330179	333352	342233
应付账款	166167	192860	218970	221137	227200
应交税金	7313	9487	9487	9487	9487
短期借款	5034	7581	0	0	0
其他	87136	89593	101722	102729	105546
<b>长期负债</b>	66928	85416	85416	85416	85416
长期借款	41966	56475	56475	56475	56475
其他	24962	28941	28941	28941	28941
<b>负债合计</b>	<b>332578</b>	<b>384937</b>	<b>415595</b>	<b>418768</b>	<b>427649</b>
储备	239290	239831	251652	287847	332036
少数股东权益	63908	73466	75161	78464	82807
归属于母公司所有者权益	232472	239831	251652	287847	332036
<b>负债及权益合计</b>	<b>628958</b>	<b>698234</b>	<b>742408</b>	<b>785079</b>	<b>842492</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	59521	58095	32214	38140	53992
净利润	24167	41359	21967	41687	54611
折旧与摊销	8304	8904	9376	8403	7532
营运资本变动	15879	6824	17434	991	3632
其他非现金调整	11171	1008	(16563)	(12941)	(11783)
<b>投资活动现金流</b>	(59543)	(871)	20351	18449	18449
资本性支出	(20015)	(13819)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	130	0	0	0	0
投资增减	647547	489507	0	0	0
其它	4139	(4187)	20501	18599	18599
<b>筹资活动现金流</b>	(5808)	(21004)	(19971)	(7847)	(12895)
债务增减	3113	14374	(7581)	0	0
股本增减	(2464)	(25885)	0	0	0
股利支付	6741	8263	10147	5492	10422
其它筹资	284	(1230)	(2243)	(2355)	(2473)
<b>其它调整</b>	113	45	(20293)	(10984)	(20843)
<b>现金净增加额</b>	<b>(5717)</b>	<b>36265</b>	<b>32595</b>	<b>48742</b>	<b>59547</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1084662	1158819	1318104	1339663	1384279
主营收入	1084662	1158819	1318104	1339663	1384279
营业成本	924958	974951	1106941	1117895	1148549
毛利	159704	183868	211163	221768	235730
营业支出	130794	144298	201392	184882	182493
营业利润	28910	39570	9771	36886	53237
利息支出	2881	2896	2243	2355	2473
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	1010	2327	6402	4500	4500
其他非经营性损益	9779	14099	14099	14099	14099
非经常项目损益	(5168)	(1562)	(1562)	(1562)	(1562)
除税前利润	31650	51538	26467	51568	67801
所得税	8393	6878	2804	6579	8847
少数股东损益	(910)	3301	1695	3303	4343
归属普通股股东净利润	24167	41359	21967	41687	54611
<b>EPS (元)</b>	<b>8.34</b>	<b>14.27</b>	<b>7.58</b>	<b>14.38</b>	<b>18.84</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	4%	7%	14%	2%	3%
营业利润	58%	37%	-75%	278%	44%
净利润	133%	71%	-47%	90%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.7%	15.9%	16.0%	16.6%	17.0%
净利率	2.2%	3.6%	1.7%	3.1%	3.9%
ROE	10.4%	17.2%	8.7%	14.5%	16.4%
ROIC	8.4%	12.8%	6.8%	11.3%	13.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.9%	55.1%	56.0%	53.3%	50.8%
净负债比率	7.5%	9.2%	7.6%	7.2%	6.7%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6
存货周转率	12.7	12.4	11.6	11.0	11.1
应收帐款周转率	25.1	24.5	22.9	21.6	21.8
应付帐款周转率	5.7	5.4	5.4	5.1	5.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	8.34	14.27	7.58	14.38	18.84
每股经营现金	20.53	20.04	11.11	13.16	18.62
每股净资产	80.19	82.73	86.81	99.29	114.53
每股股利	2.66	3.50	1.89	3.59	4.71
<b>估值比率</b>					
PE (nongaap)	9.7	7.2	12.1	6.9	5.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。