

京东集团-SW (09618.HK)

优于大市

2025Q3 前瞻：电商业务表现亮眼，外卖新业务 UE 持续改善

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：	王颖婕	0755-81983057	wangyingjie1@guosen.com.cn	执证编码：S0980525020001

事项：

京东集团即将发布 2025 年三季度财报。

国信互联网观点：1) 三季度收入表现亮眼，料收入同比+13%，Non-GAAP 净利率同比-4pct：收入端，我们预计 Q3 京东集团实现营收 2939 亿元，同比+13%，主要由于国补带动京东零售收入增速较快(24Q3/25Q2 收入 yoy+5%/22%)。预计京东零售收入增速+11%，其中带电类目增速高个位数增长，日百类目两位数增长，增速环比小幅下降，主要由于 Q3 带电类目有高基数效应(24 年 8 月底开始国补以旧换新)；外卖业务单量环比 Q2 有所增长，主要受季节带动，预计京东零售/京东物流/新业务 Q3 收入增速分别为 +11%/+20%/+230%。**运营情况看**，我们预计京东 Q3 GMV 增速 15%左右(7-8 月网上零售大盘 yoy+12.9%)，份额持续回升，主要受带电类目以旧换新带动；用户侧看，电商季度活跃购买用户、用户购频均保持强劲增长，主要受益于国补以及外卖新业务带动，今年 3-4 月获取的首批外卖全新用户中，截至 7 月已有 40% 转化为主站用户。**利润端**，料公司 2025Q3 Non-GAAP 净利率 1.4%，同比下降 3.6pct。其中京东零售经营利润率同比提升 0.3pct，主要由于供应链效率提升带动商品毛利提升，以及佣金广告收入增速较快导致的结构性调整；今年开始的新业务外卖持续亏损拉低公司利润，环比看外卖 UE 持续改善，主要受益于 Q3 公司未跟进友商大规模用户补贴，正餐占比稳中有升，此外外卖配送效率提升、补贴更精准均带动 UE 亏损减少。

2) **维持优于大市评级：**公司外卖新业务投入有节制、基本盘电商效率不断提升，我们调整 2025-2027 年公司收入预测至 13348/14197/14882 亿元，调整幅度为+0.0%/+0.0%/+0.0%，调整 2025-2027 年公司经调净利预测至 298/408/567 亿元，调整幅度为+2.2%/+1.7%/+1.2%，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：三季度收入表现亮眼，料收入同比+13%，Non-GAAP 净利率同比-4pct

我们预计 Q3 京东集团实现营收 2939 亿元，同比+13%，主要由于国补带动京东零售收入增速较快(24Q3/25Q2 收入 yoy+5%/22%)。预计京东零售收入增速+11%，其中带电类目增速高个位数增长，日百类目两位数增长，增速环比小幅下降，主要由于 Q3 带电类目有高基数效应(24 年 8 月底开始国补以旧换新)；外卖业务单量环比 Q2 有所增长，主要受季节带动，预计京东零售/京东物流/新业务 Q3 收入增速分别为 +11%/+20%/+230%。

运营情况看，我们预计京东 Q3 GMV 增速 15%左右(7-8 月网上零售大盘 yoy+12.9%)，份额持续回升，主要受带电类目以旧换新带动；用户侧看，电商季度活跃购买用户、用户购频均保持强劲增长，主要受益于国补以及外卖新业务带动，今年 3-4 月获取的首批外卖全新用户中，截至 7 月已有 40% 转化为主站用户。

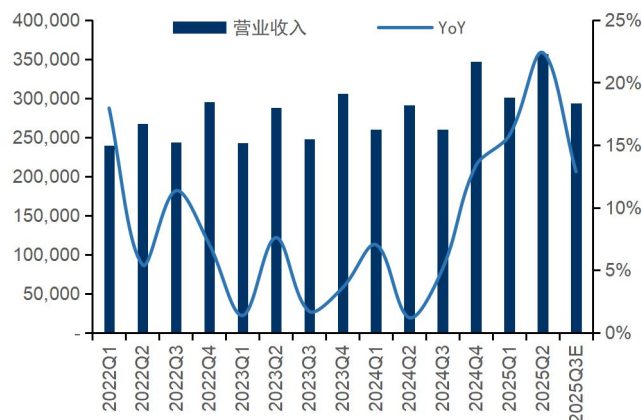
料公司 2025Q3 Non-GAAP 净利率 1.4%，同比下降 3.6pct。其中京东零售经营利润率同比提升 0.3pct，主要由于供应链效率提升带动商品毛利提升，以及佣金广告收入增速较快导致的结构性调整；今年开始的新业务外卖持续亏损拉低公司利润，环比看外卖 UE 持续改善，主要受益于 Q3 公司未跟进友商大规模用户补贴，正餐占比稳中有升，此外外卖配送效率提升、补贴更精准均带动 UE 亏损减少。

表1: 京东集团季度业绩预测 (百万元)

	2024Q3	2025Q2	国信预测		
			2025Q3E	YoY	QoQ
商品收入	204,613	282,414	224,264	10%	-21%
电子产品及家用电器商品收入	122,560	178,982	132,365	8%	-26%
日用百货商品收入	82,053	103,432	91,899	12%	-11%
服务收入	55,774	74,246	69,661	25%	-6%
平台及广告服务收入	20,763	28,507	24,916	20%	-13%
物流及其他服务收入	35,011	45,739	44,746	28%	-2%
总收入	260,387	356,660	293,925	13%	-18%
毛利, GAAP	45,043	56,640	51,139	14%	-10%
经营利润, GAAP	12,044	(859)	(1,570)	-113%	83%
Non-GAAP 净利润	13,174	7,394	4,145	-69%	-44%
毛利率	17.3%	15.9%	17.4%	0.1pct	1.5pct
经营利润率, GAAP	4.6%	-0.2%	-0.5%	-5.2pct	-0.3pct
Non-GAAP 净利率	5.1%	2.1%	1.4%	-3.6pct	-0.7pct

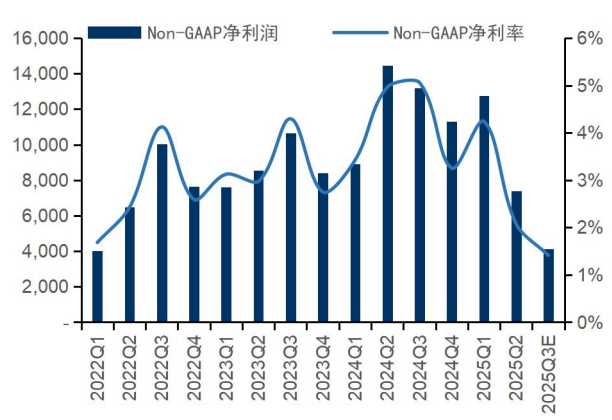
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图1: 京东集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

公司外卖新业务投入有节制、基本盘电商效率不断提升, 我们调整 2025-2027 年公司收入预测至 13348/14197/14882 亿元, 调整幅度为+0.0%/+0.0%/+0.0%, 调整 2025-2027 年公司经调净利预测至 298/408/567 亿元, 调整幅度为+2.2%/+1.7%/+1.2%, 继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

《京东集团-SW（09618.HK）-25Q2 财报点评：零售增长强劲，关注外卖系统能力建设及电商协同进展》——2025-08-16

《京东集团-SW（09618.HK）-25Q1 财报点评：零售业务表现亮眼，关注外卖进展》——2025-05-15

《京东集团-SW（09618.HK）-2025Q1 前瞻：继续受益于国补以旧换新，新业务投入影响可控》——2025-04-15

《京东集团-SW（09618.HK）-2024Q4 点评：以旧换新带动零售收入快速增长，公司持续优化供应链效率提升利润率》——2025-03-08

《京东集团-SW（09618.HK）-2024Q4 前瞻：收入利润表现亮眼，以旧换新带动 Q4 电商份额增长》——2025-01-19

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	71892	108350	172339	202180	209964	营业收入	1084662	1158819	1334864	1419729	1488190
应收款项	40808	53971	62170	66123	69311	营业成本	924958	974951	1119427	1189177	1245031
存货净额	68058	89326	101982	108373	113474	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8798	9406	10835	11524	12079	销售费用	100783	104691	174949	178973	172721
流动资产合计	307810	386698	472972	548396	597065	管理费用	28791	27384	18099	18824	19409
固定资产	79955	88901	89838	91054	92493	财务费用	2881	2896	2719	3071	3563
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	投资收益	1010	2327	6804	6804	6804
						资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
投资性房地产	157532	132283	132283	132283	132283	其他收入	8559	2675	3485	4320	3814
长期股权投资	56746	56850	58850	60850	62850	营业利润	36818	53899	29959	40809	58083
资产总计	628958	698234	780745	852685	898092	营业外净收支	0	0	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	5034	7581	7581	7581	7581	利润总额	36818	53899	29959	40809	58083
应付款项	173480	202347	231017	245492	257048	所得税费用	8393	6878	2727	3714	5286
其他流动负债	87136	89593	107445	113602	117731	少数股东损益	(910)	3301	1401	1401	1402
流动负债合计	265650	299521	346043	366675	382360	归属于母公司净利润	29335	43720	25831	43720	25831
长期借款及应付债券	41966	56475	68208	79941	91674						
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878						
长期负债合计	66928	85416	101128	116840	132552	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	332578	384937	447171	483515	514912	净利润	29335	43720	25831	43720	25831
少数股东权益	63908	73466	74867	76268	77670	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	232472	239831	258707	292901	305510	折旧摊销	6019	7011	19582	19994	20498
负债和股东权益总计	628958	698234	780745	852685	898092	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	2881	2896	2719	3071	3563
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(49216)	25513	28216	13580	10818
每股收益	11.04	15.00	9.35	12.81	17.78	其它	(910)	3301	1401	1401	1402
每股红利	2.74	3.50	2.18	2.99	4.15	经营活动现金流	(14772)	79545	75031	78695	58549
每股净资产	72.93	75.24	81.16	91.89	95.84	资本开支	(18888)	(14676)	(13819)	(14510)	(15235)
ROIC	17%	25%	14%	21%	32%	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
ROE	15%	20%	12%	14%	19%	投资活动现金流	4848	(22171)	(15819)	(51062)	(49275)
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	5%	2%	2%	3%	负债净变化	11733	14509	11733	11733	11733
EBITDA Margin	3%	5%	3%	4%	5%	支付股利	(8742)	(11157)	(6955)	(9526)	(13223)
收入增长	4%	7%	15%	6%	5%	其它融资现金流	14424	(50141)	0	0	0
经调净利润增长率	25%	36%	-38%	37%	39%	融资活动现金流	2955	(20916)	4778	2207	(1490)
资产负债率	63%	66%	67%	66%	66%	现金净变动	(6969)	36458	63989	29840	7784
股息率	2.3%	3.0%	1.8%	2.5%	3.5%	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	172339	202180
P/E	10.7	7.9	12.7	9.2	6.7	货币资金的期末余额	71892	108350	172339	202180	209964
P/B	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	(38171)	64149	54330	48839	62465
EV/EBITDA	11	8	13	11	7	权益自由现金流	(14238)	25991	63592	57781	70959

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032