

互联网电商

2025 年 10 月 15 日

京东 (JD)

——京东零售盈利能力强劲，外卖 UE 进入改善通道

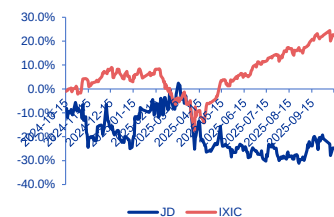
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 14 日

收盘价 (美元)	32.71
纳斯达克指数	22521.70
52 周最高/最低 (美元)	45.12/29.90
美股市值 (亿美元)	521
流通股 (亿股)	31.88
汇率 (人民币/美元)	7.13

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《京东 (JD) 点评：京东零售增长强劲，电商与外卖加速协同》 2025/08/17

《京东 (JD) 点评：核心零售延续增势，坚定投入外卖协同主业》 2025/07/12

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **25Q3 业绩前瞻：**我们预计 25Q3 收入同比增加 10.8%至 2884 亿元，调整后归母净利润为 33.5 亿元，对应调整后净利率为 1.2%。我们维持 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 270/477/605 亿元。
- **预计 Q3 京东零售收入维持双位数增长，毛利率提升驱动利润率进一步提高，带品品类 GMV 受高基数影响，日百品类增长环比提速。**我们预计 25Q3 京东零售同比增长 9.4%至 2461 亿元。据国家统计局数据，2025 年 7-8 月实物商品网上零售额为 2.0 万亿元，同比增长 7.7%，线上渗透率 25.2% (去年同期 24.2%)，其中家电品类 7/8 月实现同比增长 28.7%/14.3%。我们预计以旧换新政策带来的高基数影响平台带品品类 GMV 增速，3P 生态不断完善，日百品类用户消费心智完善，收入增长进一步提速，驱动整体收入保持双位数增长。受益于自营模式占比提高、广告佣金业务收入增长等，25Q3 京东零售利润率在高基数基础上进一步提高。未来随着供应链体系不断完善，长期效率有望再提高，盈利能力保持稳中有升。
- **预计 Q3 京东外卖总订单量环比提升，加强协同核心零售提振用户活跃度，UE 改善亏损有望收窄。**平台坚定投入即时零售业务，通过高频场景消费激活用户活跃度，带动京东用户规模和用户粘性不断提升，延续 Q2 趋势保持强劲增长，据 QuestMobile，8 月京东去重总用户量同比增长达 19.1%达 8.91 亿人。看好未来持续协同平台流量，并赋能用户主站场景需求挖掘。同时外卖补贴、履约等经济效率优化，带动 UE 进入改善通道，我们预计外卖业务亏损有望环比小幅收窄，京喜及国际业务加快布局。综上，我们 Q3 调整后归母净利润为 33.5 亿元，同比下滑 75%，NPM 达 1.2%。我们预计公司随着单量稳步增长带来的规模效应、以及末端履约网络的整体效率提升，单均 UE 有望持续改善。
- **京东发布 AI 战略，未来三年持续投入构建万亿人工智能生态。**据京东黑板报，京东发布 AI 全景图，未来三年将持续投入，带动各个产业形成万亿规模的人工智能生态。京东全面布局智算基础设施、模型、平台、场景和产品层面，全新升级大模型品牌 joyAI，发布三大全新 AI 产品，如下一代购物和生活服务的超级入口京犀，以及零售、健康、物流、工业四大产业深度 AI 应用和多个技术平台。
- **维持“买入”评级。**公司供应链壁垒稳固，看好平台发力服饰、日百等新品类，驱动核心零售业务保持强劲增长。同时，公司积极投入即时零售，协同拉动主站用户活跃度，布局长期新增长极。考虑到 Q3 外卖 UE 改善情况，我们维持 FY25-27 年调整后归母净利润预测为 270/477/605 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费需求疲软，行业竞争加剧，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,084,662	1,158,819	1,330,021	1,423,952	1,521,159
同比增长率 (%)	3.7	6.8	14.8	7.1	6.8
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	26,957	47,745	60,504
同比增长率 (%)	24.7	35.9	(43.6)	77.1	26.7
调整后每股收益 (元)	20.87	31.14	17.97	32.15	38.17
ROE (%)	7.9	10.1	5.4	8.4	9.2
市盈率 (倍)	11	7	13	7	6
市净率 (倍)	3	3	3	2	2

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

Strong profitability of JD Retail and improving unit economics of food-delivery business

FY3Q25 Outlook. We forecast JD to achieve FY3Q25 revenue of Rmb288.4bn (+10.8% YoY) and adjusted net profit of Rmb3.35bn, with an adjusted net margin of 1.2%. We maintaining the forecasts at Rmb27.0bn for FY26E, Rmb47.7bn for FY26E and Rmb60.5bn for FY27E.

Double-digit revenue growth for JD Retail in 3Q25. The uptick in gross margin has driven a further improvement in overall profitability. Particularly, the GMV of the power-on category is impacted by a high base, and the growth of the daily sale category has accelerated QoQ. We forecast JD Retail's revenue to increase 9.4% YoY to Rmb246.1bn in 3Q25. According to National Bureau of Statistics, China's online retail sales of physical goods reached Rmb2.0tn in July-August 2025, up 7.7% YoY, with online penetration rate at 25.2% (vs 24.2% last year), of which the home-appliance category posted growth of 28.7% YoY in July and 14.3% YoY in August. We expect the high base in 4Q24 due to the trade-in subsidies to weigh on JD's 3C and home appliance GMV growth. As the 3P ecosystem continues to improve and user consumption mindset for daily-shopping categories strengthens, we expect the overall revenue to maintain double-digit growth. Benefiting from a higher proportion of sales from self-operated models and rising advertising & commission revenues, JD Retail's 3Q25 profit margin further improved despite a high base. Looking ahead, with the continuous optimisation of the supply-chain system, we see further increases in long-term efficiency, supporting steady profitability gains.

Rising orders for JD Delivery. As collaboration with core retail strengthens to enhance user activity, we anticipate improving unit economics and hence narrower losses. The platform will maintain strong investment in instant retail and leverage high-frequency consumption scenarios to activate users, which will drive sustained growth in JD's user base and stickiness and supporting robust growth momentum from 2Q25 on. According to QuestMobile, JD's deduplicated total user count climbed 19.1% YoY to 891mn in August. We remain constructive on the ongoing traffic synergies and the platform's capability to unlock incremental demand across JD's core shopping scenarios. Meanwhile, optimized delivery subsidies and refined fulfillment economics are steering unit economics onto an upward trajectory. We forecast a modest QoQ contraction in delivery-segment losses, alongside accelerated expansion of Jingxi and international operations. Overall, we project 3Q25E adjusted net profit of Rmb3.35bn (-75% YoY), implying a 1.2% net margin. With steady order volume growth, combined with rising economies of scale and improved end-to-end fulfillment network efficiency, per-order unit economics would continue to improve.

Continuous investment to build a trillion-yuan AI ecosystem. According to JD Blackboard, JD has released an AI panoramic roadmap, pledging sustained investment over the next three years to foster a trillion-yuan AI ecosystem across industries. The company is building out a full-stack layout spanning intelligent computing infrastructure, models, platforms, scenarios and products, and has fully upgraded its large-model brand to joyAI. JD has comprehensively laid out intelligent computing infrastructure, models, platforms, scenarios and product layers. It has newly upgraded the brand of the large model as joyAI, and released three new AI products, such as Jingxi, the next-generation super gateway for shopping and life services, as well as deep AI applications in four industries (retail, health, logistics, and industry) and multiple technology platforms.

Maintain BUY. JD has built a solid supply chain as a competitive moat. We are optimistic about its stepped-up expansion into apparel, daily necessities and other nascent categories as a key driver that will sustain double-digit momentum in core retail. Meanwhile, the company actively engaged in instant retail, working together to boost the user activity of the main platform and lay the foundation for long-term growth opportunities. Incorporating the unit-economics uplift for JD Delivery in 3Q25, we maintain the forecasts at Rmb27.0bn for FY25E, Rmb47.7bn for FY26E and Rmb60.5bn for FY27E. We maintain our BUY rating.

Risks. Persistently weak consumer demand; intensified competition; slower-than-expected progress with new businesses.

合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,330,021	1,423,952	1,521,159
营收成本	-924,958	-974,951	-1,116,849	-1,195,254	-1,261,985
毛利润	159,704	183,868	213,173	228,697	259,174
其他净额	7,496	13,371	12,071	13,612	13,018
履约费用	-64,558	-70,426	-83,384	-90,626	-77,616
费用	-130,794	-144,298	-204,009	-194,454	-210,171
经调整 EBITDA	42,452	51,584	23,749	48,030	63,341
经调整 EBIT	28,131	34,420	3,560	30,746	49,688
利息费用	-2,881	-2,896	-2,243	-2,000	-2,380
税前利润/亏损	31,650	51,538	23,042	45,055	61,151
所得税收益/费用	-8,393	-6,878	-2,419	-7,562	-11,007
归属少数股东的净亏损	-910	3,301	2,084	2,261	2,549
夹层非控制性权益股东应占净收益	0	0	0	0	0
归属普通股股东的净收益/亏损	24,167	41,359	18,539	35,232	47,595
Non-GAAP 归普净利润	35,200	47,827	26,957	47,745	60,504

资料来源：公司公告，申万宏源预测

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。