

互联网

收盘价
美元 33.14

目标价
美元 40.00

潜在涨幅
+20.7%

2025 年 10 月 16 日

京东 (JD US)

预计 3 季度日百带动零售增长稳健，外卖亏损环比收窄

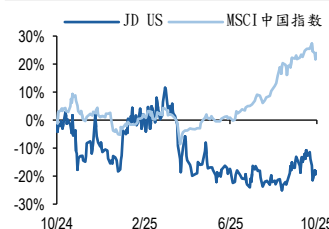
预计 3 季度公司收入符合预期，利润小幅好于此前预期。零售增长稳健，带电品类受国补高基数影响增速回落，但日百品类保持快速增长，平台购频及用户数增长显著。外卖亏损环比收窄，UE 改善，4 季度大促期间或将看到和主站更多的交叉销售机会。维持目标价 40 美元/164 港元及买入评级。

- ⊕ **预计 3 季度收入符合预期，利润小幅好于预期。**我们预计 3 季度公司总收入同比增 13%至 2946.2 亿元（人民币，下同），与彭博一致预期基本一致。预计调整后净利润为 42 亿元，对应利润率 1.4%，对比去年同期的 5.1%和 2 季度的 2.1%，略好于此前市场预期。
- ⊕ **零售增长稳健，外卖亏损收窄。**我们预计零售业务保持稳健增长，同比增 10%，其中日百品类保持双位数增长，带电品类受去年同期国补高基数影响增速放缓。活跃买家和购频延续 2 季度快速增长的趋势。零售运营利润率有望实现同比提升，新业务 3 季度亏损规模略高于 2 季度，其中外卖亏损额环比缩窄，但国际及京喜投入增加。外卖 3 季度订单规模高于 2 季度，UE 通过履约效率、补贴效率提升，实现亏损金额缩窄，进一步推进和零售的交叉销售，预计 4 季度电商大促期间或有更多联动效应。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	45.21
52周低位 (美元)	30.39
市值 (百万美元)	44,792.36
日均成交量 (百万)	11.30
年初至今变化 (%)	(4.41)
200天平均价 (美元)	33.47

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
总收入	1,331,641	1,339,544	-0.6%	1,423,703	1,442,796	-1.3%	1,522,435	1,541,651	-1.2%
增速	14.9%	15.6%	-0.7ppts	6.9%	7.7%	-0.8ppts	6.9%	6.9%	0.1ppts
产品销售	1,050,729	1,049,908	0.1%	1,111,522	1,110,620	0.1%	1,180,898	1,179,923	0.1%
带电	632,564	632,564	0.0%	651,541	651,541	0.0%	684,118	684,118	0.0%
非带电	418,165	417,344	0.2%	459,981	459,079	0.2%	496,780	495,805	0.2%
服务	280,912	289,636	-3.0%	312,181	332,177	-6.0%	341,538	361,728	-5.6%
毛利润	205,755	211,074	-2.5%	234,260	243,679	-3.9%	265,247	275,450	-3.7%
毛利率	15.5%	15.8%	-0.3ppts	16.5%	16.9%	-0.4ppts	17.4%	17.9%	-0.4ppts
经调整运营利润	15,943	17,707	-10.0%	29,883	29,832	0.2%	49,057	49,141	-0.2%
经调整运营利润率	1.2%	1.3%	-0.1ppts	2.1%	2.1%	0.0ppts	3.2%	3.2%	0.0ppts
经调整净利润	29,316	30,225	-3.0%	36,901	36,871	0.1%	53,230	53,314	-0.2%
经调整净利率	2.2%	2.3%	-0.1ppts	2.6%	2.6%	0.0ppts	3.5%	3.5%	0.0ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 3 季度业绩预览

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	3Q24	2Q25	3Q25E	原预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2025E	2026E	2027E
收入										
产品销售收入	204,613	282,414	225,916	225,095	0	-20	10	1,050,729	1,111,522	1,180,898
带电品类	122,560	178,982	129,914	129,914	0	-27	6	632,564	651,541	684,118
非带电品类	82,053	103,432	96,002	95,181	1	-7	17	418,165	459,981	496,780
服务收入	55,774	74,246	68,707	72,542	-5	-7	23	280,912	312,181	341,538
广告佣金收入	20,763	28,507	23,236	23,205	0	-18	12	103,582	113,169	122,036
物流及其他收入	35,011	45,739	45,471	49,337	-8	-1	30	177,331	199,011	219,501
总收入	260,387	356,660	294,623	297,637	-1	-17	13	1,331,641	1,423,703	1,522,435
彭博一致市场预期			<u>294,989</u>					<u>1,325,527</u>	<u>1,410,289</u>	<u>1,493,631</u>
收入成本	(215,344)	(300,020)	(248,781)	(250,535)	-1	-17	16	(1,125,886)	(1,189,443)	(1,257,189)
毛利润	45,043	56,640	45,842	47,102	-3	-19	2	205,755	234,260	265,247
毛利润率 (%)	17.3	15.9	15.6	15.8				15.5	16.5	17.4
运营费用	(32,999)	(57,499)	(46,173)	(47,984)	-4	-20	40	(195,728)	(211,117)	(223,342)
履约费用	(16,278)	(22,145)	(20,638)	(21,229)	-3	-7	27	(86,589)	(97,104)	(104,379)
营销费用	(10,000)	(27,013)	(18,278)	(19,514)	-6	-32	83	(78,927)	(81,890)	(84,772)
研发投入	(4,396)	(5,299)	(4,848)	(4,836)	0	-9	10	(19,568)	(20,769)	(22,111)
一般行政开支	(2,325)	(3,266)	(2,409)	(2,405)	0	-26	4	(10,868)	(11,354)	(12,080)
运营利润	12,044	(859)	(331)	(882)	-62	-61	NA	10,027	23,143	41,905
调整后运营利润	13,079	896	1,000	462	116	12	-92	15,943	29,883	49,057
调整后 EBITDA	15,077	2,999	3,092	2,555	21	3	-79	24,607	39,146	58,974
调整后净利润	13,174	7,394	4,221	3,170	33	-43	-68	29,316	36,901	53,230
调整后运营利润率 (%)	5.0	0.3	0.3	0.2				1.2	2.1	3.2
调整后 EBITDA 利润率 (%)	5.8	0.8	1.0	0.9				1.8	2.7	3.9
调整后净利润率 (%)	5.1	2.1	1.4	1.1				2.2	2.6	3.5
调整后每股收益 (人民币)	8.68	4.97	2.86	2.15	33	-42	-67	20.01	25.90	37.62
彭博一致市场预期			<u>2.45</u>					<u>18.40</u>	<u>25.54</u>	<u>32.56</u>

资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：京东 (JD US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2025 年 10 月 16 日

京东 (JD US)

图表 3：交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	121.58	99.00	-18.6%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	6.93	9.40	35.6%	2025 年 09 月 10 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	26.88	32.00	19.0%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	76.50	90.00	17.6%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.14	2.90	35.5%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	250.20	339.00	35.5%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	36.46	39.00	7.0%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	22.93	30.00	30.8%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	56.18	60.00	6.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	165.91	200.00	20.5%	2025 年 09 月 25 日	电商
PDD US	拼多多	买入	127.58	150.00	17.6%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	33.14	40.00	20.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	23.14	15.60	-32.6%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.11	5.20	67.2%	2025 年 08 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.98	46.00	9.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	11.21	12.00	7.0%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.95	13.30	21.5%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.38	42.00	22.2%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	148.42	155.00	4.4%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	627.00	700.00	11.6%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	12.90	11.20	-13.2%	2025 年 09 月 01 日	游戏
3690 HK	美团	买入	99.90	147.00	47.1%	2025 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.28	25.00	36.8%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	12.87	15.40	19.7%	2025 年 09 月 09 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	12.46	18.50	48.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.25	21.00	29.2%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.65	9.60	-0.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	546.50	653.00	19.5%	2025 年 08 月 29 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.64	25.50	17.8%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	57.85	81.00	40.0%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 10 月 15 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,084,662	1,158,819	1,331,641	1,423,703	1,522,435
主营业务成本	(924,958)	(974,951)	(1,125,886)	(1,189,443)	(1,257,189)
毛利	159,704	183,868	205,755	234,260	265,247
销售及管理费用	(114,401)	(127,267)	(176,384)	(190,348)	(201,231)
研发费用	(16,393)	(17,031)	(19,568)	(20,769)	(22,111)
其他经营净收入/费用	(2,885)	(834)	224	0	0
经营利润	26,025	38,736	10,027	23,143	41,905
Non-GAAP标准下的经营利润	35,441	44,029	15,943	29,883	49,057
财务成本净额	(2,881)	(2,896)	(2,443)	(2,400)	(2,400)
应占联营公司利润及亏损	1,010	2,327	5,402	4,000	4,000
其他非经营净收入/费用	7,496	13,371	15,908	14,000	14,000
税前利润	31,650	51,538	28,894	38,743	57,505
税费	(8,393)	(6,878)	(3,381)	(5,811)	(8,626)
非控股权益	910	(3,301)	(2,351)	(2,530)	(2,562)
净利润	24,167	41,359	23,162	30,401	46,317
作每股收益计算的净利润	24,167	41,359	23,162	30,401	46,317
Non-GAAP标准的净利润	35,200	47,827	29,316	36,901	53,230

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	79,398	115,716	81,062	91,439	114,660
有价证券	118,254	125,645	138,210	152,030	167,233
应收账款及票据	23,055	33,215	28,928	31,184	33,097
存货	68,058	89,326	92,667	89,823	103,060
其他流动资产	19,045	22,796	25,655	27,451	29,392
总流动资产	307,810	386,698	366,521	391,927	447,443
投资物业	80,840	59,370	61,151	62,986	64,875
物业、厂房及设备	79,955	88,901	105,151	117,636	129,781
无形资产	6,935	7,793	9,118	10,990	13,147
合资企业/联营公司投资	56,746	56,850	54,008	51,307	48,742
其他长期资产	96,672	98,622	106,525	110,786	115,296
总长期资产	321,148	311,536	335,953	353,706	371,841
总资产	628,958	698,234	702,475	745,633	819,284
短期贷款	5,034	7,581	0	0	0
应付账款	208,822	238,248	259,263	267,827	283,624
其他短期负债	51,794	53,692	65,351	62,401	74,735
总流动负债	265,650	299,521	324,614	330,228	358,359
长期贷款	41,966	56,475	6,771	10,224	6,771
长期应付账款	9,267	9,498	9,973	10,472	10,995
其他长期负债	15,695	19,443	20,472	21,558	22,704
总长期负债	66,928	85,416	37,216	42,253	40,470
总负债	332,578	384,937	361,830	372,482	398,829
股本	184,204	182,404	158,484	148,304	124,282
储备及其他资本项目	47,654	56,943	93,517	118,572	168,740
股东权益	231,858	239,347	252,001	266,876	293,022
记作权益的金融工具	614	484	484	484	484
非控股权益	63,908	73,466	88,159	105,791	126,949
总权益	296,380	313,297	340,645	373,151	420,455

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	31,650	51,538	28,894	38,743	57,505
合资企业/联营公司收入调整	(1,010)	(2,327)	(5,402)	(4,000)	(4,000)
折旧及摊销	8,292	8,904	15,020	14,633	15,308
营运资本变动	16,758	5,350	29,264	2,759	9,228
利息调整	2,881	2,896	2,443	2,400	2,400
税费	(8,393)	(6,878)	(3,381)	(5,811)	(8,626)
其他经营活动现金流	9,343	(1,388)	646	2,442	2,754
经营活动现金流	59,521	58,095	67,484	51,166	74,569
资本开支	(20,012)	(13,819)	(21,628)	(23,528)	(23,711)
投资活动	(44,022)	14,097	(9,722)	(11,121)	(12,638)
其他投资活动现金流	4,491	(1,149)	(2,592)	(2,851)	(3,136)
投资活动现金流	(59,543)	(871)	(33,941)	(37,500)	(39,485)
负债净变动	3,113	14,374	(57,285)	3,453	(3,453)
权益净变动	(629)	(25,854)	933	482	708
股息	(6,741)	(8,263)	(11,957)	(7,329)	(9,225)
其他融资活动现金流	(1,551)	(1,261)	0	0	0
融资活动现金流	(5,808)	(21,004)	(68,309)	(3,394)	(11,971)
汇率收益/损失	125	98	112	105	108
年初现金	85,103	79,398	115,716	81,062	91,439
年末现金	79,398	115,716	81,062	91,439	114,660

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	15.359	28.494	16.538	22.346	34.296
全面摊薄每股收益	15.267	27.201	15.810	21.334	32.733
Non-GAAP标准下的每股收益	22.170	31.070	20.011	25.896	37.618
每股股息	4.258	5.434	8.162	5.143	6.520
每股账面值	146.467	157.413	172.015	187.282	207.083
利润率分析(%)					
毛利率	14.7	15.9	15.5	16.5	17.4
EBITDA利润率	3.2	4.1	1.9	2.7	3.8
EBIT利润率	2.4	3.3	0.8	1.6	2.8
净利率	2.2	3.6	1.7	2.1	3.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	14.7	15.9	15.5	16.5	17.4
EBITDA利润率	3.9	4.5	1.8	2.7	3.9
经营利润率	3.3	3.8	1.2	2.1	3.2
净利率	3.2	4.1	2.2	2.6	3.5
盈利能力(%)					
ROA	3.9	6.2	3.3	4.2	5.9
ROE	10.9	17.6	9.4	11.7	16.5
ROIC	6.0	9.5	2.5	5.4	8.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2
存货周转天数	28.4	29.1	29.1	27.6	27.6
应收账款周转天数	6.8	7.1	6.8	6.5	6.5
应付账款周转天数	63.6	66.3	63.1	63.1	63.1

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司以及上海森亿医疗科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。