

京东集团-SW (09618.HK)

双十一首战告捷，外卖 UE 望改善

京东双十一首份“成绩单”表现亮眼。京东本次双十一于 10 月 9 日晚 8 点正式开启，并在双十一惊喜开放日上交出首份“成绩单”。央视市场研究数据显示，10 月 9 日至 10 日，京东 APP 活跃用户数同比增长 47.6%，增速位居行业首位。诸多品类实现销售爆发，截至 14 日中午 12 时，家电、手机、数码、电脑等带电商品类订单量同比增长超 70%。京东独家定制商品数量领先优势也持续扩大，成交额同比增长超 10 倍。

家电家居增速最快，AI 科技类产品增长显著。京东官方数据显示，家电家居重磅新品成交额同比增长超 4 倍，超 1000 个家电家居品牌的“闪电新品”成交额同比增长超 100%。以 AI 硬件、智能机器人、3D 打印机为代表的趋势品类增长显著，智能机器人成交额同比增长 5 倍、AI 眼镜增长超 3 倍，AI 平板增长 200%，3D 打印机增长 120%。

优化外卖业务成本端效率，UE 持续改善。我们观察到，Q3 京东外卖在补贴方面有一定收缓。我们认为，外卖投入规模环比放缓叠加配送效率的提高，京东外卖业务在 Q3 有望实现 UE 减亏。在收入端：1) 外卖旺季属性或推动 Q3 外卖整体单量的增长；2) 由于没有在本轮补贴中过多加大投入，外卖餐饮类与饮品类订单结构的改善也或带来单价的提升。在成本端，配送效率与补贴精准度的提升有望持续优化成本。

JoyAI 目标成为可持续的、为产业创造价值的 AI。在 2025 京东全球科技探索者大会上，京东发布了 JoyAI 大模型。凭着对供应链的深度理解，JoyAI 正重构供应链，并深度应用于零售、物流、健康和工业四大产业场景。如在零售场景，提供超 50 款 AI 工具，服务超 300 万商家，每周辅助完成超 3000 万次经营决策，显著提升全链路经营效率；在物流场景，自研的“狼族”智能物流设备集群已规模化部署超 500 个物流仓，在人、车、货、场调度中效率提升约 20%。

看好 1) 核心零售业务的增长、2) 外卖 UE 改善、3) JoyAI 对于京东供应链效率的优化，重申“增持”评级。我们预测公司 2025-2027 年收入 13191/14323/15753 亿元，同比增长 14%/9%/10%，non-GAAP 归母净利 309/524/682 亿元，同比-35%/69%/30%。基于 7.5x 2026e P/E，我们认为京东的合理市值为 3928 亿元人民币，对应股价为 (JD.O) 37.2 美金和 (9618.HK) 144.3 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；外卖减亏不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,084,662	1,158,819	1,319,137	1,432,295	1,575,255
增长率 yoy (%)	3.7	6.8	13.8	8.6	10.0
归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	30,931	52,374	68,191
增长率 yoy (%)	24.7	35.9	-35.3	69.3	30.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	11.1	16.1	10.4	17.6	23.0
净资产收益率 (%)	14.5	20.9	11.3	18.1	20.0
P/E (倍)	10.6	7.3	11.2	6.6	5.1
P/B (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 20 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
10 月 20 日收盘价 (港元)	127.80
总市值 (百万港元)	380,971.80
总股本 (百万股)	2,981.00
其中自由流通股 (%)	95.14
30 日日均成交量 (百万股)	17.22

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): 零售增长稳健，外卖协同显现》 2025-08-22
- 《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

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	453,157	500,673	616,306
现金	71,892	108,350	204,369	242,603	374,169
应收账款	20,302	25,596	26,652	30,078	32,314
预付账款	2,753	7,619	4,205	8,578	5,425
存货	68,058	89,326	90,084	103,884	108,598
其他流动资产	144,805	155,807	127,848	115,530	95,801
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	770,623	824,694	947,430
流动负债	265,650	299,521	345,302	351,678	411,372
短期借款	5,034	7,581	7,956	8,331	8,706
应付账款	166,167	192,860	216,412	226,070	258,646
预付款项	31,625	32,437	40,488	38,693	48,391
其他流动负债	62,824	66,643	80,446	78,584	95,629
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	430,718	437,094	496,788
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	101,199	146,770	207,688
归母股东权益	231,858	239,347	263,973	309,544	370,462
夹层权益	614	484	484	484	484
负债、夹层权益及权益总额	628,958	698,234	770,623	824,694	947,430

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	86,612	36,193	129,525
除税前利润	23,257	44,660	26,608	47,695	63,042
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	49,545	-21,337	57,198
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	-13,819	-13,819	-13,819	-13,819
购入无形资产	-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	88,653	38,234	131,566

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	1,319,137	1,432,295	1,575,255
营业成本	924,958	974,951	1,111,394	1,201,577	1,316,265
营销开支	40,133	47,953	83,854	70,086	67,916
行政开支	9,710	8,888	10,905	11,810	12,990
履约开支	64,558	70,426	83,621	90,839	99,911
研发开支	16,393	17,031	19,526	21,201	23,319
其他	-860	-2,361	224	0	0
营业利润	28,050	37,209	10,061	36,782	54,854
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	15,194	13,972	13,972
利润总额	33,675	50,011	29,888	56,112	74,167
所得税	8,393	6,878	3,280	8,417	11,125
净利润	25,282	43,133	26,608	47,695	63,042
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	24,626	45,571	60,918
Non-GAAP 归母净利	35,200	47,827	30,931	52,374	68,191
Non-GAAP 归母净利率	3.2%	4.1%	2.3%	3.7%	4.3%
EPS (元)	11.1	16.1	10.4	17.6	23.0

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.7	6.8	13.8	8.6	10.0
营业利润(%)	32.0	48.8	-74.0	265.6	49.1
归母净利润(%)	132.8	71.1	-40.5	85.1	33.7
获利能力					
毛利率(%)	14.7	15.9	15.7	16.1	16.4
净利率(%)	2.4	3.4	1.9	3.2	3.9
ROE(%)	14.5	20.9	11.3	18.1	20.0
ROIC(%)	7.6	11.7	2.2	8.1	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	55.1	55.9	53.0	52.4
净负债比率(%)	-42.4	-55.3	-86.4	-85.9	-107.2
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	11.1	16.1	10.4	17.6	23.0
每股经营现金流(最新摊薄)	37.9	40.9	61.0	25.5	91.2
每股净资产(最新摊薄)	73.7	84.2	92.9	109.0	130.4
估值比率					
P/E	10.6	7.3	11.2	6.6	5.1
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9
P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 20 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
收入构成(亿元)						
总收入	10,462	10,847	11,588	13,191	14,323	15,753
京东零售	9,299	9,453	10,159	11,390	12,139	13,260
京东物流	1,374	1,666	1,828	2,026	2,306	2,512
新业务	298	266	192	495	631	733
分部间抵消及其他	-509	-539	-591	-720	-753	-753
收入增速						
总收入	10%	4%	7%	14%	9%	10%
京东零售	7%	2%	7%	12%	7%	9%
京东物流	31%	21%	10%	11%	14%	9%
毛利(亿元)						
毛利	1,471	1,597	1,839	2,077	2,307	2,590
毛利率	14.1%	14.7%	15.9%	15.7%	16.1%	16.4%
Non-GAAP 经营利润(亿元)						
Non-GAAP 经营利润	276	354	440	139	421	607
Non-GAAP 经营利润率	2.6%	3.3%	3.8%	1.1%	2.9%	3.9%
Non-GAAP 归母净利(亿元)						
Non-GAAP 归母净利	282	352	478	309	524	
Non-GAAP 归母净利率	2.7%	3.2%	4.1%	2.3%	3.7%	4.3%

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
收入构成(亿元)								
总收入	2,600	2,914	2,604	3,470	3,011	3,567	2,942	3,672
京东零售	2,268	2,571	2,250	3,071	2,638	3,101	2,479	3,172
京东物流	421	442	444	521	470	516	479	562
新业务	49	46	50	47	58	139	173	125
分部间抵消及其他	-138	-145	-140	-168	-155	-188	-188	-188
收入增速								
京东零售	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	15.8%	22.4%	13.0%	5.8%
京东物流	7%	1%	6%	15%	16%	21%	10%	3%
京东物流	15%	8%	7%	10%	11%	17%	8%	8%
毛利(亿元)								
毛利	398	459	450	531	478	566	462	571
毛利率	15.3%	15.8%	17.3%	15.3%	15.9%	15.9%	15.7%	15.5%
Non-GAAP 经营利润(亿元)								
Non-GAAP 经营利润	89	116	131	105	101	9	-6	35
Non-GAAP 经营利润率	3.4%	4.0%	5.0%	3.0%	3.4%	0.3%	-0.2%	0.9%
Non-GAAP 归母净利(亿元)								
Non-GAAP 归母净利	89	145	132	113	128	74	36	72
Non-GAAP 归母净利率	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	4.2%	2.1%	1.2%	2.0%

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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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