

京东零售稳中向好，外卖 UE 改善亏损收窄

——京东集团 25Q3 前瞻点评

核心观点

- **核心观点：**尽管国补基数拉平对带电品类有一定拖累，但我们认为外卖旺季给主站的流量协同效应更强，预计 Q3 京东零售表现良好。且 Q3 以来公司战略收缩外卖补贴力度，预计外卖亏损环比收窄且我们预期外卖的改善趋势仍将持续。京东零售协同效应加强+外卖 UE 优化亏损环比收窄，看好集团 Q3 收入与利润的双端改善，我们对应上调目标价至 190.96 港元，维持“买入”评级。
- **预计 Q3 京东零售双位数增长，外卖旺季协同效应强化。**我们预计京东零售分部 25Q3 实现收入 2486.7 亿元，yoy+10.5%，主要系 Q3 外卖旺季流量增长给主站电商带来的协同效应加强，部分被国补政策基数拉平所抵消（24 年 8 月底开始），因此预期同比提速而环比降速，预计主站用户及购频环比 Q2 保持接近增长趋势。25Q3 GMV 延续双位数增长趋势，1P GMV 因国补基数拉平影响预计有所放缓，且由于外卖转化的下单以日百为主，预计 3P GMV 仍环比加速维持双位数高增长。利润端，预计 Q3 京东零售分部实现营业利润 136.7 亿元，OPM 为 5.5%，yoy+0.34%，主要系外卖协同效应下主站流量增长使买量及 C 补结构有所优化。整体京东零售稳中向好，在外卖 UE 优化下有望凭借协同效应带来的流量中短期延续稳健增长趋势。
- **其他业务：预计外卖 UE 优化亏损环比收窄，物流稳健增长。**1) **新业务：**我们预计 25Q3 公司新业务分部实现收入 128.7 亿元，yoy+158.9%，新业务运营利润-150.1 亿元。具体拆分看，Q3 起公司战略收缩外卖补贴力度，且进一步提高补贴投放与履约端效率，单量环比 Q2 延续健康增长趋势，而 UE 的优化使外卖总亏损环比 Q2 有所收窄，然受到京喜及国际业务投入加码 Q3 亏损仍环比增加。预计短期内外卖 UE 仍将继续优化，新业务亏损 Q4 起将开始收窄，整体外卖进入健康增长趋势且投入具有更好的持续性。2) **京东物流：**我们预计 25Q3 京东物流分部实现收入 493.0 亿元，yoy+11.1%，实现经营利润 24.4 亿，OPM 5.0%，yoy+0.25pcts，收入延续稳健增长趋势，规模效应强化下盈利能力持续提升。

盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入为 13312/14094/14856 亿元（原 2025-2027 年预测为 13276/13967/14642 亿元），经调整归母净利润为 271/438/525 亿元（原 2025-2027 年预测为 228/436/520 亿元）。参考可比公司，给予公司 2026 年零售+新业务 9X PE 估值，加上公司对外股权投资价值计算得公司目标市值为 5546 亿元，对应每股股价 190.96 港元（人民币兑港币汇率 1.098），维持“买入”评级。

风险提示

外卖亏损不及预期，以旧换新政策效果不及预期，行业竞争加剧。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 11 月 07 日）	124 港元
目标价格	190.96 港元
52 周最高价/最低价	176.22/114.8 港元
总股本/流通 H 股（万股）	318,755/286,507
H 股市值（百万港币）	395,257
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.82	-9.62	-0.56	-17.17
相对表现%	-4.11	-6.96	-5.19	-42.41
恒生指数%	1.29	-2.66	4.63	25.24



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,331,166	1,409,357	1,485,558
同比增长(%)	3.67%	6.84%	14.87%	5.87%	5.41%
营业利润(百万元)	26,025	38,736	7,930	31,272	42,664
同比增长(%)	31.95%	48.84%	-79.53%	294.34%	36.43%
归属母公司净利润(百万元)	24,167	41,359	20,636	37,385	46,082
同比增长(%)	132.82%	71.14%	-50.10%	81.16%	23.26%
每股收益(元)	7.62	13.45	6.80	12.32	15.18
毛利率(%)	14.7%	15.9%	15.8%	16.0%	16.1%
净利率(%)	2.23%	3.57%	1.55%	2.65%	3.10%
净资产收益率(%)	8.17%	13.22%	6.47%	10.56%	11.62%
市盈率(倍)	14.8	8.4	16.6	9.2	7.4
市净率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入为 13312/14094/14856 亿元（原 2025-2027 年预测为 13276/13967/14642 亿元，因外卖协同效应较强上调京东零售收入），经调整归母净利润为 271/438/525 亿元（原 2025-2027 年预测为 228/436/520 亿元，因预期外卖补贴力度下降对应上调公司利润）。参考可比公司，给予公司 2026 年零售+新业务 9X PE 估值，加上公司对外股权投资价值计算得公司目标市值为 5546 亿元，对应每股股价 190.96 港元（人民币兑港币汇率 1.098），维持“买入”评级。

表 1：京东集团盈利预测（百万元）

	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
核心财务								
总收入	346,986	301,082	356,660	293,073	380,350	1,331,165	1,409,357	1,485,558
yoy	13.4%	15.8%	22.4%	12.6%	9.6%	14.9%	4.8%	4.8%
毛利	53,117	47,848	56,640	47,507	58,954	210,949	225,465	239,175
yoy	22.1%	20.3%	23.3%	5.5%	11.0%	14.7%	6.9%	6.1%
margin	15.31%	15.89%	15.88%	16.21%	15.50%	15.85%	16.00%	16.10%
margin yoy Δ	1.10%	0.60%	0.12%	-1.09%	0.19%	-0.02%	0.15%	0.10%
调整后运营利润	9,641	11,664	896	1,930	2,242	13,746	37,384	48,600
yoy	23.7%	31.4%	-92.3%	-85.2%	-76.7%	-68.2%	172.0%	30.0%
margin	2.78%	3.87%	0.25%	0.66%	0.59%	1.03%	2.65%	3.27%
margin yoy Δ	0.23%	0.46%	-3.73%	-4.36%	-2.19%	-2.69%	1.62%	0.62%
调整后归母净利润	11,294	12,758	7,394	5,143	5,041	27,126	43,820	52,546
yoy	25.3%	43.4%	-48.9%	-61.0%	-55.4%	-43.3%	61.5%	19.9%
margin	3.25%	4.24%	2.07%	1.75%	1.33%	2.04%	3.11%	3.54%
margin yoy Δ	0.31%	0.82%	-2.89%	-3.30%	-1.93%	-2.09%	1.07%	0.43%
收入分类								
商品收入	280,978	242,309	282,414	224,444	302,742	1,051,909	1,102,787	1,155,720
-带电	174,149	144,295	178,982	128,688	181,812	633,777	652,159	676,941
-日百	106,829	98,014	103,432	95,756	120,930	418,132	450,628	478,779
服务收入	66,008	58,773	74,246	68,629	77,608	279,257	306,570	329,837
-平台	26,634	22,320	28,507	24,717	30,277	105,821	111,370	120,105
-物流	39,374	36,453	45,739	43,912	47,331	173,436	195,200	209,732
yoy								
商品收入	14.0%	16.2%	20.7%	9.7%	7.7%	13.4%	2.9%	3.8%
-带电	15.8%	17.1%	23.4%	5.0%	4.4%	12.2%	2.9%	3.8%
-日百	11.1%	14.9%	16.4%	16.7%	13.2%	15.2%	7.8%	6.2%
服务收入	10.8%	14.0%	29.1%	23.0%	17.6%	21.0%	9.8%	7.6%
-平台	12.7%	15.7%	21.7%	19.0%	13.7%	17.4%	5.2%	7.8%
-物流	9.5%	13.0%	34.3%	25.4%	20.2%	23.3%	12.5%	7.4%
分部信息								
京东零售								
收入	307,055	263,845	310,075	248,668	332,417	1,155,005	1,211,005	1,269,133

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

yoy	14.7%	16.3%	20.6%	10.5%	8.3%	13.7%	4.8%	4.8%
运营利润	10,036	12,846	13,939	13,674	10,751	51,210	52,280	55,417
OPM	3.27%	4.87%	4.50%	5.50%	3.23%	4.43%	4.32%	4.37%
OPM yoy Δ	0.68%	0.76%	0.56%	0.34%	-0.03%	0.39%	-0.12%	0.05%
京东物流								
收入	52,097	46,967	51,564	49,303	58,566	206,400	225,244	245,516
yoy	10.4%	11.5%	16.6%	11.1%	12.4%	12.9%	9.1%	9.0%
运营利润	1,824	145	1,958	2,441	2,079	6,623	8,997	9,986
OPM	3.50%	0.31%	3.80%	4.95%	3.55%	3.21%	3.99%	4.07%
OPM yoy Δ	0.68%	-0.22%	-1.14%	0.25%	0.05%	-0.25%	0.79%	0.07%
分部合计								
运营利润	10,975	11,664	1,120	1,101	1,262	15,147	38,182	56,978
OPM	3.16%	3.87%	0.31%	0.38%	0.33%	1.14%	2.71%	3.84%
OPM yoy Δ	0.72%	0.46%	-3.67%	-4.65%	-2.83%	-2.70%	1.57%	1.13%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表

2025/11/9	最新市值	经调整净利润（百万）			PE		
公司	（亿）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
沃尔玛（美元）	8,179	94600	107412	130966	8.6	7.6	6.2
拼多多（美元）	1,928	14516	17939	21743	13.3	10.7	8.9
百思买（美元）	379	2674	2865	3111	14.2	13.2	12.2
唯品会（元）	652	8872	9172	9488	7.3	7.1	6.9
阿里巴巴（元）	27845	157490	190458	226005	17.7	14.6	12.3
调整后平均					12	11	9

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所 注：数据截至日期 2025 年 11 月 9 日

表 3：分部估值表

	估值方式	对应市值（百万元）
京东零售+新业务	P/E	301,453
主要股权投资	最新融资估值/市值	253,151
股权价值		554,604
股份数（百万）		3,188
每股价值（元/股）		174.0
汇率（港元/元）		1.098
每股价值（港元/股）		190.96

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所

风险提示

- **外卖亏损不及预期**

公司外卖业务投入较大，若外卖业务规模增长及亏损幅度收缩速率不及预期，可能导致公司整体利润下滑。

- **以旧换新政策效果不及预期**

以旧换新政策带来的增量规模存在不确定性，宏观经济与居民消费不景气下可能导致公司收入的增长不及预期。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司盈利造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	71,892	108,350	114,193	152,541	196,666	营业收入	1,084,662	1,158,819	1,331,166	1,409,357	1,485,558
短期投资	118,254	125,645	126,645	127,645	128,645	营业成本	-924,958	-974,951	-1,120,215	-1,183,892	-1,246,383
存货	68,058	89,326	82,049	86,017	90,146	履约费用	-64,558	-70,426	-84,026	-84,454	-86,162
预付账款	2,753	7,619	8,636	9,054	9,489	销售费用	-40,133	-47,953	-84,141	-78,844	-77,249
其他	46,853	55,758	58,145	61,128	64,035	管理费用	-9,710	-8,888	-11,867	-12,759	-11,884
流动资产合计	307,810	386,698	389,668	436,385	488,980	研发费用	-16,393	-17,031	-19,999	-19,157	-21,243
长期股权投资	137,586	116,220	118,581	121,768	124,978	资产减值损失	-5,168	-2,361	-3,211	-1,677	-1,455
固定资产	70,035	82,737	89,632	97,384	105,972	营业利润	26,025	38,736	7,930	31,272	42,664
在建工程	9,920	6,164	9,341	11,421	11,421	Non-GAAP 营业利润	35,441	43,195	13,746	37,384	48,600
商誉	19,980	25,709	25,709	25,709	25,709	财务收入	0	0	0	0	0
无形资产	46,498	44,626	49,809	52,080	55,709	财务支出	-2,881	-2,896	-2,901	-3,045	-2,947
其他	37,129	36,080	37,023	38,561	39,925	股权投资	1,010	2,327	6,053	5,959	4,780
非流动资产合计	321,148	311,536	330,096	346,922	363,714	其他收入	7,496	13,371	13,958	11,450	12,926
资产总计	628,958	698,234	719,764	783,307	852,694	利润总额	31,650	51,538	25,040	45,637	57,423
短期借款	5,034	7,581	6,091	6,700	7,370	所得税	-8,393	-6,878	-2,053	-5,722	-8,613
应付账款	166,167	192,860	205,697	217,390	228,865	净利润	23,257	44,660	22,987	39,915	48,809
预提费用及其他非流动负债	43,533	45,985	54,578	57,784	60,908	归属母公司净利润	24,167	41,359	20,636	37,385	46,082
其他	50,916	53,095	53,456	59,200	64,323	Non-GAAP 归母净利润	35,200	47,827	27,126	43,820	52,546
流动负债合计	265,650	299,521	319,822	341,074	361,466	GAAP-每股收益 (元)	7.62	13.45	6.80	12.32	15.18
长期借款	31,555	31,705	31,534	32,540	33,546	主要财务比率					
应付债券	10,411	24,770	26,009	27,309	28,674		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他	24,962	28,941	22,948	27,949	32,046	成长能力					
非流动负债合计	66,928	85,416	80,491	87,798	94,266	营业收入	3.7%	6.8%	14.9%	5.9%	5.4%
负债合计	332,578	384,937	400,313	428,872	455,732	营业利润	32.0%	48.8%	-79.5%	294.3%	36.4%
夹层股本	614	484	484	484	484	归属于母公司净利润	132.8%	71.1%	-50.1%	81.2%	23.3%
归属母公司权益	231,858	239,347	255,025	289,995	331,696	获利能力					
非控制性权益	63,908	73,466	63,942	63,956	64,782	毛利率	14.7%	15.9%	15.8%	16.0%	16.1%
股东权益合计	295,766	312,813	318,967	353,951	396,478	净利率	2.2%	3.6%	1.6%	2.7%	3.1%
负债、夹层股本和股东权益	628,958	698,234	719,764	783,307	852,694	经调整归母净利润	3.2%	4.1%	2.0%	3.1%	3.5%
现金流量表						ROE	8.2%	13.2%	6.5%	10.6%	11.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	23,257	44,660	22,987	39,915	48,809	资产负债率	52.9%	55.1%	55.6%	54.8%	53.4%
折旧摊销	8,292	8,904	8,288	8,288	8,288	净负债率	-8.4%	-14.2%	-15.9%	-24.3%	-32.1%
财务费用						流动比率	1.16	1.29	1.22	1.28	1.35
SBC	4,804	2,999	4,478	4,831	4,655	速动比率	0.90	0.99	0.96	1.03	1.10
营运资金变动	16,547	5,350	17,145	16,709	14,957	运营能力					
其他	6,621	-3,818	0	0	0	应收账款周转天数	6.88	7.23	7.16	7.10	7.11
经营活动现金流	59,521	58,095	52,898	69,742	76,708	存货周转天数	28.81	29.46	27.92	25.91	25.79
资本支出	-18,378	-14,224	-26,461	-20,390	-20,505	总资产周转天数	205.98	209.02	194.40	194.64	200.98
长期投资	-995	-2,570	-1,174	-1,975	-1,975	每股指标 (元)					
其他	-40,170	15,923	-147	-2,211	-2,235	每股收益	7.62	13.45	6.80	12.32	15.18
投资活动现金流	-59,543	-871	-27,782	-24,577	-24,715	每股经营现金流	18.77	18.89	17.43	22.98	25.27
债权融资	2,340	13,942	-879	2,944	3,069	每股销售收入	342.11	376.88	438.60	464.37	489.48
股权融资	-9,205	-34,148	-8,870	-9,775	-11,763	估值比率					
其他	1,057	-798	-9,524	14	826	市盈率	14.9	8.4	16.7	9.2	7.5
筹资活动现金流	-5,808	-21,004	-19,273	-6,818	-7,869	市销率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
汇率变动影响	125	98	0	0	0	EV/EBITDA	13.3	9.4	29.1	11.3	8.7
现金净增加额	-5,705	36,318	5,843	38,348	44,125	EV/EBIT	12.5	8.0	15.5	8.9	7.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。