

京东集团-SW (09618.HK) 25Q3 财报点评

强烈推荐 (维持)

电商利润超预期，外卖业务逐步减亏

京东发布 2025Q3 业绩，本季度实现营业收入 2991 亿元，同比+14.9%，京东零售收入为 2506 亿元，同比+11.4%，零售经营利润 148 亿元，同比+27.7%；Non-GAAP 归母净利润为 58 亿元，同比-56%。本季度国补进入高基数带电类增长承压，日百类及 3P 收入保持快速增长，零售利润超预期；外卖业务稳健发展亏损环比收窄，京喜及国际新业务快速发展投入扩大，关注后续国补相关品类表现及外卖投入减亏进展，长期看好京东自营坚实壁垒，维持强烈推荐评级。

□ 电商收入保持稳健增长，活跃用户及购买频次维持高速增长。2025Q3 公司实现营业收入 2991 亿元，同比+14.9%（彭博一致预期+13.1%），京东零售收入为 2506 亿元，同比+11.4%（预期+10.3%）。1P 方面，Q3 带电类收入同比+4.9%（预期+8.8%），国补从 Q3 起进入高基数将对带电品类的同比增速带来一定影响；日百类收入同比+18.8%（预期 13.3%），延续较快增长趋势，预计 Q4 在丰富的产品供给、提升的价格竞争力和较好的服务驱动下增长势头有望延续。从用户侧来看，本季度活跃用户和购物频次同比增速继续超过 40%，年度活跃用户数在 10 月超过 7 亿人。3P 方面，服务收入 729.7 亿元，同比+31%，其中平台及广告服务收入实现同比+23.7%的加速增长（预期+15.8%），预计 Q4 健康增长趋势有望延续。

□ 电商利润增长超预期，外卖环比减亏、京喜及国际业务亏损环比扩大。利润端，Q3 京东毛利率 16.9%（一致预期 16.8%），同比-0.4pct，经营利润率-0.35%（预期 0.04%），同比-5pct，其中京东零售经营利润 148 亿元，同比+27.7%，高于一致预期的+13.6%，OPM 为 5.9%，京东强大自营供应链壁垒所带来的强议价能力及精细化运营能力继续带动零售经营利润率稳步提升；京东物流经营利润 13 亿元（预期 23 亿元）；新业务经营利润-157 亿元，低于一致预期的-147 亿，其中外卖即时零售业务亏损环比 Q2 下降，京喜及国际业务投入环比有所扩大。集团 Non-gaap 归母净利润本季度为 58 亿元，同比-56%，高于一致预期的-70%。展望全年，预计零售收入及利润有望同比双位数增长。

□ 外卖业务稳健发展、UE 持续改善，关注后续减亏进展。Q3 京东外卖稳健发展，GMV 环比两位数增长，主要来自订单量增长及高价值订单占比提升；盈利侧，外卖 UE 受益于运营效率提升和产品结构的优化而持续改善，Q3 外卖亏损环比收窄。在与零售业务协同方面，外卖带来的新用户转化率逐月提升，最早一批外卖新用户的 cohort 转化率接近 50%。展望 Q4，预计在竞争稳态下外卖亏损有望进一步收窄，关注未来外卖减亏进展及长期与零售主业的生态协同潜力。

□ 投资建议：京东零售壁垒坚实增势稳健，考虑到外卖业务持续投入及其他新业务亏损扩大，预计 2025-2027 年集团 Non-gaap 归母净利润为 318/ 368/ 556 亿元，给予 2026 年 Non-gaap 归母净利润 10 倍 PE，对应目标价 136.5 港元/股，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧；外卖投入超预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1084662	1158819	1320639	1377782	1436759
同比增长	4%	7%	14%	4%	4%
Nongaap 归母净利润	35200	47827	31830	36825	55552
同比增长	25%	36%	-33%	16%	51%
每股收益(元)	8.34	14.27	7.29	10.34	16.01
P/E(nongaap)	9.5	7.0	10.5	9.1	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：136.5 港元

当前股价：124.4 港元

基础数据

总股本（百万股）	3188
香港股（百万股）	3188
总市值（十亿港元）	399.4
香港股市值（十亿港元）	399.4
每股净资产（港元）	73.5
ROE（TTM）	17.7
资产负债率	54.5%
主要股东	Max Smart Limited
主要股东持股比例	9.6007%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) 25Q1 财报点评—收入及利润超预期，关注外卖业务后续进展》2025-05-14
- 2、《京东集团-SW (09618) 25Q1 前瞻—Q1GMV 及收入维持较快增长，利润表现预计符合预期》2025-04-11
- 3、《京东集团-SW (09618) 24Q4 财报点评—收入及利润均超预期，看好 25 年持续稳健增长》2025-03-07

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

✉ huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	307810	386698	440418	487587	551903
现金及现金等价物	71892	108350	140737	181025	237584
其他短期投资	118254	125645	125645	125645	125645
应收账款及票据	20302	25596	29170	30432	31735
其它应收款	20506	28375	32337	33737	35181
存货	68058	89326	101809	105565	110096
其他流动资产	8798	9406	10719	11183	11662
非流动资产	321148	311536	302310	294058	286675
长期投资	137586	59370	59370	59370	59370
固定资产	79955	88901	79675	71423	64040
无形资产	66478	70335	70335	70335	70335
其他	37129	92930	92930	92930	92930
资产总计	628958	698234	742728	781645	838578
流动负债	265650	299521	331412	343287	357615
应付账款	166167	192860	219812	227920	237703
应交税金	7313	9487	9487	9487	9487
短期借款	5034	7581	0	0	0
其他	87136	89593	102113	105880	110425
长期负债	66928	85416	85416	85416	85416
长期借款	41966	56475	56475	56475	56475
其他	24962	28941	28941	28941	28941
负债合计	332578	384937	416828	428703	443031
储备	239290	239831	250830	275511	314433
少数股东权益	63908	73466	75070	77430	81113
归属于母公司所有者权益	232472	239831	250830	275511	314433
负债及权益合计	628958	698234	742728	781645	838578

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59521	58095	29996	29722	48328
净利润	24167	41359	21146	29967	46414
折旧与摊销	8304	8904	9376	8403	7532
营运资本变动	15879	6824	18139	4994	6571
其他非现金调整	11171	1008	(18664)	(13642)	(12189)
投资活动现金流	(59543)	(871)	22591	18449	18449
资本性支出	(20015)	(13819)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	130	0	0	0	0
投资增减	647547	489507	0	0	0
其它	4139	(4187)	22741	18599	18599
筹资活动现金流	(5808)	(21004)	(20201)	(7883)	(10218)
债务增减	3113	14374	(7581)	0	0
股本增减	(2464)	(25885)	0	0	0
股利支付	6741	8263	10147	5286	7492
其它筹资	284	(1230)	(2473)	(2597)	(2726)
其它调整	113	45	(20293)	(10573)	(14984)
现金净增加额	(5717)	36265	32387	40288	56559

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1084662	1158819	1320639	1377782	1436759
主营收入	1084662	1158819	1320639	1377782	1436759
营业成本	924958	974951	1111198	1152188	1201645
毛利	159704	183868	209441	225594	235115
营业支出	130794	144298	203105	203186	191920
营业利润	28910	39570	6336	22408	43195
利息支出	2881	2896	2473	2597	2726
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	1010	2327	8642	4500	4500
其他非经营性损益	9779	14099	14099	14099	14099
非经常项目损益	(5168)	(1562)	(1562)	(1562)	(1562)
除税前利润	31650	51538	25042	36849	57505
所得税	8393	6878	2292	4521	7408
少数股东损益	(910)	3301	1604	2360	3683
归属普通股股东净利润	24167	41359	21146	29967	46414
EPS (元)	8.34	14.27	7.29	10.34	16.01

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4%	7%	14%	4%	4%
营业利润	58%	37%	-84%	254%	93%
净利润	133%	71%	-49%	42%	55%
获利能力					
毛利率	14.7%	15.9%	15.9%	16.4%	16.4%
净利率	2.2%	3.6%	1.6%	2.2%	3.2%
ROE	10.4%	17.2%	8.4%	10.9%	14.8%
ROIC	8.4%	12.8%	6.5%	8.6%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	55.1%	56.1%	54.8%	52.8%
净负债比率	7.5%	9.2%	7.6%	7.2%	6.7%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7
存货周转率	12.7	12.4	11.6	11.1	11.1
应收帐款周转率	25.1	24.5	22.9	21.9	21.9
应付帐款周转率	5.7	5.4	5.4	5.1	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	8.34	14.27	7.29	10.34	16.01
每股经营现金	20.53	20.04	10.35	10.25	16.67
每股净资产	80.19	82.73	86.52	95.04	108.46
每股股利	2.66	3.50	1.82	2.58	4.00
估值比率					
PE (nongaap)	9.5	7.0	10.5	9.1	6.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

任何机构和个人均不得以任何形式翻版

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。