浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

京东（9618.HK/JD.US）：业绩喜忧参半，国补利好消退，服务业务亮眼

国补利好消退，带电品类收入增速大幅放缓，服务收入好于预期：公司 3Q25 收入为人民币 2,991 亿元，同比增长 14.9%，高于市场预期 1.6%。商品收入同比增长 10.5%，其中核心品类数码家电由于去年国补红利下的高基数，增速大幅放缓，同比增长 4.9%。我们预计高基数影响在四季度将更为显著，增速或进一步放缓。日用百货收入同比增长 18.8%，环比提速，延续良好增长势头，受益于外卖业务交叉销售提升购买频次。服务收入同比增长 30.8%，表现出色，其中广告收入和物流收入分别增长 23.7%和 35.0%，得益于外卖业务的高速增长。

外卖投入环比略有收窄，利润同比大幅下滑：今年三季度公司整体毛利率为 16.9%，同比下滑 0.4pp；调整后净利润同比下降 56%至 58 亿元，但仍好于市场预期；调整后净利率为 1.9%，去年同期为 5.1%，主要由于外卖补贴的营销费用同比增加 111%至 211 亿元，销售费率由去年同期的 3.8%上升至 7.0%。受外卖业务驱动，主要是配送收入推动，新业务收入同比增长近两倍，环比增长 11%。三季度外卖业务亏损环比略有收窄，但国际业务和京喜业务投入加大，导致新业务亏损环比增加至 157 亿元，经营利润率为-101%。三季度，外卖业务 UE 逐月改善，若竞争格局保持稳定，四季度公司外卖投入或环比继续收窄。三季度，京东零售经营利润率同比改善 0.7pp 至 5.9%，我们预计京东零售全年利润或录得双位数增长。

维持“买入”评级和目标价 146 港元/38 美元：考虑到国补红利逐渐消退以及外卖业务的强劲增长，我们略微调整公司 FY25E 收入预测至 13,377 亿元，维持目标价 146 港元/38 美元，对应 FY25E/FY26E 年 13.2x/8.0x P/E。考虑到京东外卖带动日百品类不断提速以及服务业务保持强劲增长势头，维持“买入”评级。

投资风险：消费复苏进度；行业竞争或加剧；加大投入导致利润率不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,337,679	1,458,194	1,533,406
毛利润	159,704	183,868	213,236	233,881	248,412
调整后净利润	35,200	47,827	29,817	49,376	54,846
调整后目标 PE (x)			13.2	8.0	7.2

E=浦银国际预测，资料来源：Bloomberg、浦银国际

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超，CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 11 月 14 日

京东（9618.HK） 买入

目标价（港元）	**146**
潜在升幅/降幅	**+17%**
目前股价（港元）	124.4
52 周内股价区间（港元）	114.8-180.8
总市值（百万港元）	341,234
近 3 月日均成交额（百万港元）	1,870

注：截至 2025 年 11 月 13 日收盘价

市场预期区间

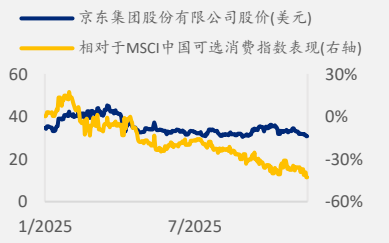
京东（JD.US） 买入

目标价（美元）	**38**
潜在升幅/降幅	**+24%**
目前股价（美元）	30.71
52 周内股价区间（美元）	29.9-46.4
总市值（百万美元）	44,631
近 3 月日均成交额（百万美元）	534

注：截至 2025 年 8 月 15 日收盘价

市场预期区间

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	**1,084,662**	**1,158,819**	**1,337,679**	**1,458,194**	**1,533,406**
收入成本	(924,958)	(974,951)	(1,124,443)	(1,224,313)	(1,284,994)
毛利	**159,704**	**183,868**	**213,236**	**233,881**	**248,412**
研发费用	(16,393)	(17,031)	(20,517)	(20,659)	(21,468)
销售费用	(40,133)	(47,953)	(87,172)	(83,805)	(70,740)
管理费用	(9,710)	(8,888)	(11,336)	(11,666)	(12,267)
其他费用	(67,443)	(71,260)	(86,350)	(86,389)	(92,004)
经营盈利	**26,025**	**38,736**	**7,861**	**31,362**	**51,932**
利息收入	(2,881)	(2,896)	(2,523)	(2,000)	(2,000)
其他收益	8,506	15,698	24,024	17,500	8,000
除税前盈利	**31,650**	**51,538**	**29,362**	**46,862**	**57,932**
所得税开支	(8,393)	(6,878)	(2,574)	(4,686)	(11,586)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	**23,257**	**44,660**	**26,788**	**42,176**	**46,346**
少数股东权益	(910)	3,301	2,025	-	-
本公司权益持有人	**24,167**	**41,359**	**24,763**	**42,176**	**46,346**
调整后净利润	**35,200**	**47,827**	**29,817**	**49,376**	**54,846**

现金流量表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	24,167	41,359	24,763	42,176	46,346
折旧与摊销	8,304	8,904	10,198	10,283	10,369
营运资金变动	15,879	5,148	11,924	7,944	4,783
其他非现金调整	11,171	2,684	-	-	-
经营活动现金流	**59,521**	**58,095**	**46,886**	**60,403**	**61,497**
资本性支出	(19,885)	(12,692)	(11,218)	(11,311)	(11,406)
投资	(43,797)	17,135	-	-	-
其他投资活动	4,139	(5,314)	-	-	-
投资活动现金流	**(59,543)**	**(871)**	**(11,218)**	**(11,311)**	**(11,406)**
借款	3,113	14,374	-	-	-
股本	(9,205)	(34,117)	(14,600)	(10,950)	(10,950)
其他融资活动	284	(1,261)	-	-	-
融资活动现金流	**(5,808)**	**(21,004)**	**(14,600)**	**(10,950)**	**(10,950)**
汇兑收益及其他	113	98	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(5,717)	36,318	21,068	38,141	39,142
期初的现金及现金等价物	**85,115**	**79,398**	**115,716**	**136,784**	**174,926**
期末的现金及现金等价物	**79,398**	**115,716**	**136,784**	**174,926**	**214,067**

资产负债表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	79,955	88,901	89,642	90,389	91,142
无形资产	26,915	33,502	33,781	34,063	34,346
投资	137,586	116,220	116,220	116,220	116,220
其他非流动资产	76,692	72,913	72,913	72,913	72,913
非流动资产合计	**321,148**	**311,536**	**312,556**	**313,584**	**314,621**
应收账款	40,808	25,596	29,547	32,209	33,870
投资	118,254	125,645	125,645	125,645	125,645
存货	68,058	89,326	103,023	112,173	117,732
现金及现金等价物	71,892	108,350	129,418	167,560	206,701
其他流动资产	8,798	37,781	37,781	37,781	37,781
流动资产合计	**307,810**	**386,698**	**425,413**	**475,367**	**521,730**
资产总额	**628,958**	**698,234**	**737,969**	**788,951**	**836,351**
母公司股东权益	232,472	239,831	249,994	281,221	316,616
少数股东权益	63,908	73,466	73,466	73,466	73,466
权益总额	**296,380**	**313,297**	**323,460**	**354,687**	**390,082**
长期借款	41,966	56,475	56,475	56,475	56,475
其他非流动负债	24,962	28,941	28,941	28,941	28,941
非流动负债合计	**66,928**	**85,416**	**85,416**	**85,416**	**85,416**
应付账款及票据	166,167	192,860	222,432	242,188	254,191
借款	5,034	7,581	7,581	7,581	7,581
其他流动负债	94,449	99,080	99,080	99,080	99,080
流动负债合计	**265,650**	**299,521**	**329,093**	**348,849**	**360,852**
负债总额	**332,578**	**384,937**	**414,509**	**434,265**	**446,268**
权益及负债总额	**628,958**	**698,234**	**737,969**	**788,951**	**836,351**

主要财务比率

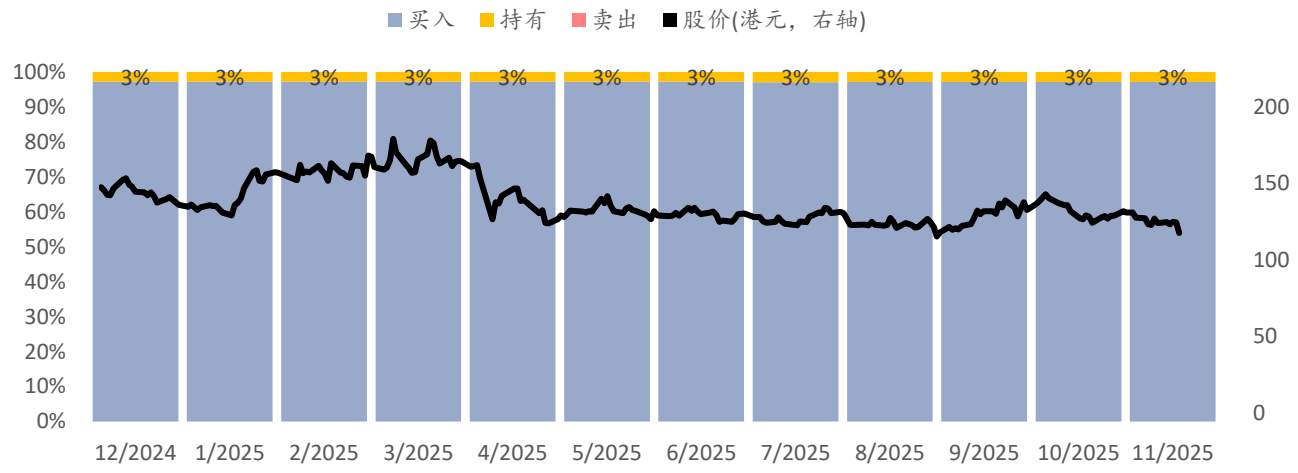
	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	3.7%	6.8%	15.4%	9.0%	5.2%
毛利润增速	8.6%	15.1%	16.0%	9.7%	6.2%
经营利润增速	32.0%	48.8%	-79.7%	298.9%	65.6%
净利润增速	140.0%	92.0%	-40.0%	57.4%	9.9%
调整后净利润增速	25.1%	35.9%	-37.7%	65.6%	11.1%
盈利能力比率					
毛利率	14.7%	15.9%	15.9%	16.0%	16.2%
经营利润率	2.4%	3.3%	0.6%	2.2%	3.4%
净利率	2.2%	3.6%	1.9%	2.9%	3.0%
调整后净利率	3.2%	4.1%	2.2%	3.4%	3.6%
每股指标（元）					
EPS	7.3	14.7	9.0	14.2	15.6
调整后EPS	11.1	15.7	10.0	16.6	18.5
估值（倍）					
调整后目标P/E			13.2	8.0	7.2
目标P/S			0.3	0.3	0.2

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

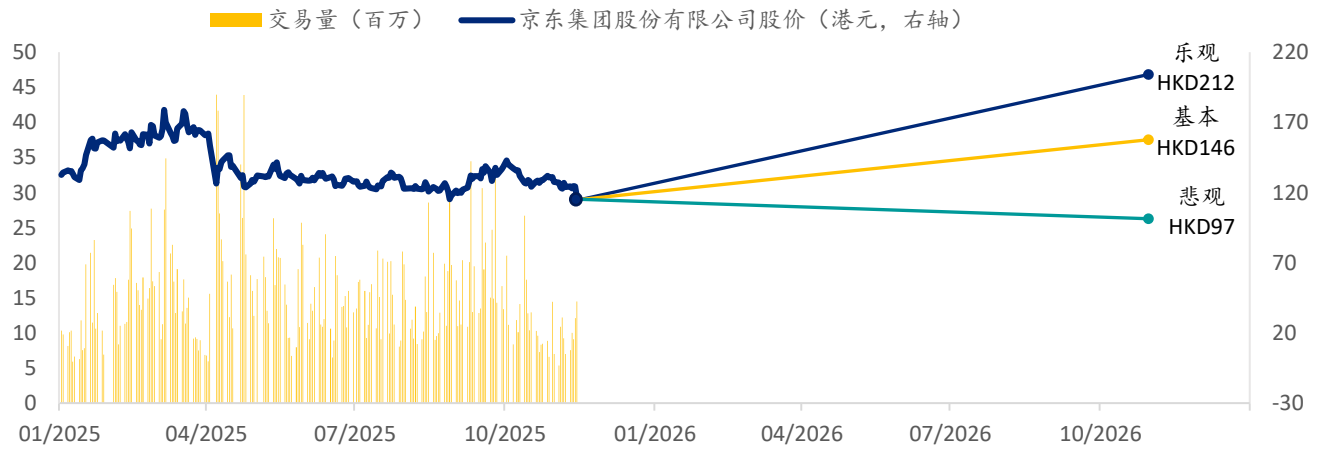
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2：京东港股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

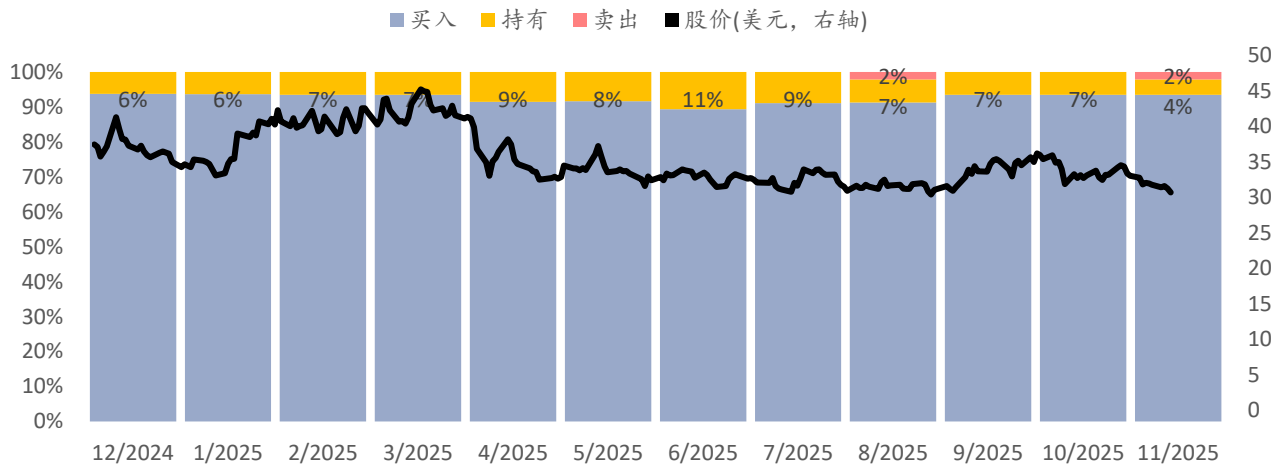
图表 3：京东港股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入好于预期（概率：20%）		悲观情景：公司收入不及预期（概率：20%）
目标价：212 港元		目标价：97 港元
• 市场份额逐步回升； • 利润改善优于预期。		• 行业竞争导致收入增长持续承压； • 外卖投入持续维持高位，利润改善不及预期。

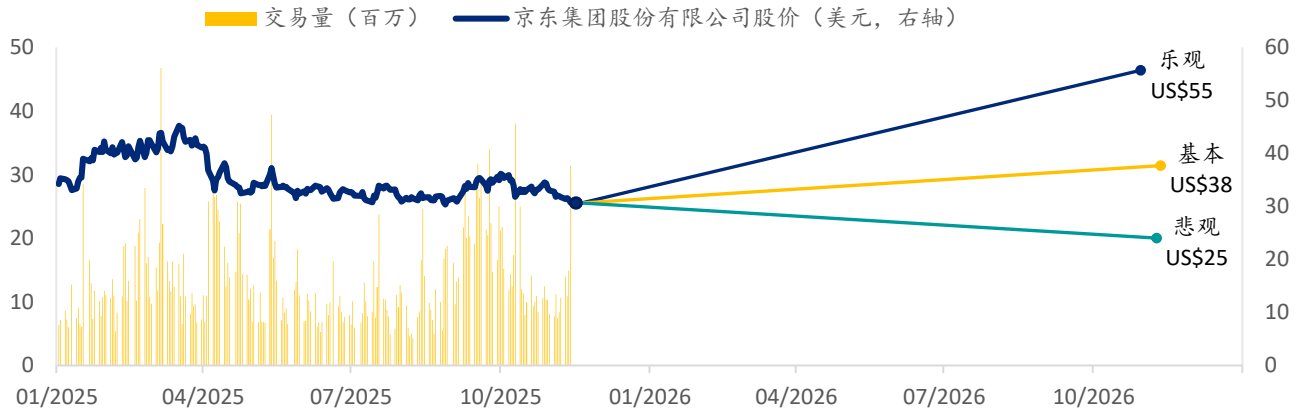
资料来源：浦银国际预测

图表 4：京东美股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

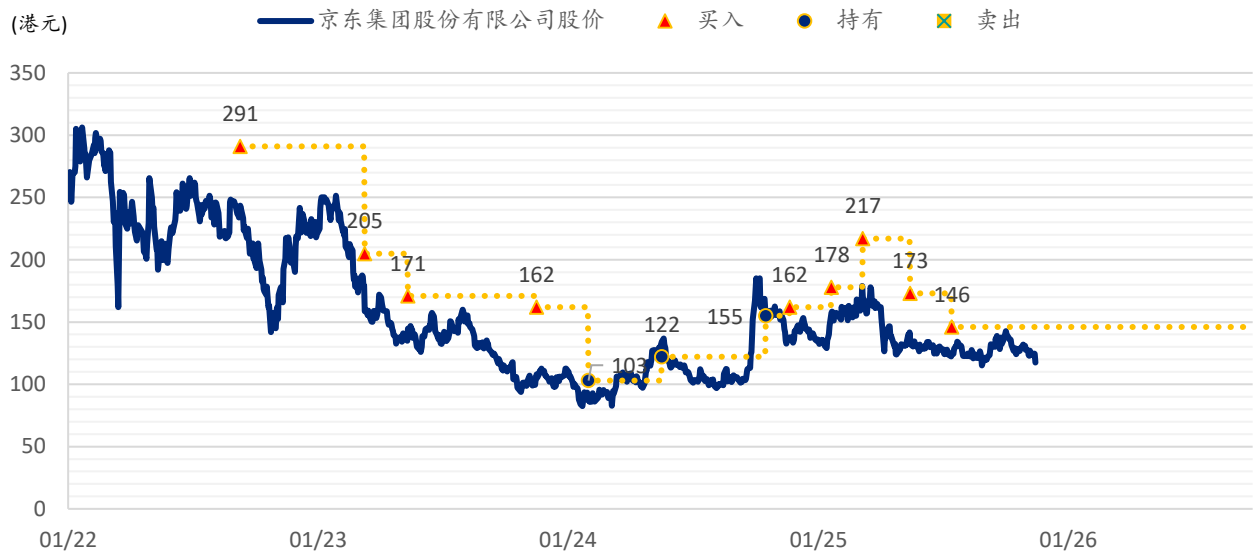
图表 5：京东美股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入好于预期（概率：20%）	悲观情景：公司收入不及预期（概率：20%）
目标价：55 美元	目标价：25 美元
• 市场份额逐步回升； • 利润改善优于预期。	• 行业竞争导致收入增长持续承压； • 外卖投入持续维持高位，利润改善不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 6：浦银国际目标价：京东（9618.HK）



注：截至 2025 年 11 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：京东（JD.US）

注：截至 2025 年 11 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价（交易货币）	评级	目标价（交易货币）	评级/目标价/预测发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	162.00	买入	166.00	1/9/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	159.84	买入	170.00	1/9/2025	电商
9618 HK Equity	京东	124.40	买入	146.00	14/11/2025	电商
JD US Equity	京东	30.71	买入	38.00	14/11/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	134.47	持有	123.00	27/8/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	19.71	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	656.00	买入	800.00	14/11/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	141.80	买入	154.00	15/8/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	223.60	买入	240.00	15/8/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	212.80	买入	220.00	22/8/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	25.89	买入	28.00	22/8/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.86	买入	13.00	9/9/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	68.75	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.91	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	2.75	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	6.76	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	102.10	买入	120.00	1/9/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	69.10	买入	88.00	1/9/2025	短视频
SE US Equity	Sea	140.04	买入	190.00	12/11/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	37.16	买入	46.00	6/11/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	503.29	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	556.15	买入	780.00	6/11/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	237.58	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	278.57	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	279.12	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	609.89	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	186.54	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	645.33	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	18.68	买入	26.00	13/11/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	75.60	买入	102.00	13/11/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	199.80	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	56.80	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：股价截至 2025 年 11 月 13 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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，在参与有关报告中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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希
essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆
vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼