



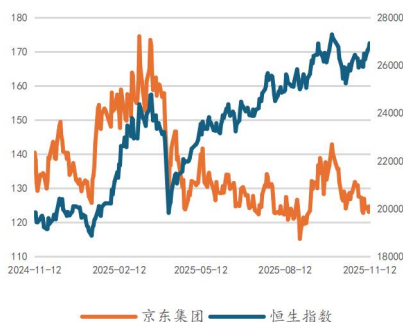
## 京东：营收创近三年新高，盈利承压新业务扩张

投资评级： 持有

报告日期： 2025-11-14

行业 资讯科技  
收盘价（港币） 124.40  
总市值（亿港元） 3965  
流通市值（亿港元） 3965  
总股本（亿股） 31.88  
PE（2025E） 16.0  
PE（TTM） 9.4

### 近52周股价走势



### 作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

### 主要观点:

#### ● 财务表现

京东2025年第二季度总收入达3566亿元人民币，同比增长22.4%，创近三年来最快增速，显示出零售主业强劲的增长动能。零售板块收入3101亿元，同比增长20.6%，经营利润率提升至4.5%。不过，归母净利润约62亿元，同比下降51%，主要受到新业务尤其是外卖业务的高额补贴和投入拖累，盈利能力明显承压。

#### ● 业务发展

1. 零售主业稳健，活跃用户和购物频次同比增长40%，连续7个季度双位数增长。
2. 京东外卖Q2收入约138亿元，同比飙升近200%，但亏损约147亿元。
3. 物流与供应链业务继续扩张，支撑平台整体发展。

#### ● 盈利预测

预计2025年全年营业收入12283.48亿元人民币，增长6.00%，经营利润率为3.38%。25-27年对应PE倍数分别为12.73、8.9、7.36倍。

#### ● 风险提示

主要风险包括外卖业务的持续高额补贴导致盈利能力受损；行业竞争加剧，美团与饿了么等对手的压力；政策监管趋严，骑手社保与平台合规成本提升；以及宏观消费复苏不及预期。如果新业务无法在中期改善单位经济效益，京东整体盈利修复可能延后，资本市场信心或将受到波动影响。

### ● 主要财务指标

| 百万人民币  | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入   | 1158819 | 1228348 | 1289765 | 1341355 |
| (+/-)% | 6.84    | 6.00    | 5.00    | 4.00    |
| 营业利润   | 39570   | 41550   | 43210   | 44510   |
| (+/-)% | 36.79   | 5.00    | 4.00    | 3.01    |
| 归母净利润  | 41359   | 43427   | 45164   | 46519   |
| (+/-)% | 63.87   | 5.00    | 4.00    | 3.00    |
| 经营利润率  | 3.41%   | 3.38%   | 3.35%   | 3.32%   |
| PE     | 9.59    | 12.73   | 8.9     | 7.36    |

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

## 财务报表与盈利预测

### 资产负债表

单位:百万人民币

| 会计年度          | 2024A                | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|---------------|----------------------|------------|------------|------------|
| 现金及等价物        | 108350               | 147200     | 187000     | 228100     |
| 短期投资          | 125645               | 132000     | 138600     | 144100     |
| 应收账款          | 25596                | 27100      | 28500      | 29600      |
| 存货            | 89326                | 93800      | 97500      | 101400     |
| 流动资产合计        | 386698               | 400100     | 456100     | 503200     |
| 固定资产净值        | 88901                | 95200      | 101900     | 108000     |
| 长期股权投资        | 59370                | 62500      | 65600      | 68900      |
| 商誉及无形资产       | 33502                | 34500      | 35500      | 36600      |
| 其他资产          | ...                  | ...        | ...        | ...        |
| 非流动资产合计       | 311536               | 365154     | 376478     | 396184     |
| 资产总计          | 698234               | 765254     | 832578     | 899384     |
| 应付账款及票据       | 192860               | 204400     | 214700     | 223200     |
| 流动负债其他        | 106661               | 113100     | 118700     | 123500     |
| 流动负债合计        | 299521               | 317500     | 333400     | 346700     |
| 长期负债          | 85416                | 87100      | 88900      | 90600      |
| 负债合计          | 384937               | 404600     | 422300     | 437300     |
| 股东权益合计        | 313297               | 360654     | 410278     | 462084     |
| 少数股东权益        | (包含在股<br>东权益合<br>计内) | (逐年增加<br>) | (逐年增<br>加) | (逐年增<br>加) |
| 负债和股东权益<br>总计 | 698234               | 765254     | 832578     | 899384     |

### 主要财务比率

单位:百万人民币

| 会计年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>  |         |         |         |         |
| 营业收入         | 1158819 | 1228348 | 1289765 | 1341355 |
| 营业利润         | 39570   | 41550   | 43210   | 44510   |
| 净利润          | 41359   | 43427   | 45164   | 46519   |
| <b>盈利能力</b>  |         |         |         |         |
| 营业利润率        | 3.41%   | 3.38%   | 3.35%   | 3.32%   |
| 净利润率         | 3.57%   | 3.54%   | 3.50%   | 3.47%   |
| <b>回报率分析</b> |         |         |         |         |
| 总资产          | 698234  | 765254  | 832578  | 899384  |
| 总资产收益率       | 5.92%   | 5.67%   | 5.42%   | 5.17%   |
| 净资产          | 313297  | 360654  | 410278  | 462084  |
| 净资产收益率       | 13.20%  | 12.04%  | 11.01%  | 10.07%  |
| <b>估值分析</b>  |         |         |         |         |
| 市盈率          | 9.59    | 12.73   | 8.9     | 7.36    |
| 市净率          | 1.27    | 1.53    | 0.98    | 0.74    |

### 利润表

单位:百万人民币

| 会计年度       | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 1158819 | 1228348 | 1289765 | 1341355 |
| 同比增长       | 6.80%   | 6.00%   | 5.00%   | 4.00%   |
| 营业成本       | 974951  | 1032900 | 1084900 | 1129900 |
| 营业开支       | 144298  | 153900  | 161700  | 166945  |
| 营业利润       | 39570   | 41550   | 43210   | 44510   |
| 利息收入/(支出)  | -2896   | -3000   | -2500   | -2000   |
| 非经营损益      | 14864   | 20600   | 21400   | 22100   |
| 税前利润       | 51538   | 59175   | 62134   | 64619   |
| 所得税        | 6878    | 11835   | 12427   | 12924   |
| 净利润(含少数股东) | 44660   | 47340   | 49707   | 51695   |
| 少数股东损益     | 3301    | 3913    | 4543    | 5176    |
| 净利润(归属母公司) | 41359   | 43427   | 45164   | 46519   |
| 每股收益 EPS   | 12.9    | 13.6    | 14.1    | 14.5    |

### 现金流量表

单位:百万人民币

| 会计年度                | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润(含少数股东)          | 44660  | 47340  | 49707  | 51695  |
| 加:折旧与摊销             | 8904   | 9500   | 10000  | 10500  |
| 营运资本变动              | -500   | 2000   | -1000  | 0      |
| 其他经营科目调整            | 6500   | 7000   | 7500   | 8000   |
| 经营活动现金流净额           | 59564  | 65840  | 66207  | 70195  |
| 购建固定资产及设备<br>(资本开支) | -18000 | -16000 | -16500 | -16500 |
| 对外股权投资              | -5000  | -3000  | -3000  | -3000  |
| 其他投资收支              | -7000  | -6000  | -6000  | -5000  |
| 投资活动现金流净额           | -30000 | -25000 | -25500 | -24500 |
| 短期及长期借款净变<br>动      | 5000   | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流流出           | -5000  | -5000  | -5000  | -5000  |
| 筹资活动现金流净额           | 0      | -5000  | -5000  | -5000  |
| 净利润(含少数股东)          | 44660  | 47340  | 49707  | 51695  |
| 加:折旧与摊销             | 8904   | 9500   | 10000  | 10500  |
| 营运资本变动              | -500   | 2000   | -1000  | 0      |
| 其他经营科目调整            | 6500   | 7000   | 7500   | 8000   |

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

## 财务表现概括:

京东在2025年Q2实现总收入3566亿元人民币，同比增长22.4%，创下近三年来的最高增速。受益于零售业务稳健增长及用户活跃度提升，整体收入表现超出市场预期。归母净利润约62亿元人民币，同比下降约50%，主要由于京东外卖等新业务高额投入拖累。调整后净利润约74亿元，每股收益（EPS）为4.15元，仍高于市场一致预期。

## 财务报表分析:

### 1. 营收结构优化

零售业务收入3101亿元，同比增长20.6%，经营利润率提升至4.5%。新业务（含京东外卖）收入138亿元，同比增长近200%，但亏损显著扩大。

### 2. 盈利能力

整体净利润大幅下滑。归属于普通股股东的净利润为62亿元，同比下滑51%；Non-GAAP净利润74亿元，同比减少49%；另外营销费用占比从约4.1%升至7.6%，而补贴投入是利润受压的主因。

### 3. 现金流与资产

京东零售板块能够产生稳定现金流，确保集团有充足资金支持新业务扩张。但新业务的亏损若长期维持，将对整体现金流安全性形成挑战。

## 核心业务板块:

### 1. 零售业务（核心支柱）

零售业务依然是京东的基本盘，本季度收入3101亿元，占总营收近87%，同比增长20.6%。用户层面表现突出，季度活跃用户数与购物频次同比提升超过40%，超市品类已连续六个季度保持双位数增长，显示出京东在提升用户粘性和复购率方面的成效。公司通过深耕供应链体系、强化自营和第三方商家协同，以及在低线城市持续推进“下沉市场战略”，有效覆盖多层次消费群体，进一步巩固了零售板块的稳定增长。

### 2. 京东外卖（新业务核心）

外卖业务是京东重点投入的新业务板块，本季度营收约138亿元，同比大幅增长接近200%，体现了其在即时零售领域的迅速扩张。然而高增长伴随高亏损，Q2经营亏损达到147亿元，补贴与促销支出占比明显攀升，导致单位经济性承压。与美团外卖已进入稳定盈利期相比，京东外卖仍处于战略投入阶段，短期难以为整体利润做出贡献，但其在带动平台流量、提升用户活跃度方面发挥了重要作用。

### 3. 物流及其他业务

京东物流继续保持稳健增长，受益于电商需求的整体上升以及集团订单量的扩张。物流板块通过加大智能仓储、干支线网络和末端配送的投入，服务能力不断增强。但由于网络扩张仍在进行中，规模效应尚未完全释放，盈利能力改善速度有限。长期来看，京东物流有望在实现外部客户拓展与成本结构优化后，成为京东的重要利润来源之一。

## 研发投入

京东在2025年第二季度持续加大研发投入，延续了其“以供应链与技术驱动增长”的战略基调。Q2京东研发费用为53亿元人民币，占总收入的约1.5%，虽然占比不算高，但绝对金额在国内零售与电商企业中仍处于领先地位。

在技术应用方面，京东研发资金主要用于智能仓储与物流自动化。目前，京东大规模推广无人仓与智能分拣系统，通过自动化流水线与机器人协作，履约效率显著提升，单位配送成本得到有效降低。同时，末端配送也在试点无人车、无人机等新模式，进一步优化即时履约能力。

在AI与数据智能方面，京东重点投入到搜索推荐与智能客服，大模型在用户交互环节的应用，使得搜索转化率得到提升，同时在线客服人力需求不断下降。这些投入不仅优化了用户体验，还在提升购物频次和客单价方面发挥了积极作用。

总体来看，京东的研发支出正在形成实质性的效率改进与体验优化。尽管短期内研发投入与新业务补贴叠加，导致利润率承压，但从中长期来看，这些投入有望成为京东建立差异化竞争力和提升盈利能力的重要支撑。

## 未来展望

1. 零售业务：预计在宏观经济企稳与消费复苏背景下，零售板块将保持稳健增长，利润率有望继续改善。

2. 外卖与即时零售：短期内亏损仍将持续，但其带动用户活跃和平台流量的战略意义不容忽视。若能逐步优化补贴、提升订单密度，外卖业务有潜在扭亏空间。

3. 长期增长曲线：京东或将通过供应链科技与即时零售扩张，打造第二增长曲线。

## 潜在风险

1. 补贴大战：外卖市场竞争激烈，美团与饿了么仍占据优势，京东需面对持续高成本投入。

2. 利润承压：若新业务不能在中期改善单位经济效益，盈利压力可能延续。

3. 监管与政策：行业监管趋严（如平台责任、骑手保障），可能增加额外成本。

4. 宏观环境：消费复苏若不及预期，将影响零售业务增长。



### 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。