

京东集团-SW (09618.HK)

优于大市

2025Q3 点评：日百品类和平台业务快速增长，京东外卖亏损环比小幅减少

核心观点

本季度收入增长亮眼：本季度公司实现营业收入 2991 亿元，同比+15%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2506 亿元，同比+11%，收入强劲增长主要受益于日百和市场营销收入加速增长，我们测算自营收入同比 11%，其中带电品类收入增速 5%，商超品类收入增速 19%；自营增速环比 Q2 23% 的增速显著降低，主要由于国补高基数影响，且 Q3 多地国补额度用完对带电品类销售带动减弱。本季度平台活跃用户数以及购物频次均实现 40% 以上增长，年度活跃用户在 10 月突破 7 亿；2) 京东物流收入 521 亿元，同比+15%；3) **新业务收入同比+214%，主要由于京东外卖快速增长导致。**

公司利润：non-GAAP 净利润 58 亿元，non-GAAP 净利率 1.9%，与去年同期相比下降 3.2pct。其中经调 EBITDA 利润率从 5.8% 降至 0.8%。分业务看，零售经营利润率从去年同期 5.2% 提升至 5.9%，我们推测主要由于毛利率提升（收入结构调整和商品毛利率提升）和营销费率小幅下降（京东外卖和国补提升主站流量）。物流经营利润率去年同期 4.7% 降至 2.3%，新业务经营亏损从 25Q2 的 148 亿元增长至 25Q3 的 157 亿元，亏损大头仍为京东外卖，Q3 是外卖旺季，京东外卖单量环比增长、单均亏损收窄，整体亏损绝对值环比收窄。

股东回报：2025 年前三季度公司回购 15 亿美元，占截至 2024 年 12 月 31 日流通普通股 2.8%，股份回购计划下剩余金额约为 35 亿美元。

投资建议：维持“优于大市”评级。国补结束后日百和平台模式有望成为公司收入增长新引擎，公司持续优化供应链效率，毛利率逐步提升，用户体验不断提升。我们调整 2025-2027 年公司收入至 13349/14334/15587 亿元，调整幅度为+0.0%/+1.0%/+4.7%；调整 2025-2027 年公司经调净利分别为 300/415/574 亿元，调整幅度为+0.8%/+1.7%/+1.2%。目前公司对应 26 年 PE 约为 9x，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,334,932	1,433,368	1,558,652
(+/-%)	3.7%	6.8%	15.2%	7.4%	8.7%
经调整净利润(百万元)	35200	47827	30,041	41,492	57,376
(+/-%)	24.7%	35.9%	-37.2%	38.1%	38.3%
每股收益(元)-经调整	11.04	15.00	9.42	13.02	18.00
EBIT Margin	2.9%	4.6%	1.4%	2.0%	3.1%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	19.9%	11.6%	14.2%	18.8%
市盈率 (PE)	10.5	7.7	12.3	8.9	6.4
EV/EBITDA	11.1	8.5	14.3	11.4	8.1
市净率 (PB)	1.59	1.54	1.43	1.26	1.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：王颖婕 0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980525020001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 124.40 港元
总市值/流通市值 396532/356415 百万港元
52 周最高价/最低价 176.22/114.80 港元
近 3 个月日均成交额 1893.31 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东集团-SW (09618.HK) -2025Q3 前瞻：电商业务表现亮眼，外卖新业务 UE 持续改善》——2025-10-15
《京东集团-SW (09618.HK) -25Q2 财报点评：零售增长强劲，关注外卖系统能力建设及电商协同进展》——2025-08-16
《京东集团-SW (09618.HK) -25Q1 财报点评：零售业务表现亮眼，关注外卖进展》——2025-05-15
《京东集团-SW (09618.HK) -2025Q1 前瞻：继续受益于国补以旧换新，新业务投入影响可控》——2025-04-15
《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q4 点评：以旧换新带动零售收入快速增长，公司持续优化供应链效率提升利润率》——2025-03-08

整体表现：日百品类和平台业务快速增长，京东外卖亏损环比小幅减少

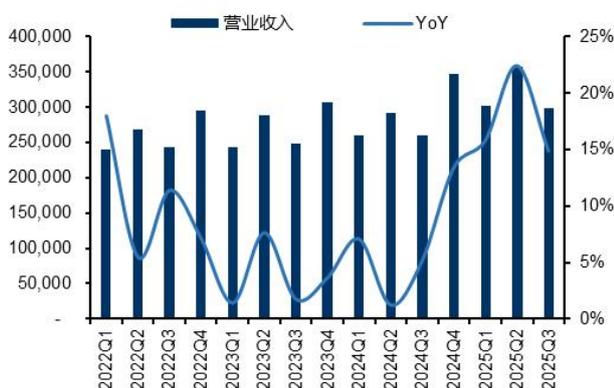
本季度公司实现营业收入 2991 亿元，同比+15%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2506 亿元，同比+11%，收入强劲增长主要受益于日百和市场营销收入加速增长，我们测算自营收入同比 11%，其中带电品类收入增速 5%，商超品类收入增速 19%；自营增速环比 Q2 23%的增速显著降低，主要由于国补高基数影响，且 Q3 多地国补额度用完对带电品类销售带动减弱。本季度平台活跃用户数以及购物频次均实现 40%以上增长，年度活跃用户在 10 月突破 7 亿；2) 京东物流收入 521 亿元，同比+15%；3) 新业务收入同比+214%，主要由于京东外卖快速增长导致。

公司 non-GAAP 净利润 58 亿元，non-GAAP 净利率 1.9%，与去年同期相比下降 3.2pct。其中经调 EBITDA 利润率从 5.8%降至 0.8%。分业务看，零售经营利润率从去年同期 5.2%提升至 5.9%，我们推测主要由于毛利率提升（收入结构调整和商品毛利率提升）和营销费率小幅下降（京东外卖和国补提升主站流量）。物流经营利润率去年同期 4.7%降至 2.3%，新业务经营亏损从 25Q2 的 148 亿元增长至 25Q3 的 157 亿元，亏损大头仍为京东外卖，Q3 是外卖旺季，京东外卖单量环比增长、单均亏损收窄，整体亏损绝对值环比收窄。我们测算本季度京东外卖亏损 140 亿，日均单量升至 1700 万单，UE 收窄至 9.2 元，未来外卖业务以减亏为主，26 年开始收佣金后预计外卖将加速减亏。管理层表示，公司将追求单量的增长，同时也会逐步释放外卖业务的规模效应，提升 UE，最终使外卖业务成为一个可以独立生存的业务。

值得一提的是，公司在 9 月份的 2025 京东全球科技探索者大会上公布了我们的人工智能路线图，推出全能数字人助理 APP “他她它” 和用于机器人、玩具、设备等的 JoyInside AI 代理。

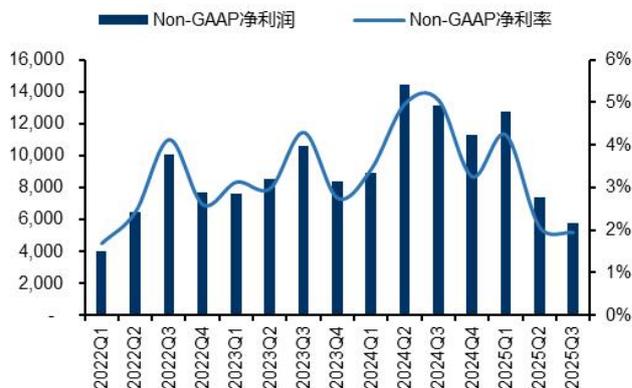
股东回报看，2025 年前三季度公司回购 15 亿美元，占截至 2024 年 12 月 31 日流通普通股 2.8%，股份回购计划下剩余金额约为 35 亿美元。

图1: 京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）



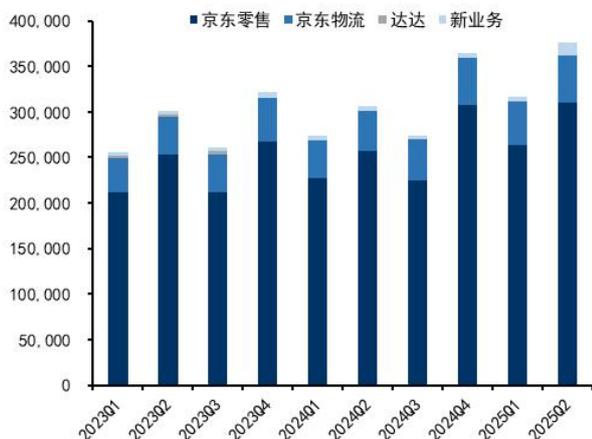
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



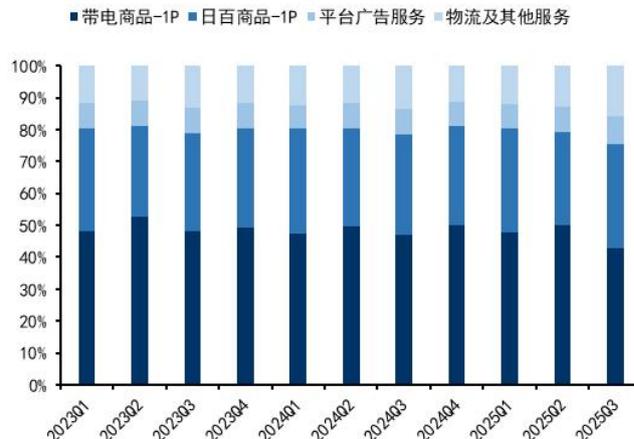
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东集团季度分业务收入 (百万元)



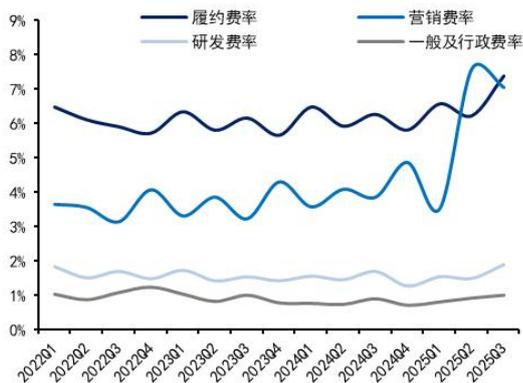
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 起达达收入并入新业务

图4: 京东集团季度各类型收入占比变化情况 (%)



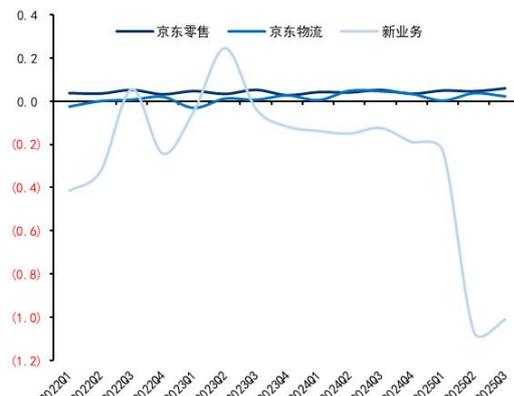
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 京东集团季度各项费率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 京东集团各业务经营利润率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 起达达经营利润情纳入新业务

投资建议: 维持“优于大市”评级

国补结束后日百和平台模式有望成为公司收入增长新引擎, 公司持续优化供应链效率, 毛利率逐步提升, 用户体验不断提升。我们调整 2025-2027 年公司收入至 13349/14334/15587 亿元, 调整幅度为+0.0%/+1.0%/+4.7%; 调整 2025-2027 年公司经调净利分别为 300/415/574 亿元, 调整幅度为+0.8%/+1.7%/+1.2%。目前公司对应 26 年 PE 约为 9x, 维持“优于大市”评级。

风险提示

公司组织架构调整带来的经营不确定性; 电商行业竞争格局恶化的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	71892	108350	174020	198679	239883	营业收入	1084662	1158819	1334932	1433368	1558652
应收款项	40808	53971	62173	66758	72593	营业成本	924958	974951	1120951	1202175	1304134
存货净额	68058	89326	102123	109570	118921	销售费用	100783	104691	176837	182710	186211
其他流动资产	8798	9406	10835	11634	12651	管理费用	28791	27384	18424	19288	20389
流动资产合计	307810	386698	474796	546840	636285	财务费用	2881	2896	2714	3075	3497
固定资产	79955	88901	89838	91054	92493	投资收益	1010	2327	8882	8882	8882
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	其他收入	8559	2675	6115	6776	5326
投资性房地产	157532	132283	132283	132283	132283	营业利润	36818	53899	31003	41777	58629
长期股权投资	56746	56850	58850	60850	62850	利润总额	36818	53899	31003	41777	58629
资产总计	628958	698234	782569	851128	937311	所得税费用	8393	6878	2521	3398	4768
短期借款及交易性金融负债	5034	7581	7581	7581	7581	少数股东损益	(910)	3301	2266	2266	2267
应付款项	173480	202347	231335	248206	269387	归属于母公司净利润	29335	43720	26215	36114	51594
其他流动负债	87136	89593	107756	115031	123845	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动负债合计	265650	299521	346671	370818	400813	净利润	29335	43720	26215	36114	51594
长期借款及应付债券	41966	56475	68208	79941	91674	折旧摊销	6019	7011	19582	19994	20498
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878	财务费用	2881	2896	2714	3075	3497
长期负债合计	66928	85416	101128	116840	132552	营运资本变动	(49216)	25513	28701	15295	17772
负债合计	332578	384937	447799	487658	533365	其它	(910)	3301	2266	2266	2267
少数股东权益	63908	73466	75732	77998	80265	经营活动现金流	(14772)	79545	76764	73669	92130
股东权益	232472	239831	259038	285472	323681	资本开支	(18888)	(14676)	(13819)	(14510)	(15235)
负债和股东权益总计	628958	698234	782569	851128	937311	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投资活动现金流	4848	(22171)	(15819)	(51062)	(49275)
每股收益	11.04	15.00	9.42	13.02	18.00	融资活动现金流	2955	(20916)	4725	2054	(1652)
每股红利	2.74	3.50	2.20	3.04	4.20	现金净变动	(6969)	36458	65670	24660	41203
每股净资产	72.93	75.24	81.27	89.56	101.55	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	174020	198679
ROIC	17%	25%	13%	20%	32%	货币资金的期末余额	71892	108350	174020	198679	239883
ROE	15%	20%	12%	15%	18%	企业自由现金流	(38171)	64149	51661	47599	67055
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%	权益自由现金流	(14238)	25991	60900	56507	75575
EBIT Margin	3%	5%	1%	2%	3%						
EBITDA Margin	3%	5%	3%	3%	4%						
收入增长	4%	7%	15%	7%	9%						
经调净利润增长率	25%	36%	-37%	38%	38%						
资产负债率	63%	66%	67%	66%	65%						
股息率	2.5%	3.2%	2.0%	2.8%	3.9%						
P/E	9.9	7.3	11.6	8.4	6.1						
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1						
EV/EBITDA	11	8	14	11	8						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032