

## Q3 营收超预期增长，利润短期承压

2025 年 11 月 18 日

➤ **事件：**2025 年第三季度，京东集团实现营业收入 2991 亿元，同比增长 14.9%，超彭博一致预期；其中，商品收入 2260.92 亿元，同比增长 10.5%；服务收入 729.67 亿元，同比增长 30.8%。从费用端来看，2025 年第三季度研发/销售/管理/履约费用率分别为 1.9%/7.0%/1.0%/7.4%，研发/管理/履约费用率环比增长 0.4/0.1/1.1pct，销售费用率环比下降 0.5pct。利润端短期承压：2025 年第三季度 Non-GAAP 归属于公司普通股股东净利润为 58 亿元，同比下降 56%，Non-GAAP 净利润率为 1.9%，同比下滑 3.2pct。

➤ **京东零售：多品类协同增长，用户规模突破里程碑。**2025 年第三季度，京东零售实现收入 2506 亿元，同比增长 11.4%，经营利润 148 亿元，同比增长 27.6%，经营利润率同比上升 0.8pct 至 5.9%。分品类来看：1) 电子产品及家用电器品类受以旧换新高基数影响，增速有所放缓，但仍凭借供应链优势巩固领先地位。截至三季度末，京东 3C 数码门店突破 4000 家，线下触点持续加密。2) 日用百货品类收入同比增长 18.8%，增速约为行业平均水平的 4 倍；其中商超品类连续 7 个季度保持双位数增长。线下布局方面，截至三季度末，京东 MALL 开业超 20 家，京东电器城市旗舰店突破 100 家，京东养车门店近 3000 家，全渠道网络持续完善。从用户运营来看，受益于核心业务与新业务协同，年度活跃用户数于 10 月突破 7 亿大关，购物频次同比实现显著增长，“11·11”期间下单用户数增长 40%，订单量增长近 60%。

➤ **京东外卖：规模持续扩张，投入效率显著改善。**2025 年第三季度，公司新业务（含外卖）实现收入同比大幅提升 214%，环比加速增长。外卖业务方面，日单量保持高速增长，入驻品质餐饮门店超 200 万家，较 Q2 新增 50 万家。我们认为，随着“品质外卖”生态成型，外卖业务将持续为平台带来用户增量与交叉销售机会，长期协同价值逐步释放。

➤ **京东物流：海外布局提速，一体化供应链能力输出。**2025 年第三季度，京东物流收入 551 亿元，同比增长 24.1%，高于市场预期，经调整后净利润达 20.2 亿元。其中，京东物流一体化供应链收入增长 45.8%，增速持续领跑行业。海外业务加速拓展，本地化运营持续深化，沙特推出自营快递服务 JoyExpress，京东物流美国海外仓获得 eBay 认证，公司持续构建全球领先的一体化供应链物流服务网络。

➤ **投资建议：**公司全品类渗透率有望持续提升，受新业务的影响，我们预计 2025-2027 年收入为 13,399/14,631/15,865 亿元，同比增长 15.6%/ 9.2%/ 8.4%；2025-2027 年经调整净利润 (Non-GAAP) 分别为 291/ 426/ 552 亿元；当前股价对应 PE 分别为 12/8/6 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；外卖业务投入超预期；海外业务拓展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,158,819	1,339,897	1,463,140	1,586,532
增长率(%)	6.8	15.6	9.2	8.4
经调整净利润	47,827	29,149	42,555	55,228
增长率(%)	36	-39	46	30
EPS(基于经调整净利润)	15.00	9.14	13.35	17.33
P/E(基于经调整净利润)	7	12	8	6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 11 月 17 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9143RMB)

**推荐**

首次评级

当前价格:

115.40 港元



**分析师 孔蓉**

执业证书: S0100525110001

邮箱: kongrong@glms.com.cn

**分析师 曹睿**

执业证书: S0100525100002

邮箱: caorui@glms.com.cn

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>386,698</b>	<b>423,975</b>	<b>459,381</b>	<b>521,249</b>
现金及现金等价物	108,350	133,122	152,194	189,989
应收账款及票据	25,596	27,009	29,732	33,088
存货	89,326	93,963	100,589	112,359
其他	163,426	169,881	176,867	185,813
<b>非流动资产合计</b>	<b>311,536</b>	<b>346,018</b>	<b>374,896</b>	<b>388,597</b>
固定资产	88,901	97,834	102,606	106,809
商誉及无形资产	33,502	36,777	36,992	39,617
其他	189,133	211,407	235,298	242,171
<b>资产合计</b>	<b>698,234</b>	<b>769,993</b>	<b>834,277</b>	<b>909,847</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>299,521</b>	<b>345,170</b>	<b>374,625</b>	<b>405,847</b>
短期借贷	7,581	20,609	20,609	20,609
应付账款及票据	192,860	207,436	227,214	247,962
其他	99,080	117,125	126,801	137,276
<b>非流动负债合计</b>	<b>85,416</b>	<b>92,560</b>	<b>92,560</b>	<b>92,560</b>
长期借贷	56,475	59,962	59,962	59,962
其他	28,941	32,598	32,598	32,598
<b>负债合计</b>	<b>384,937</b>	<b>437,730</b>	<b>467,185</b>	<b>498,407</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	239,831	256,182	287,367	327,017
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>239,831</b>	<b>256,182</b>	<b>287,367</b>	<b>327,017</b>
少数股东权益	73,466	76,081	79,726	84,423
<b>股东权益合计</b>	<b>313,297</b>	<b>332,263</b>	<b>367,093</b>	<b>411,440</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>698,234</b>	<b>769,993</b>	<b>834,277</b>	<b>909,847</b>

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>58,095</b>	<b>53,170</b>	<b>63,241</b>	<b>70,390</b>
净利润	41,359	28,893	40,269	51,890
少数股东权益	3,301	2,615	3,645	4,697
折旧摊销	8,904	9,583	10,243	10,690
营运资金变动及其他	4,531	12,080	9,083	3,114
<b>投资活动现金流</b>	<b>-871</b>	<b>-29,475</b>	<b>-32,189</b>	<b>-17,459</b>
资本支出	-13,819	-21,791	-15,230	-17,518
其他投资	12,948	-7,685	-16,959	59
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-21,004</b>	<b>2,147</b>	<b>-10,910</b>	<b>-14,066</b>
借款增加	14,374	16,515	0	0
普通股增加	-25,885	0	0	0
已付股利	-8,263	-11,472	-8,014	-11,170
其他	-1,230	-2,896	-2,896	-2,896
<b>现金净增加额</b>	<b>36,265</b>	<b>24,772</b>	<b>19,072</b>	<b>37,796</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,158,819</b>	<b>1,339,897</b>	<b>1,463,140</b>	<b>1,586,532</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	974,951	1,119,096	1,211,114	1,303,270
营业开支	144,298	196,091	209,173	225,961
财务费用	2,896	2,896	2,896	2,896
权益性投资损益	2,327	2,327	2,327	2,327
其他损益	12,537	12,299	8,299	8,299
除税前利润	51,538	36,440	50,584	65,030
所得税	6,878	4,933	6,670	8,444
净利润	44,660	31,508	43,914	56,587
少数股东损益	3,301	2,615	3,645	4,697
归属母公司净利润	41,359	28,893	40,269	51,890
EBIT	54,434	39,336	53,480	67,926
<b>EBITDA</b>	<b>63,338</b>	<b>48,919</b>	<b>63,723</b>	<b>78,616</b>
EPS (元)	13	9	13	16

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	6.84	15.63	9.20	8.43
归属母公司净利润	71.14	-30.14	39.38	28.86
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	15.87	16.48	17.23	17.85
净利率	3.57	2.16	2.75	3.27
ROE	17.25	11.28	14.01	15.87
ROIC	12.50	8.24	10.37	12.01
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	55.13	56.85	56.00	54.78
净负债比率(%)	-14.14	-15.82	-19.51	-26.59
流动比率	1.29	1.23	1.23	1.28
速动比率	0.54	0.55	0.57	0.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.75	1.83	1.82	1.82
应收账款周转率	50.50	50.94	51.57	50.51
应付账款周转率	5.43	5.59	5.57	5.49
每股指标 (元)				
每股收益	12.98	9.06	12.63	16.28
每股经营现金流	18.23	16.68	19.84	22.08
每股净资产	75.24	80.37	90.15	102.59
<b>估值比率</b>				
P/E	8	12	8	6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.80	6.21	4.77	3.86

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048