

互联网电商

2025 年 11 月 18 日

京东 (JD)

——多元化增长引擎，京东外卖运营效率提升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 11 月 17 日

收盘价 (美元)	29.54
纳斯达克指数	22708.07
52 周最高/最低 (美元)	45.12/29.90
美股市值 (亿美元)	471
流通股 (亿股)	28.65
汇率 (美元/人民币)	7.10

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《京东 (JD) 点评：京东零售盈利能力强劲，外卖 UE 进入改善通道》 2025/10/15

《京东 (JD) 点评：京东零售增长强劲，电商与外卖加速协同》 2025/08/17

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳 A0230525070005
lxl2@swsresearch.com

投资要点：

- 据公司公告，京东 25Q3 营收 2991 亿元 (sws 预期 2884 亿元)，同比+14.9%，其中服务收入为 730 亿元，同比增长 30.8%。Non-GAAP 归属于普通股股东的净利润为 58 亿元 (sws 预期 34 亿元)，同比-56%，业绩超预期。
- 高基数下带电品类平稳增长，市场份额持续领先，平台活跃用户数达 7 亿，多引擎增长矩阵成效显现。据公司公告及京东黑板报，25Q3 京东零售收入同比增长 11.4% 至 2,506 亿元，同时平台用户规模与购物频次保持强劲增长，年度活跃用户数于 10 月突破 7 亿。分品类看，带电品类受去年同期以旧换新高基数影响，收入同比增长 4.9% 至 1,286 亿元。平台继续深化日用百货等多品类核心竞争力，依托自营供应链优势推出一系列京东标签商品打造差异化货盘，日用百货品类与广告服务成为重要增长引擎，其中日用百货类收入同比增长 18.8% 至 975 亿元，平台及广告服务收入同比增长 23.7%。公司持续深化品类运营，通过上线 JD FASHION 标识、拓展超 20 家京东 MALL 线下门店 10 等举措，巩固全渠道供应链优势。25 年双十一京东成交额再创新高，下单用户数增长 40%，订单量增长近 60%。
- 京东零售经营利润率再创新高，外卖业务 UE 逐步改善。据公司公告及京东黑板报，25Q3 公司运营效率继续优化，集团实现毛利率 16.9%，实现履约毛利率 9.5%。25Q3 京东外卖百亿补贴持续推进，集团整体营销开支同比大幅增长 110.5% 至 211 亿元，新业务经营亏损达 157 亿元，亏损环比扩大 10 亿元，而 Q3 外卖单量较 Q2 提升，我们认为外卖补贴、履约等经济效率已有优化，带动 UE 进入改善通道。核心零售业务盈利能力持续增强，25Q3 京东零售经营利润率同比提升 0.7pct 至 5.9%，再创历史新高，彰显主业高质量经营。综合影响下，25Q3 Non-GAAP 净利润为 58 亿元，对应净利润率为 1.9%，同比下降 3.1pct。
- 外卖业务健康发展，推动用户活跃度，加速布局国际化，带动平台生态长期价值转化。据京东，25Q3 京东外卖 GMV 环比双位数增长，正餐比例提升，订单结构优化，同时通过提升运营效率和保持理性竞争，实现整体投入环比收窄和单均损益水平逐步改善。外卖业务作为即时零售的品类拓展，实现高质量、高粘性用户的战略投资，有效带动平台 Q3 活跃用户数和用户购物频次同比增长 40%+。看好公司持续优化运营和补贴效率，助力新业务亏损收窄，并将用户增长有效转化为整体生态的长期价值。公司 Joybuy 连续开启英国、法国、德国、荷兰等国家试运营，欧洲市场布局进一步深化，坚持“本地化+自营”模式，聚焦品牌商品，优化消费者体验。
- 维持“买入”评级。公司核心零售业务基本盘稳固，盈利能力持续提升，为集团发展提供坚实基础。外卖业务在保持健康增长的同时，财务模型逐步优化，投入节奏严守纪律，与电商主业的协同效应正不断释放。我们看好公司凭借领先的供应链能力，在日用百货等品类继续扩大市场份额，同时看好外卖业务在竞争格局趋于理性后，亏损有望持续收窄，驱动集团长期价值增长。考虑到 Q3 季度利润超预期，我们小幅上调 FY25 年调整后归普净利润预测至 282 亿元 (前值 270 亿元)。考虑到新业务减亏进度及家电高基数，下调 FY26-27 年调整后归普净利润预测为 407/528 亿元 (原值为 477/605 亿元)，维持“买入”评级。
- 风险提示：消费需求疲软，行业竞争加剧，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,084,662	1,158,819	1,316,438	1,406,586	1,520,923
同比增长率 (%)	3.7	6.8	13.6	6.8	8.1
Non-GAAP 归普净利润 (百万元)	35,200	47,827	28,235	40,687	52,789
同比增长率 (%)	24.7	35.9	(41.0)	44.1	29.7
调整后每股收益 (元)	20.87	31.14	18.83	27.42	35.37
ROE (%)	7.9	10.1	5.6	7.1	8.2
市盈率 (倍)	10	7	11	8	6
市净率 (倍)	3	3	2	2	2

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益



申万宏源研究微信服务号

Robust JD Retail growth, with greater synergies between e-commerce and food delivery

3QFY25 result review. JD reported 3QFY25 revenue of Rmb299.1bn (+14.9% YoY), exceeding our forecast of Rmb288.4bn. Notably, service income reached Rmb73.0bn (+30.8% YoY). Non-GAAP net profit stood at Rmb5.8bn (-56% YoY), surpassing our expectation of Rmb3.4bn.

Steady growth of electrical categories despite a high base; active user count reached Rmb700mn, proving the effectiveness of the multi-engine growth matrix.

According to the company's announcement and JD Blackboard, JD Retail's revenue in 3QFY25 increased by 11.4% YoY to Rmb250.6bn. Meanwhile, the platform's user scale and shopping frequency maintained strong growth, with the annual active user count exceeding 700m in October. By category, affected by the high base from the trade-in subsidies in the same period last year, revenue from electrical categories rose 4.9% YoY to Rmb128.6bn. The platform continues to deepen the core competitiveness of multiple categories such as FMCG and apparels. Leveraging the advantages of its self-operated supply chain, it has launched a series of JD-labeled products to build a differentiated product portfolio. FMCG and advertising services have become important growth engines, among which FMCG revenue increased 18.8% YoY to Rmb97.5bn, and platform and advertising services revenue grew 23.7% YoY. The company continued to deepen category operations, consolidating its omni-channel supply chain advantages through initiatives such as the JDFASHION logo and expanding more than 20 offline JD MALL stores. JD's transaction volume hit a record high during the 2025 Singles' Day Shopping Festival, with the number of paying users up by c.40% and order volume up by c.60%.

Record high operating margin for JD Retail and improved UE of food delivery.

According to the company's announcement and JD Blackboard, the group's operational efficiency continued to optimise in 3QFY25, with an overall gross margin of 16.9% and a fulfillment gross margin of 9.5%. In 3QFY25, JD Food Delivery continued to advance its Rmb10bn subsidy program. The group's total marketing expenses surged by 110.5% YoY to Rmb21.1bn, and the operating loss of new businesses reached Rmb15.7bn, an increase of Rmb0.9bn QoQ. However, 3Q25 food delivery order volume increased QoQ. With rising economies of scale, we see improved subsidies and fulfillment of the food delivery business, driving UE into an upward trajectory. The profitability of the core retail business continued to strengthen. In 3QFY25, JD Retail's operating margin rose by 0.7ppt YoY to a historic high of 5.9%, demonstrating the high-quality operation of the core

business. Overall, the non-GAAP net profit reached Rmb5.8bn in 3QFY25, corresponding to a net margin of 1.9% (-3.2ppts YoY).

Healthy development of food delivery business drives user activity and overseas expansion, promoting the long-term value conversion of the platform ecosystem.

JD Food Delivery's GMV achieved double-digit QoQ growth in 3QFY25, with an increased proportion of regular meals and an optimised order structure. Meanwhile, by improving operational efficiency and maintaining rational competition, the overall investment narrowed QoQ and the per-order profit has gradually improved. As a category extension of instant retail, the food delivery business represents a strategic investment in high-quality and high-stickiness users, effectively driving the platform's active user count and user shopping frequency to grow by over 40% YoY in 3Q25. We believe the company will continue to optimise operational and subsidy efficiency to narrow the losses of new businesses and effectively converting user growth into the long-term value of the overall ecosystem. The company's Joybuy has successively launched pilot operations in countries such as the UK, France, Germany, and the Netherlands, further deepening its layout in the European market. It adheres to the "localisation + self-operation" model, with a focus on branded products and optimized consumer experience.

Maintain BUY. The basic fundamentals of the company's core retail business remain solid, with improving profitability, providing a strong foundation for the group's development. The food delivery business has maintained healthy growth while gradually optimising its financial model and adhering to disciplined investment pacing, which will bring greater synergies with the core e-commerce business. Leveraging its leading supply chain capability, we expect the firm to expand its market share in categories such as FMCG. Meanwhile, we also anticipate narrowing losses of the food delivery business as the competitive landscape becomes more rational, driving the long-term value growth of the group. Considering better-than-expected 3QFY25 earnings, we slightly raise our Non-GAAP net income attributable to the Company's ordinary shareholders forecasts from Rmb27.0bn to Rmb28.2bn in FY25E. Considering the progress of the new business in reducing losses and the high base level of the home appliances, we decrease our Non-GAAP net income attributable to the Company's ordinary shareholders forecasts from Rmb47.7bn to Rmb40.7bn in FY26E, from Rmb60.5bn to Rmb52.8bn in FY27E. We maintain our BUY rating.

Risks. Weak consumer demand; intensified industry competition; slower-than-expected growth of new businesses.

合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,316,438	1,406,586	1,520,923
营收成本	-924,958	-974,951	-1,111,823	-1,186,436	-1,265,171
毛利润	159,704	183,868	204,615	220,150	255,752
其他净额	7,496	13,371	15,593	15,373	14,779
履约费用	-64,558	-70,426	-85,098	-92,320	-77,604
费用	-130,794	-144,298	-197,374	-195,243	-216,803
经调整 EBITDA	42,452	51,584	22,044	38,766	53,348
经调整 EBIT	28,131	34,420	1,856	19,637	31,587
利息费用	-2,881	-2,896	-2,473	-2,000	-2,456
税前利润/亏损	31,650	51,538	27,516	37,480	53,761
所得税收益/费用	-8,393	-6,878	-2,389	-6,162	-9,677
归属少数股东的净亏损	-910	3,301	2,700	3,181	3,061
夹层非控制性权益股东应占净收益	0	0	0	0	0
归属普通股股东的净收益/亏损	24,167	41,359	22,427	28,138	41,023
Non-GAAP 归普净利润	35,200	47,827	28,235	40,687	52,789

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。