

京东集团-SW (09618.HK)

外卖 UE 持续减亏，与零售强协同

京东集团发布 2025Q3 财报业绩。京东 2025Q3 录得收入 2991 亿元，同比增长 14.9%。按集团构成角度，京东零售/京东物流/新业务各录得收入 2506/551/156 亿元，同比增长 11.4%/24.1%/213.7%。按业务类型角度，商品收入/服务收入各录得 2261/730 亿元，同比增长 10.5%/30.8%。

公司本季录得合并经营损失总额 11 亿元，其中京东零售/京东物流/新业务经营利润率各 5.9%/2.3%/-100.9%。non-GAAP 归母净利 58 亿元，同比下降 56%，non-GAAP 净利润率约 1.9%。

用户增长强劲，日百与广告服务收入成主要增长引擎。截至 10 月，京东年度活跃用户已超 7 亿，本季度用户数量与购买频次同比增长 40%。商品收入方面，京东带电/日百品类收入分别实现 4.9%/18.8%的增速。日百品类增速约为行业的 4 倍，其中商超品类已连续 7 个季度保持双位数增长，带电品类增速放缓则是受以旧换新带来的高基数影响。服务收入方面，平台及广告收入增速进一步加快，同比增速达 23.7%。

外卖 UE 持续改善，与零售业务形成强协同。受订单量增长以及餐食高客单价订单占比提升的共同驱动，本季度京东外卖 GMV 实现环比双位数增长。同时，外卖业务投入环比减少叠加 UE 持续提升，带动外卖经营亏损环比进一步收窄。早期获客批次的外卖新用户零售转化率已接近 50%，累计交叉销售率保持上行趋势，商超、电子配件及京喜品类受益显著。

品质餐厅与自营在外卖供给端齐发力。从外卖供应来看，京东外卖已入驻超 200 万家品质餐厅，合作的 Top300 餐饮品牌日均订单量较上线首月增长 13 倍。此外，京东推出的“七鲜小厨”凭食材新鲜现炒等特色获消费者认可，单量持续增加。七鲜小厨流量也带动周边三公里内品质餐厅的订单量增长超过 12%。

关注外卖业务减亏以及与零售等业务的协同，重申“增持”评级。我们预测公司 2025-2027 年收入 13287/14155/15129 亿元，同比增长 14.7%/6.5%/6.9%，non-GAAP 归母净利 280/395/514 亿元，同比-41.5%/40.9%/30.3%。基于 8.5x 2026e P/E，我们认为京东的合理市值为 3353 亿元人民币，对应股价为 (JD.O) 32 美金和 (9618.HK) 124 港币的目标价，重申“增持”评级。

风险提示：平台商家生态发展不及预期；消费者购买意愿不及预期；外卖业务减亏不及预期。

财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,084,662	1,158,819	1,328,657	1,415,499	1,512,869
增长率 YoY (%)	3.7	6.8	14.7	6.5	6.9
调整后归母净利润 (百万元)	35,200	47,827	27,995	39,450	51,394
增长率 YoY (%)	24.7	35.9	-41.5	40.9	30.3
调整后 EPS (元)	11.1	16.1	9.4	13.3	17.3
净资产收益率 (%)	14.5	20.9	10.4	12.7	15.6
P/E (倍)	9.1	6.3	10.7	7.6	5.8
P/S (倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

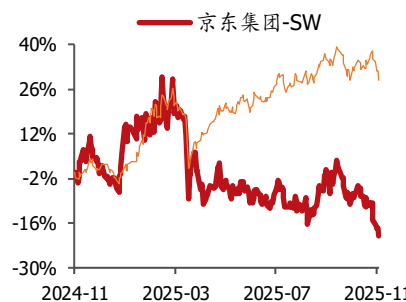
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 21 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
11 月 21 日收盘价 (港元)	110.30
总市值 (百万港元)	328,804.30
总股本 (百万股)	2,981.00
其中自由流通股 (%)	95.20
30 日日均成交量 (百万股)	11.70

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

相关研究

- 《京东集团-SW (09618.HK): 双十一首战告捷，外卖 UE 望改善》 2025-10-22
- 《京东集团-SW (09618.HK): 零售增长稳健，外卖协同显现》 2025-08-22
- 《京东集团-SW (09618.HK): 业绩增长加速，外卖反哺平台》 2025-05-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	307,810	386,698	452,982	474,082	563,720
现金	71,892	108,350	203,376	220,992	330,109
应收账款	20,302	25,596	27,029	29,036	30,885
预付账款	2,753	7,619	4,225	8,377	5,059
存货	68,058	89,326	90,394	100,833	103,044
其他流动资产	144,805	155,807	127,959	114,844	94,623
非流动资产	321,148	311,536	317,466	324,020	331,124
固定资产	70,035	82,737	77,631	73,149	69,217
在建工程	9,920	6,164	14,012	21,860	29,708
无形资产	6,935	7,793	7,793	7,793	7,793
股权投资	56,746	56,850	59,420	61,990	64,560
证券投资	80,840	59,370	59,370	59,370	59,370
其他非流动资产	96,672	98,622	99,240	99,858	100,476
资产总计	628,958	698,234	770,448	798,102	894,844
流动负债	265,650	299,521	346,816	340,751	392,180
短期借款	5,034	7,581	7,956	8,331	8,706
应付账款	166,167	192,860	217,120	219,110	245,978
预付款项	31,625	32,437	41,014	37,238	46,397
其他流动负债	62,824	66,643	80,726	76,072	91,099
非流动负债	66,928	85,416	85,416	85,416	85,416
长期借款	31,555	31,705	31,705	31,705	31,705
其他非流动负债	35,373	53,711	53,711	53,711	53,711
负债合计	332,578	384,937	432,232	426,167	477,596
少数股东权益	63,908	73,466	75,496	75,516	75,536
法定储备	6,109	6,688	6,688	6,688	6,688
资本公积	184,204	182,404	182,404	182,404	182,404
累计亏损	44,051	76,573	99,462	133,162	178,455
归属母公司股东权益	231,858	239,347	262,236	295,936	341,229
夹层权益	614	484	484	484	484
负债、夹层权益及权益总额	628,958	698,234	770,448	798,102	894,844

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59,521	58,095	85,619	15,575	107,076
除税前利润	23,257	44,660	24,919	33,720	45,313
折旧及摊销	8,292	8,904	10,459	9,834	9,285
股权激励费用	4,804	2,999	0	0	0
营运资金变动	15,879	5,148	50,241	-27,979	52,478
其他经营现金流	7,289	-3,616	0	0	0
投资活动现金流	-59,543	-871	1,666	1,666	1,666
资本支出	-20,015	-13,819	-13,819	-13,819	-13,819
购入土地使用权	-4,981	-618	-618	-618	-618
购入短期投资	-193,605	-148,462	-148,462	-148,462	-148,462
短期投资到期	217,184	166,517	166,517	166,517	166,517
其他投资活动现金流	-58,126	-4,489	-1,952	-1,952	-1,952
筹资活动现金流	-5,808	-21,004	375	375	375
短期借款	1,151	375	375	375	375
长期借款	13,157	0	0	0	0
普通股增加	-2,497	-25,912	0	0	0
其他筹资现金流	-17,619	4,533	0	0	0
现金净增加额	-5,705	36,318	87,660	17,616	109,117

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,084,662	1,158,819	1,328,657	1,415,499	1,512,869
营业成本	924,958	974,951	1,113,316	1,184,598	1,262,963
营销开支	40,133	47,953	90,214	86,297	72,618
行政开支	9,710	8,888	11,301	12,030	12,859
履约开支	64,558	70,426	87,306	94,557	101,063
研发开支	16,393	17,031	20,264	21,621	23,110
其他	-860	-2,361	387	0	0
营业利润	28,050	37,209	6,643	16,397	40,256
投资损益	1,010	2,327	7,642	8,000	8,000
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	2,881	2,896	2,913	2,930	2,947
其他净额	7,496	13,371	15,882	16,000	8,000
利润总额	33,675	50,011	27,254	37,467	53,309
所得税	8,393	6,878	2,335	3,747	7,996
净利润	25,282	43,133	24,919	33,720	45,313
少数股东损益	-910	3,301	2,030	20	20
归属母公司净利润	26,192	39,832	22,889	33,700	45,293
Non-GAAP 归母净利	35,200	47,827	27,995	39,450	51,394
Non-GAAP 归母净利率	3.2%	4.1%	2.1%	2.8%	3.4%
Non-GAAP EPS (元)	11.1	16.1	9.4	13.3	17.3

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.7	6.8	14.7	6.5	6.9
营业利润(%)	32.0	48.8	-82.9	146.8	145.5
归属于母公司净利润(%)	132.8	71.1	-44.7	47.2	34.4
获利能力					
毛利率(%)	14.7	15.9	16.2	16.3	16.5
净利率(%)	2.4	3.4	1.7	2.4	3.0
ROE(%)	14.5	20.9	10.4	12.7	15.6
ROIC(%)	7.6	11.7	1.3	3.8	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	55.1	56.1	53.4	53.4
净负债比率(%)	-42.4	-55.3	-86.6	-82.6	-103.5
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	53.1	50.5	50.5	50.5	50.5
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	11.1	16.1	9.4	13.3	17.3
每股经营现金流(最新摊薄)	37.9	40.9	60.3	11.0	75.5
每股净资产(最新摊薄)	73.7	84.2	92.3	104.3	120.2
估值比率					
P/E	9.1	6.3	10.7	7.6	5.8
P/S	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8
P/B	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 21 日收盘价

图表1: 京东财务预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入构成 (亿元)					
总收入	10,847	11,588	13,287	14,155	15,129
京东零售	9,453	10,159	11,374	11,759	12,495
京东物流	1,666	1,828	2,162	2,400	2,542
新业务	266	192	466	597	692
分部间抵消及其他	-539	-591	-715	-600	-600
收入增速					
京东零售	4%	7%	15%	7%	7%
京东物流	2%	7%	12%	3%	6%
京东物流	21%	10%	18%	11%	6%
毛利 (亿元)					
毛利	1,597	1,839	2,153	2,309	2,499
毛利率	14.7%	15.9%	16.2%	16.3%	16.5%
Non-GAAP 经营利润 (亿元)					
Non-GAAP 经营利润	354	440	108	223	465
Non-GAAP 经营利润率	3.3%	3.8%	0.8%	1.6%	3.1%
Non-GAAP 归母净利 (亿元)					
Non-GAAP 归母净利	352	478	280	395	514
Non-GAAP 归母净利率	3.2%	4.1%	2.1%	2.8%	3.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 京东财务预测: 季度

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25e	1Q26e	2Q26e	3Q26e	4Q26e
收入构成 (亿元)								
总收入	3,011	3,567	2,991	3,719	3,312	3,596	3,265	3,982
京东零售	2,638	3,101	2,506	3,129	2,784	2,972	2,663	3,339
京东物流	470	516	551	625	550	614	571	664
新业务	58	139	156	114	128	159	180	130
分部间抵消及其他	-155	-188	-222	-150	-150	-150	-150	-150
收入增速								
京东零售	15.8%	22.4%	14.9%	7.2%	10.0%	0.8%	9.2%	7.1%
京东物流	16%	21%	11%	2%	6%	-4%	6%	7%
京东物流	11%	17%	24%	20%	17%	19%	4%	6%
毛利 (亿元)								
毛利	478	566	505	604	521	596	531	661
毛利率	15.9%	15.9%	16.9%	16.2%	15.7%	16.6%	16.3%	16.6%
Non-GAAP 经营利润 (亿元)								
Non-GAAP 经营利润	101	9	2	-4	-11	60	21	153
Non-GAAP 经营利润率	3.4%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	1.7%	0.6%	3.9%
Non-GAAP 归母净利 (亿元)								
Non-GAAP 归母净利	128	74	58	23	38	103	67	187
Non-GAAP 归母净利率	4.2%	2.1%	1.9%	0.6%	1.2%	2.9%	2.1%	4.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com