

京东集团-SW (09618.HK) 25Q4 前瞻

强烈推荐 (维持)

Q4 国补退坡影响带电增速，外卖单量稳健亏损环比改善

我们预计 25Q4 京东集团总收入同比微增，Non-gaap 归母净利润约 4.8 亿元。Q4 预计带电品类因国补四季度退坡且进入高基数导致增速转负，日百类及 3P 收入仍维持双位数增长；外卖 Q4 单量保持稳健，亏损环比继续收窄。长期看好公司自营壁垒下的增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□Q4 受国补退坡带电类增速转负影响，集团及零售收入增速承压，日百类及 3P 收入增势稳健。2025Q4 预计集团总收入同比微增，京东零售收入同比下降，分品类来看，带电品类由于 Q4 国补资金退坡以及同比进入高基数，收入同比双位数下降，其中家电及电脑数码受影响相对较大；日百收入在商超类、时尚家居、健康等品类健康增势下预计 Q4 将维持双位数增长；3P 商家广告及佣金收入预计 Q4 也有望实现双位数增长。展望明年，目前 2026 年国家继续实施家电以旧换新补贴，支持范围聚焦冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器等 6 类产品，同时将数码产品购新补贴拓展为数码和智能产品购新补贴，支持范围包括手机、平板、智能手表（手环）、智能眼镜和智能家居产品，预计 2026Q1 及全年集团收入及带电品类收入增速均有望好于 25Q4，同时日百品类有望维持双位数增长。

□Q4 预计集团 nongaap 归母净利润约 4.8 亿，2026 年盈利有望改善。利润端来看，预计 Q4 京东零售经营利润同比下降，主要由于 1) 国补资金退坡后平台联合品牌开展补贴；2) 品类结构变化，利润相对较低的商超品类占比提高影响零售利润水平；3) 全员涨薪带来成本增加。预计 Q4 集团 nongaap 归母净利润约 4.8 亿。展望明年，预计伴随 26 年国补下发 26Q1 利润有望好于 25Q4。

□新业务环比减亏，外卖单量及 UE 均环比改善。京东新业务 Q4 环比减亏，其中外卖 Q4 投入规模环比改善，京喜和国际业务的投入环比增加但增幅可控，低于外卖减亏幅度。外卖业务 Q4 单量和 UE 均环比改善，整体表现稳健，预计 2026 年外卖业务将持续推进 UE 改善。

□投资建议：考虑到国补退坡对公司收入及利润的影响，2025-2027 年 Non-gaap 归母净利润调整为 264/ 327/ 510 亿元，给予 2026 年 Non-gaap 归母净利润 10-12 倍 PE，对应目标价 125-150 港元/股，长期看京东自营模式壁垒坚实，看好公司增长韧性以及供应链强议价能力下的利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧；外卖投入超预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1084662	1158819	1305167	1361675	1419895
同比增长	4%	7%	13%	4%	4%
Nongaap 归母净利润(百万元)	35200	47827	26428	32720	50951
同比增长	25%	36%	-45%	24%	56%
每股收益(元)	8.34	14.27	5.85	9.26	14.87
P/E(倍)	8.7	6.4	11.6	9.4	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：125 - 150 港元

当前股价：117.4 港元

基础数据

总股本 (百万股)	3188
港股股 (百万股)	2865
总市值 (十亿港元)	374.2
港股市值 (十亿港元)	336.4
每股净资产 (港元)	72.8
ROE (TTM)	17.8
资产负债率	57.3%
主要股东	Max Smart Limited
主要股东持股比例	9.6007%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) 25Q3 财报点评—电商利润超预期，外卖业务逐步减亏》2025-11-14
- 2、《京东集团-SW (09618) 25Q3 前瞻—Q3 零售电商稳健增长，利润表现好于预期》2025-10-14
- 3、《京东集团-SW (09618) 25Q2 财报点评—电商收入及利润超预期，关注外卖后续投入与生态协同》2025-08-15

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	307810	386698	433486	477734	539144
现金及现金等价物	71892	108350	135417	173003	226737
其他短期投资	118254	125645	125645	125645	125645
应收账款及票据	20302	25596	28829	30077	31363
其它应收款	20506	28375	31959	33342	34768
存货	68058	89326	101043	104615	109107
其他流动资产	8798	9406	10594	11053	11525
非流动资产	321148	311536	302310	294058	286675
长期投资	137586	59370	59370	59370	59370
固定资产	79955	88901	79675	71423	64040
无形资产	66478	70335	70335	70335	70335
其他	37129	92930	92930	92930	92930
资产总计	628958	698234	735796	771792	825819
流动负债	265650	299521	328989	340284	354488
应付账款	166167	192860	218157	225870	235568
应交税金	7313	9487	9487	9487	9487
短期借款	5034	7581	0	0	0
其他	87136	89593	101345	104928	109433
长期负债	66928	85416	85416	85416	85416
长期借款	41966	56475	56475	56475	56475
其他	24962	28941	28941	28941	28941
负债合计	332578	384937	414405	425700	439904
储备	239290	239831	246655	269247	305653
少数股东权益	63908	73466	74736	76844	80262
归属于母公司所有者权益	232472	239831	246655	269247	305653
负债及权益合计	628958	698234	735796	771792	825819

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	59521	58095	25077	26186	44940
净利润	24167	41359	16971	26835	43114
折旧与摊销	8304	8904	9376	8403	7532
营运资本变动	15879	6824	17328	4633	6528
其他非现金调整	11171	1008	(18598)	(13684)	(12234)
投资活动现金流	(59543)	(871)	22391	18449	18449
资本性支出	(20015)	(13819)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	130	0	0	0	0
投资增减	647547	489507	0	0	0
其它	4139	(4187)	22541	18599	18599
筹资活动现金流	(5808)	(21004)	(20401)	(7049)	(9656)
债务增减	3113	14374	(7581)	0	0
股本增减	(2464)	(25885)	0	0	0
股利支付	6741	8263	10147	4243	6709
其它筹资	284	(1230)	(2673)	(2807)	(2947)
其它调整	113	45	(20293)	(8485)	(13417)
现金净增加额	(5717)	36265	27067	37586	53734

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1084662	1158819	1305167	1361675	1419895
主营收入	1084662	1158819	1305167	1361675	1419895
营业成本	924958	974951	1102833	1141822	1190849
毛利	159704	183868	202334	219854	229046
营业支出	130794	144298	200807	201170	189775
营业利润	28910	39570	1527	18684	39271
利息支出	2881	2896	2673	2807	2947
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	1010	2327	8442	4500	4500
其他非经常性损益	9779	14099	14099	14099	14099
非经常项目损益	(5168)	(1562)	(1562)	(1562)	(1562)
除税前利润	31650	51538	19833	32914	53361
所得税	8393	6878	1592	3971	6829
少数股东损益	(910)	3301	1270	2108	3418
归属普通股股东净利润	24167	41359	16971	26835	43114
EPS(元)	8.34	14.27	5.85	9.26	14.87

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4%	7%	13%	4%	4%
营业利润	58%	37%	-96%	1123%	110%
净利润	133%	71%	-59%	58%	61%
获利能力					
毛利率	14.7%	15.9%	15.5%	16.1%	16.1%
净利率	2.2%	3.6%	1.3%	2.0%	3.0%
ROE	10.4%	17.2%	6.9%	10.0%	14.1%
ROIC	8.4%	12.8%	5.5%	8.0%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	55.1%	56.3%	55.2%	53.3%
净负债比率	7.5%	9.2%	7.7%	7.3%	6.8%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7
存货周转率	12.7	12.4	11.6	11.1	11.1
应收账款周转率	25.1	24.5	22.7	21.9	21.9
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.1	5.2
每股资料(元)					
每股收益	8.34	14.27	5.85	9.26	14.87
每股经营现金	20.53	20.04	8.65	9.03	15.50
每股净资产	80.19	82.73	85.08	92.88	105.43
每股股利	2.66	3.50	1.46	2.31	3.72
估值比率					
EV/EBITDA	8.7	6.4	11.6	9.4	6.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。