

京东集团-SW (09618.HK)

2025Q4 前瞻：国补退坡致 Q4 收入利润承压

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：王颖婕	0755-81983057	wangyingjie1@guosen.com.cn	执证编码：S0980525020001

事项：

京东集团即将发布 2025 年四季度财报。

国信互联网观点：1) 国补退坡导致四季度收入表现承压，料收入同比+0.5%，Non-GAAP 净利率同比-3pct；收入端，我们预计 Q4 京东集团实现营收 3488 亿元，同比+0.5%，主要由于国补高基数影响（2 年 CAGR 为 +7%）以及年货节错期。预计京东零售收入增速-3%，其中带电类目增速双位数负增长，日百类目增速环比下降，仍保持两位数增长；外卖业务单量环比 Q3 有所增长，预计京东零售/京东物流/新业务 Q4 收入增速分别为-3%/+20%/+259%。**运营情况看，**我们预计京东 Q4 GMV 低个位数负增长（10-11 月网上零售大盘 yoy+6.7%），主要由于国补退坡叠加高基数影响带电类目增速；用户侧看，电商季度活跃购买用户、用户购频仍保持强劲增长，我们认为国补退坡下高客单带电类目占比下降影响公司单均价，进而影响 GMV 增速。**利润端，**料公司 2025Q4 Non-GAAP 净利率 0.2%，同比下降 3.1pct。其中京东零售经营利润率同比下降 0.6pct 至 2.7%，主要由于国补退坡后平台出资补贴、商超占比提升导致整体经营利润率下滑；今年开始的新业务外卖持续亏损拉低公司利润，环比看外卖 UE 持续改善，主要受益于公司未跟进友商大规模用户补贴，正餐占比稳中有升，此外外卖补贴更精准带动 UE 亏损减少。

2) **维持优于大市评级：**2026 年国补力度有所下降，对于带电类目拉动效果减弱，我们调整 2025-2027 年公司收入预测至 13056/13969/14943 亿元，调整幅度为-2.2%/-2.5%/-4.1%，我们预计公司会投入一定补贴拉动 GMV 增长，此外新业务里的外卖和出海业务仍有可能加大投入，调整 2025-2027 年公司经调净利预测至 265/296/333 亿元，调整幅度为-11.9%/-28.6%/-42.0%，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：国补退坡导致四季度收入表现承压，料收入同比+0.5%，Non-GAAP 净利率同比-3pct

我们预计 Q4 京东集团实现营收 3488 亿元，同比+0.5%，主要由于国补高基数影响（2 年 CAGR 为 +7%）以及年货节错期。预计京东零售收入增速-3%，其中带电类目增速双位数负增长，日百类目增速环比下降，仍保持两位数增长；外卖业务单量环比 Q3 有所增长，预计京东零售/京东物流/新业务 Q4 收入增速分别为-3%/+20%/+259%。

运营情况看，我们预计京东 Q4 GMV 低个位数负增长（10-11 月网上零售大盘 yoy+6.7%），主要由于国补退坡叠加高基数影响带电类目增速；用户侧看，电商季度活跃购买用户、用户购频仍保持强劲增长，我们认为国补退坡下高客单带电类目占比下降影响公司单均价，进而影响 GMV 增速。

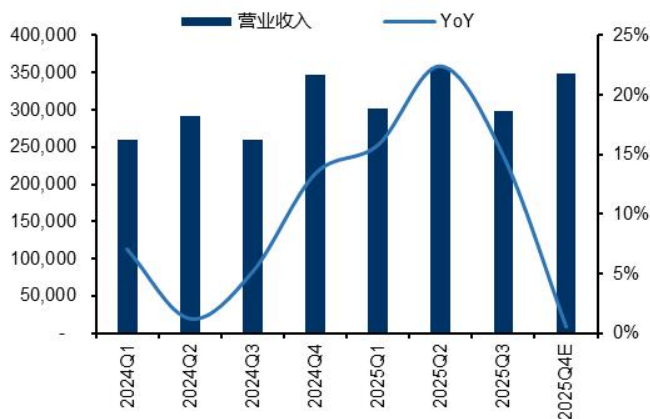
料公司 2025Q4 Non-GAAP 净利率 0.2%，同比下降 3.1pct。其中京东零售经营利润率同比下降 0.6pct 至 2.7%，主要由于国补退坡后平台出资补贴、商超占比提升导致整体经营利润率下滑；今年开始的新业务外卖持续亏损拉低公司利润，环比看外卖 UE 持续改善，主要受益于公司未跟进友商大规模用户补贴，正餐占比稳中有升，此外外卖补贴更精准带动 UE 亏损减少。

表1: 京东集团季度业绩预测 (百万元)

	2024Q4	2025Q3	国信预测		
			2025Q4E	YoY	QoQ
商品收入	280,978	226,092	269,022	-4%	19%
电子产品及家用电器商品收入	174,149	128,587	151,510	-13%	18%
日用百货商品收入	106,829	97,505	117,512	10%	21%
服务收入	66,008	72,967	79,758	21%	9%
平台及广告服务收入	26,634	25,688	30,096	13%	17%
物流及其他服务收入	39,374	47,279	49,662	26%	5%
总收入	346,986	299,059	348,780	1%	17%
毛利, GAAP	53,117	50,474	53,740	1%	6%
经营利润, GAAP	8,491	(1,051)	(4,658)	-155%	343%
Non-GAAP 净利润	11,294	5,796	528	-95%	-91%
毛利率	15.3%	16.9%	15.4%	0.1pct	-1.5pct
经营利润率, GAAP	2.4%	-0.4%	-1.3%	-3.8pct	-1.0pct
Non-GAAP 净利率	3.3%	1.9%	0.2%	-3.1pct	-1.8pct

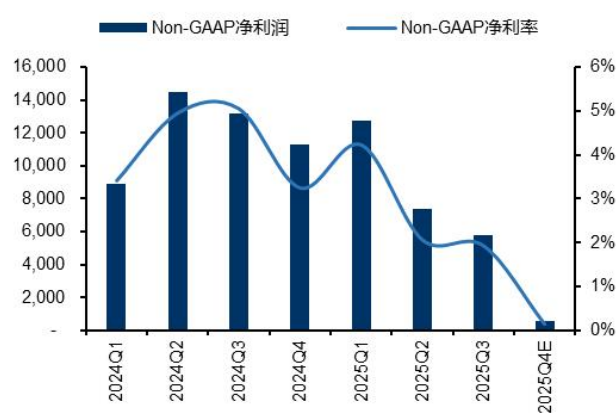
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图1: 京东集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

2026 年国补力度有所下降, 对于带电类目拉动效果减弱, 我们调整 2025-2027 年公司收入预测至 13056/13969/14943 亿元, 调整幅度为-2.2%/-2.5%/-4.1%, 我们预计公司会投入一定补贴拉动 GMV 增长, 此外新业务里的外卖和出海业务仍有可能加大投入, 调整 2025-2027 年公司经调净利预测至 265/296/333 亿元, 调整幅度为-11.9%/-28.6%/-42.0%, 继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

《京东集团-SW (09618. HK) -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》——2025-11-15

《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

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	167783	179981	197502	营业收入	1084662	1158819	1305581	1396884	1494274
应收款项	40808	53971	60806	65059	69595	营业成本	924958	974951	1096878	1172212	1253938
存货净额	68058	89326	99904	106809	114295						
其他流动资产	8798	9406	10597	11338	12129	销售费用	100783	104691	172619	196064	206745
流动资产合计	307810	386698	464736	523384	585757	管理费用	28791	27384	18187	18987	19844
固定资产	79955	88901	89838	91054	92493	财务费用	2881	2896	2730	3138	3650
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	投资收益	1010	2327	8882	10960	10960
投资性房地产	157532	132283	132283	132283	132283						
长期股权投资	56746	56850	58850	60850	62850	其他收入	8559	2675	3274	6219	6840
资产总计	628958	698234	772509	827673	886783	营业利润	36818	53899	27323	23662	27897
短期借款及交易性金融负债	5034	7581	7581	7581	7581						
应付款项	173480	202347	226309	241951	258908	利润总额	36818	53899	27323	23662	27897
其他流动负债	87136	89593	105385	113626	121335	所得税费用	8393	6878	2337	1183	1395
流动负债合计	265650	299521	339275	363157	387823	少数股东损益	(910)	3301	2266	974	975
长期借款及应付债券	41966	56475	68208	79941	91674	归属于母公司净利润	29335	43720	22719	21505	25527
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878						
长期负债合计	66928	85416	101128	116840	132552	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	332578	384937	440403	479997	520375	净利润	29335	43720	22719	21505	25527
少数股东权益	63908	73466	75732	76706	77681						
股东权益	232472	239831	256374	270969	288727	折旧摊销	6019	7011	19582	19994	20498
负债和股东权益总计	628958	698234	772509	827673	886783	财务费用	2881	2896	2730	3138	3650
						营运资本变动	(49216)	25513	25128	15963	15833
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	(910)	3301	2266	974	975
每股收益	11.04	15.00	8.31	9.29	10.45	经营活动现金流	(14772)	79545	69696	58437	62833
每股红利	2.74	3.50	1.94	2.17	2.44	资本开支	(18888)	(14676)	(13819)	(14510)	(15235)
每股净资产	72.93	75.24	80.43	85.01	90.58	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
ROIC	17%	25%	12%	9%	12%	投资活动现金流	4848	(22171)	(15819)	(51062)	(49275)
ROE	15%	20%	10%	11%	12%	融资活动现金流	2955	(20916)	5556	4823	3963
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%	现金净变动	(6969)	36458	59433	12197	17521
EBIT Margin	3%	5%	1%	1%	1%	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	167783	179981
EBITDA Margin	3%	5%	3%	2%	2%	货币资金的期末余额	71892	108350	167783	179981	197502
收入增长	4%	7%	13%	7%	7%	企业自由现金流	(38171)	64149	47257	30588	34155
经调净利润增长率	25%	36%	-45%	12%	12%	权益自由现金流	(14238)	25991	56493	39340	42421
资产负债率	63%	66%	67%	67%	67%						
股息率	2.6%	3.3%	1.8%	2.0%	2.3%						
P/E	9.6	7.1	12.7	11.4	10.1						
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2						
EV/EBITDA	11	8	14	18	16						

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