

京东集团-SW (09618.HK)

优于大市

2026Q1 前瞻：外卖减亏趋势明确，国补高基数影响逐步减弱

◆ 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 2026 年一季度财报。

国信互联网观点：1) 预计 26Q1 收入利润环比回暖，料收入同比+3.2%，增速环比提升 1.7pct，Non-GAAP 净利率环比+1.4pct；收入端，我们预计 Q1 京东集团实现营收 3108 亿元，同比+3.2%，仍受国补高基数影响（2 年 CAGR 为+9%）。预计京东零售收入增速+0.8%，其中带电类目增速双位数负增长，日百类目增速环比回升，仍保持两位数增长；外卖业务环比明显减亏，预计京东零售/京东物流/新业务 Q4 收入增速分别为+1%/+20%/+163%。**运营情况看**，我们预计京东 26Q1 GMV 基本持平（26Q1 网上商品零售大盘 yoy+7.5%），主要由于去年同期高基数影响手机等带电类目增速，预计带电品类下半年起增长加速；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，我们认为国补下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 2026Q1 Non-GAAP 净利率 1.7%，环比提升 1.4pct。其中京东零售经营利润率同比下降 0.2pct、环比提升 1.5pct 至 4.7%，主要由于新一轮国补政府资金就位、平台出资补贴大幅降低；预计新业务亏损 114 亿，环比减亏 34 亿，其中外卖 26Q1 明显减亏，京喜和国际业务投入同比增加但可控。

2) **维持优于大市评级：**2026 年国补力度下降带来的收入降速影响可控，我们基本维持 26-28 年收入预测不变，预计 26 年公司将逐步收缩外卖业务投入，我们测算 2025 年外卖业务亏损 391 亿，预计 2026 年外卖业务亏损降至 202 亿，减亏 48%，京喜和国际业务亏损增加可控，我们测算 26 年新业务整体亏损减少 114 亿至 352 亿元，新业务整体减亏趋势明确，调整 2026-2028 年公司经调净利预测至 302/427/463 亿元，调整幅度为+1.1%/+2.3%/+2.0%。

目前集团上市子公司包括京东物流、京东健康、京东工业：1) 京东物流聚焦外部高单价时效件，我们预计 26 年收入增速 20-25%，利润增速 25%-30%，快于收入增速，主要由于跨境速运利润释放以及德邦利润转正；2) 京东健康受益于消费者线上购药心智逐步提升、线上医保逐步放开，预计 26 年收入增速接近 20%，公司账上有近 500 亿现金及等价物，不考虑美国降息政策影响，预计 26 年经调净利润增速与收入增速持平；3) 京东工业受益于 MRO 等长尾物料数字化转型趋势，预计 26 年收入增速超 20%，公司持续释放经营杠杆提升净利率，预计 26 年经调净利润增速超 40%。扣除上述上市子公司对应持股比例市值，目前剩余部分业务对应 26 年 7.7xPE，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ **整体：**预计 26Q1 收入利润环比回暖，料收入同比+3.2%，Non-GAAP 净利率环比+1.4pct

我们预计 Q1 京东集团实现营收 3108 亿元，同比+3.2%（25Q4 yoy+1.5%），仍受国补高基数影响（2 年 CAGR 为+9%）。预计京东零售收入增速+0.8%（25Q4 yoy-1.7%），其中带电类目增速双位数负增长，日百类目增速环比回升，仍保持两位数增长；外卖业务环比明显减亏，预计京东零售/京东物流/新业务 Q4 收入增速分别为+1%/+20%/+163%。

运营情况看，我们预计京东 26Q1 GMV 基本持平（26Q1 网上商品零售大盘 yoy+7.5%），主要由于去年同期高基数影响手机等带电类目增速，预计带电品类下半年起增长加速；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。

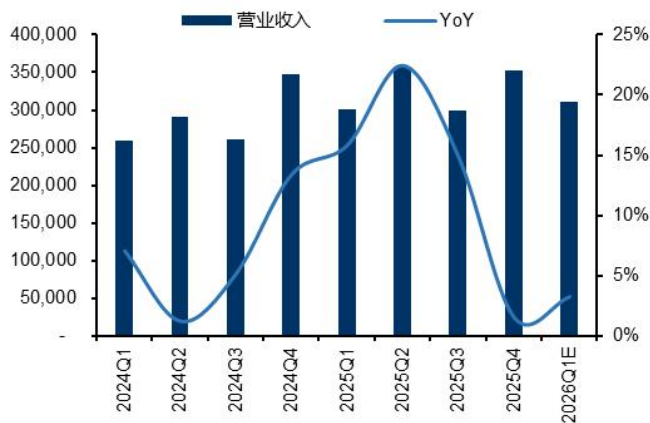
料公司 2026Q1 Non-GAAP 净利率 1.7%，环比提升 1.4pct。其中京东零售经营利润率同比下降 0.2pct、环比提升 1.5pct 至 4.7%，主要由于新一轮国补政府资金就位、平台出资补贴大幅降低；预计新业务亏损 114 亿，环比减亏 34 亿，其中外卖 26Q1 明显减亏，京喜和国际业务投入同比增加但可控。

表1: 京东集团季度业绩预测（百万元）

	2025Q1	2025Q4	国信预测		
			2026Q1E	YoY	QoQ
商品收入	242,309	272,987	239,756	-1%	-12%
电子产品及家用电器商品收入	144,295	153,267	129,000	-11%	-16%
日用百货商品收入	98,014	119,720	110,756	13%	-7%
服务收入	58,773	79,297	71,081	21%	-10%
平台及广告服务收入	22,320	30,616	25,891	16%	-15%
物流及其他服务收入	36,453	48,681	45,189	24%	-7%
总收入	301,082	352,284	310,836	3%	-12%
毛利, GAAP	47,848	55,066	49,398	3%	-10%
经营利润, GAAP	10,533	(5,849)	(3,538)	-134%	-40%
Non-GAAP 净利润	12,758	1,084	5,197	-59%	379%
毛利率	15.9%	15.6%	15.9%	0.0pct	0.3pct
经营利润率, GAAP	3.5%	-1.7%	-1.1%	-4.6pct	0.5pct
Non-GAAP 净利率	4.2%	0.3%	1.7%	-2.6pct	1.4pct

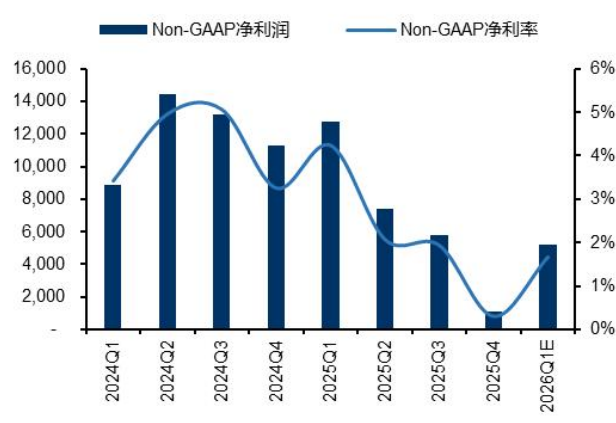
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

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 年国补力度下降带来的收入降速影响可控，我们基本维持 26-28 年收入预测不变，预计 26 年公司将逐步收缩外卖业务投入，我们测算 2025 年外卖业务亏损 391 亿，预计 2026 年外卖业务亏损降至 202 亿，减亏 48%，京喜和国际业务亏损增加可控，我们测算 26 年新业务整体亏损减少 114 亿至 352 亿元，新业务整体减亏趋势明确，调整 2026-2028 年公司经调净利预测至 302/427/463 亿元，调整幅度为 +1.1%/+2.3%/+2.0%。

目前集团上市子公司包括京东物流、京东健康、京东工业，京东物流聚焦外部高单价时效件，我们预计 26 年收入增速 20-25%，利润增速 25-30%，快于收入增速，主要由于跨境速运利润释放以及德邦利润转正；

京东健康受益于消费者线上购药心智逐步提升、线上医保逐步放开，预计 26 年收入增速接近 20%，公司账上有近 500 亿现金及等价物，不考虑美国降息政策影响，预计 26 年经调净利润增速与收入增速持平；京东工业受益于 MRO 等长尾物料数字化转型趋势，预计 26 年收入增速超 20%，公司持续释放经营杠杆提升净利率，预计 26 年经调净利润增速超 40%，扣除上述上市子公司对应持股比例市值，目前剩余部分业务对应 26 年 7.7xPE，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) -2025Q4 点评：京东零售业绩稳健，2025 年股东回报率 10%》——2026-03-11
- 《京东集团-SW (09618. HK) -2025Q4 前瞻：国补退坡致 Q4 收入利润承压》——2026-01-18
- 《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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	108350	137488	190027	265636	310421	营业收入	1158819	1309085	1400022	1498587	1583653
应收款项	53971	53229	56927	60934	64393	营业成本	974951	1099057	1173959	1256609	1327939
存货净额	89326	95428	101229	108405	114585	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9406	12532	13403	14346	15160	销售费用	100783	104691	187509	187223	194683
流动资产合计	386698	374421	437329	504116	570313	管理费用	28791	27384	19638	20542	21322
固定资产	88901	97852	97865	98155	98668	财务费用	2881	2896	3129	3534	3958
无形资产及其他	33502	34014	27211	20408	13606	投资收益	2327	8025	7532	7532	7532
投资性房地产	189133	132064	132064	132064	132064	其他收入	159	(56456)	4647	4970	3841
长期股权投资	0	56850	58850	60850	62850	营业利润	53899	26626	27966	43182	47124
资产总计	698234	695201	753319	815593	877500	利润总额	53899	26626	27966	43182	47124
短期借款及交易性金融负债	7581	11525	11525	11525	11525	所得税费用	6878	2181	2291	6477	7069
应付款项	202347	195387	207264	221957	234611	少数股东损益	3301	3511	(3511)	(3511)	(3511)
其他流动负债	89593	99160	110931	117687	124134	归属于母公司净利润	43720	20934	29187	40216	43567
流动负债合计	299521	306072	329720	351169	370270	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期借款及应付债券	56475	62473	76982	91491	106000	净利润	43720	20934	29187	40216	43567
其他长期负债	28941	32873	36805	40737	44669	折旧摊销	6019	7011	20974	21406	21928
长期负债合计	85416	95346	113787	132228	150669	财务费用	2881	2896	3129	3534	3958
负债合计	384937	401418	443507	483397	520939	营运资本变动	(31337)	55122	17211	13253	12580
少数股东权益	73466	68743	66935	65128	63320	其它	2459	1808	(1808)	(1808)	(1808)
股东权益	239831	225040	242877	267068	293241	经营活动现金流	20861	84875	65564	73068	76266
负债和股东权益总计	698234	695201	753319	815593	877500	资本开支	(14120)	(14681)	(14184)	(14893)	(15638)
						其它投资现金流	(7391)	49901	0	20950	(10959)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	投资活动现金流	35235	(21630)	(16184)	4057	(28597)
每股收益	16.97	9.59	10.72	15.13	16.43	权益性融资	0	0	0	0	0
每股红利	3.96	3.60	4.03	5.69	6.17	负债净变化	14509	5998	14509	14509	14509
每股净资产	85.10	79.85	86.18	94.76	104.05	支付股利	(11157)	(10156)	(11350)	(16024)	(17394)
ROIC	23%	30%	10%	16%	18%	其它融资现金流	(48863)	(17578)	0	0	0
ROE	20%	12%	12%	16%	16%	融资活动现金流	(19638)	(34107)	3159	(1515)	(2885)
毛利率	16%	16%	16%	16%	16%	现金净变动	36458	29138	52539	75609	44784
EBIT Margin	5%	6%	1%	2%	3%	货币资金的期初余额	71892	108350	137488	190027	265636
EBITDA Margin	5%	7%	3%	4%	4%	货币资金的期末余额	108350	137488	190027	265636	310421
收入增长	7%	13%	7%	7%	6%	企业自由现金流	8665	120196	41367	48848	52622
经调净利润增长率	36%	-43%	12%	41%	9%	权益自由现金流	(28202)	105957	53004	60353	63767
资产负债率	66%	68%	68%	67%	67%						
股息率	3.5%	3.2%	3.5%	5.0%	5.4%						
P/E	6.7	11.9	10.7	7.6	7.0						
P/B	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1						
EV/EBITDA	8	5	14	10	9						

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