

京东集团-SW (09618.HK)

2024Q1 点评：收入稳健增长，利润表现亮眼

买入

核心观点

本季度收入稳健增长：本季度公司实现营业收入 2600 亿元，同比+7.0%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2268 亿元，同比+6.8%，我们测算自营业务收入同比中高个位数增长，其中带电品类收入增速 5%，商超品类收入增速 8.6%，增速持续回升；POP 模式收入低个位数增速，主要原因是佣金部分受免佣高基数影响，平台本季度活跃用户数、购物频率以及订单量均实现两位数增长，商业化变现不是目前首要任务。2) 京东物流收入 471 亿元，同比+16.2%；3) 新业务收入同比+41.2%，主要原因是达达并表。

公司利润表现亮眼：公司 non-GAAP 净利润 89 亿元，non-GAAP 净利率 3.4%，与去年同期相比提升 0.3pct。分业务看，零售经营利润率小幅下降，主要受免佣门槛降低、大促营销费用增加影响，物流经营利润率同比提升 3.6pct，新业务经营利润率从去年同期-5%扩大至至-14%，主要由于并入达达。

股东回报：公司年初至 5 月 15 日回购 4920 万股 ADS，总额约 13 亿美元，回购股数占 2023 年 12 月 31 日流通股的 3.1%。目前公司还有 23 亿美金回购额度，占市值比例约 4.2%，截至 2027 年 3 月。

投资建议：维持“买入”评级。公司各项调整初见成效，新商家快速增长，核心用户购物频次提升显著，毛利率逐步提升，预计 2024-2026 年公司收入分别为 11671/12477/13426 亿元，调整幅度为 1.3%/1.3%/1.4%，预计 2024-2026 年公司经调净利分别为 364/411/448 亿元，调整幅度为 1.7%/3.6%/3.7%。目前公司对应 24 年 PE 约为 11x，预计 2024-2026 经调整净利 CAGR 为 11%，我们给予京东零售对应 2025 年 12-15xPE，京东物流、京东健康、达达按持有市值比例计入估值，调整目标价至 162-194 港币，调整 28%/42%，距当前上涨幅度 22%-47%，预计 2024 年公司电商份额企稳，公司持续回购派息回馈股东，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,046,236	1,084,662	1,167,137	1,247,719	1,342,641
(+/-%)	9.9%	3.7%	7.6%	6.9%	7.6%
经调整净利润(百万元)	28220	35200	36,377	41,134	44,789
(+/-%)	64.0%	24.7%	3.3%	13.1%	8.9%
每股收益(元)-经调整	8.86	11.06	11.43	12.92	14.07
EBIT Margin	2.0%	2.9%	3.9%	4.1%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	15.1%	14.4%	15.0%	15.0%
市盈率 (PE)	13.8	11.1	10.7	9.5	8.7
EV/EBITDA	15.7	11.1	8.0	7.4	7.0
市净率 (PB)	1.82	1.68	1.54	1.42	1.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：王颖婕
0755-81982651 0755-81983057
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	162.00 - 194.00 港元
收盘价	132.40 港元
总市值/流通市值	421487/378693 百万港元
52 周最高价/最低价	160.00/79.32 港元
近 3 个月日均成交额	1282.06 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q1 前瞻：料收入利润表现稳健》——2024-04-23
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2023Q4 点评：零售业务表现亮眼，回购计划增强信心》——2024-03-10
- 《京东集团-SW (09618.HK) -零售毛利显著提升，明年电商有望重启份额增长》——2023-11-16
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2023Q3 前瞻：京东零售仍处于业务调整期，料收入利润表现平淡》——2023-10-15
- 《京东集团-SW (09618.HK) -非核心业务收入利润表现亮眼，京东零售利润率承压》——2023-08-18

整体表现：收入稳健增长，利润表现亮眼

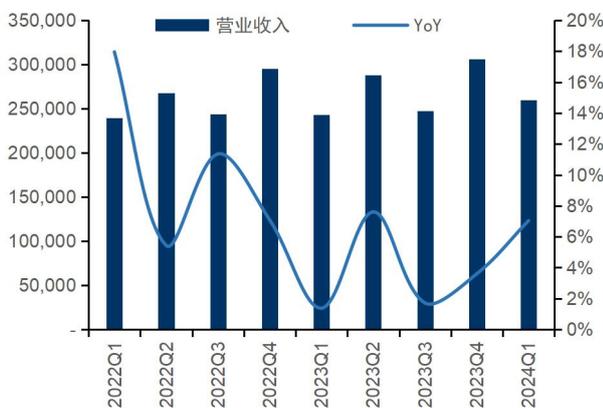
本季度公司实现营业收入 2600 亿元，同比+7.0%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2268 亿元，同比+6.8%，我们测算自营业务收入同比中高个位数增长，其中带品类收入增速 5%，商超品类收入增速 8.6%，增速持续回升；POP 模式收入低个位数增速，主要原因是佣金部分受免佣高基数影响，平台本季度活跃用户数、购物频率以及订单量均实现两位数增长，商业化变现不是目前首要任务。2) 京东物流收入 471 亿元，同比+16.2%；3) 新业务收入同比+41.2%，主要原因是达达并表。

公司 non-GAAP 净利润 89 亿元，non-GAAP 净利率 3.4%，与去年同期相比提升 0.3pct。分业务看，零售经营利润率小幅下降，主要受免邮门槛降低、大促营销费用增加影响，物流经营利润率同比提升 3.6pct，新业务经营利润率从去年同期-5%扩大至-14%，主要由于并入达达。

以旧换新进展：2023 年京东以旧换新在家电大盘占比为中高个位数，2023 年至今以旧换新购买家电家具用户超 1600 万人，首次换新用户数同比增长超过 200%。目前公司与多地政府对接，与海尔、美的、格力等超 100 个品牌成立家电家具换新联盟，在全国 20 个省市地区推出以旧换新活动。

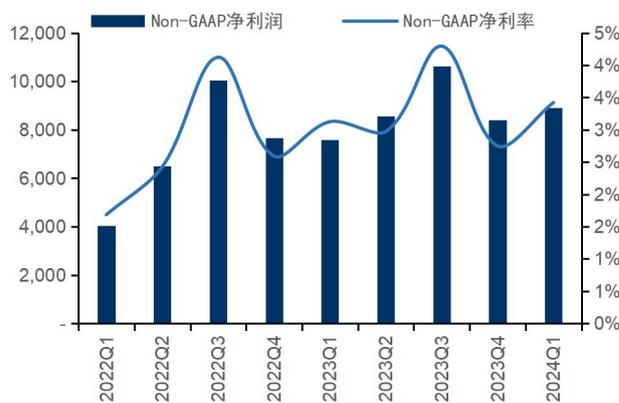
股东回报看，公司年初至 5 月 15 日回购 4920 万股 ADS，总额约 13 亿美元，回购股数占 2023 年 12 月 31 日流通股的 3.1%。目前公司还有 23 亿美金回购额度，占市值比例约 4.2%，截至 2027 年 3 月。

图1：京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）



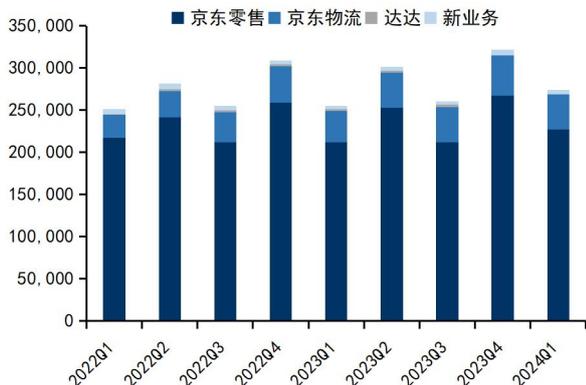
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



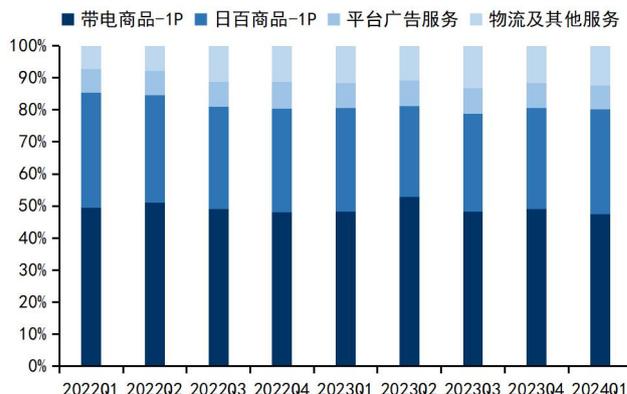
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东集团季度分业务收入 (百万元)



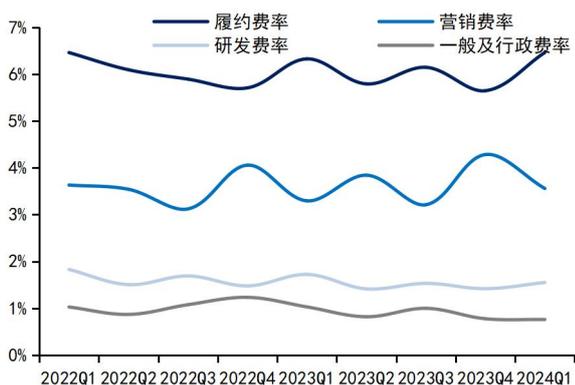
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 未披露达达经营利润情况

图4: 京东集团季度各类型收入占比变化情况 (%)



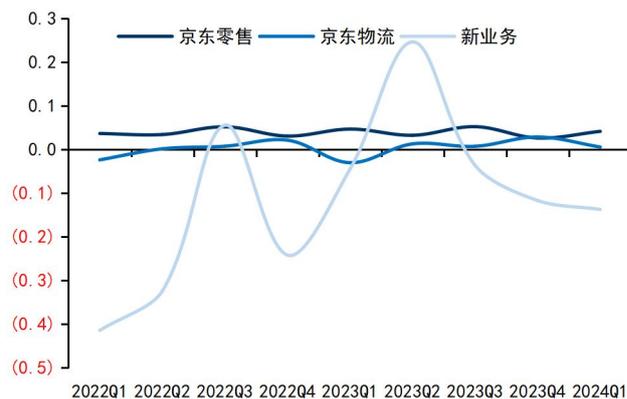
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 京东集团季度各项费率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 京东集团各业务经营利润率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 未披露达达经营利润情况

投资建议：维持“买入”评级

公司各项调整初见成效，新商家快速增长，核心用户购物频次提升显著，毛利率逐步提升，预计 2024-2026 年公司收入分别为 11671/12477/13426 亿元，调整幅度为 1.3%/1.3%/1.4%，预计 2024-2026 年公司经调净利分别为 364/411/448 亿元，调整幅度为 1.7%/3.6%/3.7%。目前公司对应 24 年 PE 约为 11x，预计 2024-2026 经调整净利 CAGR 为 11%，我们给予京东零售对应 2025 年 12-15xPE，京东物流、京东健康、达达按持有市值比例计入估值，调整目标价至 162-194 港币，调整 28%/42%，距当前上涨幅度 22%-47%，预计 2024 年公司电商份额企稳，公司持续回购派息回馈股东，维持“买入”评级。

风险提示

政策监管带来经营业务调整；公司组织架构调整带来的经营不确定性；电商行业竞争格局恶化的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	78861	71892	128014	182991	220756	营业收入	1046236	1084662	1167137	1247719	1342641
应收款项	45712	40808	43911	46943	50514	营业成本	899163	924958	989557	1056631	1137016
存货净额	77949	68058	72359	77283	83180	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7457	8798	9467	10121	10891	销售费用	97798	100783	116553	124600	132736
流动资产合计	351074	307810	372005	436270	508059	管理费用	28747	28791	15125	15797	16590
固定资产	66241	79955	88328	97172	106376	财务费用	2141	2222	2321	3086	3896
无形资产及其他	32262	26915	21532	16149	10766	投资收益	(2195)	1010	1101	1101	1101
投资性房地产	88032	157532	157532	157532	157532	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	57641	56746	51165	45584	40003	其他收入	(2324)	7900	(13627)	(14447)	(12496)
资产总计	595250	628958	690562	752707	822736	营业利润	13867	36818	31056	34260	41008
短期借款及交易性金融负债	12146	5034	5034	5034	5034	营业外净收支	0	(5168)	5762	5762	5762
应付款项	166533	173480	184444	196995	212026	利润总额	13867	31650	36818	40022	46771
其他流动负债	87882	87136	95048	101526	109155	所得税费用	4176	8393	8393	9439	11031
流动负债合计	266561	265650	284526	303555	326215	少数股东损益	(689)	(910)	909	613	613
长期借款及应付债券	30233	41966	62813	83660	104507	归属于母公司净利润	10380	24167	29336	31196	36353
其他长期负债	24333	24962	25591	26220	26849	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	54566	66928	88404	109880	131356	净利润	10380	24167	29336	31196	36353
负债合计	321127	332578	372930	413435	457571	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	60167	63908	64817	65430	66043	折旧摊销	4745	6019	17025	17554	18246
股东权益	213956	232472	252815	273842	299123	折旧摊销	4745	6019	17025	17554	18246
负债和股东权益总计	595250	628958	690562	752707	822736	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	2141	2222	2321	3086	3896
每股收益	8.86	11.06	11.43	12.92	14.07	营运资本变动	14552	(49216)	11431	11049	13050
每股红利	2.24	2.73	2.82	3.19	3.48	其它	(689)	(910)	909	613	613
每股净资产	67.21	73.03	79.42	86.02	93.96	经营活动现金流	28988	(19940)	58702	60413	68262
ROIC	15%	16%	24%	26%	28%	资本开支	(31372)	(18888)	(20015)	(21016)	(22067)
ROE	13%	15%	14%	15%	15%	其它投资现金流	(26531)	22841	0	(679)	(23787)
毛利率	14%	15%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(52322)	4848	(14434)	(16113)	(40272)
EBIT Margin	2%	3%	4%	4%	4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	5%	5%	6%	负债净变化	20847	11733	20847	20847	20847
收入增长	10%	4%	8%	7%	8%	支付股利	(7121)	(8702)	(8993)	(10169)	(11072)
经调净利润增长率	64%	25%	3%	13%	9%	其它融资现金流	(23949)	19513	0	0	0
资产负债率	64%	63%	63%	64%	64%	融资活动现金流	31428	8123	11854	10678	9775
股息率	1.8%	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%	现金净变动	8094	(6969)	56122	54977	37765
P/E	13.8	11.1	10.7	9.5	8.7	货币资金的期初余额	70767	78861	71892	128014	182991
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	78861	71892	128014	182991	220756
EV/EBITDA	16	11	8	7	7	企业自由现金流	2867	(39324)	43880	46323	52251
						权益自由现金流	(1732)	(9711)	62935	64812	70121

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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