

研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 罗婉琦 S0350524050002
 luowq@ghzq.com.cn

收入稳健增长, 利润大超预期

——京东集团-SW (9618.HK) 2024Q2 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现	2024/08/16		
表现	1M	3M	12M
京东集团-SW	3.5%	-18.3%	-20.9%
恒生指数	-1.7%	-10.0%	-4.9%

市场数据	2024/08/16
当前价格(港元)	108.20
52周价格区间(港元)	81.55-138.80
总市值(百万港元)	344,447.60
流通市值(百万港元)	309,476.04
总股本(万股)	318,343.43
流通股本(万股)	286,022.22
日均成交额(百万港元)	7,848.68
近一月换手(%)	0.27

相关报告

《京东集团-SW (9618.HK) 2024Q1 财报点评: 收入稳健增长, 利润表现超预期(买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟》——2024-05-19

《京东集团-SW (9618.HK) 2024Q1 业绩前瞻: 业绩稳健, 重点关注“内容生态、开放生态、即时零售”(买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟》——2024-04-29

《京东集团-SW (9618.HK) 2023Q4 财报点评:

事件:

2024年8月15日公司发布公告, 2024Q2 实现营业收入 2914 亿元 (YoY+1%, QoQ+12%); 毛利润 459 亿元 (YoY+11%, QoQ+16%), 营业利润 105 亿元 (YoY+27%, QoQ+36%), 净利润 136 亿元 (YoY+96%, QoQ+85%), 归母净利润 126 亿元 (YoY+92%, QoQ+77%), Non-GAAP 归母净利润 145 亿元 (YoY+69%, QoQ+62%)。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司今年已累计回购 33 亿美元, 回购股份总数约占 2023 年末普通股的 7.1%。

我们的观点:

- 整体业绩表现:** 公司 2024Q2 营收基本符合彭博一致预期, 平台持续聚焦用户体验与内容生态建设, 推动京东零售及京东物流业务稳健增长; 公司利润增长强劲, 2024Q2 净利润及经调整归母净利润均大超预期, 主要由于京东物流经营利润率表现超过彭博一致预期。
- 运营表现:** 平台持续升级用户体验, 用户增长和用户参与度方面表现良好, 高端和低端市场均展现出强劲的用户增长势头, 公司 2024Q2 季度活跃用户数、用户购物频次保持双位数增长。
- 京东零售:** 京东零售收入稳健增长, 利润率略超预期。2024Q2 京东零售营收 2571 亿元 (YoY+1%, QoQ+13%), 主要由活跃用户及订单量双增所驱动, 本季度整体购物频次和订单量均实现同比两位数增长, 其中, 3P 订单量同比增长 20%, 增速创两年内新高。2024Q2 佣金收入降幅有所收窄, 主因佣金率下调的影响逐步消退, 同时平台进一步优化流量分配效率, 推动 3P 广告收入实现两位数增长, 增速高于 GMV。分品类来看, ①带电品类 Q2 收入同比下降 5%, 主要由于季节性因素以及去年同期部分家电的销售基数较高; ②日用百货品类 Q2 收入同比增长 9%, 超市收入实现两位数同比增速, 得益于订单量强劲增长和用户心智度提升。2024Q2 京东零售经营利润 101 亿元, 经营利润率 3.9%, 同比提高 0.7pct, 略超预期, 主要得益于公司有效的成本管控。

收入增长超预期，重视长期股东回报（买入）*互联网电商*陈梦竹，张娟娟》——2024-03-08

《京东集团-SW (9618.HK) 2023Q4 业绩前瞻：短期业绩仍有扰动，关注长期生态建设（买入）*互联网电商*陈梦竹，张娟娟》——2024-02-05

《京东集团-SW (9618.HK) 2023Q3 财报点评：利润表现超预期，坚定投入平台生态建设（买入）*互联网电商*陈梦竹》——2023-11-18

■ **京东物流：**京东物流 2024Q2 营业收入 442 亿元（YoY+8%，QoQ+5%），经营利润率同比提升 3.7pct 至 4.9%；其中 1）一体化供应链客户收入同比增长 4%至 213 亿元，主要由于来自京东集团的收入增加以及外部一体化供应链单客平均收入同比增长；2）来自其他客户的收入同比增长 11%至 229 亿元，主要由快递快运服务业务量增长所驱动。得益于业务规模效应加强及运营效率提升，京东物流 2024Q2 经营利润率大超彭博一致预期。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑到京东零售及京东物流利润率超预期，且公司 3P 及低价生态建设持续推进，我们调整了盈利预测。公司 2024-2026 年营收预测分别为 11,383/11,974/12,573 亿元，归母净利润分别为 365/392/430 亿元，对应摊薄 EPS 为 11.7/12.3/13.4 元，Non-GAAP 归母净利润分别为 436/451/479 亿元，对应 Non-GAAP P/E 为 7.3/7.0/6.6X；根据 SOTP 估值法，我们给予 2025 年京东集团合计目标市值 4,616 亿元人民币，对应目标价 145 元人民币/158 港元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济增长不及预期；零售/物流行业竞争加剧；下沉市场发展不及预期；平台商家生态发展不及预期；用户增长不及预期；百亿补贴效果不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1084662	1138251	1197443	1257328
增长率(%)	4	5	5	5
归母净利润（百万元）	24167	36526	39179	42997
增长率(%)	133	51	7	10
摊薄每股收益（元）	7.62	11.70	12.25	13.37
ROE(%)	10	17	17	18
P/E	13.06	8.51	8.12	7.45
P/B	1.07	0.99	1.16	0.92
P/S	0.29	0.28	0.26	0.25
EV/EBITDA	7.78	5.98	5.45	5.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

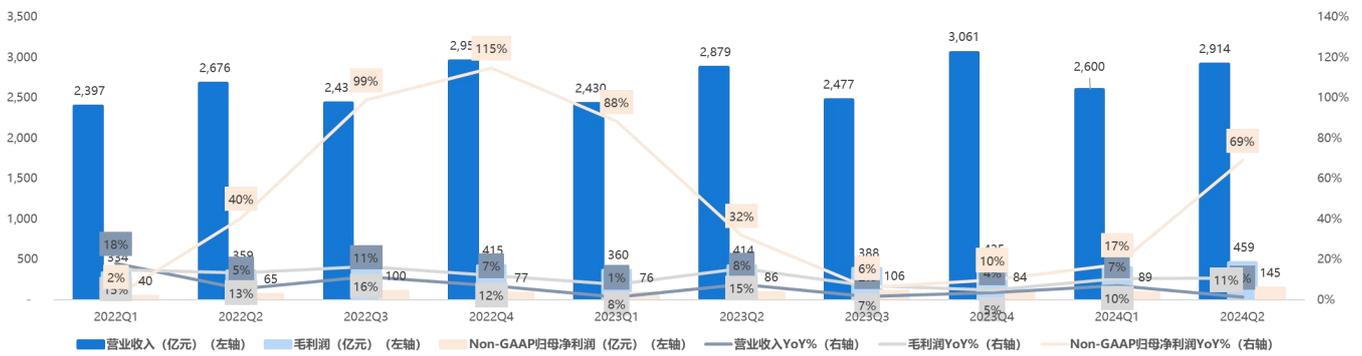
（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2024 年 8 月 16 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币）

我们的观点:

1、整体业绩表现

(1) 业绩总览: 2024Q2 营业收入 2914 亿元 (YoY+1%, QoQ+12%), 高于彭博一致预期的 2905 亿元; 实现毛利润 459 亿元 (YoY+11%, QoQ+16%), 高于彭博一致预期的 439 亿元; 实现 Non-GAAP 归母净利润 145 亿元 (YoY+69%, QoQ+62%), 高于彭博一致预期的 96 亿元。

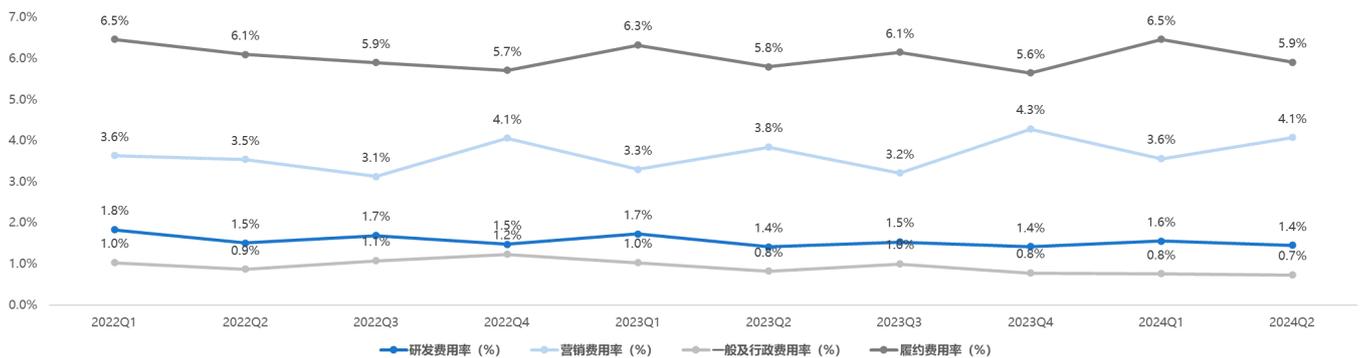
图 1: 2022Q1-2024Q2 公司主要财务指标情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(2) 费用情况: 2024Q2 研发费用率 1.4% (YoY 持平, QoQ-0.1pct); 营销费用率 4.1% (YoY+0.2pct, QoQ+0.5pct); 一般及行政费用率 0.7% (YoY-0.1pct, QoQ 持平); 履约费用率 5.9% (YoY+0.1pct, QoQ-0.6pct)。

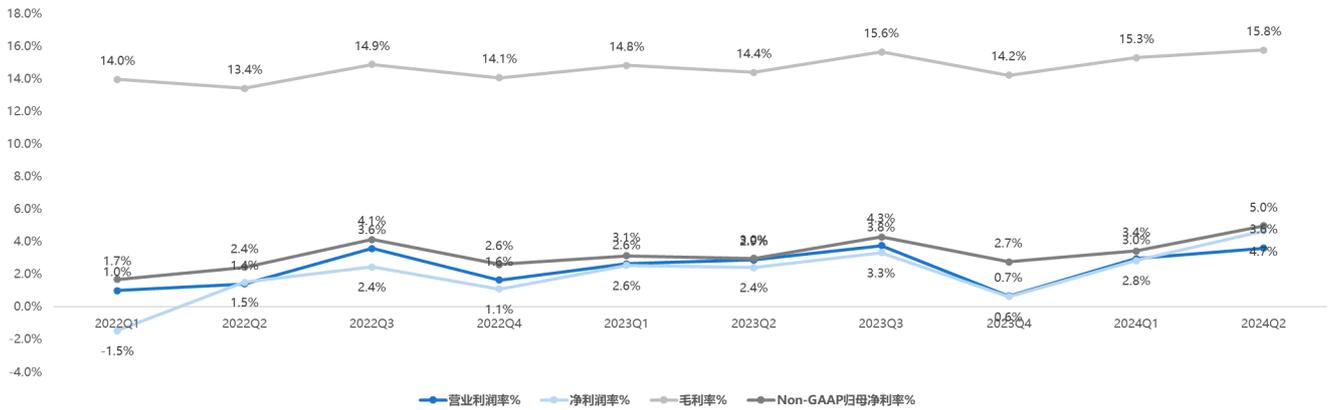
图 2: 2022Q1-2024Q2 公司主要费用率情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(3) 利润率情况: 2024Q2 毛利 459 亿元 (YoY+11%, QoQ+16%), 毛利率 15.8%; 营业利润 105 亿元 (YoY+27%, QoQ+36%), 营业利润率 3.6%; 净利润为 136 亿元 (YoY+96%, QoQ+85%), 净利润率 4.7%; Non-GAAP 归母净利润为 145 亿元 (YoY+69%, QoQ+62%), Non-GAAP 归母净利润率 5.0%。

图 3: 2022Q1-2024Q2 公司主要利润率情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

2、盈利预测与评级

考虑到京东零售及京东物流利润率超预期, 且公司 3P 及低价生态建设持续推进, 我们调整了盈利预测。公司 2024-2026 年营收预测分别为 11,383/11,974/12,573 亿元, 归母净利分别为 365/392/430 亿元, 对应摊薄 EPS 为 11.7/12.3/13.4 元, Non-GAAP 归母净利润分别为 436/451/479 亿元, 对应 Non-GAAP P/E 为 7.3/7.0/6.6X; 根据 SOTP 估值法, 我们给予 2025 年京东集团合计目标市值 4,616 亿元人民币, 对应目标价 145 元人民币/158 港元, 维持“买入”评级。

图 4: 分部估值表

2025 年	估值方法	对应市值 (亿元人民币)
京东零售	P/E	3,839
新业务+其他对外投资	最新持股比例或市值	777
股权价值折旧率		80%
目标市值		4,616
股本 (百万)		3,183
目标股价 (元/股)		145
汇率 (元/港元)		0.92
目标股价 (港元/股)		158

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (备注: 汇率参考 2024 年 8 月 16 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币)

3、风险提示

宏观经济增长不及预期; 零售/物流行业竞争加剧; 下沉市场发展不及预期; 平台商家生态发展不及预期; 用户增长不及预期; 百亿补贴效果不及预期等。

附表：京东集团-SW 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2024 年 8 月 16 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币）

证券代码:	09618		股价:	108.20	投资评级:	买入	日期:	2024/08/16	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	17%	17%	18%	EPS	7.62	11.70	12.25	13.37
毛利率	15%	15%	16%	16%	BVPS	93.10	100.39	85.83	107.88
期间费率	12%	12%	12%	12%	估值				
销售净利率	2%	3%	4%	4%	P/E	13.06	8.51	8.12	7.45
成长能力					P/B	1.07	0.99	1.16	0.92
收入增长率	4%	5%	5%	5%	P/S	0.29	0.28	0.26	0.25
利润增长率	133%	51%	7%	10%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.72	1.83	1.97	1.90	营业收入	1084662	1138251	1197443	1257328
应收账款周转率	25.07	25.35	25.90	25.90	营业成本	924958	962880	1010711	1062442
存货周转率	14.86	15.76	17.06	17.04	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	40133	43799	43030	46374
资产负债率	53%	49%	55%	48%	管理费用	9710	9127	9580	8801
流动比	1.16	1.43	1.21	1.44	财务费用	2881	1876	510	1257
速动比	0.87	1.10	0.96	1.10	研发费用	16393	16466	16764	16345
					营业利润	26025	37069	46729	48563
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	5625	10588	6674	6287
现金及现金等价物	79398	93337	98190	103101	利润总额	31650	47656	53403	54850
应收款项	40808	48987	43482	53612	所得税费用	8393	9427	14419	12067
存货净额	68058	76374	64003	83559	净利润	23257	38229	38984	42783
其他流动资产	8798	7399	7185	7544	少数股东损益	-910	1703	-195	-214
流动资产合计	307810	362687	348170	389894	归属于母公司净利润	24167	36526	39179	42997
固定资产	79955	67157	65859	69153					
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	26914	34148	35923	37720	经营活动现金流	59521	67350	67439	70155
长期股权投资	56746	60661	60643	63747	净利润	23257	38229	38984	42783
资产总计	628958	622542	606391	661099	少数股东权益	-910	1703	-195	-214
短期借款	5034	18212	17962	18860	折旧摊销	8304	8059	7903	8298
应付款项	166167	128046	166744	143135	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	15879	11383	11974	12573
其他流动负债	87136	102443	98190	103101	投资活动现金流	-59543	-68295	-65859	-69153
流动负债合计	265650	254392	288884	271382	资本支出	20015	23903	23949	25147
长期借款及应付债券	41966	23657	20011	19833	长期投资	345672	273180	269425	282899
其他长期负债	24962	24902	24256	26444	其他	4139	-10244	-11974	-12573
长期负债合计	66928	48558	44267	46277	筹资活动现金流	-5808	14884	3274	3909
负债合计	332578	302950	333150	317659	债务融资	3113	750	-20674	-21238
股东权益	296380	319592	273241	343440	权益融资	-2464	-	-	-
负债和股东权益总计	628958	622542	606391	661099	现金净增加额	-5717	13939	4854	4911

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外互联网分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，罗婉琦，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。