

京东集团-SW (09618.HK) 24Q3 前瞻

Q3 以旧换新带动收入增速回暖，利润保持提升趋势

我们预计 24Q3 京东集团总收入同比+5.6%，京东零售收入同比+5%，Non-gaap 归母净利润同比+6%。Q3 以旧换新带动 GMV 及收入增长回暖，盈利能力保持稳健，长期看京东自营模式壁垒坚实议价能力强、利润长期增长确定性强，同时平台充分受益于以旧换新政策有望带动新增量，看好公司增长韧性及利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□Q3 以旧换新带动 GMV 及收入增长回暖，盈利能力保持稳健。2024Q3 预计集团总收入同比+5.6%，京东零售收入同比+5%，基本符合彭博一致预期，GMV 预计同比高个位数增长，增速环比上季度明显回暖，主要由于带电类 9 月受益于以旧换新增速好转，同时日百类维持 Q2 稳健增势预计维持高个位数收入增长；3P 收入方面，Q3 佣金收入此前商户减免基数问题基本消除，预计增速将回正，同时 3P GMV 更快增速带动广告收入略加速增长，整体驱动收入增势向好。利润端，平台自营模式强大规模效应支撑下议价能力持续提高、毛利率同比稳步提升，预计 Q3 non-gaap 归母净利润同比+6%。

□Q4 观察双 11 大促表现，预计确保全年利润指引达成基础上加大投入。展望四季度，以旧换新陆续落地叠加双 11 大促有望进一步带动快速增长，同时公司进一步开展投入，包括用户增长投入，以及加大服饰美妆等时尚品类加大投入，公司 8 月起陆续宣布在美妆百亿补贴、服饰类分别投入超 30 亿、10 亿元，旨在完善平台品类布局、进一步获取用户增长；此外今年双 11 相比去年活动时间延长、优惠力度同比加大（新增每日额外 60 元补贴），公司预计将在确保全年 Non-gaap 归母净利润达到双位数增速指引基础上谋求高效增长。

□以旧换新更大程度利好京东家电，看好带电类市场竞争力进一步稳固。8 月底以来北京、广东、山东等多个省市地区以旧换新活动落地，补贴按一二级能效/水效标准限八大品类，一、二级能耗产品分别补贴 20%和 15%，京东作为国内家电市占率最高的电商平台品类心智及正品保障强，同时平台还提供上门送货换新、“三免四不限”服务，更大程度受益于以旧换新带来的超额增长，看好京东带电类市场竞争力的进一步稳固。

□投资建议：京东自营模式壁垒坚实议价能力强、长期利润增长确定性强，同时平台充分受益于以旧换新有望带动新增量，看好公司长期增长韧性及利润提升空间，预计 2024-2026 年 Non-gaap 归母净利润为 425/ 468/ 500 亿元，给予 2024 年 Non-gaap 归母净利润 12 倍 PE，对应目标价 191.23 港元，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	1046236	1084662	1138650	1189625	1240088
同比增长	10%	4%	5%	4%	4%
归母净利润(百万元)	10380	24167	34313	38949	42243
同比增长	-392%	133%	42%	14%	8%
NON-GAAP 归母净利润	28220	35200	42460	46753	49976
同比增长	64%	25%	21%	10%	7%
每股收益(Non-GAAP)	9.64	12.02	14.50	15.97	17.07
PE (Non-GAAP)	15.9	12.8	10.6	9.6	9.0
P/B	2.4	2.1	1.9	1.6	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/商业

目标股价：191.23 港元

当前股价：168.7 港元

基础数据

总股本（百万股）	318343
已上市流通股（百万股）	286022
总市值（十亿元）	5370
流通市值（十亿元）	4825
每股净资产（MRQ）	76.20
ROE（TTM）	10.40
资产负债率	52.9%
主要股东	Max Smart Limite
主要股东持股比例	9.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	61.7	66.7	66.5
相对表现	40.3	39.6	48.0

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) 深度报告一困境解析，静待破晓》2024-03-11
- 2、《京东集团-SW (09618) 23Q4 财报点评—收入增长超预期，加大回购及分红提高股东回报》2024-03-07
- 3、《京东集团-SW (09618) —23Q4 前瞻：业务调整接近尾声，24 年有望回归稳健增长》2024-01-25

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	351074	307810	372879	412291	451703
现金及现金等	78861	71892	123379	157340	190467
交易性金融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	141095	118254	114564	114564	114564
应收账款及票	20576	20302	14239	14876	15542
其它应收款	25136	20506	25025	26146	27316
存货	77949	68058	88581	91957	96074
其他流动资产	7457	8798	7090	7408	7739
非流动资产	244176	321148	227395	237519	251381
长期投资	69252	80840	82311	82311	82311
固定资产	66241	79955	39322	39445	43307
无形资产	66110	66477	32598	32598	32598
其他	42573	93876	73166	83166	93166
资产总计	595250	628958	600274	649810	703084
流动负债	266561	265650	254130	263717	275408
应付账款	160607	166167	164604	170877	178527
应交税金	5926	7313	2568	2568	2568
短期借款	12146	5034	0	0	0
其他	87882	87136	86958	90272	94314
长期负债	54566	66928	28087	28087	28087
长期借款	30233	41966	9386	9386	9386
其他	24333	24962	18701	18701	18701
负债合计	321127	332578	282217	291804	303495
股本	0	0	0	0	0
储备	208912	232472	246130	280024	318656
少数股东权益	60167	63908	38033	39350	39350
归属于母公司	213956	232472	280024	318656	360239
所有者权益					
负债及权益合计	595250	628958	600274	649810	703084

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	57819	59521	49793	52995	52159
净利润	10380	24167	33894	38632	41583
折旧与摊销	7248	7816	7849	7877	4138
营运资本变动	22229	(8465)	4362	4136	5406
其他非现金调	17962	36003	3688	2350	1032
投资活动现金流	(54026)	(59543)	(16588)	(16000)	(15999)
资本性支出	(8000)	(8000)	(8000)	(8000)	(8000)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	(46026)	(51543)	(8588)	(8000)	(7999)
筹资活动现金流	1180	(5808)	(15401)	(3033)	(3033)
债务增减	16479	(8335)	(12512)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	62	0	0	0	0
其它筹资	74	(5061)	(2889)	(3033)	(3033)
其它调整	(15435)	7588	0	0	0
现金净增加额	4973	(5830)	17803	33962	33126

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1046236	1084662	1138650	1189625	1240088
主营收入	1046236	1084662	1138650	1189625	1240088
营业成本	899163	924958	963745	1000474	1045263
毛利	147073	159704	174905	189150	197618
营业支出	128729	130794	138243	140518	146809
营业利润	18344	28910	36662	48632	50809
利息支出	2106	2881	2889	3033	3033
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	(2195)	1010	1412	2000	2001
其他非经营性益	(176)	258	0	0	0
非经常项目损益	0	7496	9357	5000	5000
除税前利润	13867	34793	44542	52598	54777
所得税	4176	9254	8437	12650	13194
少数股东损益	(689)	(1361)	2211	1317	0
归属普通股东净利润	10380	26900	33894	38632	41583
NON-GAAP 归母净					
利润	28220	35200	42460	46753	49976
EPS	9.64	12.02	14.50	15.97	17.07

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	10%	4%	5%	4%	4%
营业利润	444%	58%	27%	33%	4%
净利润	-392%	159%	26%	14%	8%
获利能力					
毛利率	14.1%	14.7%	15.4%	15.9%	15.9%
净利率	1.0%	2.5%	3.0%	3.2%	3.3%
ROE	4.9%	10.9%	12.1%	12.1%	11.5%
ROIC	3.7%	7.2%	9.4%	10.3%	9.7%
偿债能力					
资产负债	53.9%	50.2%	47.0%	44.9%	43.2%
净负债比	7.1%	3.9%	1.6%	1.4%	1.3%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
存货周转	11.7	11.4	11.1	11.1	11.1
应收帐款周转率	26.6	26.1	29.7	29.6	29.6
应付帐款周转率	6.0	5.8	6.0	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股收益	9.64	12.02	14.50	15.97	17.07
每股经营现金	13.54	8.43	15.84	16.86	46.85
每股净资产	68.44	78.32	89.10	101.40	323.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (Non-GAAP)	15.9	12.8	10.6	9.6	9.0
PB	2.4	2.1	1.9	1.6	0.5
EV/EBITDA	27.4	17.1	14.2	11.1	11.4

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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能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。