

# 京东集团-SW (09618.HK)

## 2024Q3 点评：利润表现亮眼，零售业务将加大用户投入

优于大市

### 核心观点

**本季度收入稳健增长：**本季度公司实现营业收入 2604 亿元，同比+5.1%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2250 亿元，同比+6.1%，我们测算自营业务收入同比中个位数增长，其中带电品类收入增速 3%，商超品类收入增速 8%；POP 模式下收入高个位数到两位数增速，本季度平台活跃用户数以及 DAU 均实现两位数增长；2) 京东物流收入 444 亿元，同比+17.1%；3) 新业务收入同比-26%，主要由于京喜自营转半托以及达达收入下降导致。

值得一提的是，管理层表示双 11 表现超出内部预期，用户数和购频都实现双位数增长。

**公司利润表现亮眼：**公司 non-GAAP 净利润 132 亿元，non-GAAP 净利率 5.1%，与去年同期相比提升 0.8pct，经调 EBITDA 利润率从 5.2% 提升至 5.8%。分业务看，零售经营利润率同比持平，毛利率提升被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消。物流经营利润率同比提升 4pct，新业务经营利润率从去年同期-3.7% 转变为-12.4%，主要由于京喜和达达业务调整。公司管理层表示长期集团经调净利率可以达到高个位数水平，主要得益于平台模式拓展、商超品类占比提升以及各品类提效提升毛利率。

**股东回报：**公司 9 月季度回购 3100 万股普通股，总额约 3.9 亿美元，回购股数占 2024 年 6 月 30 日流通股的 1.1%。公司于 8 月批准新回购计划，于 2024 年 9 月起生效，可于截至 2027 年 8 月回购不超过 50 亿美元。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**公司综合考虑 GMV、利润和现金流的平衡，在 ROI 不错的时候增加投入，毛利率逐步提升，用户体验不断提升。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 11356/12029/12823 亿元，调整幅度为 +0.1%/+0.1%/+0.1%；预计 2024-2026 年公司经调净利分别为 448/501/554 亿元，调整幅度为 6.9%/6.8%/6.6%，主要反映公司供应链提效毛利持续提升，费用投放有纪律。目前公司对应 24 年 PE 约为 9x，预计 2024-2026 年经调整净利 CAGR 为 11%，维持目标价 162-194 港币，距当前上涨幅度 20%-44%，维持“优于大市”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	1,135,611	1,202,895	1,282,264
(+/-%)	9.9%	3.7%	4.7%	5.9%	6.6%
经调整净利润(百万元)	28220	35200	44,804.741	50,090.063	55,442.78
(+/-%)	64.0%	24.7%	27.3%	11.8%	10.7%
每股收益(元)-经调整	8.86	11.06	14.07	15.73	17.42
EBIT Margin	2.0%	2.9%	4.4%	4.5%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	15.1%	17.9%	18.0%	18.0%
市盈率 (PE)	14.2	11.4	8.9	8.0	7.2
EV/EBITDA	15.7	11.1	7.3	7.0	6.5
市净率 (PB)	1.87	1.72	1.59	1.44	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

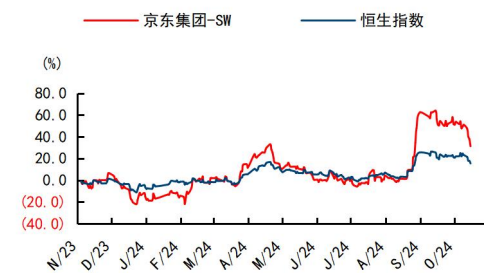
#### 互联网·互联网 II

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	优于大市(维持)
合理估值	162.00 - 194.00 港元
收盘价	135.10 港元
总市值/流通市值	430082/386416 百万港元
52 周最高价/最低价	192.30/79.32 港元
近 3 个月日均成交额	2662.33 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) -2024Q3 前瞻：以旧换新带动公司 GMV 增速加快》——2024-10-17
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q2 点评：收入稳健增长，费用投放克制，利润表现亮眼》——2024-08-18
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q2 前瞻：料电商业务表现稳健，利润增长亮眼》——2024-07-13
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q1 点评：收入稳健增长，利润表现亮眼》——2024-05-17
- 《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q1 前瞻：料收入利润表现稳健》——2024-04-23

## 整体表现：收入稳健增长，利润表现亮眼

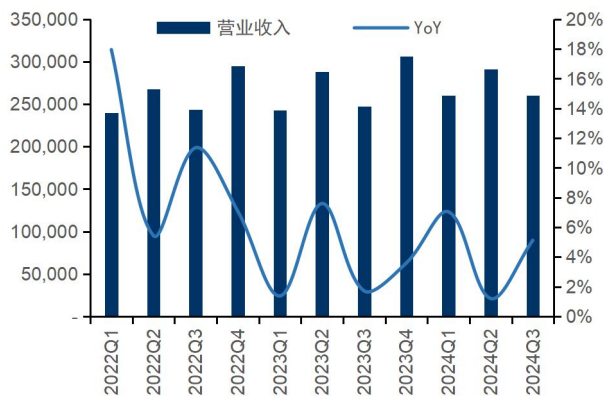
本季度公司实现营业收入 2604 亿元，同比+5.1%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2250 亿元，同比+6.1%，我们测算自营业务收入同比中个位数增长，其中带电品类收入增速 3%，商超品类收入增速 8%；POP 模式下收入高个位数到两位数增速，本季度平台活跃用户数以及 DAU 均实现两位数增长；2) 京东物流收入 444 亿元，同比+17.1%；3) 新业务收入同比-26%，主要由于京喜自营转半托以及达达收入下降导致。

值得一提的是，管理层表示双 11 表现超出内部预期，用户数和购频都实现双位数增长。

公司 non-GAAP 净利润 132 亿元，non-GAAP 净利率 5.1%，与去年同期相比提升 0.8pct。其中经调 EBITDA 利润率从 5.2%提升至 5.8%。分业务看，零售经营利润率同比持平，毛利率提升被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消，管理层表示随着消费逐步复苏，公司会在考虑 ROI 基础上加大用户投入。物流经营利润率同比提升 4pct，新业务经营利润率从去年同期-3.7%转变为-12.4%，主要由于京喜和达达业务调整。公司管理层表示长期集团经调净利率可以达到高个位数水平，主要得益于平台模式拓展、商超品类占比提升以及各品类提效提升毛利率。

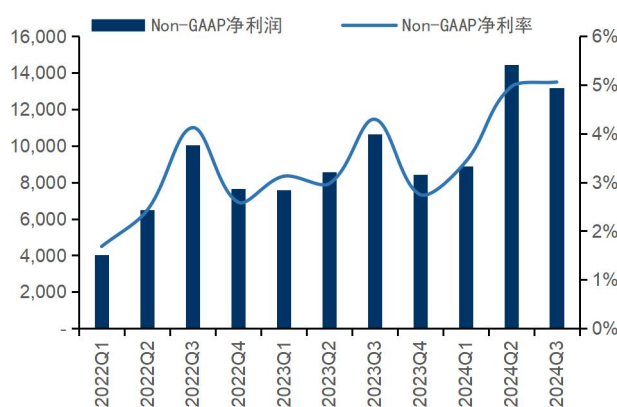
股东回报看，公司 9 月季度回购 3100 万股普通股，总额约 3.9 亿美元，回购股数占 2024 年 6 月 30 日流通股的 1.1%。公司于 8 月批准新回购计划，于 2024 年 9 月起生效，可于截至 2027 年 8 月回购不超过 50 亿美元股份。

图1：京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）



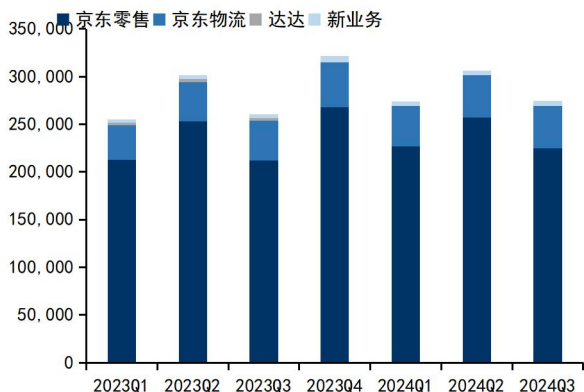
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



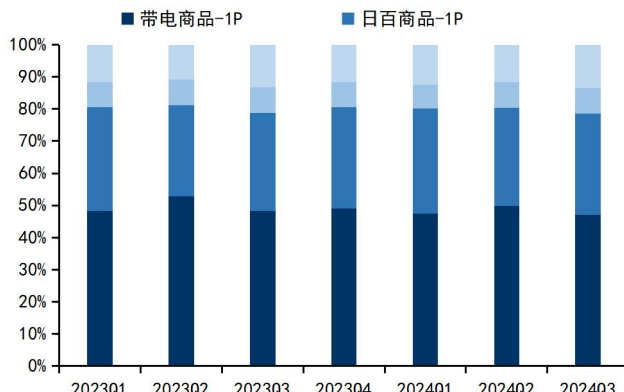
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东集团季度分业务收入 (百万元)



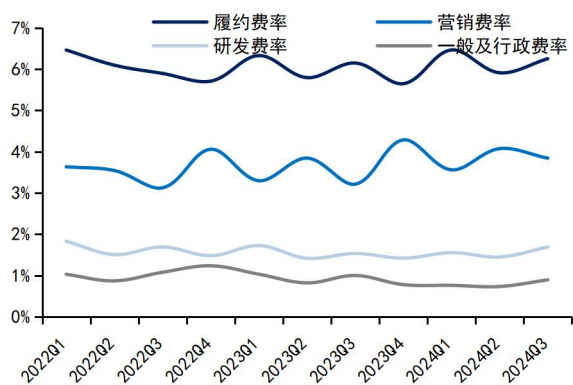
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 未披露达达经营利润情况

图4: 京东集团季度各类型收入占比变化情况 (%)



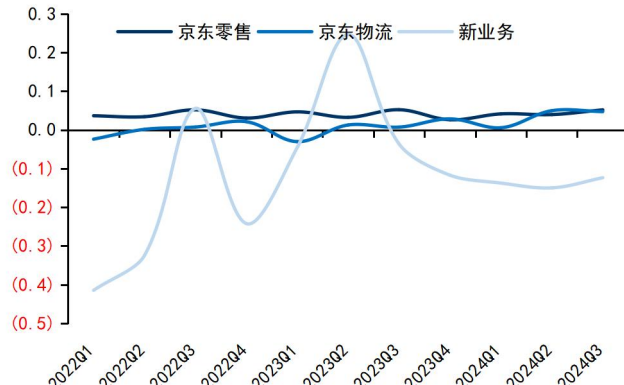
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 起 未披露达达经营利润情况

## 投资建议：维持“优于大市”评级

公司综合考虑 GMV、利润和现金流的平衡，在 ROI 不错的时候增加投入，毛利率逐步提升，用户体验不断提升。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 11356/12029/12823 亿元，调整幅度为+0.1%/+0.1%/+0.1%；预计 2024-2026 年公司经调净利分别为 448/501/554 亿元，调整幅度为 6.9%/6.8%/6.6%，主要反映公司供应链提效毛利持续提升，费用投放有纪律。目前公司对应 24 年 PE 约为 9x，预计 2024-2026 经调整净利 CAGR 为 11%，维持目标价 162-194 港币，距当前上涨幅度 20%-44%，维持“优于大市”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	120301	176542	213325	营业收入	1046236	1084662	1135611	1202895	1282264
应收款项	45712	40808	42725	45256	48242	营业成本	899163	924958	954957	1009733	1074433
存货净额	77949	68058	69799	73813	78549						
其他流动资产	7457	8798	9211	9757	10401	销售费用	97798	100783	116016	124093	132281
<b>流动资产合计</b>	<b>351074</b>	<b>307810</b>	<b>360291</b>	<b>424301</b>	<b>493237</b>	管理费用	28747	28791	14330	14861	15486
固定资产	66241	79955	88328	97172	106376	财务费用	2141	2222	2340	3121	3931
无形资产及其他	32262	26915	21532	16149	10766	投资收益	(2195)	1010	2771	2771	2771
投资性房地产	88032	157532	157532	157532	157532						
长期股权投资	57641	56746	51165	45584	40003	其他收入	(2324)	7900	(25798)	(15533)	(15930)
<b>资产总计</b>	<b>595250</b>	<b>628958</b>	<b>678847</b>	<b>740738</b>	<b>807913</b>	营业利润	13867	36818	24940	38326	42975
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)	11878	11878	11878
应付款项	166533	173480	177918	188150	200222	<b>利润总额</b>	<b>13867</b>	<b>31650</b>	<b>36818</b>	<b>50204</b>	<b>54853</b>
其他流动负债	87882	87136	91955	97365	103633	所得税费用	4176	8393	8393	7978	8717
<b>流动负债合计</b>	<b>266561</b>	<b>265650</b>	<b>274907</b>	<b>290549</b>	<b>308890</b>	少数股东损益	(689)	(910)	909	(2528)	(2528)
长期借款及应付债券	30233	41966	62813	83660	104507	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10380</b>	<b>24167</b>	<b>29336</b>	<b>39697</b>	<b>43607</b>
其他长期负债	24333	24962	25591	26220	26849						
<b>长期负债合计</b>	<b>54566</b>	<b>66928</b>	<b>88404</b>	<b>109880</b>	<b>131356</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>321127</b>	<b>332578</b>	<b>363311</b>	<b>400429</b>	<b>440246</b>	净利润	10380	24167	29336	39697	43607
少数股东权益	60167	63908	64817	62289	59761						
股东权益	213956	232472	250720	278020	307907	折旧摊销	4745	6019	17025	17554	18246
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>595250</b>	<b>628958</b>	<b>678847</b>	<b>740738</b>	<b>807913</b>	财务费用	2141	2222	2340	3121	3931
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	14552	(49216)	5815	9180	10604
每股收益	8.86	11.06	14.07	15.73	17.42	其它	(689)	(910)	909	(2528)	(2528)
每股红利	2.24	2.74	3.48	3.89	4.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>28988</b>	<b>(19940)</b>	<b>53085</b>	<b>63903</b>	<b>69929</b>
每股净资产	67.21	73.03	78.76	87.33	96.72	资本开支	(31372)	(18888)	(20015)	(21016)	(22067)
ROIC	15%	16%	25%	29%	31%	其它投资现金流	(26531)	22841	0	(679)	(23787)
ROE	13%	15%	18%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(52322)</b>	<b>4848</b>	<b>(14434)</b>	<b>(16113)</b>	<b>(40272)</b>
毛利率	14%	15%	16%	16%	16%						
EBIT Margin	2%	3%	4%	5%	5%	负债净变化	20847	11733	20847	20847	20847
EBITDA Margin	2%	3%	6%	6%	6%	支付股利	(7129)	(8711)	(11088)	(12396)	(13721)
收入增长	10%	4%	5%	6%	7%						
经调净利润增长率	64%	25%	27%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>31428</b>	<b>8123</b>	<b>9759</b>	<b>8451</b>	<b>7126</b>
资产负债率	64%	63%	63%	62%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>8094</b>	<b>(6969)</b>	<b>48409</b>	<b>56240</b>	<b>36783</b>
股息率	1.8%	2.2%	2.8%	3.1%	3.4%	货币资金的期初余额	70767	78861	71892	120301	176542
P/E	14.2	11.4	8.9	8.0	7.2	货币资金的期末余额	78861	71892	120301	176542	213325
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	2867	(39324)	41664	51312	57302
EV/EBITDA	16	11	7	7	7	权益自由现金流	(1717)	(9692)	60705	69534	74843

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（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