

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, 利润大超市场预期

——京东集团-SW (9618.HK) 2024Q3 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/11/15		
表现		1M	3M	12M
京东集团-SW		-17.3%	33.5%	28.7%
恒生指数		-4.4%	13.5%	7.5%

市场数据		2024/11/15
当前价格(港元)		132.60
52周价格区间(港元)		81.55-192.30
总市值(百万港元)		422,123.39
流通市值(百万港元)		379,265.47
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)		2,130.16
近一月换手(%)		0.49

相关报告

《京东集团-SW (9618.HK) 2024Q3 业绩前瞻: 以旧换新推动收入增长回暖, 利润稳健释放(买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟, 罗婉琦》——2024-10-21

《京东集团-SW (9618.HK) 2024Q2 财报点评: 收入稳健增长, 利润大超预期(买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟, 罗婉琦》——2024-08-18

《京东集团-SW (9618.HK) 2024Q1 财报点评:

事件:

2024 年 11 月 14 日公司发布公告, 2024Q3 实现营业收入 2604 亿元 (YoY+5%, QoQ-11%); 毛利润 450 亿元 (YoY+16%, QoQ-2%), 营业利润 120 亿元 (YoY+29%, QoQ+15%), 净利润 128 亿元 (YoY+56%, QoQ-6%), 归母净利润 117 亿元 (YoY+48%, QoQ-7%), Non-GAAP 归母净利润 132 亿元 (YoY+24%, QoQ-9%)。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司今年已累计回购金额共 36 亿美元, 根据 2024 年 9 月起生效的新股份回购计划, 公司可在 2027 年 8 月底之前回购价值最高达 50 亿美元的股份 (包括美国存托股)。

我们的观点:

- **整体业绩表现:** 公司 2024Q3 营收略超彭博一致预期, 平台持续聚焦用户体验与内容生态建设, 叠加国家“以旧换新”的补贴政策刺激, 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, 2024Q3 净利润及经调整归母净利润均大超彭博一致预期, 主要由于公司毛利率及京东物流经营利润率表现超彭博一致预期。
- **运营表现:** 据亿邦动力, 平台季度活跃用户数和用户购物频次已连续三个季度实现同比双位数的增长。受益于用户活跃度提升, 平台第三方商家的订单和用户也保持快速增长。
- **京东零售:** 京东零售收入同比稳健增长, 利润率略超彭博一致预期。2024Q3 京东零售营收 2250 亿元 (YoY+6%, QoQ-12%), 主要由活跃用户及订单量双增所驱动。2024Q3 期间, 京东“春晚计划”升级推出“三大星级规则升级”等 15 项新举措, 向商家投入千亿级流量扶持、超亿元广告金补贴, 带动第三方商家成交用户同比增长超 20%, 订单量同比增长超 30%。分品类来看, ①带电品类 Q3 收入同比增长 3%, 主要由于国家补贴政策激发用户换新需求, 京东双 11 期间, 全国超 90% 的县域农村地区用户通过京东进行以旧换新。另外, 2024 年 11 月 8 日全国人大常委会新闻发布会指出, 2025 年将加大力度支持大规模设备更新, 扩大消费品以旧换新的品种和规模。我们认为, 京东有望持续受益于内需修复, 发挥供应链及履约优势。②日用百货品类 Q3 收入同比增长 8%, 超市及服装品类收入实现两

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：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

位数同比增速。2024Q3 京东零售经营利润 116 亿元，经营利润率 5.2%，同比持平，略超彭博一致预期。

- **京东物流：**京东物流 2024Q3 营业收入 444 亿元（YoY+7%，QoQ 持平），经营利润率同比提升 4.0pct 至 4.7%；其中 1）一体化供应链客户收入同比增长 5.4% 至 207 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客户的收入同比增长；2）来自其他客户的收入同比增长 7.6% 至 237 亿元，主要由快递快运服务业务量增长所驱动。得益于核心运营环节效率提升及产品结构优化等，京东物流 2024Q3 经营利润率大超彭博一致预期。2024 年 10 月 16 日，京东物流宣布与淘天集团达成合作，将全面接入淘宝天猫平台，其一体化供应链解决方案、京东快递、京东快运等诸多业务将为淘宝天猫商家提供服务，涉及仓储、快递、快运等供应链全流程。双方对接系统已于 10 月中旬基本完成，未来有望贡献更多外部收入增量。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到京东零售业务持续受益于以旧换新国补政策以及京东物流利润率的改善，我们上调公司营业收入预测分别至 11,399/12,075/12,737 亿元，上调公司归母净利润分别至 377/431/475 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 12.4/13.8/15.1，Non-GAAP 归母净利润分别为 450/511/554 亿元，对应 Non-GAAP P/E 为 9/8/7X；根据 SOTP 估值法，我们给予 2025 年京东集团合计目标市值 5,231 亿元人民币，对应目标价 164 元人民币/177 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	1139850	1207454	1273675
增长率(%)	4	5	6	5
归母净利润（百万元）	24167	37709	43052	47543
增长率(%)	133	56	14	10
摊薄每股收益（元）	7.62	12.35	13.77	15.11
ROE(%)	10	16	16	17
P/E	16.18	9.98	8.96	8.16
P/B	1.32	1.17	1.14	1.02
P/S	0.36	0.34	0.33	0.31
EV/EBITDA	9.64	6.96	6.13	5.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

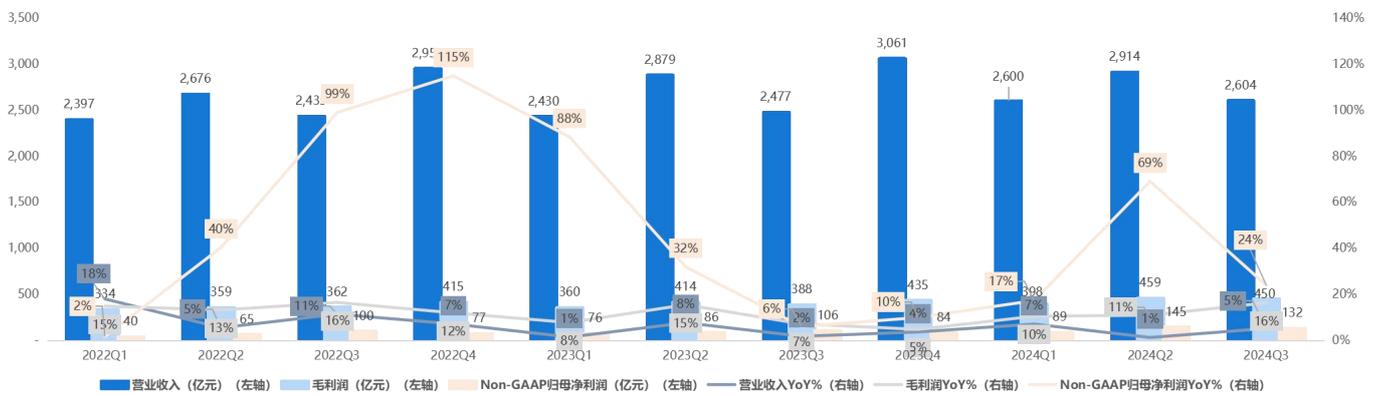
（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2024 年 11 月 15 日实时汇率 1 港元=0.93 元人民币）

我们的观点:

1、整体业绩表现

(1) 业绩总览: 2024Q3 营业收入 2604 亿元 (YoY+5%, QoQ-11%), 高于彭博一致预期的 2597 亿元; 实现毛利润 450 亿元 (YoY+16%, QoQ-2%), 高于彭博一致预期的 420 亿元; 实现 Non-GAAP 归母净利润 132 亿元 (YoY+24%, QoQ-9%), 高于彭博一致预期的 114 亿元。

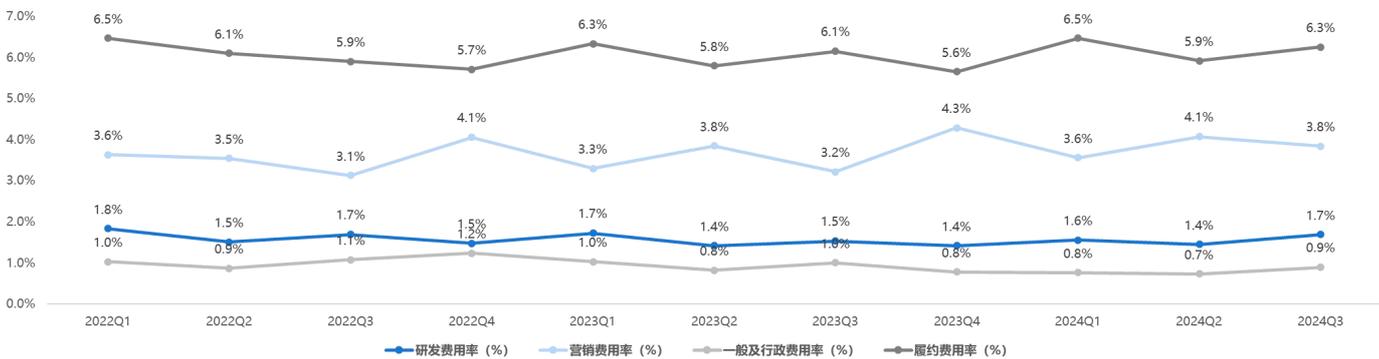
图 1: 2022Q1-2024Q3 公司主要财务指标情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(2) 费用情况: 2024Q3 研发费用率 1.7% (YoY+0.2pct, QoQ+0.2pct); 营销费用率 3.8% (YoY+0.6pct, QoQ-0.2pct); 一般及行政费用率 0.9% (YoY-0.1pct, QoQ+0.2pct); 履约费用率 6.3% (YoY+0.1pct, QoQ+0.3pct)。

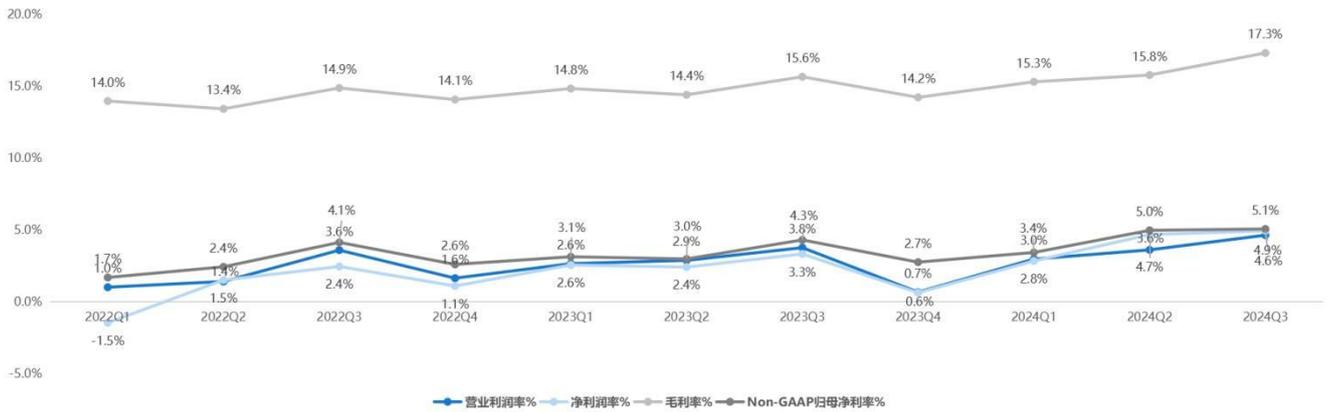
图 2: 2022Q1-2024Q3 公司主要费用率情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(3) 利润率情况: 2024Q3 毛利 450 亿元 (YoY+16%, QoQ-2%), 毛利率 17.3%; 营业利润 120 亿元 (YoY+29%, QoQ+15%), 营业利润率 4.6%; 净利润为 128 亿元 (YoY+56%, QoQ-6%), 净利润率 4.9%; Non-GAAP 归母净利润为 132 亿元 (YoY+24%, QoQ-9%), Non-GAAP 归母净利润率 5.1%。

图 3: 2022Q1-2024Q3 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

考虑到京东零售业务持续受益于以旧换新国补政策以及京东物流利润率的持续改善, 我们上调公司营业收入预测分别为 11,399/12,075/12,737 亿元, 上调公司归母净利润分别为 377/431/475 亿元, 对应摊薄 EPS 分别为 12.4/13.8/15.1, Non-GAAP 归母净利润分别为 450/511/554 亿元, 对应 Non-GAAP P/E 为 9/8/7X; 根据 SOTP 估值法, 我们给予 2025 年京东集团合计目标市值 5,231 亿元人民币, 对应目标价 164 元人民币/177 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	4,180
新业务+其他对外投资	最新持股比例或市值	1,051
股权价值折价率		80%
目标市值		5,231
股本 (百万)		3,183
目标股价 (元/股)		164
汇率 (元/港元)		0.93
目标股价 (港元/股)		177

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (备注: 汇率参考 2024 年 11 月 15 日实时汇率 1 港元=0.93 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 11 月 15 日实时汇率 1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	09618		股价:	132.60	投资评级:	买入	日期:	2024/11/15	
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%	16%	16%	17%	EPS	7.62	12.35	13.77	15.11
毛利率	15%	16%	16%	16%	BVPS	93.11	105.27	108.48	120.37
期间费率	12%	12%	12%	12%	估值				
销售净利率	2%	3%	4%	4%	P/E	16.18	9.98	8.96	8.16
成长能力					P/B	1.32	1.17	1.14	1.02
收入增长率	4%	5%	6%	5%	P/S	0.36	0.34	0.33	0.31
利润增长率	133%	56%	14%	10%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.72	1.63	1.71	1.67	营业收入	1084662	1139850	1207454	1273675
应收账款周转率	25.07	25.35	25.90	25.90	营业成本	924958	961209	1019158	1076255
存货周转率	14.86	15.81	17.06	17.04	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	40133	46538	43396	46990
资产负债率	53%	52%	51%	50%	管理费用	9710	9057	9660	8916
流动比	1.16	1.18	1.21	1.29	财务费用	2881	2626	1720	2547
速动比	0.87	0.89	0.96	0.99	研发费用	16393	17239	16904	16558
					营业利润	26025	36477	47120	49186
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	5625	13287	11562	11463
现金及现金等价物	79398	113985	99011	104441	利润总额	31650	49765	58682	60649
应收款项	40808	49114	44129	54227	所得税费用	8393	9572	15844	13343
存货净额	68058	76123	65426	84054	净利润	23257	40192	42838	47306
其他流动资产	8798	7409	7245	7642	少数股东损益	-910	2483	-214	-237
流动资产合计	307810	337819	352254	394289	归属于母公司净利润	24167	37709	43052	47543
固定资产	79955	91188	66410	70052					
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	26914	29636	36224	38210	经营活动现金流	59521	71449	71548	75054
长期股权投资	56746	57673	61149	64575	净利润	23257	40192	42838	47306
资产总计	628958	697552	708022	764547	少数股东损益	-910	2483	-214	-237
短期借款	5034	9119	12075	12737	折旧摊销	8304	10943	7969	8406
应付款项	166167	164916	174803	183948	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	15879	11399	12075	12737
其他流动负债	87136	102587	99011	101894	投资活动现金流	-59543	-42174	-94181	-73873
流动负债合计	265650	285740	291926	304948	资本支出	20015	23937	24149	25474
长期借款及应付债券	41966	48829	42481	45873	长期投资	345672	262166	313938	305682
其他长期负债	24962	27902	28321	30582	其他	4139	4559	2415	2547
长期负债合计	66928	76731	70802	76455	筹资活动现金流	-5808	5312	7660	4249
负债合计	332578	362471	362729	381402	债务融资	3113	3420	3622	3821
股东权益	296380	335081	345293	383144	权益融资	-2464	-	-	-
负债和股东权益总计	628958	697552	708022	764547	现金净增加额	-5717	34587	-14974	5430

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。

【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。