

Q3 业绩超预期，关注 Q4 国补红利释放

核心观点

- **公司发布 FY3Q24 业绩，Q3 表现亮眼收入利润均超预期。**24Q3 公司实现营业收入 2603.9 亿元 (yoy+5.1%)，略超彭博一致预期，Non-GAAP 归母净利润 131.7 亿元 (yoy+23.9%) 大超彭博一致预期。
- **分业务收入：1、商品收入：24Q3 实现商品收入 2046.1 亿元 (yoy+4.8%) 1) 带电：受益国补增速转正。**24Q3 实现营业收入 1225.6 亿元 (yoy+2.7%)，8 月底家电以旧换新政策落地后公司受益明显，叠加去年低基数下 Q3 带电成功增速转正。**2) 日百：势能不减持续高增。**24Q3 实现营业收入 820.5 亿元 (yoy+8.0%)，连续两个季度高个位数增长，其中超市、服装品类保持双位数增速。**3) 用户：持续加大用户体验投入与用户心智建设，**季度活跃用户数与用户购买频次连续三个季度保持双位数增长。**2、服务收入：24Q3 实现服务收入 557.7 亿元 (yoy+6.5%) 1) 平台：24Q3 实现收入 207.6 亿元 (yoy+6.3%)，3P 商家成交用户同比高增 20% 以上，交易量上升带动佣金收入转正，广告收入双位数增长。2) 物流及其他收入：24Q3 实现收入 350.1 亿元 (yoy+6.5%)**
- **分部情况：1) 京东零售：24Q3 实现收入 2249.9 亿元 (yoy+6.1%)，经营利润 116.1 亿元 (yoy+5.5%)，**受益于家电 3C 及商超品类的高增 Q3 表现良好。我们预计随着国补政策覆盖区域扩大叠加补贴深入用户心智，Q4 家电 3C 仍可维持高景气。据京东官方数据双十一期间 3C 数码、家电等带电品类销售再创新高，成交额、订单量及下单用户数保持双位数增长，大促表现良好叠加国补红利 Q4 业绩可期。**2) 京东物流：24Q3 实现收入 444.0 亿元 (yoy+6.6%)，经营利润 20.9 亿元 (yoy+624.3%) 大超预期，规模效应提升叠加供应链优化盈利能力显著提升。**

盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，预测 2024-2026 年收入为 11385/12098/12878 亿元 (原 2024-2026 年预测为 11344/12087/12847 亿元，因以旧换新政策与双十一投入加大上调收入)，经调整归母净利润为 421/472/507 亿元 (原 2024-2026 年预测为 418/431/447 亿元，因高毛利业务占比增加上调利润率)。参考可比公司，维持京东零售业务 2024 年 11xPE，分部估值计算公司市值 5250 亿元，对应每股股价 178.4 港元 (人民币兑港币汇率 1.08)，维持“买入”评级。

风险提示：政策效果不及预期，行业竞争加剧，行业监管趋严。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,046,236	1,084,662	1,138,469	1,209,782	1,287,832
同比增长(%)	9.95%	3.67%	4.96%	6.26%	6.45%
营业利润(百万元)	19,723	26,025	38,175	45,697	50,097
同比增长(%)	376.29%	31.95%	46.69%	19.70%	9.63%
归属母公司净利润(百万元)	10,380	24,167	39,178	44,159	47,540
同比增长(%)	-391.61%	132.82%	62.11%	12.71%	7.66%
每股收益(元)	3.26	7.62	12.74	14.55	15.66
毛利率(%)	14.1%	14.7%	15.7%	15.9%	15.9%
净利率(%)	0.99%	2.23%	3.44%	3.65%	3.69%
净资产收益率(%)	3.79%	8.17%	12.60%	12.56%	12.05%
市盈率(倍)	38.9	16.7	10.0	8.7	8.1
市净率(倍)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024 年 11 月 20 日)	137.5 港元
目标价格	178.4 港元
52 周最高价/最低价	192.3/79.32 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	318,343/286,022
H 股市值 (百万港币)	437,722
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 11 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.03	-13.41	22.55	30.17
相对表现%	-2.43	-8.13	10.02	19.33
恒生指数%	-0.6	-5.28	12.53	10.84



证券分析师	
项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人	
金沐阳	jinyinmuyang@orientsec.com.cn

相关报告	
以旧换新政策红利明显，Q3 预计表现亮眼：——京东 24Q3 前瞻点评	2024-10-29
利润超预期，盈利能力提升	2024-08-21
利润超预期，商超恢复向好	2024-06-02

盈利预测与投资建议

根据三季度财报，我们调整盈利预测，预测 2024-2026 年收入为 11385/12098/12878 亿元（原 2024-2026 年预测为 11344/12087/12847 亿元），经调整归母净利润为 421/472/507 亿元（原 24-26 年预测为 418/431/447 亿元）。参考可比公司，维持京东零售业务 2024 年 11xPE，分部估值计算公司市值 5250 亿元，对应每股股价 178.4 港元（人民币兑港币汇率 1.08），维持“买入”评级。

表 1：京东集团盈利预测核心指标（百万元）

	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	2024E	2025E
核心财务							
总收入	247,698	306,077	260,049	291,397	260,387	1,138,469	1,209,782
yoy	1.7%	3.6%	7.0%	1.2%	5.1%	5.0%	6.3%
毛利	38,751	43,502	39,770	45,938	45,043	179,028	192,417
yoy	7.1%	4.7%	10.4%	10.9%	16.2%	12.1%	7.5%
margin	15.64%	14.21%	15.29%	15.76%	17.30%	15.73%	15.91%
margin yoy Δ	0.78%	0.15%	0.47%	1.37%	1.65%	1.00%	0.18%
调整后运营利润	11,097	7,793	8,879	11,596	13,079	42,537	49,829
yoy	11.8%	7.5%	12.7%	33.7%	17.9%	20.0%	17.1%
margin	4.48%	2.55%	3.41%	3.98%	5.02%	3.74%	4.12%
margin yoy Δ	0.40%	0.09%	0.17%	0.97%	0.54%	0.47%	0.38%
调整后归母净利润	10,637	8,415	8,899	14,460	13,174	42,073	47,189
yoy	5.9%	9.9%	17.2%	69.0%	23.9%	19.5%	12.2%
margin	4.29%	2.75%	3.42%	4.96%	5.06%	3.70%	3.90%
margin yoy Δ	0.17%	0.16%	0.30%	1.99%	0.77%	0.45%	0.21%
收入分类							
商品收入	195,304	246,501	208,508	233,908	204,613	904,402	959,646
- 带电	119,316	150,353	123,212	145,061	122,560	545,651	571,796
- 日百	75,988	96,148	85,296	88,847	82,053	358,750	387,850
服务收入	52,394	59,576	51,541	57,489	55,774	234,068	250,136
- 平台	19,529	23,626	19,289	23,425	20,763	90,192	94,924
- 物流	32,865	35,950	32,252	34,064	35,011	143,876	155,212
yoy							
商品收入	-0.9%	3.7%	6.6%	0.0%	4.8%	3.8%	6.1%
- 带电	0.0%	6.1%	5.3%	-4.6%	2.7%	1.3%	4.8%
- 日百	-2.3%	0.2%	8.6%	8.7%	8.0%	7.9%	8.1%
服务收入	12.7%	3.0%	8.8%	6.3%	6.5%	9.7%	6.9%
- 平台	3.0%	-4.0%	1.2%	4.1%	6.3%	6.5%	5.2%
- 物流	19.3%	8.1%	13.8%	7.9%	6.5%	11.8%	7.9%
分部信息							
京东零售							
收入	212,059	267,646	226,835	257,072	224,986	993,106	1,045,202
yoy	0.1%	3.4%	6.8%	1.5%	6.1%	5.1%	5.2%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

运营利润		11,001	6,937	9,325	10,108	11,608	38,262	42,331
	OPM	5.19%	2.59%	4.11%	3.93%	5.16%	3.85%	4.05%
OPM yoy Δ		0.03%	-0.44%	-0.52%	0.72%	-0.03%	0.05%	0.20%
京东物流								
	收入	41,663	47,201	42,137	44,207	44,396	188,640	212,196
yoy		16.5%	9.7%	14.7%	7.7%	6.6%	13.2%	12.5%
运营利润		288	1,330	224	2,183	2,086	6,089	8,256
	OPM	0.69%	2.82%	0.53%	4.94%	4.70%	3.23%	3.89%
OPM yoy Δ		-0.02%	0.73%	3.59%	3.70%	4.01%	2.62%	0.66%
分部合计								
运营利润		11,097	7,472	8,879	11,596	13,079	41,871	48,587
	OPM	4.48%	2.44%	3.41%	3.98%	5.02%	3.68%	4.02%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：分部估值表

	估值方式	对应市值（百万元）
京东零售	P/E	315,665
主要股权投资	最新融资估值/市值	209,321
股权价值		524,986
股份数（百万）		3,183
每股价值（元/股）		164.9
汇率（港元/元）		1.08
每股价值（港元/股）		178.4

数据来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

● 政策效果不及预期

家电以旧换新政策对公司业绩影响较大，若政策效果不及预期，则会导致公司业绩不及预期。

● 行业竞争加剧

行业内拼多多、抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司盈利造成影响。

● 行业监管趋严

国家对于平台经济反垄断监管提高重视，行业头部公司已经受到巨额罚款，未来若监管进一步趋严，或影响公司业务的进一步增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	78,861	71,892	82,158	110,896	138,015	营业收入	1,046,236	1,084,662	1,138,469	1,209,782	1,287,832
短期投资	141,095	118,254	119,254	120,254	121,254	营业成本	-899,163	-924,958	-959,441	-1,017,365	-1,083,453
存货	77,949	68,058	71,448	74,852	79,791	履约费用	-63,011	-64,558	-69,250	-70,169	-75,338
预付账款	3,838	2,753	2,858	3,032	3,232	销售费用	-37,772	-40,133	-45,820	-49,750	-50,225
其他	49,331	46,853	48,433	50,996	53,802	管理费用	-11,053	-9,710	-9,503	-9,514	-10,303
流动资产合计	351,074	307,810	324,151	360,031	396,095	研发费用	-16,893	-16,393	-16,280	-17,286	-18,416
长期股权投资	69,252	137,586	146,687	149,639	153,429	资产减值损失	0	-5,168	0	0	0
固定资产	55,080	70,035	85,564	101,459	120,740	营业利润	19,723	26,025	38,175	45,697	50,097
在建工程	11,161	9,920	5,120	9,341	11,421	Non-GAAP 营业利润	27,583	35,441	42,537	49,829	54,411
商誉	23,123	19,980	19,980	19,980	19,980	财务收入	0	0	0	0	0
无形资产	42,987	46,498	46,093	47,052	49,701	财务支出	-2,106	-2,881	-2,694	-2,753	-3,000
其他	42,573	37,129	31,745	34,026	34,693	股权投资	-2,195	1,010	2,634	3,511	3,511
非流动资产合计	244,176	321,148	335,189	361,497	389,964	其他收入	-1,555	7,496	12,488	11,450	10,000
资产总计	595,250	628,958	659,339	721,528	786,059	利润总额	13,867	31,650	50,603	57,904	60,607
短期借款	12,146	5,034	5,537	6,091	6,700	所得税	-4,176	-8,393	-8,369	-10,375	-9,697
应付账款	160,607	166,167	176,176	186,812	198,947	净利润	9,691	23,257	42,234	47,529	50,910
预提费用及其他非流动负债	42,570	43,533	46,677	49,601	52,801	归属母公司净利润	10,380	24,167	39,178	44,159	47,540
其他	51,238	50,916	52,552	56,311	59,304	Non-GAAP 归母净利润	28,220	35,200	42,073	47,189	50,654
流动负债合计	266,561	265,650	280,942	298,815	317,753	GAAP-每股收益 (元)	3.26	7.62	12.74	14.55	15.66
长期借款	20,009	31,555	30,528	31,534	32,540	主要财务比率					
应付债券	10,224	10,411	11,183	11,742	12,329		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他	24,333	24,962	25,188	27,278	28,431	成长能力					
非流动负债合计	54,566	66,928	66,899	70,554	73,300	营业收入	9.9%	3.7%	5.0%	6.3%	6.5%
负债合计	321,127	332,578	347,841	369,369	391,053	营业利润	376.3%	32.0%	46.7%	19.7%	9.6%
夹层股本	590	614	614	614	614	归属于母公司净利润	-391.6%	132.8%	62.1%	12.7%	7.7%
归属母公司权益	213,366	231,858	246,966	287,603	330,436	获利能力					
非控制性权益	60,167	63,908	63,918	63,942	63,956	毛利率	14.1%	14.7%	15.7%	15.9%	15.9%
股东权益合计	273,533	295,766	310,884	351,545	394,392	净利率	1.0%	2.2%	3.4%	3.7%	3.7%
负债、夹层股本和股东权益	595,250	628,958	659,339	721,528	786,059	经调整归母净利润	2.7%	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%
现金流量表						ROE	3.8%	8.2%	12.6%	12.6%	12.1%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	9,691	23,257	42,234	47,529	50,910	资产负债率	53.9%	52.9%	52.8%	51.2%	49.7%
折旧摊销	7,236	8,292	7,246	8,265	6,016	净负债率	-13.3%	-8.4%	-11.2%	-17.5%	-21.9%
财务费用						流动比率	1.32	1.16	1.15	1.20	1.25
SBC	7,548	4,804	2,999	3,030	3,014	速动比率	1.02	0.90	0.90	0.95	1.00
营运资金变动	22,119	16,547	15,194	10,950	10,841	运营能力					
其他	11,225	6,621	0	0	0	应收账款周转天数	5.66	6.88	6.90	7.08	7.08
经营活动现金流	57,819	59,521	67,672	69,774	70,781	存货周转天数	31.17	28.81	26.54	26.24	26.05
资本支出	-21,979	-18,378	-17,570	-29,340	-30,026	总资产周转天数	190.44	205.98	206.52	208.31	213.64
长期投资	-4,089	-995	-1,017	-1,174	-1,975	每股指标 (元)					
其他	-27,958	-40,170	-7,792	-2,778	-2,814	每股收益	3.26	7.62	12.74	14.55	15.66
投资活动现金流	-54,026	-59,543	-26,379	-33,292	-34,815	每股经营现金流	18.18	18.77	22.01	22.99	23.32
债权融资	11,644	2,340	-913	2,154	2,230	每股销售收入	328.93	342.11	370.26	398.61	424.33
股权融资	-13,867	-9,205	-30,124	-9,923	-11,092	估值比率					
其他	3,403	1,057	10	24	14	市盈率	38.9	16.7	10.0	8.7	8.1
筹资活动现金流	1,180	-5,808	-31,027	-7,744	-8,847	市销率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
汇率变动影响	3,490	125	0	0	0	EV/EBITDA	18.6	14.4	10.7	8.9	8.6
现金净增加额	8,463	-5,705	10,267	28,738	27,119	EV/EBIT	29.4	13.6	8.8	7.7	7.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。