

以旧换新带动家电品类增长，利润持续超预期

投资要点

- **业绩摘要:** 京东集团公告 2024Q3 财报, 24Q3 实现营收 2604 亿元 (yoy+5.1%), Non-GAAP 经营利润 131 亿元 (yoy+17.9%), Non-GAAP 归母净利润 132 亿元 (yoy+23.9%), 京东零售 operating margin 为 5.2%, 同比持平, 环比提升 1.3pp; 截至 24 年 9 月底, TTM 的自由现金流 336 亿元, 环比 24 年 6 月底减少 220 亿元, 同比减少 58 亿元, 现金流变动系应付账款延迟支付导致的跨季支付, 以及为了支持以旧换新项目, 用来锁定充足库存产生的快速支付。
- **受以旧换新政策拉动, 3C 家电收入重回增长, 24Q3 分品类来看:** ①3C 家电营收 1226 亿元 (yoy+2.7%), 而 24Q2 增速为同比-4.6%, 受以旧换新拉动, 本季度增速转正; 日用百货商品收入 821 亿元 (yoy+8%); ②平台及广告收入 208 亿元 (yoy+6.3%), 物流及其他服务收入 350 亿元 (yoy+6.5%)。
- **京东物流利润率大幅改善, 带动集团利润超预期。24Q3 分业务板块来看:** ①京东零售营收 2250 亿元 (yoy+6.1%), 经营利润 116 亿元 (yoy+5.5%), operating margin 为 5.2%, 同比持平; ②京东物流营收 444 亿元 (yoy+6.6%), 经营利润 20.9 亿元 (yoy+624%), operating margin 增至 4.7%, 而 23Q3 同期仅 0.7%, 受产品结构优化、降本增效、订单密度提升等的提振; ③包括达达、京喜、海外业务、京东产发在内的新业务实现营收 50 亿元 (-25.7%), 经营亏损 6 亿元, 主要系京喜收入计入方式变化影响。
- **坚持低价策略, 打造价格竞争力。①自营商品:** 通过采销降低自营采购成本; ②**矩阵式低价活动:** 京东自 24 年 7 月起, 每月 17 日晚 8 点至 19 日零点举办“京东超级 18”活动, 每周五举办商超品类黑色星期五活动, 每晚举办限时限量的“月黑风高”活动等。通过自营商品降价、日常营销矩阵不断提升用户对京东的低价心智。
- **2024 年双十一:** 根据京东的公开业绩会信息, 24 年京东双十一 (1014-1111) 总体上超公司的预期, 大促期间活跃用户数取得两位数以上的增长, 平均单日购买用户数增长 20% 以上, 用户购买频次也继续保持双位数的增长。根据京东官微, 其他亮点包括: ①双十一期间, 京东采销直播订单量同比增长 3.8 倍; ②**京东百亿补贴频道加码:** 在 10 月 14 日晚 8 点-10 月 31 日晚 9 点期间, 百亿补贴商品数量同比增超 4 倍; ③**服饰美妆等时尚品类表现超预期:** 在 10 月 14 日晚 8 点-10 月 31 日晚 9 点期间, 京东服饰美妆成交首购用户数同比增超 140%, 超 1500 个服装品牌成交额同比增长超 2 倍。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2024-2026 年营收增速分别为 5.26%/5.09%/5%, Non-GAAP 归母净利润分别为 457/492/529 亿元。根据京东集团业绩会信息, 公司有信心继续取得快于社零的增速, 长期利润率目标为高个位数, 维持“买入”评级, 持续推荐。
- **风险提示:** 电商行业竞争对手增加投入风险; 供应链扩展不及预期风险; 宏观经济下行风险; 消费信心恢复低于预期风险。

指标/年度 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1046236.00	1084662.00	1141689.24	1199778.68	1259814.39
增长率	9.95%	3.67%	5.26%	5.09%	5.00%
归属母公司净利润	10380.00	24167.00	37519.42	41307.17	45087.75
增长率	391.57%	132.82%	55.25%	10.10%	9.15%
每股收益 EPS (元)	7.16	16.67	25.88	28.50	31.11
净资产收益率	4.86%	10.42%	15.04%	15.36%	15.53%
PE (Non-GAAP)	13.88	11.13	8.58	7.96	7.40
Non-GAAP 归母净利润	28220	35200	45668	49191	52912

数据来源: wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇
执业证号: S1250520080002
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	82.5-185.1
3 个月平均成交量(百万)	19.03
流通股数(亿)	31.88
市值(亿)	4,306.99

相关研究

1. 京东集团-SW (9618.HK): 业务主动调整影响持续, 自由现金流改善 (2023-11-19)

关键假设：

假设 1：电子产品及家用电器品类：公司深耕 3C 家电市场，受以旧换新、国补等政策在 24 年 9 月各地陆续落地的提振，24Q3 公司 3C 家电营收 1226 亿元(yoy+2.7%)，而 24Q2 增速为同比下降 4.6%，我们预计 24Q4 家电品类订单数继续提升。

假设 2：日用百货商品品类：23 年 8 月 23 日，京东宣布降低自营包邮门槛；23 年 10 月起，京东开始推进第三方商家包邮；24 年 3 月初，京东在已有 9 成第三方商品包邮的基础上，进一步优化开放平台包邮规则。包邮门槛的降低有效带动了日百品类购物频次的增长，2024Q3 日百商品营收同比增 8%，我们预计 2025-2026 年公司日用百货商品 GMV 仍将保持 7%及以上增速。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
电子产品及家用电器商品	收入	538,799.00	553,346.57	568,286.93	585,335.54
	增速	4.43%	2.70%	2.70%	3.00%
日用百货商品	收入	332,425.00	360,016.28	387,017.50	414,108.72
	增速	-4.78%	8.30%	7.50%	7.00%
平台及广告服务	收入	84,726.00	88,030.31	91,551.53	95,213.59
	增速	3.36%	3.90%	4.00%	4.00%
物流及其他服务	收入	128,712.00	140,296.08	152,922.73	165,156.55
	增速	29.74%	9.00%	9.00%	8.00%
合计	收入	1,084,662.00	1,141,689.24	1,199,778.68	1,259,814.39
	增速	3.67%	5.26%	5.09%	5.00%
	毛利率	14.72%	16.00%	16.10%	16.20%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	190146.00	211251.13	262100.19	313082.19	销售收入	1084662.00	1141689.24	1199778.68	1259814.39
应收账款	20302.00	19366.63	22134.79	22731.06	销售成本	924958.00	959018.96	1006614.31	1055724.46
预付款项	18392.00	19526.37	20881.78	21611.77	履约费用	67443.00	68771.93	72154.69	75765.24
存货	68058.00	80616.22	81982.46	84135.77	销售和管理费用	49843.00	50942.17	53068.61	55235.30
其他流动资产	10912.00	13344.65	13896.16	13996.98	研发费用	16393.00	16390.09	16874.89	17474.89
流动资产总计	307810.00	344105.00	400995.39	455557.77	财务费用	2881.00	1442.40	1206.99	1028.78
股权投资和长期投资	137586.00	137586.00	137586.00	137586.00	投资收益	1010.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	79955.00	67850.38	56089.10	44171.15	营业利润	24154.00	45123.68	49859.19	54585.72
无形资产	46498.00	39165.00	32165.33	24999.00	其他非经营损益	7496.00	1783.67	1783.67	1783.67
其他非流动资产	57109.00	57609.00	57609.00	57609.00	税前利润	31650.00	46907.35	51642.86	56369.39
非流动资产合计	321148.00	302710.38	283949.43	264865.15	所得税	8393.00	8190.02	9016.84	9842.10
资产总计	628958.00	646815.38	684944.82	720422.92	净利润	23257.00	38717.33	42626.02	46527.30
应付账款	166167.00	169126.93	179385.58	187992.55	少数股东损益	-910.00	1197.91	1318.84	1439.55
其他流动负债	94449.00	95497.34	102578.67	106757.64	归属于母公司股东的净利润	24167.00	37519.42	41307.17	45087.75
流动负债合计	265650.00	264624.27	281964.26	294750.18	EBITDA	42835.00	68787.36	73610.80	78482.46
长期债务	41966.00	41966.00	41966.00	41966.00	NOPLAT	19865.81	38435.64	42150.02	45904.21
其他非流动负债	24962.00	24962.00	24962.00	24962.00	EPS(元)	16.67	25.88	28.50	31.11
非流动负债合计	66928.00	66928.00	66928.00	66928.00					
负债合计	332578.00	331552.27	348892.26	361678.18	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	51063.00	68748.21	88218.81	109471.44	销售收入增长率	3.67%	5.26%	5.09%	5.00%
归属母公司权益	231858.00	249543.21	269013.81	290266.44	EBIT 增长率	116.18%	40.02%	9.31%	8.61%
少数股东权益	64522.00	65719.91	67038.75	68478.30	EBITDA 增长率	84.47%	60.59%	7.01%	6.62%
股东权益合计	296380.00	315263.11	336052.57	358744.74	税后利润增长率	139.99%	66.48%	10.10%	9.15%
负债和股东权益合计	628958.00	646815.38	684944.82	720422.92	毛利率	14.72%	16.00%	16.10%	16.20%
					净利率	2.14%	3.39%	3.55%	3.69%
					ROE	10.42%	15.04%	15.36%	15.53%
					ROA	3.84%	5.80%	6.03%	6.26%
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC	9.88%	14.69%	16.20%	19.46%
税后经营利润	17006.64	37245.09	41153.78	45055.06	P/E (Non-GAAP)	11.13	8.58	7.96	7.40
折旧与摊销	8304.00	20437.62	20760.95	21084.28	P/S	0.32	0.30	0.29	0.28
财务费用	2881.00	1442.40	1206.99	1028.78	P/B	1.50	1.39	1.29	1.20
其他经营资金	31329.36	-11181.60	11298.66	9205.54	股息率	0.02	0.06	0.06	0.07
经营性现金净流量	59521.00	47943.50	74420.37	76373.66	EV/EBIT	0.86	0.22	-0.63	-1.34
投资性现金净流量	-59543.00	-527.76	-527.76	-527.76	EV/EBITDA	0.70	0.15	-0.45	-0.98
筹资性现金净流量	-5808.00	-26310.61	-23043.55	-24863.90	EV/NOPLAT	1.50	0.28	-0.79	-1.67
现金流量净额	-5830.00	21105.13	50849.06	50981.99					

数据来源: wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn