

京东集团-SW (09618.HK) 24Q4 前瞻

Q4 国补带动收入增速回暖，利润表现好于预期

我们预计 24Q4 京东集团总收入同比+9%，Non-gaap 归母净利润同比+12%。Q4 国补驱动 GMV 及收入增长回暖，毛利率持续提升驱动下利润表现好于预期，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 2025 年继续受益于国补有望带动新增量，看好公司增长韧性及利润提升空间，维持“强烈推荐”评级。

□Q4 国补驱动带动 GMV 及收入增长回暖，日百类维持稳健增势。2024Q4 预计集团总收入同比+9%，京东零售收入同比+9.8%，高于彭博一致预期，GMV 及收入增速环比上季度进一步回暖，主要由于国补带动下家电类 Q4 增速进一步好转，其中家电及电脑品类均实现快于社零增长，此外日百类预计将延续 Q3 稳健增势。全年来看，预计 2024 年总收入同比+5.6%，京东零售收入同比+6.1%，2025 年国补延续且补贴品类扩张、以及公司维持拉新获客补贴投入驱动下，京东有望持续实现市占率提升。

□Q4 毛利率保持提升趋势，利润表现好于预期。利润端来看，预计 Q4 京东零售经营利润约为 84 亿，集团 Non-gaap 归母净利润约为 94 亿，高于彭博一致预期，主要源于对供应商议价能力的持续提升下家电类及日百类毛利率的进一步提升，同时费用端公司加大用户增长补贴投入的同时关注 ROI，营销效率不断改善。2025 年公司预计将继续通过提升供应链效率释放利润，利润额有望保持健康增长。

□2025 年国补延续品类扩张利好京东，看好京东家电类市场竞争力进一步稳固。2025 年 1 月商务部等部门发布家电手机数码等品类以旧换新补贴实施方案，其中家电类项目在 2024 年 8 大家电产品延续每件 15-20%补贴的基础上增加了净水器、洗碗机、电饭煲、微波炉四大细分品类，此外新增手机平板智能手表 3 类数码产品购新补贴。整体来看今年国补延续叠加品类扩张对于以家电品类、自营模式为核心的京东来说仍有利好，有望更大程度受益于国补实现可持续增长，看好京东家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 2025 年将继续受益于国补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 459/ 492/ 527 亿元，给予 2025 年 Non-gaap 归母净利润 10 倍 PE，对应目标价 182.5 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	1145372	1188762	1231425
同比增长	10%	4%	6%	4%	4%
NON-GAAP 归母净利润	28220	35200	45934	49229	52737
同比增长	64%	25%	30%	7%	7%
每股收益(Non-GAAP)	9.73	12.14	15.84	16.98	18.19
PE (Non-GAAP)	14.0	11.2	8.6	8.0	7.5

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：182.5 港元

当前股价：146.7 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）	4670
流通市值（十亿元）	4196
每股净资产（MRQ）	79.80
ROE（TTM）	15.23
资产负债率	53.9%
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	1.9	42.8	74.8
相对表现	3.3	30.4	47.5

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《京东集团-SW (09618) 2024Q3 业绩点评—利润超预期，以旧换新带动收入增速改善》2024-11-15
- 2、《京东集团-SW (09618) 2024Q3—Q3 以旧换新带动收入增速回暖，利润保持提升趋势》2024-10-15
- 3、《京东集团-SW (09618) 2024Q2 财报点评—利润增长大超预期，上调全年盈利指引》2024-08-16

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	348120	387981	424378
现金及现金等	78861	71892	106583	142061	174103
交易性金融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	141095	118254	118254	118254	118254
应收账款及票	20576	20302	21438	22250	23049
其它应收款	25136	20506	21654	22474	23281
存货	77949	68058	70900	73299	75703
其他流动资产	7457	8798	9290	9642	9988
非流动资产	244176	321148	323765	327725	338884
长期投资	69252	80840	137586	137586	137586
固定资产	66241	79955	72572	66532	67691
无形资产	66110	66477	66477	66477	66477
其他	42573	93876	47130	57130	67130
资产总计	595250	628958	671886	715705	763262
流动负债	266561	265650	276229	285155	294103
应付账款	160607	166167	173107	178962	184832
应交税金	5926	7313	7313	7313	7313
短期借款	12146	5034	5034	5034	5034
其他	87882	87136	90775	93846	96924
长期负债	54566	66928	66928	66928	66928
长期借款	30233	41966	41966	41966	41966
其他	24333	24962	24962	24962	24962
负债合计	321127	332578	343157	352083	361031
少数股东权益	60167	63908	63908	63908	63908
归属于母公司所有者权益	213956	232472	264820	299714	338323
股东权益合计	274123	296380	328728	363622	402231
负债及权益合计	595250	628958	671886	715705	763262

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	57819	59521	61512	62053	58617
净利润	10380	24167	40800	42691	46405
折旧与摊销	7248	8304	15253	13910	6711
营运资本变动	22229	15879	4960	4543	4592
其他非现金调	17962	11171	499	909	908
投资活动现金流	(54026)	(59543)	(15599)	(15870)	(15869)
资本性支出	(22913)	(20015)	(8000)	(8000)	(8000)
出售固定资产	1418	130	130	130	130
投资增减	515003	647547	0	0	0
其它	(547534)	(687205)	(7729)	(8000)	(7999)
筹资活动现金流	1180	(5808)	(11222)	(10705)	(10705)
债务增减	11839	3113	0	0	0
股本增减	(780)	(2464)	0	0	0
股利支付	13087	6741	8452	7797	7797
其它筹资	3208	284	(2770)	(2909)	(2909)
其它调整	(26174)	(13482)	(16904)	(15593)	(15593)
现金净增加额	4973	(5830)	34691	35478	32042

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	1145372	1188762	1231425
主营收入	1046236	1084662	1145372	1188762	1231425
营业成本	899163	924958	963590	996183	1028856
毛利	147073	159704	181782	192579	202569
营业支出	128729	130794	142565	140417	145456
营业利润	18344	28910	39217	52163	57113
利息支出	2106	2881	2770	2909	2909
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损	(2195)	1010	2271	2000	2001
其他非经营性	(176)	9779	0	0	0
非经常项目损	0	(5168)	10378	5000	5001
除税前利润	13867	31650	49096	56254	61207
所得税	4176	8393	8296	13564	14801
少数股东损益	(689)	(910)	0	0	0
净利润	10380	24167	40800	42691	46405
NON-GAAP 归母净					
利润	28220	35200	45934	49229	52737
EPS (元)	9.73	12.14	15.84	16.98	18.19

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	10%	4%	6%	4%	4%
营业利润	444%	58%	36%	33%	9%
净利润	-392%	133%	69%	5%	9%
获利能力					
毛利率	14.1%	14.7%	15.9%	16.2%	16.5%
净利率	1.0%	2.2%	3.6%	3.6%	3.8%
ROE	4.9%	10.4%	15.4%	14.2%	13.7%
ROIC	3.7%	8.4%	9.1%	9.9%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	53.9%	52.9%	51.1%	49.2%	47.3%
净负债比率	7.1%	7.5%	7.0%	6.6%	6.2%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
存货周转	11.7	12.7	13.9	13.8	13.8
应收帐款周转率	26.6	25.1	27.3	27.1	27.0
应付帐款周转率	6.0	5.7	5.7	5.7	5.7
每股资料(元)					
每股收益	9.73	12.14	15.84	16.98	18.19
每股经营现金	18.50	18.94	21.22	21.40	52.66
每股净资产	68.44	73.97	91.35	103.39	303.91
每股股利	2.09	2.69	2.69	2.69	2.69
估值比率					
PE (Non-GAAP)	14.0	11.2	8.6	8.0	7.5
PB	2.4	2.2	1.8	1.6	0.5

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。