

互联网电商

2025年01月21日

京东 (JD)

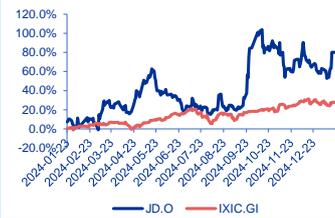
——国补持续驱动核心带电品类 GMV 提升，预计 Q4 利润增长强劲

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：	2025年1月17日
收盘价(美元)	39.00
纳斯达克指数	19630.20
52周最高/最低(美元)	47.82/20.24
美股市值(亿美元)	621
流通股(亿股)	28.60
汇率(人民币/美元)	7.33

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com

投资要点：

- 24Q4 业绩前瞻：**我们预计 24Q4 收入同比增加 9.0%至 3336 亿元，调整后归母净利润为 94.5 亿元，对应调整后净利率为 2.8%。我们上调 FY24 年调整后归母净利润预测至 460 亿元（前值 428 亿元），维持 FY25-26 年调整后归母净利润预测为 462/485 亿元。
- 看好以旧换新+双十一拉动平台家电需求释放，预计 Q4GMV 及收入增速回升。**据国家统计局，24Q4 实物商品网上零售额同比增长 3.5%达 4.0 万亿元。据商务部数据，截至 2024 年底，超过 3600 万名消费者购买了八大类家电产品 5600 多万台，带动销售额 2400 亿元，以旧换新政策落地反响积极，京东带电品类消费电子核心优势突出，供应链能力完善，补贴规模及通用性行业领先，有望充分受益于政策催化及行业消费需求释放，预计 Q4 带电品类 GMV 增速有望回升至。同时，大商超品类表现持续亮眼，同时积极发力服饰、日百等品类，3P 生态不断完善，预计将推动非带电消费及服务收入较 Q3 增速进一步环比加速。我们预计集团 24Q4 收入增速环比改善，同比增长 9.0%至 3336 亿元，京东零售同比增长 9.5%至 2931 亿元。2025 年以旧换新政策加力扩围，新 4 类家电产品和 3 类数码产品将纳入补贴范围内，我们预计平台带电品类消费需求有望持续释放，同时平台持续布局服饰、商超等品类消费者心智培育，看好平台 Q1 增长动能延续。
- 供应链效率及规模效应红利预计将持续，推动盈利能力进一步提升。**24Q4 公司持续打磨供应链能力，规模效应和运营效率不断提升，京东零售及京东物流 OPM 延续上行趋势。另一方面，我们预计平台稳步增加用户投入，适当加大即时零售、京喜及服饰、美妆等时尚新兴品类补贴投放，建立起新品类用户心智，为用户活跃及购频增长注入新的活力。我们预计 24Q4 集团调整后归母净利润为 94.5 亿元，同比增长 12.3%，NPM 达 2.8%。
- 京东开通“送礼功能”，推出“群送礼”。**据亿邦动力，1月17日，京东紧跟上线“送礼”功能，目前该功能适用于“京东送礼”专区商品，未来预计将逐步扩展到更多商品。此外，京东送礼还支持“群送礼”，送礼人可勾选多件礼物并下单付款分享至群聊，群内朋友将通过拼手气的方式随机获得其中一个礼品。凭借社交属性和便捷的购物体验，送礼功能有望在春节期间实现裂变，赋能电商平台具有礼物属性的品类和品牌增长。
- 维持“买入”评级。**公司供应链及带电优势品类壁垒稳固，持续投入优化商家生态，改善用户体验，同时加速布局服饰等品类打造增长新动能，我们看好以旧换新加力扩围预期下平台用户继续释放消费潜力，核心零售业务保持良性增长势头，我们上调 FY24 年调整后归母净利润预测至 460 亿元（前值 428 亿元），维持 FY25-26 年调整后归母净利润预测为 462/485 亿元，维持买入评级。
- 风险提示：**消费需求疲软，行业竞争加剧，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,046,236	1,084,662	1,145,429	1,174,861	1,236,260
同比增长率(%)	9.9	3.7	5.6	2.6	5.2
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	28,219	35,200	45,983	46,224	48,517
同比增长率(%)	64.0	24.7	30.6	0.5	5.0
调整后每股收益(元)	17.81	20.87	29.94	30.46	30.61
ROE(%)	6.7	7.9	9.0	7.8	7.1
市盈率(倍)	15	12	9	9	8
市净率(倍)	3.8	3.5	3.0	2.6	2.3

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

Robust home appliance sales growth and improved profitability

FY4Q24 result preview. We forecast FY4Q24E revenue of Rmb333.6bn (+9% YoY) and adjusted net profit of Rmb9.45bn, implying an adjusted net margin of 2.8%. We raise our FY24E adjusted net profit forecasts from Rmb42.8bn to Rmb46.0bn and maintain forecasts of Rmb46.2bn in FY25E and Rmb48.5bn in FY26E.

FY4Q24 GMV and revenue growth to rebound. According to the National Bureau of Statistics, online retail sales of physical goods reached Rmb4.0tn (+3.5% YoY) in 4Q24. The trade-in policy has received a positive response, according to the data from the Ministry of Commerce, with more than 36m consumers purchasing over 56m units of home appliances by the end of 2024, driving sales of Rmb240bn. Given the strong advantages of JD in consumer electronics, along with its robust supply chain capabilities and industry-leading subsidy scale and applicability, we expect the company to benefit significantly from policy catalysts and growing consumer demand. We forecast GMV growth for electronics products to rebound in 4Q24. Meanwhile, large supermarket categories have continued to perform well, along with active expansion into apparel, daily necessities, and other categories. We expect the improved 3P ecosystem to further boost the growth of non-electronics consumption and service revenue compared to Q3. We estimate the group's 4Q24 revenue growth to improve sequentially, up 9.0% YoY to Rmb333.6bn, with JD Retail growing by 9.5% YoY to Rmb293.1bn. In 2025, the trade-in policy is expected to expand further, including new subsidies for four additional categories of home appliances and three categories of digital products. We forecast consumer demand for electronics on the platform will continue to grow, while the platform's continued focus on apparel, supermarkets and other categories is expected to strengthen consumer engagement. We remain optimistic about its growth momentum in 1Q25.

Supply chain efficiency and rising economies of scale to drive up profitability.

In 4Q24, the company has continued to refine its supply chain capabilities, enhancing economies of scale and operational efficiency, with JD Retail and JD Logistics maintaining an upward trend in operating margins. We expect it to steadily increase user investments, moderately improving subsidies for instant retail, Jingxi & apparel, and emerging fashion categories. This strategy aims to build consumer mindshare in new categories, injecting fresh momentum into user engagement and purchase frequency growth. We estimate the group's adjusted net profit for 4Q24 to reach Rmb9.45bn (+12.3% YoY), with a net margin of 2.8%.

JD launched "gift-giving" feature. According to Ebrun, on 17 January, JD rolled out a new "gift-giving" feature, currently available for products in the "JD Gifting" section, with plans to gradually expand to more products in the future. Additionally, JD Gifting supports a "group gifting" option, allowing the sender to order multiple gifts and share the link in a group chat. Friends in the group can randomly receive one of the gifts through a "lucky draw" mechanism. With its social appeal and convenient shopping experience, the "gift-giving" feature is expected to go viral during the Spring Festival, empowering e-commerce platforms to drive growth in gift-oriented categories and brands.

Maintain BUY. JD's supply chain advantage and the barrier from its competitive product categories remain intact, while it continues to optimise the business ecology to improve user experience. Accelerated expansion into categories such as apparel is creating new growth drivers. We remain optimistic about the platform's potential consumer base expansion amid the anticipated expansion of the trade-in policy, which will maintain a healthy growth for its core retail business. We raise our adjusted net profit forecast from Rmb42.8bn to Rmb46.0bn in FY24E, and maintain our forecasts at Rmb46.2bn in FY25E and Rmb48.5bn in FY26E. We maintain our BUY rating.

Risks. Constant weakness in consumer demand; intensified competition; slower-than-expected development of new businesses.

合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,046,236	1,084,662	1,145,429	1,174,861	1,236,260
营收成本	-899,163	-924,958	-971,382	-1,019,284	-1,070,415
毛利润	147,073	159,704	174,047	155,577	165,846
其他净额	-1,555	7,496	13,171	9,543	10,070
履约费用	-63,011	-64,558	-67,474	-63,212	-63,375
费用	-128,729	-130,794	-136,521	-115,485	-125,805
经调整 EBITDA	33,751	42,452	50,071	53,057	53,655
经调整 EBIT	26,515	28,131	32,906	37,285	41,177
利息费用	-2,106	-2,881	-2,735	-2,000	-2,539
税前利润/亏损	13,866	31,650	50,476	46,835	48,480
所得税收益/费用	-4,176	-8,393	-8,238	-9,367	-9,696
归属少数股东的净亏损	-697	-910	3,055	3,675	1,940
夹层非控制性权益股东应占净收益	8	0	0	0	0
归属普通股股东的净收益/亏损	10,379	24,167	39,183	33,793	36,844
Non-GAAP 归普净利润	28,219	35,200	45,983	46,224	48,517

资料来源：申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。