

互联网电商

2025年03月07日

京东 (JD)

——带电品类双位数增长，业务场景拓展

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年3月6日

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价 (美元) | 43.92 |
| 纳斯达克指数 | 18069.26 |
| 52周最高/最低 (美元) | 47.82/22.99 |
| 美股市值 (亿美元) | 699 |
| 流通股 (亿股) | 28.60 |
| 汇率 (人民币/美元) | 7.24 |

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：

- 据公司公告，京东 24Q4 营收 3470 亿元 (sws 预期 3336 亿元)，同比+13.4%，其中服务收入为 660 亿元，同比增长 10.8%。Non-GAAP 归属于普通股股东的净利润为 113 亿元 (sws 预期 95 亿元)，同比+34.2%，业绩超预期。
- **以旧换新、生态投入推动带电品类和日百均实现双位数增长，3P 业务保持高速增长。**据公司公告及京东黑板报，24Q4 京东零售收入同比增长 14.7%至 3071 亿元。平台巩固用户体验和供应链优势，加强消费者心智，驱动季度活跃用户数及购物频次连续第四季度保持双位数增长。受益于国补有效刺激家电需求释放，平台带电品类收入同比增长 15.8%达 1741 亿元，增速环比+13.1ppt。25 年以旧换新政策扩围，据商务部，截至 2 月 19 日，申请手机、平板、智能手表 (手环) 3 类数码产品国补人数超 2671 万名，看好京东带电品类增长动能延续。同时，平台加大投入服饰、商超等品类增长，优化仓网布局，京东服饰联动近千个品牌推出“真 5 折”时尚好物，商超品类实现连续四个季度同比双位数增长，日百商超品类实现快速增长 11.1%达 1068 亿元。我们预计 25 年平台将继续投入服饰美妆等潜力品类，增强用户吸引力，及推动规模扩张。此外，平台持续繁荣商家生态，Q4 第三方商家数量继续保持同比高增，平台及广告服务收入环比加速至 12.7%。
- **盈利能力持续提升，物流与 AI 融合下运营效率提升，京东零售和物流经营利润率均改善。**据公司公告及京东黑板报，24Q4 公司继续完善供应链基础设施建设，成本管控和运营效率不断优化。集团实现毛利率 15.3%，同比提升 1.1ppt，实现履约毛利率 9.5%，同比提升 0.9ppt。其中，京东零售经营利润率同比提升 0.7ppt 至 3.3%，京东物流经营利润率同比提升 0.7ppt 至 3.5%。Q4 京东继续加大用户投入，京东言犀数字人率先完成大规模产业实践，推动京东物流与 AI、大数据等数智化技术深度融合，切实提升供应链效率，综合影响下，Non-GAAP 净利润达 113 亿元，同比+34.2%，对应净利润率达 3.3%，同比提升 0.5ppt，盈利质量进一步提升。
- **入局外卖协同核心零售业务，持续回购回报股东。**据公司公告，2 月 11 日，京东外卖启动“品质堂食餐饮商家”招募，为 5 月 1 日前入驻的商家免除全年佣金，并从 3 月 1 日起逐步为京东外卖全职骑手缴纳五险一金，正式进军外卖领域。我们认为外卖作为高频业务，将进一步补充即时零售生态，协同核心业务，完善用户的平台体验，同时延展消费场景，加强用户粘性和活跃度。我们预计后续平台将稳步投入扶持品质商家，丰富优质供给，打造用户心智，积蓄长期业绩增量。24 年公司共回购约 2.55 亿股 A 类普通股，总额 36 亿美元，回购普通股数约为其截至 2023 年 12 月 31 日流通在外普通股的 8.1%。
- **维持“买入”评级。**公司供应链壁垒稳固，并持续改善用户体验，提升消费者心智，我们看好以旧换新政策加力扩围及商家生态持续投入催化优势带电品类需求释放，布局服饰日百、发力即时零售释放增长新动能，驱动核心零售业务良性增长。我们上调 FY25-26 年调整后归母净利润预测至 516/553 亿元 (前值 460/462 亿元)，新增 27 年调整后归母净利润预测为 580 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

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,084,662 | 1,158,819 | 1,247,550 | 1,310,176 | 1,357,656 |
| 同比增长率 (%) | 3.7 | 6.8 | 7.7 | 5.0 | 3.6 |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | 35,200 | 47,827 | 51,614 | 55,319 | 58,000 |
| 同比增长率 (%) | 24.7 | 35.9 | 7.9 | 7.2 | 4.8 |
| 调整后每股收益 (元) | 20.87 | 31.14 | 33.95 | 36.38 | 36.59 |
| ROE (%) | 7.9 | 10.1 | 9.8 | 8.9 | 8.1 |
| 市盈率 (倍) | 15 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 市净率 (倍) | 4.3 | 4.2 | 3.5 | 3.0 | 2.7 |

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

Double-digit growth in electrical appliance categories and expanded business scenarios

4QFY24 result review. JD reported 4QFY24 revenue of Rmb347.0bn (+13.4% YoY, vs. our forecast of Rmb333.6bn), of which service revenue reached Rmb66.0bn (+10.8% YoY). Non-GAAP net profit stood at Rmb11.3bn (+34.2% YoY), exceeding our expectation of Rmb9.5bn.

Trade-in policy and ecosystem investments drove double-digit growth in electrical appliances and superstore category; 3P business grew rapidly. In 4QFY24, JD Retail achieved revenue growth of 14.7% YoY to Rmb307.1bn. The platform further strengthened user experience and supply chain advantages, reinforcing consumers' brand recognition. The number of quarterly active users and purchase frequency maintained double-digit growth for four consecutive quarters. With the effective government subsidies that stimulated home appliance demand, revenue from electrical appliance categories increased 15.8% YoY (+13.1ppts QoQ) to Rmb174.1bn. In 2025, the trade-in policy has been extended to more categories. According to the Ministry of Commerce, by 19 February, more than 26.71m people have applied for government subsidies on three categories of digital products: mobile phones, tablets, and smartwatches (or smart bands). This reinforces our confidence in JD's continued growth in electrical appliance categories. Meanwhile, the platform has increased investment in apparel, superstore category and other categories, while optimising its warehouse network. JD apparel collaborated with c.1,000 brands to launch the "Real 50%-off" promotion campaign for fashion deals. The superstore category achieved double-digit YoY growth for four consecutive quarters, maintaining a strong growth of 11.1% to Rmb106.8bn. We expect JD to continue investing in high-potential categories such as apparel and beauty, enhancing user appeal and driving scale expansion in 2025. Additionally, the platform has been fostering a thriving merchant ecosystem, with the number of third-party merchants maintaining strong YoY growth in 4Q24, while platform and advertising service revenue increased 12.7% QoQ.

Improved profitability, AI-driven logistics boosted efficiency, improving JD Retail and JD Logistics margins. In 4QFY24, JD continued to enhance supply chain infrastructure, resulting in optimised cost control and operational efficiency. The Group recorded a blended gross margin of 15.3% (+1.1ppts YoY), and fulfillment gross margin of 9.5% (+0.9ppt YoY). The operational margin of JD retail improved 0.7ppt to 3.3%, and that of JD logistics improved 0.7ppt to 3.5%. In 4Q24, JD continued to increase investment in user engagement, while JD Yanxi Digital

Humans took the lead in large-scale industrial applications. This advancement accelerated the deep integration of JD Logistics with AI, big data, and other intelligent technologies, significantly enhancing supply chain efficiency. As a result, its non-GAAP net profit reached Rmb11.3bn (+34.2% YoY), with a net margin of 3.3% (+0.5ppt YoY).

Entering food delivery to synergize with core retail business; share repurchases to return shareholders. On 11 February, JD Takeout launched a recruitment campaign for “Quality dine-in restaurant merchants”, offering a full-year commission waiver for merchants who join before 1 May 2025. In addition, starting 1 March, JD Takeout will gradually provide social security and housing fund contributions for its full-time delivery riders, marking its official entry into the takeout dining market. We believe that food delivery, as a high-frequency service, will further complement JD’s on-demand retail ecosystem, which will synergize with its core businesses to enhance the overall platform experience. At the same time, it enhances efforts to expand consumption scenarios, strengthening user engagement and activity levels. We expect the platform to steadily invest in supporting quality merchants, enriching high-quality supply, building brand recognition, and solidifying long-term growth drivers. In 2024, the company repurchased c.255m Class A ordinary shares for a total of US\$3.6bn, equivalent to c.8.1% of its overseas ordinary shares as of 31 December 2023.

Maintain BUY. The company maintains a solid supply chain barrier by continuously improving user experience and reinforcing brand recognition. We expect the expansion of the trade-in policy and sustained investment in the merchant ecosystem to catalyze demand for electrical appliance categories. Meanwhile, the investment in apparel and superstore categories and accelerated on-demand retail will release new growth momentum and drive sustainable growth in the core retail business. We raise our adjusted net profit forecasts from Rmb46.0bn to Rmb51.6bn in FY25E, from Rmb46.2bn to Rmb55.3bn in FY26E, and introduce a FY27E forecast of Rmb58.0bn. 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 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 1,084,662 | 1,158,819 | 1,247,550 | 1,310,176 | 1,357,656 |
| 营收成本 | -924,958 | -974,951 | -1,073,567 | -1,124,248 | -1,162,617 |
| 毛利润 | 159,704 | 183,868 | 173,983 | 185,928 | 195,039 |
| 其他净额 | 7,496 | 13,371 | 10,730 | 12,942 | 12,348 |
| 履约费用 | -64,558 | -70,426 | -67,037 | -70,095 | -69,273 |
| 费用 | -130,794 | -144,298 | -131,512 | -139,665 | -145,482 |
| 经调整 EBITDA | 42,452 | 51,584 | 57,057 | 60,421 | 62,925 |
| 经调整 EBIT | 28,131 | 34,420 | 36,868 | 43,137 | 49,273 |
| 利息费用 | -2,881 | -2,896 | -2,000 | -2,000 | -2,299 |
| 税前利润/亏损 | 31,650 | 51,538 | 51,227 | 56,405 | 59,848 |
| 所得税收益/费用 | -8,393 | -6,878 | -7,096 | -9,460 | -10,773 |
| 归属少数股东的净亏损 | -910 | 3,301 | 4,125 | 4,130 | 3,852 |
| 夹层非控制性权益股东应占净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属普通股股东的净收益/亏损 | 24,167 | 41,359 | 40,006 | 42,815 | 45,223 |
| Non-GAAP 归普净利润 | 35,200 | 47,827 | 51,614 | 55,319 | 58,000 |

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。