

京东集团-SW (09618.HK)

优于大市

2024Q4 点评：以旧换新带动零售收入快速增长，公司持续优化供应链效率提升利润率

核心观点

本季度收入增长亮眼：本季度公司实现营业收入 3470 亿元，同比+13%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 3071 亿元，同比+14.7%，电商强劲增长主要受益于家电以旧换新，我们测算自营业务收入同比 14%，POP 模式下收入增速比自营略低，本季度平台活跃用户数以及购物频次均实现两位数增长；展望 2025 年，我们认为上半年零售业务仍将在以旧换新带动下快速增长，下半年受高基数影响增速可能逐步放缓；2) 京东物流收入 521 亿元，同比+15%；3) 新业务收入同比-31%，主要由于京喜自营转半托收入下降导致。管理层表示，近期京东外卖的尝试是即时零售场景的自然延伸，集团零售的战略重点不变，将保持有纪律的投入。

公司利润表现亮眼：公司 non-GAAP 净利润 113 亿元，non-GAAP 净利率 3.3%，与去年同期相比提升 0.6pct。其中经调 EBITDA 利润率从 3.2%提升至 3.6%。分业务看，零售经营利润率从去年同期 2.6%提升至 3.3%，毛利率提升部分被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消，管理层表示随着消费逐步复苏，公司会在考虑 ROI 基础上加大用户投入、提升物流效率。物流经营利润率去年同期 2.8%提升至 3.5%，新业务经营利润率从去年同期-11.7%转变为-18.9%，主要由于京喜业务亏损加大。

股东回报：2024 年股利和回购整体股东回报率约为 7.6%：1) 股利：公司宣布 2024 年年度股利每股 0.5 美元（每 ADS 1 美元），股利总额约 15 亿美元，股利回报率 2.2%；2) 回购：2024 年公司回购 2.6 亿股普通股，占截至 2023 年 12 月 31 号流通股 8.1%，此外公司于 2024 年 8 月批准新回购计划，于 2024 年 9 月起生效，可于截至 2027 年 8 月回购不超过 50 亿美元股份。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们调整 2025-2026 年公司收入至 12772/13812 亿元，调整幅度为+5.3%/+6.8%，新增 2027 年收入预测 14798 亿元；调整 2025-2026 年公司经调净利分别为 518/571 亿元，调整幅度为 1%/0.5%，新增 2027 年经调净利 625 亿元，主要反映公司将在用户和履约方面加大投入。目前公司对应 25 年 PE 约为 10x，预计 2025-2027 年经调整净利 CAGR 为 10%，给予京东零售对应 2025 年 12-13xPE，京东物流、京东健康、达达以集团持有市值比例纳入估值，给予集团目标价 193-205 港币，调整幅度 19%/6%，距当前上涨幅度 8%-15%，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,277,160	1,381,245	1,479,775
(+/-%)	3.7%	6.8%	10.2%	8.1%	7.1%
经调整净利润(百万元)	35200	47827	51,833.235	57,072.939	62,452.547
(+/-%)	24.7%	35.9%	8.4%	10.1%	9.4%
每股收益(元)-经调整	11.06	15.02	16.28	17.93	19.62
EBIT Margin	3.1%	4.8%	4.3%	4.3%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	19.9%	20.2%	19.8%	19.4%
市盈率 (PE)	15.1	11.1	10.2	9.3	8.5
EV/EBITDA	10.6	8.3	7.1	6.7	6.3
市净率 (PB)	2.28	2.21	2.06	1.85	1.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

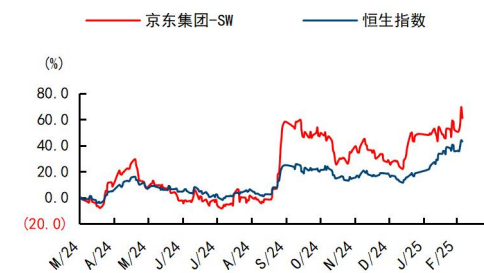
wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	193.00 - 205.00 港元
收盘价	170.10 港元
总市值/流通市值	541502/486524 百万港元
52 周最高价/最低价	192.30/89.97 港元
近 3 个月日均成交额	2112.92 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q4 前瞻：收入利润表现亮眼，以旧换新带动 Q4 电商份额增长》——2025-01-19

《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q3 点评：利润表现亮眼，零售业务将加大用户投入》——2024-11-15

《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q3 前瞻：以旧换新带动公司 GMV 增速加快》——2024-10-17

《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q2 点评：收入稳健增长，费用投放克制，利润表现亮眼》——2024-08-18

《京东集团-SW (09618.HK) -2024Q2 前瞻：料电商业务表现稳健，利润增长亮眼》——2024-07-13

整体表现：以旧换新带动收入利润稳健增长

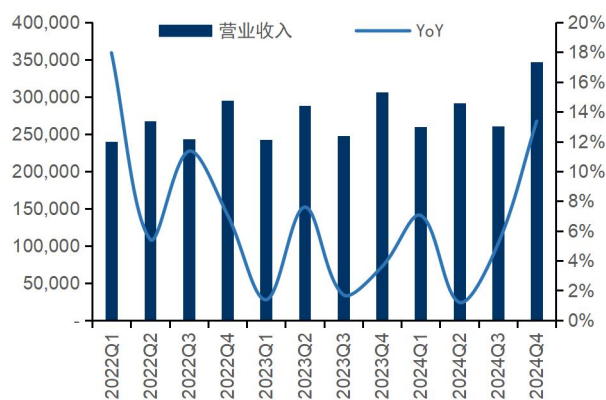
本季度公司实现营业收入 3470 亿元，同比+13%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 3071 亿元，同比+14.7%，电商强劲增长主要受益于家电以旧换新，我们测算自营业务收入同比 14%，其中带电品类收入增速 16%，商超品类收入增速 11%；POP 模式下收入增速比自营略低，本季度平台活跃用户数以及购物频次均实现两位数增长；展望 2025 年，公司管理层表示手机等品类新纳入以旧换新范畴，销量快速增长，家电销售 25Q1 呈现逐月加速趋势，我们认为上半年零售业务仍将在以旧换新带动下快速增长，下半年受高基数影响增速可能逐步放缓；2) 京东物流收入 521 亿元，同比+15%；3) 新业务收入同比-31%，主要由于京喜自营转半托收入下降导致。管理层表示，近期京东外卖的尝试是即时零售场景的自然延伸，集团零售的战略重点没有改变，外卖对于丰富消费场景、加强用户粘性有积极效果，目前业务仍在早期招商扩充供给阶段，将保持有纪律的投入与尝试。

公司 non-GAAP 净利润 113 亿元，non-GAAP 净利率 3.3%，与去年同期相比提升 0.6pct。其中经调 EBITDA 利润率从 3.2%提升至 3.6%。分业务看，零售经营利润率从去年同期 2.6%提升至 3.3%，毛利率提升部分被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消，管理层表示随着消费逐步复苏，公司会在考虑 ROI 基础上加大用户投入、提升物流效率。物流经营利润率去年同期 2.8%提升至 3.5%，新业务经营利润率从去年同期-11.7%转变为-18.9%，主要由于京喜业务亏损加大。公司管理层表示长期集团经调净利率可以达到高个位数水平，主要得益于平台模式拓展、商超品类占比提升以及供应链提效提升毛利率。

值得一提的是，集团持续通过技术驱动和业务创新降本增效，如零售业务中用 AI 重塑搜推体系，推出 AI 导购助手京言和 AI 数字人，面向商家推出 AI 经营助手工具，内部用 AI 完成员工报销等工作流程等，未来仍将有更多 AI 相关应用带来效率提升。

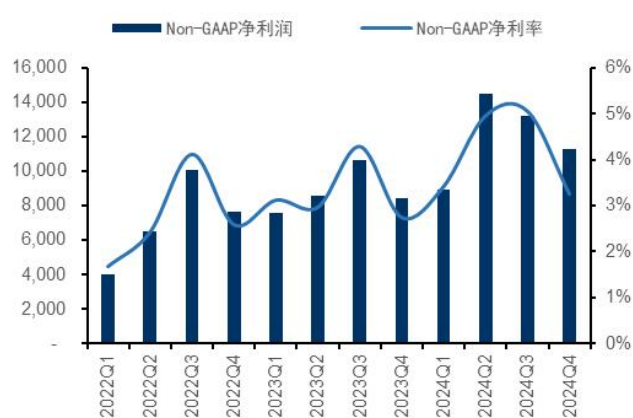
股东回报看，2024 年股利和回购整体股东回报率约为 7.6%：1) 股利：公司宣布 2024 年年度股利每股 0.5 美元（每 ADS 1 美元），股利总额约 15 亿美元，股利回报率 2.2%；2) 回购：2024 年公司回购 2.6 亿股普通股，占截至 2023 年 12 月 31 号流通股 8.1%，此外公司于 2024 年 8 月批准新回购计划，于 2024 年 9 月起生效，可于截至 2027 年 8 月回购不超过 50 亿美元股份。

图1: 京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）



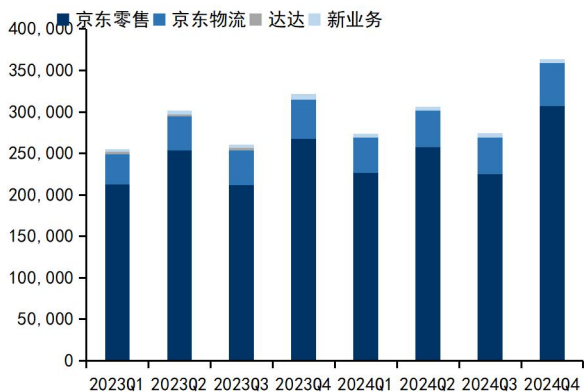
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



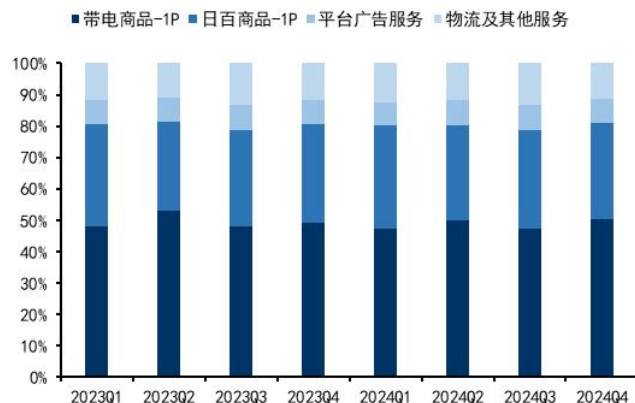
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东集团季度分业务收入（百万元）



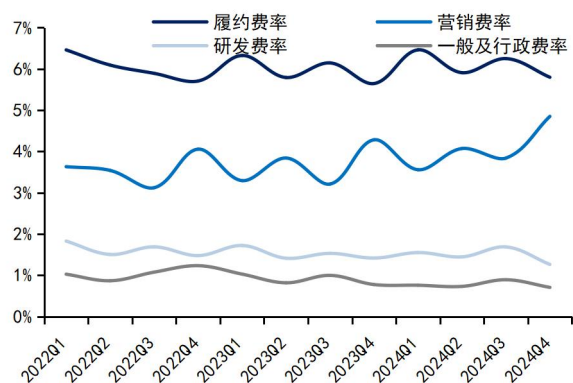
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：23Q4起达达收入并入新业务

图4: 京东集团季度各类型收入占比变化情况（%）



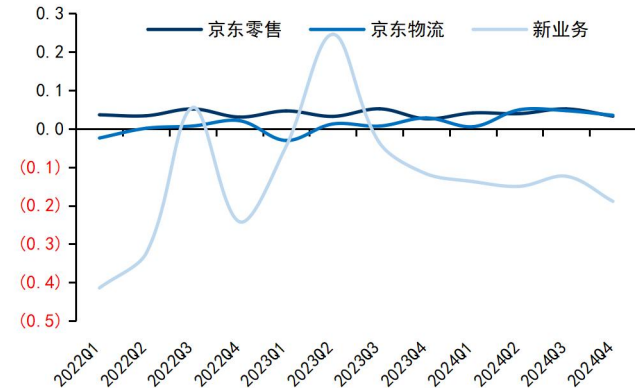
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 京东集团季度各项费率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 京东集团各业务经营利润率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：23Q4起达达经营利润情纳入新业务

投资建议：维持“优于大市”评级

以旧换新推动公司收入端快速增长，此外公司持续优化供应链效率，毛利率逐步提升，用户体验不断提升。我们调整 2025-2026 年公司收入至 12772/13812 亿元，调整幅度为+5.3%/+6.8%，新增 2027 年收入预测 14798 亿元；调整 2025-2026 年公司经调净利分别为 518/571 亿元，调整幅度为 1%/0.5%，新增 2027 年经调净利 625 亿元，主要反映公司将在用户和履约方面加大投入。目前公司对应 25 年 PE 约为 10x，预计 2025-2027 年经调整净利 CAGR 为 10%，给予京东零售对应 2025 年 12-13xPE，京东物流、京东健康、达达以集团持有市值比例纳入估值，给予集团目标价 193-205 港币，调整幅度 19%/6%，距当前上涨幅度 8%-15%，维持“优于大市”评级。

风险提示

公司组织架构调整带来的经营不确定性；电商行业竞争格局恶化的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	71892	108350	174038	212447	258983	营业收入	1084662	1158819	1277160	1381245	1479775
应收款项	40808	53971	59483	64330	68919	营业成本	924958	974951	1070650	1155833	1236063
存货净额	68058	89326	97440	105275	112659						
其他流动资产	8798	9406	10367	11211	12011	销售费用	97798	100783	135033	148800	160894
流动资产合计	307810	386698	466973	553461	644809	管理费用	28747	28791	16501	17299	18055
固定资产	79955	88901	76123	63221	50251	财务费用	2141	2222	2714	3041	3415
无形资产及其他	26915	33502	26802	20101	13401	投资收益	1010	2327	2327	2327	2327
投资性房地产	157532	132283	132283	132283	132283						
长期股权投资	56746	56850	58850	60850	62850	其他收入	4791	(1299)	(31143)	(18072)	(19742)
资产总计	628958	698234	761031	829917	903594	营业利润	36818	53100	23447	40528	43932
短期借款及交易性金融负债	5034	7581	7581	7581	7581	营业外净收支	(5168)	(1562)	13371	13371	13371
应付款项	173480	202347	220728	238476	255202	利润总额	31650	51538	36818	53899	57303
其他流动负债	87136	89593	100117	108411	116153	所得税费用	8393	6878	8393	6878	7353
流动负债合计	265650	299521	328427	354468	378936	少数股东损益	(910)	3301	909	(3301)	(958)
长期借款及应付债券	41966	56475	68208	79941	91674	归属于母公司净利润	24167	41359	29336	43720	48993
其他长期负债	24962	28941	32920	36899	40878						
长期负债合计	66928	85416	101128	116840	132552	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	332578	384937	429555	471308	511488	净利润	24167	41359	29336	43720	48993
少数股东权益	63908	73466	74375	71074	70116						
股东权益	232472	239831	257101	287535	321989	折旧摊销	4745	6019	19478	19602	19671
负债和股东权益总计	628958	698234	761031	829917	903594	财务费用	2141	2222	2714	3041	3415
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(49216)	25513	18298	16493	15675
每股收益	11.06	15.02	16.28	17.93	19.62	其它	(910)	3301	909	(3301)	(958)
每股红利	2.74	3.50	3.79	4.17	4.57	经营活动现金流	(21214)	76192	68021	76514	83381
每股净资产	73.03	75.34	80.76	90.32	101.15	资本开支	(17606)	(14120)	0	0	0
ROIC	17%	26%	26%	37%	47%	其它投资现金流	22841	(7391)	0	(34553)	(32040)
ROE	15%	20%	20%	20%	19%	投资活动现金流	6130	(21615)	(2000)	(36553)	(34040)
毛利率	15%	16%	16%	16%	16%						
EBIT Margin	3%	5%	4%	4%	4%	负债净变化	11733	14509	11733	11733	11733
EBITDA Margin	4%	5%	6%	6%	6%	支付股利	(8723)	(11134)	(12066)	(13286)	(14538)
收入增长	4%	7%	10%	8%	7%	其它融资现金流	19547	(18644)	0	0	0
经调净利润增长率	25%	36%	8%	10%	9%	融资活动现金流	8115	(18119)	(333)	(1553)	(2805)
资产负债率	63%	66%	66%	65%	64%	现金净变动	(6969)	36458	65688	38408	46536
股息率	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	货币资金的期初余额	78861	71892	108350	174038	212447
P/E	15.1	11.1	10.2	9.3	8.5	货币资金的期末余额	71892	108350	174038	212447	258983
P/B	2.3	2.2	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	(37085)	65192	80221	87839	91798
EV/EBITDA	11	8	7	7	6	权益自由现金流	(7379)	59132	89859	96920	100555

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032