

公司研究

以旧换新效果显著，现金股利强化股东回报

——京东集团-SW（9618.HK）2024 年年报点评

要点

公司 4Q2024 营收同比增长 13.4%，Non-GAAP 归母净利润同比增长 34.2%

公司公布 2024 年年报：2024 年实现营业收入 11588.2 亿元，同比增长 6.8%，实现 GAAP 归母净利润 413.6 亿元，同比增长 71.1%，实现 Non-GAAP 口径下归母净利润 478.3 亿元，同比增长 35.7%。

单季度拆分来看，4Q2024 实现营业收入 3470.0 亿元，同比增长 13.4%，实现 GAAP 归母净利润 98.5 亿元，同比增长 190.8%，实现 Non-GAAP 口径下归母净利润 112.9 亿元，同比增长 34.2%。

零售业务显著回暖，会员权益持续提升

受益于以旧换新政策刺激以及京东自身平台生态的持续完善，公司零售业务表现突出：4Q2024 公司商品收入合计 2810.0 亿元，同比增长 14.0%；其中电子产品及家用电器品类受益于以旧换新政策实现 15.8%的收入同比增速，日用百货在经过调整后亦保持高速增长，实现 11.1%的收入同比增速。

另一方面，公司持续丰富平台商家供给，完善第三方商家生态，推动 4Q2024 公司平台及广告收入同比增长 12.7%；平台生态的优化也提升了用户体验和粘性，4Q2024 公司活跃用户数、购物频次均实现双位数同比增长。同时公司持续提升 Plus 会员权益，2025 年 1 月京东 Plus 会员全面升级，推出“生活服务包”，Plus 会员通过积分可以兑换家政、洗衣洗鞋、洗车、寄快递等服务；新增“180 天只换不修”，Plus 会员购买家电和 3C 数码等自营电器享受 180 天内质量问题直接换新；“无限包邮”进一步扩大至自营秒送业务。

宣布年度股利，积极强化股东回报

业绩披露同时，公司宣布 2024 年的年度现金股利为每股普通股 0.5 美元，总额预计 15 亿美元。此外，公司 2024 年全年回购供给 2.55 亿股 A 类普通股，总额约 36 亿美元，按 2023 年末流通股本计算占比达到 8.1%，且公司在 2024 年 8 月宣布了新一轮的 50 亿美元股份回购计划，持续强化股东回报。

上调盈利预测，维持“买入”评级

展望 2025 年，公司持续受益于以旧换新带来的需求释放，同时平台生态持续完善，用户心智有望进一步得到巩固。我们上调对公司 2025/2026 年 Non-GAAP 归母净利润的预测 1.4%/1.5%至 523.33/571.86 亿元，新增 2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测 594.48 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：消费意愿和信心恢复进程不及预期，业内竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	10,847	11,588	12,552	13,378	13,962
营业收入增长率	3.67%	6.84%	8.32%	6.58%	4.36%
GAAP 归母净利润（百万元）	24,167	41,359	44,547	49,400	51,662
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	35,200	47,827	52,333	57,186	59,448
GAAP EPS（元）	7.60	13.83	13.99	15.52	16.23
P/E	21	11	11	10	10
P/B	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-03-07，汇率按 1HKD=0.92CNY 换算；注：如不标注港元，本文元均指人民币

买入（维持）

当前价：170.1 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

021-52523868

liangdanhui@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

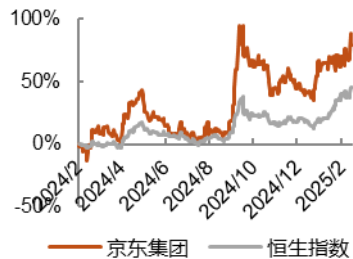
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.83
总市值(亿港元):	5,415.02
一年最低/最高(港元):	126.6/180.80
近 3 月换手率:	41.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.38	-5.94	35.52
绝对	8.27	16.03	83.69

资料来源：Wind

相关研报

毛利率持续提升，4Q 将继续受益于以旧换新——京东集团-SW（9618.HK）2024 年三季报点评（2024-11-15）

表 1: 公司 4Q2024 业绩速览

mn CNY		4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	4Q2024E	实际 VS 预测
总览	总收入	306,077	260,049	291,397	260,387	346,986	332,385	4.39%
	YOY (%)	3.6%	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	8.6%	
	经营利润	2,025	7,700	10,501	12,044	8,491	8,385	1.26%
	经营利润率 (%)	0.7%	3.0%	3.6%	4.6%	2.4%	2.5%	-0.1pct
	归母净利润	3,389	7,130	12,644	11,731	9,854	7,521	31.02%
	净利润率 (%)	1.1%	2.7%	4.3%	4.5%	2.8%	2.3%	0.6pct
	经调整归母净利润	8,415	8,899	14,460	13,174	11,294	9,283	21.66%
	经调整净利润率 (%)	2.7%	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	2.8%	0.5pct
分部收入 (按类型)	商品收入	246,501	208,508	233,908	204,613	280,978	266,811	5.31%
	YOY (%)	3.8%	6.6%	0.0%	4.8%	14.0%	8.2%	
	——家电 3C 类收入	150,353	123,212	145,061	122,560	174,149	162,680	7.05%
	YOY (%)	6.1%	5.3%	-4.6%	2.7%	15.8%	8.2%	
	——日用百货类收入	96,148	85,296	88,847	82,053	106,829	104,696	2.04%
	YOY (%)	0.2%	8.6%	8.7%	8.0%	11.1%	8.9%	
	服务收入	59,576	51,541	57,489	55,774	66,008	65,233	1.19%
	YOY (%)	3.0%	8.8%	6.3%	6.5%	10.8%	9.5%	
	——平台及广告收入	23,626	19,289	23,425	20,763	26,634	25,527	4.34%
	YOY (%)	-4.0%	1.2%	4.1%	6.3%	12.7%	8.0%	
	——物流及其他收入	35,950	32,252	34,064	35,011	39,374	39,240	0.34%
	YOY (%)	8.1%	13.8%	7.9%	6.5%	9.5%	9.2%	
分部收入 (按集团)	京东零售	267,646	226,835	257,072	224,986	307,055	292,838	4.85%
	YOY (%)	3.4%	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	9.4%	
	京东物流	47,201	42,137	44,207	44,396	52,097	50,815	2.52%
	YOY (%)	9.8%	14.7%	7.7%	6.6%	10.4%	7.7%	
	新业务	6,781	4,870	4,636	4,970	4,681	5,433	-13.85%
	YOY (%)		-19.2%	-35.0%	-25.7%	-31.0%	-19.9%	
集团经营利 润	京东零售	6,937	9,325	10,108	11,608	10,036	8,714	
	经营利润率 (%)	2.6%	4.1%	3.9%	5.2%	3.3%	3.0%	0.3pct
	京东物流	1,330	224	2,183	2,086	1,824	1,816	
	经营利润率 (%)	2.8%	0.5%	4.9%	4.7%	3.5%	3.6%	-0.1pct
	新业务	-795	-670	-695	-615	-885	-794	
	经营利润率 (%)	-11.7%	-13.8%	-15.0%	-12.4%	-18.9%	-14.6%	-4.3pct

资料来源: 公司公告, Bloomberg 一致预期, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,847	11,588	12,552	13,378	13,962
营业成本	9,250	9,750	10,523	11,188	11,672
履约费用	646	704	775	825	861
营销开支	401	480	545	584	611
权益法核算投资损	10	23	23	23	23
研发开支	164	170	181	190	197
一般及行政开	97	89	94	97	100
利息支出	29	29	10	7	4
出售开发物业	23	15	0	0	0
营业利润	242	382	448	513	543
其他净额	75	134	134	134	134
利润总额	317	515	582	647	677
所得税	84	69	145	162	169
GAAP 净利润	233	447	436	485	508
少数股东损益	-9	33	-9	-9	-9
GAAP 归母净利润	242	414	445	494	517
EPS(元)	7.60	13.83	13.99	15.52	16.23

注：其他净额主要包括公允价值变动损益、减值、处置长期投资（不包括以权益法核算者）、政府补助及其他非经营利润或开支，为非经常性项目。

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	595	581	858	765	776
净利润	233	447	436	485	508
折旧及摊销	89	24	128	144	160
以股份计价的员工薪酬	595	581	858	765	776
投资活动产生现金流	-595	-9	-230	-220	-199
短期投资净购买	228	-74	-79	-61	-33
购买物业及设备	-223	-140	-150	-159	-166
融资活动现金流	-58	-210	3	3	3
长期借款所得款项	0	0	0	0	0
净现金流	-58	362	632	548	581

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	14.72%	15.87%	16.17%	16.37%	16.40%
EBITDA 率	3.29%	4.48%	4.76%	4.00%	4.02%
EBIT 率	2.74%	3.80%	3.86%	4.11%	4.13%
税前净利润率	2.92%	4.45%	4.64%	4.83%	4.85%
归母净利润率	2.23%	3.57%	3.55%	3.69%	3.70%
ROA	3.95%	6.23%	6.09%	6.17%	5.95%
ROE (摊薄)	8.17%	13.22%	12.39%	12.02%	11.12%
经营性 ROIC	8.33%	10.69%	11.43%	12.55%	12.89%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	55%	53%	51%	48%
流动比率	1.16	1.29	1.42	1.56	1.70
速动比率	0.90	0.99	1.12	1.26	1.41
归母权益/有息债务	5.52	4.24	5.06	5.98	6.93
有形资产/有息债务	3.5	3.2	3.3	3.4	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,290	6,982	7,659	8,349	9,008
货币资金	719	1,084	1,716	2,264	2,845
受限制现金	75	74	74	74	74
短期投资收益	1,183	1,256	1,336	1,397	1,430
应收账款	224	304	178	189	198
预付账款	184	236	255	272	283
存货	681	893	943	980	999
其他流动资产	13	20	20	20	20
流动资产合计	3,078	3,867	4,521	5,196	5,849
其他权益工具	209	245	245	245	245
土地使用权	396	368	361	353	345
固定资产	700	827	863	892	911
在建工程	99	62	62	62	62
无形资产	69	78	72	67	61
商誉	200	257	257	257	257
其他非流动资产	1,539	1,278	1,278	1,278	1,278
非流动资产合计	3,211	3,115	3,138	3,153	3,159
总负债	3,326	3,849	4,059	4,235	4,356
应付税费	73	95	95	95	95
应付账款	1,662	1,929	2,061	2,168	2,239
递延收入	21	21	23	24	25
预收账款	316	324	351	374	391
其他流动负债	584	626	652	672	682
流动负债合计	2,657	2,995	3,182	3,334	3,432
长期借款	316	317	317	317	317
递延收入	10	5	5	5	5
其他非流动负债	344	532	555	579	602
非流动负债合计	669	854	878	901	924
归属于集团拥有者的权益	2,319	2,393	2,860	3,375	3,913
非控制性权益	639	735	735	735	735
权益总额	2,958	3,128	3,595	4,110	4,647

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.70%	4.14%	4.34%	4.37%	4.38%
管理费用率	0.90%	0.77%	0.75%	0.73%	0.72%
财务费用率	0.27%	0.25%	0.20%	0.19%	0.18%
研发费用率	1.51%	1.47%	1.44%	1.42%	1.41%
所得税率	0.77%	0.59%	1.16%	1.21%	1.21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股经营现金流	18.7	19.4	27.0	24.0	24.4
每股净资产	93.0	104.6	112.9	129.1	146.0
每股销售收入	341	388	394	420	439

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21	11	11	10	10
PB	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.0	9.6	8.3	9.3	8.9

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP