

## 公司研究

## 新增回购及股利，不断完善平台用户消费体验

——京东集团-SW (9618.HK) 2023 年年报点评

## 要点

**公司 2023 年营收同比增长 3.67%，Non-GAAP 归母净利润同比增长 24.73%**

3月6日，公司公布2023年年报：2023年实现营业收入10846.62亿元，同比增长3.67%，实现GAAP归母净利润241.67亿元，同比增长132.82%，对应摊薄EPS为7.61元；实现Non-GAAP口径下归母净利润352.00亿元，同比增长24.73%。

单季度拆分来看，4Q2023实现营业收入3060.77亿元，同比增长3.60%，实现GAAP归母净利润33.89亿元，同比增长11.77%，对应摊薄EPS为1.07元；实现Non-GAAP口径下归母净利润84.15亿元，同比增长9.87%。

**公司 2023 年综合毛利率上升 0.67 个百分点，期间费用率下降 0.18 个百分点**

2023年公司综合毛利率为14.72%，同比上升0.67个百分点。单季度拆分来看，4Q2023公司综合毛利率为14.21%，同比上升0.15个百分点。

2023年公司期间费用率为12.32%，同比下降0.18个百分点，其中，销售/管理/财务/研发/履约费用率分别为3.70%/0.90%/0.27%/1.51%/5.95%，同比分别变化+0.09/-0.16/+0.06/-0.10/-0.07个百分点。4Q2023公司期间费用率为12.43%，同比下降0.28个百分点，其中，销售/管理/财务/研发/履约费用率分别为4.28%/0.78%/0.30%/1.42%/5.65%，同比分别变化+0.23/-0.46/+0.07/-0.06/-0.06个百分点。

**新增回购不超过 30 亿美元股票，发放 12 亿美元左右股利**

公司董事会已批准一项新股份回购计划，于2024年3月17日生效，可于截至2027年3月的未来36个月内回购价值不超过30亿美元的股份。同时批准，2023年度现金股利为每股普通股0.38美元，或每股美国存托股0.76美元，分别以美元支付给于2024年4月5日休市时登记在册的普通股持有人及美国存托股持有人，股利总额将约为12亿美元。

**下调盈利预测，维持“买入”评级**

公司2023年NON GAAP归母净利润表现略超我们此前预期，但随电商行业竞争加剧，公司或将加大投入改善用户体验，从而对利润产生一定影响，我们下调对公司2024/2025年Non-GAAP归母净利润的预测6%/7%至352.50/381.58亿元，新增对公司2026年Non-GAAP归母净利润的预测408.89亿元。公司平台生态不断完善，用户数持续提升，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,046,236	1,084,662	1,157,242	1,229,490	1,300,373
营业收入增长率	9.95%	3.67%	6.69%	6.24%	5.77%
GAAP 归母净利润(百万元)	10,380	24,167	26,948	29,956	32,687
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	28,220	35,200	35,250	38,158	40,889
GAAP EPS(元)	3.26	7.60	8.48	9.42	10.28
P/E	25	11	10	9	8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2024-03-06，汇率按1HKD=0.91CNY换算；注：如不标注港元，本文元均指人民币

## 买入（维持）

当前价：89.20 港元

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebscn.com

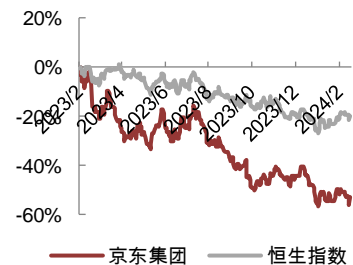
分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001  
021-52523799  
tianran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.80
总市值(亿港元)	2,836.27
一年最低/最高(港元)	81.55/113.50
近3月换手率：	34.96%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.49	-14.79	-32.20
绝对	-1.27	-14.23	-52.15

资料来源：Wind

## 相关研报

入驻商家和活跃用户创新高，3P业务持续增长——京东集团-SW (9618.HK) 2023年三季度点评 (2023-11-16)

3P平台生态进一步完善，京东到家快速发展——京东集团-SW (9618.HK) 2023年半年报点评 (2023-08-17)

许冉接任CEO，春晓计划助力完善第三方平台生态——京东集团-SW (9618.HK) 2023年一季度点评 (2023-05-12)

## 分部业绩回顾

**京东零售：**2023 年京东“双十一”活动期间成交额、订单量和用户数均创新高，其中“不收坑位费、不收达人佣金，就是更便宜”的京东采销直播的总观看人数突破 3.8 亿。

**京东健康：**4Q2023 京东健康发力即时零售业务，通过开设线下自营药房，完善全渠道布局。京东健康已在北京布局多家自营小区药店，上线“24 小时取药窗口”服务，并在每家药店配置专职骑手。

**京东物流：**4Q2023 京东物流为更多中国出海品牌和全球客户提供一体化供应链解决方案。例如，京东物流为中国某领先的科技公司在欧洲进行有效的商品库存分配，实现在欧洲核心国家和地区订单的快速送达。此外，依托多款自主研发的仓内自动化设备和运营经验，京东物流帮助美国本土某知名水杯品牌提高了“黑色星期五”大促季的履约效率。

**回购：**公司于 2023 年共计回购 2270 万股 A 类普通股，总金额约为 3.56 亿美元，截至 2023 年 12 月 31 日，公司回购共计 5550 万股 A 类普通股，总额约为 15 亿美元。

表 1：公司 4Q2023 收入分产品情况

分产品	营业收入 (百万元)	同比增长 (%)	占总收入比重 (%)
电子产品及家用电器商品收入	150,353	6.13%	49.12%
日用百货商品收入	96,148	0.23%	31.41%
商品收入合计	246,501	3.75%	80.54%
平台及广告服务收入	23,626	-3.95%	7.72%
物流及其他服务收入	35,950	8.12%	11.75%
服务收入合计	59,576	2.99%	19.46%
总收入	306,077	3.60%	100.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2：公司 2023 年收入分产品情况

分产品	营业收入 (百万元)	同比增长 (%)	占总收入比重 (%)
电子产品及家用电器商品收入	538,799	4.43%	49.67%
日用百货商品收入	332,425	-4.78%	30.65%
商品收入合计	871,224	0.71%	80.32%
平台及广告服务收入	84,726	3.36%	7.81%
物流及其他服务收入	128,712	29.74%	11.87%
服务收入合计	213,438	17.81%	19.68%
总收入	1,084,662	3.67%	100.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 3：公司 4Q2023 分部情况

分部	营业收入 (百万元)	同比增长 (%)	经营利润 (百万元)	经营利润率 (%)	经营利润率同比变动 (pct)
京东零售	267,646	3.37%	6,937	2.59%	-0.44 pct
京东物流	47,201	9.75%	1330	2.82%	0.73 pct
其他	6,781	-8.88%	-795	-11.72%	6.55 pct

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；注：其中未包含分部间抵销（主要包括京东物流向京东零售提供供应链解决方案及物流服务，达达向京东零售及京东物流提供实时配送及零售服务，以及京东产发向京东物流提供物业租赁服务）以及未分配项目（包括股权激励费用、资产及业务收购产生的无形资产摊销、业务合作安排影响和商誉及无形资产减值，该等项目未分配至分部）

表 4: 公司 2023 年分部情况

分部	营业收入 (百万元)	同比增长 (%)	经营利润 (百万元)	经营利润率 (%)	经营利润率同比变动 (pct)
京东零售	945,343	1.66%	35,925	3.80%	0.05 pct
京东物流	166,625	21.27%	1005	0.60%	0.22 pct
达达	26,617	-10.71%	-329	-1.24%	20.29 pct

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: 其中未包含分部间抵销 (主要包括京东物流向京东零售提供供应链解决方案及物流服务, 达达向京东零售及京东物流提供实时配送及零售服务, 以及京东产发向京东物流提供物业租赁服务) 以及未分配项目 (包括股权激励费用、资产及业务收购产生的无形资产摊销、业务合作安排影响和商誉及无形资产减值, 该等项目未分配至分部)

表 5: 公司 4Q2023GAAP 归母净利润同比增长 11.77%

	GAAP 归母净利润 (万元)	GAAP 归母净利润同比增速 (%)	Non-GAAP 归母净利润 (万元)	Non-GAAP 归母净利润同比增速 (%)	调整差额 (万元)
3Q2021	-280653.80	NA	504799.20	NA	-785453.00
4Q2021	-516456.80	NA	356494.60	NA	-872951.40
1Q2022	-299100.00	NA	403200.00	NA	-702300.00
2Q2022	437600.00	450.95	648900.00	NA	-211300.00
3Q2022	596300.00	NA	1004000.00	98.89	-407700.00
4Q2022	303200.00	NA	765900.00	114.84	-462700.00
1Q2023	626100.00	NA	759100.00	88.27	-133000.00
2Q2023	658100.00	50.39	855700.00	31.87	-197600.00
3Q2023	793600.00	33.09	1063700.00	5.95	-270100.00
4Q2023	338900.00	11.77	841500.00	9.87	-502600.00
TTM	2416700.00	132.82	3520000.00	24.73	-1103300.00

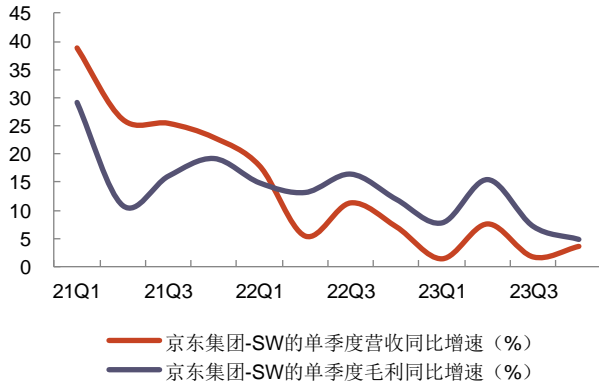
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 6: 公司 4Q2023 净利率较上年同期上升 0.08 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
3Q2021	21870835.80	25.54	14.22	-1.16	13.43	-1.28	-5.62
4Q2021	27590715.70	22.99	13.45	-0.43	13.77	-1.87	-12.72
1Q2022	23965500.00	17.95	13.96	-0.38	13.09	-1.25	-3.03
2Q2022	26760000.00	5.44	13.41	0.91	12.19	1.64	1.32
3Q2022	24353500.00	11.35	14.86	0.65	12.02	2.45	3.73
4Q2022	29544600.00	7.08	14.06	0.60	12.71	1.03	2.90
1Q2023	24295600.00	1.38	14.82	0.87	12.62	2.58	3.83
2Q2023	28793100.00	7.60	14.39	0.98	12.10	2.29	0.65
3Q2023	24769800.00	1.71	15.64	0.78	12.18	3.20	0.76
4Q2023	30607700.00	3.60	14.21	0.15	12.43	1.11	0.08
TTM	108466200.00	3.67	14.72	0.67	12.32	2.23	1.24

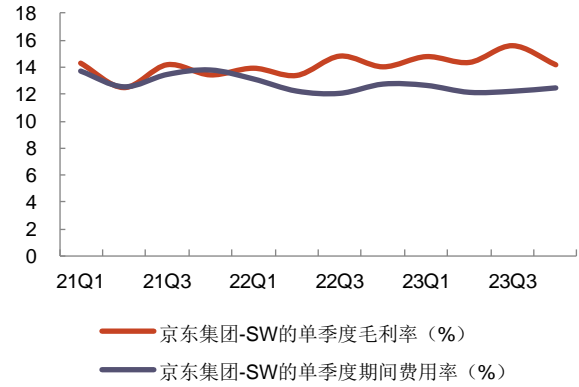
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 1：公司单季度营收和毛利增速（2021Q1-2023Q4）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 2：公司单季度毛利率和期间费用率（2021Q1-2023Q4）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,046,236</b>	<b>1,084,662</b>	<b>1,157,242</b>	<b>1,229,490</b>	<b>1,300,373</b>
营业成本	899,163	924,958	986,157	1,047,109	1,106,957
履约费用	63,011	64,558	68,762	72,932	77,007
营销开支	37,772	40,133	42,934	45,861	48,895
权益法核算投资损益	-2,195	1,010	0	0	0
研发开支	16,893	16,393	16,911	17,598	18,353
一般及行政开	11,053	9,710	9,897	10,269	10,601
利息支出	2,106	2,881	-2,151	-3,021	-3,957
出售开发物业	1,379	2,283	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>15,422</b>	<b>24,154</b>	<b>34,731</b>	<b>38,742</b>	<b>42,382</b>
其他净额	-1,555	7,496	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>13,867</b>	<b>31,650</b>	<b>34,731</b>	<b>38,742</b>	<b>42,382</b>
所得税	4,176	8,393	8,683	9,685	10,596
<b>GAAP 净利润</b>	<b>9,691</b>	<b>23,257</b>	<b>26,048</b>	<b>29,056</b>	<b>31,787</b>
少数股东损益	-697	-910	-900	-900	-900
<b>GAAP 归母净利润</b>	<b>10,380</b>	<b>24,167</b>	<b>26,948</b>	<b>29,956</b>	<b>32,687</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>3.26</b>	<b>7.60</b>	<b>8.48</b>	<b>9.42</b>	<b>10.28</b>

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 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>57,819</b>	<b>59,521</b>	<b>61,931</b>	<b>56,150</b>	<b>59,380</b>
净利润	9,691	23,257	26,048	29,056	31,787
折旧及摊销	63,011	64,558	68,762	72,932	77,007
以股份计价的员工薪酬	57,819	59,521	61,931	56,150	59,380
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-54,026</b>	<b>-59,543</b>	<b>-13,997</b>	<b>-13,410</b>	<b>-12,533</b>
短期投资净购买	-26,531	22,841	-5,598	-5,273	-4,844
购买物业及设备	-27,295	-22,348	-8,398	-8,137	-7,690
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,180</b>	<b>-5,808</b>	<b>428</b>	<b>334</b>	<b>334</b>
长期借款所得款项	18,193	0	0	0	0
<b>净现金流</b>	<b>4,973</b>	<b>-5,830</b>	<b>48,362</b>	<b>43,073</b>	<b>47,181</b>

### 主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	14.06%	14.72%	14.78%	14.83%	14.87%
EBITDA 率	3.18%	3.29%	4.23%	4.30%	3.35%
EBIT 率	2.60%	2.74%	3.42%	3.48%	3.48%
税前净利润率	1.33%	2.92%	3.00%	3.15%	3.26%
归母净利润率	0.99%	2.23%	2.33%	2.44%	2.51%
ROA	1.90%	3.95%	4.13%	4.28%	4.36%
ROE (摊薄)	3.79%	8.17%	8.25%	8.31%	8.23%
经营性 ROIC	6.79%	8.33%	10.00%	10.55%	10.95%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	54%	53%	52%	50%	49%
流动比率	1.32	1.16	1.28	1.40	1.53
速动比率	1.02	0.90	1.03	1.16	1.29
归母权益/有息债务	7.06	5.52	6.26	7.07	7.94
有形资产/有息债务	4.8	3.5	3.6	3.6	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总资产</b>	<b>595,250</b>	<b>628,958</b>	<b>675,411</b>	<b>724,346</b>	<b>775,363</b>
货币资金	78,861	71,892	120,254	163,328	210,509
受限制现金	6,254	7,506	7,506	7,506	7,506
短期投资收益	141,095	118,254	123,852	129,126	133,969
应收账款	20,576	20,302	11,572	12,295	13,004
预付账款	25,136	20,506	21,876	23,240	24,578
存货	77,949	68,058	70,589	72,857	74,808
其他流动资产	1,203	1,292	1,292	1,292	1,292
<b>流动资产合计</b>	<b>351,074</b>	<b>307,810</b>	<b>356,942</b>	<b>409,644</b>	<b>465,666</b>
其他权益工具	22,267	20,863	20,863	20,863	20,863
土地使用权	33,848	39,563	38,790	38,017	37,244
固定资产	55,080	70,035	68,682	66,241	62,561
在建工程	11,161	9,920	9,920	9,920	9,920
无形资产	9,139	6,935	6,383	5,830	5,278
商誉	23,123	19,979	19,979	19,979	19,979
其他非流动资产	89,558	153,853	153,853	153,853	153,853
<b>非流动资产合计</b>	<b>244,176</b>	<b>321,148</b>	<b>318,469</b>	<b>314,702</b>	<b>309,697</b>
<b>总负债</b>	<b>321,127</b>	<b>332,578</b>	<b>348,179</b>	<b>363,253</b>	<b>377,679</b>
应付税费	5,926	7,313	7,313	7,313	7,313
应付账款	160,607	166,167	175,189	183,923	192,221
递延收入	3,351	2,097	2,237	2,377	2,514
预收账款	33,713	31,625	33,741	35,848	37,914
其他流动负债	62,964	58,448	60,342	62,103	63,693
<b>流动负债合计</b>	<b>266,561</b>	<b>265,650</b>	<b>278,823</b>	<b>291,563</b>	<b>303,655</b>
长期借款	20,009	31,555	31,555	31,555	31,555
递延收入	1,107	964	964	964	964
其他非流动负债	33,450	34,409	36,837	39,171	41,505
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,566</b>	<b>66,928</b>	<b>69,356</b>	<b>71,690</b>	<b>74,024</b>
<b>股东权益及夹层股本权益</b>	<b>274,123</b>	<b>296,380</b>	<b>327,232</b>	<b>361,093</b>	<b>397,683</b>
股本溢价	168,039	171,856	176,660	181,464	186,268
其他综合收益	45,012	59,687	85,735	114,792	146,578
归属母公司权益	274,123	296,380	327,232	361,093	397,683
夹层股本权益	590	614	614	614	614

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.61%	3.70%	3.71%	3.73%	3.76%
管理费用率	1.06%	0.90%	0.86%	0.84%	0.82%
财务费用率	0.20%	0.27%	0.21%	0.19%	0.18%
研发费用率	1.61%	1.51%	1.46%	1.43%	1.41%
所得税率	0.40%	0.77%	0.75%	0.79%	0.81%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股经营现金流	18.2	18.7	19.5	17.7	18.7
每股净资产	86.0	93.0	102.7	113.4	124.9
每股销售收入	329	341	364	387	409

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	25	11	10	9	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.8	7.2	5.3	4.9	5.9



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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