

京东 (JD US)

在考验时刻保持韧性

凭借其卓越的供应链和履约能力，京东在重点品类（如 3C、家电、快消品等）建立了稳固的消费者心智。与竞对相比，京东在可选消费如服装类目上的敞口较低。我们预计品类扩张、低线城市扩张和无界零售发展将支撑京东的长期增长。受益于规模经济扩张、更节制的销售营销活动，以及因强化平台治理及用户粘性提升支撑下，高利润率平台业务营收占比贡献提升，我们认为京东的利润率水平将会在 2021-2024 年期间稳步提升。我们预测京东 2021-2024E 营收 CAGR 13.1%，Non-GAAP 净利润 CAGR 35.1%。我们基于 DCF 的目标价为每 ADS 78.5 美元，对应 28.1x 2023E Non-GAAP PE，首次覆盖给予买入评级。

■ **电商市场中质量之选。** 京东在 3C、家电、快消等核心品类建立了强大的消费者心智，与品牌的联系也在不断深化。京东自营业务的经营效率在不断提升，且其持续与品牌商户分享经营效率提升的红利、深化合作关系，这有利于驱动京东的长期增长。京东库存周转天数从 2Q19 的 36.3 天下降到 2Q22 的 31.5 天，应收账款周转天数从 2Q19 的 59.4 天下降到 2Q22 的 31.5 天。我们预测 2021-2024E 净产品营收 CAGR 为 10.8%，其中电子产品及家用电器商品收入 CAGR 为 7.9%，日用百货商品收入 CAGR 为 15.0%。

■ **用户基数增长及优化流量分配助力平台业务营收增长。** 京东自 2021 年起强化平台治理及优化流量分配，这成功的推动了平台业务的营收增长。同时，向快消品的品类扩张帮助了京东提升用户活跃度：2Q22 京东 DAU 同比增长 25%，快于年活跃用户数 9% 的同比增长。结合京东为完善商家营销工具所做出的努力，我们认为京东有能力维持稳健的平台业务营收增长。我们预测 2021-2024 平台及广告业务的营收 CAGR 为 21.4%，物流及其他服务营收 CAGR 为 25.0%，预计整体服务业务营收将于同期录得 25.0% 的 CAGR。

■ **利润率扩张将有多重支撑。** 我们认为京东在实现其长期中高单位数 Non-GAAP 净利润率的进程中处于正轨，这得益于规模经济效益提升、更节制的营销活动、以及来自高利润率平台业务营收占比贡献提升。我们预测京东在 2022/2023/2024 年度 Non-GAAP 净利润率将提升至 2.3/2.5/3.1%（2021 年：1.8%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入 (百万人民币)	745,802	951,592	1,063,292	1,230,050	1,376,145
同比增长 (%)	29.3	27.6	11.7	15.7	11.9
净利润 (百万人民币)	49,395.9	(2,338.1)	10,073.1	22,102.2	33,450.5
调整后净利润 (百万人民币)	16,827.6	17,207.1	23,945.3	30,939.1	42,392.3
调整后每股收益 (人民币)	10.56	10.75	14.99	19.37	26.54
市场平均预估每股收益 (人民币)			14.61	17.05	22.54
市盈率 (倍)	12.8	na	41.9	19.1	12.6
市净率 (倍)	3.1	3.8	1.8	1.6	1.4
股本回报率 (%)	32.7	(1.1)	4.6	9.1	12.0
净负债比率 (%)	(35.9)	(27.1)	(25.1)	(31.9)	(38.8)

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入

目标价 **78.50 美元**
潜在升幅 **107.8%**
当前股价 **37.77 美元**

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	60,326.3
3月平均流通量(百万美元)	54.8
52周内股价高/低(百万美元)	91.55/36.66
总股本(百万)	1597.2

资料来源：FactSet

股东结构

刘强东	13.8%
Max Smart Limited	13.3%

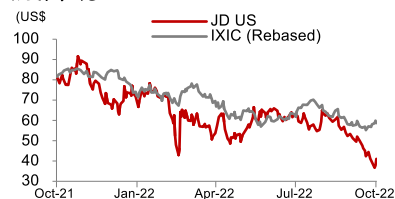
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-22.1%	-24.6%
3-月	-35.2%	-30.4%
6-月	-28.5%	-20.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12月31日 (百万人民币)						
销售收入	576,888	745,802	951,592	1,063,292	1,230,050	1,376,145
销售成本	(492,467)	(636,694)	(822,525)	(912,254)	(1,048,546)	(1,164,341)
毛利润	84,421	109,108	129,067	151,038	181,504	211,804
运营费用	(75,426)	(96,766)	(124,926)	(134,932)	(154,002)	(170,504)
销售费用	(22,234)	(27,156)	(38,743)	(40,618)	(47,357)	(52,982)
行政费用	(5,490)	(6,409)	(11,562)	(11,696)	(13,162)	(14,312)
研发费用	(14,619)	(16,149)	(16,332)	(17,013)	(18,451)	(19,954)
其他	(33,083)	(47,051)	(58,288)	(65,605)	(75,033)	(83,257)
运营利润	8,995	12,343	4,141	16,106	27,502	41,300
其他盈亏	5,375	32,556	(590)	0	0	0
应占联营公司的(亏损)/溢利	(1,738)	4,291	(4,918)	(2,685)	0	0
EBIT	12,632	49,191	(1,367)	13,421	27,502	41,300
利息收入	1,061	1,628	0	(1,544)	(1,197)	(809)
税前利润	13,693	50,819	(1,367)	11,878	26,305	40,490
所得税	1,802	1,482	1,887	2,687	5,261	8,098
税后利润	11,890	49,337	(3,254)	9,191	21,044	32,392
非控股权益	(297)	(75)	(924)	(882)	(1,058)	(1,058)
停业部门损益	0	0	0	0	0	0
其他	(6)	(16)	(8)	0	0	0
净利润	12,182	49,396	(2,338)	10,073	22,102	33,451
调整后净利润	10,750	16,828	17,207	23,945	30,939	42,392
资产负债表						
年结 12月31日 (百万人民币)						
流动资产	139,095	234,801	299,672	307,969	347,621	394,862
现金与现金等价物	36,971	86,085	70,767	81,073	107,365	143,232
Restricted cash	2,941	4,434	5,926	5,926	5,926	5,926
应收账款	6,191	7,112	11,900	10,487	12,132	13,573
存货	57,932	58,933	75,601	74,605	85,751	95,221
预付款项	5,630	7,077	11,456	11,456	11,456	11,456
其他流动资产	29,430	71,161	124,023	124,423	124,991	125,454
非流动资产	120,629	187,487	196,835	208,553	221,307	234,258
物业及厂房及设备(净额)	20,654	22,597	32,944	44,662	57,416	70,367
Right-of-use assets	8,644	15,484	19,987	19,987	19,987	19,987
递延税项	81	533	1,111	1,111	1,111	1,111
合资及联营公司投资	35,576	58,501	63,222	63,222	63,222	63,222
无形资产	4,110	6,463	5,837	5,837	5,837	5,837
商誉	6,644	10,904	12,433	12,433	12,433	12,433
其他非流动资产	44,921	73,005	61,300	61,300	61,300	61,300
总资产	259,724	422,288	496,507	516,522	568,928	629,119
流动负债	140,017	174,017	221,636	213,628	234,386	250,832
短期债务	0	0	4,368	4,368	4,368	4,368
应付账款	90,428	106,818	140,484	134,641	151,884	165,467
应付税款	2,016	3,029	2,568	2,568	2,568	2,568
其他流动负债	19,723	28,621	33,083	30,918	34,434	37,297
Lease liabilities	3,193	5,514	6,665	6,665	6,665	6,665
Accrued expenses	24,656	30,035	34,469	34,469	34,469	34,469
非流动负债	19,082	26,652	28,087	38,159	39,324	40,935
长期债务	10,052	12,531	9,386	19,458	20,623	22,234
递延收入	1,943	1,618	1,297	1,297	1,297	1,297
其他非流动负债	7,088	12,503	17,404	17,404	17,404	17,404
总负债	159,099	200,669	249,723	251,787	273,710	291,767
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	90,676	153,357	208,912	216,790	225,170	233,854
留存收益	(11,913)	37,418	0	10,073	32,175	65,626
其他储备	19,057	13,900	1,212	1,212	1,212	1,212
股东权益总额	97,820	204,677	210,124	228,075	258,557	300,692
少数股东权益	2,804	16,943	36,661	36,661	36,661	36,661
总负债和股东权益	259,724	422,288	496,507	516,522	568,928	629,119

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	13,693	50,819	(1,367)	11,878	26,305	40,490
折旧摊销	5,828	6,068	4,980	5,410	5,697	6,315
税款	(1,802)	(1,482)	(1,887)	(2,687)	(5,261)	(8,098)
营运资金变化	7,343	18,678	11,914	(5,999)	7,399	5,072
其他	(280)	(31,539)	28,661	8,760	9,438	9,743
净经营现金流	24,781	42,544	42,301	17,363	43,578	53,523
投资现金流						
资本开支	3,013	(9,340)	(15,443)	(17,013)	(18,451)	(19,266)
收购与投资	(35,781)	(78,807)	(58,805)	0	0	0
处理短期投资所得现金	6,634	35,379	0	0	0	0
其他	784	(5,042)	0	0	0	0
净投资现金流	(25,349)	(57,811)	(74,248)	(17,013)	(18,451)	(19,266)
融资现金流						
净借贷	(4,057)	4,784	1,223	10,072	1,165	1,610
发行股票所得现金	6,630	66,288	0	0	0	0
其他	0	0	18,280	0	0	0
净融资现金流	2,572	71,072	19,503	10,072	1,165	1,610
净现金流变动						
年初现金	37,502	39,912	90,519	76,576	86,998	113,291
汇率变动	406	(5,198)	(1,500)	0	0	0
年末现金	39,912	90,519	76,576	86,998	113,291	149,158
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	24.9%	29.3%	27.6%	11.7%	15.7%	11.9%
毛利润	28.0%	29.2%	18.3%	17.0%	20.2%	16.7%
经营利润	na	37.2%	(66.5%)	289.0%	70.8%	50.2%
EBIT	na	289.4%	na	na	104.9%	50.2%
净利润	na	305.5%	na	na	119.4%	51.3%
调整后净利润	210.7%	56.5%	2.3%	39.2%	29.2%	37.0%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	14.6%	14.6%	13.6%	14.2%	14.8%	15.4%
营业利润率	1.6%	1.7%	0.4%	1.5%	2.2%	3.0%
调整后净利润率	1.9%	2.3%	1.8%	2.3%	2.5%	3.1%
股本回报率	14.0%	32.7%	(1.1%)	4.6%	9.1%	12.0%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率 (倍)	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
应收账款周转天数	5.5	3.3	3.6	3.8	3.4	3.4
存货周转天数	(37.8)	(33.5)	(29.9)	(30.0)	(27.9)	(28.4)
应付帐款周转天数	(63.2)	(56.5)	(54.9)	(55.0)	(49.9)	(49.7)
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	24.2	12.8	na	41.9	19.1	12.6
市盈率 (摊薄)	24.7	13.1	na	43.0	19.6	13.0
市帐率	3.0	3.1	3.8	1.8	1.6	1.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。