

京东 (JD US/9618 HK) 长期基本面依然稳固

- 用户增长显示低线城市的渗透率增加，有助减轻经济下行的影响
- 京东零售和京东物流(2618 HK)的盈利能力改善有助抵消新业务投资的财务影响
- 维持买入，京东-ADR(JD US)目标价为 77 美元，京东-SW (9618 HK)目标价为 300 港元

2021 年第 4 季度业绩回顾。 2021 年第 4 季度，收入同比增长 23%至 2,759 亿人民币，符合市场预期。核心净利润同比增长 49%至 36 亿人民币，高于市场预期的 26 亿人民币。然而，由于股权投资减值，2021 年第 4 季度净亏损达 51 亿人民币，高于市场预期的 8,000 万人民币净亏损。

宏观环境疲软，但用户仍有所增长。 在经济转弱的情况下，中国的在线消费于近月放缓。尽管如此，京东在 2021 年第 4 季度的用户增长为 21%，因低线城市的业务持续扩张，有助于支持收入增长。京东 2021 年第 4 季的同比收入增长保持 23%，而前一季同比增长为 26%。这可以归功于京东强劲的用户增长。

京东零售和京东物流(2618 HK)的盈利能力上升。 京东通过改善运营方法有效控制成本，并以审慎的态度发展新业务。2021 年第 4 季度，京东的核心零售业务和京东物流(2618 HK)的盈利情况有所改善，有助减轻新业务的亏损。京东零售的营业利润率从 2020 年第 4 季的 1.9% 微升至 2021 年第 4 季的 2.1%，而京东物流(2618 HK)的营业利润率从 2020 年第 4 季的负 2.8% 改善至 2021 年第 4 季的 2.4%。总体而言，公司在核心电子商务业务和京东物流(2618 HK) 的盈利能力提高的推动下，2021 年第 4 季的核心利润率为 1.3%，而 2020 年第 4 季度的核心利润率为 1.1%。

股价短期波动，但长远发展未受影响。 由于全球地缘政治风险及监管风险上升，加上经济前景疲弱及流通量增加担忧，股价已经历大幅度调整。京东的预测市盈率已逐步逼近 2019 年年底的历史低位。虽然股价短期内仍可能会持续波动，但京东的现时的低估值为长线投资者提供入场机会。维持买入，京东-ADR(JD US)目标价为 77 美元，京东-SW (9618 HK)目标价为 300 港元。财务预测维持不变。

业绩与估值

财年末 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E
收入(百万人民币)	745,802	951,592	1,131,034	1,317,654
变化 (%、同比)	29.3	27.6	18.9	16.5
净利润(百万人民币)	49,405	-3,559	9,448	15,784
变化 (%、同比)	305.5	NA	NA	67.1
核心净利润(百万人民币)	16,828	17,207	19,218	26,573
变化 (%、同比)	56.5	2.3	11.7	38.3
每股 ADS 收益(人民币)	31.7	-2.2	5.9	9.9
变化 (%、同比)	285.6	NA	NA	67.1
每股 ADS 核心收益(人民币)	10.6	10.8	12.0	16.6
变化 (%、同比)	45.7	2.0	11.7	38.3
核心市盈率 (x)- ADR	27.9	28.1	25.1	18.2
核心市盈率 (x)-SW	26.8	27.0	24.1	17.5
平均净资产回报率 (%)	34.2	-1.6	3.7	5.7
平均资产回报率 (%)	14.5	-0.8	1.8	2.7

*1 股 ADR = 2 股普通股

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2022年3月14日

评级(ADR): 买入
 目标价(ADR): 77 美元
 评级(SW): 买入
 目标价(SW): 300 港元

分析师: 周秀成
 电话: (852) 2147 8809
 stevechow@abci.com.hk

价格(ADR/SW)	47.9 美元/ 180.0 港元
预测股价回报(ADR/SW)	60.2%/66.7%
预测股息收益率 (ADR/SW)	不适用/不适用
预测总回报(ADR/SW)	60.2%/66.7%
上次评及目标价 (ADR/SW)	买入, 77 美元/ 买入, 300 港元
上次报告日期	2022年3月11日

来源：彭博、农银国际证券预测

关键数据

52 周 高/低 (港元) (SW)	365.0/187.5
52 周 高/低 (美元) (ADR)	94.4/47.9
流通股(百万)	3,129
市值(百万港元)	586,688
(所有流通股)	
3 个月平均每日成交额 (百万港元) (SW)	1,957
3 个月平均每日成交额 (百万美元) (ADR)	675
主要股东	投票权
刘强东	76.9%

来源：彭博、香港交易所、公司



财务预测

合并损益表(2020A-2023E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E
净产品收入	651,879	815,655	954,316	1,087,920
净服务收入	93,923	135,937	176,718	229,734
总收入	745,802	951,592	1,131,034	1,317,654
销售成本	(636,694)	(822,525)	(977,305)	(1,137,236)
毛利	109,108	129,067	153,729	180,418
履约开支	(48,700)	(59,055)	(72,772)	(83,370)
营销费用	(27,156)	(38,743)	(40,814)	(46,201)
科技和内容费用	(16,149)	(16,332)	(16,316)	(18,212)
一般及行政费用	(6,409)	(11,562)	(10,895)	(12,365)
出售物业收益	1,649	767	0	0
营业利润	12,343	4,141	12,933	20,271
投资损益	4,291	(4,918)	(500)	(500)
利息收入	2,753	0	0	0
利息支出	(1,125)	(1,213)	(1,000)	(1,000)
其他	32,556	(590)	(500)	(500)
税前利润	50,819	(2,580)	10,933	18,271
利得税	(1,482)	(1,887)	(2,484)	(3,487)
税后利润	49,337	(4,467)	8,448	14,784
非控制权益	(68)	(908)	(1,000)	(1,000)
净利润	49,405	(3,559)	9,448	15,784
股权激励	4,156	8,293	9,123	10,035
摊销	723	853	1,131	1,318
投资减值/公允价值变动	(35,690)	13,371	0	0
其他非核心项目	(1,767)	(1,751)	(484)	(564)
核心净利润	16,828	17,207	19,218	26,573
增长				
总收入 (%)	29.3	27.6	18.9	16.5
毛利 (%)	29.2	18.3	19.1	17.4
营业利润 (%)	37.2	(66.4)	212.3	56.7
净利 (%)	305.5	不适用	不适用	67.1
核心净利润 (%)	56.5	2.3	11.7	38.3
经营业绩				
营业利润率 (%)	1.7	0.4	1.1	1.5
净利润率 (%)	6.6	(0.4)	0.8	1.2
核心净利润率 (%)	2.3	1.8	1.7	2.0
平均净资产回报率 (%)	34.2	(1.6)	3.7	5.7
平均资产回报率 (%)	14.5	(0.8)	1.8	2.7

注：由于四舍五入，个别项目可能不等于总数

来源：公司、农银国际证券预测



合并资产负债表(2020A-2023E)

截至 12 月 31 日(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E
固定资产	41,628	53,089	54,589	56,089
投资	98,916	82,310	82,310	82,310
其他非流动资产	46,944	61,436	59,336	57,236
非流动资产	187,487	196,835	196,235	195,635
现金及现金等价物	90,519	76,692	62,279	91,396
短期投资和投资证券	60,577	114,564	114,564	114,564
库存	58,933	75,601	110,759	128,884
应收账款	7,112	11,900	43,382	50,540
其他流动资产	17,660	20,915	20,915	20,915
流动资产	234,801	299,671	351,899	406,298
总资产	422,288	496,507	548,134	601,934
应付账款	127,816	169,590	203,147	231,627
借款及票据	3,260	4,367	4,367	4,367
其他流动负债	42,941	47,678	47,678	47,678
流动负债	174,016	221,635	255,192	283,672
应付账款	332	1,786	1,786	1,786
借款及票据	12,531	9,386	9,386	9,386
其他非流动负债	13,790	16,915	16,915	16,915
非流动负债	26,653	28,087	28,087	28,087
总负债	200,669	249,722	283,279	311,759
夹层股权	17,133	1,212	1,212	1,212
股东应占权益	187,543	208,912	227,982	254,301
非控制性权益	16,943	36,661	35,661	34,661
总股本	204,486	245,572	263,643	288,962

注：由于四舍五入，个别项目可能不等于总数

由于四舍五入或定义的差异，个别项目可能与报告的数字不同

来源：公司、农银国际证券预测

权益披露

分析员周秀成作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的京东(9618 HK) 和京东物流(2618 HK)有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(~10%)
持有	市场回报(~-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(~+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报(~-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2009 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2009-21 年的平均增长率为 9.2%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2868 2183