



京东 (JD US/9618 HK) 低线城市持续渗透

- 低线城市用户增长有助减轻经济下行及疫情的影响
- 预计目前电子商务行业的放缓将延续到 2022 年第 2 季度; 而经营环境可能会在 2022 年第 3 季度开始好转
- 维持买入, 京东-ADR(JD US)目标价为 74 美元, 京东-SW (9618 HK)目标价为 290 港元

宏观环境转弱, 但用户仍有所增长。在经济转弱及疫情的情况下, 中国的在线消费于近月放缓。京东的收入增长从 2021 年第 4 季度 23%放缓至 2022 年第 1 季度 18%。从好的角度看, 京东的用户增长率在 2022 年第 1 季度为 16%, 而 2021 年第 4 季度则为 21%, 这主要由低线城市的持续渗透推动。

2022 年第 2 季度可能是短期底部。鉴于疫情导致物流瓶颈, 预计目前电子商务行业的放缓将延续到 2022 年第 2 季度。例如, 2022 年首 4 个月中国实物商品的在线销售增长放缓至 5.2%, 而 2022 年第 1 季度则为 8.8%。管理层表示由于物流瓶颈, 2022 年 4 月的订单取消率有所上升, 但情况在 2022 年 5 月已有所改善。我们认为, 如果疫情得到成功遏制, 限制措施逐步放松, 经营环境可能会在 2022 年第 3 季度开始好转。

2022 年第 1 季度业绩回顾。2022 年第 1 季度收入同比增长 18%至 2,397 亿元人民币, 大致符合市场预期的 2,367 亿元人民币。非国际财务报告准则(non-GAAP)调整后净利润(核心净利润)同比增长 2%至 40 亿元人民币, 明显好于市场预期的 26 亿元人民币。另一方面, 受到收购达达(DADA US)相关的 36 亿元人民币估值调整影响, 2022 年第 1 季度净亏损 29 亿元人民币, 而 2021 年第 1 季度净利润为 36 亿元人民币。

长期基本面依然稳固。尽管宏观环境近期疲弱, 但我们认为京东的长期基本面依然稳固。虽然股价短期内仍可能会持续波动, 但京东的现时的估值为长线投资者提供入场机会。此外, 公司最近宣布特别股息, 标志着管理层愿意利用资产负债表增加股东回报。维持买入, 京东-ADR(JD US)目标价为 74 美元, 京东-SW (9618 HK)目标价为 290 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	1,073,939	1,279,482
变化 (%、同比)	29.3	27.6	12.9	19.1
净利润(百万人民币)	49,405	-3,560	2,937	14,996
变化 (%、同比)	305.5	NA	NA	410.5
核心净利润(百万人民币)	16,828	17,207	17,175	25,763
变化 (%、同比)	56.5	2.3	-0.2	50.0
每股 ADS 收益(人民币)	31.7	-2.3	1.8	9.4
变化 (%、同比)	285.6	NA	NA	410.5
每股 ADS 核心收益(人民币)	10.6	10.8	10.8	16.2
变化 (%、同比)	45.7	2.0	0.0	50.0
核心市盈率 (x)- ADR	32.6	32.8	32.8	21.8
核心市盈率 (x)-SW	33.9	34.0	34.0	22.7
平均净资产回报率 (%)	34.2	-1.6	1.2	5.9
平均资产回报率 (%)	14.5	-0.8	0.6	2.7

*1 股 ADR = 2 股普通股

USD/CNY = 6.7646; HKD/CNY = 0.8614

核心净利润排除了股权激励和其他非核心项目影响

来源: 彭博、农银国际证券预测

公司报告 2022 年 5 月 23 日

评级(ADR): 买入
目标价(ADR): 74 美元
评级(SW): 买入
目标价(SW): 290 港元

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

价格(ADR/SW)	52.1 美元/ 212.8 港元
预测股价回报(ADR/SW)	41.6%/36.3%
预测股息收益率	不适用/不适用
(ADR/SW)	
预测总回报(ADR/SW)	41.6%/36.3%
上次评及目标价	买入, 74 美元/ 买入, 290 港元
(ADR/SW)	
上次报告日期	2022 年 5 月 19 日

来源: 彭博、农银国际证券预测

关键数据

52 周 高/低 (港元) (SW)	365.0/160.1
52 周 高/低 (美元) (ADR)	92.6/41.5
流通股(百万)	3,115
市值(百万港元)	662,872
(所有流通股)	
3 个月平均每日成交额	2,754
(百万港元) (SW)	
3 个月平均每日成交额	689
(百万美元) (ADR)	
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	897,220	1,049,748
净服务收入	93,923	135,937	176,718	229,734
总收入	745,802	951,592	1,073,939	1,279,482
销售成本	(636,694)	(822,525)	(926,900)	(1,103,013)
毛利	109,108	129,067	147,038	176,468
履约开支	(48,700)	(59,055)	(69,169)	(80,999)
营销费用	(27,156)	(38,743)	(38,776)	(44,877)
科技和内容费用	(16,149)	(16,332)	(15,600)	(17,752)
一般及行政费用	(6,409)	(11,562)	(10,600)	(12,167)
出售物业收益	1,649	767	0	0
营业利润	12,343	4,141	12,893	20,673
投资损益	4,291	(4,918)	(3,000)	(1,000)
利息支出	1,628	(1,213)	(1,250)	(1,300)
其他	32,556	(590)	(4,500)	(1,000)
税前利润	50,819	(2,580)	4,143	17,373
利得税	(1,482)	(1,887)	(2,206)	(3,377)
税后利润	49,337	(4,467)	1,937	13,996
非控制权益	(68)	(907)	(1,000)	(1,000)
净利润	49,405	(3,560)	2,937	14,996
股权激励	4,156	8,293	9,123	10,035
摊销	723	853	1,074	1,279
投资减值/公允价值变动	(35,690)	13,371	4,500	0
其他非核心项目	(1,767)	(1,750)	(459)	(547)
核心净利润	16,828	17,207	17,175	25,763
增长				
总收入 (%)	29.3	27.6	12.9	19.1
毛利 (%)	29.2	18.3	13.9	20.0
营业利润 (%)	37.2	(66.4)	211.3	60.3
净利润 (%)	305.5	(107.2)	(182.5)	410.5
核心净利润 (%)	56.5	2.3	(0.2)	50.0
经营业绩				
营业利润率 (%)	1.7	0.4	1.2	1.6
净利润率 (%)	6.6	(0.4)	0.3	1.2
核心净利润率 (%)	2.3	1.8	1.6	2.0
平均净资产回报率 (%)	34.2	(1.6)	1.2	5.9
平均资产回报率 (%)	14.5	(0.8)	0.6	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	70,989	93,289
投资	98,916	82,310	85,471	88,790
其他非流动资产	46,944	61,436	59,236	57,036
非流动资产	187,487	196,835	215,696	239,116
现金	90,519	76,692	69,426	79,284
短期投资和投资证券	60,577	114,564	129,564	154,564
存货	58,933	75,601	87,828	87,636
应收账款	7,112	11,900	10,592	14,022
其他流动资产	17,660	20,915	21,488	22,089
流动资产	234,801	299,672	318,898	357,594
总资产	422,288	496,507	534,594	596,710
应付账款及客户预定款	127,816	169,590	205,644	239,432
借款和票据	3,260	4,367	6,367	8,367
其他流动负债	42,941	47,679	47,807	47,942
流动负债	174,016	221,636	259,818	295,741
借款和票据	12,530	9,386	11,386	13,386
经营租赁	10,250	13,721	13,721	13,721
其他非流动负债	3,872	4,980	5,134	5,296
非流动负债	26,652	28,087	30,241	32,403
负债总额	200,668	249,723	290,059	328,144
夹层股权	17,133	1,212	1,212	1,212
股东应占权益	187,543	208,911	207,662	232,693
非控制性权益	16,943	36,661	35,661	34,661
权益总额	204,486	245,572	243,323	267,353

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

合并现金流 (2020A-2023E)

截至 12 月 31 日(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E
净收入	49,337	(4,467)	1,937	13,996
折旧和摊销	6,068	6,232	6,300	6,400
其他非现金调整	(31,538)	21,588	9,123	10,035
营运资金变动	18,677	18,948	21,683	26,927
经营现金流	42,544	42,301	39,044	57,358
购置固定资产	(12,437)	(22,255)	(22,000)	(26,500)
短期投资的变动	(35,599)	(54,322)	(15,000)	(25,000)
其他投资现金流	(9,775)	2,329	-	-
投资现金流	(57,811)	(74,248)	(37,000)	(51,500)
融资现金流	71,072	19,503	(9,309)	4,000
汇率影响	(5,082)	(1,498)	-	-
净现金流	50,723	(13,942)	(7,265)	9,858

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



风险因素

监管环境收紧

近几个月来，政府实施了多项法规，导致整体监管环境收紧。例如，中国国家市场监督管理总局（“市场监管总局”）对部分电子商务平台发起反垄断调查，对这些平台进行罚款并要求重组。

市场竞争

电子商务行业是一个竞争激烈的行业。竞争将在佣金率、促销折扣、品牌广告、技术投入等方面展开。

电子商务消费放缓

由于行业依赖于消费者支出，中国消费市场的放缓会影响业绩。从长远来看，我们认为国内市场的消费增长将与收入增长趋于一致，这通常与经济增长保持一致。

非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据

电子商务平台通常会披露非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务指标，例如非国际财务报告准则 (non-GAAP) 净利润 (核心净利润)，以补充其财务指标。从历史上看，其净利润和核心净利润之间存在差异，因为前者包含了股权激励和其他非核心项目等项目。其中，股权激励费用与普通股价格变动、预期波动率、无风险利率等多种因素有关。

尽管鉴于这些项目的非现金性质，投资者在进行分析时倾向于排除这些项目，但我们认为这些非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据仅应作为参考。



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/或与其联属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的京东(9618 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($\sim 10\%$)
持有	市场回报($\sim 10\%$) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim +10\%$)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim -10\%$)

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