

買入

2021年11月23日

京東零售維持強勁增長，協力廠商商家加速入駐

21Q3 業績摘要：本季度公司收入為 2187 億人民幣，同比增長 25.5%，超過彭博一致預期的 2143 億。毛利率為 14.2%，同比下降 120bps；履約毛利率為 7.7%，同比下降 100bps，主要由超市類商品的銷量增加及新業務的收入占比有所提升導致。GAAP 淨利潤為 16.1 億人民幣，攤薄 EPS 0.51 人民幣，同比下降 93.6%，主要由於公司的權益核算法投資虧損及證券投資公允價值變動導致。Non-GAAP 淨利潤為 50.5 億人民幣，超過一致預期的 32.1 億，Non-GAAP 淨利潤率同比下降 90bps 至 2.3%，主要由於新業務投資及銷售費用正常化。年度活躍買家數同比增長 25% 至 5.52 億，環比增長 2000 萬。由於高頻超市品類訂單量的增長，三季度使用者平均訂單頻率同比增長 23%，總訂單量同比增長 40%。

京東零售維持強勁增長：本季度京東零售的商品銷售收入為 1860 億人民幣，同比增長 22.9%。其中帶電類收入為 1109 億人民幣，同比增長 18.8%；日百類收入為 751 億人民幣，同比增長 29.4%。隨著用戶對於京東平臺的認知由帶電類電商平臺轉向綜合電商平臺，未來日百類產品將繼續推動公司線上銷售增長。京東雙 11 累計下單金額達 3491 億人民幣，同比增長 28%，相對於行業的低迷，維持了強勁的增長。

3P 商家加速入駐：本季度公司服務收入 327 億人民幣，同比增長 43.3%。在反壟斷監管實施以後，公司通過更多的運營工具吸引了此前由於二選一而流失的品牌重回平臺，三季度加入京東的 3P 商家數量是第一季度和第二季度的三倍，3P GMV 增速 45%，高於 1P 增速。受益於京東物流外部客戶增長及 3P 商家增長，協力廠商和物流收入達到 159 億人民幣，同比增長 53.1%；備金和廣告收入達到 168 億人民幣，同比增長 35.1%。

目標價 110.00 美元/429.00 港幣，維持買入評級：我們預計公司 2021-2023 年收入 CAGR 23.4%，Non-GAAP 淨利潤 CAGR 23.3%。根據 DCF 法，取 WACC=12%，長期增長率為 2%，獲得目標價 110.00 美元/429.00 港幣，較當前價格有 25.41%/19.43% 的提升空間，維持買入評級。

風險提示：電商與物流領域競爭激烈、用戶增長減速、新業務發展不及預期、人民幣貶值。

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

黃博涵

+852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	TMT
股價	87.71 美元/ 359.20 港幣
目標價	110.00 美元/ 429.00 港幣 (+25.41%/19.43%)
股票代碼	JD. US/9618. HK
ADR 總股本	15.5 億 ADR (2 普通股=1ADR)
市值	1362 億美元
52 周高/低	108.29 美元/61.65 美元
每股帳面值	21.84 美元
主要股東	騰訊 17.0% 劉強東 14.8%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (美元百万元)	82,865	114,299	146,380	179,351	214,672
变动	23.3%	37.9%	28.1%	22.5%	19.7%
Non-GAAP 净利润	1,544	2,579	2,422	3,550	4,839
Non-GAAP 每ADS盈利 (美元)	1.04	1.66	1.53	2.19	2.93
变动	197.6%	59.4%	-7.9%	43.7%	33.7%
基于87.71美元的市盈率 (估)	84.3	52.9	57.4	40.0	29.9
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：百万人民币, 财务年度：12月31日											
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
主营业务收入	576,888	745,802	951,468	1,165,779	1,395,366	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-492,467	-636,694	-818,417	-999,224	-1,194,835	毛利率(%)	14.6%	14.6%	14.0%	14.3%	14.4%
毛利	84,421	109,108	133,051	166,555	200,531	净利率(%)	2.1%	6.6%	0.6%	1.1%	1.4%
营业开支	-75,426	-96,766	-128,976	-154,225	-181,206	Non-GAAP 净利率	1.9%	2.3%	1.7%	2.0%	2.3%
- 行政管理费用	-5,490	-6,409	-9,039	-11,075	-13,256	营运表现					
- 仓储物流费用	-36,968	-48,700	-62,797	-76,359	-90,699	行政管理费用/收入(%)	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
- 市场营销费用	-22,234	-27,156	-39,376	-47,251	-55,757	仓储物流费用/收入(%)	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%
- 研究和开发开支	-14,619	-16,149	-17,764	-19,540	-21,494	市场营销费用/收入(%)	3.9%	3.6%	4.1%	4.1%	4.0%
营业利润	8,995	12,343	4,075	12,330	19,325	实际税率(%)	-13.2%	-2.9%	-12.0%	-12.0%	-12.0%
- 利息收入	1,786	2,753	3,029	3,332	3,665	股息支付率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 外汇损益	0	0	0	0	0	库存周转	37.3	33.0	27.0	24.0	22.5
- 营业外亏损净额	3,637	36,848	0	0	0	应收账款天数	5.4	3.2	3.3	3.5	3.4
税前利润	13,693	50,819	5,979	14,536	21,865	应付账款天数	62.3	55.8	53.0	52.6	50.8
- 所得税支出	-1,802	-1,482	-717	-1,744	-2,624	财务状况					
净利润	11,890	49,337	5,261	12,792	19,241	资产负债率(%)	64.0%	63.3%	61.2%	47.5%	48.9%
普通股股东所得净利润	12,184	49,405	5,261	12,792	19,241	净资产收益率(ROE)(%)	14.0%	24.1%	2.4%	5.3%	7.1%
折旧与摊销	5,828	6,068	7,411	8,700	9,593	总资产收益率(ROA)(%)	4.6%	11.7%	1.1%	2.5%	3.5%
主营业务增长(%)	25%	29%	28%	23%	20%						
资产负债表						现金流量表					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
+ 现金与现金等同	36,971	86,085	112,188	147,240	187,971	+ 净利润	11,890	49,337	5,261	12,792	19,241
+ 短期投资	24,603	60,577	60,577	60,577	60,577	+ 折旧、摊销	5,828	6,068	7,411	8,700	9,593
+ 应收账款与票据	6,191	7,112	10,332	12,336	14,098	+ 其他非现金调整	-280	-31,539	7,612	9,326	11,163
+ 库存	57,932	58,933	63,830	69,400	80,001	+ 非现金运营资本变动	7,343	18,678	19,224	16,101	9,191
+ 其他流动资产	7,612	14,596	14,596	14,596	14,596	经营活动现金流量	24,781	42,544	39,508	46,919	49,188
总计流动资产	139,095	234,801	269,022	311,648	364,742	+ 固定资产清理	2,420	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0	+ 资本支出	-2,597	-3,370	-9,473	-11,367	-7,957
+ 总固定资产	33,566	39,703	49,176	60,543	68,500	+ 投资增加	0	0	0	0	0
- 累计折旧	12,912	17,106	23,345	31,026	39,717	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	20,654	22,597	25,830	29,516	28,783	+ 其他投资活动	-22,752	-54,440	-3,932	-500	-500
+ 其他长期资产	69,834	108,216	107,716	107,197	106,795	投资活动现金	-25,349	-57,811	-13,405	-11,867	-8,457
总计长期资产	120,629	187,487	190,221	193,388	192,252	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	259,724	422,288	459,242	505,036	556,994	+ 股本增加	0	31,342	0	0	0
+ 应付账款	90,428	106,818	134,160	157,836	179,390	+ 股本减少	-131	-312	0	0	0
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 期权费用	112	236	0	0	0
+ 其他短期负债	46,395	58,065	58,065	58,065	58,065	+ 短期借款增加	5,804	14,766	0	0	0
总计流动负债	136,824	164,883	192,224	215,900	237,455	+ 短期借款减少	-5,970	-16,582	0	0	0
+ 长期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融资活动	2,757	41,622	0	0	0
+ 其他长期负债	0	0	0	0	0	融资所得现金	2,572	71,072	0	0	0
总长期负债	10,420	13,466	13,466	13,466	13,466	现金净增减	2,410	50,723	26,103	35,052	40,731
总负债	159,059	200,669	224,750	248,426	269,980	现金剩余	39,912	90,519	116,623	151,674	192,406
总股东权益	100,624	221,619	234,492	256,610	287,014						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。