

# 京东(JD)/京东集团-SW(09618.HK)

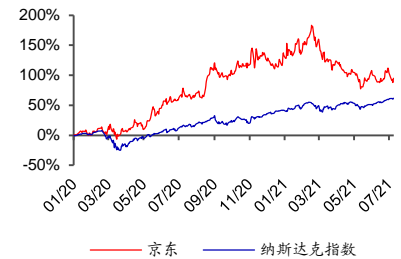
## 2Q21 前瞻——激烈竞争中维持稳健增长

<b>公司评级</b>	<b>买入-美股/买入-H</b>
当前价格	73.56 美元/281.40 港元
合理价值	115.86 美元/449.19 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-07-13

### 核心观点:

- **预期 2Q21 收入端增长 25.1%至 2514 亿元。** (1) “618” 成绩亮眼, 支撑 Q2 增长: 京东战报显示“618”期间累计下单金额超 3438 亿元, 同比增长 27.7%, 弥补 21 年 4-5 月电商行业的增长乏力(统计局数据显示实物网购零售额同比增长 12.4%)。 (2) 京东零售的选品及服务重点面向“品质”用户群, 且主要品类的用户信任门槛较高(品牌类的带电、商超、奢品), 当前与主打性价比的社区电商、擅长非标品的直播电商形成了区隔, 受新业态冲击较小。 (3) 6 月 23 日投资者日活动中, 管理层表示 21-23 年有信心继续实现商超品类 GMV 年化增长超过 30%。 (4) 京东与抖音、快手保持合作, 不强求交易闭环, 为内容平台提供供应链服务、分享增量市场。 (5) 根据 questmobile 数据, 5 月京东 APP DAU 同比增长 23%至 7717 万、MAU 同比增长 20%至 3.4 亿。 (6) 京东物流于 5 月完成上市, 弹药充足, 预期将保持较强投入力度、收入端高增长。
- **预期 2Q21 non-GAAP 净利润率 1.2%。** (1) 2021 年京喜事业群将对集团整体盈利产生较大影响: 投资者日中管理层表示, 京喜事业群的使命是用京东的供应链技术为下沉市场提供差异化服务并且为社会创造价值; 未来还会继续加大投资力度, 提升下沉市场的农业和零售基础设施的效率, 提高本地生鲜供应链和短链的运营能力。京喜拼拼已覆盖 20 个省份并继续铺开, 预计对 21-22 年利润造成一定拖累。 (2) 零售主业暂未明显受到新业态冲击, 预期利润率同比稳定。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 21-23 年京东营收分别为 9690/11886/14226 亿 RMB, non-GAAP 归母净利润 119/229/325 亿 RMB。在电商新老业态激烈竞争、全行业大举投入的背景下, 京东能维持相对稳健的规模增长和利润率是对其商业壁垒的最好检验。维持合理价值美股 115.86 美元/ADS、港股 449.19 港元/股的判断, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 社区电商亏损过度放大、竞对冲击京东 B2C 主业。

### 相对市场表现



### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究:

京东(JD)/京东集团-SW(09618.HK):1Q21 点评——零售业务稳健增长, 战略领域加大投入	2021-05-21
京东(JD)/京东集团-SW(09618.HK):1Q21 前瞻——积极投入, 预期收入端保持强劲	2021-04-13
京东(JD)/京东集团-SW(09618.HK):4Q20 点评——用户增速再创新高, 持续受益下沉周期	2021-03-13

### 联系人:

童若琰 021-38003652

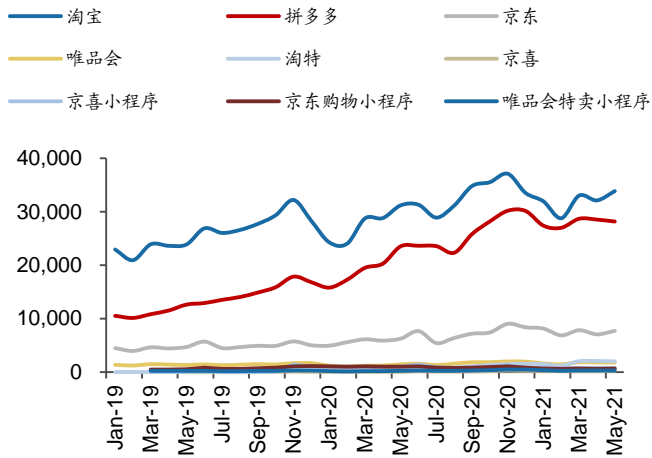
tongruoyan@gf.com.cn

### 盈利预测:

元指人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	576,888	745,802	969,013	1,188,589	1,422,587
增长率(%)	24.9%	29.3%	29.9%	22.7%	19.7%
EBITDA(百万元)	14,838	18,430	10,358	22,150	31,779
non-GAAP 归母净利润(百万元)	10,750	16,828	11,911	22,895	32,515
增长率(%)	549.9%	56.5%	-29.2%	92.2%	42.0%
non-GAAP EPS(元/ADS)	7.38	11.54	8.17	15.70	22.30
non-GAAP 市盈率(P/E)	40.8	44.6	63.0	32.8	23.1

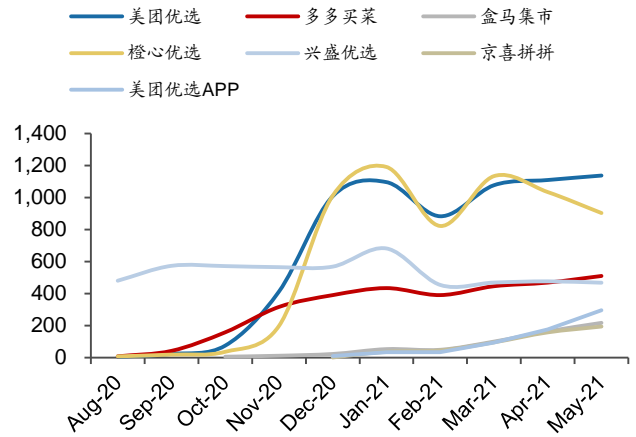
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

图1: 21年5月京东DAU增长23% (万人)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图2: 21年5月主要社区电商小程序 DAU (万人)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

		单位: 百万RMB				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	139,095	234,802	276,038	291,450	360,991	
现金及现金等价物	36,971	86,085	94,550	98,514	131,632	
其他短期投资	26,154	60,577	66,635	73,298	80,628	
应收款项合计	15,096	24,624	23,393	22,223	21,112	
存货	57,932	58,933	86,419	91,869	121,519	
其他流动资产	2,941	4,583	5,041	5,545	6,100	
<b>非流动资产</b>	120,629	187,486	225,534	262,680	301,746	
固定资产	26,460	30,503	33,792	36,358	38,359	
权益性投资	35,576	58,501	76,010	93,233	111,588	
商誉及无形资产	10,754	17,367	16,499	15,674	14,890	
其他长期资产	47,839	81,115	99,233	117,415	136,908	
<b>资产总计</b>	259,724	422,288	501,571	554,130	662,736	
<b>流动负债</b>	140,017	174,016	237,047	263,116	335,999	
应付账款及票据	90,428	106,818	162,352	181,018	245,758	
应交税金	2,016	3,029	3,936	4,827	5,778	
短期与即期借款	0	3,260	3,759	3,571	3,393	
其他流动负债	47,573	60,909	67,000	73,700	81,070	
<b>非流动负债</b>	19,082	26,652	27,438	28,396	29,539	
<b>负债合计</b>	159,099	200,668	264,484	291,512	365,537	
归属母公司股东权益	81,856	187,544	203,217	229,192	264,418	
少数股东权益	18,768	34,076	33,870	33,426	32,781	
<b>股东权益合计</b>	100,624	221,620	237,087	262,618	297,199	
<b>负债和股东权益</b>	259,724	422,288	501,571	554,130	662,736	

		单位: 百万RMB				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>销售收入</b>	576,888	745,802	969,013	1,188,589	1,422,587	
销售成本	492,467	636,694	839,288	1,022,068	1,219,454	
经营费用	75,426	96,766	126,078	151,805	179,352	
<b>营业利润</b>	8,995	12,343	3,647	14,715	23,780	
营业外收入	5,375	32,556	3,538	4,965	5,496	
<b>EBITDA</b>	14,838	18,430	10,358	22,150	31,779	
利息收入	1,786	2,753	1,640	946	985	
税前利润	13,693	50,819	10,166	21,342	30,951	
所得税	-1,802	-1,482	-1,386	-3,201	-4,643	
<b>净利润</b>	11,890	49,337	8,780	18,140	26,308	
非控制股东损益	-294	-75	-209	-444	-644	
<b>归母净利润</b>	12,184	49,405	8,986	18,585	26,953	
<b>non-GAAP 净利润</b>	10,750	16,828	11,911	22,895	32,515	

		单位: 百万RMB				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	24,781	42,544	58,202	54,882	87,192	
净利润	12,184	49,405	8,780	18,140	26,308	
折旧摊销	5,843	6,087	6,711	7,434	7,999	
营运资金变动	7,766	18,678	35,819	21,472	43,968	
其他非现金调整	-1,012	-31,626	6,893	7,835	8,917	
<b>投资活动现金流</b>	-25,349	-57,811	-50,816	-51,244	-54,394	
资本支出	9,000	10,233	13,330	13,275	13,491	
投资变动	-38,482	-97,004	-37,486	-37,969	-40,904	
<b>筹资活动现金流</b>	2,572	71,072	1,079	326	321	
债务变动	3,063	10,830	1,285	770	965	
权益变动与股利	1,262	8,614	-206	-444	-644	
<b>现金净增加额</b>	2,410	50,723	8,465	3,964	33,118	
<b>期初现金余额</b>	37,502	39,912	86,085	94,550	98,514	
<b>期末现金余额</b>	39,912	90,635	94,550	98,514	131,632	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	24.9%	29.3%	29.9%	22.7%	19.7%
营业利润增长	-	37.2%	-	303.5%	61.6%
净利润增长	-	314.9%	-82.2%	106.6%	45.0%
non-GAAP 净利增长	549.9%	56.5%	-29.2%	92.2%	42.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.6%	14.6%	13.4%	14.0%	14.3%
净利率	2.1%	6.6%	0.9%	1.6%	1.9%
non-GAAP 净利率	1.9%	2.3%	1.2%	1.9%	2.3%
ROE	14.9%	26.3%	4.4%	8.1%	10.2%
ROIC	14.7%	19.5%	3.2%	8.2%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.2%	8.1%	6.8%	6.0%	4.9%
流动比率	53.6%	55.6%	55.0%	52.6%	54.5%
速动比率	58.0%	101.1%	80.0%	75.9%	71.3%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.46	2.19	2.10	2.25	2.34
存货周转天数	31.81	28.21	27.00	27.00	27.00
应收账款周转率	13.24	15.69	16.50	21.59	29.38
<b>每股指标 (RMB)</b>					
每股收益 (GAAP)	4.11	16.94	3.08	6.37	9.24
每股经营现金流	8.47	14.59	19.96	18.82	29.90
每股净资产	27.99	76.00	81.30	90.06	101.91
<b>估值比率</b>					
P/S	0.76	1.01	0.77	0.63	0.53
P/E(non-GAAP)	40.8	44.6	63.0	32.8	23.1

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：研究助理，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。