

公司報告

京东 (JD US)

曙光渐现，低谷回升

■ 受疫情封控及物流不畅的影响，我们预计22年二季度集团收入同比增速将由上一季度的18.0%放缓至2.8%

■ 618大促表现初露复苏曙光，公司将持续聚焦于审慎投资及降本增效

■ 维持买入评级：二季度迎来业绩低谷，稳步复苏前景可期

22年二季度业绩受疫情封控影响

受4、5月疫情封控及物流不畅的影响，我们预计京东22年二季度收入同比增速将放缓至2.8%。管理层表示如果剔除618大促有所提前的影响，5月GMV增长与4月相似。进入到6月，由于物流问题得到明显改善，履行能力大幅提升，从而促进6月业绩拉升明显。消费电子及电脑和空调等家电品类表现有所回升，同时生鲜品类和日用品表现依然强劲。但另一方面，受到供应短缺影响，智能手机销售依然表现疲软，同时服装品类占比更高的3P业务表现也相对疲软。此外，我们预计京东22年二季度非GAAP净利润率将达到1.5%（同比缩窄0.3个百分点），尽管该季度收入增速受到挑战，但得益于公司继续精简业务、降本增效，利润率水平得以维持。

稳步复苏前景可期

我们预计京东22年三季度同比增速将达11%，下半年收入增速将继续稳步回升，我们预期：1) 刺激性政策推动下下半年消费复苏；2) 去年同期基数效应；3) 3P业务增速恢复。此外，我们预计京东在2022年将获得更好的盈利能力，源于：1) 京东对京喜拼拼的投资更为谨慎，地域覆盖范围曾从去年年末的10个省份缩小到一季度的4~5个省份，并进一步缩小到目前的2个省份。基于这一趋势，我们认为京东有可能在今年年底前退出这一业务；2) 京东物流持续减少亏损，目标于2022年达到盈亏平衡。

买入：京东如期克服二季度逆境

我们预测京东22财年收入/非GAAP净利润将同比增长12%/11%。我们仍然看好京东，因为其在充满挑战的环境中表现出独特的韧性，市场份额不断增加，以及相对较少的监管风险。京东维持30亿美元的股票回购计划。我们维持其买入评级：目标价73美元保持不变（对应23财年25倍市盈率）。**主要风险：**1) 收紧/延长的封城限制措施；2) 超预期的成本/费用；3) 政策风险。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	745,802	951,592	1,064,635	1,330,326	1,599,561
增长	29.3%	27.6%	11.9%	25.0%	20.2%
非 GAAP 净利润	16,828	17,207	19,165	29,662	44,050
增长	56.5%	2.3%	11.4%	54.8%	48.5%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	1.67	1.66	1.89	2.93	4.35
P/E (美股)	35.7	36.0	31.5	20.3	13.7
ROE	12.5%	8.7%	8.9%	12.6%	16.2%

注：截至2022年7月11日的收盘价 资料来源：彭博、公司、招商證券(香港)预测

王騰杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

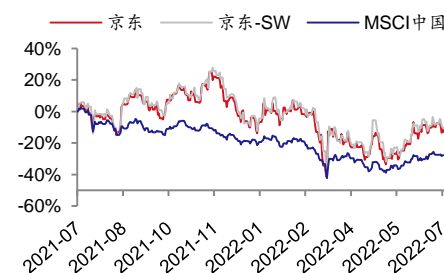
最新变动

22年二季度业绩前瞻

买入

前次评级	买入
股价 (2022年7月11日)	59.6美元 235港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	73美元 (+23%) 286港元 (+22%)
前次目标价	73美元 286港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
JD US	(3.1)	(12.2)	(16.5)
9618 HK	(6.3)	(11.0)	(14.5)
MSCI中国	(2.6)	(14.2)	(30.1)

行业：TMT

恒生指数 (2022年7月11日)	21,124
MSCI中国 (2022年7月11日)	74

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	41-90/156-357
市值(十亿美元)	93.1
日均成交量 美股/港股 (百万股)	7.31/9.47
22财年非GAAP EPADS/EPS (美元/港元)	1.89/7.33

主要股东

沃尔玛	10.7%
腾讯	2.7%
自由流通股	86.6%

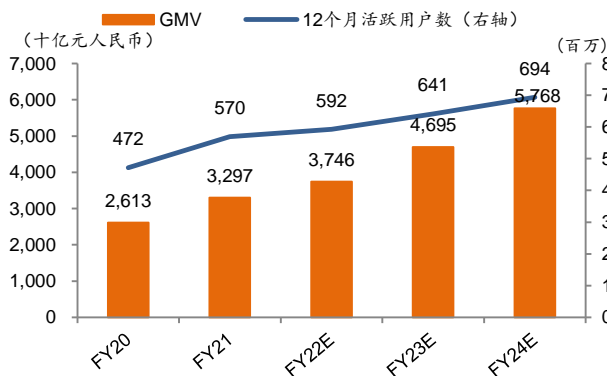
资料来源：万得、彭博、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 京东 (JD US) - 续签与腾讯的战略合作协议(买入) (2022/6/30)
2. 京东 (JD US) - 618 战绩出炉，曙光即将到来(买入) (2022/6/20)
3. 京东 (JD US) - 多重逆境下业绩仍然坚挺(买入) (2022/5/18)
4. 京东 (JD US) - 严格的疫情管控使公司业绩能见度下降(买入) (2022/4/14)

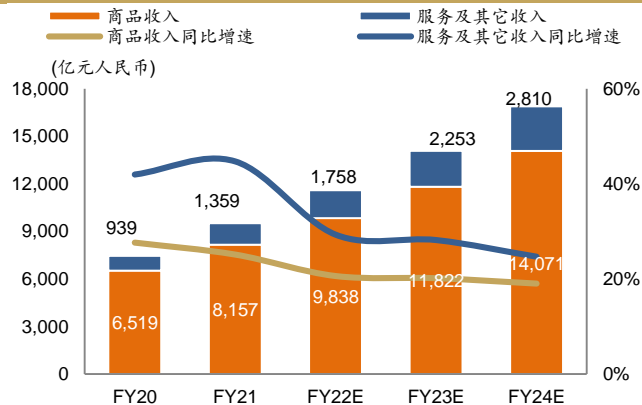
重点图表

图 1: GMV*及 12 个月活跃客户账户数



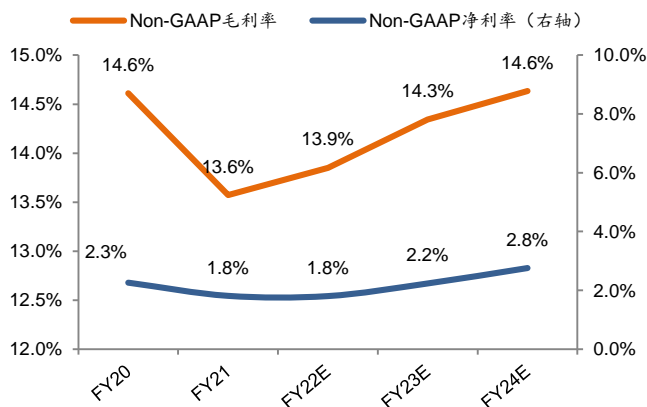
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测, *17 年三季度重新定义, 包含更广泛的交易

图 2: 线上商品收入 vs 服务和其它收入



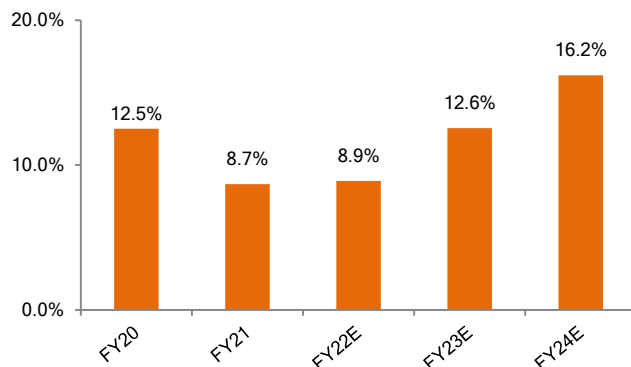
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 3: 非 GAAP 毛利润率及非 GAAP 净利润率



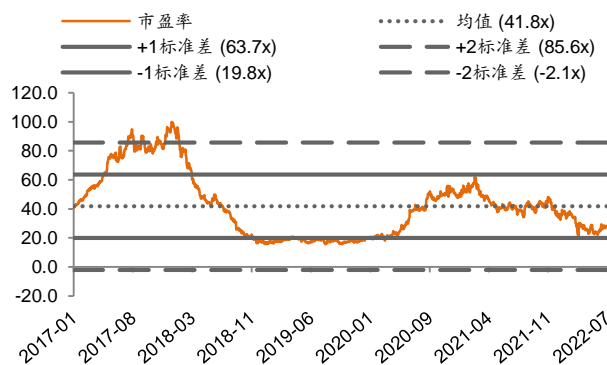
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 4: ROE



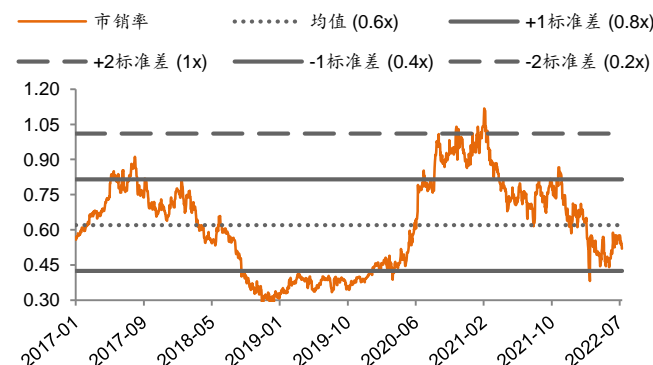
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 5: 市盈率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图 6: 市销率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图 7: 招商证券预测与一致预测对比

人民币百万元	招商证券预测			一致预测			差异 %		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	1,064,635	1,330,326	1,599,561	1,082,383	1,284,746	1,484,877	-2%	4%	8%
毛利率	13.8	14.3	14.6	13.6	14.0	14.3	0.2pp	0.4pp	0.3pp
经营利润	10,678	19,309	31,881	10,965	20,538	30,982	-3%	-6%	3%
税前利润	6,245	21,279	35,759	7,030	18,285	30,338	-11%	16%	18%
GAAP 净利润	4,930	18,267	30,575	5,024	16,840	24,839	-2%	8%	23%
非 GAAP 净利润	19,165	29,662	44,050	18,541	27,750	36,986	3%	7%	19%

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测; 一致预测数据截至2022年7月11日

图 8: 现金流折现

百万元人民币	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E
收入	1,330,326	1,599,561	1,839,495	2,097,024	2,348,667	2,583,533	2,841,887	3,126,075	3,438,683	3,782,551
EBIT	19,309	31,881	40,343	50,185	60,904	72,162	82,220	93,568	106,363	120,782
NOPAT	16,117	26,518	34,291	42,657	51,768	61,337	69,887	79,532	90,409	102,665
折旧与摊销	12,555	15,561	18,395	20,970	23,487	25,835	28,419	31,261	34,387	37,826
股权激励成本	10,275	12,354	14,208	16,197	18,140	19,954	21,950	24,145	26,559	29,215
运营资本变动	16,288	8,358	18,395	20,970	23,487	25,835	28,419	31,261	34,387	37,826
资本支出	(22,616)	(27,193)	(27,592)	(31,455)	(32,881)	(36,169)	(39,786)	(40,639)	(44,703)	(49,173)
自由现金流(FCF)	32,619	35,598	57,696	69,339	84,001	96,793	108,888	125,560	141,038	158,357
折现年数	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
折现系数	0.86	0.74	0.63	0.54	0.47	0.40	0.34	0.29	0.25	0.22
现金流折现	27,997	26,224	36,480	37,628	39,125	38,695	37,361	36,977	35,649	34,355
现金流折现的现值	350,491									
永续增长率	3.0%									
终值	1,207,269									
终值的现值	261,911									
总现值	612,402									
净现金(23 财年底)	189,935									
少数股东	35,819									
权益价值(百万元人民币)	766,519									
美国存托股数(23 财年底)	1,558									
每股价值(人民币)	492									
人民币/美元	6.73									
每股价值(美元)	73									
税前债务资本成本	4.50%									
所得税率	15.00%									
税后债务资本成本	3.83%									
无风险利率	2.8%									
预期市场回报率	16.3%									
市场溢价	13.5%									
Beta	1.12									
权益资本成本	17.9%									
长期债务资本比率	10.0%									
WACC	16.5%									

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 9: 在不同永续增长率和 WACC 假设下的目标价敏感性分析

目标价 (美元)		WACC						
		15.9%	16.1%	16.3%	16.5%	16.7%	16.9%	17.1%
永续增长率	2.0%	74	73	72	71	70	69	68
	2.5%	75	74	73	72	71	70	69
	3.0%	77	75	74	73	72	71	70
	3.5%	78	77	75	74	73	72	71
	4.0%	79	78	77	75	74	73	72

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(x)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF (倍)		ROE (%)		2021-2023E 年复合增速		
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E			FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入	每股盈利	EBITDA
平台型																			
腾讯	700 HK	港元	买入	342.4	507.0	419.7	15.3	12.0	25.5	19.1	3.4	4.8	16.4	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	109.6	160.0	297.0	9.2	9.2	13.3	15.3	n.a.	2.2	14.0	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	买入	181.6	234.0	143.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.	
百度	BIDU US	美元	未评级	143.7	n.a.	49.7	10.4	8.2	20.2	15.9	4.9	2.6	17.0	5.4	7.7	8.6	4.1	25.4	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	2,313.5	n.a.	1,529.1	12.0	10.5	18.6	15.8	0.8	6.0	13.9	27.2	26.7	7.2	24.3	22.9	
脸书	FB US	美元	未评级	162.9	n.a.	440.8	7.4	6.3	13.2	11.4	2.4	3.5	8.2	24.7	26.2	12.6	5.4	10.1	
Naver	035420 KS	韩元	未评级	240,500.0	n.a.	30.1	20.6	17.0	29.1	22.7	n.a.	4.8	24.3	5.6	6.8	14.0	n.a.	10.1	
中国公司均值							11.3	9.9	18.3	16.7	4.1	3.3	15.5	7.6	10.0	13.6	5.8	17.8	
海外公司均值							13.3	11.3	20.3	16.6	1.6	4.8	15.5	19.2	19.9	11.2	14.9	14.3	
云计算																			
中软国际	354 HK	港元	买入	7.6	13.1	3.0	8.7	8.4	14.4	12.1	1.0	0.8	n.a.	9.8	10.8	26.2	14.1	10.6	
腾讯	700 HK	港元	买入	342.4	507.0	419.7	15.3	12.0	25.5	19.1	3.4	4.8	16.4	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	109.6	160.0	297.0	9.2	9.2	13.3	15.3	n.a.	2.2	14.0	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	买入	28.0	37.0	4.9	10.3	8.0	45.6	29.7	n.a.	4.4	11.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2	
金蝶	268 HK	港元	未评级	17.8	n.a.	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.4	n.a.	n.a.	
明源云	909 HK	港元	未评级	9.3	n.a.	2.3	n.a.	44.3	n.a.	43.5	n.a.	6.2	n.a.	1.4	4.3	19.8	n.a.	n.a.	
微软	MSFT US	美元	未评级	264.5	n.a.	1,978.3	19.8	17.5	27.6	24.8	1.7	10.0	22.1	43.3	39.4	16.8	16.4	16.3	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	2,313.5	n.a.	1,529.1	12.0	10.5	18.6	15.8	0.8	6.0	13.9	27.2	26.7	7.2	24.3	22.9	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	111.8	n.a.	1,137.0	16.8	13.1	n.a.	27.9	n.a.	2.2	17.3	6.9	16.0	16.3	7.1	19.8	
Salesforce	CRM US	美元	未评级	174.4	n.a.	173.5	36.9	18.1	n.a.	36.0	n.a.	6.8	30.2	2.0	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	71.6	n.a.	190.7	17.6	10.2	29.7	13.4	n.a.	4.7	20.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
SAP	SAP US	美元	未评级	88.3	n.a.	108.5	13.7	11.8	18.0	15.2	n.a.	3.6	21.7	15.0	15.5	1.7	n.a.	17.2	
VMware	VMW US	美元	未评级	112.3	n.a.	47.3	16.0	11.8	27.1	17.0	n.a.	3.8	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Dropbox	DBX US	美元	未评级	22.5	n.a.	8.4	11.1	10.2	15.0	13.7	1.5	3.6	10.4	n.a.	n.a.	9.6	9.8	35.5	
中国公司均值							10.9	16.4	24.7	23.9	2.2	3.7	14.0	6.3	8.3	19.5	10.8	22.3	
海外公司均值							18.0	12.9	22.6	20.5	1.3	5.1	18.5	18.9	21.1	10.3	14.4	22.4	
社交及泛娱乐																			
腾讯	700 HK	港元	买入	342.4	507.0	419.7	15.3	12.0	25.5	19.1	3.4	4.8	16.4	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	24.1	43.0	9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	25.2	n.a.	n.a.	
阅文	772 HK	港元	中性	34.3	68.0	4.5	15.8	12.9	21.5	17.8	1.3	3.2	21.3	7.1	7.9	9.7	16.2	n.a.	
快手	1024 HK	港元	未评级	82.2	n.a.	44.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	19.7	n.a.	n.a.	
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	4.5	n.a.	7.6	8.8	7.6	13.9	12.6	n.a.	1.9	14.5	5.8	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	
微博	WB US	美元	未评级	20.5	n.a.	4.9	6.9	5.5	8.3	7.2	n.a.	2.3	7.9	11.1	13.0	4.5	n.a.	1.4	
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	3.9	n.a.	3.4	14.8	7.6	n.a.	27.5	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	7.4	1.8	n.a.	n.a.	
欢聚时代	YY US	美元	未评级	25.6	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	18.2	9.6	0.4	0.7	n.a.	1.1	3.0	7.0	40.9	85.3	
陌陌	MOMO US	美元	未评级	4.8	n.a.	1.0	2.0	1.8	4.5	4.0	n.a.	0.5	5.0	10.8	11.2	n.a.	n.a.	n.a.	
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.6	n.a.	0.9	8.5	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.2	n.a.	0.4	9.8	16.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
脸书	FB US	美元	未评级	162.9	n.a.	440.8	7.4	6.3	13.2	11.4	2.4	3.5	8.2	24.7	26.2	12.6	5.4	10.1	
奈飞	NFLX US	美元	未评级	177.3	n.a.	78.8	12.8	11.7	15.5	14.7	2.9	2.4	n.a.	26.1	23.6	10.9	5.3	8.8	
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	14.1	n.a.	23.0	n.a.	21.0	n.a.	35.3	n.a.	4.6	n.a.	n.a.	1.6	29.4	n.a.	n.a.	
Spotify	SPOT US	美元	未评级	99.2	n.a.	19.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	4.1	11.2	n.a.	n.a.	
中国公司均值							10.2	9.5	15.3	14.0	1.7	2.0	13.0	7.9	8.9	12.9	21.6	32.3	
海外公司均值							10.1	13.0	14.4	20.5	2.7	3.0	8.2	25.4	13.9	16.0	5.4	9.4	

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF(倍)	ROE (%)		2021-2023E 年复合增速			
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入	每股盈利
在线游戏																			
网易	NTES US	美元	买入	86.7	148.0	57.0	10.9	9.6	18.5	16.5	2.2	3.9	15.7	17.2	16.7	11.6	8.5	17.4	
腾讯	700 HK	港元	买入	342.4	507.0	419.7	15.3	12.0	25.5	19.1	3.4	4.8	16.4	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	24.1	43.0	9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	25.2	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	买入	28.0	37.0	4.9	10.3	8.0	45.6	29.7	n.a.	4.4	11.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2	
创梦天地	1119 HK	港元	买入	4.8	4.4	0.9	31.4	14.5	48.0	19.2	n.a.	1.9	n.a.	4.6	7.9	29.2	n.a.	52.0	
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	18.9	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	n.a.	n.a.	3.9	27.0	n.a.	n.a.	
网龙	777 HK	港元	未评级	16.5	n.a.	1.1	2.4	2.3	6.0	5.3	0.3	1.0	4.5	15.3	15.4	11.3	23.0	7.0	
中手游	302 HK	港元	未评级	2.2	n.a.	0.8	7.2	4.7	7.1	5.7	0.3	1.1	5.7	11.6	12.7	19.2	21.6	14.5	
IGG	799 HK	港元	未评级	3.2	n.a.	0.5	n.a.	3.8	n.a.	11.6	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	6.6	n.a.	n.a.	n.a.	
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	4.8	n.a.	0.5	13.1	4.5	20.8	8.6	n.a.	1.9	8.2	8.8	15.1	65.8	n.a.	n.a.	
SEA	SE US	美元	未评级	72.7	n.a.	40.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	35.9	n.a.	n.a.	
任天堂	7974 JP	日元	未评级	59,100.0	n.a.	55.9	8.5	9.8	13.8	17.2	n.a.	3.9	22.7	24.2	20.1	n.a.	n.a.	n.a.	
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	77.8	n.a.	60.8	16.7	13.2	26.5	20.1	n.a.	7.7	25.5	12.9	13.5	5.6	3.6	5.6	
艺电	EA US	美元	未评级	123.8	n.a.	34.6	20.6	11.9	45.9	17.0	n.a.	5.2	19.1	10.2	20.5	n.a.	n.a.	n.a.	
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	122.7	n.a.	19.9	23.0	18.5	49.8	29.6	n.a.	5.9	n.a.	11.7	17.9	n.a.	n.a.	n.a.	
Nexon	3659 JP	日元	未评级	2,921.0	n.a.	19.2	16.1	12.3	24.9	20.3	n.a.	7.4	23.1	12.2	13.5	12.7	n.a.	18.6	
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	363,500.0	n.a.	6.1	8.1	7.3	14.7	12.6	0.9	2.8	12.3	16.0	16.6	9.7	16.5	31.3	
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	15.4	14.0	24.5	19.4	n.a.	3.2	14.7	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	54.2	
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	67,800.0	n.a.	4.4	14.3	11.6	30.7	19.6	5.3	1.9	16.2	3.5	5.1	9.1	5.8	27.3	
中国公司均值							12.7	7.7	23.8	14.7	1.7	2.6	11.2	11.1	11.2	23.5	13.8	23.5	
海外公司均值							15.3	12.3	28.8	19.5	3.1	4.6	19.1	13.0	15.3	13.6	8.6	27.4	
电商																			
京东	JD US	美元	买入	59.6	73.0	93.1	18.7	13.3	31.5	20.3	1.0	0.6	21.8	8.9	12.6	18.2	32.9	45.3	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	109.6	160.0	297.0	9.2	9.2	13.3	15.3	n.a.	2.2	14.0	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	买入	181.6	234.0	143.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.		
拼多多	PDD US	美元	未评级	54.7	n.a.	69.2	22.8	15.7	25.7	18.0	1.1	4.2	20.7	16.7	18.9	20.7	23.1	65.8	
贝壳	BEKE US	美元	未评级	15.1	n.a.	19.1	n.a.	14.5	n.a.	27.9	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	5.6	0.8	35.7	13.0	
唯品会	VIPS US	美元	未评级	9.6	n.a.	6.3	4.2	3.7	7.8	7.0	n.a.	0.4	5.9	12.7	12.8	n.a.	n.a.	n.a.	
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	9.7	n.a.	0.7	14.7	8.2	18.2	9.3	0.3	0.5	13.2	2.1	6.0	8.8	59.1	11.9	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	111.8	n.a.	1,137.0	16.8	13.1	n.a.	27.9	n.a.	2.2	17.3	6.9	16.0	16.3	7.1	19.8	
eBay	EBAY US	美元	未评级	42.8	n.a.	24.0	8.1	7.7	10.5	10.6	1.8	2.5	9.1	13.2	30.7	n.a.	5.8	n.a.	
中国公司均值							14.7	11.2	21.4	16.9	0.8	1.9	16.3	9.3	11.1	14.8	36.7	36.2	
海外公司均值							12.4	10.4	10.5	19.2	1.8	2.3	13.2	10.0	23.3	16.3	6.5	19.8	
垂直领域																			
携程网	TCOM US	美元	未评级	24.5	n.a.	15.7	n.a.	20.5	n.a.	20.1	n.a.	5.5	n.a.	0.0	3.7	22.7	n.a.	n.a.	
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	35.2	n.a.	4.4	3.9	3.2	15.5	13.4	n.a.	4.3	12.0	7.8	8.7	1.1	n.a.	n.a.	
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	15.8	n.a.	4.5	19.8	11.6	30.7	18.2	0.7	4.3	27.0	4.6	8.3	13.4	43.5	21.9	
智游网	EXPE US	美元	未评级	91.2	n.a.	14.3	7.4	6.1	13.0	9.3	n.a.	1.2	4.3	37.4	38.2	27.3	n.a.	67.9	
中国公司均值							10.4	10.3	19.7	15.3	0.7	3.8	14.4	12.5	14.7	16.1	43.5	44.9	

注: 股价采用2022年7月11日收市价; 未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

损益表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
总净收入	745,802	951,592	1,064,635	1,330,326	1,599,561
收入成本	(636,694)	(822,525)	(917,317)	(1,139,703)	(1,365,715)
毛利	109,108	129,067	147,318	190,623	233,846
履约	(48,700)	(59,055)	(67,027)	(83,126)	(98,292)
营销	(27,156)	(38,743)	(41,692)	(54,658)	(65,019)
研发	(16,149)	(16,332)	(16,972)	(20,511)	(23,800)
一般及行政费	(6,409)	(11,562)	(10,951)	(13,018)	(14,853)
减值	0	0	0	0	0
总营业费用	(98,414)	(125,693)	(136,640)	(171,313)	(201,964)
长期资产处置收益	1,649	767	0	0	0
营业利润/(亏损)	12,343	4,141	10,678	19,309	31,881
应占股权投资份额	4,291	(4,918)	(2,703)	(1,351)	0
净利息收入及其他收入	34,185	(1,804)	(1,730)	3,321	3,878
税前收入/(损失)	50,819	(2,581)	6,245	21,279	35,759
所得税支出	(1,482)	(1,887)	(1,977)	(3,192)	(5,364)
非控制性权益	68	908	662	180	180
净利润	49,405	(3,560)	4,930	18,267	30,575
非 GAAP 净利润	16,828	17,207	19,165	29,662	44,050

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年成长率					
直营销售	27.6%	25.1%	10.7%	23.8%	18.9%
服务和其它	42.0%	44.7%	18.7%	31.3%	27.4%
收入	29.3%	27.6%	11.9%	25.0%	20.2%
非 GAAP 净利润	56.5%	2.3%	11.4%	54.8%	48.5%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	14.6%	13.6%	13.9%	14.3%	14.6%
非 GAAP 净利润率	2.3%	1.8%	1.8%	2.2%	2.8%
ROE	12.5%	8.7%	8.9%	12.6%	16.2%
ROA	4.9%	3.7%	3.8%	5.2%	6.7%
营运能力					
存货周转天数	33.5	29.9	31.5	29.6	30.1
应收账款周转天数	3.3	3.6	4.0	3.6	3.7
应付账款周转天数	56.5	54.9	56.1	50.5	50.3
每股资料 (人民币)					
每股销售额	479.8	612.5	683.3	853.9	1026.7
每股销售额(美元)	74.0	94.2	105.1	131.4	158.0
每股销售额(港元)	286.9	365.1	407.4	509.0	612.1
非 GAAP 每股盈利	10.8	10.8	12.3	19.0	28.3
非 GAAP 每股盈利(美元)	1.7	1.7	1.9	2.9	4.3
非 GAAP 每股盈利(港元)	6.5	6.4	7.3	11.4	16.9
估值比率 (x)					
P/S (美股)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
P/S (港股)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
P/E (美股)	35.7	36.0	31.5	20.3	13.7
P/E (港股)	36.3	36.6	32.0	20.7	13.9

资产负债表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	86,085	70,767	61,716	83,687	110,464
短期投资	60,577	114,564	114,564	120,292	126,307
应收账款	7,112	11,900	11,711	14,634	17,595
存货	58,933	75,601	82,559	102,573	122,914
物业、厂房及设备	22,597	32,944	39,884	46,934	53,729
股权投资	58,501	63,222	70,222	77,222	84,222
其它	128,483	127,508	144,481	162,784	185,654
总资产	422,288	496,507	525,137	608,127	700,886
短期借款	0	4,368	0	0	0
长期借款	9,595	9,386	10,606	11,879	13,304
无追索权证券化债务	0	0	0	0	0
应付账款	106,818	140,484	141,267	174,375	202,126
其它	84,256	95,485	113,989	134,236	155,069
总负债	200,669	249,723	265,862	320,490	370,499
股东权益总额	187,543	208,912	222,065	250,607	293,536
少数股东权益	16,943	36,661	35,999	35,819	35,639
总权益	204,486	245,572	258,063	286,425	329,175
可赎回非控股权益	17,133	1,212	1,212	1,212	1,212
现金流量表					
百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
经营活动现金流	42,544	42,301	22,865	57,205	66,669
净利润	49,337	(4,467)	4,268	18,087	30,395
折旧和摊销	6,068	6,232	9,897	12,555	15,561
股权激励	4,156	9,134	8,223	10,275	12,354
应占股权投资份额	(4,291)	4,918	0	0	0
营运资金变动	18,678	19,518	477	16,288	8,358
其它	(31,403)	6,966	(0)	0	0
投资活动现金流	(57,811)	(74,248)	(35,172)	(38,195)	(43,311)
购买物业、设备及软件	(3,370)	(5,562)	(10,646)	(13,303)	(15,996)
短期投资增加净额	(35,598)	(52,557)	0	(5,728)	(6,015)
其它	(18,842)	(16,129)	(24,525)	(19,164)	(21,301)
筹资活动现金流	71,072	19,503	3,255	2,962	3,419
借款增加净额	0	0	3,255	2,962	3,419
普通股所得资金	31,342	0	0	0	0
其它	39,730	19,503	0	0	0
现金流净额	50,723	(13,942)	(9,051)	21,971	26,777

注：截至2022年7月11日收盘价；

资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用

或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828