

22Q2 前瞻：疫后经营快速回暖

华泰研究

2022年7月15日 | 美国

更新报告

零售

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

70.80

研究员

SAC No. S0570518110001
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com
+(86) 755 8321 3674

联系人

SAC No. S0570120070109
SFC No. BSF308

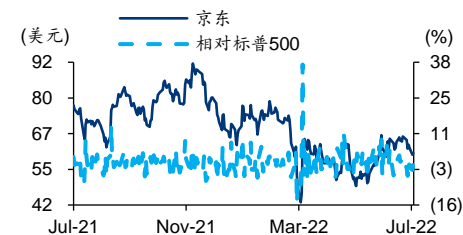
张诗宇

zhangshiyu@htsc.com
+(86) 755 2399 3346

基本数据

目标价(美元)	70.8
收盘价(美元 截至7月12日)	60.16
市值(美元百万)	91,916
6个月平均日成交额(美元百万)	829.06
52周价格范围(美元)	40.55-90.45
BVPS(美元)	21.14

股价走势图



资料来源: S&P

疫后经营快速回暖

4月疫情防控升级对电商供应链造成负面影响,尤其是在一线城市如上海、北京。5月开始,疫情影响减弱、公司经营逐步回暖,并据京东公众号,在618期间,京东累计下单达3,793亿元,同比增长10.3%。得益于疫后的快速恢复,我们预计22Q2总收入同比增长3.5%至2,627亿元,Non-GAAP净利率为1.8%,与21Q2同期持平。伴随居民消费信心恢复,我们预计公司22Q3 1P(自营)与3P(POP)业务均有望进一步回暖。我们维持全年盈利预测与目标价70.80美元,维持“买入”评级。我们维持2022-24年Non-GAAP净利润预测人民币194/292/393亿元。参考可比公司2022年彭博一致预期36xPE,考虑疫情反复,公司供应链稳定性优势得以凸显,给予公司2022年38xPE,维持目标价70.80美元。

降本提效进行时

2022年公司高度重视成本与费用的管控。公司一方面战略收缩创新业务,如对京喜拼拼进行业务优化、人员调整,另一方面严格控制营销费用,提高广告的效率。尽管Q2因疫情履约费用上升、毛利率下降,但我们认为多重控费举措下,22Q2 Non-GAAP净利率预计与21Q2持平。

全渠道业务快速增长

疫情影响长途供应链的稳定性,使得消费者对消费的即时性要求提升。公司全渠道业务快速发展,22Q2 GMV预计占全集团GMV的10%。

疫情反复,京东供应链优势进一步凸显

伴随居民消费信心恢复,公司1P、3P业务有望进一步回暖。同时,公司对创新业务持续的优化、费用严格的把控,也支持盈利能力在Q3回暖。我们预计公司22Q3 GMV增长有望快速回暖。

风险提示: 1) 行业竞争加剧; 2) 新业务扩张拖累利润率。

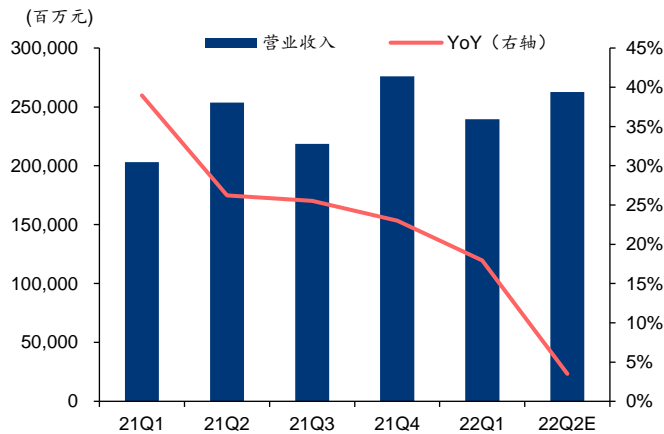
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	745,802	951,592	1,113,361	1,299,011	1,466,253
+/-%	29.28	27.59	17.00	16.67	12.87
归属母公司净利润(人民币百万)	49,404	(3,560)	5,150	14,543	24,064
+/-%	305.47	(107.21)	(244.67)	182.42	65.47
EPS(人民币,最新摊薄)	31.78	(2.29)	3.31	9.36	15.49
ROE(%)	32.66	(1.72)	2.42	6.53	9.95
PE(倍)	12.03	(167.27)	119.80	42.42	25.64
PB(倍)	2.90	2.83	2.87	2.68	2.43
EV EBITDA(倍)	11.64	276.06	59.16	27.62	17.30

资料来源:公司公告、华泰研究预测

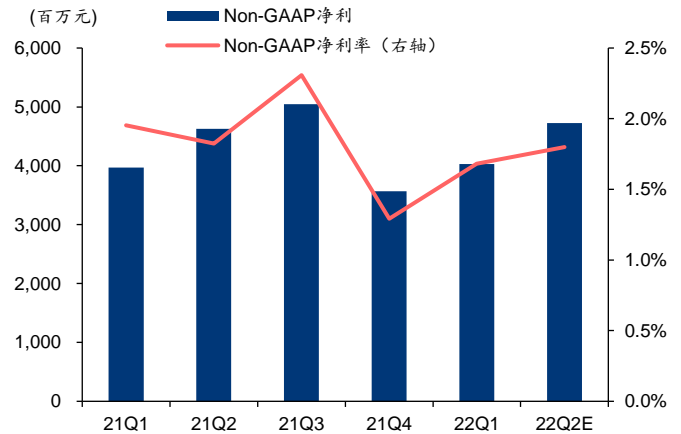
1Q22 经营数据及估值

图表1: 京东分季度营收



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 京东分季度非 GAAP 净利



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

我们维持 2022-24 年 Non-GAAP 净利润预测人民币 194/292/393 亿元。参考可比公司 2022 年彭博一致预期 36xPE, 考虑疫情反复, 公司供应链稳定性优势得以凸显, 给予公司 2022 年 38xPE, 维持目标价 70.80 美元。

图表3: 可比公司彭博一致预期 (2022/7/14)

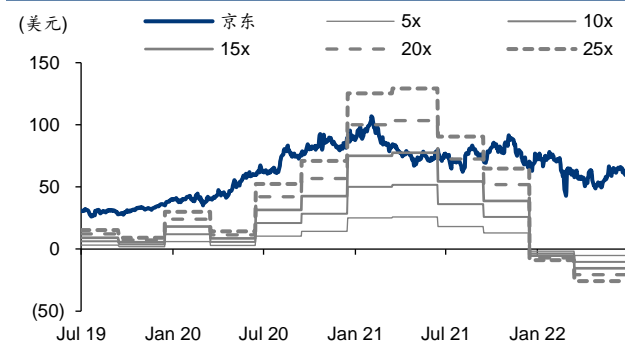
公司简称	代码	市值 (上市地货币, 十亿元)	调整后 PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E
Alibaba	9988 HK	2,357	16.07	12.13	11.05
Pingduoduo	PDD US	69	36.14	26.00	11.05
AMAZON	AMZN US	1,126	54.28	27.61	19.64
Average			35.50	21.91	13.91

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

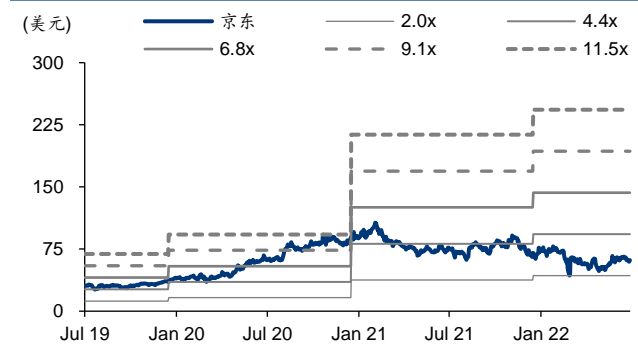
1) 行业竞争加剧; 2) 新业务扩张拖累利润率。

图表4: 京东 PE-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

图表5: 京东 PB-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	745,802	951,592	1,113,361	1,299,011	1,466,253
销售成本	(636,694)	(822,525)	(965,374)	(1,122,977)	(1,262,603)
毛利润	109,108	129,067	147,988	176,033	203,651
销售及分销成本	(27,156)	(38,743)	(46,761)	(51,960)	(58,650)
管理费用	(6,409)	(11,562)	(12,247)	(14,029)	(15,396)
其他收入/支出	(63,200)	(74,620)	(84,576)	(94,839)	(103,697)
财务成本净额	1,628	1,139	987.20	987.20	987.20
应占联营公司利润及亏损	4,291	(4,918)	2,500	2,500	2,500
税前利润	50,818	(2,581)	4,948	15,749	26,452
税费开支	(1,482)	(1,887)	(890.58)	(2,520)	(3,968)
少数股东损益	(75.00)	(923.70)	(1,108)	(1,330)	(1,596)
净利润	49,404	(3,560)	5,150	14,543	24,064
折旧和摊销	(6,068)	(6,232)	(7,759)	(10,425)	(13,480)
EBITDA	55,258	2,512	11,720	25,187	38,945
EPS (人民币, 基本)	32.70	(2.29)	3.31	9.36	15.49

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	58,933	75,601	77,801	99,415	97,759
应收账款和票据	14,189	23,356	21,518	27,018	24,817
现金及现金等价物	86,085	70,767	69,935	66,342	86,463
其他流动资产	75,595	129,948	130,758	131,516	132,179
总流动资产	234,801	299,672	300,011	324,290	341,218
固定资产	22,597	32,944	44,112	55,771	67,216
无形资产	6,463	5,837	5,837	5,837	5,837
其他长期资产	158,427	158,054	160,554	163,054	165,554
总长期资产	187,487	196,835	210,503	224,661	238,607
总资产	422,288	496,507	510,514	548,951	579,826
应付账款	106,818	140,484	150,450	175,674	184,081
短期借款	5,514	11,033	11,033	11,033	11,033
其他负债	61,685	70,119	70,119	70,119	70,119
总流动负债	174,017	221,636	231,602	256,826	265,232
长期债务	22,781	23,107	23,107	23,107	23,107
其他长期债务	3,871	4,980	4,980	4,980	4,980
总长期负债	26,652	28,087	28,087	28,087	28,087
股本	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
储备/其他项目	204,676	210,123	215,273	229,816	253,880
股东权益	204,677	210,124	215,273	229,816	253,880
少数股东权益	16,943	36,661	35,552	34,222	32,626
总权益	221,619	246,784	250,825	264,038	286,506

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12.03	(167.27)	119.80	42.42	25.64
PB	2.90	2.83	2.87	2.68	2.43
EV EBITDA	11.64	276.06	59.16	27.62	17.30
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	9.71	(0.45)	0.14	(0.31)	3.52

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	55,258	2,512	11,720	25,187	38,945
融资成本	(1,628)	(1,139)	(987.20)	(987.20)	(987.20)
营运资本变动	18,678	19,518	8,795	(2,648)	11,600
税费	(1,482)	(1,887)	(890.58)	(2,520)	(3,968)
其他	(28,282)	23,297	(1,529)	(1,529)	(1,529)
经营活动现金流	42,544	42,301	17,108	17,503	44,061
CAPEX	(12,457)	(22,116)	(18,927)	(22,083)	(24,926)
其他投资活动	0.00	1,067	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(57,811)	(74,248)	(18,927)	(22,083)	(24,926)
债务增加量	0.00	5,845	0.00	0.00	0.00
权益增加量	32,020	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	0.00	(19,074)	987.20	987.20	987.20
融资活动现金流	71,072	19,503	987.20	987.20	987.20
现金变动	50,607	(12,443)	(831.99)	(3,593)	20,122
年初现金	39,912	90,635	76,692	75,860	72,267
汇率波动影响	(5,198)	(1,500)	0.00	0.00	1.00
年末现金	90,519	76,692	75,860	72,267	92,389

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	29.28	27.59	17.00	16.67	12.87
毛利润	29.24	18.29	14.66	18.95	15.69
营业利润	37.23	(66.45)	6.34	245.29	70.39
净利润	305.47	(107.21)	(244.67)	182.42	65.47
EPS	290.82	(107.01)	(244.67)	182.42	65.47
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.63	13.56	13.29	13.55	13.89
EBITDA	7.41	0.26	1.05	1.94	2.66
净利润率	6.62	(0.37)	0.46	1.12	1.64
ROE	32.66	(1.72)	2.42	6.53	9.95
ROA	14.49	(0.77)	1.02	2.75	4.26
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(28.24)	(17.43)	(16.63)	(14.01)	(20.61)
流动比率	1.35	1.35	1.30	1.26	1.29
速动比率	1.01	1.01	0.96	0.88	0.92
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.19	2.07	2.21	2.45	2.60
应收账款周转天数	6.28	7.10	7.25	6.73	6.36
应付账款周转天数	55.76	54.12	54.25	52.27	51.29
存货周转天数	33.04	29.44	28.60	28.41	28.11
现金转换周期	(16.45)	(17.58)	(18.39)	(17.14)	(16.81)
每股指标 (人民币)					
EPS	32.70	(2.29)	3.31	9.36	15.49
每股净资产	135.47	135.24	138.55	147.91	163.40

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 林寰宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准15%以上

增持： 预计股价超越基准5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准15%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司