



## 京东 (9618.HK/JD.US): 增长乏力, 利润率承压, 短期缺少催化剂, 下调至“持有”评级

在当前宏观经济温和复苏的环境下, 电商行业“消费降级”趋势预计仍将持续, 用户更看重商品性价比。京东核心 3C 品类进入存量博弈, 增长乏力; 下沉市场被公司视为突破口之一, 但用户心智短期难以改变, 仍有待观察; 公司持续加大投入“低价策略”, 整体利润率改善空间有限。因此, 我们下调至“持有”评级, 下调目标价至 103 港元/26 美元。

**短期收入或增长乏力, 低价策略或使利润率承压:** 我们预计公司 4Q23 收入为人民币 2980 亿元, 同比微增 1%, 京东零售收入或同比持平。我们预计 4Q23 公司营业利润率或录得 2.5%, 同比下降 0.5 个百分点, 主要受低价补贴、降低运费门槛等措施影响。我们预计公司 2024 年收入或录得中单个位数增长, GMV 增速基本与大盘同步。同时, 公司或将持续推进低价策略, 预计整体利润率改善空间有限。

**央视春晚独家互动平台, 但下沉市场突破仍存挑战:** 低价和下沉市场仍将是今年战略重点。1 月 24 日, 京东宣布成为 2024 年中央广播电视总台春晚独家互动合作平台, 将送出一亿份实物好礼, 短期或将有助于扩大用户规模及提升用户活跃度, 尤其是在下沉市场, 但长期用户留存情况仍有待观察。我们认为公司核心用户是追求优质商品服务, 并非纯低价优先的消费人群, 短期用户心智或难以改变, 下沉市场突破难度仍然较大。此外, 据我们观察, 整体而言, 京东商品的低价优势并不明显。

**下调至“持有”评级, 下调目标价至 103 港元/26 美元:** 在当前宏观经济温和复苏的环境下, 我们认为消费者对商品价格的高敏感度仍将持续, 预计公司将在“低价策略”持续加大投入, 或导致利润端增长承压。直播电商的火热发展, 也进一步侵蚀传统平台电商的市场份额。此外, 相比于其他电商同业, 公司对国内电商市场依赖度更大, 且短期内缺乏明显的第二增长曲线。因此, 我们下调评级至“持有”, 下调目标价至 103 港元/26 美元, 对应 FY23E/FY24E 8.8x/8.8x P/E。

**投资风险:** 上行风险: 市场份额扩张, 利润优于预期。下行风险: 行业竞争加剧导致市场份额流失; 加大投入导致利润率不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	951,592	1,046,236	1,076,546	1,143,648	1,208,455
毛利润	129,066	147,073	160,002	171,547	181,268
调整后净利润	17,207	28,130	34,031	34,175	37,120
调整后目标 PE(x)			8.8	8.8	8.1

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 1 月 31 日

京东 (9618.HK)

持有

目标价 (港元)	103
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	89.55
52 周内股价区间 (港元)	81.5-242.6
总市值 (百万港元)	277,214
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,058

注: 截至 2024 年 1 月 31 日收盘价

市场预期区间



京东 (JD.US)

持有

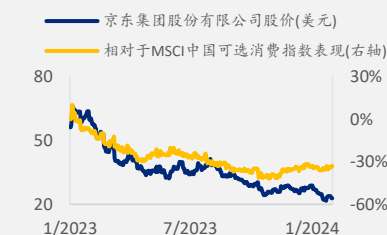
目标价 (美元)	26
潜在升幅/降幅	+14%
目前股价 (美元)	22.75
52 周内股价区间 (美元)	20.8-61.8
总市值 (百万美元)	35752
近 3 月日均成交额 (百万美元)	372

注: 截至 2024 年 1 月 31 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>收入</b>	<b>951,592</b>	<b>1,046,236</b>	<b>1,076,546</b>	<b>1,143,648</b>	<b>1,208,455</b>
收入成本	(822,526)	(899,163)	(916,543)	(972,101)	(1,027,187)
<b>毛利</b>	<b>129,066</b>	<b>147,073</b>	<b>160,002</b>	<b>171,547</b>	<b>181,268</b>
研发费用	(16,332)	(16,893)	(16,223)	(15,439)	(15,106)
销售费用	(38,743)	(37,772)	(39,537)	(43,459)	(45,921)
管理费用	(11,562)	(11,053)	(10,611)	(10,293)	(10,876)
其他费用	(58,288)	(61,632)	(63,374)	(69,763)	(73,716)
<b>经营盈利</b>	<b>4,141</b>	<b>19,723</b>	<b>30,257</b>	<b>32,594</b>	<b>35,649</b>
利息收入	(1,213)	(2,106)	(2,654)	(2,000)	(2,000)
其他收益	(5,508)	(3,750)	7,298	4,000	4,000
<b>除税前盈利</b>	<b>(2,580)</b>	<b>13,867</b>	<b>34,901</b>	<b>34,594</b>	<b>37,649</b>
所得税开支	(1,887)	(4,176)	(8,310)	(6,919)	(7,530)
其他盈利	-	-	-	-	-
<b>年度盈利</b>	<b>(4,467)</b>	<b>9,691</b>	<b>26,591</b>	<b>27,675</b>	<b>30,120</b>
少数股东权益	(907)	(689)	567	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(3,560)</b>	<b>10,380</b>	<b>26,024</b>	<b>27,675</b>	<b>30,120</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>17,207</b>	<b>28,130</b>	<b>34,031</b>	<b>34,175</b>	<b>37,120</b>

### 现金流量表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>净利润</b>	<b>(3,560)</b>	<b>10,380</b>	<b>26,024</b>	<b>27,675</b>	<b>30,120</b>
折旧与摊销	6,246	7,248	12,519	12,678	12,839
营运资金变动	19,518	22,229	273	2,175	2,232
其他非现金调整	20,097	17,962	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>42,301</b>	<b>57,819</b>	<b>38,816</b>	<b>42,528</b>	<b>45,191</b>
资本性支出	(20,513)	(21,495)	(13,770)	(13,945)	(14,123)
投资	(56,778)	(15,773)	-	-	-
其他投资活动	3,043	(16,758)	-	-	-
<b>投资活动现金流</b>	<b>(74,248)</b>	<b>(54,026)</b>	<b>(13,770)</b>	<b>(13,945)</b>	<b>(14,123)</b>
借款	(2,124)	11,839	6,000	-	-
股本	(5,184)	(13,867)	-	-	-
其他融资活动	26,811	3,208	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>19,503</b>	<b>1,180</b>	<b>6,000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
汇兑收益及其他	(1,498)	3,490	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(13,942)	8,463	31,045	28,583	31,068
<b>期初的现金及现金等价物</b>	<b>90,635</b>	<b>76,693</b>	<b>85,156</b>	<b>116,201</b>	<b>144,784</b>
<b>期末的现金及现金等价物</b>	<b>76,693</b>	<b>85,156</b>	<b>116,201</b>	<b>144,784</b>	<b>175,852</b>

### 资产负债表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>固定资产</b>	<b>38,761</b>	<b>66,241</b>	<b>67,083</b>	<b>67,935</b>	<b>68,799</b>
无形资产	18,270	32,262	32,672	33,087	33,508
投资	82,310	69,252	69,252	69,252	69,252
其他非流动资产	57,494	76,421	76,421	76,421	76,421
<b>非流动资产合计</b>	<b>196,835</b>	<b>244,176</b>	<b>245,428</b>	<b>246,696</b>	<b>247,980</b>
应收账款	32,814	45,712	47,036	49,968	52,800
投资	114,564	141,095	141,095	141,095	141,095
存货	75,601	77,949	79,456	84,272	89,047
现金及现金等价物	70,767	78,861	109,906	138,489	169,557
其他流动资产	5,926	7,457	7,457	7,457	7,457
<b>流动资产合计</b>	<b>299,672</b>	<b>351,074</b>	<b>384,950</b>	<b>421,281</b>	<b>459,956</b>
<b>资产总额</b>	<b>496,507</b>	<b>595,250</b>	<b>630,378</b>	<b>667,977</b>	<b>707,936</b>
母公司股东权益	208,911	213,956	239,980	267,655	297,774
少数股东权益	37,873	60,167	60,167	60,167	60,167
<b>权益总额</b>	<b>246,784</b>	<b>274,123</b>	<b>300,147</b>	<b>327,822</b>	<b>357,941</b>
长期借款	9,386	30,233	30,233	30,233	30,233
其他非流动负债	18,701	24,333	24,333	24,333	24,333
<b>非流动负债合计</b>	<b>28,087</b>	<b>54,566</b>	<b>54,566</b>	<b>54,566</b>	<b>54,566</b>
应付账款及票据	140,484	160,607	163,711	173,635	183,474
借款	4,368	12,146	18,146	18,146	18,146
其他流动负债	76,784	93,808	93,808	93,808	93,808
<b>流动负债合计</b>	<b>221,636</b>	<b>266,561</b>	<b>275,665</b>	<b>285,589</b>	<b>295,428</b>
<b>负债总额</b>	<b>249,723</b>	<b>321,127</b>	<b>330,231</b>	<b>340,155</b>	<b>349,994</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>496,507</b>	<b>595,250</b>	<b>630,378</b>	<b>667,977</b>	<b>707,936</b>

### 主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	27.6%	9.9%	2.9%	6.2%	5.7%
毛利润增速	18.3%	14.0%	8.8%	7.2%	5.7%
经营利润增速	-66.5%	376.3%	53.4%	7.7%	9.4%
净利润增速	NM	NM	174.4%	4.1%	8.8%
调整后净利润增速	2.3%	63.5%	21.0%	0.4%	8.6%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	13.6%	14.1%	14.9%	15.0%	15.0%
经营利润率	0.4%	1.9%	2.8%	2.9%	3.0%
净利率	-0.4%	1.0%	2.4%	2.4%	2.5%
调整后净利率	1.8%	2.7%	3.2%	3.0%	3.1%
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	-1.4	3.0	8.4	8.7	9.5
调整后EPS	5.5	8.8	10.7	10.8	11.7
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			8.8	8.8	8.1
目标P/S			0.3	0.3	0.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：京东（9618.HK）



注：截至 2024 年 1 月 30 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

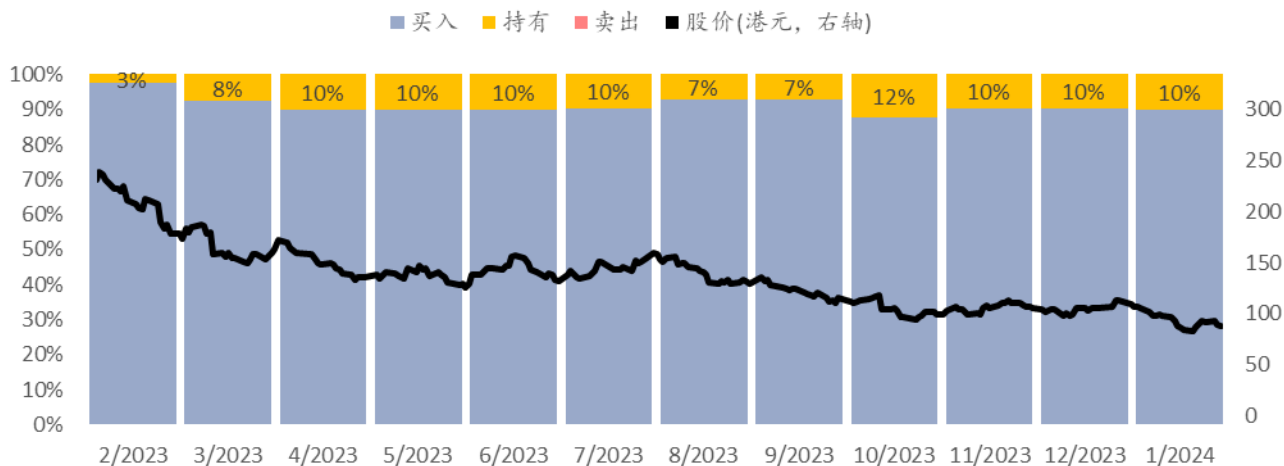
图表 3：浦银国际目标价：京东（JD.US）



注：截至 2024 年 1 月 30 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

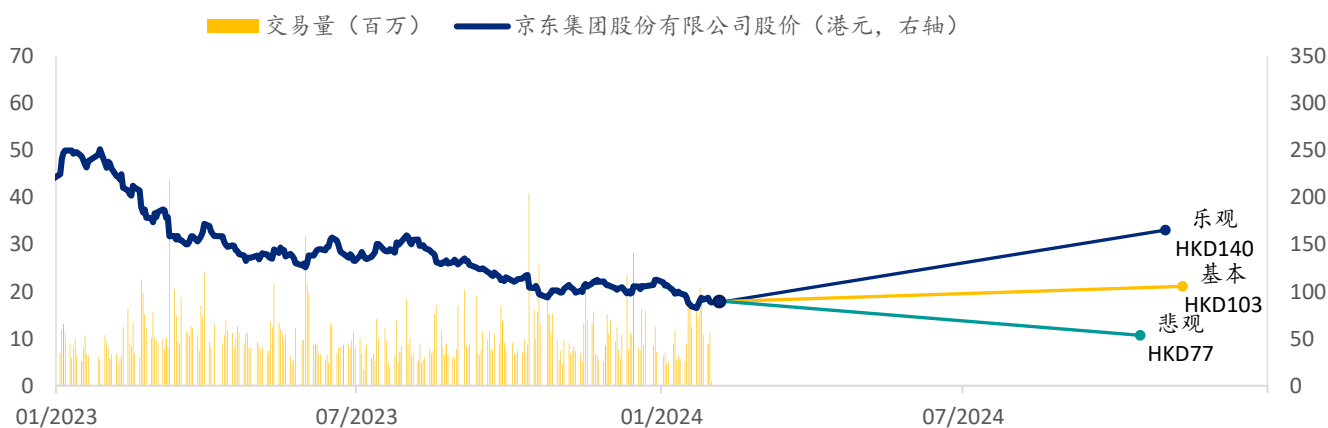
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 京东 (9618.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 京东 (9618.HK) SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入利润好于预期

目标价: 140 港元

- 电商业务增长优于预期, 市场份额扩张;
- 利润率改善优于预期。

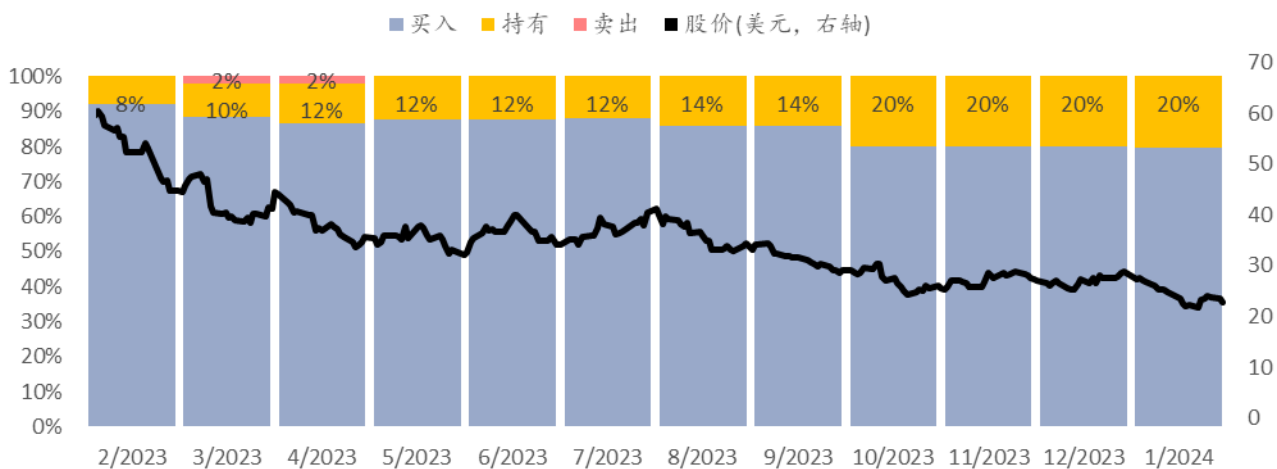
### 悲观情景: 公司收入利润不及预期

目标价: 77 港元

- 市场竞争激烈, 电商业务增长放缓
- 投入加大导致利润率不及预期。

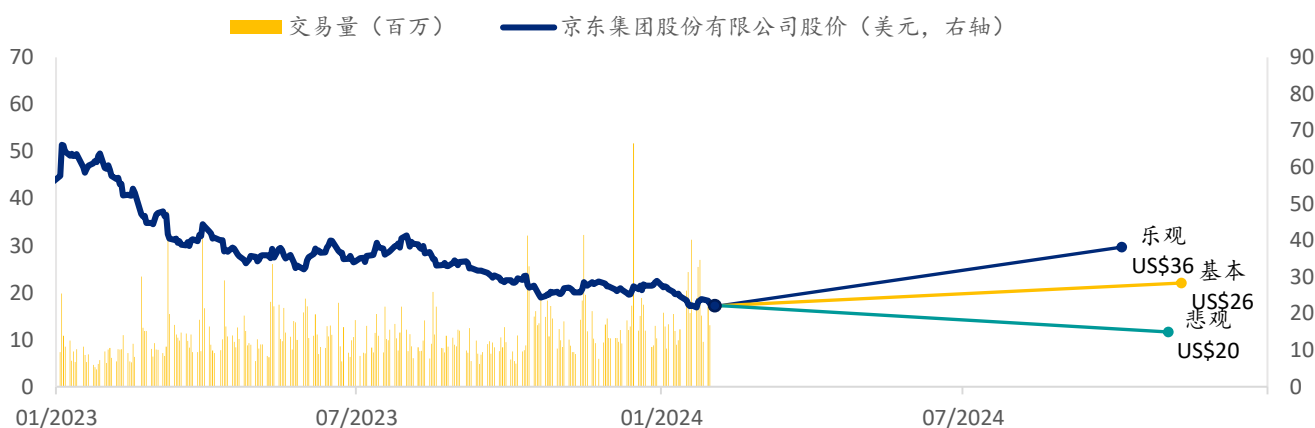
资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 京东 (JD.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 京东 (JD.US) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入利润好于预期**

目标价: 36 美元

- 电商业务增长优于预期, 市场份额扩张;
- 利润率改善优于预期。

**悲观情景: 公司收入利润不及预期**

目标价: 20 美元

- 市场竞争激烈, 电商业务增长放缓
- 投入加大导致利润率不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	71.15	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	72.32	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	89.55	持有	103.00	31/1/2024	电商
JD US Equity	京东	22.75	持有	26.00	31/1/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	125.28	买入	173.00	29/11/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.83	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	29.90	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	5.85	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.21	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	273.80	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	97.56	买入	133.00	26/1/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	152.50	买入	207.00	26/1/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	71.10	买入	113.00	30/11/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	8.98	买入	14.50	30/11/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.88	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	8.39	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	2.91	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.48	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.01	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.78	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	65.40	买入	125.00	29/11/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	40.50	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	16.18	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	1.78	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	19.56	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	11.91	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.07	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.11	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	39.25	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注：股价截至 1 月 30 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

