

互联网

收盘价 目标价 潜在涨幅
美元 28.63 美元 40.00 +39.7%

2024年7月13日

京东 (JD US)

预计带品类下滑导致2季度收入下调，但利润有望增双位数

⊕ **2季度预览：**我们预计2024年2季度总收入同比增1%至2914亿元（人民币，下同），低于彭博一致预期的3060亿元，增速较此前下调约5个百分点。预计调整后净利润同比增15%至98亿元，较我们此前预期上调13%。预计毛利率受品类结构变化、采购成本降低以及空调补贴减少推动同比改善。考虑空调换机周期较长，较大部分需求已在去年得到释放，因此公司今年对于空调补贴更为节制。预计调整后净利润率同比改善40个基点至3.4%。

⊕ **分品类：**预计带品类收入同比降5%，主因空调去年高基数影响而下降、电脑行业景气度持续较低，和通讯器材保持增长。空调占带品类比例约为10%（占家电品类约30%），我们估计空调2季度收入出现双位数下降。预计日百品类收入同比增9%，其中商超继续保持双位数增长，部分被家居家装等品类承压所抵消。预计2季度GMV同比低个位数增长，618实现正增长，GMV增长略高于零售收入增长。我们预计3季度回归正常可比基数，收入增速较2季度将有所恢复。

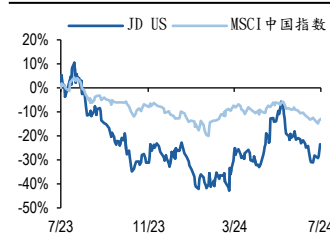
⊕ **运营数据：**通过生态建设和低价策略，京东零售用户体验NPS持续提升，2季度活跃购买用户数以及购买频次均保持双位数增长，部分被客单价下降（品类变化及低价策略）所抵消。618期间日活购买用户数亦保持双位数增长。公司将持续投入低价心智建设，全年收入增长预期保持不变，2季度补贴收缩推动利润预期上调，但不排除下半年在保证ROI的情况下增加投入，从而拉动收入增长。

⊕ **估值：**我们基于带品类的影响，下调2024年收入预期约2%，微调净利润，预计2024年公司调整后净利润同比增10%，维持40美元/155港元目标价，基于2024年13倍京东零售市盈率不变。我们维持此前观点，认为京东目前估值位于底部，利润有望健康增长、股东回馈持续，以及全站推等新广告产品将逐渐起量带来利好，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	41.31
52周低位 (美元)	21.44
市值 (百万美元)	39,183.02
日均成交量 (百万)	22.58
年初至今变化 (%)	(0.90)
200天平均价 (美元)	26.99

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	1,046,236	1,084,662	1,139,059	1,204,597	1,274,009
同比增长 (%)	9.9	3.7	5.0	5.8	5.8
净利润 (百万人民币)	28,220	35,200	38,601	42,835	47,198
每股盈利 (人民币)	17.73	22.24	24.56	26.57	28.57
同比增长 (%)	64.9	25.4	10.4	8.2	7.5
前EPS预测值 (人民币)			24.43	26.23	28.26
调整幅度 (%)			0.5	1.3	1.1
市盈率 (倍)	11.7	9.4	8.5	7.8	7.3
每股账面净值 (人民币)	134.28	146.47	168.07	183.90	199.67
市账率 (倍)	1.55	1.42	1.24	1.13	1.04
股息率 (%)	3.9	2.0	1.1	1.2	1.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

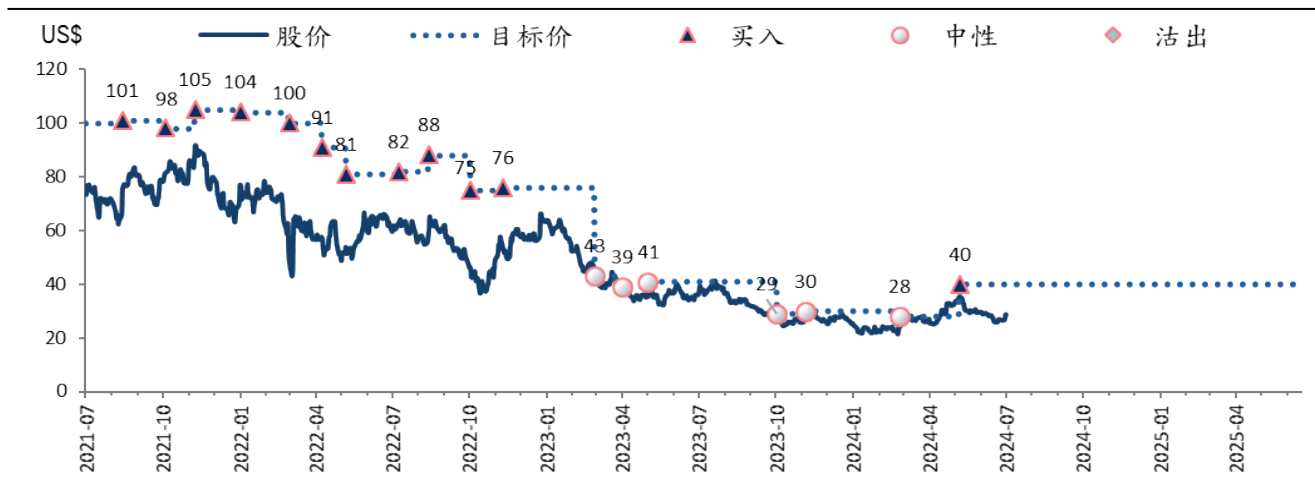
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 2 季度业绩预测调整

年结 12 月 31 日 人民币，百万元	2Q23	1Q24	2Q24E	原预测	变动 (%)	环比(%)	同比(%)	2024E	2025E	2026E
收入										
产品销售收入	233,855	208,508	234,528	246,591	(5)	12	0	910,547	956,075	1,003,878
带电品类	152,131	123,212	145,285	156,695	(7)	18	-5	548,380	575,799	604,589
非带电品类	81,724	85,296	89,243	89,896	(1)	5	9	362,167	380,275	399,289
服务收入	54,076	51,541	56,840	59,959	(5)	10	5	228,512	248,522	270,131
广告佣金收入	22,509	19,289	23,041	24,633	(6)	19	2	89,941	98,459	107,525
物流及其他收入	31,567	32,252	33,799	35,326	(4)	5	7	138,570	150,063	162,606
总收入	287,931	260,049	291,368	306,550	(5)	12	1	1,139,059	1,204,597	1,274,009
彭博一致预期			<u>306,107</u>					<u>1,162,845</u>	<u>1,237,330</u>	<u>1,313,024</u>
收入成本	(246,498)	(220,279)	(247,312)	(261,622)	(5)	12	0	(965,306)	(1,016,060)	(1,070,922)
毛利润	41,433	39,770	44,056	44,929	(2)	11	6	173,753	188,537	203,087
毛利率 (%)	14.4	15.3	15.1	14.7				15.3	15.7	15.9
运营费用	(33,163)	(32,070)	(34,614)	(36,874)	(6)	8	4	(137,468)	(146,668)	(156,573)
履约费用	(16,679)	(16,806)	(17,217)	(18,770)	(8)	2	3	(69,735)	(75,132)	(81,079)
营销费用	(11,063)	(9,254)	(11,405)	(11,786)	(3)	23	3	(42,773)	(45,428)	(48,101)
研发投入	(4,072)	(4,034)	(4,033)	(4,259)	(5)	0	-1	(16,744)	(17,686)	(18,649)
一般行政开支	(2,358)	(1,976)	(1,959)	(2,059)	(5)	-1	-17	(8,215)	(8,422)	(8,744)
运营利润	8,270	7,700	9,442	8,055	17	23	14	36,285	41,869	46,514
调整后运营利润	8,676	8,879	11,100	9,794	13	25	28	42,374	48,478	53,484
调整后 EBITDA	10,403	10,787	13,087	11,855	10	21	26	50,539	57,215	62,839
调整后净利润	8,557	8,899	9,838	8,739	13	11	15	38,601	42,835	47,198
调整后运营利润率 (%)	3.0	3.4	3.8	3.2				3.7	4.0	4.2
调整后 EBITDA 利润率 (%)	3.6	4.1	4.5	3.9				4.4	4.7	4.9
调整后净利润率 (%)	3.0	3.4	3.4	2.9				3.4	3.6	3.7
调整后每股收益 (人民币)	5.39	5.65	6.26	5.56	13	11	16	24.56	26.57	28.57
彭博一致预期			<u>5.48</u>					<u>21.85</u>	<u>24.29</u>	<u>26.62</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 京东 (JD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	100.67	132.00	31.1%	2024年05月17日	广告
9899 HK	云音乐	买入	95.95	120.00	25.1%	2024年06月04日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.62	17.00	-3.5%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.08	6.70	64.2%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.98	17.00	13.5%	2024年05月14日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.70	75.00	57.2%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.68	5.90	-11.7%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.96	33.00	-2.8%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.95	29.00	11.8%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	139.24	213.00	53.0%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	28.63	40.00	39.7%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.52	111.00	41.4%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.82	13.40	13.4%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.67	5.00	36.2%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.95	89.00	43.7%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.39	9.10	68.8%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.68	15.50	45.1%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	91.82	117.00	27.4%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.45	30.00	33.6%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	384.80	457.00	18.8%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.18	15.00	23.2%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	116.10	129.00	11.1%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.05	26.00	29.7%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.50	11.30	-1.7%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.48	9.80	15.6%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.55	1.90	22.6%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.30	30.00	34.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.46	14.00	33.8%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	15.50	25.00	61.3%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	392.60	509.00	29.6%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年7月11日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,046,236	1,084,662	1,139,059	1,204,597	1,274,009
主营业务成本	(899,163)	(924,958)	(965,306)	(1,016,060)	(1,070,922)
毛利	147,073	159,704	173,753	188,537	203,087
销售及管理费用	(111,836)	(114,401)	(120,724)	(128,982)	(137,924)
研发费用	(16,893)	(16,393)	(16,744)	(17,686)	(18,649)
其他经营净收入/费用	1,379	(2,885)	0	0	0
经营利润	19,723	26,025	36,285	41,869	46,514
Non-GAAP标准下的经营利润	27,583	35,441	42,374	48,478	53,484
财务成本净额	(2,106)	(2,881)	(2,812)	(2,889)	(2,902)
应占联营公司利润及亏损	(2,195)	1,010	(730)	0	0
其他非经营净收入/费用	(1,555)	7,496	4,796	2,800	2,800
税前利润	13,867	31,650	37,539	41,780	46,413
税费	(4,176)	(8,393)	(5,971)	(6,267)	(6,962)
非控股权益	689	910	613	953	1,017
净利润	10,380	24,167	32,181	36,466	40,468
作每股收益计算的净利润	10,380	24,167	32,181	36,466	40,468
Non-GAAP标准的净利润	28,220	35,200	38,601	42,835	47,198

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	85,115	79,398	93,548	112,975	149,083
有价证券	141,095	118,254	135,992	149,591	164,550
应收账款及票据	24,414	23,055	26,812	26,391	27,754
存货	77,949	68,058	72,110	75,428	80,076
其他流动资产	22,501	19,045	20,041	21,218	22,475
总流动资产	351,074	307,810	348,502	385,603	443,938
投资物业	11,611	80,840	83,265	85,763	88,336
物业、厂房及设备	66,241	79,955	77,266	81,115	84,769
无形资产	9,139	6,935	5,576	4,394	3,351
合资企业/联营公司投资	57,641	56,746	53,909	51,213	48,653
其他长期资产	99,544	96,672	100,799	105,173	109,799
总长期资产	244,176	321,148	320,815	327,658	334,908
总资产	595,250	628,958	669,317	713,262	778,846
短期贷款	12,146	5,034	0	0	0
应付账款	204,085	208,822	217,170	231,083	235,319
其他短期负债	50,330	51,794	55,925	58,625	63,226
总流动负债	266,561	265,650	273,095	289,708	298,546
长期贷款	30,233	41,966	28,417	6,771	10,224
长期应付账款	6,511	9,267	9,730	10,217	10,728
其他长期负债	17,822	15,695	16,561	17,479	18,450
总长期负债	54,566	66,928	54,709	34,467	39,402
总负债	321,127	332,578	327,804	324,175	337,948
股本	184,041	184,204	182,208	177,535	169,619
储备及其他资本项目	29,325	47,654	82,001	118,910	160,232
股东权益	213,366	231,858	264,209	296,445	329,852
记作权益的金融工具	590	614	614	614	614
非控股权益	60,167	63,908	76,690	92,028	110,433
总权益	274,123	296,380	341,513	389,087	440,899

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	13,867	31,650	37,539	41,780	46,413
合资企业/联营公司收入调整	2,195	(1,010)	730	0	0
折旧及摊销	7,236	8,292	21,589	20,494	21,121
营运资本变动	22,119	16,547	2,149	10,859	(277)
利息调整	2,106	2,881	2,812	2,889	2,902
税费	(4,176)	(8,393)	(5,971)	(6,267)	(6,962)
其他经营活动现金流	14,472	9,554	1,926	1,412	1,655
经营活动现金流	57,819	59,521	60,774	71,167	64,852
资本开支	(22,903)	(20,012)	(14,461)	(19,736)	(21,120)
投资活动	(28,623)	(44,022)	(14,901)	(10,904)	(12,398)
其他投资活动现金流	(2,500)	4,491	(1,947)	58	64
投资活动现金流	(54,026)	(59,543)	(31,309)	(30,582)	(33,455)
负债净变动	11,870	3,113	(18,583)	(21,646)	3,453
权益净变动	7,240	(629)	4,928	3,381	4,154
股息	(13,087)	(6,741)	(3,520)	(3,860)	(4,283)
其他融资活动现金流	(4,843)	(1,551)	0	0	0
融资活动现金流	1,180	(5,808)	(17,176)	(22,125)	3,324
汇率收益/损失	3,490	125	1,808	966	1,387
年初现金	76,652	85,103	79,451	93,548	112,975
年末现金	85,115	79,398	93,548	112,975	149,083

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	6.620	15.359	20.589	22.749	24.631
全面摊薄每股收益	6.532	15.267	20.472	22.622	24.497
Non-GAAP标准下的每股收益	17.730	22.236	24.555	26.572	28.570
每股股息	8.064	4.258	2.239	2.395	2.593
每股账面值	134.277	146.467	168.072	183.899	199.668
利润率分析(%)					
毛利率	14.1	14.7	15.3	15.7	15.9
EBITDA利润率	2.6	3.2	5.1	5.2	5.3
EBIT利润率	1.9	2.4	3.2	3.5	3.7
净利率	1.0	2.2	2.8	3.0	3.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	14.1	14.7	15.3	15.7	15.9
EBITDA利润率	3.2	3.9	4.4	4.7	4.9
经营利润率	2.6	3.3	3.7	4.0	4.2
净利率	2.7	3.2	3.4	3.6	3.7
盈利能力(%)					
ROA	1.9	3.9	5.0	5.3	5.4
ROE	4.9	10.9	13.0	13.0	12.9
ROIC	4.9	6.0	8.6	9.3	9.3
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.5
存货周转天数	30.7	28.4	26.1	26.1	26.1
应收账款周转天数	5.6	6.8	6.8	6.8	6.5
应付账款周转天数	60.3	63.6	63.1	63.1	62.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。