

互联网	收盘价 美元 44.14	目标价 美元 56.00个	潜在涨幅 +26.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年10月15日

京东 (JD US)

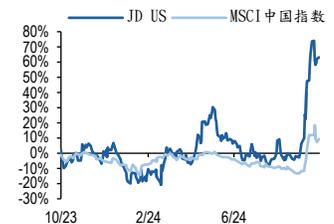
预计3季度业绩符合预期，以旧换新带动9月销售数据回暖

- 3季度业绩预览：预计3季度公司总收入同比增4.9%至2598亿元（人民币，下同），符合我们和市场的此前预期。预计调整后净利润为109亿元，同比增2%，市场预期为113亿元。预计业务健康度提升，毛利率率同比改善，营销费用持续投入，带动用户数保持双位数增长。
- 以旧换新拉动9月数据回暖：预计自营收入同比低个位数增长，其中带电品类较2季度增速恢复，日百品类高个位数增长（大商超保持双位数增长）。7/8月社零数据同比增2.7/2.1%，预计公司增速略快于大盘，9月以旧换新落地更多省市带动带电增速较7-8月显著提升。广告及佣金收入同比增速较2季度恢复，佣金调整回归正常可比基数同比转正，广告受GMV带动加速增长（预计GMV高个位数增长）。双十一于10月14日晚开卖，预计带动4季度自营收入实现中个位数增长。
- 估值：预计2024年公司收入/调整后净利润同比增4.6%/21.8%，看好以旧换新国补对拉动大件消费的持续性以及消费改善后公司业绩回暖的弹性，预计2025年收入/调整后净利润同比增5.8%/10%，其中零售业务受益于供应链能力提升保持盈利稳定增长，京东物流在精细化运营的利好下保持利润率提升趋势，我们将估值基准调整至2025年，基于13倍2025年公司整体市盈率，将目标价从41美元/159港元（9618 HK）上调至56美元/217港元，对应1.3倍PEG，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)	47.08
52周低位(美元)	21.44
市值(百万美元)	60,266.55
日均成交量(百万)	22.28
年初至今变化(%)	52.79
200天平均价(美元)	29.67

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	1,134,675	1,200,055	1,269,254
同比增长(%)	9.9	3.7	4.6	5.8	5.8
净利润(百万人民币)	28,220	35,200	42,858	47,210	51,435
每股盈利(人民币)	17.73	22.24	27.79	31.42	35.17
同比增长(%)	64.9	25.4	25.0	13.1	11.9
前EPS预测值(人民币)			27.77	27.99	29.87
调整幅度(%)			0.1	12.3	17.7
市盈率(倍)	17.6	14.1	11.2	9.9	8.9
每股账面净值(人民币)	134.28	146.47	171.42	197.02	224.25
市账率(倍)	2.33	2.13	1.82	1.59	1.39
股息率(%)	2.6	1.4	1.8	2.3	2.6

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 3 季度预测调整

年结 12 月 31 日 人民币百万	3Q23	2Q24	现预测 3Q24E	原预测 3Q24E	变动(%)	环比(%)	同比(%)	2024E	2025E	2026E
收入										
产品销售收入	195,304	233,908	203,933	203,336	0	-13	4	906,014	951,314	998,88
带电品类	119,316	145,061	121,106	120,509	0	-17	1	544,242	571,454	600,02
非带电品类	75,988	88,847	82,827	82,827	0	-7	9	361,771	379,860	398,85
服务收入	52,394	57,489	55,878	55,967	(0)	-3	7	228,662	248,741	270,37
广告佣金收入	19,529	23,425	21,134	21,346	(1)	-10	8	89,733	97,945	107,07
物流及其他收入	32,865	34,064	34,744	34,621	0	2	6	138,928	150,796	163,29
总收入	247,698	291,397	259,811	259,303	0	-11	5	1,134,675	1,200,055	1,269,25
<i>彭博一致预期</i>			<u>259,842</u>					<u>1,135,095</u>	<u>1,202,109</u>	<u>1,270,66</u>
收入成本	(208,947)	(245,459)	(217,280)	(216,541)	0	-11	4	(957,785)	(1,007,628)	(1,063,316)
毛利	38,751	45,938	42,530	42,762	(1)	-7	10	176,890	192,427	205,93
毛利润率 (%)	15.6	15.8	16.4	16.5				15.6	16.0	16.
运营费用	(29,448)	(35,437)	(32,017)	(32,269)	(1)	-10	9	(139,534)	(148,062)	(157,086)
履约费用	(15,225)	(17,221)	(16,543)	(16,700)	(1)	-4	9	(69,928)	(74,699)	(79,714)
营销费用	(7,955)	(11,867)	(9,276)	(9,335)	(1)	-22	17	(44,465)	(47,098)	(49,807)
研发投入	(3,794)	(4,217)	(4,150)	(4,178)	(1)	-2	9	(16,798)	(17,744)	(18,716)
一般行政开支	(2,474)	(2,132)	(2,049)	(2,056)	(0)	-4	-17	(8,344)	(8,521)	(8,850)
运营利润	9,303	10,501	10,513	10,493	0	0	13	37,356	44,365	48,85
调整后运营利润	11,097	11,596	11,928	11,906	0	3	7	42,601	50,187	55,00
调整后 EBITDA	12,889	13,530	13,876	13,855	0	3	8	50,599	58,693	64,10
调整后净利润	10,637	14,460	10,855	10,326	5	-25	2	42,858	47,210	51,43
调整后运营利润率 (%)	4.5	4.0	4.6	4.6				3.8	4.2	4.
调整后 EBITDA 利润率 (%)	5.2	4.6	5.3	5.3				4.5	4.9	5.
调整后净利润率 (%)	4.3	5.0	4.2	4.0				3.8	3.9	4.
调整后每股收益 (人民币)	6.70	9.36	7.04	6.69	5	-25	5	27.79	31.42	35.1
<i>彭博一致预期</i>			<u>7.39</u>					<u>25.73</u>	<u>27.56</u>	<u>29.9</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	99.11	119.00	20.1%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.82	19.00	-12.9%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.53	3.80	50.2%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	49.60	54.00	8.9%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.70	14.00	10.2%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	133.00	120.00	-9.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	7.19	5.90	-17.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	35.60	33.00	-7.3%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.15	29.00	3.0%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	44.14	56.00	26.9%	2024 年 10 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	136.03	194.00	42.6%	2024 年 08 月 26 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	107.81	111.00	3.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	17.06	8.50	-50.2%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.53	6.50	84.1%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	4.84	4.50	-7.0%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.88	13.80	26.8%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	57.65	80.00	38.8%	2024 年 08 月 01 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	436.00	513.00	17.7%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.52	14.00	33.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	85.01	113.00	32.9%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	27.30	30.00	9.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	183.60	228.00	24.2%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	21.05	24.00	14.0%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.00	16.30	16.4%	2024 年 10 月 14 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.76	13.50	25.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.73	1.50	-13.3%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.10	21.00	4.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.28	13.00	15.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.92	23.00	28.3%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	500.50	509.00	1.7%	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10月14日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,046,236	1,084,662	1,134,675	1,200,055	1,269,254
主营业务成本	(899,163)	(924,958)	(957,785)	(1,007,628)	(1,063,316)
毛利	147,073	159,704	176,890	192,427	205,938
销售及管理费用	(111,836)	(114,401)	(122,736)	(130,318)	(138,372)
研发费用	(16,893)	(16,393)	(16,798)	(17,744)	(18,716)
其他经营净收入/费用	1,379	(2,885)	0	0	0
经营利润	19,723	26,025	37,356	44,365	48,850
Non-GAAP标准下的经营利润	27,583	35,441	42,601	50,187	55,000
财务成本净额	(2,106)	(2,881)	(2,757)	(2,400)	(2,400)
应占联营公司利润及亏损	(2,195)	1,010	412	0	0
其他非经营净收入/费用	(1,555)	7,496	9,357	8,000	8,000
税前利润	13,867	31,650	44,368	49,965	54,450
税费	(4,176)	(8,393)	(6,675)	(7,495)	(8,168)
非控股权益	689	910	(1,110)	(843)	(757)
净利润	10,380	24,167	36,582	41,628	45,526
作每股收益计算的净利润	10,380	24,167	36,582	41,628	45,526
Non-GAAP标准的净利润	28,220	35,200	42,858	47,210	51,435

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	85,115	79,398	94,360	112,858	153,978
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	26,642	26,027	27,564
存货	77,949	68,058	68,394	75,159	76,327
其他流动资产	22,501	19,045	19,978	21,153	22,406
总流动资产	351,074	307,810	345,365	384,788	444,826
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	100,792	105,165	109,791
总长期资产	244,176	321,148	320,808	327,651	334,900
总资产	595,250	628,958	666,173	712,439	779,726
短期贷款	12,146	5,034	0	0	0
应付账款	204,085	208,822	214,165	230,701	238,451
其他短期负债	50,330	51,794	55,577	58,613	62,861
总流动负债	266,561	265,650	269,742	289,314	301,312
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	324,451	323,781	340,714
股本	184,041	184,204	178,017	167,544	153,112
储备及其他资本项目	29,325	47,654	86,402	128,473	174,853
股东权益	213,366	231,858	264,419	296,017	327,964
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	341,722	388,659	439,011

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	44,368	49,965	54,450
合资企业/联营公司收入调整	2,195	(1,010)	(412)	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	2,745	10,568	6,193
利息调整	2,106	2,881	2,757	2,400	2,400
税费	(4,176)	(8,393)	(6,675)	(7,495)	(8,168)
其他经营活动现金流	14,472	9,554	2,494	1,161	1,385
经营活动现金流	57,819	59,521	66,866	77,093	77,383
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)	(8,800)	(10,715)	(11,802)
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)	(22,456)	(28,979)	(4,195)
汇率收益/损失	3,490	125	1,808	966	1,387
年初现金	76,652	85,103	79,451	94,360	112,858
年末现金	85,115	79,398	94,360	112,858	153,978

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	24.283	28.386	31.914
全面摊薄每股收益	6.532	15.267	23.716	27.706	31.129
Non-GAAP标准下的每股收益	17.730	22.236	27.785	31.421	35.169
每股股息	8.064	4.258	5.705	7.131	8.070
每股账面值	134.277	146.467	171.422	197.017	224.249
利润率分析(%)					
毛利率	14.1	14.7	15.6	16.0	16.2
EBITDA利润率	2.6	3.2	5.2	5.4	5.5
EBIT利润率	1.9	2.4	3.3	3.7	3.8
净利率	1.0	2.2	3.2	3.5	3.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	14.1	14.7	15.6	16.0	16.2
EBITDA利润率	3.2	3.9	4.5	4.9	5.1
经营利润率	2.6	3.3	3.8	4.2	4.3
净利率	2.7	3.2	3.8	3.9	4.1
盈利能力(%)					
ROA	1.9	3.9	5.6	6.0	6.1
ROE	4.9	10.9	14.7	14.9	14.6
ROIC	4.9	6.0	9.0	9.9	9.8
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	25.6	25.6	25.6
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	63.1

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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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及光大证券股份有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。