

京东集团-SW (09618.HK)

品类快速扩张，全渠道布局深化

京东 2021Q3 收入超预期，持续投入战略业务。京东 2021Q3 收入为 2187 亿元，同比增长 25.5%。商品收入同比增长 23% 至 1860 亿元，服务收入同比增长 43% 至 327 亿元。Q3 non-GAAP 归母净利润为 50 亿元，non-GAAP 归母净利率由去年同期 3.2% 下降至 2.3%，主要由于营销费用正常化、持续投资京东物流以及新业务等。

按业务，Q3 京东物流经营亏损率 2.8%，较上半年好转。新业务经营亏损率由去年同期 27.9% 扩大至 36.2%。京东零售方面，Q3 经营利润率 4%，去年同期为 4.2%，尽管短期面临品类结构向高频转变、以及探索全渠道等新商业模式的影响，但随着技术推动的规模效应和运营效率的提高，预计长期将实现稳中有升的利润率水平。

加强下沉市场，用户活跃提升。截至 Q3 京东年度活跃购买用户数同比增长 25% 至 5.52 亿，Q3 单季新增 2000 万人，其中下沉市场贡献大多数用户。用户活跃度提升，9 月移动端 DAU 同比增长超 30%，Q3 订单量同比增长 40%、人均下单频次增加 23%。

京东通过京喜事业群继续深耕下沉市场，聚焦效率提升和用户体验。京喜 7 月主动战略聚焦 10 个省份，优化供应链和成本结构，单均履约成本较业务早期下降近 50%，用户体验不断改善，赋能团长和小店收入明显提升。

品类快速扩张，平台生态改善。京东推动全品类策略，Q3 自营和第三方品类均快速扩张。自营方面，Q3 日百商品收入同比增长 29% 至 751 亿元、占收入比重为 34%，驱动力主要来自高频的商超业务。商超 1P 业务订单量两年 CAGR 为 35%，商超品类贡献用户量、单用户订单量继续增加，购买产品包括食品饮料、生鲜、母婴等。

第三方平台生态持续改善，主要体现在：1) 商家类别和数量环比同比均加速增长，Q3 京东主站第三方商家成功入驻数量为上半年总和的 3 倍，其中时尚居家的新商家入驻数量最多。2) 商家经营效率、成长性、经营满意度提升。3) 平台业务 NPS 不断上升，其中时尚居家的 NPS 创历史新高。

技术赋能商家，全渠道布局深化。近五年，京东体系技术研发投入近 750 亿元。Q3 京东在商品采购、基础设施、技术研发、物流履约、员工薪酬福利、品牌商家扶持等实体经济相关投入占比 96%。基础设施方面，京东加强供应链和技术中台能力输出。Q3 京东物流的收入为 257 亿元、同比增长 43%，其中外部客户收入占比持续超过 50%、本季度再创新高。截至 Q3 运营仓库数达 1300 个，包含云仓在内的仓储总面积约 2300 万平方米，且运营效率持续优化，Q3 存货周转天数缩短为 30.1 天。

京东全渠道深度链接线下实体零售业态、推动行业数字化，打开京东零售长期发展空间。京东具备行业最全的三大五种供应链模式，即 B2C 模式、产地模式和本地零售（到家、到店、社区）模式。京东全渠道战略布局不断深化，尤其关注供应链、数字化运营和整合营销等能力建设，前三季度京东全渠道 GMV 同比增长近 100%。

重申“买入”评级。预计公司 2021-2023 年收入 9542/11635/13668 亿元，non-GAAP 归母净利 161/231/300 亿元，同比增长 -4%/44%/29%。基于分部估值法，给予京东港股（9618.HK）413 港元/美股（JD.O）106 美元目标价，重申“买入”评级。

风险提示：平台商家生态发展不及预期；站外流量增长不及预期；第三方物流变现不及预期；消费者消费意愿不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	576,888	745,802	954,202	1,163,466	1,366,775
增长率 yoy (%)	25	29	28	22	17
Non-GAAP 归母净利(百万元)	10,750	16,828	16,119	23,146	29,950
增长率 YoY(%)	211	57	-4	44	29
Non-GAAP EPS(元)	3.62	5.28	5.06	7.26	9.40
净资产收益率 (%)	16.7	27.1	0.5	1.9	3.6
P/E (倍)	80	55	57	40	31
P/B (倍)	17.0	10.3	15.3	8.7	7.6

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 19 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	互联网零售
前次评级	买入
11 月 19 日收盘价(港元)	352.40
总市值(百万港元)	1,093,959.55
总股本(百万股)	3,129.79
其中自由流通股(%)	86
30 日日均成交量(百万股)	5.43

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruofei@gszq.com

相关研究

1、《京东集团：全渠道赋能，商家与用户快速增长》

2021-08-24

2、《京东集团：开放供应链生态，加强平台合作》

2021-05-20

3、《京东集团：加强供应链建设，持续开放生态》

2021-03-12

4、《京东集团：拓宽流量场，开放供应链》2020-11-17

5、《京东集团：破局再造，让去中心化流量星火燎原》

2020-07-19



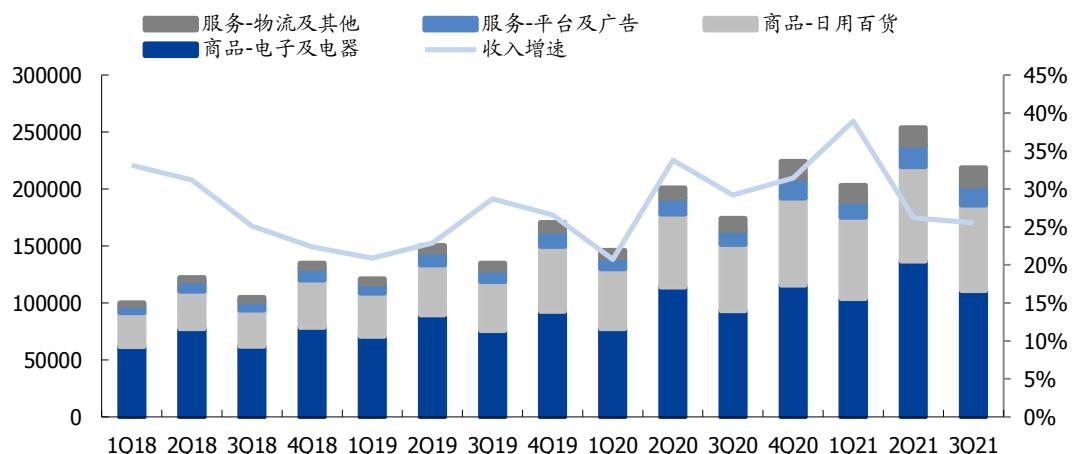
请仔细阅读本报告末页声明

财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	139,095	234,801	305,611	330,074	390,161	营业收入	576,888	745,802	954,202	1,163,466	1,366,775
现金	36,971	86,085	104,422	121,435	145,972	营业成本	492,467	636,694	823,521	1,001,425	1,175,095
应收账款	6,191	7,112	9,908	9,483	9,500	营销开支	22,234	27,156	38,321	46,691	54,804
预付账款	593	3,768	1,873	3,691	2,838	行政开支	5,490	6,409	10,280	10,258	12,051
存货	57,932	58,933	92,224	74,680	88,528	履约开支	36,968	48,700	61,044	76,811	87,964
其他流动资产	37,407	78,904	97,184	120,784	143,325	研发开支	14,619	16,149	17,818	21,719	25,515
非流动资产	120,629	187,487	198,780	210,949	223,756	其他	3,885	1,649	749	0	0
固定资产	20,654	22,597	19,371	17,022	15,311	营业利润	8,995	12,343	3,967	6,562	11,346
在建工程	5,806	7,906	11,906	15,906	19,906	投资损益	-1,738	4,291	-646	-	-
无形资产	4,110	6,463	6,463	6,463	6,463	利息收入	1,786	2,753	-	-	-
股权投资	35,576	58,501	67,501	76,501	85,501	利息费用	725	1,125	1,726	2,422	3,214
证券投资	21,417	39,085	39,085	39,085	39,085	其他净额	5,375	32,556	-568	-	-
其他非流动资产	33,066	52,934	54,452	55,971	57,489	利润总额	13,693	50,819	1,027	4,140	8,132
资产总计	259,724	422,288	504,391	541,023	613,917	所得税	1,802	1,482	2,082	-1,032	-2,027
流动负债	140,017	174,017	238,875	270,334	333,070	净利润	11,890	49,337	-1,055	5,172	10,159
短期借款	0	0	4,766	9,531	14,297	少数股东损益	-294	-68	-1,216	-1,848	-1,848
应付账款	90,428	106,818	148,307	161,933	202,110	归属母公司净利润	12,184	49,405	161	7,020	12,008
预付款项	16,079	20,998	26,439	31,401	36,546	Non-GAAP 归母净利	10,750	16,828	16,119	23,146	29,950
其他流动负债	33,510	46,200	59,363	67,469	80,117	EBITDA	10,938	16,762	9,813	12,282	16,427
非流动负债	19,082	26,652	26,652	26,652	26,652	Non-GAAP EPS(元)	3.62	5.28	5.06	7.26	9.40
长期借款	3,139	2,936	2,936	2,936	2,936						
其他非流动负债	15,943	23,716	23,716	23,716	23,716						
负债合计	159,099	200,669	265,527	296,987	359,722						
少数股东权益	2,804	16,943	15,727	13,879	12,031						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	90,676	153,357	171,657	171,657	171,657						
储备及其他	-8,821	34,185	34,346	41,366	53,374						
归母股东权益	81,856	187,543	206,004	213,024	225,032						
夹层权益	15,964	17,133	17,133	17,133	17,133						
负债及权益总额	259,724	422,288	504,391	541,023	613,917						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24,781	42,544	28,577	49,987	57,511	成长能力					
除税前利润	11,890	49,337	-1,055	5,172	10,159	营业收入(%)	24.9	29.3	27.9	21.9	17.5
折旧及摊销	5,828	6,068	6,595	5,719	5,081	营业利润(%)	443.4	37.2	-67.9	65.4	72.9
股权激励费用	3,695	4,156	0	0	0	归属于母公司净利润(%)	589.0	305.5	-99.7	4272.8	71.0
营运资金变动	7,343	18,678	-23,037	-39,096	-42,270	盈利能力					
其他经营现金流	-3,974	-35,694	46,074	78,192	84,541	毛利率(%)	14.6	14.6	13.7	13.9	14.0
投资活动现金流	-25,349	-57,811	-37,740	-37,740	-37,740	净利润率(%)	2.1	6.6	0.0	0.6	0.9
资本支出	-9,000	-12,457	-8,888	-8,888	-8,888	ROE(%)	16.7	27.1	0.5	1.9	3.6
长期投资	-7,673	-16,969	-9,000	-9,000	-9,000	ROIC(%)	3.9	4.8	0.5	3.4	5.5
其他投资现金流	-8,677	-28,385	-19,852	-19,852	-19,852	偿债能力					
筹资活动现金流	2,572	71,072	23,066	4,766	4,766	资产负债率(%)	61.3	47.5	52.6	54.9	58.6
短期借款	-166	-1,816	4,766	4,766	4,766	净负债比率(%)	-49.0	-47.5	-49.8	-53.9	-59.8
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	1.0	1.3	1.3	1.2	1.2
普通股增加	-131	31,030	15,900	0	0	速动比率	0.6	1.0	0.9	0.9	0.9
其他筹资现金流	2,869	41,858	2,400	0	0	营运能力					
现金净增加额	2,410	50,723	13,903	17,013	24,536	总资产周转率	2.5	2.2	2.1	2.2	2.4
						应收账款周转率	66.7	112.1	112.1	120.0	144.0
						应付账款周转率	5.8	6.5	6.5	6.5	6.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.62	5.28	5.06	7.26	9.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	17.02	28.16	18.91	33.08	38.06
						每股净资产(最新摊薄)	28.10	62.06	68.17	70.50	74.47
						估值比率					
						P/E	79.7	54.7	57.1	39.8	30.7
						P/B	17.0	10.3	15.3	8.7	7.6
						EV/EBITDA	10.3	4.7	4.2	4.1	3.9

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为2021年11月19日收盘价

图表1：京东收入结构及增速（百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：京东年度活跃买家数



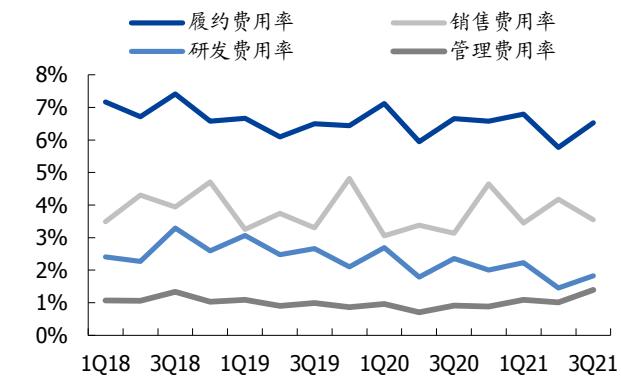
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：京东物流仓库数及仓库面积



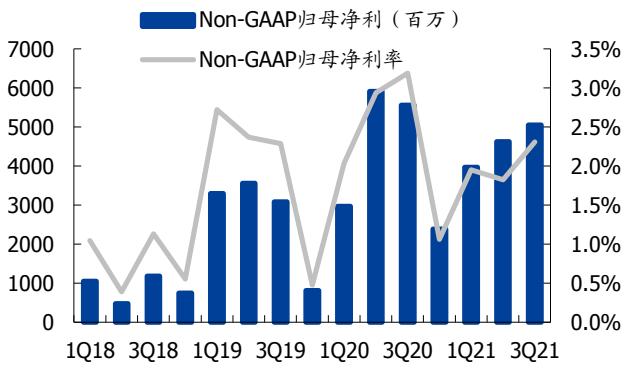
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表4：京东各项费用率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：京东Non-GAAP归母净利润及净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：京东集团财务情况预测：季度

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21e	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q22e
年度活跃买家数(百万)	500	532	552	578	607	641	660	685
yoy	29%	27%	25%	23%	22%	21%	20%	19%
收入构成(亿元)								
总收入	2,032	2,538	2,187	2,785	2,521	3,135	2,634	3,345
商品收入	1,753	2,197	1,860	2,381	2,153	2,677	2,247	2,852
服务收入	279	341	327	404	367	458	386	492
收入增速								
总收入	39%	26%	26%	24%	24%	24%	20%	20%
商品收入	35%	23%	23%	24%	23%	22%	21%	20%
服务收入	73%	49%	43%	26%	32%	34%	18%	22%
毛利(亿元)	291	317	311	387	351	437	367	466
毛利率	14%	13%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Non-GAAP 归母净利(亿元)	40	46	50	25	58	71	70	32
Non-GAAP 归母净利率	2.0%	1.8%	2.3%	0.9%	2.3%	2.3%	2.6%	1.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com