



买入（维持）

所属行业：资讯科技业/软件服务
当前价格(港币)：270.80元

证券分析师

花小伟
资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰
邮箱：cuishf@tebon.com.cn
许悦
邮箱：xuyue@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.39	-6.61	-2.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《京东集团-SW (09618.HK) 年报点评：下沉市场业务稳步推进，3P 业务空间广阔》，2021.4.30
- 《京东集团-SW (09618.HK)：下沉市场挖潜打开业务空间，物流成本优化提升净利水平》，2021.4.15

京东集团-SW(09618.HK)一季报点评：新业务持续拓展，零售长期利润率提升空间仍存

投资要点

- 京东集团发布 2021 年 1 季报，1Q21 公司实现营业收入 2032 亿元，同比增长 39.0%；1Q21 公司实现归母净利润 36 亿元，同比增长 227.3%。1Q21 公司 Non-GAAP 归母净利润为 40 亿元，同比增长 33.3%。用户方面，截止 1Q21 的活跃用户由 3.874 亿人提升至 4.998 亿人，同比增长 29.0%，其中用户增长主要来自下沉市场，1Q21 下沉市场新增用户占总新增用户的 81%。
- 结合京东供应链、履约优势稳步推进社区电商。我们预计公司将利用现有的 B2C 物流网络，与品牌商的长期合作关系，为消费者提供更丰富的选择。公司聚焦打造高效供应链和履约模式。京喜拼拼 1Q21 已布局 17 个省份，较 4Q20 新增 5 个省份。根据阿拉丁指数，京喜拼拼 2021 年 3 月以来，小程序活跃度、日活跃用户均有所提升，2021 年 3 月月均指数为 6392，4 月以来指数自逐步提升，目前稳定在 7000 以上。
- 核心零售长期利润率仍有提升空间，但同比数据受 2020 年社保减免、市场推广降低等影响。利润端的驱动力就是规模经济、3P 业务占比提升。1) 公司在零售百货品类下的许多商品的采购成本还是比线下商超高 3-5%，所以随着规模的提升，在一些品类上还有较大的利润率提升空间。2) 公司 3P 业务过去几年一直受到外部异常影响，因此业务市场化后会对利润率有积极影响。但短期来看，2020 年政府对企业的社保减免政策以及疫情下公司市场推广费用的降低在 2021 年将不再延续，这些影响对利润率将有一定压力。
- 投资建议：我们预计 2021-2023 年公司实现营收 9461/11304/13150 亿元，分别同比 27%/20%/16%；归母净利润分别为 190/282/353 亿元，分别同比 -62%/+49%/+25%。我们维持“买入”评级，并维持每股合理价值 377.69 港元。
- 风险提示：市场竞争加剧，新业务发展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	3,117.97
流通港股(百万股):	2,673.72
52 周内股价区间(港元):	226.00-422.80
总市值(百万港元):	844,346.28
总资产(百万港元):	491,018.27
每股净资产(港元):	71.60

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	576888	745802	946104	1130414	1314985
(+/-)YOY(%)	24.9%	29.3%	26.9%	19.5%	16.3%
净利润(百万元)	12184	49405	19023	28242	35348
(+/-)YOY(%)	-589.0%	305.5%	-61.5%	48.5%	25.2%
全面摊薄 EPS(元)	4.17	15.88	6.10	9.06	11.34
毛利率(%)	14.6%	14.6%	15.1%	15.4%	15.6%
净资产收益率(%)	14.9%	26.3%	9.2%	12.0%	13.1%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



图 1：京喜拼拼小程序指数 4 月以来有所提升



资料来源：阿拉丁指数，德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	15.88	6.10	9.06	11.34
每股净资产	71.08	77.24	86.30	97.67
每股经营现金流	13.64	14.71	16.49	18.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	17.87	36.84	24.81	19.83
P/B	3.98	2.91	2.60	2.30
P/S	1.18	0.74	0.62	0.53
EV/EBITDA	11.30	26.52	22.55	17.66
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.6%	15.1%	15.4%	15.6%
净利润率	6.6%	2.0%	2.5%	2.7%
净资产收益率	26.3%	9.2%	12.0%	13.1%
资产回报率	11.7%	3.9%	5.0%	5.5%
投资回报率	26.9%	7.0%	9.2%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.3%	26.9%	19.5%	16.3%
EBIT 增长率	38.3%	-71.7%	47.3%	23.0%
净利润增长率	305.5%	-61.5%	48.5%	25.2%
偿债能力指标				
资产负债率	47.5%	51.2%	52.2%	52.4%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0
现金比率	0.5	0.5	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.2	3.3	3.5	3.5
存货周转天数	33.0	31.7	33.7	33.7
总资产周转率	1.8	1.9	2.0	2.1
固定资产周转率	26.2	30.5	35.4	40.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	49405	19023	28242	35348
少数股东损益	-68	182	4	106
非现金支出	6087	3972	3939	3909
非经营收益	-31558	-296	-1018	-1578
营运资金变动	18678	22981	20246	20482
经营活动现金流	42544	45863	51413	58267
资产	-12457	-3562	-3562	-3562
投资	-47853	-11020	-13192	-14074
其他	2499	927	1650	2210
投资活动现金流	-57811	-13655	-15104	-15427
债权募资	5739	0	0	0
股权募资	31709	0	0	0
其他	33624	-632	-632	-632
融资活动现金流	71072	-632	-632	-632
现金净流量	50723	31576	35678	42209

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	745802	946104	1130414	1314985
营业成本	636694	803242	955948	1109847
毛利率%	14.6%	15.1%	15.4%	15.6%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	27156	35945	42455	49327
营业费用率%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用	0	0	0	0
管理费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	16149	22379	26303	30413
研发费用率%	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%
EBIT	65803	18612	27410	33716
财务费用	-1628	-229	-545	-902
财务费用率%	-0.2%	-0.0%	-0.0%	-0.1%
资产减值损失				
投资收益	4291	927	1650	2210
营业利润	10694	18612	27410	33716
营业外收支	40125	1157	2195	3111
利润总额	50819	19768	29605	36828
EBITDA	71890	22584	31349	37626
所得税	1482	563	1359	1374
有效所得税率%	2.9%	2.8%	4.6%	3.7%
少数股东损益	-68	182	4	106
归属母公司所有者净利润	49405	19023	28242	35348

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	86085	117661	153338	195547
应收账款及应收票据	7112	10463	11812	13774
存货	58933	82513	96703	111116
其它流动资产	82672	90432	102746	115449
流动资产合计	234801	301069	364600	435885
长期股权投资	58501	64059	70078	76657
固定资产	30503	31482	32384	33213
在建工程				
无形资产	17367	15978	14700	13524
非流动资产合计	81115	81115	81115	81115
资产总计	422288	493703	562876	640393
短期借款	3260	3260	3260	3260
应付票据及应付账款	106818	142904	167565	194046
预收账款				
其它流动负债	63938	80064	96329	111911
流动负债合计	174017	226227	267154	309217
长期借款	12531	12531	12531	12531
其它长期负债	14121	14121	14121	14121
非流动负债合计	26652	26652	26652	26652
负债总计	200669	252879	293806	335869
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	187543	206567	234809	270157
少数股东权益	34076	34257	34261	34368
负债和所有者权益合计	422288	493703	562876	640393

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

许悦，南洋理工大学硕士，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。