

京东商城 (JD.COM) 2014H1 业绩跟踪

收入快速增长彰显体验壁垒，平台、金融线快速发展力助盈利可控

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

● 收入快速增长彰显体验壁垒，与腾讯战略合作大幅加速向移动端转型步伐

京东商城公布 14Q2 业绩，Q1、Q2 收入分别同比增长 65.1%、63.9%，拉动 14H1 收入同比增长 64.4% 到 513 亿人民币；Q1、Q2 净 GMV 分别同比增长 81%、107%，拉动 14H1 同比增长 97% 至 989 亿人民币，远超同期行业增速（艾瑞测算中国网购市场 14H1 同比增长 47%）；即使排除拍拍网/QQ 网购京东 Q2GMV 同比增长亦达 85%，彰显京东在客户体验壁垒支撑下持续超越行业增长。拆分收入观察：1) 活跃用户、订单快速增长是公司体验壁垒的最好体现：Q1、Q2 活跃用户分别同比增长 101%、94% 至 3340 万、3810 万；订单分别同比增长 124%、126% 至 1.29 亿、1.64 亿，活跃用户和订单数的快速增长助推 GMV 保持高增速，腾讯其中贡献明显；2) 平台在体验壁垒下高速发展：14Q2 京东平台销售净 GMV 同比增长 246% 至 238 亿，远高于自营 62% 的增速，GMV 占比达 37.8%，即使排除拍拍网/QQ 网购京东平台 Q2 同比增长亦达 160%；Q2 京东平台商家达 3.8 万家，环比 Q1 增长 31%；倒推单位商家全年销售额 251 万，销售规模持续增长。3) 非 3C 家电品类占比快速提升，体现品类拓展顺利，助推销售额高速增长：Q1 京东非 3C 家电类产品净 GMV 同比增长 167%，远高于 3C 家电 74% 的增长，非 3C 品类 GMV 占比亦提升至 44.8%；Q2 单位订单金额同比下降 8% 至 385 元，从侧面反映了京东商城持续向非 3C 家电类扩张。品类持续拓展将有助于京东销售额持续快速增长。4) 移动端订单占比达 24%，环比 Q1 大幅提升 6pp，腾讯贡献明显，预计移动端订单占比仍将在与腾讯磨合中持续提升。

● 互联网金融开始成为利润重要贡献点，费用率在收购资产摊销、人员增加、促销加强下快速增长

京东商城 Q1、Q2 毛利率分别同比增长 -0.8%、2.1% 至 10%、11%，Q2 毛利率同比大幅提升主要因为服务及其他收入同比大幅增长 185.8% 至 15.95 亿人民币，Q2 产生 9.12 亿人民币的互联网金融收入（预计毛利率 50% 以上）对整体毛利率提升功不可没，预计主营毛利率仍在品类调整过程中持续提升。Q2 互联网金融收入占平台 GMV 的 3.83%，预计仍有明显的提升空间，将成为公司利润重要贡献点。14Q2 销售管理费用同比大幅增长 121%，销售管理费用率亦同比大幅提升 3.55pp 至 13.78%，主要因为 Q2 股权激励费用可收购腾讯资产摊销增加，排除以上因素后 Q2 销售管理费用同比增加 96%，销售管理费用率同比提升 1.93pp 至 11.79%。拆分观察，Q2 物流费用率同比快速提升 1.38pp 至 6.86%，主要因为 13 年同期物流费用率处于低点，我们判断物流费用率将稳定在 6.5%-7.0% 区间内。管理、技术、市场费用率分别增长 0.16pp、0.19pp、0.20pp 至 0.90%、1.39%、2.64%，主要因为 Q2 促销加强，已经收购腾讯资产后人员增加，我们预计管理、市场费用率将维持稳定，技术费用率将随公司在新技术、新业务上的持续投入而仍有提升空间。

● 盈利预测与投资建议：收入持续超越行业增长支撑估值，金融线等新业务快速增长提供盈利

我们判断京东将会成为重塑中国商业链条，提升行业整体运行效率的“中国版亚马逊”：与亚马逊不同的地方在于京东将专注重塑中国的物流、供应链金融和本地生活平台体系，与亚马逊相同的地方在于预计京东将主动控制自身盈利水平，持续在供应链、信息系统、本地生活入口和客户服务上大规模投入，持续完善长期产品、价格和服务上的超一流体验壁垒。

按未来三年维度观察，以下六点趋势将让京东估值水平持续逼近甚至超越亚马逊：1) GMV 长期保持明显高于 B2C 电商行业增速，这是京东在完善客户体验壁垒的核心体现；2) 物流快速完善，在适当地区适当时候向非京东商家开放，物流费用率保持稳定；3) 移动端交易规模爆发，占比快速提升；4) 供应链金融快速、稳健培育；

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：智健 020-87555888-8423 zhijian@gf.com.cn

5) 便利店等本地生活平台计划持续有所突破; 6) 集中于用户精准推送和体验的新技术、新模式持续推出, 信息费率快速提升是一个良好信号。

由于京东将会在打造用户体验壁垒上持续投入, 我们继续采用 PS 估值。由于京东未来模式将更逼近亚马逊, 同时有机会重塑中国商业供应链和线上零售+本地生活平台商业模式, 理应享有逼近甚至超越亚马逊的估值。我们以亚马逊 01-13 年平均 PS 的 80%-120% 作为京东的目标估值区间, 预计合理 PS 在 1.6X-2.4X 中枢, 对应 14、15 年总市值 420、650 亿美元。

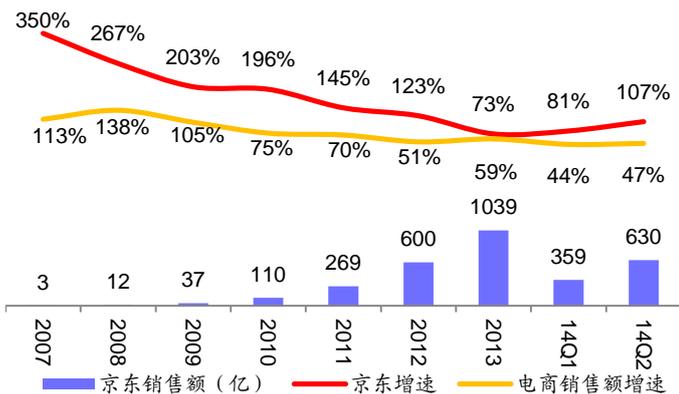
● 风险提示

行业增速大幅放缓, 与腾讯战略合作、互联网金融、本地生活平台开拓进度不达预期。

相关研究:

京东商城 (JD.COM) 跟踪系列报告: 控制盈利以加速增强客户体验壁垒, 获取持续超越行业增长	2014-06-25
京东 IPO 后时代价值判断: 提升行业运行效率, 重塑中国商业链条	2014-05-23
商业贸易行业移动互联转型跟踪报告: 京东 13 年增长远超行业增速, 零售行业移动互联转型将大幅加速	2014-03-23
从京东看中国电商转折点报告之二: 以移动和大数据为核心, 拓展金融等增长点	2014-02-10
从京东看中国电商转折点报告之一: 京东在 PC 电商巅峰时刻上市将获溢价	2014-02-07

图1: 京东14Q2净GMV与行业差距继续拉大

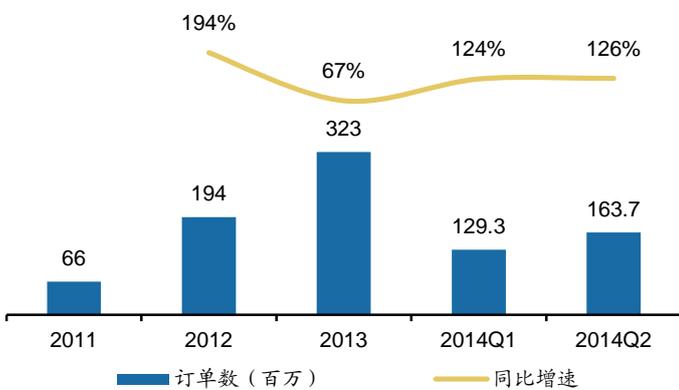


数据来源: 公司报表、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图2: 活跃用户同比增速Q1、Q2近100%



图3: 订单同比增速Q1、Q2连续超过120%



数据来源: 公司报表、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图4: 客单价Q1、Q2在品类扩张下持续下降

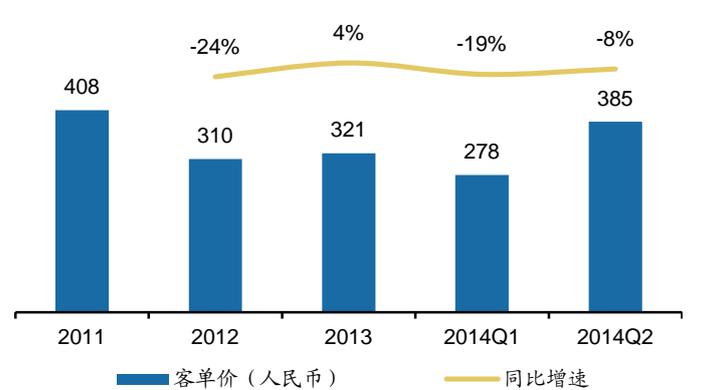
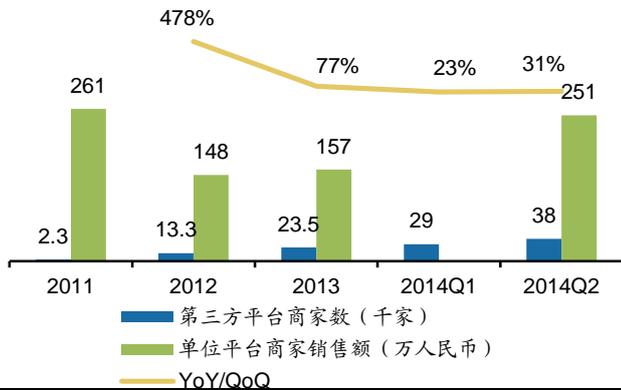


图5: 平台商户数平稳增长, 商家销售额持续增长



数据来源: 公司报表、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图6: 京东毛利率因平台收入快速增长而增长

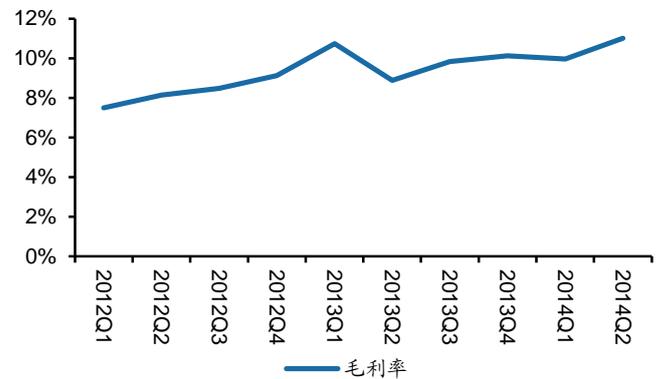
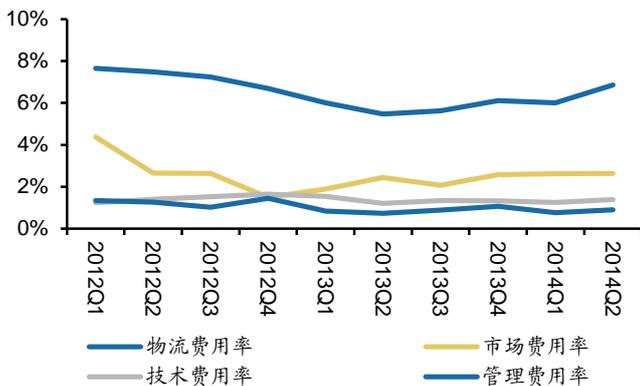


图7: 14Q2物流费用率在物流快速扩张下有所回升



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图8: 京东净利率将长期在0附近徘徊

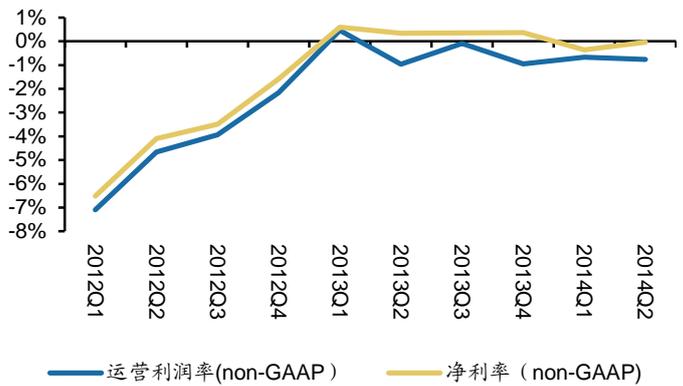
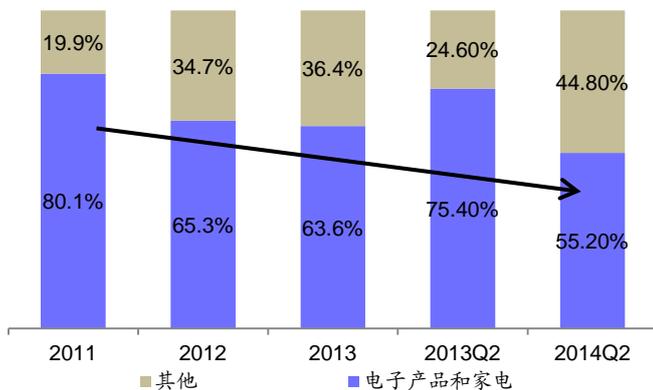


图9: 京东非3C、电子类产品V占比快速提升



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图10: 京东平台GMV占比快速提升

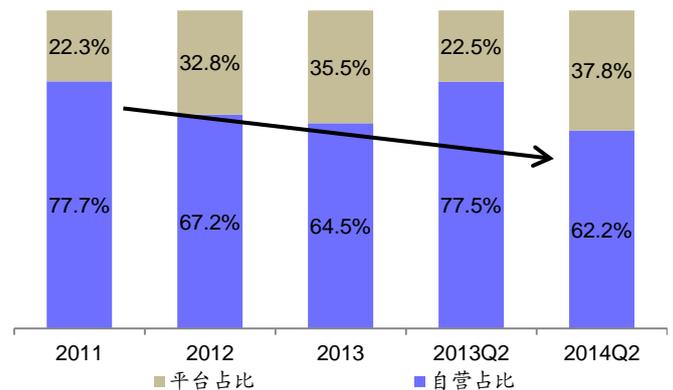


图11: 京东日均IP访问量持续走高

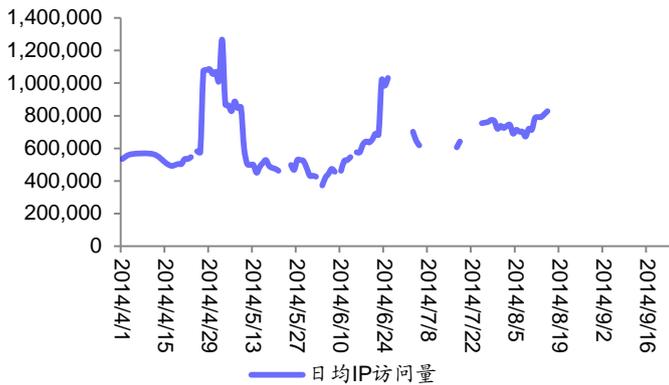
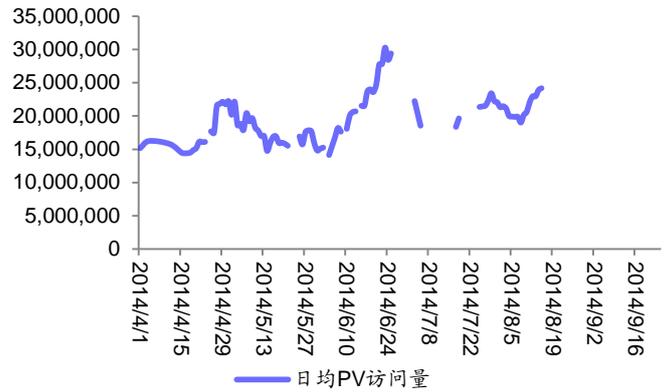


图12: 京东日均PV访问量持续走高



数据来源: Alexa、广发证券发展研究中心

表 1: 京东商自建物流快速扩张

京东物流核心指标	2013	2014Q1	2014Q2
物流覆盖城市数		1404	1780
QoQ			27%
仓库数量	82	86	97
QoQ			13%
仓库建面(万平)	130	150	180
QoQ			20%
提供“211”的城市	31	103	111
QoQ			8%
第二天送达服务城市	206	503	622
QoQ			24%
配送站	1453	1620	1808
QoQ			12%
配送站城市数	460	495	715
QoQ			44%

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表 2: 京东商城市值预测: 14 年合理 PS 在 1.8X-2.2X 中枢, 对应估值 313-420 亿美元

	PS	京东 2014E	京东 2015E	京东 2016E
净收入(亿人民币)		1105	1714	2507
增速		59%	55%	46%
京东商城市值预测(亿美元)				
亚马逊 01-13 年 PS 均值×120%	2.35	420	650	950
亚马逊 01-13 年 PS 均值	1.96	347	539	788
亚马逊 01-13 年 PS 均值×80%	1.57	278	431	630

数据来源: 招股书、Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 3: 京东商城预测模型: 利润表 (non-GAAP 调整)

单位: 百万人民币	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	14Q1	14Q2
销售收入:								
网上直销	20,888	40,335	67,018	105,888	163,068	236,449	21,781	27,018
增速	143.8%	93.1%	65.0%	58.0%	54.0%	45.0%	63.5%	59.9%
网购市场增速	248.3%	102.9%	65.5%	47.1%	43.8%	33.3%	71.4%	72.7%
服务及其他	241	1,046	2,322	4,992	9,485	16,598	876	1,595
增速	1318%	334.0%	122.0%	115.0%	90.0%	75.0%	117.4%	185.8%
服务收入占比	1.1%	2.5%	3.3%	4.5%	5.5%	6.6%	3.9%	5.6%
总净收入	21,129	41,381	69,340	110,880	172,553	253,047	22,657	28,613
增速	146.2%	95.8%	67.6%	59.9%	55.6%	46.6%	65.1%	63.9%
运营费用:								
营业成本	19,977	37,898	62,496	98,446	151,297	218,956	20,396	25,458
主营毛利率(假设服务及其他收入毛利率 90%)	4.5%	6.3%	7.1%	7.5%	7.8%	8.1%	6.8%	6.4%
整体毛利率	5.5%	8.4%	9.9%	11.2%	12.3%	13.5%	10.0%	11.0%
物流费用	1,477	2,984	4,028	7,207	11,388	16,954	1,360	1,962
收入占比	7.0%	7.2%	5.8%	6.5%	6.6%	6.7%	6.0%	6.9%
市场费用	473	1,088	1,581	2,994	4,831	7,338	594	756
收入占比	2.2%	2.6%	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%	2.6%	2.6%
信息技术费用	239	611	930	1,663	2,933	5,061	175	297
收入占比	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	0.8%	1.0%
管理及其他费用	296	527	622	1,109	1,726	2,530	175	257
收入占比	1.4%	1.3%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%
总运营费用	2,485	5,209	7,162	12,973	20,879	31,884	2,304	3,272
收入占比	11.8%	12.6%	10.3%	11.7%	12.1%	12.6%	10.2%	11.4%
运营利润	-1,333	-1,726	-318	-539	377	2,207	-43	-116
运营利润率	-6.3%	-4.2%	-0.5%	-0.5%	0.2%	0.9%	-0.2%	-0.4%
其他收入/支出:								
利息收入	56	176	344	518	564	490	98	155
利息支出		8	8.44	10.00	12.00	14.00	-5	-8
其他收入	64	60	194	200	210	220	-39	59
收入占比	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.2%
税前收入	-1,213	-1,498	211	169	1,138	2,903	21	106
税费		6	0	42	285	726	3	0
净利润	-1,213	-1,504	211	127	854	2,177	-96	-12
净利率	-5.74%	-3.64%	0.30%	0.11%	0.49%	0.86%	-0.42%	-0.04%

注: 费用率、运营利润、净利润为 non-GAAP。

数据来源: 招股书、广发证券发展研究中心

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲:** 首席分析师, 华南理工大学管理工程硕士, 2000年进入广发证券, 2005年开始从事零售行业研究。2013年度新财富批零行业第二名, 金牛分析师第二名, 水晶球奖第一名, 第一财经分析师第一名; 2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名; 2011年度新财富批零行业第三名, 金牛分析师第三名, 2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛:** 资深分析师, 浙江大学金融学硕士, 拥有4年零售行业研究经历, 2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名, 金牛分析师第四名, 水晶球奖第二名, 2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 智健:** 研究助理, 哥伦比亚大学运筹学硕士, 浙江大学金融学、自动化双学士, 2013年进入广发证券发展研究中心。2013年度新财富批零行业第二名(团队), 金牛分析师第二名(团队), 水晶球奖第一名(团队), 第一财经分析师第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

