

商业贸易行业-京东商城 3Q14 业绩点评

规模增长是王道，成本控制是核心，在正确的道路上奔跑

分析师： 欧亚菲 S0260511020002

分析师： 洪涛 S0260514050005



020-87555888-8641



021-60750633



oyf@gf.com.cn



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

● 渠道下沉+移动端带来用户增量，非电品类销售快速增长

京东商城发布 3Q14 财报，尽管是行业淡季，但仍然取得超预期的业绩表现。单季度营业收入同比增长 60.8% 至 290.1 亿元，GMV 同比增长 111% 至 673 亿元，渠道下沉、移动端、品类扩张等关键方向上都取得突破，体现了微信及手 Q 的引流成效。1) 用户数大增：3Q14 活跃用户同比增长 108.6% 至 4610 万，总订单量同比上升 109% 至 4610 万；2) 移动端贡献加大：单季度移动端订单占比达 29.6%（双十一期间超过 40%），较 2Q14 的 24% 进一步提升；3) 非电品类带动开放平台增长：非电商品销售增长 177% 至 310 亿元，占比提升至 46.1%（预计明年有望反超电子产品），而 POP 平台销售额占比也因此提升至 39.8%，有助于改善整体毛利结构。

● 效率提升成本下降，毛利率同步下降抢占市场份额，尽显京东核心竞争力

以沃尔玛为典范的零售企业，其核心竞争力并非利润率的持续提升，而是如何维持稳定利润率水平，通过供应链效率的提升降低运营成本，进而降低销售价格以抢占市场份额。我们认为现阶段的京东具有较强的零售属性，而其维持盈亏平衡点上下的战略正是其核心竞争力的最好体现。3Q14 综合毛利率同比下降 0.3pp 至 5.3%（其中自营下降 0.2pp，平台下降 1.4pp），而剔除股权激励和收购易迅拍拍的摊销影响，期间费用率（费用/GMV）同比下降 0.5pp 至 5.1%（各项费用率均有下降），这其中既有市场竞争加剧因素，更多的则是京东效率提升成本下降的主动选择。由于非电类商品的快速扩展，3Q14 存货周转天数上升 1.5 天至 38.7 天，应付账款周转天数上升 1.4 天至 47.9 天，经营性现金流仍然保持良性。随着上海“亚洲一号”启用，公司将加大加快优势物流的辐射范围，加速向低级城市渗透，预计 4Q14 将在部分发达省份的镇渗透，明年或以加盟方式向村渗透。最终 3Q14 单季净亏损收窄至 1.6 亿元，Non-GAAP 口径实现净利润 3.7 亿元，净利率约 0.5%（按 GMV 算），维持在盈亏平衡点附近。

● 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。京东未来的模式将更逼近亚马逊，并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，我们给予京东一年内合理市值目标 450 亿美元，对应 15 年 PS 约 1.6X，建议投资者关注。

● 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：

商业贸易行业：“双十一”购物盛宴的亮点与思考	2014-11-13
途牛 3Q14 业绩点评：营收规模持续超预期，供应链+用户体验突围行业混战	2014-11-11
商业贸易行业：阿里首份季报超预期，移动端+国际化大举进攻	2014-11-05
商业贸易行业：阿里巴巴 IPO 后首单投资，剑指移动端生活服务业态布局	2014-09-29

图 1: 京东季度 GMV 及增速

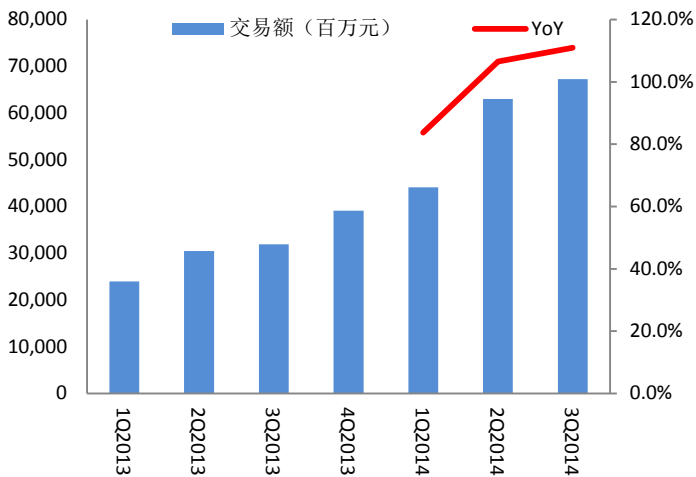
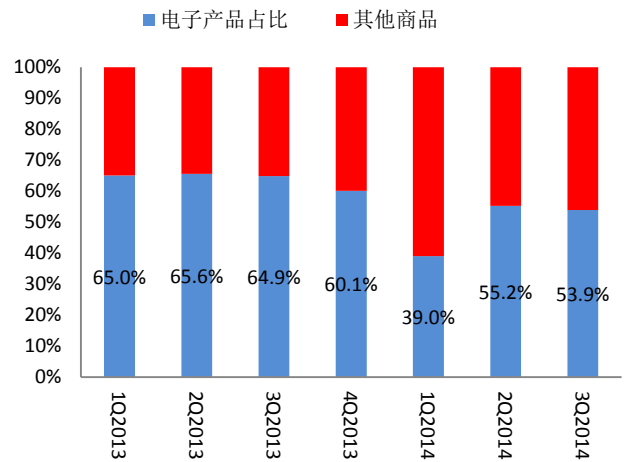


图 2: 京东非 3C 家电占比提升至 46.1%



数据来源: 京东公告、广发证券发展研究中心

图 3: 京东开放平台占比提升至 39.8%

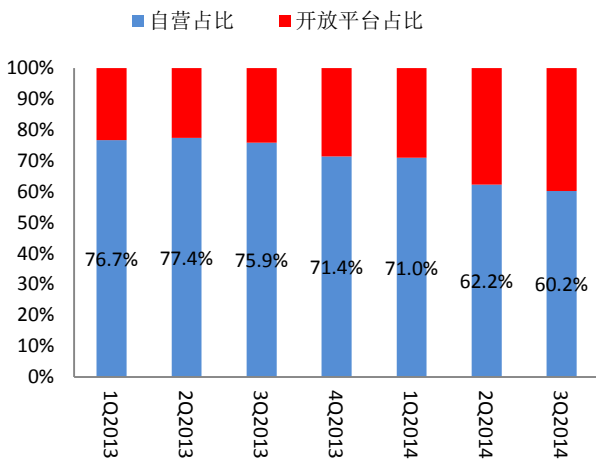
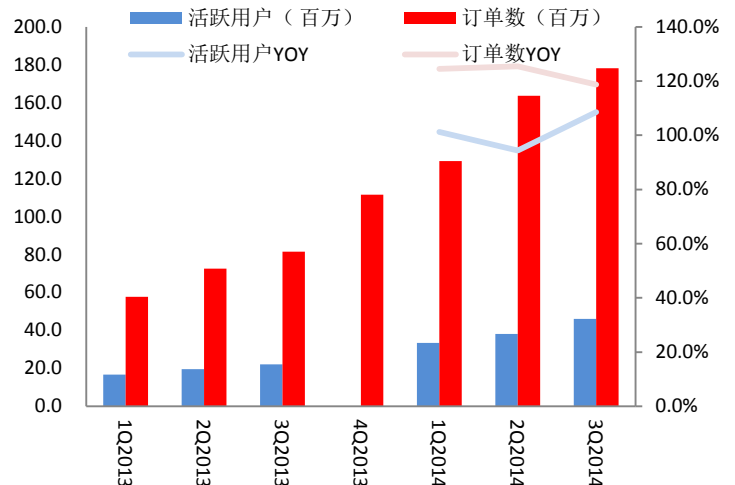


图 4: 京东活跃用户及订单增长



数据来源: 京东公告、广发证券发展研究中心

图 5: 京东季度毛利率

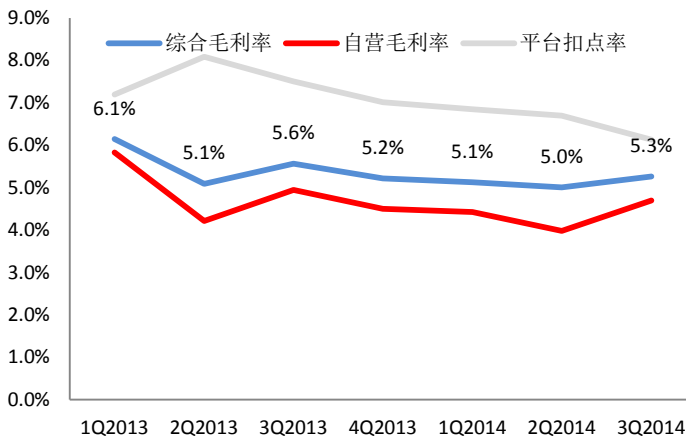
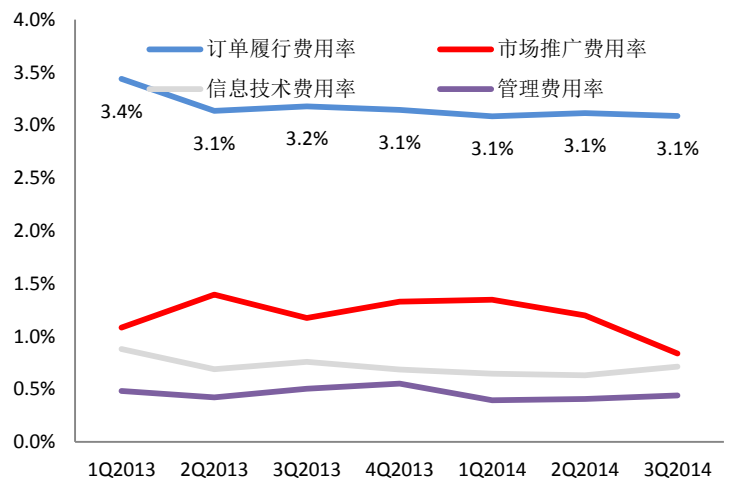


图 6: 京东 Non-GAAP 季度费用率



数据来源: 京东公告、广发证券发展研究中心

图 7: 京东季度营收及增速

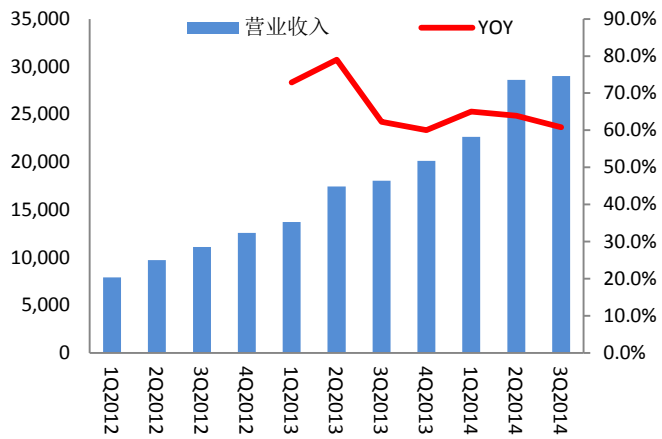
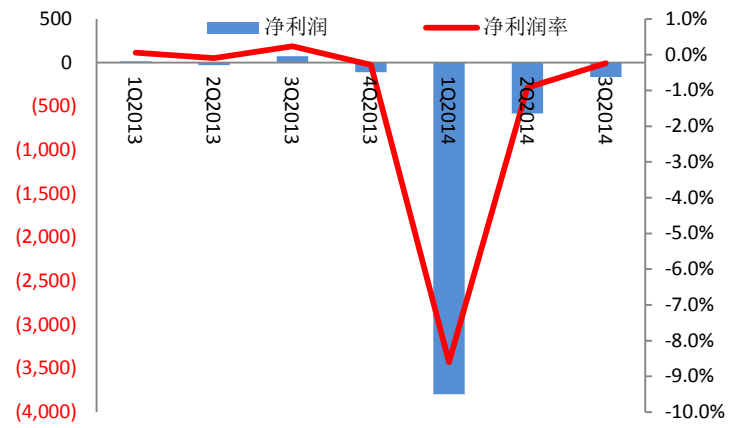


图 8: 京东季度净利润率



数据来源: 京东公告、广发证券发展研究中心

表 1: 京东典型订单

	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
客单价	416.7	420.1	391.4	350.4	341.1	384.9	377.7
毛利/单位订单	25.6	21.4	21.8	18.3	17.5	19.3	19.9
费用/单位订单	25.6	24.6	22.8	20.6	47.3	24.1	22.2
履行费用/单位订单	14.7	13.5	12.7	11.2	10.5	12.2	11.9
市场推广/单位订单	4.5	5.9	4.6	4.7	4.6	6.5	4.9
信息技术/单位订单	3.8	3.0	3.1	2.5	2.2	2.6	2.9
行政管理/单位订单	2.6	2.2	2.4	2.3	30.0	2.8	2.5
盈利 or 亏损/单位订单	(0.0)	(3.2)	(1.0)	(2.4)	(29.8)	(4.8)	(2.3)

数据来源: 京东、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。