

2014年7月25日 星期五

【美股研究】

侯捷

+852-2532 1597

jay.hou@firstshanghai.com.hk

 行业 电商
 股价 29.05 美元

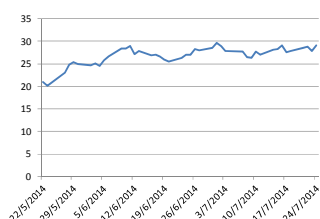
市值 398 亿美元

已发行 ADS 13.67 亿

52 周高/低 31.22 美元/19.94 美元

每股净现值 0.39 美元

股价表现



京东 (JD, 未评级): 中国最大的 B2C 自营电商

创始人刘强东于 2004 年创立了京东商城并开始了以 3C 商品为主的自营电商业务。发展至今, 公司已经成功转型为全品类的电商公司, 并开放了第三方开放平台。根据艾瑞咨询的数据, 2013 年京东是中国最大的自营式电商, 市占率为 46.5%。公司依靠强大的自营物流配送体系, 优质的产品质量和完善的售后服务, 最大程度满足了用户的需求和体验。14 年上市以后, 公司一跃成为中国第四大互联网公司。

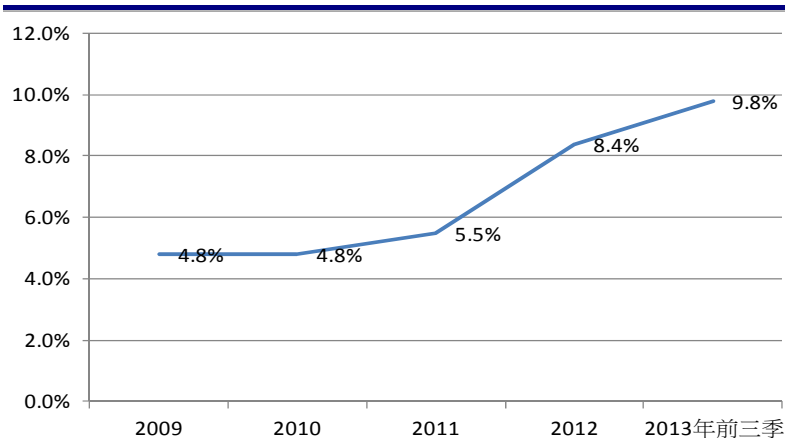
业务简介

公司 B2C 业务分为自营和第三方开放平台: 自营业务包括采购、销售、仓储及物流的一体化垂直管理; 第三方开放平台则提供商家销售平台, 京东收取扣点费用, 商家自负库存和物流配送或者使用京东提供的物流服务, 选择后者需要支付一定费用。公司收入主要来自自营业务的商品销售和第三方开放平台的佣金及广告费用。目前公司收入的 70-80% 来自 3C 产品。除此以外, 公司通过提供物流服务, 金融业务等实现多元化的营收渠道。

强势议价能力+业务架构转变双轮驱动毛利率提升

较同业竞争者如当当, 聚美优品和唯品会相比, 公司 13 年前三季的毛利率仅为 9.8% 左右, 主要由于公司收入主要来自于 3C 类产品 (此类产品本身的毛利率较低)。我们认为随着公司规模逐渐膨胀, 在自营业务方面, 对供应商的议价能力也会更强, 特别在自己传统优势的 3C 产品及电器品类。在第三方开放平台方面, 随着其销售额占比继续提高和佣金率的进一步改善 (公司 13 年前三季度佣金为 2.32%, 而天猫为 5%), 同时对第三方商家提供物流, 广告和金融服务等收入的增加, 将推动整体毛利率进一步提升。

图表 1: 京东 2009 - 2013 前三季度毛利率增长



资料来源: 第一上海整理

坚持自营物流配送，用户体验为王

京东目前已经在中国 43 个市场提供当日送达服务，并且在全国 256 座城市提供第二天送达服务。公司目前拥有 7 个区域物流中心，超过 1.8 万名配送人员，在全国 36 座城市建立了 86 个仓库，在全国 495 座城市拥有 1,620 个配送站和 214 个自提点。数据显示，京东商城上有超过 70% 的订单都能够在当天或第二天履约。根据招股书，公司计划在未来三年投资 10 - 12 亿美元，这其中包括了继续完善和优化在 1、2 线城市的物流建设和 3-6 线城市的渠道下沉，巩固在电商物流体系的优势。我们认为自营物流配优势在于高效的配送及完善的售后服务，对用户体验提升作用明显。但大量的物流资金投入，对财务压力较大，预计未来仍会亏损。

扩张物流触角，抢占 3-6 线城市

伴随国内城镇化发展，农村居民的收入在不断提升。根据今年上半年国家统计局统计，农村居民人均现金收入实际增长为 9.6%，快于城镇居民人均可支配收入 7.1% 的增长，显示城乡居民收入差距再进一步缩小。互联网+移动互联网的普及促使更多城乡居民能够触网，CNCC 最新的报告则显示，截至 2013 年 6 月底，我国网民中农村人口占比为 27.9%，规模达到 1.65 亿。基于以上两点，3-6 线城市毋庸置疑被视为一个还未开发的巨大潜力市场，而随着互联网城市人口红利逐渐消失，电商的战火烧向农村也在情理之中。

在营销方面：为了提高京东在 3-6 线城市的认知度和曝光率，公司今年加强了营销力度，例如线下推广活动、投放公交车车身广告、刷墙广告等。其中刷墙是京东渠道下沉战略的市场主要举措之一，已走进全国 140 多个城市超过 8000 幅刷墙广告。在物流方面：公司今年将在更多 5-6 线城市建立更多配送网点，通过租赁形式设立一些较小的仓储中心，鼓励公司员工下乡创业，把收入和订单数进行挂钩来调动业务员的积极性。

我们认为农村市场的网民对价格要比一二线城市更敏感，在消费观念和习惯也有着不同。国内疆土宽广，城市众多，真正要把物流投入转化成用户体验还需要较长的路。长期而言，京东多年在物流的投入将逐渐显现其优势，更能保证用户体验。

图表 2：各大电商，互联网公司集体下乡刷墙



资料来源：互联网、第一上海

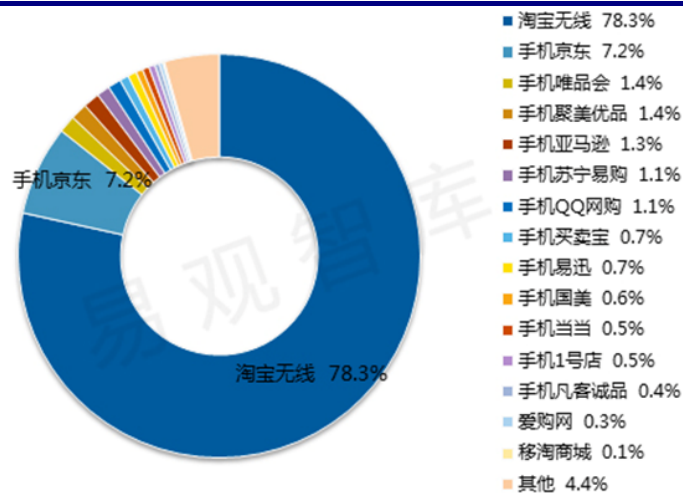
移动网购快速崛起，借力腾讯新增长驱动力

近几年智能手机的蓬勃发展，4G 网络覆盖日趋完善，使移动互联网进入发展的快速通道。利用碎片时间移动网购成为越来越多用户的选择，数据显示 2013 年移动网购市场规模已经达到 1676.4 亿元，同比增幅达到 165.4%，占据约 13% 的整体网购规模。预计到 2017 年移动购物渗透率将达到 24.1%。仅 2014 年第 1 季度，中国手机购物市场交易规模达 780.2 亿元，同比增长 207%，已经完成 2013 年一半的交易量，今年有望翻倍。

面对这一巨大潜力市场，自 2014 年开始，京东通过和腾讯合作开始着重在移动端布局，抢占市场。腾讯在微信开放了京东的一级入口以后，6.18 店庆在移动端客户累积用户激活数比去年同期增加了 4 倍。在移动 QQ 端很快也将开放京东一级入口。这样将形成以微信（约 3.55 亿月活跃用户），移动 QQ（约 4 亿月活跃用户）和京东 App 组合拳的移动端布局。易观最新数据显示，一季度中国手机购物市场交易额份额中，淘宝无线依然占据绝对领先地位，占 78.3%，京东占 7.2%，手机 QQ 网购 1.1%。

我们认为借助微信和移动 QQ 巨大的流量导入，加上公司后端供应链的优势，京东在移动端极具竞争力，有望短期内获得更多的移动市场份额，同时随着移动端收入占比增加，必将成为公司新的增长引擎。

图表 3：2014 年第一季度中国手机购物市场交易份额



资料来源：易观国际、第一上海

图表 4：2011-2017 年中国移动购物市场交易规模



资料来源：艾瑞咨询、第一上海

重塑拍拍网，再次拥抱 C2C

数据显示，2013 年中国 C2C 市场交易规模为 1.09 万亿元，淘宝独领风骚占据市场交易份额的 96.5%，而拍拍网 4.5%。被京东收购并经过一系列定位调整重新上线的拍拍网，完全打通了和京东平台之间的用户和搜索体系，定位于无品牌，小而美的商品，对假货采取零容忍的态度。前期为吸引商家入驻，会采取 1:1 流量补贴政策，并且搜索规则会跟销量弱关联，跟商品的质量和店铺的服务强关联，以此创造一个较为公平的电商平台。京东的物流和金融服务也将对有需求的卖家群体开放。我们认为新拍拍网定位清晰且差异化，避开和淘宝的直接竞争。而用户系统的互联互通，保证了用户流量流动于自己体系内，并实现销售互补互利。1:1 流量补贴政策，更加公平的平台和京东物流服务相信会吸引很多商家入驻，预计未来几年将更多以拓展商品品类和 SKUs 为主，走规模，吸引流量，成为京东 B2C 业务提新的流量入口，并为其物流和金融服务提供一个延伸。

财务分析

根据彭博数据显示，市场预计公司 14、15、16 财年的营收分别会增长 58.5%、47.6% 及 38.3% 达 179 亿、264 亿及 365 亿美元。Non-GAAP 净利润预计在 16 财年能够扭亏为盈达 4.39 亿美元。

图表 5：市场盈利预测

截止 12 月 31 日财政年度	2012 实际	2013 实际	2014 预测	2015 预测	2016 预测
收入 (百万美元)	6,558.3	11,278.9	17,877.1	26,392.0	36,496.0
变动 (%)	-	72.0%	58.5%	47.6%	38.3%
non-GAAP 净利润 (百万美元)	(242.5)	36.2	(313.7)	(31.6)	439.8
变动 (%)	-	-114.9%	-967.4%	-89.9%	-1489.9%
non-GAAP 每股收益 (美元)	(0.16)	0.02	(0.14)	(0.004)	0.28
变动 (%)	-	-	-	-97.1%	-7075.0%
基于 27.88 美元的市盈率 (倍)	-	-	-	-	99.9

资料来源：彭博预测，第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



第一上海证券有限公司
 香港中环德辅道中 71 号
 永安集团大厦 19 楼
 电话: (852) 2522-2101
 传真: (852) 2810-6789
 网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)