

2014年8月18日 星期一

## 【美股研究】

侯捷

+852-2532 1597

jay.hou@firstshanghai.com.hk

行业 电商

股价 29.58 美元

市值 404 亿美元

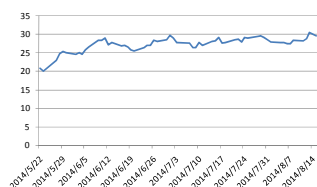
已发行 ADS 13.67 亿

52 周高/低 31.22 美元 / 19.94

美元

每股净资产 4.48 美元

股价表现



### 京东 (JD, 未评级): 14 年二季度业绩亮丽, 销售额实现翻倍

#### 14 年二季度销售额和活跃用户继续高速增长

14 年二季度公司销售额为 630 亿元人民币 (102 亿美元), 同比增长 107%, 净营收为 286 亿元人民币 (46 亿美元), 同比增加 64%。活跃用户数同比增加 94% 至 3810 万人, 环比增加约 500 万人。在第二季度履约订单同比增加 126%, 其中来自移动订单占比约 24%。按照产品种类, 3C 和家电产品销售额 348 亿元人民币, 同比增长 74%; 日用商品 282 亿元人民币, 同比上升 168.6%, 其增长动力主要受益于第三方平台的快速增长拉动, 占比也由去年同期的 34.6% 提高至 44.8%。综合毛利率比去年同期增加 2.1 个百分点至 11%, 环比也有 1 个百分点的增幅, 我们认为这主要由于第三方平台佣金收入占比增加和对供应商更强的议价能力, 是毛利率改善的关键。

#### 亏损幅度增大, 来源于与腾讯战略合作

二季度公司录得亏损为 5.82 亿元人民币 (9390 万美元), 比去年同期亏损 2830 万元人民币 (约 460 万美元), 增加了将近 5.5 亿元人民币 (约 8930 万美元)。这主要由于 1) 公司年初和腾讯达成战略合作协议, 使无形资产从去年年底 (2.16 亿元人民币) 大幅增加到二季度底的 76 亿元人民币, 因此摊销费用比去年同期有了大幅增长。2) “618” 店庆期间对物流投入, 促销费用, 腾讯电商员工整合和无形资产摊销等费用的增加, 使营销费用率和履约费用率同比增加 1.2 个百分点和 1.4 个百分点至 3.7% 和 7%。若剔除股权激励费用和腾讯的新增的无形资产摊销费用, 二季度亏损为 1183 万元人民币 (190.8 万美元)。我们认为, 新增的无形资产摊销费用和整合腾讯员工费用会在未来一段时间继续对经营利润造成较大的压力。

#### 第三方平台增长迅猛

第二季度第三方平台销售额为 238 亿元人民币, 占比达到了 38%, 而去年同期销售额为 69 亿元人民币, 增长幅度为 245%。第三方平台前两季度销售额已经超过去年全年总销售额。回顾公司过去三年第三方平台的销售额分别为 29 亿元人民币, 166 亿元人民币, 318 亿元人民币, 相当于 231% 的年复合增长率。截止 6 月底已有约 3.8 万商家入驻第三方商城。我们认为第三方平台的高速增长有助于公司规模和产品品类的快速扩张, 产品日益丰富提高了用户粘性, 同时随着平台的佣金收入对营收贡献占比逐渐增加, 未来整体毛利率水平还有较大的改善空间。

#### 最新业务要点回顾

公司上线了在微信平台 “购物” 的一级入口, 并在 8 月 8 日开放在手机 QQ 的一级入口, 截止六月底腾讯手机 QQ 活跃用户约为 5.2 亿人, 由于腾讯 QQ 的历史原因, 在其平台上的活跃用户触及的地域更广更深, 拥有大量 3-6 线城市用户, 对公司渠道下沉有积极的作用。

2) 6 月亚洲一号物流中心在上海投入试运行, 物流中心采用最新技术与高自动化物流体系, 未来将显著加强公司的仓储容量与物流效率。

3) 6 月推出“智能云”平台,旨在使京东客户能更快速地体验最新的智能产品。截至 2014 年 6 月 30 日,智能云平台已为超过 100 家智能硬件初创公司及传统家电厂商提供服务。

4) 7 月 17 日经过重新定位调整的拍拍网再次上线,重回 C2C 市场,亮点之一是打通了和京东商城的通道。

5) 5 月 22 日发布线上广告平台,为自营供应商和平台商家提供在京东及第三方网站上的广告服务,主要以竞价形式,预计毛利率比其他业务高。

### 下半年展望

- 1) 继续发力移动端,加速腾讯 QQ,微信的整合,优化界面提高用户的转化率。
- 2) O2O 和便利店合作继续进行,已经有很多便利店商家上线,采取流水扣点形式,目前对消费者贡献比较有限,预计今年四季度能够看到这一块更多的进展。
- 3) 三季度收入指引为 55%-61%分别达到 280 亿元-290 亿元人民币。
- 4) 预计资本支出维持原来计划的 10-12 亿元人民币。

### 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 60.8%、47.5% 及 39.4%达 181 亿美元、268 亿美元及 373 亿美元。Non-GAAP 净利润预计在 16 财年能够扭亏为盈达 3.02 亿美元。

图表 1: 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 | 18,135.0 | 26,751.0 | 37,286.0 |
| 变动(%)              | -       | 72.0%    | 60.8%    | 47.5%    | 39.4%    |
| non-GAAP 净利润(百万美元) | (242.5) | 36.2     | (449.9)  | (83.5)   | 301.7    |
| 变动(%)              | -       | -114.9%  | -        | -81.4%   | -        |
| non-GAAP 每股收益(美元)  | (0.16)  | 0.02     | (0.23)   | (0.040)  | 0.19     |
| 变动(%)              | -       | -        | -        | -82.3%   | -        |
| 基于29.58美元的市盈率(倍)   | -       | -        | -        | -        | 159.0    |
| 每股派息(美元)           | -       | -        | -        | -        | -        |
| 息率(%)              | -       | -        | -        | -        | -        |

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士不会对因使用/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士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士可能会持有本报告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)