

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

京东商城 (JD US)

看好三季度业绩和长远利润率扩张趋势

■ 我们对公司三季度盈利表示乐观(11月中旬发布业绩),但由于增加投资和竞争加剧,我们预计四季度会有一定压力

■ 管理层早前将2017年净利润率预测上调至0.5-1.5%;如果京东决定在双十一期间把利润再投资来提升收入增长,我们认为0.8-1.2%的净利润率将更为合理

■ 考虑到长期收入增长和利润率扩张趋势,我们维持买入评级

未来竞争加剧和投资增加

我们的研究显示,电商竞争日趋激烈,特别是在线服装品牌。自8月份以来已有超过50个服饰品牌从京东商城网站迁出。根据易观分析,在服装类别中,天猫在二季度占有最大的市场份额,为80.7%,其次为京东的8.7%和唯品会的7.1%。尽管竞争加剧,我们认为具有吸引力的线上价格也在提升线上渗透率,并从线下获得市场份额。在3C类别上,京东作为领导者仍然占有40-50%的线上市场份额,其次为天猫。鉴于市场日趋成熟,电商经营者着重发力于细分品类,如笔记本电脑中的“游戏本”或“轻薄本”等专业子类别。我们相信,京东将继续利用3C来维护客户的忠诚度,而服装、餐饮和家居设备将仍然是主要增长驱动力。至于双十一,阿里巴巴(BABA US; 买入; 目标价220美元)将加快开支以争取快速消费品和电子产品市场中的份额。它还将更多投放于基础设施、平台、用户体验和促销(即通过派发优惠券和会员计划以增加用户粘性)。作为回应,我们认为京东将1) 专注拓展海外线下品牌, 2) 与品牌/供应商更加紧密合作, 提供差异化产品, 及3) 继续增强精准营销能力。注意,我们的研究显示,京东与腾讯(700 HK; 买入; 目标价400港元)的合作更多是在这个阶段的广告; 社会行为数据的分享依然有限。

优先考虑的仍是GMV增长, 其次是盈利能力

在17年三季度指引中,公司净收入预计为818亿至842亿元人民币,或同比增长36-40%,不包括京东金融的影响。由于阿里巴巴反复加大投入以增强B2C的市场份额,京东预计二季度/四季度季节性形态加强,并将成为一种新常态。我们认为京东的KPI仍然会优先考虑GMV增长,其次是盈利能力和现金流。展望未来,管理层早前将其2017年净利润率指引调高至0.5-1.5%;但如果京东决定在双十一期间把利润再投资,我们认为0.8-1.2%的净利润率将更为合理。整体上讲,从年度的基础上(或累积过去12个月基础上)我们继续看好京东的结构性利润率扩张。然而,由于季节性原因,公司利润率扩张和盈利增长的季度波动可能会加大。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
收入	181,275	260,122	359,883	448,494	523,770
增长(%)	58%	43%	38%	25%	17%
非GAAP净利润	(850)	1,052	4,957	8,997	13,465
增长(%)	NA	NA	371%	81%	50%
非GAAP每股盈利(美元)	(0.10)	0.11	0.48	0.84	1.19
P/S(x)	1.83	1.40	1.07	0.90	0.81
EV/EBITDA	NA	148	64	40	27
ROE(%)	-26.8%	-11.8%	0.1%	5.8%	10.5%

注:截至2017年10月24日的收盘价

资料来源:彭博、公司数据、招商證券(香港)预测

柯良蔚

+852-3189 6392

richardko@cmschina.com.hk

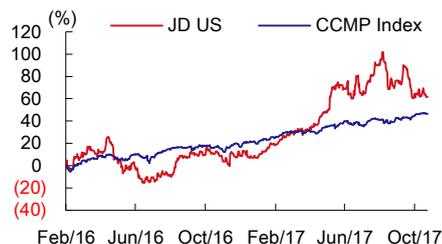
最新变动

N/A

买入

前次评级	买入
股价	US\$38.52
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	US\$50 (+30%)
前次目标价	US\$50

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
JD US	5.3	46.8	74.8
CCMP	0.4	8.9	20.5

行业: TMT

恒生指数	28155
国企指数	11406

重要数据

52周股价区间(美元)	23.38-48.99
美股市值(十亿美元)	55.0
日均成交量(百万股)	10.08
2018年非GAAP每股盈利(美元)	0.84

主要股东

腾讯	18.2%
刘强东	17.6%
高瓴资本	5.6%

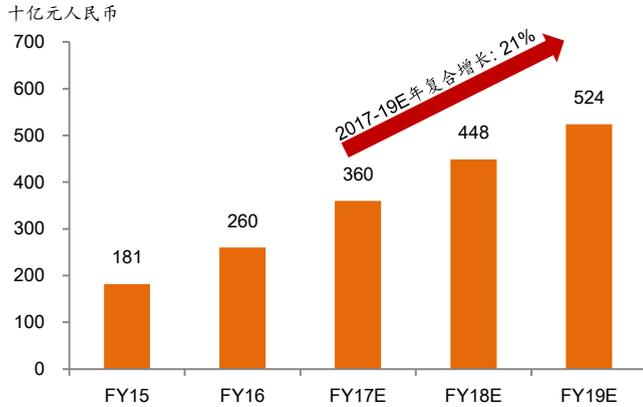
资料来源: Capital IQ、彭博

相关报告

- 京东商城(JD US) - 2季度业绩稳健, 利润率扩张逻辑依然不变(买入) 2017/08/16
- 京东商城(JD US) - 利润率加快扩张, GAAP 盈利回升转正(买入) 2017/05/09
- 京东商城(JD US) - 2016年4季度业绩亮丽, 长期增长前景不变(买入) 2017/03/07
- 京东商城(JD US) - 迎接结构性扩张阶段(重新覆盖- 买入) 2017/03/02

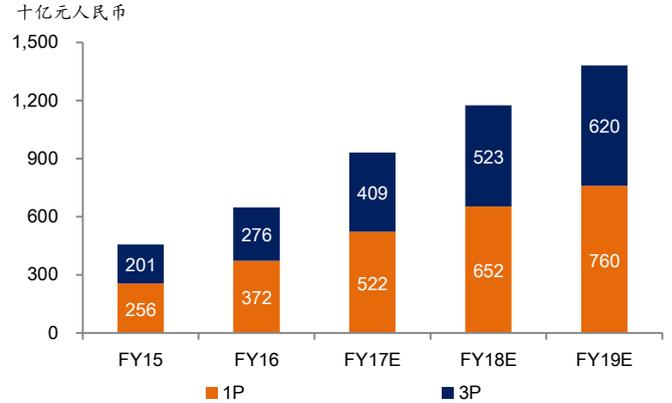
重点图表

图1: 营业收入



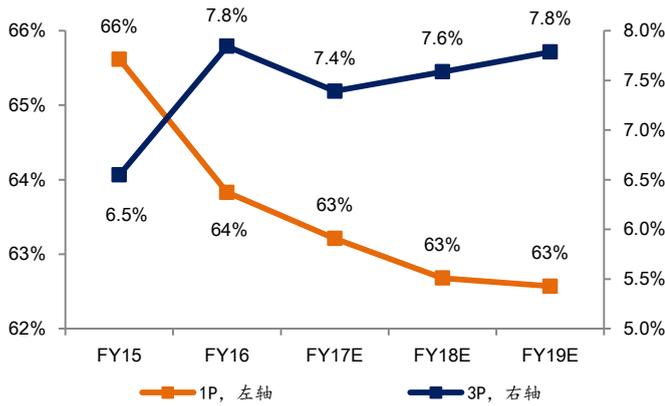
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: GMV



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

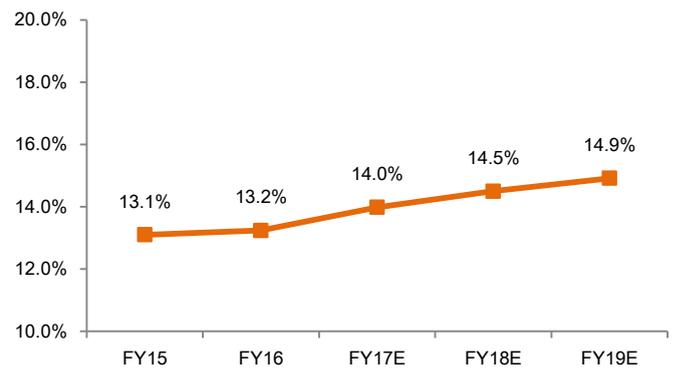
图3: 转化率



注: 由于出售京东金融和将京东物流重新分类, 17-19年度预测数据进行了调整

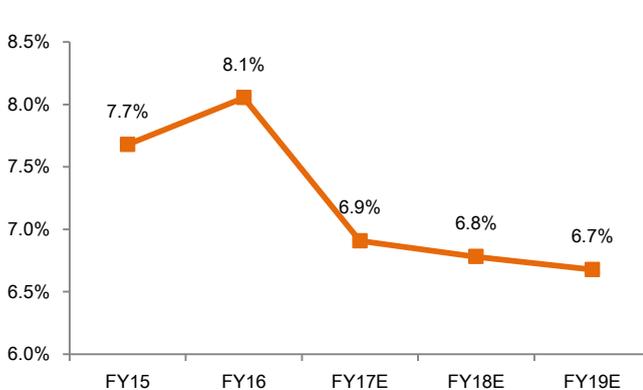
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP毛利率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

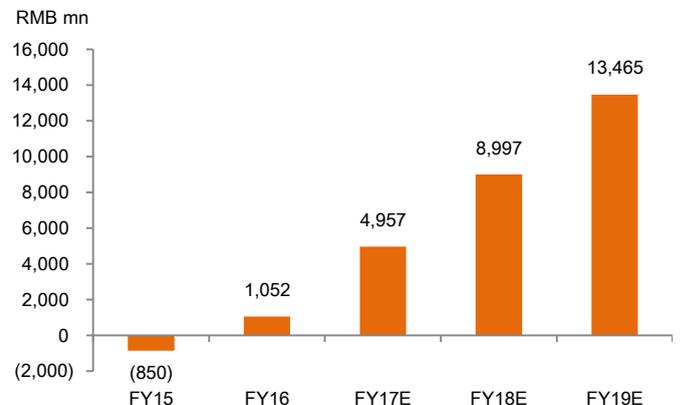
图5: 物流成本占收入的百分比



注: 由于出售京东金融和将京东物流重新分类, 17-19年度预测数据进行了调整

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 非GAAP净利润



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
现金及现金等价物	17,864	15,567	38,942	40,747	45,214
短期投资	2,780	6,548	26,192	44,526	62,337
应收账款	8,194	16,141	22,313	26,910	31,426
存货	20,540	28,909	35,500	43,602	51,118
物业、厂房及设备	6,233	7,023	9,209	11,018	12,448
股权投资	8,713	14,629	20,166	25,149	30,389
其他	20,691	71,556	47,647	46,514	45,231
总资产	85,015	160,374	199,969	238,467	278,162
短期借款	3,040	1,878	1,207	1,557	2,003
长期借款	0	6,831	6,831	6,831	6,831
无追索权证券化债务	3,334	11,549	25,911	31,093	37,312
应付账款	29,819	46,036	77,174	95,618	111,126
其他	18,101	52,859	37,544	45,220	51,709
总负债	54,294	119,154	148,667	180,319	208,980
股东权益总额	30,583	33,893	51,119	58,044	69,158
少数股东权益	138	270	183	103	23
总权益	30,721	34,163	51,302	58,148	69,182

现金流量表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
经营活动现金流	1,696	8,767	31,507	28,438	30,422
收入/(损失)净额	(9,118)	(3,414)	(36)	3,063	6,622
折旧和摊销	2,619	3,633	4,836	6,154	7,663
股权激励	1,194	2,344	2,975	3,782	4,412
应占股权投资份额	2,853	2,785	1,463	2,017	1,760
营运资金变动	345	3,008	22,270	13,421	9,965
其他	3,803	411	0	0	0
投资活动现金流	(5,791)	(48,269)	(36,022)	(32,165)	(32,620)
资本支出	(2,827)	(2,372)	(5,038)	(5,830)	(6,809)
短期投资增加净额	11,604	(4,231)	(19,644)	(18,334)	(17,811)
其他	(14,567)	(41,666)	(11,340)	(8,000)	(8,000)
筹资活动现金流	4,700	40,699	27,890	5,532	6,664
借款增加净额	4,478	21,782	13,690	5,532	6,664
普通股所得资金	0	0	0	0	0
其他	222	18,917	14,200	0	0
现金净额	949	1,908	23,375	1,805	4,466

注：截至2017年10月24日的收盘价

资料来源：彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

损益表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
总净收入	181,275	260,122	359,883	448,494	523,770
收入成本	(157,008)	(220,699)	(308,697)	(382,470)	(444,503)
毛利	24,267	39,423	51,186	66,024	79,267
履约	(13,921)	(20,951)	(24,857)	(30,408)	(34,971)
营销	(7,736)	(10,573)	(14,827)	(18,433)	(21,571)
技术和内容	(3,454)	(5,381)	(6,122)	(7,553)	(8,811)
一般及行政费	(2,877)	(4,663)	(4,519)	(5,564)	(6,483)
减值	(2,750)	0	0	0	0
总营业费用	(30,738)	(41,568)	(50,325)	(61,957)	(71,836)
营业利润/(亏损)	(6,471)	(2,145)	861	4,067	7,431
应占股权投资份额	(2,853)	(2,785)	(1,463)	(2,017)	(1,760)
净利息收入	192	1,696	667	1,779	2,607
税前收入/(损失)	(9,132)	(3,234)	66	3,829	8,277
所得税支出	14	(180)	(102)	(766)	(1,655)
非控制性权益	(10)	(52)	(87)	(80)	(80)
净收入	(9,108)	(3,807)	51	3,143	6,702
非 GAAP 净收入	(850)	1,052	4,957	8,997	13,465

财务比率

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
年成长率					
直销销售	55%	42%	39%	24%	16%
服务和其他	110%	65%	35%	31%	22%
收入	58%	43%	38%	25%	17%
非 GAAP 净收入	NA	NA	371%	81%	50%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	13.1%	13.2%	14.0%	14.5%	14.9%
非 GAAP EBITDA 利润率	-1.8%	1.1%	1.9%	2.4%	3.1%
非 GAAP 净利润率	-0.3%	0.4%	1.4%	2.0%	2.6%
ROE	-27%	-12%	0%	6%	11%
ROA	-12%	-3%	0%	1%	3%
营运能力					
存货周转天数	11	17	20	20	20
应收账款周转天数	41	38	38	39	40
应付账款周转天数	63	73	82	85	86
每股比率(人民币)					
每股盈利	(6.66)	(2.71)	0.04	2.11	4.33
非 GAAP 摊薄后每股盈利	(0.62)	0.74	3.37	5.91	8.50
非 GAAP 摊薄后每股盈利	(0.10)	0.11	0.48	0.84	1.19
估值比率					
P/S	1.83	1.40	1.07	0.90	0.81
EV/EBITDA	NA	128	56	35	24

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828