

京东 (JD.US)

证券研究报告

2019年11月20日

渠道下沉有“京喜”，降本增效正当时-3Q19 业绩点评

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

收入增速继续回升，调整后归母净利润同比增长超 160%

本季度京东总体收入为 RMB1,348.4 亿元，同比增长 28.7%，高于指引中值 5.3%，高于市场预期 5.0%；其中：自营电商收入为 RMB1,188.5 亿元，同比增长 26.6%；服务及其他收入为 RMB159.9 亿元，同比增长 47.0%。费用率的改善带动公司调整后归母净利润同比增长 160.6%至 30.9 亿元，高于市场预期 77.5%，调整后归母净利率为 2.3%，同比提升 1.2pct。此外，根据收入指引，公司 4Q19E 收入指引为 RMB1,630-1,680 亿，同比增长 20.9%至 24.6%，指引中值高于此前市场预期 1.6%。

社交玩法促进用户增长，零售业务效率持续提升

本季度京东年化核心活跃买家达到 3.34 亿，同比增长 9.6%，增速相较上季度的 2.4%首次回升，单季度实现买家环比净增 1,300 万，是过去 7 个季度最高的单季度增量，其中超过 70%新用户来自于下沉城市。受益于用户规模与第三方商家增长，京东零售业务运营效率有所提升。本季度京东零售业务运营利润率同比提升 1.1pct 至 3.3%，相较 1H19 提升 0.5pct，京东物流来自第三方商家的收入占比已经接近 40%。随着物流前期投入逐步减少，规模经济效益下物流使用效率与人员效率有所提升，京东零售业务的盈利水平有望延续上升趋势。

双 11 表现彰显公司潜力，全年高增长趋势清晰

此次双 11 期间京东最终成交额达 2,044 亿元，同比增长 27.9%，增速同比去年双 11、环比今年 618 皆有所回升，双 11 当天成交额达 731 亿，销售额的增长主要来自于下沉城市用户对家电、智能手机品类的消费以及个护产品在新用户群体中的热销。双 11 期间，主打下沉市场的产品“京喜”新用户中约 75%来自于下沉城市，为京东贡献 40%的新用户，双 11 当天销售 1.01 亿件商品。自 10 月 31 日京喜接入微信一级入口后，11 月 11 日当天下单量峰值环比切换前一周（10 月 24-30 日）日均增长 400%，新增用户数环比 9 月日均增长 747%。短期角度，根据公司业绩会披露，京东将 2019 年全年调整后归母净利润预期由原先的 80-96 亿元调高至 98-105 亿元之间，同比增长 183.3-203.5%，全年高增长趋势较为清晰。

投资建议：我们预计 2019-2021 年公司调整后归母净利润将达到 104.7 亿元/148.9 亿元/188.2 亿元，分别同比增长 202.6%/42.3%/26.4%，对应当前市值的市盈率分别为 32.0x/22.5x/17.8x。考虑到公司收入增速环比回升、以京喜为主的社交玩法产品组合拳式渠道下沉以及在降本提效下盈利能力的持续改善，我们认为京东的合理市值为 600 亿美元，对应 2020 年 28x P/E，相较当前 478.5 亿美元市值仍有近 25.4%的提升空间。

风险提示：宏观风险；政策监管风险；行业竞争进一步加剧；公司盈利能力下滑；核心品类销售降速；资本支出重新回升



内容目录

1. 核心观点.....	3
2. 财务及运营数据	10
2.1. 财务分析	10
2.2. 运营数据	14
3. 投资建议.....	15

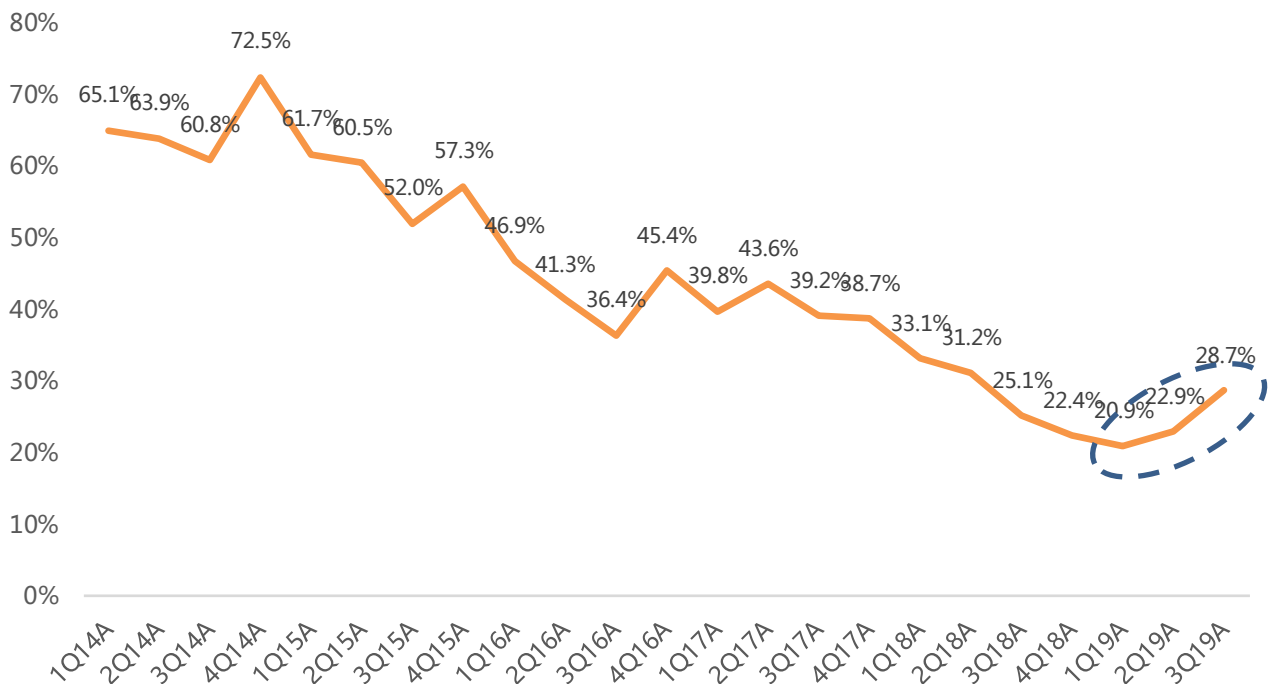
图表目录

图 1: 京东总体收入同比增速 (1Q14A-3Q19A)	3
图 2: 京东单季度自营电商净收入 (1Q17A-3Q19A)	4
图 3: 京东家电产品收入及同比增速 (2016A-2018A; 3Q18A vs. 3Q19A)	4
图 4: 京东日百产品收入及同比增速 (2016A-2018A; 3Q18A vs. 3Q19A)	4
图 5: 京东主要运营能力指标 (2Q18A-3Q19A)	4
图 6: 京东单季度服务及其他净收入 (1Q17A-3Q19A)	5
图 7: 京东卖场及广告业务、同比增速 (2016A-2018A; 3Q18A vs. 3Q19A)	5
图 8: 京东物流及其他业务、同比增速 (2016A-2018A; 3Q18A vs. 3Q19A)	5
图 9: 京东零售业务运营利润率 (2015A-2018A; 3Q18A vs. 3Q19A)	6
图 10: 京东活跃买家数量 (1Q17A-3Q19A)	6
图 11: 京东社交产品上线重要时间节点	7
图 12: 京喜购物流程截图	7
图 13: 京喜小程序阿拉丁指数 (2019 年 10 月 17 日-2019 年 11 月 15 日)	8
图 14: 京东社交玩法产品矩阵	8
图 15: 京东双 11 和 618 促销成交额及同比增速 (2017A-2019A)	9
图 16: 京东单季度总体净收入 (1Q17A-3Q19A)	10
图 17: 京东单季度毛利及毛利率 (1Q17A-3Q19A)	10
图 18: 京东履约费用及费用率 (1Q17A-3Q19A)	11
图 19: 京东营销费用及费用率 (1Q17A-3Q19A)	11
图 20: 京东研发费用及费用率 (1Q17A-3Q19A)	12
图 21: 京东管理费用及费用率 (1Q17A-3Q19A)	12
图 22: 京东单季度经调整后归属股东净利润 (1Q17A-3Q19A)	13
图 23: 京东实际业绩与一致预期 (3Q19A vs. 3Q19E)	13
图 24: 京东未来三年盈利预测	15
图 25: 全球主要电商公司估值对比-按照 Bloomberg 一致预期	15
图 26: 京东 Forward PE Band	16

1. 核心观点

收入增速环比回升，运营费用率的改善带动公司调整后归母净利润同比大幅增长。本季度京东总体收入为 RMB1,348.4 亿元，同比增长 28.7%，高于指引中值 5.3%，高于市场预期 5.0%；其中：自营电商收入为 RMB1,188.5 亿元，同比增长 26.6%，占总体收入 88.1%；服务及其他收入为 RMB159.9 亿元，同比增长 47.0%，占总体收入 11.9%。毛利率 3Q19A 为 14.9%，同比降低 0.5pct；费用率方面，在规模效益下仓储使用率和人员效率有所提升，带动履约费用率同比降低 0.9pct 至 6.5%；营销费用率同比降低 0.6pct 至 3.3%；研发及内容费用率同比降低 0.6pct 至 2.7%；管理费用率同比降低 0.3pct 至 1.0%；运营费用率的改善带动公司调整后归母净利润同比增长 160.6%至 30.9 亿元，高于市场预期 77.5%，调整后归母净利率为 2.3%，同比提升 1.2pct。此外，根据管理层收入指引，公司 4Q19E 收入指引为 RMB1,630-1,680 亿，同比增长 20.9%至 24.6%，指引中值高于此前市场预期 1.6%。同时，根据公司业绩会披露，京东将 2019 年全年调整后归母净利润预期由原先的 80-96 亿元调高至 98-105 亿元之间，同比增长 183.3-203.5%。截至 2019 年 9 月 30 日，公司账上现金及现金等价物、限制性现金及短期投资约 592 亿元，滚动 12 个月经营性净现金流入 308.1 亿元，同比增长 68.9%。

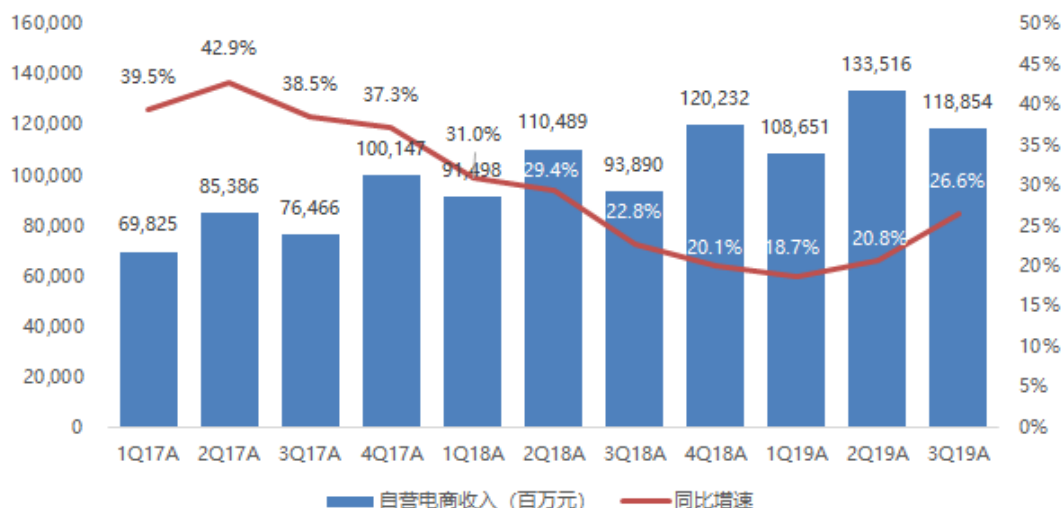
图 1：京东总体收入同比增速（1Q14A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

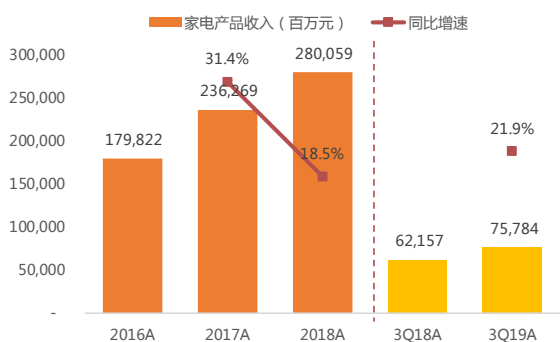
本季度京东自营电商净收入同比增长 26.6%至 1,188.5 亿元。其中：家电产品收入同比增长 21.9%至 757.8 亿元，日百产品收入同比增长 35.7%至 430.7 亿元。从公司主要运营指标来看，本季度公司存货周转天数环比降低 1.2 天至 35.1 天，应付账款周转天数环比降低 2.8 天至 56.6 天，应收账款周转天数环比降低 0.1 天至 3.2 天。

图 2：京东单季度自营电商净收入（1Q17A-3Q19A）



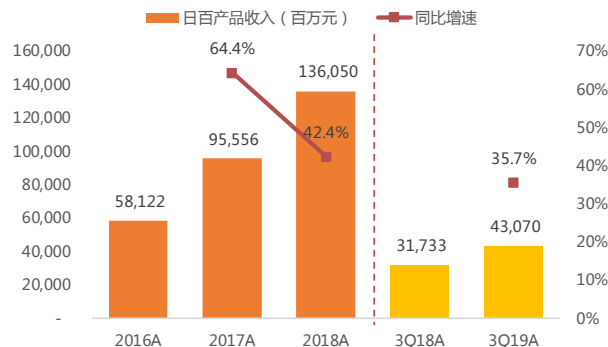
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：京东家电产品收入及同比增速（2016A-2018A；3Q18A vs. 3Q19A）



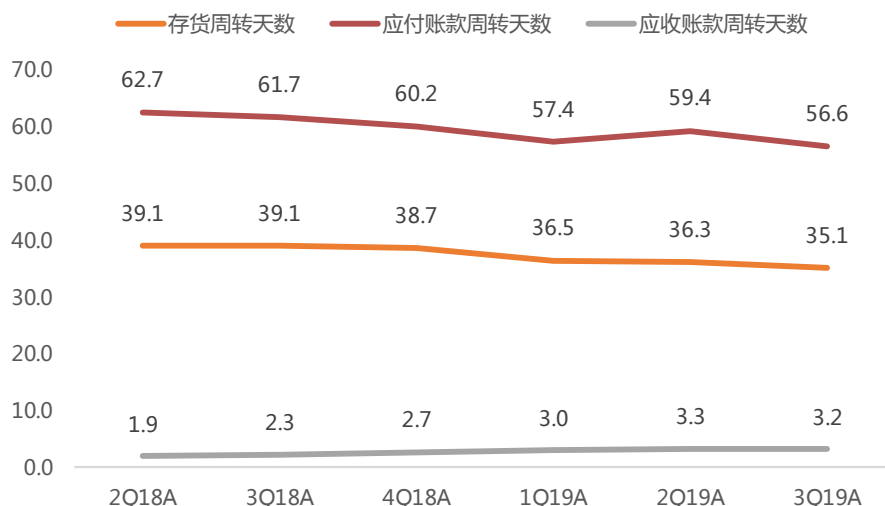
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：京东日用百货产品收入及同比增速（2016A-2018A；3Q18A vs. 3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

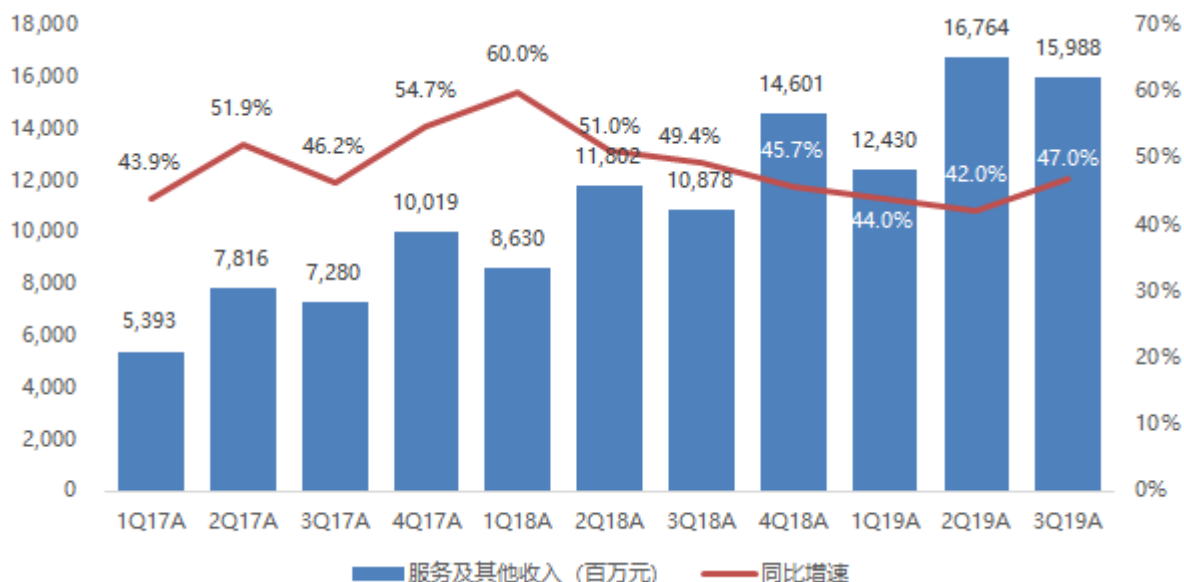
图 5：京东主要运营能力指标（2Q18A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

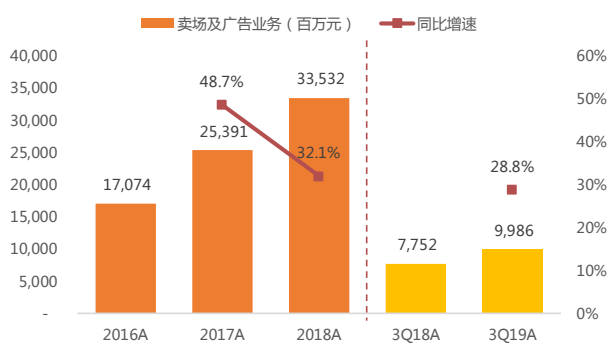
本季度京东服务及其他收入亦保持增速回升，本季度同比增长 47.0%至 159.9 亿元。其中：卖场及广告业务增长 28.8%至 99.9 亿元，物流及其他业务同比增长 92.0%至 60.0 亿元。

图 6：京东单季度服务及其他净收入（1Q17A-3Q19A）



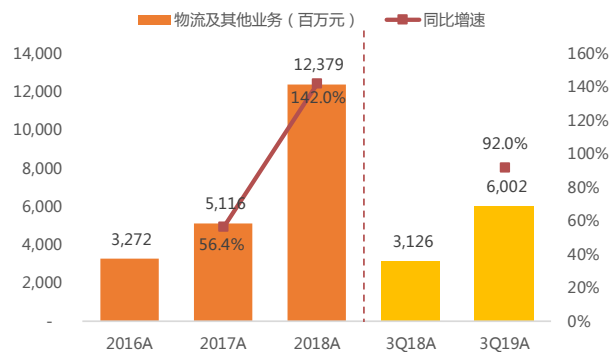
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：京东卖场及广告业务、同比增长（2016A-2018A；3Q18A vs. 3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

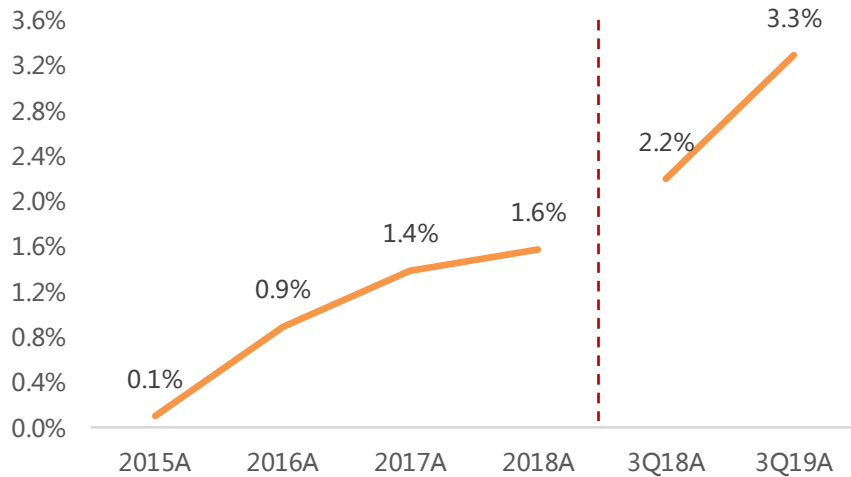
图 8：京东物流及其他业务、同比增长（2016A-2018A；3Q18A vs. 3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

京东零售业务盈利能力持续提升。本季度京东零售业务运营利润率同比提升 1.1pct 至 3.3%，相较 1H19 提升 0.5pct，利润率进一步提升。随着物流前期投入逐步减少，规模经济效益下物流使用效率与人员效率有所提升，京东零售业务的盈利水平有望延续上升趋势。

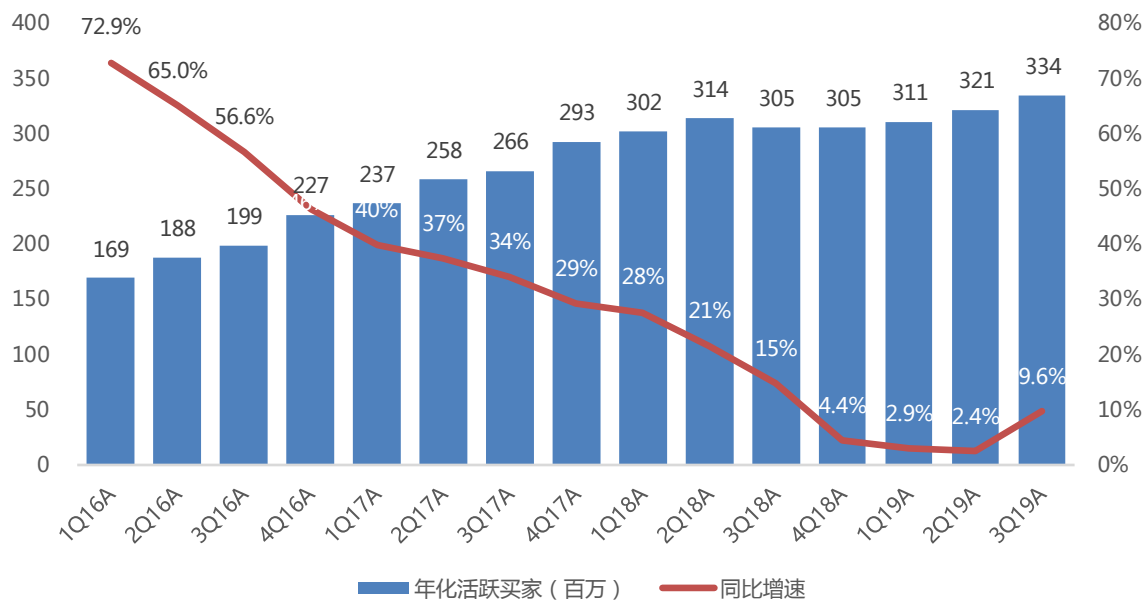
图 9：京东零售业务运营利润率（2015A-2018A；3Q18A vs. 3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

用户增长拐点初现,净增用户实现近7个季度新高。本季度京东年化核心活跃买家达到3.34亿,同比增长9.6%,增速相较上季度的2.4%首次回升;单季度实现买家环比净增1,300万,是过去7个季度最高的单季度增量,其中超过70%新用户来自于下沉城市。

图 10：京东活跃买家数量（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

借助社交玩法下沉组合拳,京东用户增长驱动隐现。京东从2014年开始尝试,逐步加码社交电商。主打“物美价廉”和“拼购”的京喜自10月接入微信一级入口,在拓展下沉渠道,释放增长潜力。京东超新星计划主打“私域流量”与“社群”,旗下包括“芳香社交电商”、“京小哥”、“京小服”、“京小家”、“云店”等小程序。作为京东发力下沉市场的主力产品,京喜和超新星计划有望成为用户增长的主要驱动力。双11期间,京喜新用户

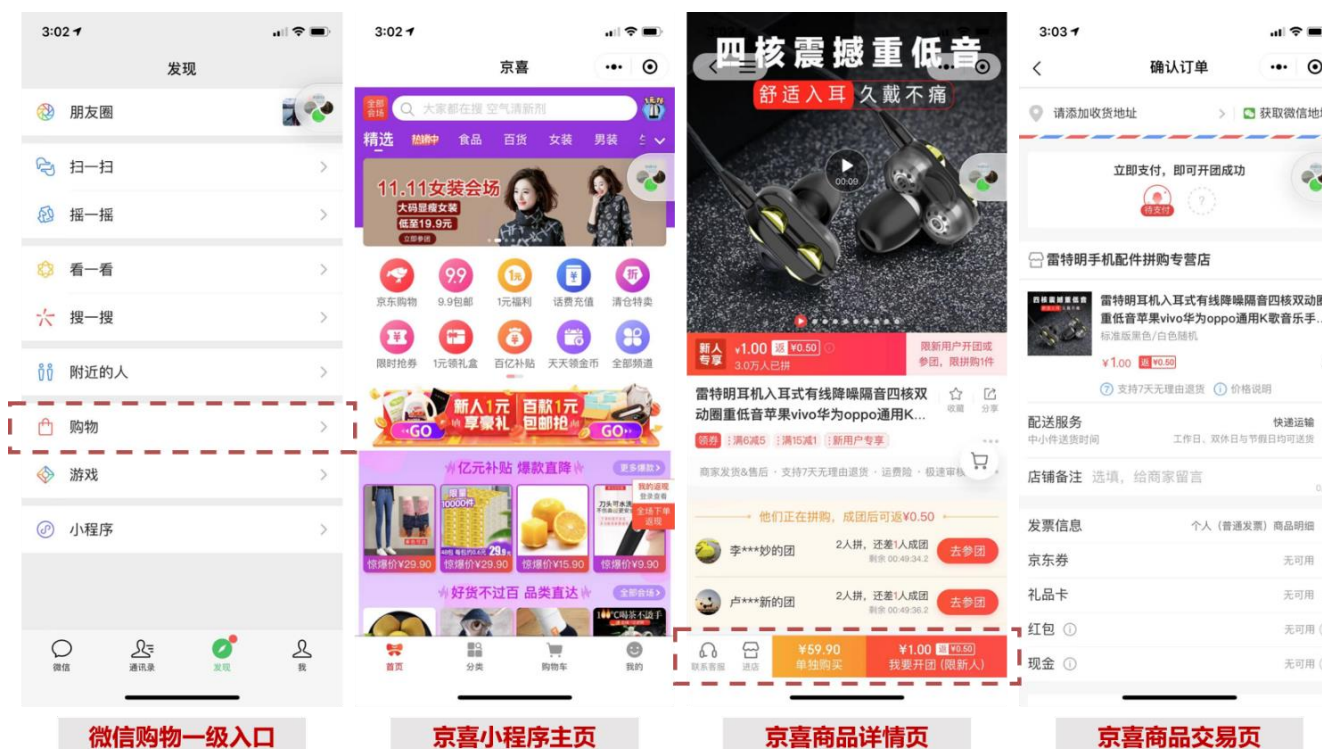
中约 75%来自于下沉城市，约 55%的用户为女性。双 11 全天京喜销售 1.01 亿件商品，近七成的用户来自三至六线城市，六线城市占整体用户近三成。自 10 月 31 日京喜接入微信一级入口后，11 月 11 日当天下单量峰值环比切换前一周(10 月 24-30 日)日均增长 400%，新增用户数环比 9 月日均增长 747%。京东超新星计划总成交额将近 7 亿元，总订单量超过 400 万单。

图 11: 京东社交产品上线重要时间节点



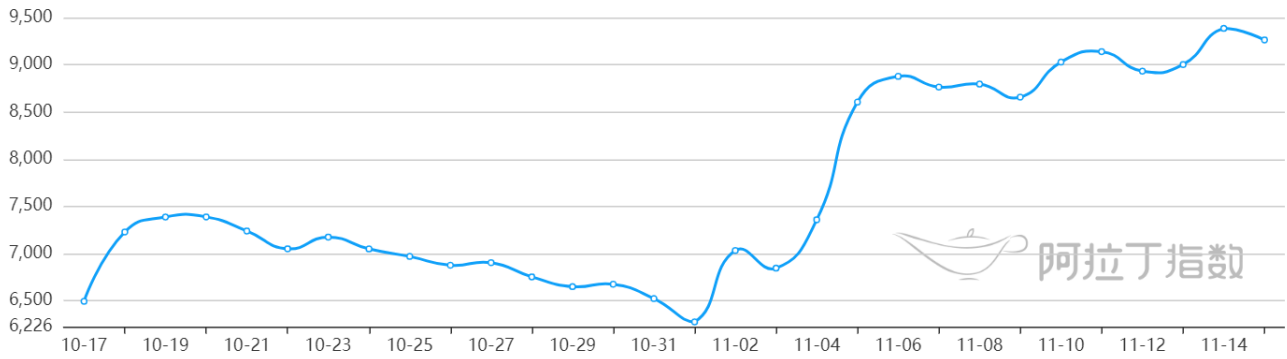
资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

图 12: 京喜购物流程截图



资料来源: 微信 APP, 天风证券研究所

图 13: 京喜小程序阿拉丁指数 (2019 年 10 月 17 日-2019 年 11 月 15 日)



资料来源: 阿拉丁指数, 天风证券研究所

图 14: 京东社交玩法产品矩阵

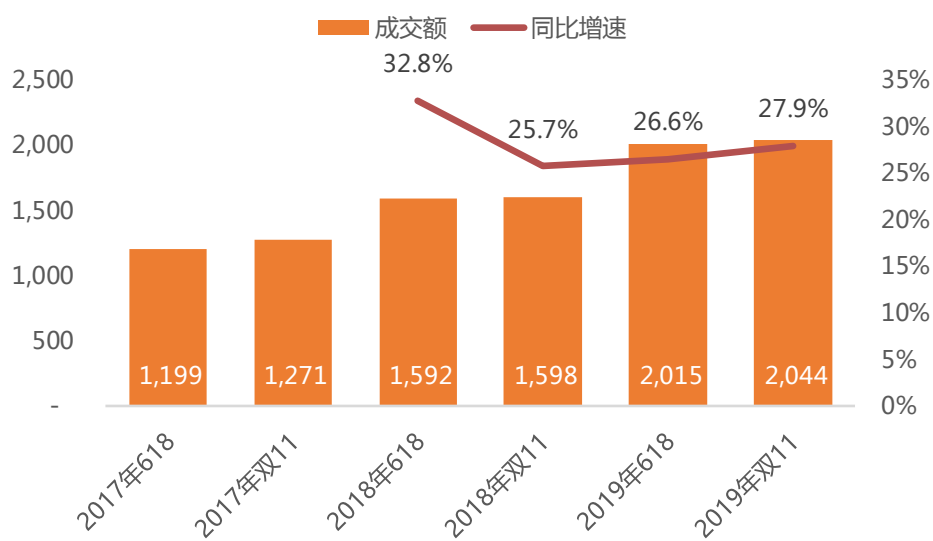
超新星计划介绍



资料来源: 京东官网, 联商网, 天风证券研究所

双 11 大促成交额增速回升, 京东增长潜力仍存。此次双 11, 京东最终成交额达 2,044 亿元, 同比增长 27.9%, 增速同比去年双 11、环比今年 618 皆有所回升, 双 11 当天成交额达 731 亿。此次双 11 增长主要来自于下沉城市用户对家电、智能手机品类的消费以及个人防护产品在新用户群体中的热销。具体到各品类, 家居用品累计卖出超 3000 万件; 钟表类目 11 月 1 日至 11 日期间总销量突破 100 万只; 新车成交额同比增长 318%; 京东房产线上服务咨询量同比增长 7 倍。

图 15: 京东双 11 和 618 促销成交额及同比增速 (2017A-2019A)



资料来源: 公司公告, 新浪财经, 天风证券研究所

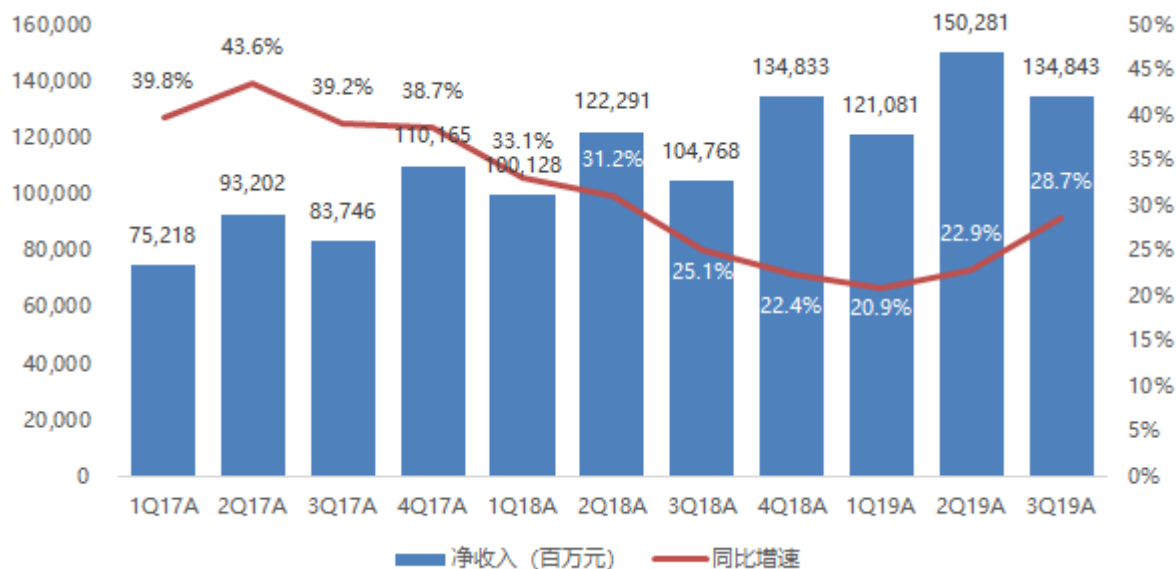
2. 财务及运营数据

2.1. 财务分析

收入：3Q19A 收入为 RMB1,348.4 亿元，同比增长 28.7%，环比减少 10.3%，高于指引中值 5.3%，高于市场预期 5.0%；

- 自营电商收入为 RMB1,188.5 亿元，同比增长 26.6%，环比减少 11.0%，占总体收入 88.1%；
- 服务及其他收入为 RMB159.9 亿元，同比增长 47.0%，环比减少 4.6%，占总体收入 11.9%；

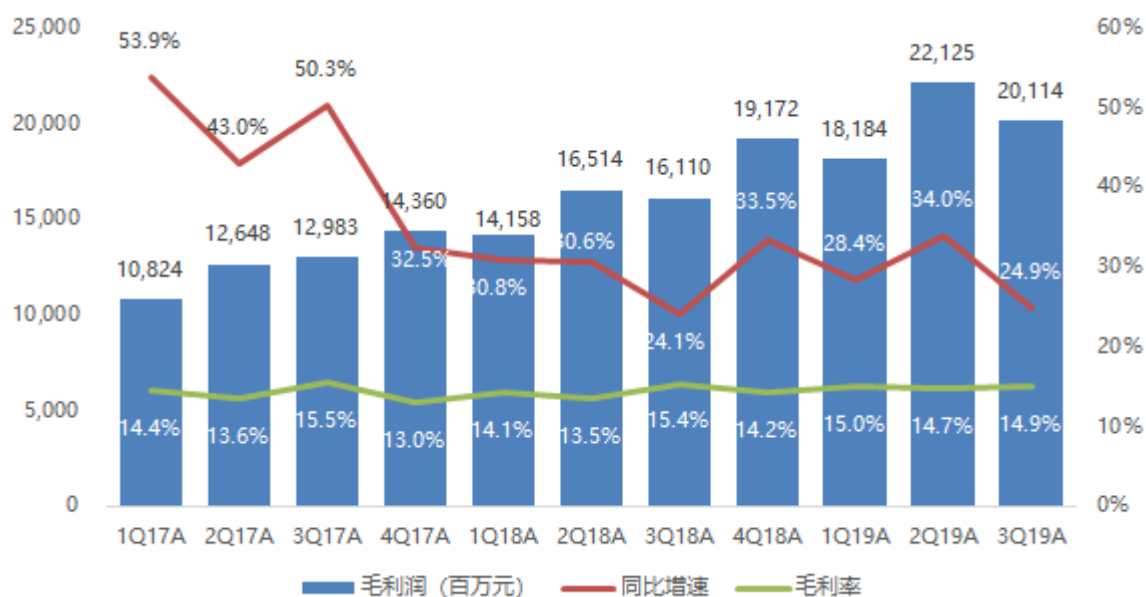
图 16：京东单季度总体净收入（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：3Q19A 为 14.9%，同比降低 0.5pct，环比提升 0.2pct；

图 17：京东单季度毛利及毛利率（1Q17A-3Q19A）

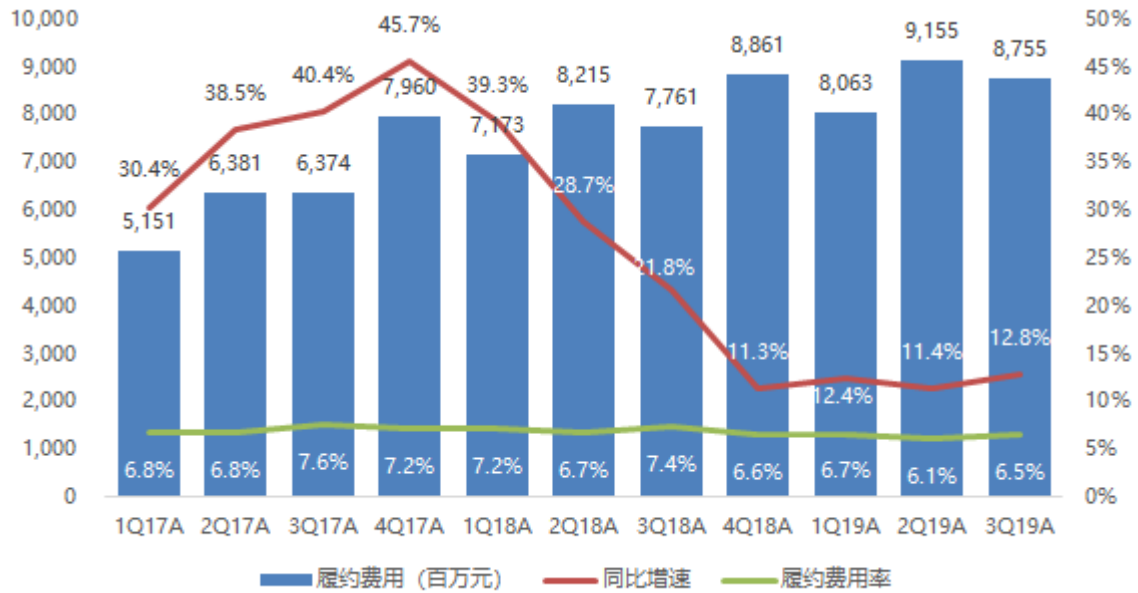


资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营费用率：3Q19A 为 13.4%，同比降低 2.5pct，环比提升 0.2pct；

- 履约费用率为 6.5%，同比降低 0.9pct，环比提升 0.4pct；主要由于规模效益下仓储使用率和人员效率提升带动；

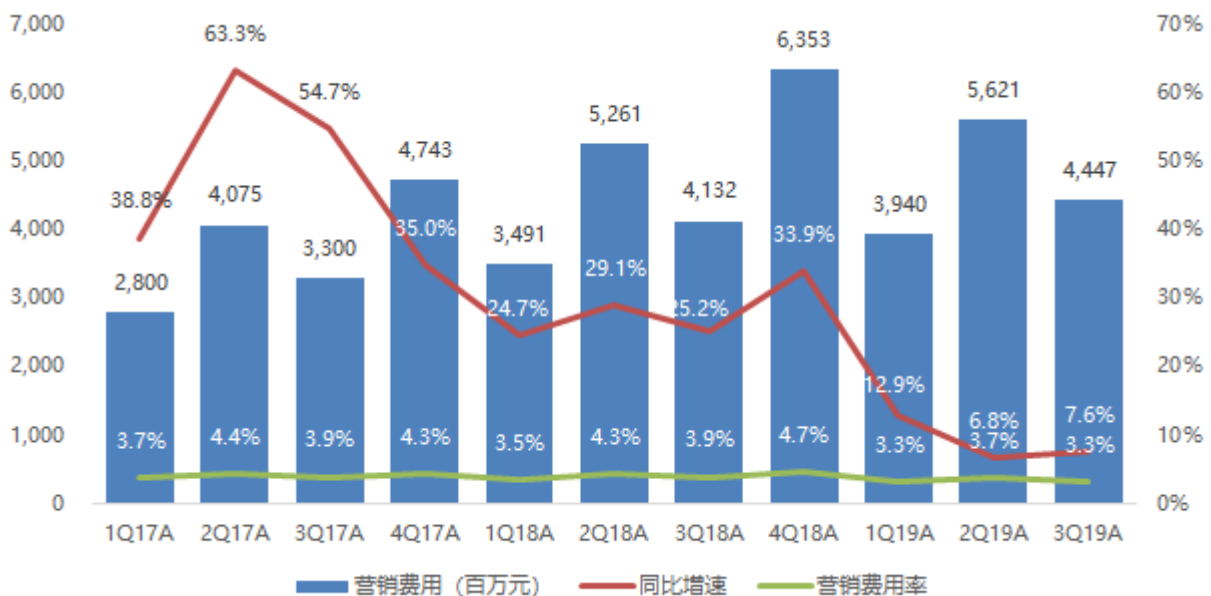
图 18：京东履约费用及费用率（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 营销费用率为 3.3%，同比降低 0.6pct，环比降低 0.4pct；

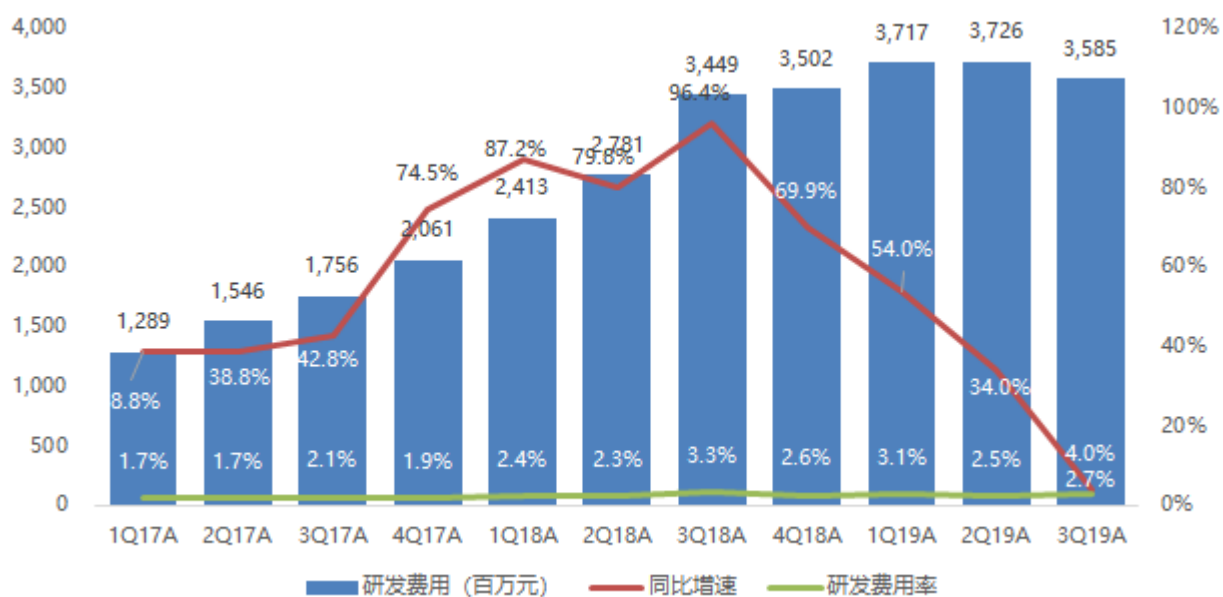
图 19：京东营销费用及费用率（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 研发及内容费用率为 2.7%，同比降低 0.6pct，环比提升 0.2pct；

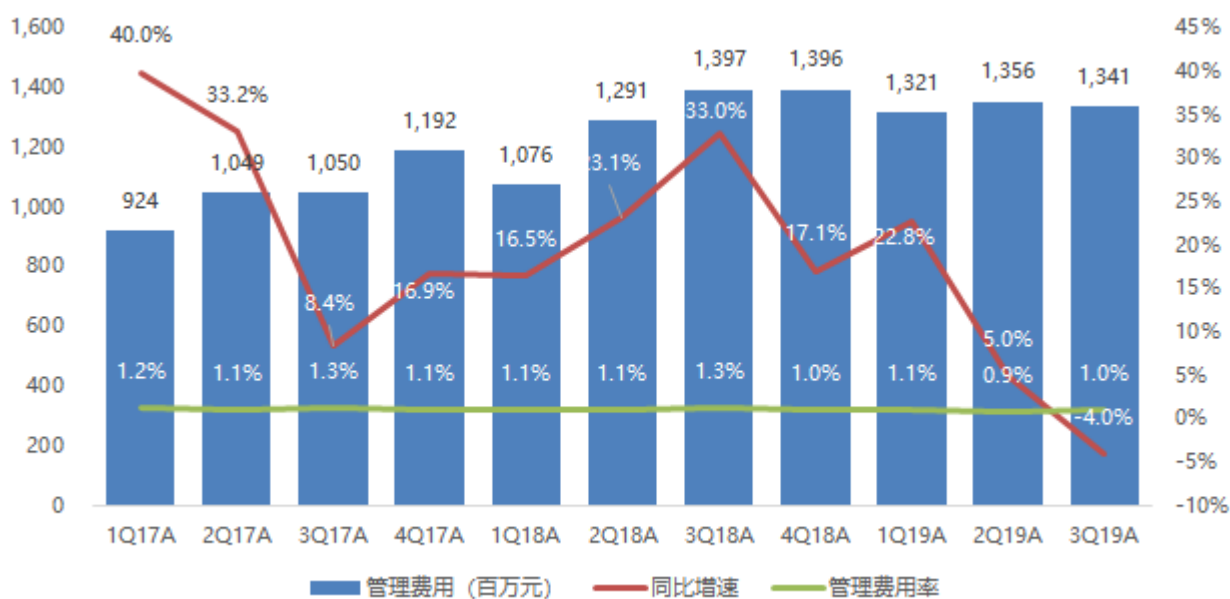
图 20：京东研发费用及费用率（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 管理费用率为 1.0%，同比降低 0.3pct，环比提升 0.1pct；

图 21：京东管理费用及费用率（1Q17A-3Q19A）

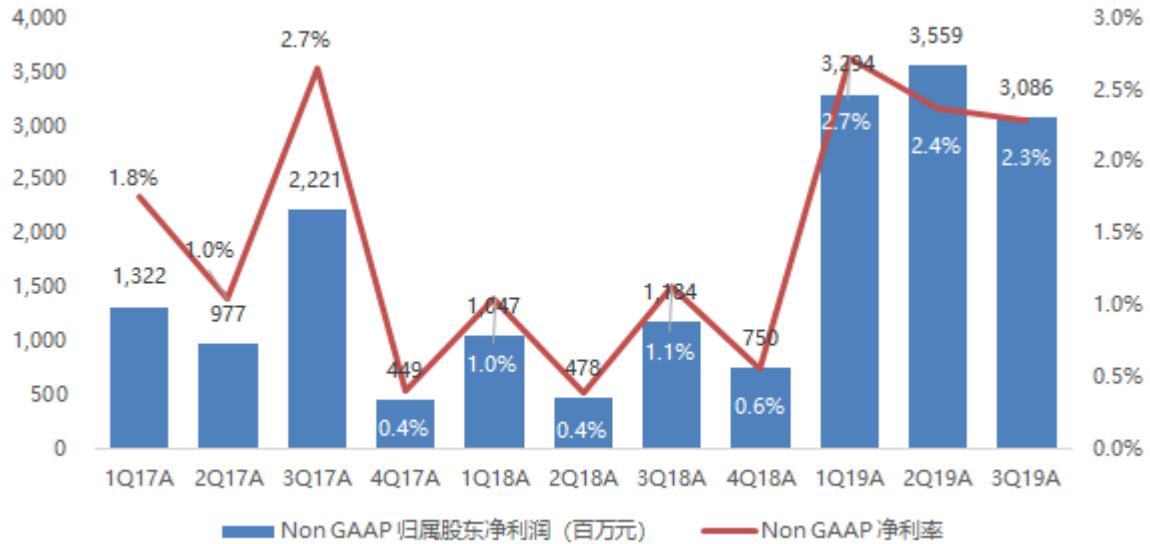


资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营利润: 3Q19A 为 RMB49.7 亿元, 环比增长 119.4%; 运营利润率为 3.7%, 同比提升 4.3pct, 环比提升 2.2pct;

经调整后归属股东利润 (Non GAAP): 3Q19A 为 RMB30.9 亿元, 同比增长 160.6%, 环比减少 13.3%, 高于市场预期 77.5%; 调整后归母净利率为 2.3%, 同比提升 1.2pct, 环比降低 0.1pct;

图 22: 京东单季度经调整后归属股东净利润 (1Q17A-3Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

现金及现金等价物: 截至 2019 年 9 月 30 日, 京东账上共持有现金及现金等价物、限制性现金及短期投资约 RMB592 亿;

收入指引: 4Q19E 收入指引为 RMB1,630-1,680 亿, 同比增长 20.9%至 24.6%, 指引中值高于此前市场预期 1.6%。

图 23: 京东实际业绩与一致预期 (3Q19A vs. 3Q19E)

单位: 百万元	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	3Q19E	
						一致预期 - 11月14日	Actual vs. Consensus
总收入	104,768	134,833	121,081	150,281	134,843	128,404	5.0%
QoQ % Change	-14.3%	28.7%	-10.2%	24.1%	-10.3%		
YoY % Change	25.1%	22.4%	20.9%	22.9%	28.7%		
毛利	16,110	19,172	18,184	22,125	20,114	20,190	-0.4%
QoQ % Change	-2.4%	19.0%	-5.2%	21.7%	-9.1%		
YoY % Change	24.1%	33.5%	28.4%	34.0%	24.9%		
毛利率	15.4%	14.2%	15.0%	14.7%	14.9%	15.7%	-0.8%
运营利润 (GAAP)	-651	-939	1,226	2,267	4,973	996	399.3%
QoQ % Change	n.a.	44.3%	n.a.	84.9%	119.4%		
YoY % Change	n.a.	n.a.	27559.1%	n.a.	n.a.		
运营利润率 (GAAP)	-0.6%	-0.7%	1.0%	1.5%	3.7%	0.8%	2.9%
净利润 (GAAP)	3,001	-4,805	7,319	619	612	853	-28.2%
QoQ % Change	-235.6%	-260.1%	-252.3%	-91.5%	-1.1%		
YoY % Change	195.8%	428.4%	380.0%	-128.0%	-79.6%		
净利率 (GAAP)	2.9%	-3.6%	6.0%	0.4%	0.5%	0.7%	-0.2%
经调整后净利润 (Non-GAAP)	1,184	750	3,294	3,559	3,086	1,738	77.5%
QoQ % Change	147.7%	-36.7%	339.3%	8.0%	-13.3%		
YoY % Change	-46.7%	66.9%	214.5%	644.3%	160.6%		
经调整后净利率 (Non-GAAP)	1.1%	0.6%	2.7%	2.4%	2.3%	1.4%	0.9%

资料来源: 公司公告, Bloomberg (2019 年 11 月 14 日), 天风证券研究所

2.2. 运营数据

活跃买家数: 核心活跃买家达到 3.34 亿, 同比增长 9.6%, 环比净增 1,300 万, 其中超过 70% 新用户来自于下沉城市; 9 月移动端 MAU 同比增长 36%;

京喜: 双 11 期间京喜新用户中约 75%来自于下沉城市; 约 55%的用户为女性;

京东健康: A 轮融资估值约 70 亿美元;

平台商家数: 2Q19 达到 25 万, 环比净增 3 万。

3. 投资建议

我们预计 2019-2021 年公司调整后归母净利润将达到 104.7 亿元/148.9 亿元/188.2 亿元，分别同比增长 202.6%/42.3%/26.4%，对应当前市值的市盈率分别为 32.0x/22.5x/17.8x。考虑到公司收入增速环比回升、以京喜为主的社交玩法产品组合拳式渠道下沉以及在降本提效下盈利能力的持续改善，我们认为京东的合理市值为 600 亿美元，对应 2020 年 28x P/E，相较当前 478.5 亿美元市值仍有近 25.4%的提升空间。

图 24：京东未来三年盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产						净收入 (百万元)	362,332	462,020	575,371	684,116	775,261
非流动资产						同比增速	40.3%	27.5%	24.5%	18.9%	13.3%
物业、厂房及设备	12,574	21,083	26,117	31,176	33,324	毛利润 (百万元)	50,815	65,954	85,531	104,241	118,893
无形资产	13,744	15,487	15,183	14,885	14,598	同比增速	43.7%	29.8%	29.7%	21.9%	14.1%
其他非流动资产	42,709	67,739	72,032	73,587	77,140	毛利率	14.0%	14.3%	14.9%	15.2%	15.3%
非流动资产总值	69,026	104,309	113,332	119,648	125,062	营业利润 (百万元)	-835	-2,619	11,474	17,653	22,513
						同比增速	-33.3%	213.5%	-538.1%	53.9%	27.5%
流动资产						营业利润率	-0.2%	-0.6%	2.0%	2.6%	2.9%
存货	41,700	44,030	46,084	46,093	48,301	归属股东净利润 (百万元)	-152	-2,492	9,649	13,568	17,357
应收账款	21,492	13,826	9,637	12,295	15,281	同比增速	-96.0%	1536.5%	-487.3%	40.6%	27.9%
短期投资	8,588	2,036	25,000	26,000	27,000	净利率	0.0%	-0.5%	1.7%	2.0%	2.2%
现金及现金等价物	25,688	34,262	40,646	54,537	71,943	Non-GAAP 归属股东净利润 (百万元)	4,968	3,460	10,468	14,892	18,820
其他流动资产	17,560	10,701	9,792	10,698	11,457	同比增速	140.2%	-30.4%	202.6%	42.3%	26.4%
流动资产总值	115,029	104,856	131,159	149,623	173,982	净利率	1.4%	0.7%	1.8%	2.2%	2.4%
资产总值	184,055	209,165	244,491	269,271	299,044	经调整 ROE		5.4%	12.5%	15.1%	15.9%
负债及股东权益						现金流量表					
非流动负债						经营活动净现金流	26,857	20,881	43,260	29,148	33,505
非流动负债总值	13,416	11,475	15,554	15,354	15,154	投资活动净现金流	-39,815	-26,079	-37,416	-15,057	-15,899
						融资活动净现金流	19,235	11,220	-200	-200	-200
流动负债						期初现金	24,164	29,799	37,502	43,146	57,037
应付账款	74,392	80,201	88,321	92,930	98,605	期末现金	29,799	37,502	43,146	57,037	74,443
客户存款/预付款	13,605	13,018	14,000	14,000	14,000	估值					
其他流动负债	30,253	27,644	36,552	39,353	42,252	P/E	67.5	96.9	32.0	22.5	17.8
流动负债总值	118,251	120,862	138,874	146,283	154,857	P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
负债总值	131,666	132,337	154,427	161,637	170,010	P/B	6.4	4.4	3.7	3.1	2.6
股东权益						P/FCF	21.6	-687.7	10.2	18.4	15.3
负债及股东权益	184,055	209,165	244,491	269,271	299,044	P/GMV	0.26	0.20	0.16	0.13	0.11

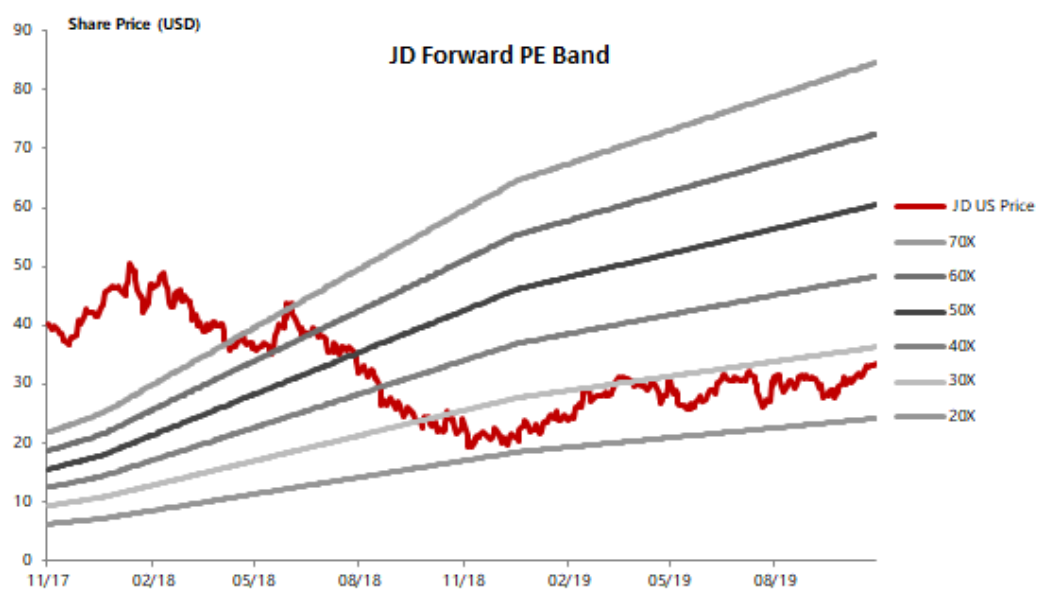
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：全球主要电商公司估值对比-按照 Bloomberg 一致预期

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
				FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20
阿里巴巴	USD	182.8	477,263	36.0	25.5	22.0	9.7	6.8	4.9	9.7	6.9	5.2	2.0	1.4	1.2
美团点评	HKD	96.9	71,810	n.a.	n.a.	64.1	7.1	5.1	3.7	7.8	5.4	4.0	n.a.	n.a.	n.a.
京东	USD	33.6	48,810	150.9	36.3	26.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5	3.4	0.8	0.6
拼多多	USD	41.3	48,029	n.a.	n.a.	91.4	25.3	10.0	5.9	26.7	11.1	6.8	n.a.	n.a.	n.a.
小米集团	HKD	8.5	26,139	21.0	15.9	12.8	0.9	0.7	0.6	1.0	0.9	0.7	1.8	1.4	1.1
唯品会	USD	12.1	8,061	21.1	13.6	11.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	USD	43.4	2,705	49.6	38.4	26.6	3.4	2.6	1.9	3.5	2.6	2.0	n.a.	n.a.	n.a.
壹网壹创	CNY	156.7	1,788	n.a.	58.8	45.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	6.1	n.a.	n.a.	n.a.
值得买	CNY	124.5	947	n.a.	56.0	44.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.7	7.7	n.a.	n.a.	n.a.
中国有赞	HKD	0.5	978	n.a.	n.a.	n.a.	6.1	4.6	2.9	7.9	5.4	3.4	n.a.	n.a.	n.a.
云集	HKD	4.1	887	n.a.	n.a.	8.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	0.2	n.a.	n.a.	n.a.
慧聪网	HKD	2.8	405	8.9	8.7	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国电商				27.3	26.0	22.7	3.6	3.8	1.9	6.2	4.5	3.1	2.4	1.2	1.0
Amazon	USD	1,754.6	869,926	60.9	56.0	44.9	3.8	3.1	2.5	3.7	3.1	2.6	1.8	1.6	1.3
沃尔玛	USD	120.7	343,163	27.2	24.9	24.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	5.0	4.5	4.4
好市多批发	USD	304.6	133,915	43.6	37.6	35.2	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	5.2	4.5	4.2
Shoptify	USD	312.5	36,205	1001	1586	346	32.6	21.8	16.1	34.3	23.3	17.2	24.0	38.1	8.3
Ebay	USD	35.0	28,441	15.2	12.6	12.1	2.1	2.4	2.5	2.7	2.6	2.6	1.1	0.9	0.9
Expedia	USD	95.6	13,848	16.9	15.7	13.8	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1	1.4	1.3	1.1
良品计划	JPY	2,467.0	6,382	21.6	18.1	22.2	1.7	1.5	1.4	1.8	1.7	1.6	2.8	2.3	2.8

资料来源：Bloomberg (2019 年 11 月 15 日)，天风证券研究所

图 26: 京东 Forward PE Band



资料来源: Bloomberg (2019年11月15日), 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com