

亮眼的 Q3 业绩 vs 保守的 Q4 指引，从京东季报再看下沉市场

——京东 (JD.O) 3Q FY19 业绩点评

海外公司简报

◆ 公司公布 2019 三季度业绩并上调全年盈利指引

公司 Q3 实现净收入 1348 亿元，同比增长 28.7%；其中净产品收入 1189 亿元，同比增长 27%；净服务收入 160 亿元，同比增长 47%。报告期毛利率 14.9%，同比下滑 0.5pct。公司 Q3 实现 Non-GAAP 净利 30.9 亿元，上调全年 Non-GAAP 净利指引至 98-105 亿。公司在活跃用户规模方面的表现同样超预期，Q3 年度活跃用户数 3.34 亿，同比增长 9.6%，环比新增用户 1300 万。

◆ 亮眼的 Q3 业绩：下沉市场用户线上消费习惯正迅速进化

公司 Q3 业绩超预期。从公司层面看，京东在下沉市场的布局终于获得进一步突破；从行业层面看，我们认为下沉市场用户消费习惯正迅速进化：

1/ 下沉市场用户线上消费习惯迅速进化。拼多多用低客单价商品以及微信社交关系打开了下沉用户线上购物的大门，然而随着电商平台对下沉用户的不断引导，低线用户线上消费习惯开始迅速向高客单价商品进化。下沉市场缺位的线下渠道为高定位/高客单价商品带来了更大的空间。

2/ 京东平台的品牌效应使其在一定程度上获益于下沉市场高客单价需求增长。京东通过多年打造的平台品牌形象使其在一定程度上获益于下沉市场高客单价需求的增长。公司自营收入增速的大幅提升以及整体毛利率的小幅下滑，均说明公司正受益于低线城市 3C/家电等高客单价品类增长红利。

3/ 三季度部分消费电子旗舰产品集中上市拉动公司业绩超预期。iPhone11 系列在 9 月上市发售，根据京东自营 9 月旗舰机销量排行榜，iPhone11 单月通过京东自营渠道实现销售 57.1 万台，若按平均单价 9000 元计算则对应营收 51.4 亿元，相当于公司三季度营收 3.8%。

◆ 保守的 Q4 指引：下沉市场的终极对决即将展开

公司业绩指引对应 Q4 Non-GAAP 净利润为-1.4 至 5.6 亿元。我们认为公司保守的业绩指引意味着两点：

1/ 下沉市场的争夺依然激烈：通过“双十一”“双十二”等购物节进行大规模的用户补贴和激励仍然是主流平台改善留存的重要手段。期待公司在与其他平台的竞争中逐步提高营销效率，以实现盈利水平的继续改善。

2/ 下沉市场订单密度降低将对履约费用率造成一定压力。低线城市由于订单密度较低，对于自建物流的京东来说，履约费用率短期存在重新上升的可能性。

◆ 盈利预测、估值与评级

公司从三季度开始受益于下沉市场用户高客单价需求的崛起，我们预计 Q4 开始随着“京喜”下沉导向产品的上线，公司将进一步加大对低线市场用户的获取；建议观察公司下沉市场用户获取效率及履约费用率提升情况。我们上调公司 2019 年 Non-GAAP 净利润为 102 亿元，维持公司 2020-2021 年 Non-GAAP 净利润为 131/164 亿元，对应 EPA 分别为 0.99/1.27/1.58 美元，维持“增持”评级。

◆ 风险提示：

1/宏观消费需求超预期恶化；2/公司并购等新业务发展低于预期；3/公司成本及费用控制效果低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GMV (百万人民币)	1,294,500	1,676,800	2,028,928	2,388,048	2,784,464
营业收入 (百万人民币)	362,332	462,020	573,362	668,952	755,645
毛利率 (%)	14%	14%	15%	15%	15%
净利润 (百万人民币)	4,968	3,460	10,244	13,097	16,356
净利润率 (%)	1.37%	0.75%	1.79%	1.96%	2.16%
EPA (元美金)	0.49	0.34	0.99	1.27	1.58
P/E	66.8	97.0	32.9	25.7	20.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 18 日

注：美元：人民币汇率按 1:7 计算

增持 (维持)

分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)

021-52523691

fanjiali@ebcn.com

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebcn.com

市场数据

总股本(亿 ADR)：14.78

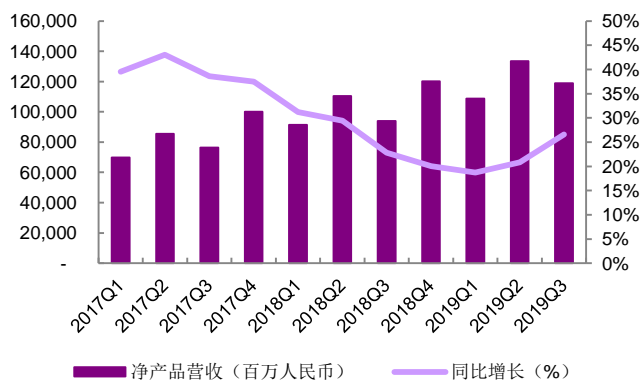
总市值(亿美元)：489

一年最低/最高(美元)：19.27/46.01

1、事件：公司公布三季度业绩并上调全年盈利指引

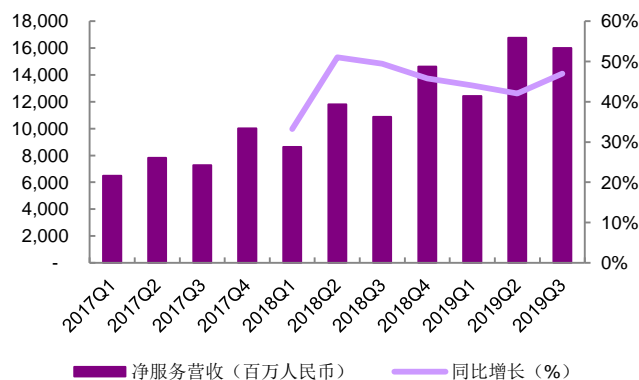
公司公布三季报，报告期实现净收入 1348 亿元，同比增长 28.7%，其中净产品收入 1189 亿元，同比增长 27%；净服务收入 160 亿元，同比增长 47%。公司 Q2 毛利率 14.9%，同比下滑 0.5pct。Q3 公司实现 Non-GAAP 净利 30.9 亿元。公司预计 2019Q4 营业收入同比增长 21-25%，并上调全年 Non-GAAP 净利指引至 98-105 亿。

图 1：公司 Q3 净产品营收同比增长 27%



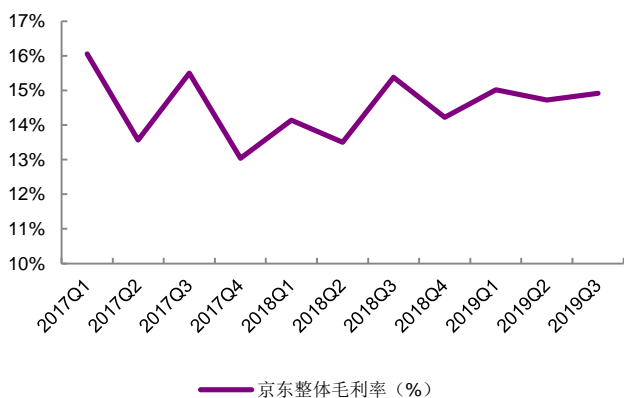
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：公司 Q2 净服务营收同比增长 42%



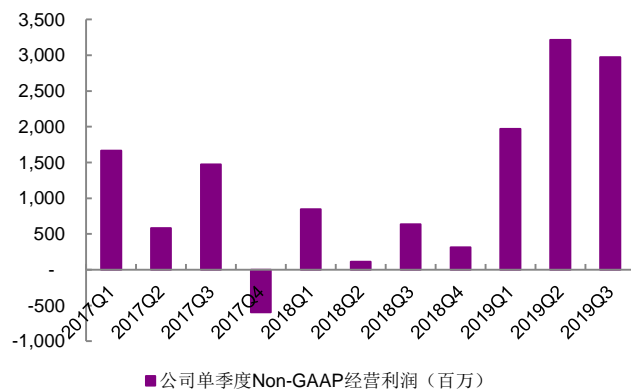
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：公司单季度整体毛利率保持平稳



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：公司 Non-GAAP 经营利润 (百万)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、亮眼的 Q3 业绩：下沉用户线上消费习惯迅速进化

公司 Q3 业绩在用户规模与财务表现上全面超预期。我们认为下沉市场用户消费习惯正迅速由低客单价商品向高客单价商品进化，而京东正品优质的平台品牌形象在一定程度上也有利于其受益于下沉市场用户高客单价商品需求的崛起。

1/ 下沉市场用户线上消费习惯迅速进化。

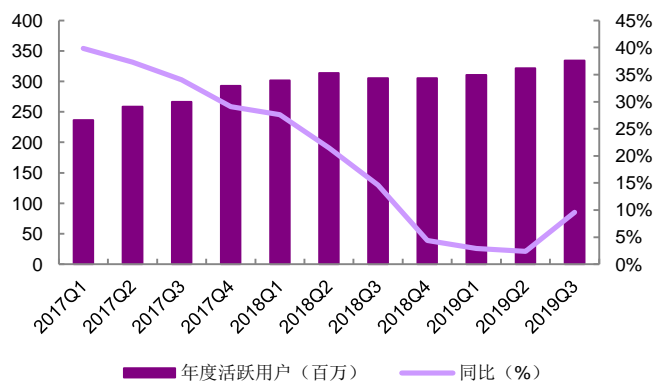
公司 Q3 年度活跃用户规模 3.34 亿，同比增长 9.6%；单季度新增用户规模达到 1300 万，其中超过 70% 以上的用户来自于低线城市。继拼多多与阿里巴巴之后，京东终于开始享受下沉市场红利。

回首看京东董事会主席刘强东在年初提出的“三大战略”，公司将下沉市场置于 2019 年战略目标的首要位置。从年初开始公司在产品前端推出社交拼团等社交产品形态（并在 10 月在微信入口上线“京喜”），在产品后端开始对接产业带商家等，通过多种方式触达低线下沉市场用户。公司的下沉市场策略的落地开始初现成果。

除了公司自身对下沉市场的投入开始开花结果以外，我们认为下沉市场用户的线上消费习惯正迅速进化。拼多多从 2017 年开始通过高性价比/低客单价商品以及微信社交关系资源对下沉市场实现了成功的用户教育，打开了三四线城市用户线上消费的大门。随着拼多多、阿里、京东对下沉市场用户的不断引导，低线城市用户的线上消费习惯开始迅速向高客单价商品进化：拼多多客单价的不断提升、京东 Q3 业绩大幅超预期均是下沉用户消费习惯开始进化的直接反映。

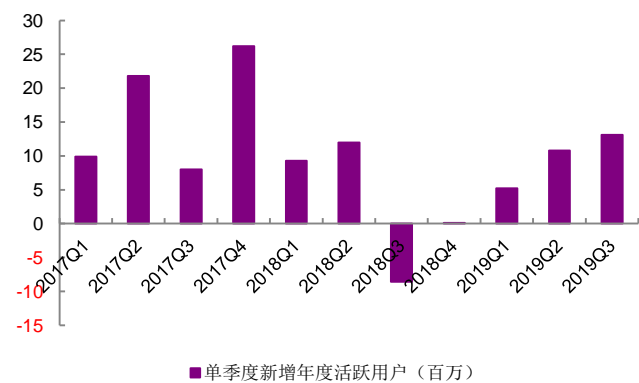
展望未来，我们认为三四线城市线下零售渠道的缺位使得电商平台在低线城市高客单价品类领域反而获得了更大的机会，预计奢侈品、消费电子等品类在三四线城市的线上渗透率将超越一二线城市。

图 5：公司年度活跃用户规模增速重新开始加速



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：公司 Q2 单季度新增用户 1300 万



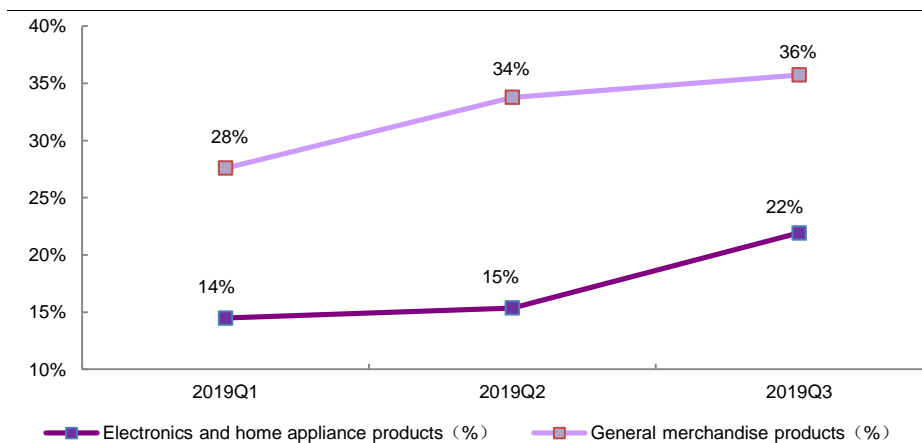
资料来源：公司公告、光大证券研究所

2/ 京东平台的品牌效应使得其获益于下沉市场高客单价需求增长

京东通过多年打造的平台品牌形象使其在一定程度上获益于下沉市场高客单价需求的增长。公司报告期净产品营收（自营）同比增速出现大幅回升，单季度同比增速由 2019Q2 的 21% 提升 6 pct 至 27%。其中日用品自营收入从 Q2 的 34% 提升 2pct 至 36%，而家电与电子产品自营收入从 Q2 的 15% 大幅提升 7pct 至 22%；同时，公司三季度毛利率同比下降 0.5pct 至 14.9%。

公司自营收入增速的大幅提升以及整体毛利率的小幅下滑，均说明公司正受益于低线城市 3C/家电等高客单价品类增长红利的事实。

图 7：京东家电及电子产品自营收入及日用品自营收入同比增速（%）

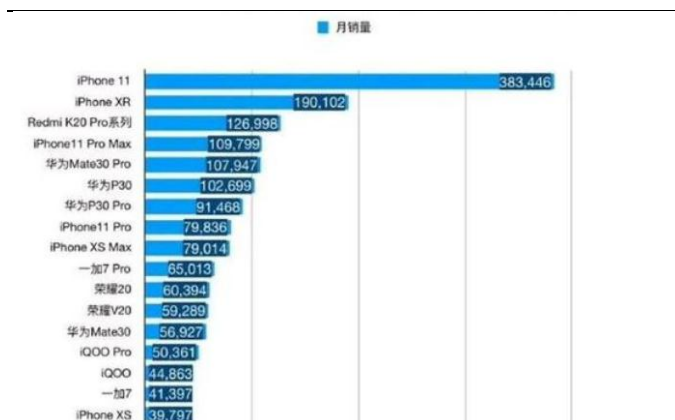


资料来源：公司公告、光大证券研究所

3/ 三季度部分消费电子旗舰产品集中上市拉动公司业绩超预期

三季度部分消费电子旗舰产品的集中上市也为公司报告期业绩超预期提供了助力。iPhone11 系列在 9 月上市发售，根据京东自营 9 月旗舰机销量排行榜，iPhone11 单月通过京东自营渠道实现销售 57.1 万台（iPhone11 38.3 万台、iPhone11 Pro Max 10.9 万台、iPhone11 Pro 7.9 万台），若按平均单价 9000 元计算则对应营收 51.4 亿元，相当于公司三季度营收 3.8%。同时 9 月中旬上市的华为 Mate30 等广受欢迎的旗舰机型也同样给公司业绩带来了增量动力。

图 8：京东自营旗舰机销量排行榜（2019 年 9 月）



资料来源：京东、光大证券研究所

图 9：iPhone11 于 9 月初在国内发售



资料来源：Apple、光大证券研究所

3、保守的 Q4 指引：下沉市场终极对决即将展开

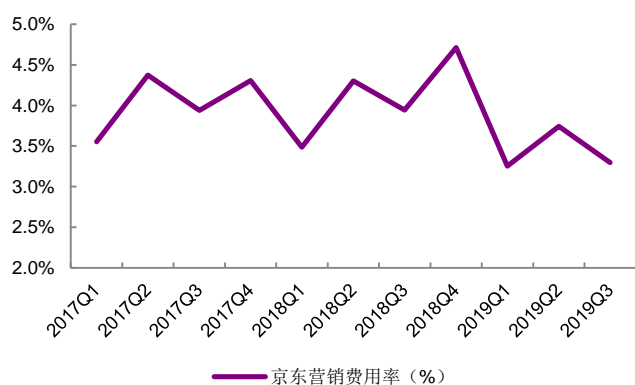
然而我们发现，在一份全面超预期的 Q3 业绩的同时，公司管理层却给出了较为保守的 Q4 业绩指引。在 Q3 单季度营收增速接近 29%，Non-GAAP 净利润 30.9 亿元的基础上，公司预计 Q4 营业收入增速为 21-25%，预计全年 Non-GAAP 净利润指引为 98-105 亿（公司前三季度 Non-GAAP 净利润为 99.4 亿元，对应 Q4 Non-GAAP 净利润为-1.4 至 5.6 亿元）。虽然由于“双十一”促销等因素，每年四季度均属于京东利润率水平的低点，但在公司整体盈利水平处于上升周期的大背景下，Q4 较为保守的业绩指引意味着什么呢？

我们认为公司保守的业绩指引意味着两点：

1/ 下沉市场的争夺依然激烈：进入 2019 年下半年以来，拼多多/阿里/京东均相继享受到了下沉市场用户红利，然而下沉市场的争夺仍然激烈，通过“双十一”“双十二”等购物节进行大规模的用户补贴和激励仍然是主流平台改善用户留存数据的重要手段。期待公司在与其他平台的竞争中逐步提高营销效率，以实现盈利水平的继续改善。

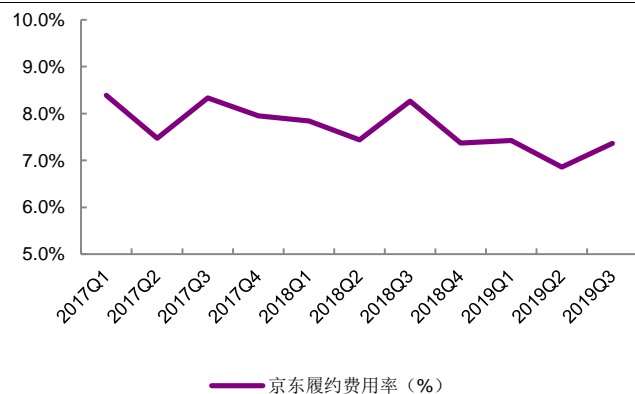
2/ 下沉市场订单密度的降低将对履约费用率造成一定压力。低线城市由于订单密度较低，因此对于自建物流配送体系的京东来说，履约费用率短期存在重新上升的可能性。公司 Q2 履约费用率 7.4%（分母按净产品收入计算），同比降低 0.9pct。公司坚持在三四线城市下沉的战略中依靠自身的物流体系为客户提供优质的体验，然而三四线城市由于订单密度较低导致物流及履约成本较高，随着 4 季度以“京喜”为代表的下沉产品逐步落地，我们预计从 4 季度开始公司履约费用率将有所上升。

图 10：公司 Q3 营销费用率同比出现改善



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 11：公司 Q3 履约费用率同比出现改善



资料来源：公司公告、光大证券研究所

4、投资建议：上调 19 年盈利预测，维持“增持”

公司从三季度开始受益于下沉市场用户高客单价需求的崛起，同时报告期消费电子旗舰产品的上市也为公司业绩超预期提供了助力。我们预计 Q4 开始随着“京喜”下沉导向产品的上线，公司将进一步加大对低线市场用户的获取；建议观察公司下沉市场用户获取效率及履约费用率提升情况。我们上调公司 2019 年 Non-GAAP 净利润为 102 亿元，维持公司 2020-2021 年 Non-GAAP 净利润为 131/164 亿元，对应 EPA 分别为 0.99/1.27/1.58 美元，维持“增持”评级。

（美元：人民币汇率按 1:7 计算）

5、风险提示

- 1/ 宏观消费需求超预期恶化；
- 2/ 公司拼购等新业务发展低于预期；
- 3/ 公司成本及费用控制效果低于预期。

利润表 (百万元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	362,332	462,020	573,362	668,952	755,645
营业成本	311,517	396,066	490,176	570,559	643,745
营业毛利	50,815	65,954	83,187	98,393	111,900
履约费用	25,865	32,010	36,141	42,263	47,429
销售费用	14,918	19,237	22,720	25,169	28,431
研发费用	6,652	12,144	15,537	18,127	20,476
管理费用	4,215	5,160	5,749	5,369	6,065
净利润 (Non-GAAP)	4,968	3,460	10,244	13,097	16,356
EBITDA (Non-GAAP)	4,698	4,328	11,658	17,450	20,809
用于计算EPA的ADR总数(百)	1,456	1,472	1,478	1,478	1,478
EPA (美元/ADR)	0.49	0.34	0.99	1.27	1.58

资产负债表 (百万元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
流动资产合计	115,029	104,856	128,508	151,963	166,217
货币资金	25,688	34,262	42,031	49,218	52,314
受限制现金	4,110	3,240	4,000	4,000	4,000
应收账款	16,359	11,110	11,467	13,379	15,113
预付账款	395	477	490	571	644
存货	41,700	44,030	53,919	62,762	70,812
非流动资产合计	69,026	104,309	122,725	115,010	122,689
固定资产-物业及设备	12,574	21,083	25,293	26,854	28,650
在建工程	3,197	6,554	8,000	8,000	8,000
无形资产	6,693	5,012	3,966	3,367	2,767
土地使用权	7,051	10,476	7,979	8,324	8,374
资产总计	184,055	209,165	251,233	266,973	288,906
流动负债合计	118,251	120,862	166,863	167,203	171,332
短期借款	200	147	200	200	200
应付账款	74,338	79,985	117,642	114,112	114,587
预收账款	13,605	13,018	17,201	19,400	22,669
非流动负债合计	13,416	11,475	5,044	13,447	21,319
负债合计	131,666	132,337	171,907	180,650	192,651
股本溢价	76,255	76,255	76,255	76,255	76,255
其他综合收益	-19,757	-12,403	-9,362	-1,897	7,602
股东权益合计(含少数股东权)	52,765	60,867	63,362	71,028	80,959
总负债,夹层股本及股东权益总	184,432	209,165	251,233	267,643	289,575

现金流量表 (百万元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
经营活动产生的现金流量净额	24,821	20,881	36,482	-3,465	23,523
净利润	-12	-2,574	3,041	7,465	9,024
折旧及摊销	4,193	4,387	4,443	4,695	5,123
投资活动产生的现金流量净额	-52,688	-26,079	-23,229	28,990	16,234
短期投资净购买	-2,077	6,552	-1,964	-4,000	-4,000
购买物业及设备	-3,294	-12,926	-5,604	-5,510	-1,900
筹资活动产生的现金流量净额	40,699	19,235	11,220	-9,947	-2,000
短期借款净增加	-1,657	-2,053	-1,947	-2,000	-2,000
资产化负债净增加	8,381	5,611	-	-8,000	-8,000
现金及现金等价物净增加额	-11,653	-9,273	7,704	4,006	22,925

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长能力 (%YoY)					
GMV 增长率	38%	30%	21%	18%	17%
收入增长率	40.3%	27.5%	24.1%	16.7%	13.0%
净利润增长率	NA	-33.7%	192.3%	109.5%	20.8%
估值指标					
PE	69	100	34	27	21
PB	6.6	5.7	5.5	4.9	4.3
P/GMV	0.26	0.20	0.17	0.14	0.12
P/S	0.92	0.73	0.59	0.50	0.45
盈利能力 (%)					
毛利率	14.0%	14.3%	14.5%	14.7%	14.8%
EBITDA 率	1.5%	1.2%	1.6%	2.3%	2.4%
税后净利润率 (归属母公司)	0.8%	0.4%	1.0%	1.8%	1.9%
ROA	1.6%	0.9%	2.2%	4.4%	4.9%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.5%	3.1%	8.8%	16.5%	17.5%
偿债能力					
流动比率	97%	87%	77%	91%	97%
速动比率	22%	28%	25%	29%	31%
每股指标					
EPA(Earnings per ADR,USD)	0.49	0.34	0.99	1.27	1.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼