

# 盈利能力显著改善，期待下沉获客取得突破

## ——京东 (JD.O) 2Q FY19 业绩点评

海外公司简报

### ◆ 公司公布 2019 上半年业绩并上调全年盈利指引

公司上半年实现净收入 2714 亿元，其中 Q2 实现净收入 1503 亿元，同比增长 22.9%。公司 Q2 毛利率 14.7%，同比提升 1.2pct，高毛利的服务性收入占比提升促使公司整体毛利率水平有所改善。上半年公司实现 Non-GAAP 净利 68 亿元，并上调全年 Non-GAAP 净利指引至 80-96 亿。

### ◆ 用户规模增速符合预期，关注低线下沉战略效果

公司 2019Q2 年度活跃用户数 3.21 亿，同比增长 2.4%，季度环比新增用户 1080 万，上半年用户规模增速基本符合预期。公司从 2019 年开始重点布局低线下沉市场，并采取三大措施吸引低线城市用户。

**1/ 战略投资线下零售连锁资产：**上半年连续战略投资五星家电、迪信通、及联想来酷，在京东最具优势的家电及 3C 品类联合线下零售伙伴推行低线城市下沉战略，将公司供应链优势资源与低线下触点进行有机结合。

**2/ 提升微信流量入口使用效率：**公司将在 9-10 月对微信一级入口流量使用策略进行调整。“京东拼购”将替代“京东商城”成为微信一级购物入口的场景落地页，以社交化的方式获取更多的低线城市用户；同时“京东拼购”也将采用低扣点的方式吸引更多商家入驻，以更好的满足潜在低线城市用户需求。

**3/ 改善高性价比商品供给：**从 19 年开始公司加强与区域性产业带合作关系，并与 3C、家电等品类品牌商共同合作推出高性价比定制产品，从而加强京东平台高性价比商品供给资源，为获取潜在低线城市用户群体提供供给端支持。

### ◆ 运营效率提升，费用控制得当

公司从 2018Q4 提出开启有质量的增长，经过 2 个季度的内部梳理，公司各项业务经营效率出现显著提升，期间费用率同比均呈现不同程度改善。公司 Q2 履约费用率 6.9%（分母按净产品收入计算），环比降低 0.5pct；随着上半年京东物流开放物流配送平台，并改革旗下配送员工薪酬制度，物流板块单票配送成本出现显著下降，履约费用率随之改善。我们预计随着外单比例的进一步提升，公司履约费用水平仍有下降空间。公司 Q2 销售费用率 3.7%，同比降低 0.6pct；上半年公司改进了广告投放效率，同时低线下沉战略布局开始产生效果，从而在市场费用投放效率方面有所改善。

### ◆ 盈利预测、估值与评级

京东仍然是电商行业中执行力最强的公司之一。从 2018 年 4 季度开启“有质量的增长”以来，经过 2 个季度的调整，公司在经营效率与内部管控方面已经出现显著改善，同时公司在线下联合战略合作伙伴，在线上对微信一级入口流量进行策略调整，期待低线城市用户获取能够有所突破。我们上调公司 2019-2021 年 Non-GAAP 经营利润分别为 90.8/131.3/164.6 亿元，对应 EPA 分别为 0.90/1.31/1.64 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。

### 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	2,050,081	2,458,560	2,898,027
营业收入 (百万人民币)	362,332	462,020	560,202	634,606	738,165
毛利率 (%)	14%	14%	15%	15%	15%
净利润 (百万人民币)	2,886	1,913	9,078	13,134	16,461
净利润率 (%)	0.80%	0.41%	1.62%	2.07%	2.23%
EPA (元美金)	0.29	0.19	0.90	1.31	1.64
P/E	105.2	160.4	33.9	23.5	18.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 14 日

注：美元：人民币汇率按 1:6.8 计算

## 增持 (维持)

当前价/目标价：30.66 / 33.32 美元

### 分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)  
021-52523691  
[fanjiali@ebscn.com](mailto:fanjiali@ebscn.com)

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)  
021-52523837  
[kongrong@ebscn.com](mailto:kongrong@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿 ADR)：14.78

总市值(亿美元)：416

一年最低/最高(美元)：19.27/46.01

## 1、公司公布 2019 上半年业绩并上调全年盈利指引

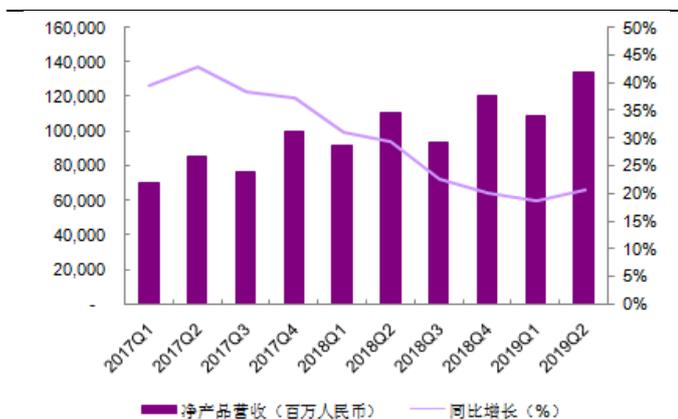
公司上半年实现净收入 2714 亿元，其中 Q2 实现净收入 1503 亿元，同比增长 22.9%；上半年净产品收入 2422 亿元，其中 Q2 净产品收入 1335 亿元，同比增长 21%；上半年净服务收入 292 亿元，其中 Q2 净服务收入 168 亿元，同比增长 42%。

公司 Q2 毛利率 14.7%，同比提升 1.2pct，高毛利的服务性收入占比提升促使公司整体毛利率水平有所改善。上半年公司实现 Non-GAAP 净利 68 亿元，并上调全年 Non-GAAP 净利指引至 80-96 亿。

公司上半年 Non-GAAP 净利润包含了从 4 月 1 日开始的增值税税率改革等因素带来的一次性收益总计 18 亿人民币，剔除一次性收益影响后公司盈利能力仍然呈现显著改善。

(注：根据我们测算增值税税率改革大约带来一次性收益 7 亿元人民币左右)

图 1：公司 Q2 净产品营收同比增长 21%



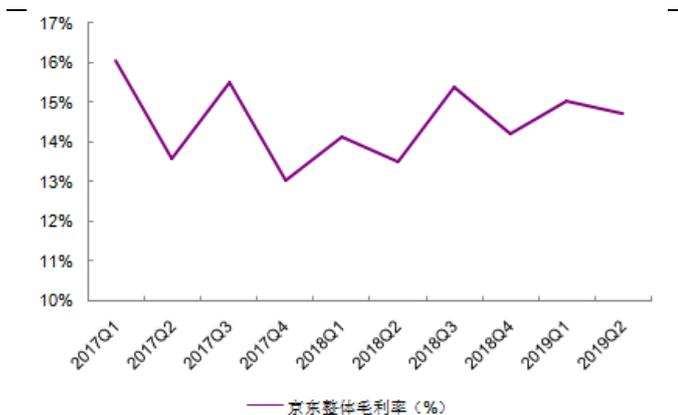
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：公司 Q2 净服务营收同比增长 42%



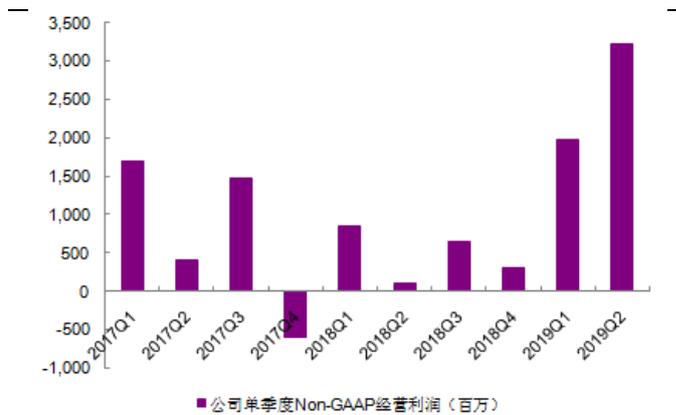
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：公司单季度整体毛利率同比有所改善



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：公司 Non-GAAP 经营利润创新高



资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 2、用户规模增速符合预期，关注低线下沉战略效果

公司 2019Q2 年度活跃用户数 3.21 亿，同比增长 2.4%，季度环比新增用户 1080 万，上半年用户规模增速基本符合预期。公司从 2019 年开始重点布局低线下沉市场，并采取三大措施吸引低线城市用户。

### 1/ 战略投资线下零售连锁资产

公司在上半年连续战略投资五星家电、迪信通及联想来酷，在京东最具竞争优势的家电及 3C 品类联合线下零售合作伙伴推行低线城市下沉战略。公司将自身强有力的供应链资源与合作伙伴低线城市用户触点有机结合，从而将高性价比商品供给更有效的对接给低线城市潜在用户

### 2/ 提升微信流量入口使用效率

公司将在 9-10 月对微信一级入口流量使用策略进行调整。“京东拼购”将替代“京东商城”成为微信一级购物入口的场景落地页，以社交化的方式获取更多的低线城市用户；同时“京东拼购”也将采用低扣点的方式吸引更多第三方商家入驻，以更好的满足潜在低线城市用户需求。

### 3/ 改善高性价比商品供给

从 2019 年开始公司加强与区域性产业带合作关系，并与 3C、家电等品类品牌商共同合作推出高性价比定制产品，从而加强京东平台高性价比商品供给资源，为获取潜在低线城市用户群体提供供给端支持。

目前公司三四线城市用户增速持续高于一二线城市，新用户中有超过 70% 来自于低线城市。随着下半年“京东拼购”在微信一级入口的调整开始落地，以及公司与五星家电、迪信通等线下合作伙伴的协同效应持续深入，我们认为公司对低线城市用户的获取有望出现边际改善。

图 5：公司年度活跃用户规模增速符合预期



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：公司 Q2 单季度新增用户超过 1000 万



资料来源：公司公告、光大证券研究所

### 3、运营效率提升，费用控制得当

公司从2018Q4提出开启有质量的增长，经过2个季度的内部梳理，公司各项业务经营效率出现显著提升，期间费用率同比均呈现不同程度改善。

公司Q2履约费用率6.9%（分母按净产品收入计算），同比降低0.5pct，环比降低0.5pct。随着上半年京东物流开放第三方物流配送平台，并开始改革旗下配送员工薪酬制度，物流板块单票配送成本出现显著下降，履约费用率随之改善。我们预计随着外单比例的进一步提升，公司履约费用水平仍有下降空间。公司Q2销售费用率3.7%，同比降低0.6pct；上半年公司改进了广告投放效率，同时低线下沉战略布局开始产生效果，从而在市场费用投放效率方面有所改善。公司Q2管理及行政费用率0.9%，同比降低0.2pct，内部人员优化及管理费用控制也同样开始在报表层面得以体现。

图7：公司Q2营销费用率同比出现改善



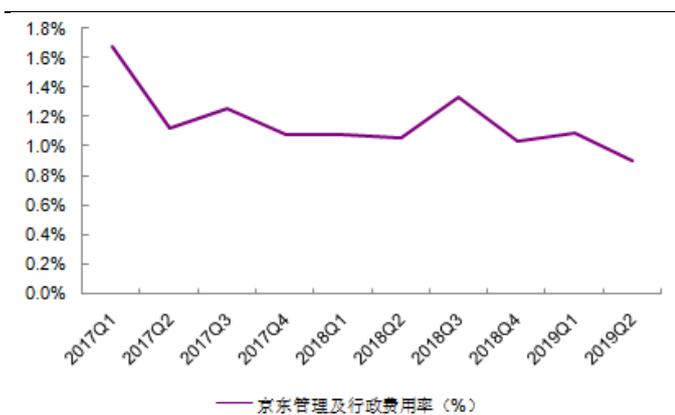
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图8：公司Q2履约费用率同比出现改善



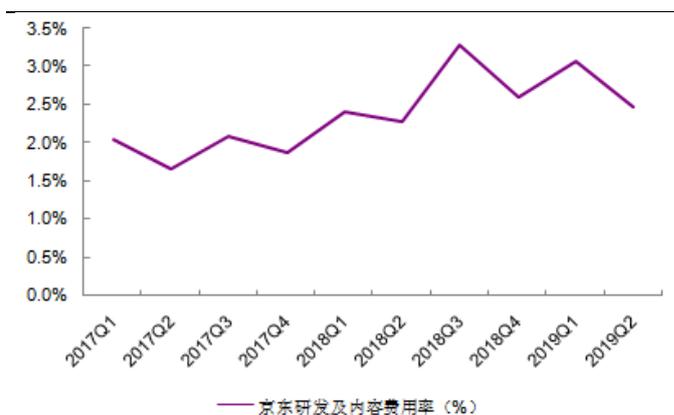
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图9：公司Q2管理及行政费用率环比改善



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图10：公司Q2研发及内容费用率环比改善



资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 4、投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级

京东仍然是电商行业中执行力最强的公司之一。从2018年4季度开启“有质量的增长”以来，经过2个季度的调整，公司在经营效率与内部管控方面已经出现显著改善，同时公司在线下联合战略合作伙伴，在线上对微信一级入口流量进行策略调整，期待低线城市用户获取能够有所突破。我们上调公司2019-2021年Non-GAAP经营利润分别为90.8/131.3/164.6亿元，对应EPA分别为0.90/1.31/1.64美元，维持“增持”评级。

## 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	560,202	634,606	738,165
营业成本	311,517	396,066	478,012	541,953	630,393
营业毛利	50,815	65,954	82,190	92,652	107,772
履约费用	25,865	32,010	36,057	41,884	48,719
销售费用	14,918	19,237	22,559	25,384	29,527
研发费用	6,652	12,144	11,771	10,788	11,811
管理费用	4,215	5,160	5,274	5,711	5,905
净利润 (Non-GAAP)	2,886	1,913	9,078	13,134	16,461
EBITDA (Non-GAAP)	5,301	5,667	12,878	17,034	20,461
用于计算EPA的ADR总数(百)	1,456	1,472	1,478	1,478	1,478
EPA (美元/ADR)	0.29	0.19	0.90	1.31	1.64

资产负债表 (百万元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
流动资产合计	115,029	104,856	126,697	147,586	164,123
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	11,204	12,692	14,763
预付账款	395	477	478	542	630
存货	41,700	44,030	52,581	59,615	69,343
非流动资产合计	69,026	104,309	108,892	97,433	101,159
固定资产-物业及设备	12,574	21,083	11,526	9,449	7,207
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	235,589	245,019	265,282
流动负债合计	118,251	120,862	163,490	160,335	168,355
短期借款	200	147	200	200	200
应付账款	74,338	79,985	114,723	108,391	112,210
预收账款	13,605	13,018	16,806	18,404	22,145
非流动负债合计	13,416	11,475	5,250	8,750	8,750
负债合计	131,666	132,337	168,740	169,085	177,105
股本溢价	76,255	76,255	76,255	76,255	76,255
其他综合收益	-19,757	-12,403	-5,875	3,009	14,820
股东权益合计(含少数股东权)	52,765	60,867	66,849	75,934	88,177
总负债,夹层股本及股东权益总	184,432	209,165	235,589	245,019	265,282

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	42,539	28,464	23,523
净利润	-12	-2,619	6,528	8,884	9,024
折旧及摊销	4,193	5,174	4,720	4,745	5,123
投资活动产生的现金流量净额	-52,688	-26,079	11,690	13,077	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	-3,641	-2,185	-1,923	-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	44,982	38,942

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
GMV 增长率	38%	30%	22%	20%	18%
收入增长率	39.3%	27.5%	21.3%	13.3%	16.3%
净利润增长率	NA	-33.7%	374.6%	44.7%	25.3%
<b>估值指标</b>					
PE	105	160	34	23	19
PB	5.8	5.0	4.6	4.0	3.5
P/GMV	0.23	0.18	0.15	0.13	0.11
P/S	0.84	0.66	0.55	0.49	0.42
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	14.0%	14.3%	14.7%	14.6%	14.6%
EBITDA 率	1.5%	1.2%	2.3%	2.7%	2.8%
税后净利润率 (归属母公司)	0.8%	0.4%	1.6%	2.1%	2.2%
ROA	1.6%	0.9%	3.7%	4.7%	5.0%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.5%	3.1%	13.5%	17.2%	18.7%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	97%	87%	76%	75%	70%
速动比率	22%	28%	25%	25%	22%
<b>每股指标</b>					
EPA(Earnings per ADR,USD)	0.29	0.19	0.90	1.31	1.64
每股经营现金流	5.33	6.08	6.71	7.59	8.76
每股净收入	249	314	379	429	499

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见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