




京东 (JD.O)

盈利能力提升，持续向零售服务商升级

——京东 2019Q2 业绩报告点评

	瞿猛 (分析师)	张睿 (研究助理)
	021-38676442	021-38031656
	zimeng@gjjas.com	zhangrui020842@gjjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880118080091

本报告导读:

公司盈利能力持续改善，物流规模效应明显，履约费用下降+物流收入增长印证物流服务发展潜力，重视下沉市场和线下场景打开空间。

摘要:

- **投资建议:** 公司盈利能力持续改善，物流规模效应明显，履约费用下降+物流收入增长印证物流服务发展潜力，重视下沉市场和线下场景打开空间。预计 2019/2020 年 Non-GAAP 下 ADS 分别为 3.90/6.98 元，给予 2019 年 0.15 倍 P/GMV，维持目标价 32.52 美元，“增持”评级。
- **业绩略超预期，盈利能力持续提升。** 公司 2019Q2 净收入 1503 亿元，同比+22.9%。其中，网上直销收入/服务收入分别为 1335/168 亿元，同比+20.8%/+42%。2019Q2 公司毛利率 14.7%，同比提升 1.2pct，NON-GAAP 经营利润 32 亿元，经营利润率 2.1%，同比+2 pct，环比+0.5 pct；NON-GAAP 归母净利率 2.4%，同比+2 pct，环比-0.3pct。公司 2019Q2 履约费用率 6.1%，同比-0.6 pct；营销费率 3.7%，同比-0.6pct；公司持续增加研发投入，技术费用 37 亿元，同比+32%，技术费用率 2.5%，同比+0.2pct。公司库存周转天数从去年同期的 39.1 天降低为 36.3 天，单均仓储成本显著下降，人效提升明显。
- **从零售商向服务商持续进化，物流优势进一步巩固。** 2019Q2 京东物流及其他收入同比+98%至 56.9 亿元。截至 2019Q2，京东运营约 600 个仓库，仓储总面积超过 1500 万平方米（250 万平米云仓）。今年 618 京东物流智能仓处理单量同比+99%，京东物流仓配一体服务订单中当日达和次日达的占比超过 91%。未来，不断开放的物流体系和持续丰富的服务类型有望为公司带来更多贡献。
- **重视下沉市场发展，深化线下场景布局。** 发展社交电商最核心的目的是获取低线城市的客户，而腾讯将继续为京东带来流量支持。今年 618 低线级市场的下单金额同比增幅达全站 2 倍。发力线下，先后在家电、手机通讯和电脑数码领域完成了对五星电器、迪信通和联想来酷的战略投资。将在一二线城市开设超级体验店，在五六线县乡镇市场已经布局了超过 1 万家的京东家电专卖店、京东专卖店。
- **风险提示:** 经济增速放缓的风险，行业竞争加剧的风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	115,002	181,287	260,122	362,332	462,019	563,680	672,736
(+/-)%	65.85%	57.64%	43.49%	40.19%	27.5%	22.0%	19.4%
毛利润	13,374.77	24,274.32	39,434.44	50,814.92	65,953.63	817.19	100,910
净利润	700	400	2,068	4,968	3,500	5,636	10,091
(+/-)%	-	-42.9%	417.1%	140.2%	-29.6%	61.0%	79.1%
PE	359	628	121	51	72	45	25
PB	5.12	7.64	6.84	7.60	3.26	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

当前价格 (美元): 27.16

2019.08.14

交易数据

52 周内股价区间 (美元)	19.2-49.2
当前股本 (百万股)	289,00
当前市值 (百万美元)	393,00

相关报告

《商城盈利持续提升，开放赋能不断推进——京东 2019Q1 业绩报告点评》

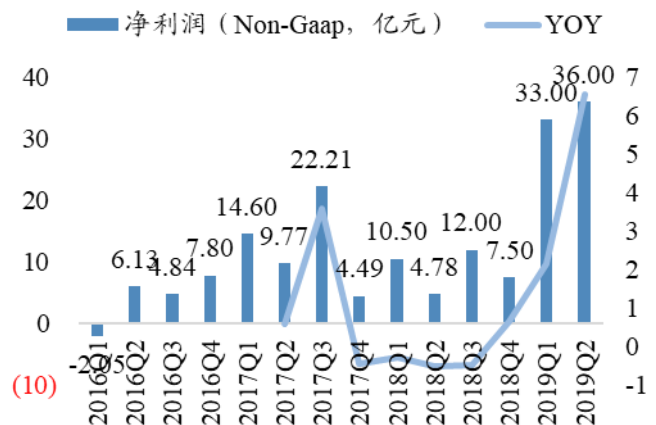
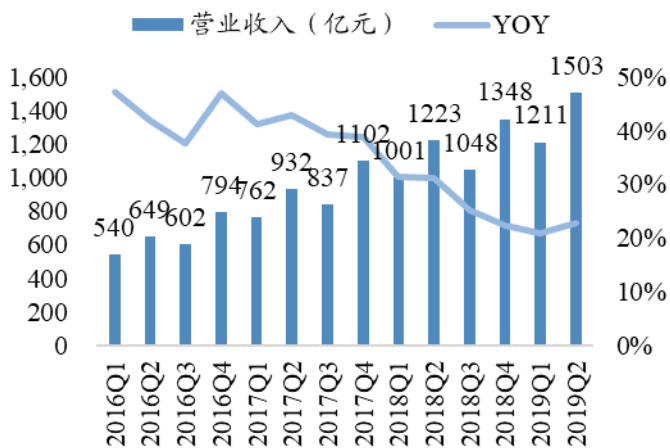
《架构调整全面升级，开放势能能量巨大——京东 2018Q4 和全年业绩报告点评》

《第三方维持高增长，无界零售不断完善——京东 2018Q3 业绩报告点评》

《零售生态羽翼渐丰，开放赋能潜力无限——京东专题研究》

图 1: 京东净营收 2019Q2 同比+23%

图 2: 京东 2019Q2 Non-GAAP 净利润创新高

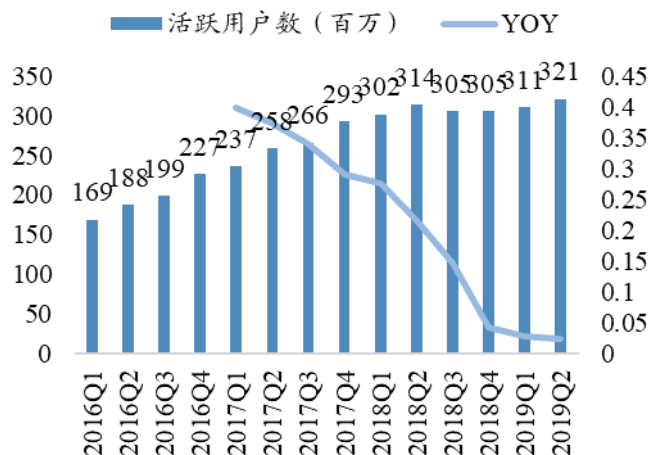
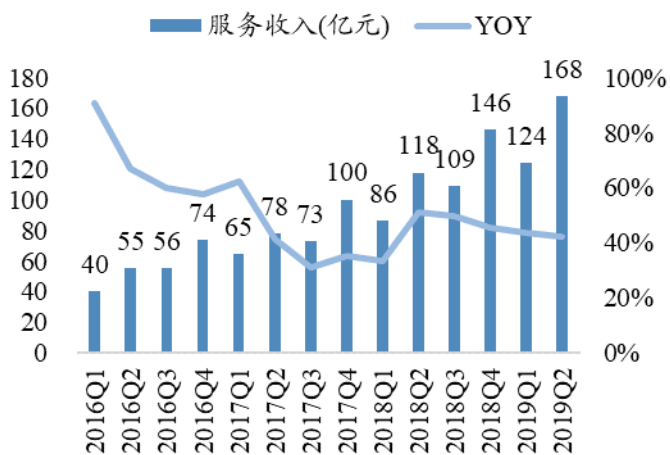


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 京东服务收入持续高增长

图 4: 京东 2019Q2 年活跃用户数达到 3.21 亿

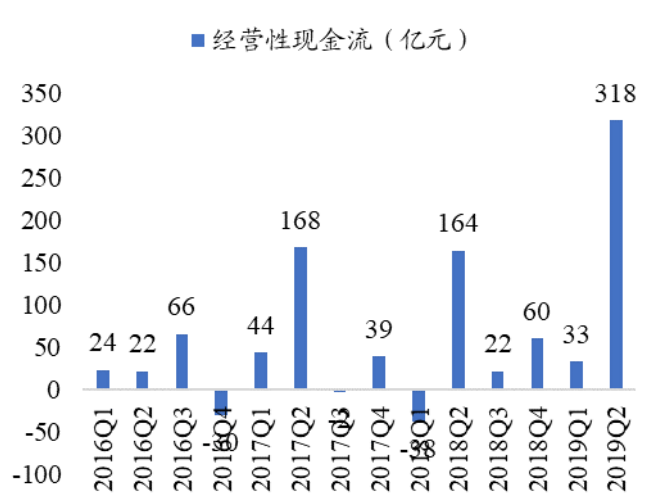
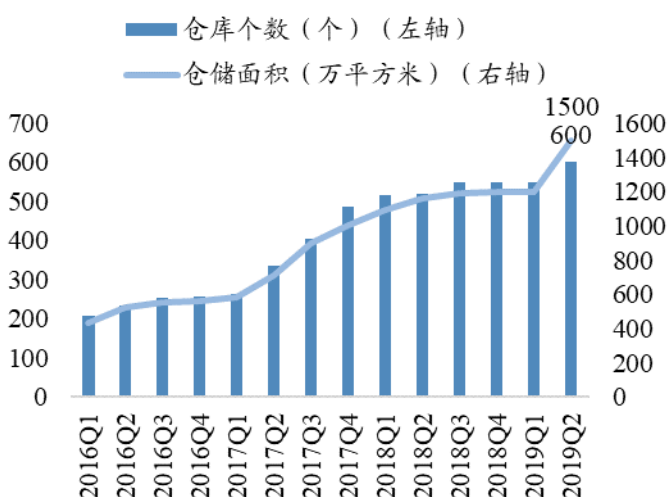


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 2019Q2 京东仓储面积超过 1500 万平方米 (含 300 万平方米云仓)

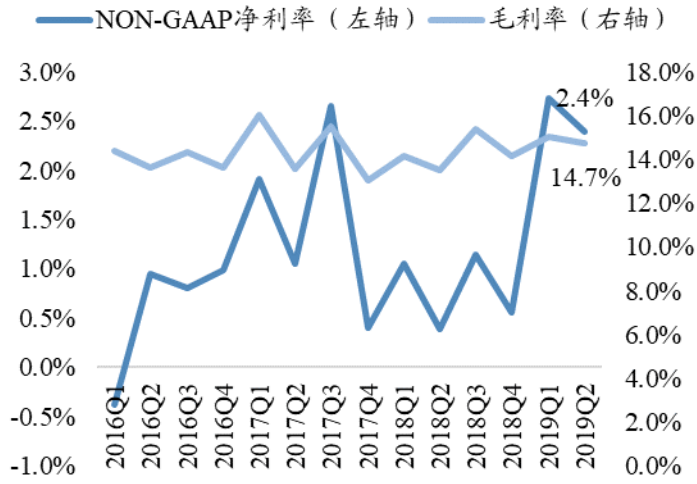
图 6: 京东 2019Q2 经营性现金流净额同比显著改善 (TTM)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

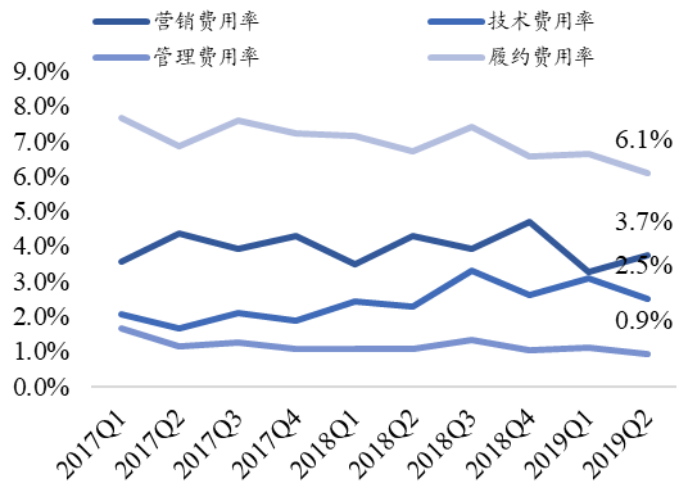
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 京东 NON-GAAP 净利率改善显著



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8: 京东持续投入技术, 履约和营销费用率持续降低



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数涨跌幅为基准。	增持	相对美国标普指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对美国标普指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对美国标普指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对美国标普指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数的涨跌幅。	增持	明显强于美国标普指数
	中性	基本与美国标普指数持平
	减持	明显弱于美国标普指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		