

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

京东商城 (JD US)

19年二季度业绩大超预期, 长期前景向好

- 19年二季度收入/非GAAP净利润分别超出市场共识2%/438%
- 利润率改善和下沉市场用户增长为最大亮点
- 长期前景向好, 维持买入评级和39美元目标价

经营杠杆开始奏效, 支撑利润率年对年增长

京东19年二季度业绩靓丽, 收入/非GAAP净利润分别超出市场共识2%/438%。由于电子和家电(同比15%)和日用百货(同比34%)增长强劲, 公司总收入再度加速至同比增长23%(一季度为21%), 达到1,503亿元人民币。受第三方配送服务利润率提升和自营业务规模效应增强的影响, 非GAAP毛利率同比上升1.3pp/环比下降0.2pp至14.6%。在履约费用率(19年二季度为6.1%, 相比之下18年二季度为6.7%)和营销费用率(19年二季度为3.7%, 18年二季度为4.3%)改善的助力下, 公司运营成本率同比下降1.1pp/环比下降0.9pp至13.2%。有效的成本管控带动二季度非GAAP运营利润率提升至2.1%(同比上升2.0pp/环比上升0.5pp), 非GAAP净利润达到36亿元人民币(同比增长+644%/环比+8%)。受配送业务效率提升影响, 非GAAP净利润率(同比+2.0pp/环比-0.4pp)在促销季仍然表现稳健, 达到2.4%。鉴于公司业绩靓丽, 管理层给出的三季度净收入指引为同比增长20%-24%(1,260亿-1,300亿元人民币)。而19年非GAAP净利润的指引为80-96亿元人民币, 对应净利率为1.4%-1.7%, 大幅高于此前0.8%-1.2%的指引, 对应的19年下半年预测则偏保守。

中产阶级消费者认可度高, 下沉市场策略仍有待检验

盈利能力改善和活跃用户增长为二季度业绩的两大亮点。盈利能力改善主要得益于: 1) 配送业务的经营杠杆改善, 以及2) 618大促期间的有效促销。京东的配送业务突破盈亏平衡线, 通过接受更多第三方订单提升经营杠杆效应, 同时改善了公司的非GAAP毛利率(同比增加1.3pp)和履约费用率(同比减少0.6pp)。同时, 营销费用率同比下降0.6pp, 主要原因是: 1) 公司采用了投资回报率更高、更有效果的营销工具, 以及2) 因宏观经济疲软带来的广告价格下降。我们预计配送业务的经营杠杆未来将持续提升, 但由于公司将会把上半年从增值税退税和政府补贴中获取的共18亿元人民币一次性收入进行再投资, 京东19年下半年的营销费用率将有所上升。目前我们预计19财年的非GAAP净利率将达到1.7%, 相比市场共识为1.4%。另外, 由于在低线城市的高效获客(二季度贡献了70%的新增用户), 二季度年度客户增长环比再度提速并达到3.2亿。我们认为京东的下沉策略仍有待时间的检验, 但逐渐完善的低价商品供应链, 以及微信一级入口的改版将有助于京东更快地进入状态。

维持买入评级, 目标价小幅上调至39美元

我们将19/20/21财年预测总收入/非GAAP净利润分别上调1%/2%/3%和52%/29%/26%, 以反映京东在下沉扩张中取得的初步成效, 以及配送服务经营杠杆的逐步提升。我们维持买入评级, 并将目标价小幅上调至39美元(前次36美元), 基于现金流量贴现法, 采用11.7%加权平均资本成本, 对应0.7倍19财年预测P/S。京东当前估值为0.6倍19财年预测P/S, 低于历史平均的0.8倍。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	362,332	462,020	563,771	665,214	759,653
增长(%)	40%	28%	22%	18%	14%
非GAAP净利润	4,968	3,460	9,567	12,094	16,542
增长(%)	140%	-30%	177%	26%	37%
非GAAP每股盈利(美元)	0.50	0.34	0.92	1.11	1.46
P/S(x)	0.87	0.68	0.58	0.51	0.47
ROE(%)	0.3%	-4.5%	13.5%	10.4%	13.1%

注: 截至2019年8月13日的收盘价 资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

刘楠, CFA 马牧野
+852 3189 6117 +852 3189 6394
leoliu@cmschina.com.hk mattma@cmschina.com.hk

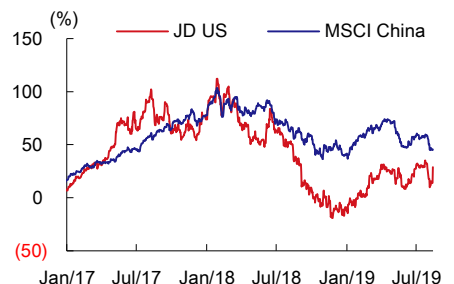
最新变动

盈利预测和目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	US\$30.7
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	US\$39 (+27%)
前次目标价	US\$36

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
京东商城	(1.4)	26.0	(9.5)
CCMP指数	(1.4)	7.9	1.8

行业: TMT

恒生指数	25281
MSCI中国	73.0

重要数据

52周股价区间(美元)	19.2-34.6
市值(十亿美元)	44.6
日均成交量(百万股)	13.3
19财年非GAAP每股盈利(美元)	0.92

主要股东

黄河投资实业有限公司	18.0%
刘强东	15.4%
沃尔玛	9.9%

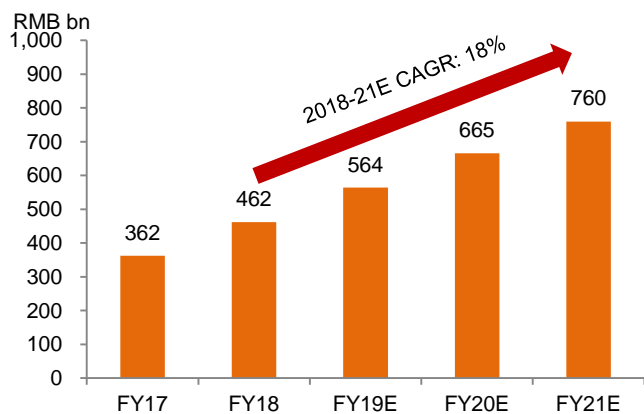
资料来源: 万得、彭博

相关报告

1. 行业报告: 生鲜电商-全看供应链 2019/08/09
2. 京东商城(JD US)-承兴国际控股的案件对京东基本没有影响 2019/07/10
3. 电商-618大促战报 2019/07/05
4. 中国互联网-投资者交流会反馈 2019/06/27
5. 京东商城(JD US)-守得云开见月明 2019/05/13
6. 电商-逆风减弱, 19年下半年复苏迹象渐现 2019/04/18
7. 中国互联网-18年四季度业绩超出预期, 期待19年下半年表现 2019/04/16

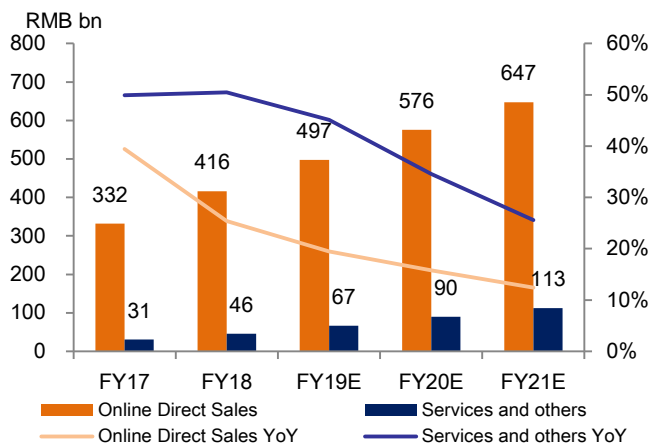
重点图表

图 1: 总收入



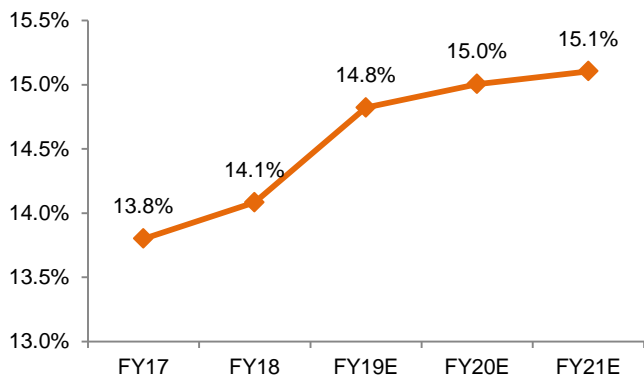
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 2: 线上直接销售收入 vs 服务和其他收入



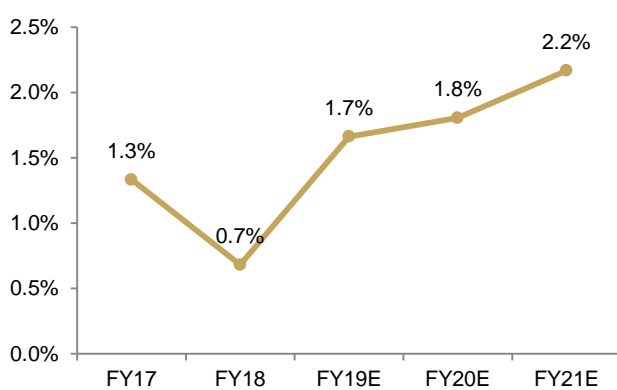
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 3: 非 GAAP 毛利润率



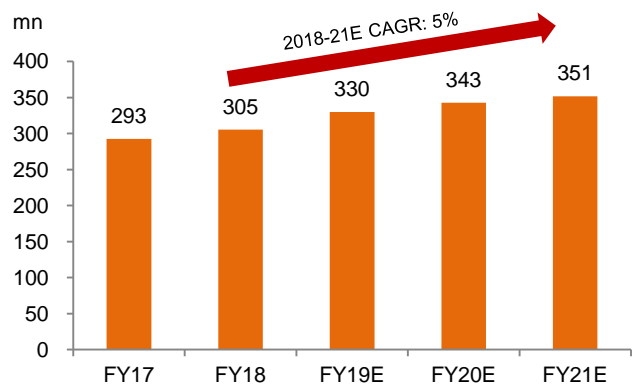
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 4: 非 GAAP 净利润率



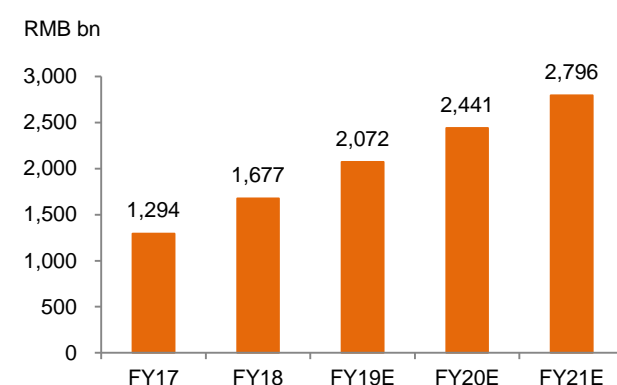
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 5: 12 个月活跃客户账户



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 6: GMV*



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, *17 年三季度重新定义, 包含更广泛的交易

估值

我们采用现金流贴现法作为我们对京东的主要估值方法。公司的估值为4,180亿元人民币(600亿美元),目标价为39美元每ADS,是基于以下假设:1) 11.7%的WACC, 2) 3.0%的永续增长率, 3) 3.01%无风险利率, 4) 8.92%的市场溢价, 5) 1.077的beta, 以及6) 10%的长期资本负债率。我们的估值对应0.7倍的2019财年预测市销率。

图 7: 现金流贴现 - 目标价 39 美元

百万元人民币	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
Revenue	665,214	759,653	850,812	935,893	1,020,123	1,101,733	1,178,855	1,249,586	1,312,065	1,364,548
EBIT	9,029	13,207	16,493	19,078	21,816	24,663	27,568	30,471	33,307	36,004
NOPAT	7,609	11,083	14,019	16,217	18,543	20,963	23,433	25,901	28,311	30,603
Depreciation & Amortization	6,821	7,950	9,359	10,295	11,221	12,119	12,967	13,745	14,433	15,010
Share-based Compensation Expense	3,896	4,449	4,983	5,481	5,974	6,452	6,904	7,318	7,684	7,992
Chg in OWC	16,400	16,320	8,508	9,359	10,201	11,017	11,789	12,496	13,121	13,645
CAPEX	(14,635)	(14,433)	(15,315)	(15,910)	(16,322)	(16,526)	(16,504)	(16,245)	(15,745)	(15,010)
FCF	20,091	25,369	21,555	25,441	29,618	34,026	38,589	43,216	47,804	52,240
Discount year	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Discount factor	0.89	0.80	0.72	0.64	0.57	0.51	0.46	0.41	0.37	0.33
DCF	17,980	20,317	15,448	16,318	17,000	17,478	17,738	17,777	17,598	17,210
PV of DCF	174,864									
Perpetual growth		3.0%								
Terminal value		615,414								
PV of terminal value		202,745								
Total PV	377,609									
Net cash	41,015									
Minority interest	905									
PV of equity (RMB mn)	417,720									
No. of ADS (by YE)	1,513									
PV per ADS (RMB)	276									
CNYUSD	7.00									
Value per ADS (USD)	39									
Pre tax cost of debt	4.50%									
Tax rate	15.00%									
After tax cost of debt	3.83%									
Risk free rate	3.0%									
Market rate of return	11.9%									
Market premium	8.9%									
Beta	1.08									
Cost of equity	12.6%									
Long-run debt-to-capital ratio	10.0%									
WACC	11.7%									

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 8: 在不同永续增长率和 WACC 假设下的目标价敏感性分析

TP (US\$)		WACC						
		11.1%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	12.1%	12.3%
Terminal growth	2.0%	40	39	38	37	37	36	35
	2.5%	41	40	39	38	37	37	36
	3.0%	43	41	40	39	39	38	37
	3.5%	44	43	42	41	40	39	38
	4.0%	46	45	43	42	41	40	39

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

损益表

百万元人民币	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
总净收入	362,332	462,020	563,771	665,214	759,653
收入成本	(311,517)	(396,066)	(479,254)	(564,165)	(643,502)
毛利	50,815	65,954	84,516	101,050	116,151
履约	(25,865)	(32,010)	(36,069)	(42,629)	(47,931)
营销	(14,918)	(19,237)	(23,137)	(26,564)	(29,551)
技术和内容	(6,652)	(12,144)	(15,399)	(16,797)	(18,949)
一般及行政费	(4,215)	(5,160)	(5,427)	(6,031)	(6,513)
减值	0	(22)	0	0	0
总营业费用	(51,650)	(68,573)	(80,031)	(92,021)	(102,945)
营业利润/(亏损)	(835)	(2,619)	4,485	9,029	13,207
应占股权投资份额	(1,927)	(1,113)	(1,628)	(1,213)	(1,213)
净利息收入	2,883	1,359	6,633	1,648	2,164
税前收入/(损失)	121	(2,374)	9,574	9,463	14,158
所得税支出	(140)	(427)	(898)	(1,420)	(2,124)
非控制性权益	141	(309)	(194)	(80)	(80)
净收入	117	(2,492)	8,867	8,121	12,111
非 GAAP 净收入	4,968	3,460	9,567	12,094	16,542

主要财务比率

	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
年成长率					
直营销售	39%	25%	19%	16%	12%
服务和其他	50%	50%	45%	35%	26%
收入	40%	28%	22%	18%	14%
非 GAAP 净收入	140%	-30%	177%	26%	37%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	13.8%	14.1%	14.8%	15.0%	15.1%
非 GAAP EBITDA 利润率	1.5%	1.2%	2.3%	2.8%	3.2%
非 GAAP 净利润率	1.3%	0.7%	1.7%	1.8%	2.2%
ROE	0.3%	-4.5%	13.5%	10.4%	13.1%
ROA	0.0%	-1.4%	3.9%	3.1%	4.0%
营运能力					
存货周转天数	16.4	10.9	5.4	3.4	3.4
应收账款周转天数	39.5	35.0	32.8	31.6	0.0
应付账款周转天数	71.1	67.0	67.5	68.5	0.0
每股比率 (人民币)					
每股比率 (人民币)	0.1	-1.7	5.9	5.2	7.5
非 GAAP 摊薄后每股盈利	3.4	2.3	6.4	7.8	10.2
非 GAAP 摊薄后每股盈利(美元)	0.5	0.3	0.9	1.1	1.5
Valuation					
P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	53.1	49.8	22.4	15.5	11.9

注: 截至2019年8月13日的收盘价

资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

彭博终端报告下载: NH CMS <GO>

资产负债表

百万元人民币	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	25,688	34,262	52,269	69,172	91,848
短期投资	8,588	2,036	2,036	2,036	2,036
应收账款	16,359	11,110	5,638	6,652	7,597
存货	41,700	44,030	47,925	53,596	57,915
物业、厂房及设备	12,574	21,083	21,794	22,597	23,276
股权投资	18,551	31,357	36,729	42,516	48,302
其他	60,594	65,287	73,127	80,816	87,232
总资产	184,055	209,165	239,517	277,384	318,206
短期借款	200	147	183	196	224
长期借款	6,447	6,786	8,211	9,689	11,143
无追索权证证券化债务	17,160	4,398	0	0	0
应付账款	74,338	79,985	95,851	112,833	128,700
其他	33,521	41,021	46,416	53,870	60,859
总负债	131,666	132,337	150,661	176,588	200,927
股东权益总额	52,041	59,771	71,989	84,006	100,566
少数股东权益	348	1,096	905	828	751
总权益	52,389	60,867	72,894	84,834	101,317

现金流量表

百万元人民币	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
经营活动现金流	29,342	20,881	41,389	36,374	41,966
收入/(损失)净额	(19)	(2,801)	8,676	8,044	12,034
折旧和摊销	4,193	5,560	6,120	6,821	7,950
股权激励	2,780	3,660	3,351	3,896	4,449
应占股权投资份额	1,927	1,113	1,628	1,213	1,213
营运资金变动	20,806	12,356	21,510	16,400	16,320
其他	(345)	993	103	0	0
投资活动现金流	(21,944)	(26,079)	(21,094)	(21,635)	(21,433)
资本支出	(3,267)	(9,743)	(5,638)	(6,652)	(7,597)
短期投资增加净额	(2,077)	6,535	0	0	0
其他	(16,600)	(22,871)	(15,457)	(14,983)	(13,837)
筹资活动现金流	5,180	11,220	(2,288)	2,163	2,143
借款增加净额	0	0	2,109	2,163	2,143
普通股所得资金	0	3,532	0	0	0
其他	5,180	7,688	(4,398)	0	0
现金净额	5,635	7,704	18,006	16,903	22,676

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/cms/hk/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