

公司报告

招商證券 (香港) 有限公司
證券研究部

京东商城 (JD US)

三季度业绩符合预期, 投资力度加大带来未来增长

■ 18年三季度收入低于市场共识1%, 与招商证券预测一致; 非GAAP盈利分别超出市场共识/招商证券预测1%/2%

■ 我们预计公司2018年收入将同比增长27%, 非GAAP净利润率同比下跌至0.5%

■ 由于消费升级, 维持看好京东的品类重组和长期前景。维持买入评级, 目标价37美元

18年三季度收入低于预期1%, 盈利超预期1%

1) 收入达1,048亿元人民币, 同比增长+25%, 低于市场预期1%, 与我们的预测一致; 2) GMV达3,948亿元人民币, 同比增长31%, 高于三季度网上零售行业的24%增长和阿里巴巴天猫实物销售GMV 30%的增长, 受到第三方业务同比40%的GMV增长推动, 这显示了公司在品牌产品零售方面继续保持了优势以获取市场份额; 3) 非GAAP净利润同比下跌47%至11.84亿元人民币, 分别超出市场共识/招商证券预测1%/2%, 源于投资增加导致利润率收缩; 4) 由于在技术方面进行了积极的投资, 公司非GAAP毛利率/净利率分别较2017年下跌0.1/1.5个百分点。

主营业务情况更新和管理层指引

产品类别: 由于快消品、食品饮料和化妆品销售快速增长, 而服装销售也转为同比正增长, 18年三季度一般商品零售贡献占整体GMV比重超过50%。年活跃客户: 连续下跌至3.05亿 (18年二季度3.14亿), 主要是由于公司将更多重心转移到客户质量上面。7Fresh: 京东目前共有4家门店, 并计划在19年一季度增加至20-30家。18年四季度收入指引: 净收入预计为1,300亿至1,350亿元人民币, 对应同比增长18-23%, 主要归因于较弱的自营业务增长。

2018年利润率压力持续

我们下调了18/19年预测收入0%/1%至4,589亿/5,475亿元人民币, 反映了公司GMV结构的变化, 来自第三方业务的贡献增加。我们上调了18/19年预测非GAAP毛利率0.28/0.47个百分点以反映第三方业务的贡献增加。我们也下调了18/19财年非GAAP净收入28%/29%至24亿/57亿元人民币, 是由于: 1) 京东在电子和家电产品方面的集中度和占比较高, 面临来自宏观经济疲软和激烈竞争的影响更大; 2) 来自同业的竞争加剧; 3) 在科技方面的投资增加。我们预计2018年非GAAP净利润率小于0.5%并认为这一数据自2019年将逐渐恢复。

维持买入评级, 目标价下调反映利润率压力

我们维持看好京东, 鉴于其: 1) 在提供高质量的商品和服务方面享有美誉; 2) 在技术和基础设施上的大量投资可以带来长期优势; 3) 京东在品类扩张能力上仅次于阿里巴巴。我们维持买入评级, 目标价下调至 37 美元 (前次目标价: 40 美元), 基于现金流量贴现法, 采用了 11.1%的 WACC, 相当于 0.7x FY19E P/S。京东当前估值为 0.4x FY19E P/S, 低于我们中国电商同业的 1.6x FY19E P/S。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	258,290	362,332	458,890	547,515	627,049
增长(%)	42%	40%	27%	19%	15%
非 GAAP 净利润	2,068	4,968	2,365	5,701	10,316
增长(%)	NA	140%	-52%	141%	81%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	0.23	0.51	0.24	0.57	0.93
P/S (x)	0.73	0.57	0.44	0.39	0.37
ROE (%)	-6.2%	0.3%	1.3%	0.3%	6.9%

注: 截至2018年11月19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

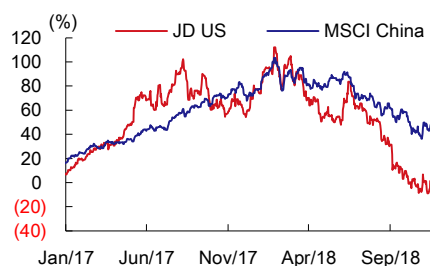
最新变动

盈利预测和目标价修订

买入

前次评级	买入
股价	US\$21.1
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	US\$37 (+75%)
前次目标价	US\$40

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
JD US	(8.3)	(40.9)	(46.1)
CCMP	3.8	(20.9)	(17.6)

行业: TMT

恒生指数	26372
MSCI中国	74.3

重要数据

52周股价区间(美元)	20.9-50.7
市值(十亿美元)	30.3
日均成交量(百万股)	18.4
19财年非GAAP每股盈利(美元)	0.57

主要股东

黄河投资实业有限公司	18.0%
刘强东	15.5%
沃尔玛	10.1%

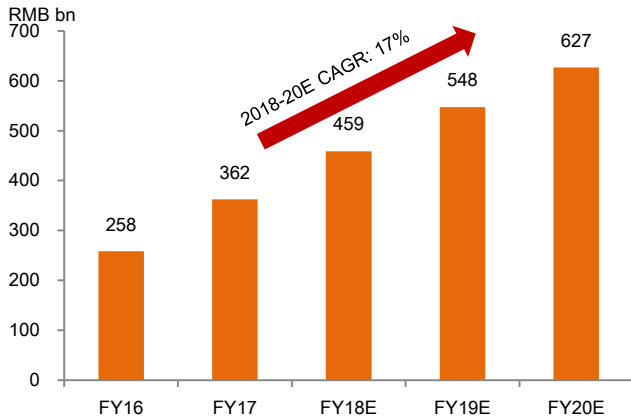
资料来源: Capital IQ、彭博

相关报告

1. 电商: 增量来自何方? 2018/11/14
2. China Internet: 2018 Single's Day - eC leaders' GMV inline with Sep YTD online retail growth 2018/11/12
3. 京东商城 (JD US) - 二季度利润率承压, 预计在下半年恢复 2018/07/19
4. 京东商城 (JD US) - 谷歌入股助力京东拓展海外市场 2018/06/19
5. 中国互联网: 视频观看时长飞速增长, 短视频成为后起之秀 2018/06/06
6. 中国互联网 - 中国繁荣的跨境电商进口电商市场 2018/05/30

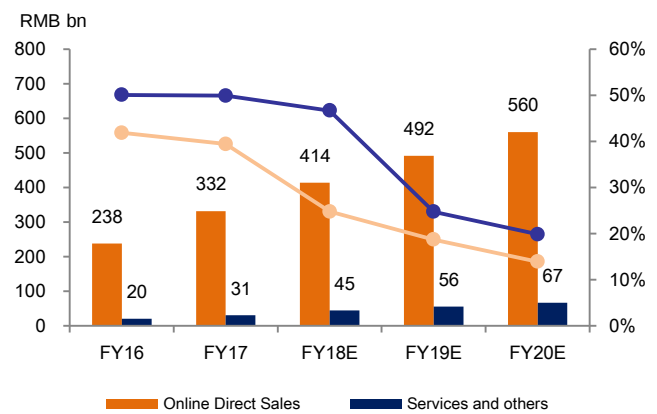
重点图表

图 1: 总收入



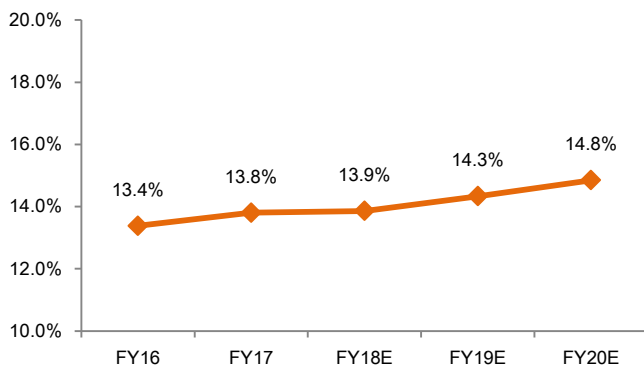
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 2: 线上直接销售收入 vs 服务和其他收入



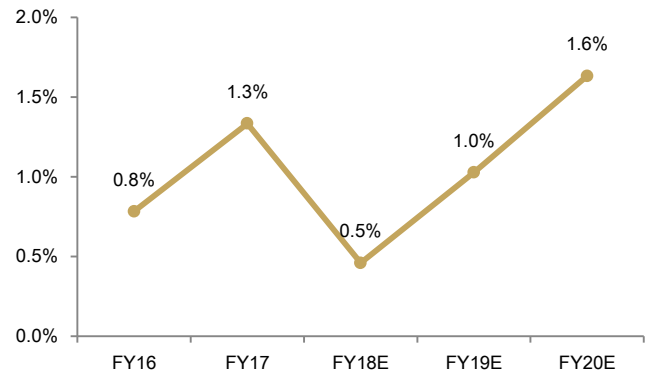
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 3: 非 GAAP 毛利润率



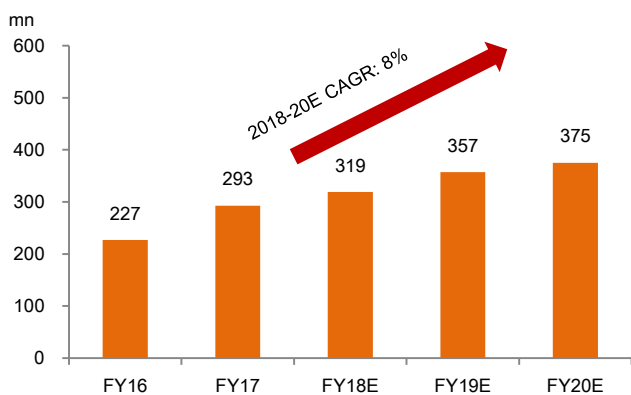
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 4: 非 GAAP 净利润率



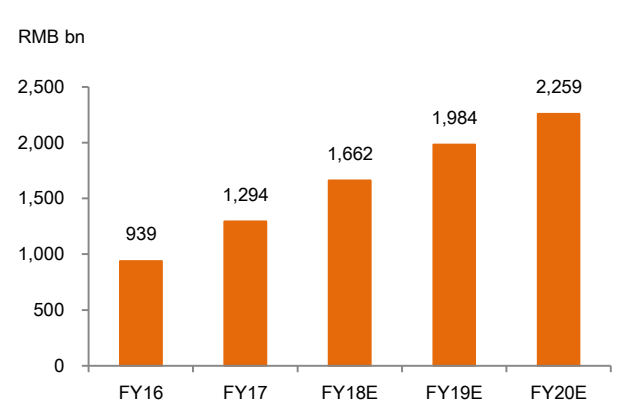
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

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

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
现金及现金等价物	15,567	25,688	39,327	48,339	60,654
短期投资	6,548	8,588	9,876	11,357	13,061
应收账款	16,141	16,359	27,533	32,851	37,623
存货	28,909	41,700	45,348	53,793	61,239
物业、厂房及设备	7,023	12,574	18,330	17,404	16,098
股权投资	14,629	18,551	24,425	30,685	36,945
其他	71,556	60,594	67,031	73,028	78,905
总资产	160,374	184,055	231,870	267,457	304,525
短期借款	1,878	200	4,676	6,181	7,790
长期借款	6,831	6,447	6,447	6,447	6,447
无追索权证券化债务	11,549	17,160	20,592	24,711	28,417
应付账款	46,036	74,338	98,582	116,941	133,127
其他	52,859	33,521	45,164	52,824	59,641
总负债	119,154	131,666	175,462	207,105	235,423
股东权益总额	33,893	52,041	56,316	60,338	69,164
少数股东权益	270	348	92	15	(62)
总权益	34,163	52,389	56,408	60,353	69,103

现金流量表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
经营活动现金流	9,994	27,307	33,312	25,578	29,518
收入/(损失)净额	(2,048)	(19)	475	112	4,361
折旧和摊销	3,420	4,193	6,942	8,637	9,243
股权激励	2,061	2,780	3,545	3,833	4,389
应占股权投资份额	2,782	1,927	1,127	740	740
营运资金变动	4,333	18,771	21,066	12,257	10,785
其他	(554)	(345)	158	0	0
投资活动现金流	(17,758)	(21,725)	(27,582)	(22,189)	(22,519)
资本支出	(2,141)	(3,267)	(10,554)	(5,475)	(6,270)
短期投资增加净额	(4,004)	(2,077)	(1,288)	(1,481)	(1,704)
其他	(11,614)	(16,381)	(15,739)	(15,233)	(14,545)
筹资活动现金流	8,649	5,180	7,909	5,623	5,316
借款增加净额	0	0	7,909	5,623	5,316
普通股所得资金	0	0	0	0	0
其他	8,649	5,180	0	0	0
现金净额	1,908	5,917	13,639	9,012	12,315

注：截至2018年11月19日的收盘价

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

损益表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
总净收入	258,290	362,332	458,890	547,515	627,049
收入成本	(222,935)	(311,517)	(394,328)	(467,765)	(532,509)
毛利	35,355	50,815	64,562	79,750	94,540
履约	(18,560)	(25,865)	(31,973)	(37,611)	(42,455)
营销	(10,159)	(14,918)	(18,555)	(21,567)	(24,060)
技术和内容	(4,453)	(6,652)	(12,132)	(16,173)	(18,211)
一般及行政费	(3,436)	(4,215)	(5,213)	(5,943)	(6,492)
减值	0	0	(22)	(22)	0
总营业费用	(36,607)	(51,650)	(67,896)	(81,316)	(91,219)
营业利润/(亏损)	(1,252)	(835)	(3,334)	(1,566)	3,321
应占股权投资份额	(2,782)	(1,927)	(1,127)	(740)	(740)
净利息收入	2,152	2,883	5,301	2,572	2,549
税前收入/(损失)	(1,882)	121	840	289	5,130
所得税支出	(166)	(140)	(366)	(177)	(770)
非控制性权益	(48)	(135)	(258)	(80)	(80)
净收入	(2,001)	117	730	189	4,438
非 GAAP 净收入	2,068	4,968	2,365	5,701	10,316

主要财务比率

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
年成长率					
直营销售	42%	39%	25%	19%	14%
服务和其他	50%	50%	47%	25%	20%
收入	42%	40%	27%	19%	15%
非 GAAP 净收入	NA	140%	-52%	141%	81%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	13.4%	13.8%	13.9%	14.3%	14.8%
非 GAAP EBITDA 利润率	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%	2.0%
非 GAAP 净利润率	0.8%	1.3%	0.5%	1.0%	1.6%
ROE	-6%	0%	1%	0%	7%
ROA	-2%	0%	0%	0%	2%
营运能力					
存货周转天数	17	16	17	20	21
应收账款周转天数	41	40	39	39	40
应付账款周转天数	71	80	84	86	86
每股比率 (人民币)					
每股比率 (人民币)	(1.43)	0.08	0.50	0.12	2.79
非 GAAP 摊薄后每股盈利	1.45	3.41	1.61	3.73	6.48
非 GAAP 摊薄后每股盈利	0.23	0.51	0.24	0.57	0.93
估值比率					
P/S	0.73	0.57	0.44	0.39	0.37
EV/EBITDA	56	39	48	28	17

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