

研发创新打造核心竞争力，服务性收入占比进一步提升

——京东（JD.O）三季度财报点评

2018年11月23日

强烈推荐/维持

京东

财报点评

许磊	分析师	执业证书编号：S1480517020001
	Email: xulei_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554013

事件：

2018年11月19日，京东公布了2018第三季度财报，2018年三季度公司净营收为人民币1048亿元（约合153亿美元），同比增长25.1%；在美国通用会计准则下，归属于普通股股东的持续经营业务净利润为人民币30亿元（约合4亿美元），相比去年同期的10亿元人民币增长196%；每股ADS摊薄收益为人民币2.03元（约合0.30美元），同比上涨194.2%。

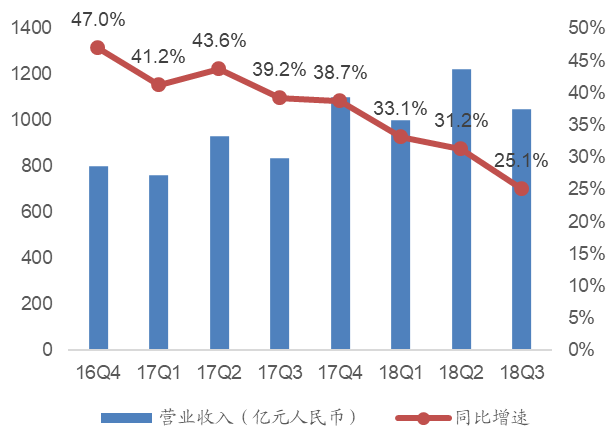
公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万美元）	11048.32	13757.97	12618.28	16859.8	15923.4	18482.46	15229.72
增长率（%）	41.24%	43.62%	39.17%	38.73%	33.12%	31.21%	25.10%
毛利率（%）	16.05%	13.57%	15.50%	13.03%	14.14%	13.50%	15.38%
期间费用率（%）	5.23%	5.50%	5.19%	5.39%	4.56%	5.36%	5.28%
营业利润率（%）	1.11%	-0.43%	0.60%	-1.45%	0.00%	-0.85%	-0.60%
净利润（百万美元）	34.65	-73.27	152.83	-139.15	242.51	-334.38	436.19
增长率（%）	126.28%	-96.73%	210.06%	47.23%	537.88%	-345.72%	195.83%
每股盈利（季度，美元）	0.02	-0.05	0.11	-0.1	0.17	-0.23	0.30
资产负债率（%）	74.77%	71.96%	71.28%	71.54%	62.80%	66.43%	62.48%
净资产收益率（%）	0.57%	-1.07%	2.00%	-1.76%	2.56%	-3.03%	3.84%
总资产收益率（%）	0.14%	-0.29%	0.57%	-0.50%	0.84%	-1.07%	1.36%

观点：

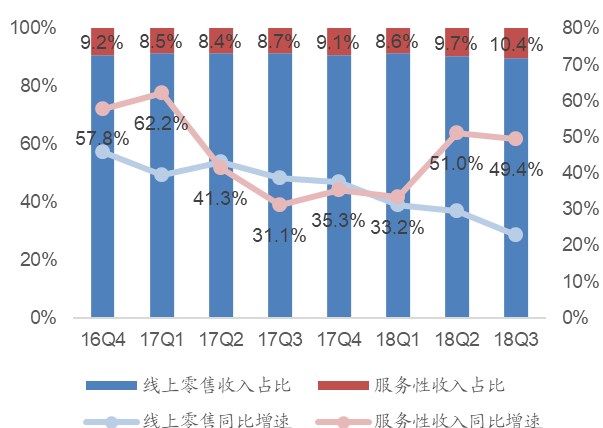
- 广告业务及第三方物流服务带动服务性收入保持高速增长，受线上直销业务影响京东三季度营收增速放缓。2018年三季度公司净营收达1048亿元人民币（约合153亿美元），同比增长25.1%，处于指引区间（人民币1045亿元-1090亿元）低端，略低于市场预期。分业务来看，线上零售业务收入达939亿元人民币，同比增长22.8%，占比89.6%；主要由于技术能力和算法的提升驱动广告收入连续增长，以及第三方物流服务收入增长的贡献，三季度服务性收入达109亿元人民币，同比增长49.4%，占比达到10.4%，首次超过10%，“零售即服务”促使京东零售基础设施逐步开放，赋能其他零售商的同时带动服务性收入高速增长；。公司管理层预计2018年第四季度营业收入在1300-1350亿元人民币区间内，同比增长18%-23%，主要考虑到线上直销业务增速趋缓的影响。

图 1: 京东季度营收及同比增速



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

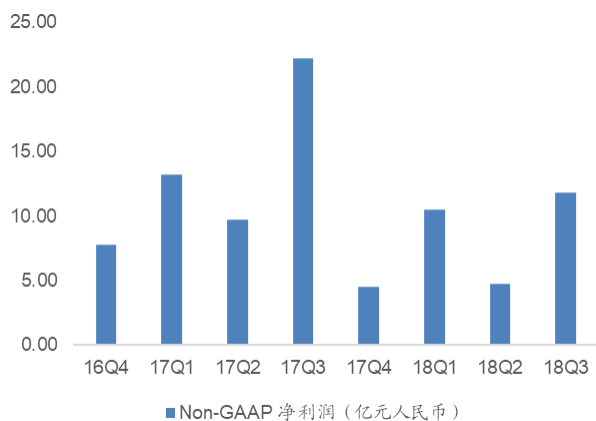
图 2: 京东各业务占比及同比增速



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

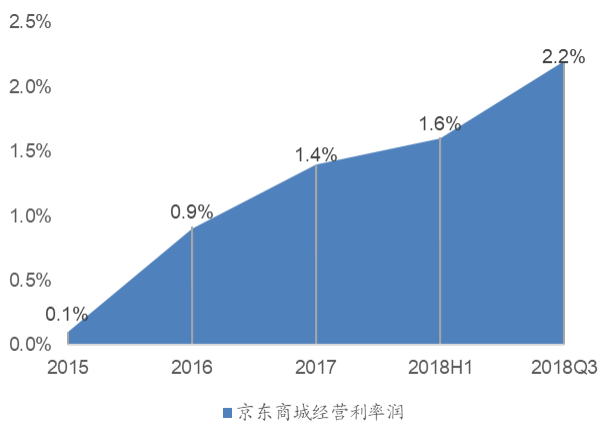
- 研发支出大幅增加导致净利润短期承压, 看好长期盈利能力。2018年三季度, 公司实现GAAP 归母净利润30.01亿元, 同比大涨196%, Non-GAAP 归母净利润为11.84亿元, 同比下降46.7%。两者相差较大主要是由于基于美国会计准则下, 30亿的归母净利润中有较大一部分来源于京东投资的海外公司 Farfetch的上市导致长期投资公允价值变动收益增至了34亿元, 相比去年同期为5亿元。剔除该部分影响后, GAAP及Non-GAAP 归母净利润均同比下滑, 主要原因是由于技术研发费用的加大。三季度京东研发费用为34.5亿元, 同比大幅增长了96.4%。研发支出增加短期将导致公司净利润承压, 长期来看, 技术提升将大大改善公司盈利能力。今年11.11期间, 基于京东NeuHub平台的情感分析能力, 京东智能客服为消费者提供了超过1630万次服务, 其中90%的问题都能由智能客服独立解决, 其日均接待量较今年618期间增长了72%。同时, 得益于京东智能供应链的发展, 京东在供应链上的规模效应和管理效率的优势正在逐步凸显, 过去三年间, 京东商城的经营利润率从2015年的0.1%提升到2018年第三季度的2.2%, 与历史单季最高盈利水平基本持平。

图 3: 京东季度 Non-GAAP 净利润



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

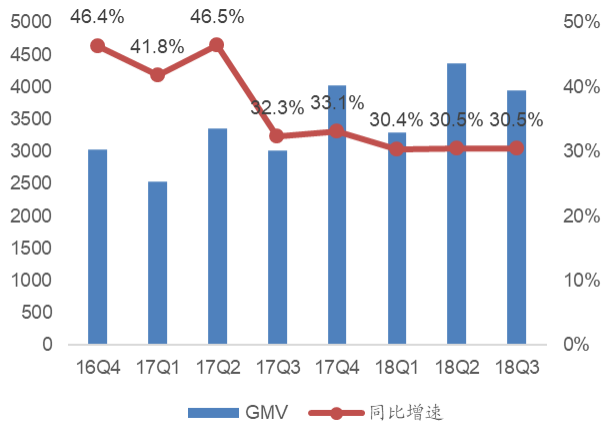
图 4: 京东商城季度经营利润率



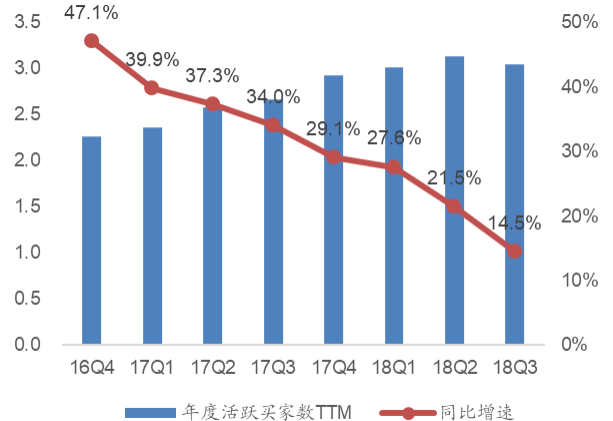
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

- GMV增速趋于稳定, 年度活跃买家数增速持续下滑。京东2018年3季度的GMV为3948亿元, 同比增长30.5%, 同比增速维持在30%以上且趋于稳定。截至2018年3季度, 京东年度活跃买家数 (TTM) 为3.05

亿人, 为16年以来首次环比下降, 同比增速为14.5%, 同比增速自16年以来呈现明显下降趋势。目前, GMV仍能保持较高增速主要源于单客户营收的提升, 但是长期来看, 如果未来京东活跃买家数情况不能保持稳定增长态势, 京东的GMV增速仍将承压。

图 5: 京东季度 GMV 及同比增速


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 京东年度活跃买家数 TTM 及同比增速


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

结论:

京东营收贡献主要来源于线上零售业务, 同时得益于广告和供应链管理业务的高速发展, 服务性收入高速增长, 三季度首次超越10%, 拉动营收保持稳健增长。在规模优势下自营平台的稳步发展, 以及智能供应链、智能物流等精细化运营带动效率的提升, 京东商城利润率呈现出增长态势。公司持续加大研发方面的投入, 公司布局AI、云计算、智能物流硬件设施等方面, 以科技创新创造竞争优势、提升运营效率, 看好公司长期盈利能力, 短期内由于仍处于投资期, 公司利润仍将承压。我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为748.60亿、973.18亿、1216.48亿美元, EPS分别为0.64、1.05、1.61美元, 对应P/E分别为56.36倍、34.06倍、22.25倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

投资成本超预期; 线下业务拓展不及预期; 合作效果不及预期。

公司盈利预测

资产负债表		单位: 百万美元					利润表					单位: 百万美元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	15414	17604	26571	34018	43585	营业收入	37498	55452	74860	97318	121648						
现金及现金等价物	2850	3931	5345	6424	9093	营业成本	(31815)	(47675)	(63360)	(82051)	(102154)						
其他短期投资	4521	2100	5930	7709	9637	毛利	5683	7777	11500	15267	19494						
应收账款	2518	2504	3659	4757	5946	营业开支	(5992)	(7905)	(10506)	(13605)	(16938)						
其他应收款	725	2058	2113	2747	3433	营业利润	(309)	(128)	994	1662	2556						
存货	4167	6382	8467	11007	13759	加: 利息收入	69	387	387	387	387						
其他流动资产	633	629	1056	1373	1717	其他非经营性损益	(72)	61	(31)	(40)	(50)						
非流动资产合计	7704	10564	12228	14395	16743	非经常项目前利润	(751)	(122)	909	1567	2451						
固定资产净值	1353	2414	1884	1884	1884	除税前利润	(467)	19	1050	1708	2592						
权益性投资	2196	2839	4108	5341	6676	所得税	(26)	(21)	(105)	(171)	(259)						
其他长期投资	1162	1535	2196	2855	3569	少数股东损益	(57)	(22)	(40)	(40)	(40)						
商誉及无形资产	2162	2042	2042	2042	2042	净利润	(550)	(24)	905	1498	2293						
土地使用权	353	1079	1079	1079	1079	归属母公司净利润	(550)	(24)	905	1498	2293						
其他非流动资产	478	655	919	1195	1494	BPS (美元)	(0.39)	(0.02)	0.64	1.05	1.61						
资产总计	23118	28168	38800	48413	60328	主要财务比率					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动负债合计	15099	18098	25380	32132	40274	成长能力											
应付账款及应付票据	6341	11377	14009	18212	22765	营业收入增长	34.31%	47.88%	35.00%	30.00%	25.00%						
应交税金	83	101	151	196	245	归属于母公司净利润增长	-61.98%	-95.64%	-3871.74%	65.46%	53.11%						
一年内到期的非流动负债	2555	1972	3881	5046	6307	获利能力											
其他流动负债	6120	4648	7339	8678	10956	毛利率 (%)	15.16%	14.02%	15.36%	15.69%	16.02%						
非流动负债合计	2078	2053	3460	4498	5623	净利率 (%)	-1.47%	-0.04%	1.21%	1.54%	1.89%						
负债合计	17177	20151	28841	36630	45896	总资产净利润率 (%)	-3.04%	-0.09%	2.70%	3.43%	4.22%						
归属母公司股东权益	4886	7964	8869	10367	12660	ROE (%)	-11.47%	-0.37%	10.76%	15.57%	19.92%						
少数股东权益	1056	53	1090	1417	1771	偿债能力											
股东权益合计	5942	8017	9959	11784	14431	资产负债率 (%)	74.30%	71.54%	74.33%	75.66%	76.08%						
现金流量表		单位: 百万美元					营运能力										
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产周转率	206.98%	216.25%	223.57%	223.17%	223.74%						
经营活动现金流	1264	3800	4608	4817	6996	应收账款周转率	18.83	22.08	24.29	23.13	22.73						
净利润	(549)	(23)	905	1498	2293	每股指标 (美元)											
折旧摊销	525	644	959	1246	1558	每股收益 (最新摊薄)	(0.39)	(0.02)	0.64	1.05	1.61						
营运资本变动	434	2873	1685	696	1424	每股净现金流 (最新摊薄)	0.19	0.64	0.99	0.76	1.87						
其他非现金调整	854	306	1059	1377	1721	每股净资产 (最新摊薄)	3.43	5.59	6.22	7.28	8.88						
投资活动现金流量	(6958)	(5738)	(7405)	(7949)	(8539)	估值比率											
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	P/E	(65.91)	(2459.31)	56.36	34.06	22.25						
减: 资本性支出	(643)	(1738)	(1815)	(2359)	(2949)	P/B	7.42	7.41	5.75	4.92	4.03						
投资净变动	(5822)	(2642)	(4232)	(4232)	(4232)												
其他投资活动	(493)	(1358)	(1358)	(1358)	(1358)												
筹资活动现金流	5866	2944	4212	4212	4212												
债务增加净额	3140	605	1873	1873	1873												
股本增加净额	195	21	21	21	21												
其他筹资活动	2531	2318	2318	2318	2318												
汇率变动影响	102	(98)	0	0	0												
现金净增加额	274	908	1414	1079	2668												

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

分析师简介

许磊

美国金融硕士, MBA, 2013 年进入证券业, 曾任职于招商证券, 国信证券, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事海外市场研究, 重点研究领域为全球大类资产配置, 美股中概股, TMT 板块新兴领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主做出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以标普 500 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以标普 500 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上