

買入

2017年11月24日

正道成功：2017年第三季度業績點評

- **收入和盈利超出彭博一致預期：**2017年第三季度，公司淨營收為837億元人民幣，同比增長39.2%，高於彭博一致預期的836億元人民幣。Non-GAAP每ADS盈利為1.52元人民幣，超出彭博一致預期的虧損0.12元人民幣。
- **壓低毛利換擴張：**本季度毛利率為15.5%，環比上升1.9%，主要由於三季度促銷活動少。規模效應會持續提升毛利率，公司將其用於下季度返利客戶、促進增長。
- **佈局智慧物流，全流程無人倉開始投入使用：**物流業務獨立後，將繼續依靠自建倉儲，提供包含倉儲、運輸、配送、售後的供應鏈解決方案和物流科技服務等在內的服務。公司利用自己完整的物流體系和物流能力，為其自營商鋪以及第三方商家提供完整的物流服務。
- **雙十一仍能維持物流質量：**11月11日當天，面對訂單最高潮，公司依然實現了85%訂單當日生產出庫。整個大促期間，京東物流仍能提供當日達、次日達，甚至是“凌晨下單、早晨收貨”等送達服務。
- **革命道路依然艱辛：**本季度京東GMV增速為32.3%，但阿裡旗下天貓錄得49%的GMV增速，主要得益於阿裡在用戶推送算法的改動。算法和技術一直是京東的弱項，原IBM Watson首席科學家周伯文博士和前微軟亞太科技董事長申元慶的加入有望補上京東的短板。
- **來自於服裝品牌二選一的影響：**因雙十一而離開京東的品牌短期內無法回到京東，因此來自於服裝的收入在2018年上半年會繼續受影響。
- **提升目標價至51.4美元，維持買入評級：**我們採用DCF估值對京東的價值進行評估，設定WACC為10%，永續增長率為3%，求得合理股價為51.4美元，股價有29.19%的增長空間，評級為買入。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要數據

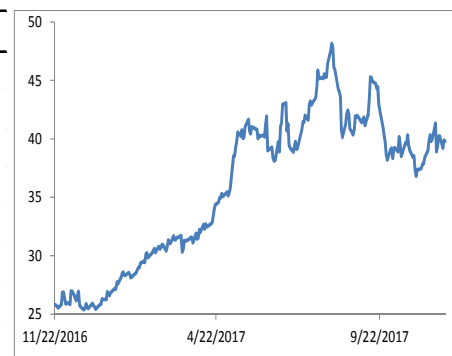
行業	TMT
股價	39.79 美元
目標價	51.40 美元 (+29.19%)
股票代碼	JD
總股本	11.93 億股
市值	568.34 億美元
52 周高/低	48.99 美元/25.25 美元
每股賬面值	3.65 美元
主要股東	Hillhouse Capital Management LTD 4.73%
	Tiger Global Management LLC 4.12%
	FRM LCC 3.13%
	DODGE & COX 2.48%
	Blackrock 2.38%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	15年历史	16年历史	17年预测	18年预测	19年预测
总营业收入 (美元百万元)	26,238	37,433	52,396	69,457	85,883
变动	57.5%	42.7%	40.0%	32.6%	23.6%
Non-GAAP 净利润	57	293	587	1,345	2,254
Non-GAAP 每ADS盈利 (美元)	0.04	0.21	0.40	0.92	1.54
变动	-52.1%	404.9%	92.3%	129.2%	67.5%
基于39.79美元的市盈率 (估)	N/A	190.6	99.1	43.3	25.8
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



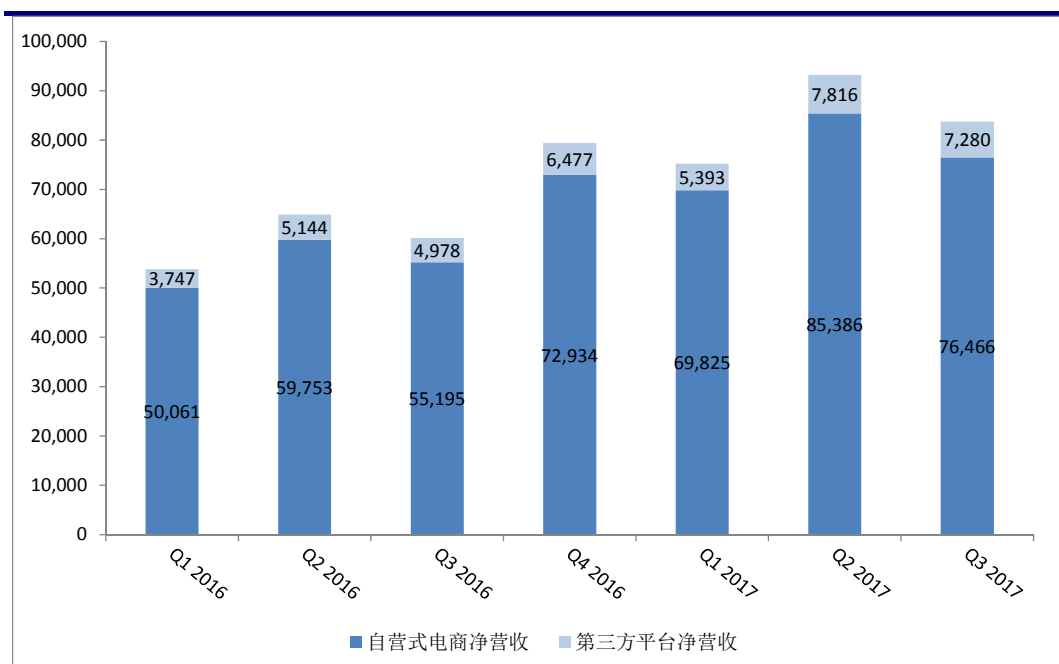
來源：彭博

2017年第三季度財報摘要

2017年第三季度業績超出彭博一致預期

第三季度淨營收超出彭博一致預期 2017年第三季度，公司淨營收為837億元人民幣，同比增長39.2%，高於彭博一致預期的836億元人民幣。第三季度來自於自營式電商的淨營收為764.7億元人民幣，同比增長38.5%，占整體收入比重為91.3%。這部分收入增長主要由**家電、餐飲、化妝品、家具和嬰幼兒用品**等交易增長所帶動。其中的日用百貨這一大品類共增長了67%。**第三方平臺淨營收為72.8億元人民幣，同比增長46.2%，占整體收入比重為8.7%**，主要是由更高的廣告和傭金收入所帶來。

圖1：京東 2016年至2017年第三季度淨營收細分（百萬人民幣）



資料來源：第一上海整理

經營利潤為5.02億元人民幣

經營利潤為5.02億元人民幣，而去年同期為2.34億元人民幣。Non-GAAP經營利潤為14.72億元人民幣，而去年同期Non-GAAP經營利潤為5.42億元人民幣。**Non-GAAP經營利潤率為1.8%**。

Non-GAAP淨利潤為22億元人民幣

公司在這個季度實現了歸屬股東利潤的轉正。歸屬股東淨利潤為10億元人民幣，去年同期虧損5億元人民幣。Non-GAAP淨利潤為22億元人民幣，去年同期為5億元人民幣。**Non-GAAP淨利潤率為2.6%**。

Non-GAAP每ADS盈利為1.52元

攤薄後每ADS盈利為0.69元人民幣，而彭博一致預期為元人民幣，去年同期為每ADS虧損0.32元人民幣。**Non-GAAP每ADS盈利為1.52元人民幣，而彭博一致預期為虧損0.12元人民幣**，超出彭博一致預期；去年同期為每ADS盈利0.33元人民幣。

經營現金流為-2.44億元人民幣

第三季度，公司經營現金流為-2.44億元人民幣，受在在建工程和京東金融影響（分別為-53.8億元人民幣和-15.6億元人民幣），自由現金流為-90.01億元人民幣。公司現金及現金等價物、短期投資等合計418億元人民幣，而去年同期為244億元人民幣。

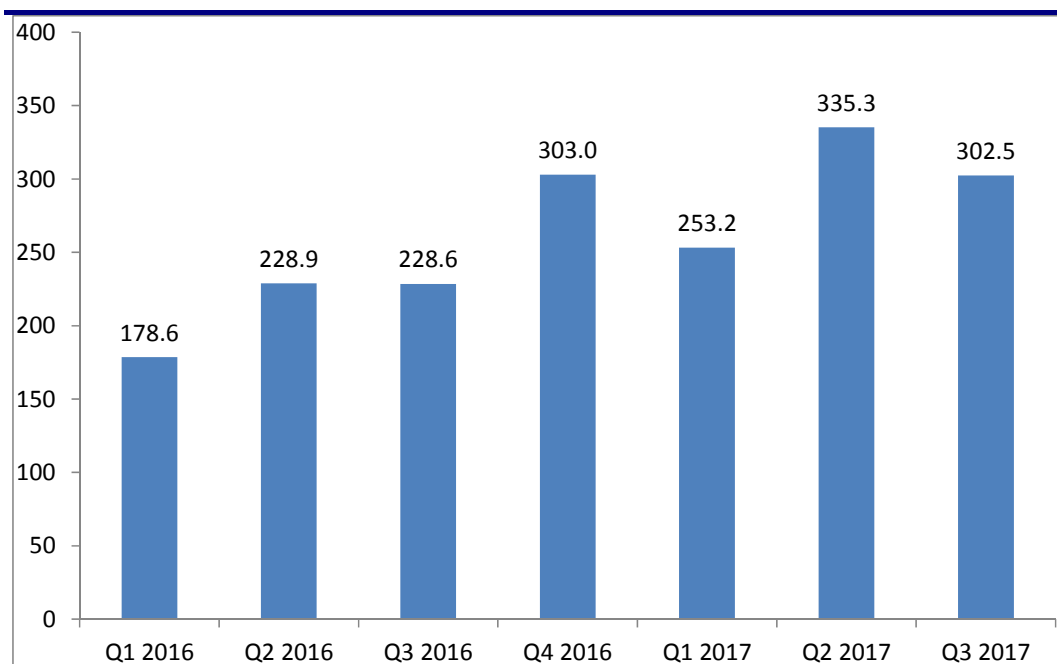
GMV 及用戶增速放緩，但持續增長可期

公司在這個季度調整了其 GMV 的統計口徑，除了：1) 單價超過 10 萬元商品產生的交易額；2) 同一消費者一天之內累積產生的訂單超過 10 萬元，這兩種情況不被計入 GMV 外，其他包括自營平臺和第三方平臺的所有商品和服務產生的交易金額，即使商品最終未銷售、未發貨或被退貨，均被計入 GMV，這其中也包含了買家支付的物流費用。

上個季度，公司的 GMV 統計口徑為，包含了自營平臺和第三方平臺的所有商品和服務的交易金額，即使商品最終未銷售、未發貨或被退貨，其中包括買家支付的物流費用。不過該口徑剔除了每單超過 2000 元人民幣但最終未銷售或未發貨的訂單。新的統計口徑有所放寬，原統計口徑下，第二季度公司 GMV 總額為 2348 億元人民幣，若按照新的統計口徑的話，GMV 則為 3353 億元人民幣，兩者相差 1005 億元人民幣。

按照新的統計口徑，第三季度公司 GMV 為 3025 億元人民幣，同比增長 32.3%。相比於前兩個季度，公司的 GMV 同比增速出現了放緩。主要原因之一為 1 號店並表，如果剔除其影響話，增速將提升至 35% 左右。另一個原因在於阿裡巴巴對部分商家（主要是服裝和日用百貨類）的“二選一”策略導致這部分商家從公司平臺流失。與此相對，本季度，阿裡巴巴用戶增速僅為 11.2%，其旗下天貓 GMV 的增速卻達到了 49%，這表明阿裡巴巴當前在平臺變現能力上更強勁。

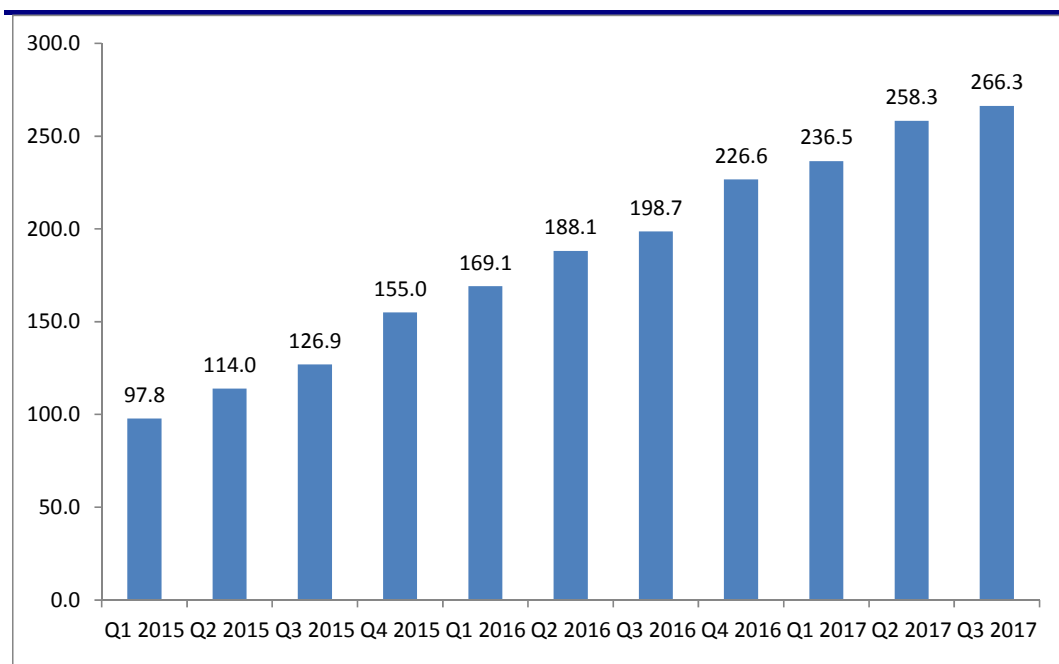
圖 2：京東 2016 年至 2017 年第三季度 GMV (單位：百萬人民幣)



資料來源：第一上海整理

核心業務的年度活躍用戶數為 2.66 億，同比增長 34%。截止 2017 年 9 月 30 日，京東核心業務的年度活躍用戶數為 2.66 億，同比增長 34%。2016 年第三季度為 1.99 億。公司活躍用戶增速低於上個季度 37.3% 的增速，和去年同期 56.6% 增速相比也出現了下滑趨勢。我們認為增速放緩是平臺用戶量積累到一定程度的正常現象，整體看當前增速依然保持相對穩健的水平。與此相對，截止到 2017 年 9 月底，淘寶+天貓的年度活躍買家數為 4.88 億，同比增速為 11.2%。雖然京東與阿裡的年度活躍買家數量還存在較大差距，但是京東的增速高於阿裡。

圖 3：京東核心業務年度活躍用戶數（百萬）



資料來源：第一上海整理，第一上海預測

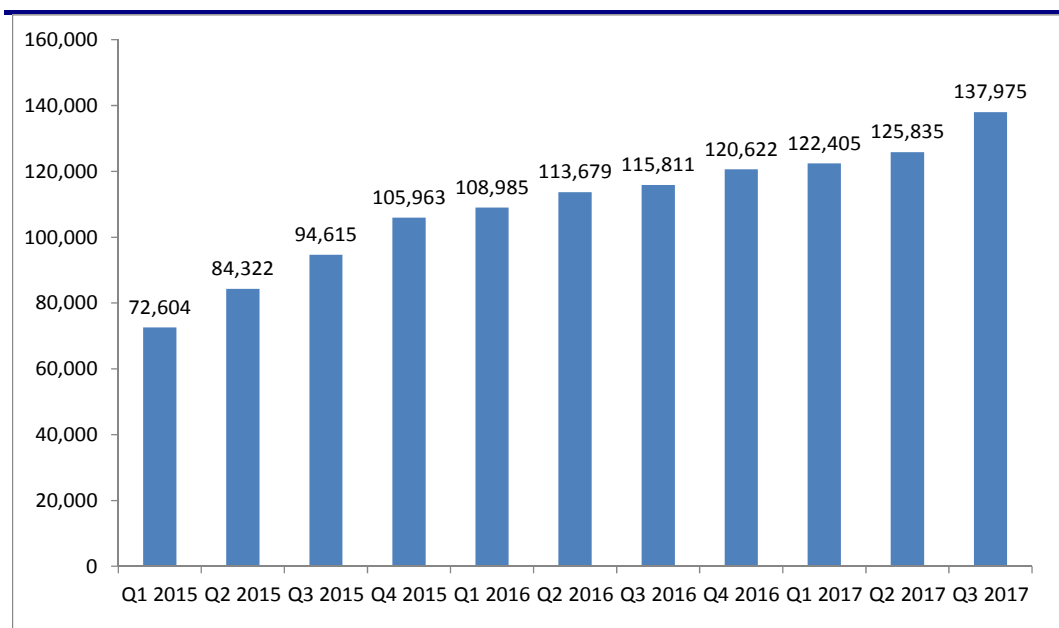
女性用戶增速超過男性，低線城市用戶增速超過高線

在用戶結構上，本季度，由於公司在日用百貨和服裝品類上的前期佈局，女性用戶增速超過了男性用戶增速。此外，低線城市的用戶增速也快於一、二線城市的用戶增速。

三季度末公司共有 13.8 萬名員工

截至 2017 年第三季度公司一共有 13.8 萬名員工，員工數量的增速為 19.1%，高於前三個季度，不過放在更長時間跨度看已進入相對穩定的狀況。

圖 4：京東 2015 年至 2017 年第三季度員工數量

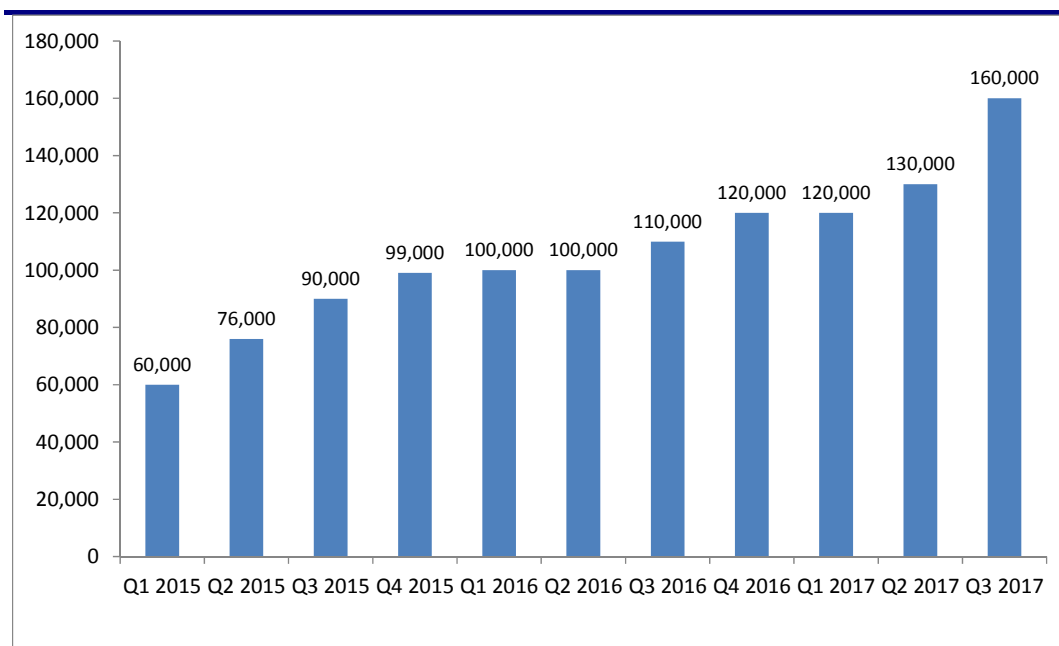


資料來源：第一上海整理

公司目前擁有大約 16 萬個第三方商家

公司目前擁有大約 16 萬個第三方商家，相比上個季度 13 萬個環比增加 3 萬個。值得注意的是本季度第三方商家的增量為歷史以來最高單季度環比增量。

圖 5：京東 2015 年至 2017 年第三季度第三方商家數量



資料來源：第一上海整理，第一上海預測

雙十一期間台總下單金額為 1271 億元，同比增長 50%。今年雙十一期間（11 月 1 日-11 月 12 日凌晨），根據公司公佈數據，平臺總下單金額為 1271 億元，同比去年雙 11 增長了 50%，累計訂單量高達 2.4 億單。倉庫發貨量同比增長 134%，生鮮倉庫尤為亮眼，同比增速高達 236%。

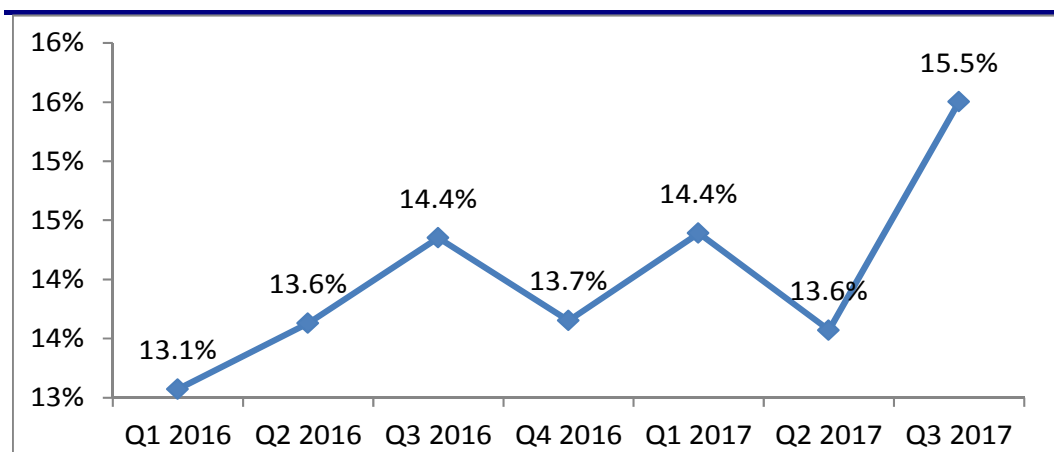
2017 年第三季度業績點評

利潤率實現提升，預計全年將穩定增長

毛利率為 15.5%，環比和同比均提升。2017 年第三季度，公司的毛利潤為 130 億元人民幣，同比增長 50%。毛利率為 15.5%，同比去年同期的 14.4%、環比上個季度的 13.6%均出現了提升。毛利率提升主要來自於三個方面：1) 自營業務的擴張帶來的規模效應使得採購成本逐步降低，這個趨勢在前幾個季度也有所反應。2) 公司通過不斷提升的用戶粘性，以及通過改善其廣告產品帶來的品牌客戶的粘性，使得平臺整體的變現能力在不斷提升。3) 從季節性來看，三季度並非促銷季，公司所做的投入相對少一些。

規模效應仍然會是毛利率提升的最主要因素。如今，公司核心商品類別交易量增長而產生的規模效應仍然會是毛利率提升的最主要因素。隨著公司與上游的合作關係加深，利潤空間將會逐漸提升。從歷史數據來看，公司整體毛利水平仍然處於逐步上升趨勢。雖然第四季度的“雙十一”大促銷預計會帶來毛利率的季度性環比下滑，但是我們預計從全年來看，公司毛利率依然會保持穩定的增長。

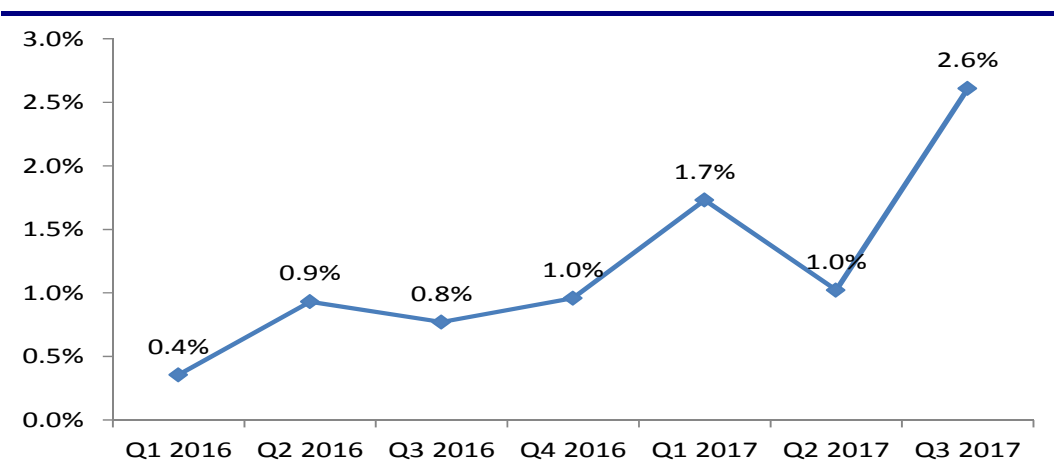
圖 6：京東 2016 年至 2017 年第三季度毛利率



資料來源：第一上海整理，第一上海預測

利潤率達到上市以來最高規模效應相應推動了盈利情況的改善。公司 Non-GAAP 經營利潤率為 1.8%，Non-GAAP 淨利潤率達到 2.61%，均為上市以來的最高水平。

圖 7：京東 2016 年第至 2017 年第三季度 Non-GAAP 淨利潤率



資料來源：第一上海整理，第一上海預測

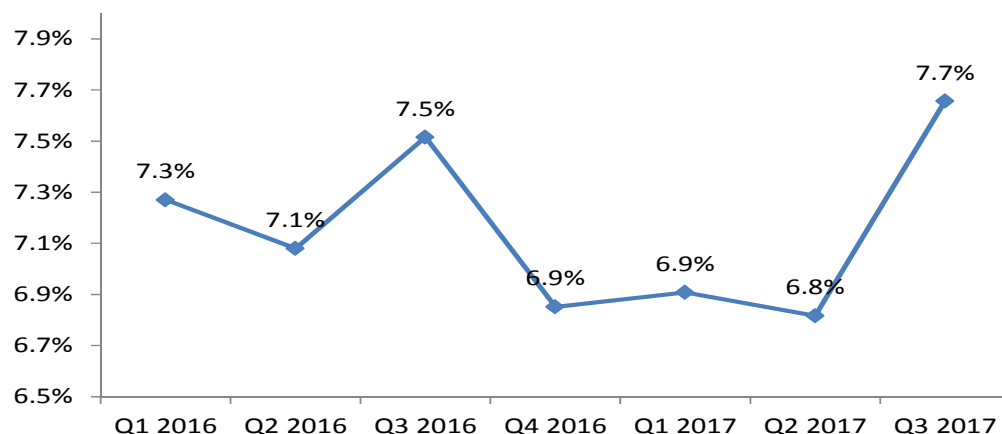
預計公司淨利潤率將穩定增長，但不會快速提升。不過，考慮到公司依然處於市場擴張階段，並面臨來自於阿裡巴巴的激烈競爭，按照公司發展策略，如果在單個季度表現良好的好，一般會在下一個季度加大投資。從全年看，我們預計公司淨利潤率將保持穩定增長，但不會出現快速提升的情況。

佈局智慧物流，全流程無人倉開始投入使用

京東物流宣佈正式獨立運營業務獨立後，將繼續依靠自建倉儲，提供包含倉儲、運輸、配送、售後的供應鏈解決方案和物流科技服務等在內的服務。截止三季度，京東物流擁有 7 個“亞洲一號”智能化物流中心、分佈 27 個城市的配送中心、405 個獨立大型倉庫、約 900 萬平方米倉儲面積，覆蓋全國 2830 個區縣。

履約成本為 6.37 億元人民幣，占收入比重提升至 7.6%。第三季度，公司物流方面的履約成本為 6.37 億元人民幣，同比增長 40%，所占收入比重為 7.6%，比上季度 6.8%與去年同期 7.5%均出現了提升，主要是因為公司對物流倉儲投入增加的原因。截止 9 月底，大型倉庫數量達到了 405 個。相比上個季度的 335 個顯著增加。

圖 8：京東 2016 年第三季度至 2017 年第三季度履約成本占收入比重



資料來源：京東公司資料，第一上海整理

成立 X 事業部，專注智慧物流相關技術的研發

公司已于 2016 年成立了 X 事業部，專注智慧物流相關技術的研發。以“無人倉、無人機、無人車”研發為基礎，主打全自動倉儲，並利用自身在自營和平臺上收集的大量數據進行倉儲物流的定位分析。公司利用自己完整的物流體系和物流能力，為其自營商鋪以及第三方商家提供完整的物流服務。

今年 10 月，京東物流建成全球首個全流程無人倉，並投入使用

從目前的落地程度看，倉儲環節的智慧化已經有了比較好的運用場景。在智慧物流的無人化上，今年 10 月，京東物流建成全球首個全流程無人倉，並在上海嘉定區投入使用，屬上海亞洲一號整體規劃中的第三期項目。這一倉庫占地 4 萬平方米，實現了從入庫、存儲、包裝、分揀的全流程、全系統的智能化和無人化，每日處理訂單超過 20 萬單，機器人的揀選速度達 3600 次/小時，高出傳統工人 5 至 6 倍。相比較而言，菜鳥物流也同樣擁有機器人旗艦倉，菜鳥機器人目前在上海、天津、浙江、廣東等地均已上線，但菜鳥機器人倉庫目前還無法實現 100% 無人操作，而是需要依靠人工配合。

圖 9：京東無人倉內六軸機器人



資料來源：互聯網，第一上海整理

雙十一當天公司仍實現
85%訂單當日生產出庫

京東物流在此次雙十一期間也為公司物流服務提供了堅實的支撐。11月11日當天，面對訂單最高潮，公司依然實現了85%訂單當日生產出庫。整個大促期間，京東物流仍能提供當日達、次日達，甚至是“凌晨下單、早晨收貨”等送達服務。

估值

目標價 51.40 美元，維持買入評級

我們採用 DCF 估值對京東的價值進行評估，設定 WACC 為 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價為 51.40 美元，股價有 29.19% 的增長空間，評級為買入。

圖表 10: DCF 估值模型

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
(百萬人民幣)											
CFO	13,141	15,837	18,477								
自由現金流增長率		18.2%	15.7%	12.3%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%
自由現金流量	11,541	13,637	15,777	17,720	19,492	21,052	22,525	23,877	25,071	26,074	26,856
折合至2025年的現金流量	11,541	12,397	13,039	13,314	13,314	13,071	12,715	12,253	11,696	11,058	422,019
永續期折現值											395,163

WACC	10.0%
長期增長率	3.0%

現金流折現	546,414
減：淨金融負債	(9,107)
減：少數股東權益+合夥人權益	36,808
股本價值	518,713
ADS股本數量（預期）	1,462
DCF法之每ADS價值（美元）	51.40

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

損益表

单位: 百万人民币, 财务年度: 12月30日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
主营业务收入	181,042	258,290	361,532	479,256	592,596
- 主营业务收入成本	(158,960)	(222,935)	(310,247)	(407,860)	(500,615)
毛利	22,082	35,355	51,286	71,396	91,981
营业开支	(186,400)	(259,542)	(362,492)	(474,792)	(581,536)
- 行政管理费用	(2,188)	(3,436)	(4,412)	(4,996)	(5,593)
- 仓储物流费用	(12,367)	(18,560)	(25,607)	(33,675)	(41,855)
- 市场营销费用	(7,233)	(10,159)	(15,952)	(20,332)	(24,128)
- 研究和开发开支	(2,902)	(4,453)	(6,275)	(7,928)	(9,344)
营业利润	(5,358)	(1,252)	(960)	4,464	11,060
- 利息支出	0	0	0	0	0
- 外汇损益	0	0	0	0	0
- 营业外亏损净额	(1,798)	(22)	1,060	1,060	1,060
税前利润	(7,756)	(1,882)	(508)	4,916	11,512
- 所得税支出	15	(166)	25	(246)	(576)
净利润	(7,741)	(2,048)	(483)	4,670	10,936
普通股股东所得净利润	(7,732)	(2,441)	(483)	4,670	10,936
折旧与摊销	2,619	3,633	3,145	3,437	3,810
主营业务增长 (%)	58%	43%	40%	33%	24%

资产负债表

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
+ 现金与现金等同	17,864	15,567	26,308	39,344	54,521
+ 短期投资	2,780	6,548	6,548	6,548	6,548
+ 应收账款与票据	8,194	16,141	20,012	27,913	34,638
+ 库存	20,540	28,909	40,034	50,601	60,647
+ 其他流动资产	4,529	8,538	8,538	8,538	8,538
总计流动资产	58,468	106,932	132,669	164,174	196,121
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0
+ 总固定资产	8,224	11,123	13,123	15,623	18,623
- 累计折旧	1,991	3,726	5,394	7,362	9,706
+ 净固定资产	6,233	7,397	7,729	8,260	8,917
+ 其他长期资产	19,459	36,130	35,053	33,885	32,718
总计长期资产	26,698	53,441	53,070	52,433	51,923
总资产	85,166	160,374	185,738	216,607	248,043
+ 应付账款	29,819	46,036	68,755	92,123	109,792
+ 短期借款	3,040	1,878	1,878	1,878	1,878
+ 其他短期负债	16,169	33,069	33,069	33,069	33,069
总计流动负债	49,029	80,983	103,702	127,070	144,739
+ 长期借款	0	0	0	0	0
+ 其他长期负债	0	0	0	0	0
总长期负债	5,459	12,602	12,602	12,602	12,602
总负债	54,488	119,154	141,873	165,240	182,910
总股东权益	30,678	34,163	36,808	44,309	58,076

數據來源: 公司資料、第一上海預測

财务能力分析

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	12.2%	13.7%	14.2%	14.9%	15.5%
净利率 (%)	-4.3%	-0.8%	-0.1%	1.0%	1.8%
Non-GAAP 净利率	0.2%	0.8%	1.1%	1.9%	2.6%
营运表现					
行政管理费用/收入 (%)	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%
仓储物流费用/收入 (%)	6.8%	7.2%	7.1%	7.0%	7.1%
市场营销费用/收入 (%)	4.0%	3.9%	4.4%	4.2%	4.1%
实际税率 (%)	-0.2%	8.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	37.1	39.9	40.0	40.0	40.0
应收账款天数	10.6	17.0	18.0	18.0	19.0
应付账款天数	52.3	61.2	66.6	71.0	72.6
财务状况					
总负债/总资产	64.5%	43.6%	43.6%	64.0%	76.4%
收入/净资产	-25.2%	-6.0%	-1.3%	10.5%	18.8%
经营性现金流/收入	-3.0%	-0.5%	-0.3%	0.9%	1.9%

现金流量表

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
+ 净利润	(7,741)	(2,048)	(483)	4,670	10,936
+ 折旧、摊销	2,619	3,633	3,145	3,437	3,810
+ 其他非现金调整	8,131	5,540	2,754	2,831	2,831
+ 非现金运营资本变动	(3,174)	3,008	7,723	4,899	899
经营活动现金流量	(1,812)	10,132	13,141	15,837	18,477
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	(2,827)	(2,372)	(2,000)	(2,500)	(3,000)
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	544	(45,897)	(400)	(300)	(300)
投资活动现金	(2,283)	(48,269)	(2,400)	(2,800)	(3,300)
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期拆借变动	1,145	5,293	0	0	0
+ 长期借款增加	3,334	11,054	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	76	82	0	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	146	18,700	0	0	0
融资所得现金	4,706	35,129	0	0	0
现金净增减	949	(2,297)	10,741	13,037	15,177
现金剩余	17,864	15,567	26,308	39,344	54,521

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、數據、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資項目，或提供有關該證券或投資項目的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此文件及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。