

厚积薄发，水到渠成

海外公司研究简报

◆1Q17 收入同比增长 41.2%；non-GAAP 盈利 14.6 亿，超 2016 全年

京东 1Q17 实现 GMV 约 1841 亿人民币，同比增长 42%；收入约 762 亿，超过约 736 亿的一致预期，同比增长 41.2%。公司本季度活跃用户数达 2.365 亿，同比增长 40%。单个订单规模亦有 2% 的提升。

1Q17 公司实现 GAAP 口径净利 2.39 亿，为上市以来第一次 GAAP 口径盈利。公司实现 non-GAAP 口径净利 14.6 亿，超过去年全年水平。公司 1Q17 实现自由现金流 41 亿，现金流状况良好。

◆自营规模效应+第三方盈利拉动，1Q17 利润率提升显著

公司本季度毛利率由去年同期的 14.4% 提升至 16.1%。毛利率的提升，除了季节性（无大型促销）因素外，主要来自第三方高毛利业务的拉动，以及规模效应下自营毛利率的提升（由去年同期 7.5% 提升至 8.3%）。

公司一直以来以自营和自建物流为主的模式，不可避免带来一段时间内的高投入和低利润率。但“阵痛期”的同时，用户体验的提升、粘性的加强、市场份额的扩张却为接下来规模效应的释放打下了坚实基础。2016 年公司的 non-GAAP 盈利、1Q17 公司的 GAAP 盈利均是厚积薄发的结果。

◆轻资产模式尝试线下加盟店，成立物流子集团为物流赋能

京东宣布将开设 10000 个家电专卖店、5000 个母婴体验店、一百万个便利店，均采用加盟模式。线下店的设立可以帮助京东向电商覆盖成本高的地区进行渗透。轻资产的模式也可以避免对利润率的拖累。

在 2016 年 11 月宣布物流对外开放之后，2017 年 4 月公司宣布成立物流子集团。京东物流目前拥有 263 个大型仓库、580 万平方米仓储面积，以及中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包等六大物流网络。虽然目前京东物流收入只占公司总收入 1%，但赋能后的物流子集团将有望从成本中心转变为利润中心，预计将对公司运营利润率的提升做出显著贡献。

◆目标价 45 美元，重申增持评级

我们预计京东未来三年收入 CAGR 约 27%，non-GAAP 净利率有望在 2020 年达到 2%。我们对京东电商业务进行 DCF 和 EV/sales (1x 2017e EV/Sales) 双重估值，综合得到目标价 45 美元。重申增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	181,287	260,186	350,803	440,595	535,194
营业收入增长率	58%	44%	35%	26%	21%
净利润 (百万元)	-850	1,052	4,560	6,051	8,225
净利润增长率	na	na	333%	33%	36%
EPS (元) (摊薄)	-0.62	0.74	3.16	4.19	5.70
P/E	na	366	88	71	51
ROE (归属母公司) (摊薄)	-3%	3%	12%	15%	17%

资料来源：公司资料，光大证券研究所

增持 (维持)

当前价/目标价：39.76 / 45 美元

目标期限：6 个月

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-22169323
qinbo@ebsecn.com

联系人

夏君
021-22167203
xiaj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：28.39

总市值(亿美元)：564.36

一年最低/最高(美元)：19.51/40

近 3 月换手率：64.4%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.8	9.7	50.7
绝对	21.6	34.8	79.8

相关研报

京东：巨头的路径是相似的
.....2017-03-05

京东：再次强调增长目标
.....2016-11-17

1、附录一：公司财务数据

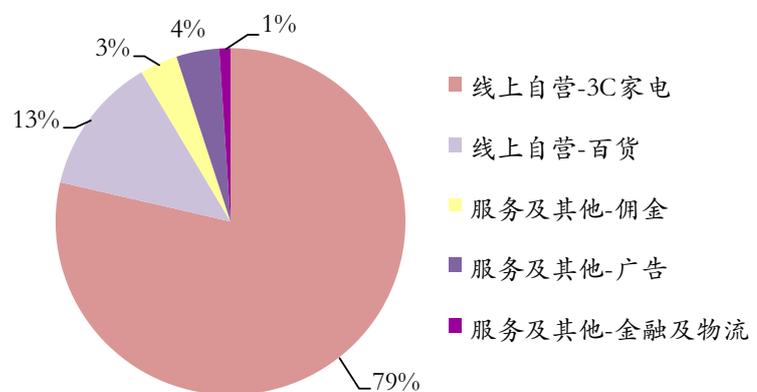
1.1、公司历史财务数据

图 1：京东（JD.O）财务数据一览：1Q15-1Q17

(百万元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
整体GMV	87,800	114,500	115,000	145,300	129,300	160,400	158,800	209,700	184,100
yoy	99%	82%	71%	69%	55%	47%	38%	46%	42%
自营GMV	50,900	64,700	61,300	78,700	76,200	94,700	86,800	114,700	107,900
- 电子类	44,400	59,000	56,800	70,100	67,500	83,100	77,300	99,900	92,600
- 百货类	6,500	5,700	4,500	8,600	8,700	11,600	9,500	14,800	15,300
第三方GMV	32,600	49,800	49,700	64,500	53,100	65,700	72,000	95,000	76,200
订单数 (mn)	221.5	240.0	258.1	353.1	342.1	373.4	401.2	505.7	477.1
活跃用户数 (mn)	97.8	114	126.9	155	169.1	188.1	198.7	226.6	236.5
营业收入	36,641	45,929	44,110	54,608	53,970	65,237	60,726	80,254	76,226
yoy	62%	61%	52%	57%	47%	42%	38%	47%	41%
成本	-32,175	-40,019	-38,016	-46,799	-46,213	-55,467	-51,078	-67,941	-63,990
毛利	4,466	5,910	6,094	7,809	7,757	9,770	9,648	12,312	12,236
毛利率	12.2%	12.9%	13.8%	14.3%	14.4%	15.0%	15.9%	15.3%	16.1%
期间费用	-5,288	-6,633	-6,762	-12,056	-8,622	-10,128	-10,064	-12,754	-11,393
经营利润	-823	-723	-667	-4,246	-865	-358	-416	-442	843
税前利润	-713	-512	-535	-7,641	-848	-88	-805	-1,554	448
所得税	3	2	0	9	-20	-44	-3	-113	-93
GAAP 当年利润	-710	-510	-535	-7,632	-867	-132	-808	-1,666	356
GAAP 归母净利	-710	-510	-531	-7,627	-910	-252	-922	-1,783	239
Non-GAAP归母净利	-206	-16	27	-656	-205	402	289	566	1,460
Non-GAAP净利率	-0.6%	0.0%	0.1%	-1.2%	-0.4%	0.6%	0.5%	0.7%	1.9%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 2：公司 1Q17 收入构成



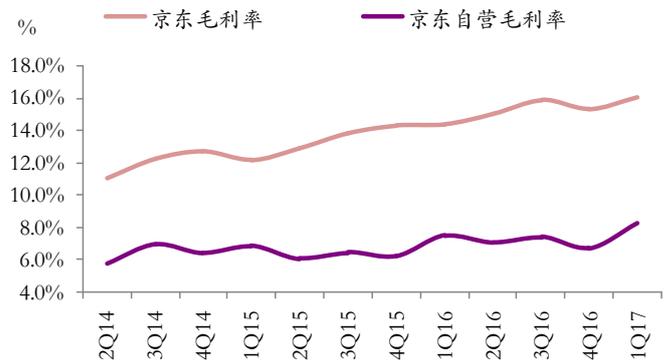
资料来源：公司资料、光大证券研究所估算

图 3: 京东营收及增速: 2Q14-1Q17



资料来源: 公司资料、光大证券研究所

图 4: 京东毛利率: 2Q14-1Q17



资料来源: 公司资料、光大证券研究所

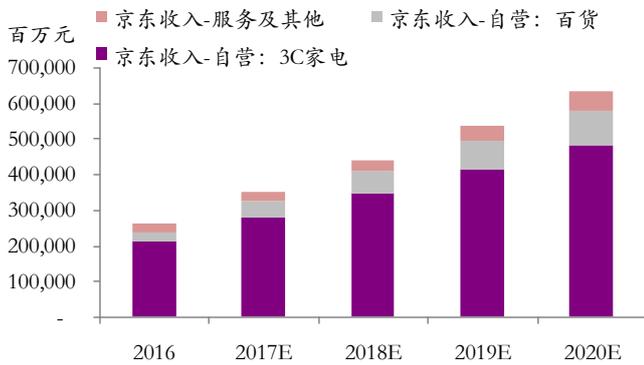
1.2、公司财务预测

图 5: 公司财务预测: 1Q17 - 4Q18E

(百万元)	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E
整体GMV	184,100	220,216	215,594	281,496	244,320	288,887	279,532	360,680	901,407	1,173,419
yoy	42%	37%	36%	34%	33%	31%	30%	28%	37%	30%
自营GMV	107,900	127,249	115,152	149,919	139,924	162,449	143,933	184,362	500,220	630,668
- 电子类	92,600	108,951	98,363	127,761	118,964	137,790	121,796	155,639	427,675	534,188
- 百货类	15,300	18,298	16,789	22,158	20,960	24,659	22,137	28,723	72,545	96,480
第三方GMV	76,200	92,967	100,442	131,578	104,396	126,438	135,600	176,318	401,187	542,752
订单数 (mn)	477.1	502.1	533.5	664.9	620.2	645.2	677.6	834.5	2,178	2,321
活跃用户数 (mn)	236.5	253.7	265.0	298.8	308.3	326.9	337.5	376.1		
营业收入	76,226	89,232	80,892	104,453	97,359	112,834	101,352	129,051	350,803	440,595
yoy	41%	37%	33%	30%	28%	26%	25%	24%	35%	26%
成本	-63,990	-75,464	-68,055	-88,600	-82,421	-95,688	-84,686	-108,472	-296,109	-371,268
毛利	12,236	13,769	12,837	15,852	14,937	17,146	16,665	20,578	54,693	69,327
毛利率	16.1%	15.4%	15.9%	15.2%	15.3%	15.2%	16.4%	15.9%	15.6%	15.7%
期间费用	-11,393	-13,278	-11,972	-15,272	-14,023	-16,192	-14,560	-18,454	-51,915	-63,229
经营利润	843	491	864	581	915	954	2,105	2,124	2,779	6,098
税前利润	448	24	376	47	335	321	1,460	1,390	895	3,507
所得税	-93	-5	-78	-10	-69	-66	-302	-287	-185	-724
GAAP 当年利润	356	19	298	37	266	255	1,159	1,103	710	2,783
GAAP 归母净利	239	42	321	59	288	278	1,326	1,341	661	2,873
Non-GAAP 归母净利	1,460	1,005	1,196	900	1,098	1,079	1,947	1,928	4,560	6,051
Non-GAAP 净利率	1.9%	1.1%	1.5%	0.9%	1.1%	1.0%	1.9%	1.5%	1.3%	1.4%

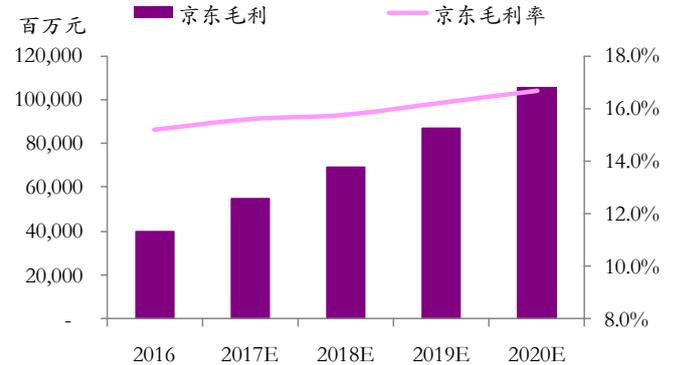
资料来源: 公司资料、光大证券研究所

图 6：公司收入情况：2016-2020E



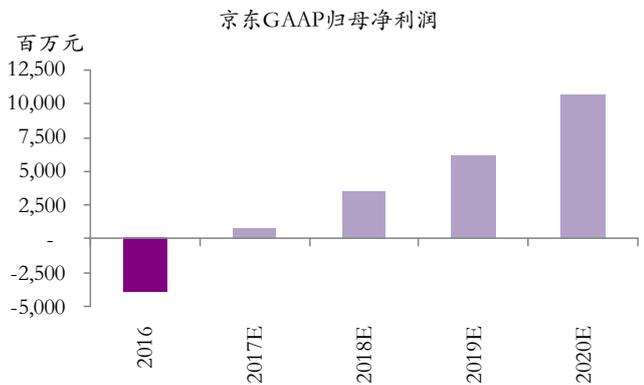
资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 7：公司毛利情况：2016-2020E



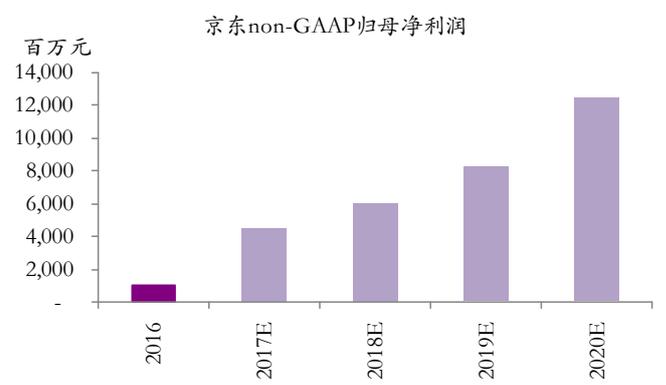
资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 8：公司 GAAP 净利情况：2016-2020E



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 9：公司 Non-GAAP 净利情况：2016-2020E



资料来源：公司资料、光大证券研究所

2、附录二：公司财务报表

图 10：京东利润表：2015-2020E

利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	181,287	260,186	350,803	440,595	535,194	631,967
成本	-157,008	-220,699	-296,109	-371,268	-448,295	-526,611
毛利	24,279	39,487	54,693	69,327	86,899	105,356
毛利率	13.4%	15.2%	15.6%	15.7%	16.2%	16.7%
期间费用	-30,738	-41,568	-51,915	-63,229	-77,587	-90,468
经营利润	-6,459	-2,081	2,779	6,098	9,312	14,888
税前利润	-9,402	-3,294	1,064	4,246	7,589	13,209
所得税	14	-180	-220	-877	-1,567	-2,728
GAAP 净利	-9,388	-3,474	844	3,369	6,021	10,480
GAAP 归母净利	-9,378	-3,867	795	3,459	6,111	10,570
Non-GAAP 归母净利	-850	1,052	4,560	6,051	8,225	12,455
Non-GAAP 归母净利率	-0.5%	0.4%	1.3%	1.4%	1.5%	2.0%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 11：京东资产负债表：2015-2020E

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总资产	85,166	160,823	170,706	198,822	229,117	263,238
流动资产	58,468	106,932	115,691	145,276	177,204	213,079
现金	17,864	19,772	30,068	43,878	59,155	77,715
应收账款	9,508	17,464	18,183	22,838	27,741	32,757
存货	20,540	28,909	33,173	41,592	50,222	58,995
非流动资产	26,698	53,891	55,015	53,547	51,913	50,159
固定资产	6,233	7,397	10,604	11,218	11,667	11,995
无形资产	5,264	8,454	8,454	8,454	8,454	8,454
总负债	54,488	119,508	126,643	150,473	174,305	197,733
流动负债	49,029	104,843	111,978	135,808	159,640	183,068
短期借款	3,040	8,333	11,333	14,333	17,333	20,333
应付账款	29,819	43,988	51,947	63,098	73,733	83,728
预收款项	7,174	11,633	12,678	15,923	19,342	22,840
权益	30,541	33,988	36,687	41,063	47,616	58,399
资本公积	48,393	59,258	59,258	59,258	59,258	59,258
未分配利润 (累计亏损)	-18,691	-22,190	-19,492	-15,116	-8,563	2,220

资料来源：公司资料、光大证券研究所

3、附录三：可比公司估值情况

图 12：可比公司估值表

公司名称	代码	货币	收盘价	市值	EPS		P/E		Price/Sales		EV/EBITDA	
					2016	2017E	2016	2017E	2016	2017E	2016	2017E
京东	JD US Equity	USD	39.76	56,791	-0.1	2.1	na	129.4	1.5	1.1	390.4	70.9
阿里巴巴	BABA US Equity	USD	120.16	299,832	17.3	23.7	47.9	35.0	20.6	13.3	38.0	28.0
唯品会	VIPS US Equity	USD	14.46	8,533	4.6	5.6	21.6	17.8	1.1	0.8	16.9	12.8
聚美优品	JMEI US Equity	USD	3.23	484	0.5	0.6	6.7	5.2	0.3	0.3	na	na
宝尊电商	BZUN US Equity	USD	21.00	1,120	1.9	5.0	76.4	28.8	2.3	1.8	55.6	19.6
国美电器	493 HK Equity	HKD	1.01	21,874	0.0	0.0	44.7	23.5	0.3	0.2	11.6	7.5
高鑫零售	6808 HK Equity	HKD	6.91	65,919	0.3	0.3	23.6	21.1	0.6	0.6	7.9	6.8
联华超市	980 HK Equity	HKD	2.93	3,280	-0.2	-0.1	na	na	0.1	0.1	0.6	2.1
周大福	1929 HK Equity	HKD	8.40	84,000	0.3	0.3	26.3	27.3	1.4	1.7	15.6	16.1
苏宁云商	002024 CH Equity	CNY	10.27	95,614	0.0	0.0	302.1	250.5	0.6	0.6	56.3	41.7
永辉超市	601933 CH Equity	CNY	6.25	59,815	0.1	0.2	53.4	38.6	1.2	1.0	24.9	19.9
老凤祥	600612 CH Equity	CNY	41.21	18,238	2.0	2.4	20.1	17.5	0.5	0.5	9.2	7.0
亚马逊	AMZN US Equity	USD	947.62	452,939	9.9	12.6	95.4	75.4	3.3	2.7	28.8	22.0
eBay	EBAY US Equity	USD	34.12	36,929	1.9	2.0	18.2	16.9	4.1	3.9	8.1	8.3
百思买	BBY US Equity	USD	51.97	15,976	2.6	3.3	19.7	15.8	0.4	0.4	7.0	6.4
沃尔玛	WMT US Equity	USD	76.13	230,792	4.6	4.3	16.7	17.7	0.5	0.5	8.0	8.5

资料来源：Bloomberg

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999

传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com