

## 京东集团—SW (9618.HK)

活跃用户数和收入增速加快，新业务影响短期毛利率表现

### 投资要点：

**活跃用户数突破 4.7 亿，供应链基础设施加快布局：**京东集团年度活跃用户数自从 2018 年第三季开始持续上升，2020 年增速则有所加快，用户数在 2020 年第四季度再创新高，由三季度约 4.416 亿增加~6.9%至约 4.719 亿，全年合计增加 1.099 亿，为公司历史最大增幅，其中~80%新增用户是来自下沉市场。在物流运营方面，公司一直以供应链基础设施为其核心竞争力，自 2019 年第二季度开始加快物流相关业务布局，2020 年第四季度仓库数量再创新高，由三季度约 800 个增加至超 900 个，相关仓库当前管理超过 700 万 SKU 自营商。此外，2020 年第四季度物流仓储总面积也由 2020 年第三季度约 2,000 万方进一步上升至 2,100 万方。

**GMV 和收入维持较快增长：**京东集团年度 GMV 和收入近年也持续增长，2017-2020 年复合增长率分别达~26.4%和~27.2%。2020 年，公司 GMV 和收入分别增长~25.3%和~29.3%，收入增幅明显大于 GMV，带动公司货币化率由 2019 年~27.7%提升至 28.5%。

**收入结构持续优化，物流业务收入增长突出：**京东集团近年收入结构持续优化。公司 2020 年第四季度商品销售仍是主要收入来源，占比达~85.7%。公司 2020 年第四季度服务收入占比进一步扩大，由三季度~13.1%提升至~14.3%。其中，平台及广告服务收入和物流及其他服务收入分别由三季度~7.1%和 6.0%上升至 7.8%和 6.5%，表明公司近年持续拓宽业务领域，令收入结构更趋多元的发展模式获得成效。此外，公司四大业务在 2020 年第四季度基本上也保持快速增长。其中，公司旗下物流业务期内收入增长最为突出，同比增长~95.3%，增速不但高于 2019 年第四季~81.0%，也是在过去 8 个季度中第二大，反映公司在近年加快布局供应链基础设施，助力商家之供应链管理向数字化转型，在多场景销售渠道中提供全渠道集约化服务等已取得不错的表现。

**新业务影响短期毛利率表现：**京东集团 2020 年第四季度毛利率和已扣减履约开支之毛利率分别由 2019 年同期~14.1%和 7.6%下降至 13.9%和 7.3%。公司毛利率下降主要是反映公司扩大在下沉市场的布局，以及新业务仍需要时间才可形成规模效应，故此毛利率较成熟业务为低，影响公司整体毛利率短期表现。此外，公司 2020 年第四季度非公认会计准则 EBITDA 利润率也没有延续 2020 年首三季同比上升的趋势，仅达到 2019 年同期相若水平，为~1.2%。

**营运效率表现逊于市场预期，估值相对吸引：**京东集团年度活跃用户数、营收和每股盈利表现优于市场预期，但两项利润率指标则逊于市场预期。市场忧虑公司加大投入新业务或将持续打压短期利润率表现，公司股价在业绩公布后表现较为波动，但相信新业务或将增强其中长期竞争优势。公司当前的市销率“P/S(TTM)”约达 1.15 倍，低于公司在香港第二上市以来均值约 1.31 倍之一个标准偏差(约 1.18 倍)，股价已大致反映相关负面因素。考虑到公司年度活跃用户提升和供应链基础设施加大布局将持续增强其核心能力，或将有利于公司中长期业务表现，并为其未来业绩带来支撑，建议投资者多加关注。

报告日期：2021-03-19

业绩点评

投资评级：

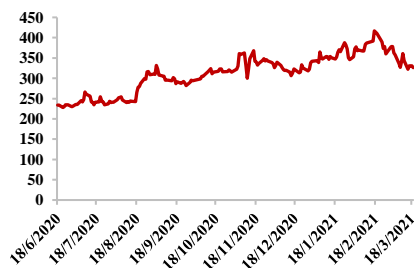
未评级

### 基本数据

所属板块	互联网服务
最新价	326.4 港元
市值	10,216 亿港元
52 周区间	226-422.8 港元
10 天日均成交量	763 万股
主要股东持股比例	43.76%

数据来源：WIND、港交所  
(2021 年 3 月 19 日)

### 一年行情图



数据来源：WIND

### 分析员

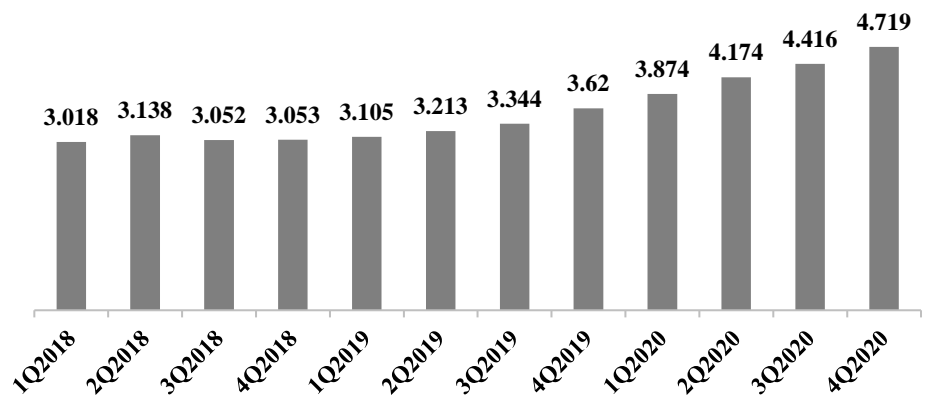
姓名：高景东  
 中央编号：AYP093  
 电话：+852-2501 1037  
 电邮：tony.ko@ssif.com.hk

## 一、业绩回顾

### 1. 活跃用户数突破 4.7 亿，供应链基础设施加快布局

京东集团年度活跃用户数自从 2018 年第三季开始持续上升，2020 年增速则有所加快，用户数在 2020 年第四季度再创新高，由三季度约 4.416 亿增加~6.9%至约 4.719 亿，全年合计增加 1.099 亿，为公司历史最大增幅，其中~80%新增用户是来自下沉市场。

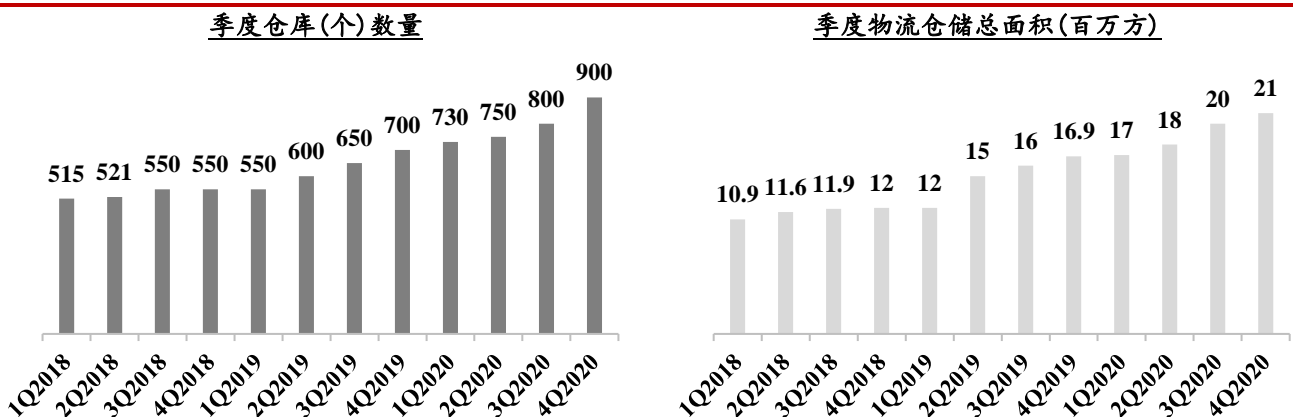
图表 1：京东集团年度活跃用户数(亿)



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

在物流运营方面，公司一直以供应链基础设施为其核心竞争力，自 2019 年第二季度开始加快物流相关业务布局，2020 年第四季度仓库数量再创新高，由三季度约 800 个增加至超 900 个，公司管理层在业绩发布会表示相关仓库当前管理超过 700 万 SKU 自营商。此外，2020 年第四季度物流仓储总面积也由 2020 年第三季度约 2,000 万方进一步上升至 2,100 万方。

图表 2：京东集团季度仓库和物流仓储总面积表现

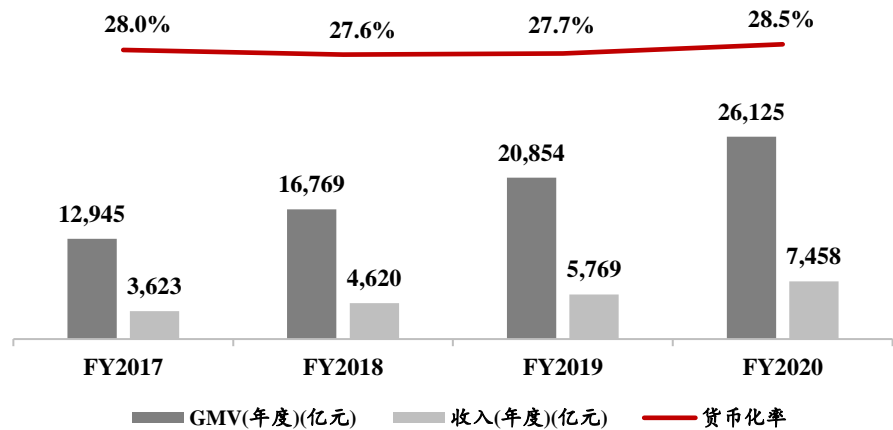


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

## 2. 收入结构持续优化，物流业务收入增长突出

京东集团年度 GMV(Gross Merchandise Volume, 成交总金额)和收入近年也持续增长, 2017-2020 年复合增长率分别达~26.4%和~27.2%。2020 年, 公司 GMV 和收入分别增长~25.3%和~29.3%, 收入增幅明显大于 GMV, 带动公司货币化率由 2019 年~27.7%提升至 28.5%。

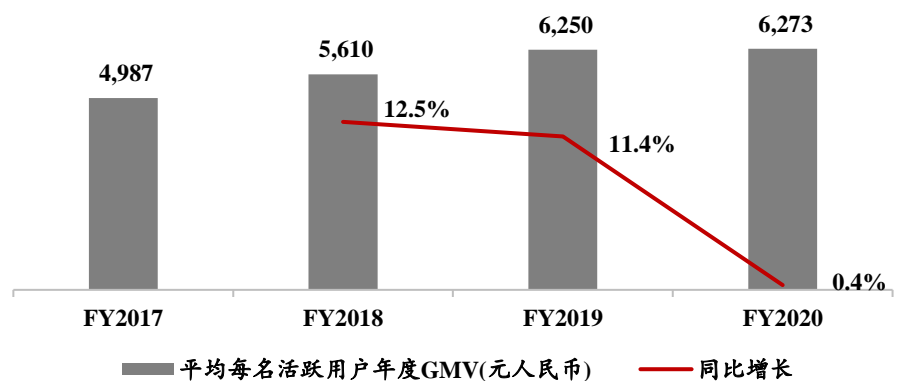
图表 3: 京东集团年度 GMV、收入和货币化率表现



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

根据公司管理层表示, 2015 年加入旗下平台之新用户 在 2020 年的 ARPU 值为 2015 年的 5 倍多, 尤其京东 PLUS 会员购物频次和 ARPU 更是显著高于普通用户。然而, 公司 2020 年新增逾 1 亿活跃用户, 新用户仍需要时间培养消费习惯, 叠加接近 80% 新增用户来自下沉市场, 相关用户购买力相对较低, 相关因素导致公司 2020 年平均每名活跃用户年度 GMV 同比增幅由 2019 年约 11.4% 明显下降至 0.4%。

图表 4: 京东集团平均每名活跃用户年度 GMV 和同比增长表现

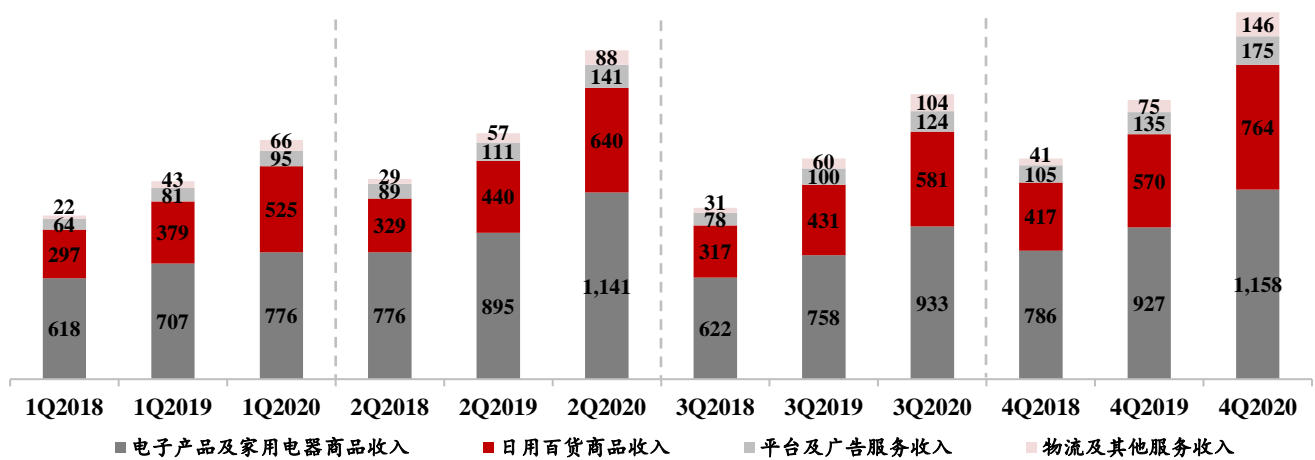


数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

公司 2020 年第四季度商品销售仍是主要收入来源，占比达~85.7%。其中，电子产品及家用电器商品收入占比由 2020 年第三季~53.6%下降至~51.6%；相反而言，公司同期日用百货商品收入占比则由 2020 年第三季~33.3%上升至~34.0%。

此外，公司 2020 年第四季度服务收入占比进一步扩大，由 2020 年第三季~13.1%提升至~14.3%。其中，平台及广告服务收入和物流及其他服务收入分别由 2020 年第三季~7.1%和 6.0%上升至 7.8%和 6.5%，表明公司近年持续拓宽业务领域，令收入结构更趋多元的发展模式获得成效。

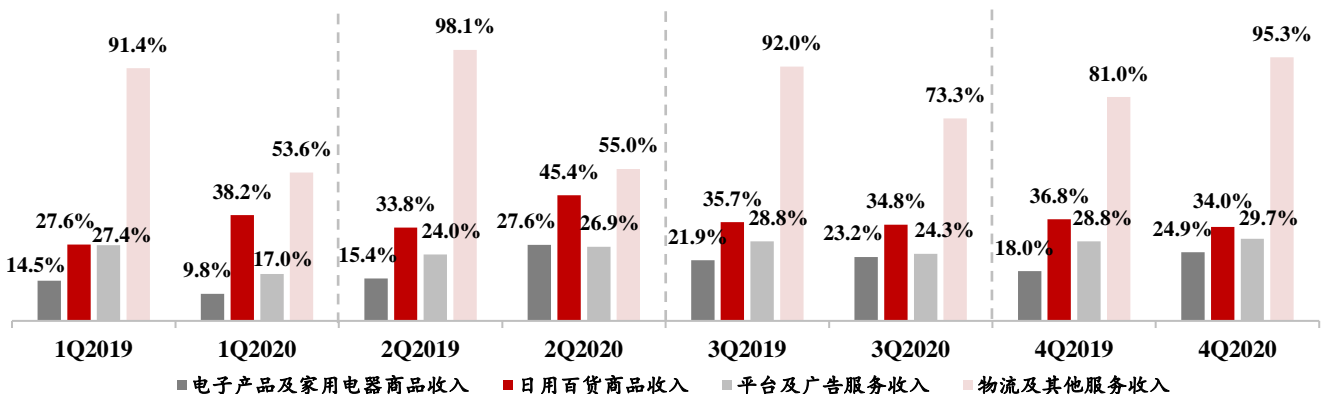
图表 5：京东集团各业务季度收入（亿元人民币）表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

公司四大业务在 2020 年第四季度基本上也保持快速增长。其中，公司旗下物流相关业务期内收入增长最为突出，同比增长~95.3%，增幅不但大于 2019 年第四季~81.0%，也是在过去 8 个季度中第二大，反映公司在 2020 年加快布局供应链基础设施，助力商家之供应链管理系统向数字化转型，在多场景销售渠道中提供全渠道集约化服务等已取得不错的表现。

图表 6：京东集团各业务季度收入同比增长表现



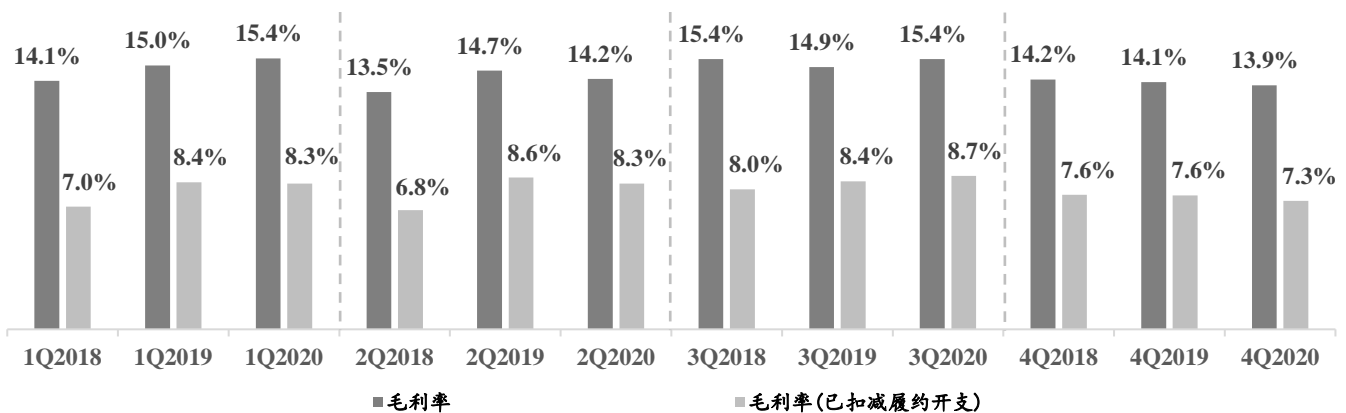
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

### 3. 新业务影响短期毛利率表现

京东集团 2020 年第四季度毛利率和已扣减履约开支之毛利率分别由 2019 年同期~14.1%和 7.6%下降至 13.9%和 7.3%。

我们认为，公司毛利率下降主要是反映公司扩大在下沉市场的布局，包括近期成立「京喜事业群」，藉以整合旗下社交电商平台「京喜」，便利店业务「京喜通」（原京东新通路）和社区团购业务「京喜拼拼」，相关新业务仍需要时间才可形成规模效应，故此毛利率较成熟业务为低，影响公司整体毛利率短期表现。

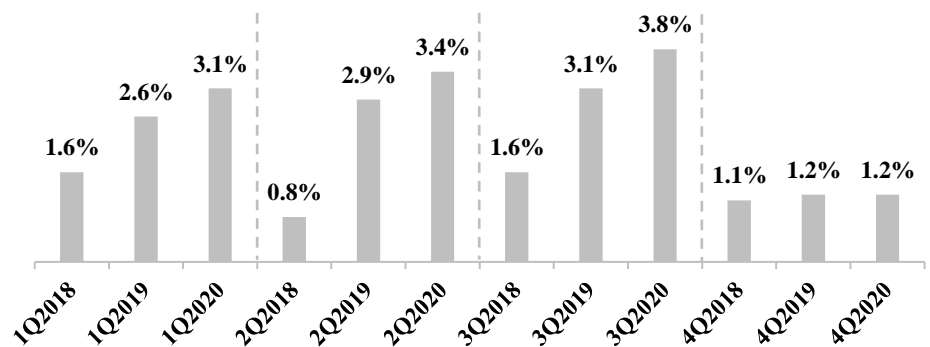
图表 7：京东集团季度毛利率和毛利率(已扣减履约开支)表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，公司 2020 年第四季度非公认会计准则 EBITDA 利润率也没有延续 2020 年首三季同比上升的趋势，仅达到 2019 年同期相若水平，为 ~1.2%。

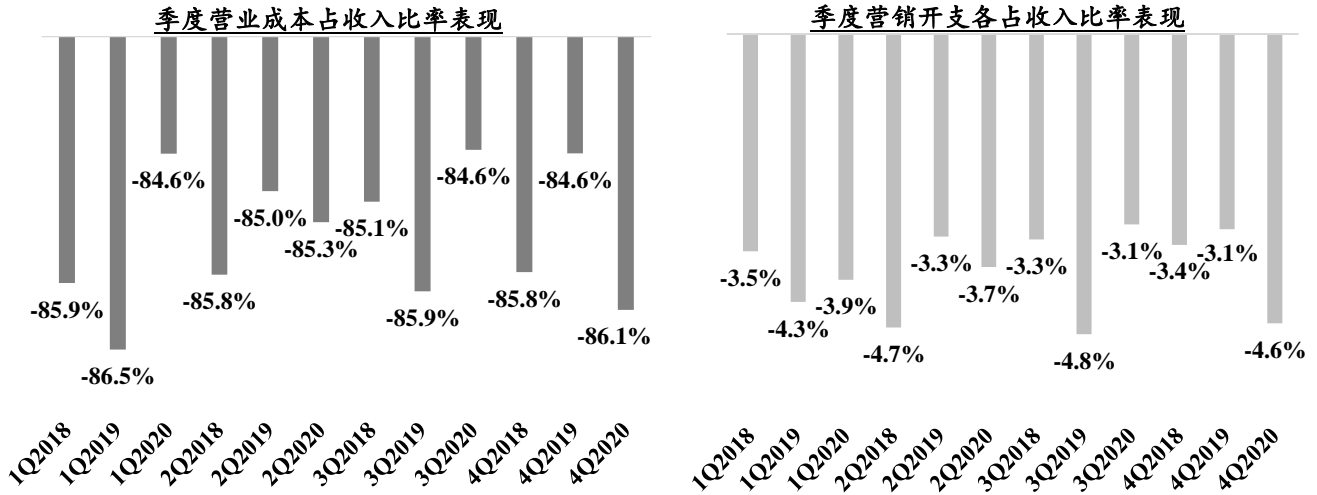
图表 8：京东集团季度非公认会计准则 EBITDA 利润率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

除了毛利率下降(营业成本占收入比率上升导致)的影响外,公司非公认会计准则 EBITDA 利润率也受到营销开支各占收入比率在 2020 年第四季度由 2019 年第四季~3.1%明显上升至 4.6%所拖累。

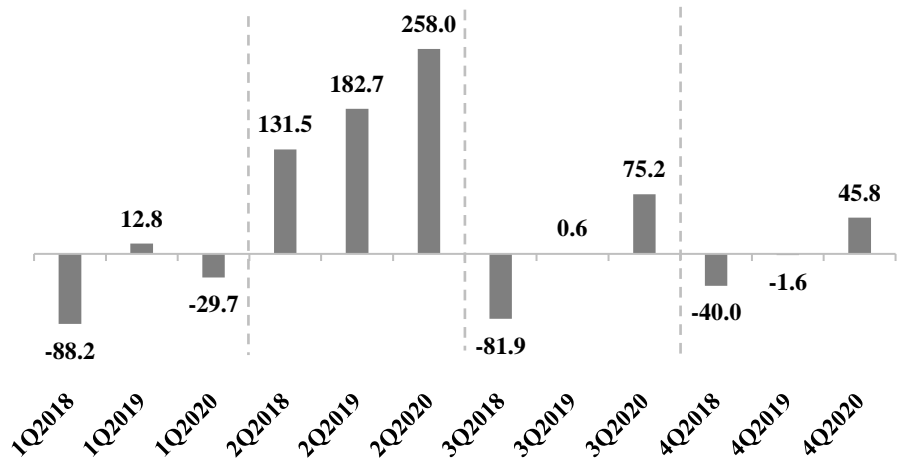
图表 9: 京东集团季度营业成本和营销开支各占收入比率之表现



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

另一方面,公司 2020 年第四季度自由现金流录得约 45.8 亿元,较 2019 年同期约-1.6 亿元明显改善,但仍低于 2020 年第三季度约 75.2 亿元。

图表 10: 京东集团季度自由现金流(亿元人民币)表现



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理



## 二、估值表现

以京东集团 2020 年第四季度重要财务指标实际值与市场预估值(彭博综合预测值)对比, 公司年度活跃用户数、营收和每股盈利表现优于市场预期, 但两项利润率指标则逊于市场预期。

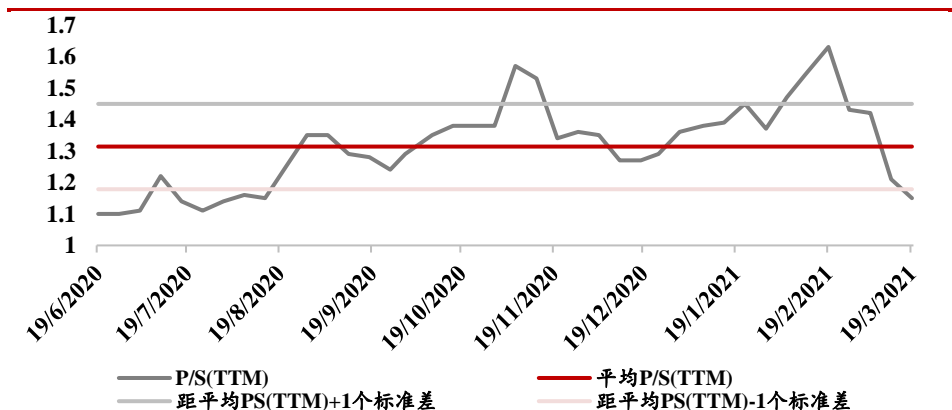
图表 11: 京东集团 2020 年四季度财务指标实际值(亿元)与彭博综合预测值对比

财务指标	实际	彭博综合预测	相差
年度活跃用户数	471.90	457.96	13.95
收入	224,328.16	219,518.61	4,809.55
营业成本	193,185.84	187,447.06	5,738.78
毛利	31,142.32	31,614.10	(471.78)
毛利率	13.88%	14.26%	-0.38%
非公认会计准则EBITDA	2,664.61	3,589.91	(925.30)
非公认会计准则EBITDA利润率	0.54%	1.16%	-0.62%
摊薄EPS(元人民币)	1.49	1.24	0.25

数据来源: Bloomberg、公司公告、山证国际研究部整理

由于市场忧虑公司加大投入新业务或将持续打压短期利润率表现, 公司股价在业绩公布后表现较为波动, 但相信新业务或将增强其中长期竞争优势。公司当前的市销率“P/S(TTM)”约达 1.15 倍, 低于公司在香港第二上市以来均值约 1.31 倍之一个标准偏差(约 1.18 倍), 股价已大致反映相关负面因素。考虑到公司年度活跃用户提升和供应链基础设施加大布局将持续增强其核心能力, 或将有利于公司中长期业务表现, 并为其未来业绩带来支撑, 建议投资者多加关注。

图表 12: 京东集团市销率(倍)表现



数据来源: WIND、山证国际研究部整理

## 三、投资风险

- (1) 业绩表现不及预期;
- (2) 系统风险等。

## 财务报表摘要

损益表				资产负债表			
单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020A	单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020A
<b>总收入</b>	<b>462,020</b>	<b>576,888</b>	<b>745,802</b>	<b>非流动资产</b>			
同比变化%	-	24.9%	29.3%	物业、设备及软件	21,083	20,654	22,597
营业成本	(396,066)	(492,467)	(636,694)	无形资产	5,012	4,110	6,463
履约开支	(32,010)	(36,968)	(48,700)	其他非流动资产	78,215	95,865	158,427
营销开支	(19,237)	(22,234)	(27,156)		104,309	120,629	187,487
研发开支	(12,144)	(14,619)	(16,149)	<b>流动资产</b>			
一般及行政开支	(5,160)	(5,490)	(6,409)	存货	44,030	57,932	58,933
出售开发物业收益	-	3,885	1,649	现金及现金等价物	34,262	36,971	86,085
<b>经营利润</b>	<b>(2,619)</b>	<b>8,995</b>	<b>12,343</b>	其他流动资产	26,563	44,191	89,784
其他收入/(开支) 权益法核算的投资损益	(1,113)	(1,738)	4,291		104,856	139,095	234,801
利息收入	2,118	1,786	2,753	<b>流动负债</b>			
利息费用	(855)	(725)	(1,125)	应付款项	79,985	90,428	106,818
其他净额	95	5,375	32,556	客户预付款项	13,018	16,079	20,998
税前利润	(2,374)	13,693	50,819	其他流动负债	659	104	171
所得税收益/(费用)	(427)	(1,802)	(1,482)		120,862	140,017	174,017
<b>净利润</b>	<b>(2,801)</b>	<b>11,890</b>	<b>49,337</b>	<b>非流动负债</b>			
归属于非控制性权益股东的净损失	(311)	(297)	(75)	长期借款	3,088	3,139	2,936
归属于夹层权益类非控制性权益股东的净利润	2	3	7	其他非流动负债	8,386	15,943	23,716
<b>归属于普通股股东的净利润</b>	<b>(2,492)</b>	<b>12,184</b>	<b>49,405</b>		11,475	19,082	26,652
				<b>资本及储备</b>			
				股东权益归属于JD. com, Inc. 拥有者的权益总额	59,771	81,856	187,543
				夹层权益可转换可赎回非控制性权益	15,961	15,964	17,133
				非控股权益	1,096	2,804	16,943
				权益总额	60,867	84,660	204,486
现金流量表				主要财务比率			
单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020A		2018A	2019A	2020A
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,881</b>	<b>24,781</b>	<b>42,544</b>	<b>盈利能力</b>			
投资活动现金流	(26,079)	(25,349)	(57,811)	毛利率	14.3%	14.6%	14.6%
融资活动现金流	11,220	2,572	71,072	经营溢利率	-0.6%	1.6%	1.7%
汇率影响	1,681	406	(5,082)	股东应占溢利率	-0.5%	2.1%	6.6%
现金及现金等物净值	7,704	2,410	50,723	<b>营运表现</b>			
年初现金及现金等物	29,799	37,502	39,912	行政开支/收入	-1.1%	-1.0%	-0.9%
<b>年末现金及现金等物</b>	<b>37,502</b>	<b>39,912</b>	<b>90,635</b>	营销开支/收入	-4.2%	-3.9%	-3.6%
				有效税率	-0.1%	-0.3%	-0.2%
经营活动现金流	20,881	24,781	42,544	ROE	-	16.3%	34.1%
京东白条应收款项计入经营活动现金流的影响	(7,369)	(4,234)	48	ROA	-	5.1%	14.5%
资本性支出开发物业的资本性支出	(8,857)	2,420	(3,534)	<b>财务状况</b>			
其他资本性支出	(12,512)	(3,515)	(4,136)	流动比率	0.9	1.0	1.3
<b>自由现金流</b>	<b>(7,857)</b>	<b>19,453</b>	<b>34,922</b>	速动比率	0.9	1.0	1.3
				资金杠杆率	344%	307%	207%
				总负债/总权益	217%	188%	98%

数据来源: 公司公告、公司招股书、山证国际研究部整理



## 投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

### 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：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确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；
- 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关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 山证国际

香港金钟夏悃道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>