

京东集团—SW (9618.HK)

活跃用户数和收入增长有所放缓，新业务持续影响利润率表现

投资要点：

活跃用户数突破 5.6 亿，但第三季度增长开始放缓：京东集团年度活跃用户数由 2020 年 4.719 亿增加至 2021 年 5.697 亿，全年合计增加约 9,780 万，其中 70% 来自于下沉市场，增幅约达 20.7%，较 2020 年约 30.4% 有所放缓。按季度而言，公司 2021 年 4 个季度年度活跃用户数环比增长呈先高后低走势，由第一季度约 5.9% 上升至第二季度约 6.4%，但第三季度则明显放缓至约 3.8%，第四季度进一步放缓至约 3.2%，为自 2019 年第一季度以来最低的环比增长。

GMV 突破 3 万亿元，货币化率持续提升：京东集团 2021 年度 GMV 和收入分别同比增长约 26.2% 和 27.6% 至约 32,970 亿元和 9,516 亿元，收入增长大于 GMV，带动公司货币化率由 2020 年约 28.5% 提升至 28.9%。

零售和物流业务第四季度收入增长有所放缓：京东集团 2021 年第四季度商品销售仍是主要收入来源，占比约达 85.1%。此外，公司 2021 年第四季度服务收入占比则进一步扩大，由 2020 年第四季度约 14.3% 提升至 14.9%。公司四大业务在 2021 年第四季度收入增长均有所放缓。其中，公司旗下物流及其他服务期内收入增长在高基数下放缓幅度较为明显，同比增长约 29.7%，不但显著低于 2020 年第四季度的约 95.3%，同时也低于 2021 年第三季度的约 53.1%。按业务分部收入划分，京东零售、京东物流以及新业务分部 2021 年第四季度收入虽然仍保持较快增长，但京东零售和京东物流同期收入增长均出现放缓，而新业务收入增长则在第三季度也出现较明显放缓。其中，京东物流期内收入增长放缓程度最为显著，同比增长约 27.7%，远低于第三季度(约 43.3%)约 15.7 个百分点。我们认为，公司旗下零售和物流相关业务 2021 年下半年增长放缓除了受到疫情扰动的影响外，同时也受到社会消费需求在供应链上游价格上涨的传导效应、房地产行业快速下行对经济的溢出冲击等背景下转弱拖累所致。

新业务持续影响利润率表现：京东集团 2021 年第四季度毛利率由 2020 年同期约 13.9% 下降至 13.5%。已扣减履约开支之毛利率则由 2020 年同期约 7.3% 上升至 7.5%。公司毛利率下降主要是反映公司扩大在下沉市场以及新业务的布局，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。此外，公司 2021 年第四季度经营利润率表现延续 2021 年前三季度同比下降的趋势，并由盈转亏，约达 -0.1%。其中，新业务则仍处于投入阶段，2021 年 4 个季度均处于亏损状态，而且同比亏损幅度均有所扩大。

估值已调整至吸引水平：由于近期市场忧虑地缘政治风险加剧，内地疫情再度升温等打击投资情绪，叠加公司多项营运指标包括新增年度活跃用户数和收入增长在 2021 年第四季度均出现放缓，公司股价在业绩公布后表现明显转弱。公司当前的市销率“P/S(TTM)”约达 0.43 倍，低于公司在香港第二上市以来平均值约 1.20 倍两个标准差(约 0.68 倍)，估值上已调整至吸引水平。考虑到公司货币化率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，建议投资者多加关注。

报告日期：2022-03-16

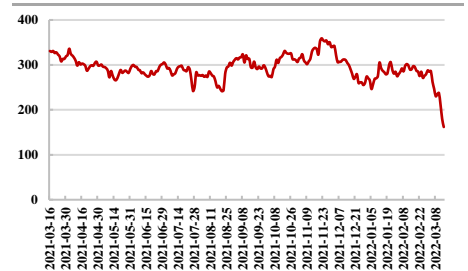
业绩点评

基本数据

所属板块	互联网服务
最新价	161.9 港元
市值	5,036 亿港元
52 周区间	177.6-365.0 港元
10 天日均成交量	829.1 万股
主要股东持股比率	40.82%

数据来源：WIND、港交所
(2022 年 3 月 15 日)

一年行情图



数据来源：WIND

业绩点评：《活跃用户数和收入增速加快，新业务影响短期毛利率表现》-20210319

分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

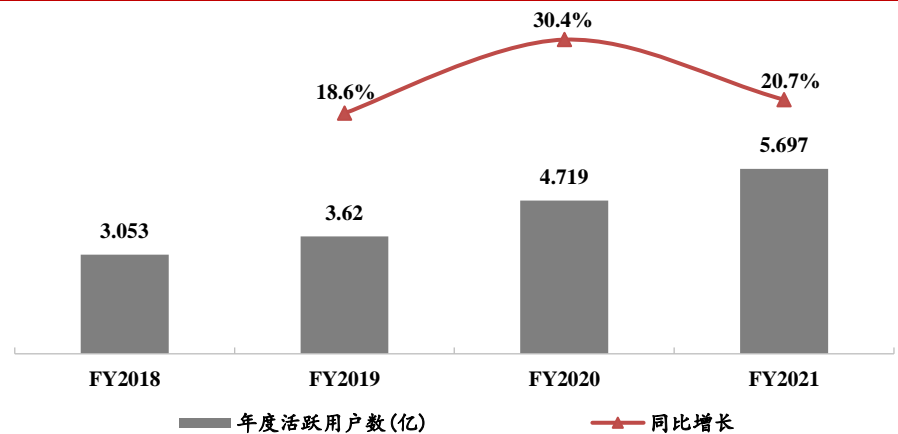
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

一、业绩回顾

1. 活跃用户数突破 5.6 亿，但第三季度增长开始放缓

京东集团年度活跃用户数由 2020 年 4.719 亿增加至 2021 年 5.697 亿，全年合计增加约 9,780 万，其中 70% 来自于下沉市场，增长约达 20.7%，较 2020 年约 30.4% 有所放缓。

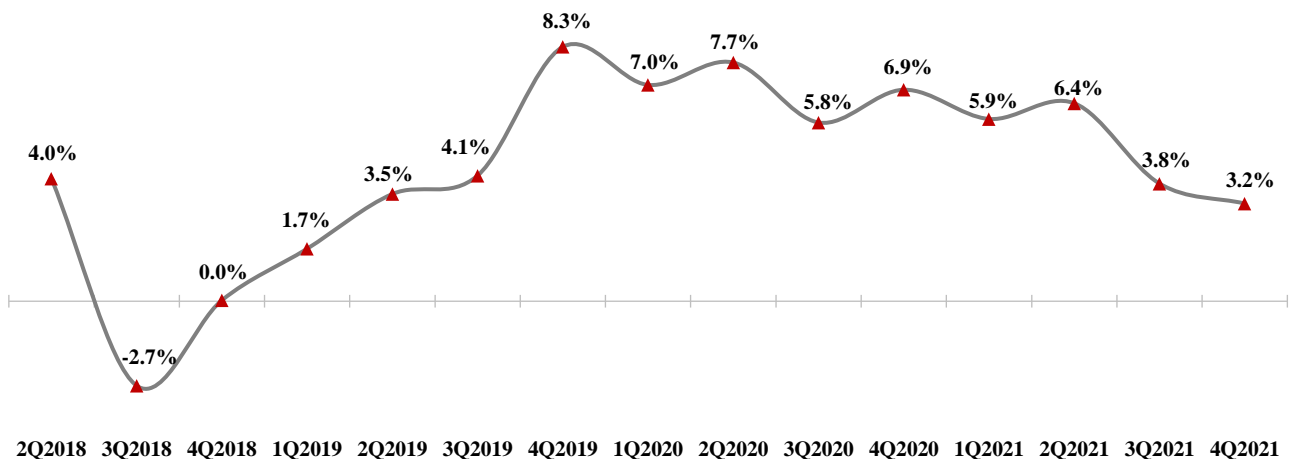
图表 1：京东集团年度活跃用户数(亿)和同比增长表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

按季度而言，公司 2021 年 4 个季度年度活跃用户数环比增长呈先高后低走势，由第一季度约 5.9% 上升至第二季度约 6.4%，但第三季度则明显放缓至约 3.8%，第四季度进一步放缓至约 3.2%，为自 2019 年第一季度以来最低的环比增长。

图表 2：京东集团年度活跃用户数环比增长表现

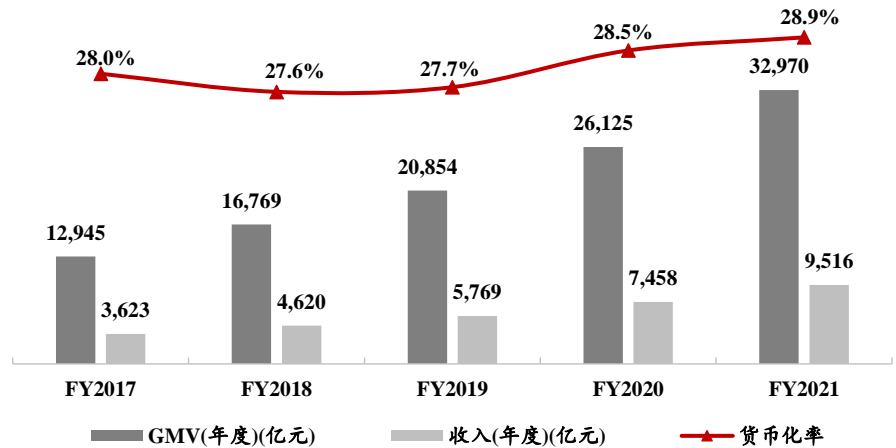


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2. 零售和物流业务第四季度收入增长有所放缓

京东集团 2021 年度 GMV(Gross Merchandise Volume, 成交总金额)和收入分别同比增长约 26.2%和 27.6%至约 32,970 亿元和 9,516 亿元, 收入增长大于 GMV, 带动公司货币化率由 2020 年约 28.5%提升至 28.9%。

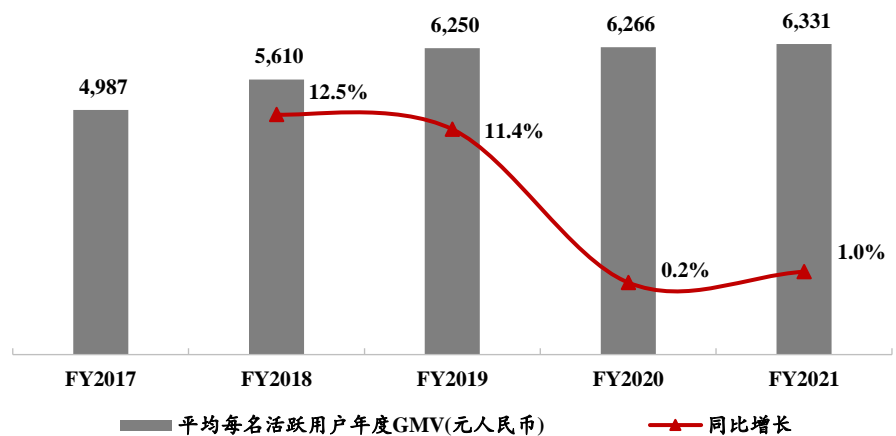
图表 3: 京东集团年度 GMV、收入和货币化率表现



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

公司 2020 年新增逾 1 亿活跃用户, 新用户经过一年时间逐步培养消费习惯, 相关因素助力公司 2021 年平均每名活跃用户年度 GMV 同比增长由 2020 年约 0.2%上升至 1.0%。

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

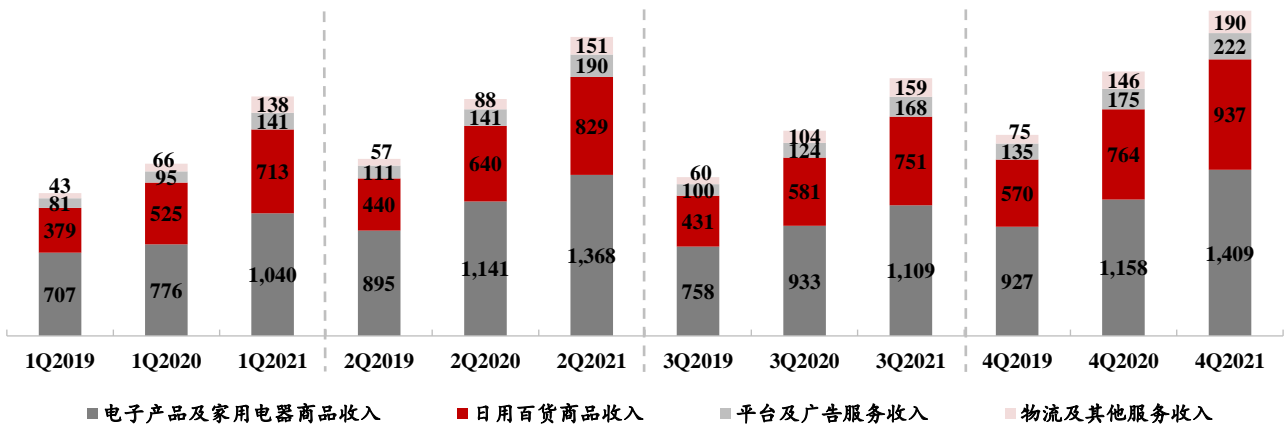


数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

公司2021年第四季度商品销售仍是主要收入来源，占比约达85.1%。其中，电子产品及家用电器商品收入占比由2020年第四季度约51.6%下降至51.1%；公司同期日用百货商品收入占比与2020年第四季度相若，约为34.0%。

此外，公司2021年第四季度服务收入占比进一步扩大，由2020年第四季度约14.3%提升至14.9%。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年第四季度约7.8%和6.5%上升至8.1%和6.9%。

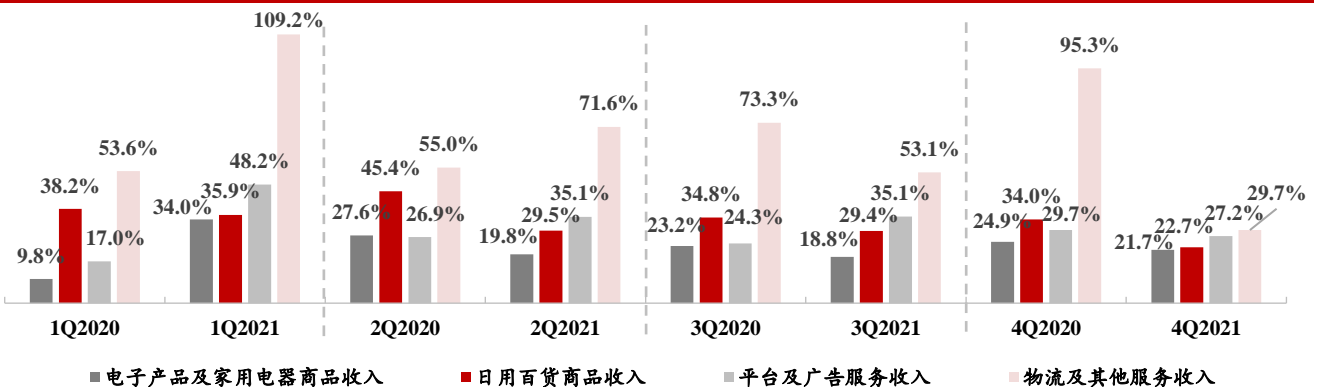
图表5：京东集团各业务季度收入（亿元人民币）表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

公司四大业务在2021年第四季度收入增长均有所放缓。其中，公司旗下物流及其他服务期内收入增长在高基数下放缓幅度较为明显，同比增长约29.7%，不但显著低于2020年第四季度的约95.3%，同时也低于2021年第三季度的约53.1%。

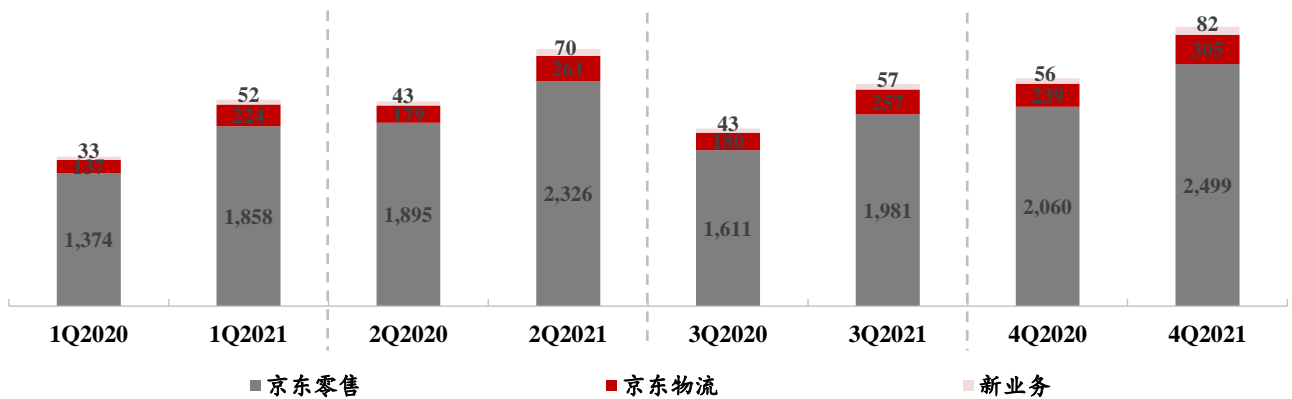
图表6：京东集团各业务季度收入同比增长表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

按业务分部收入划分，京东零售、京东物流和新业务分部 2021 年第四季度收入(未剔除分部间收入以及未分配项目收入)分别约达 2,499 亿元、305 亿元和 82 亿元，收入占比分别约达 86.6%、10.6%和 2.8%。

图表 7：京东集团各业务分部季度收入（亿元人民币）表现



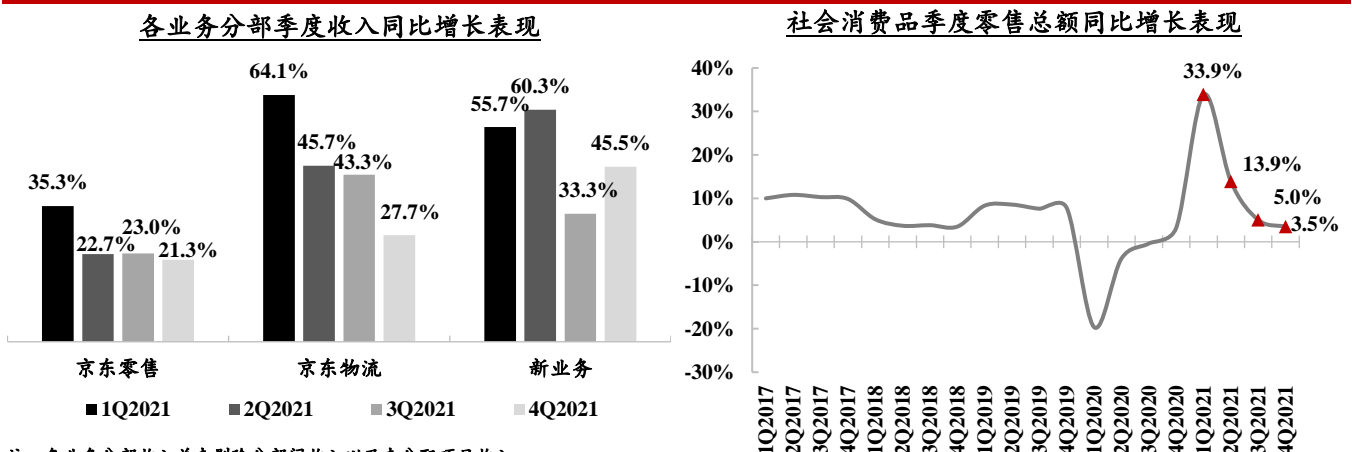
注：各业务分部收入未剔除分部间收入以及未分配项目收入

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

公司旗下三大主要业务分部 2021 年第四季度收入虽然仍保持较快增长，但京东零售和京东物流同期收入增长均出现放缓，而新业务收入增长则在第三季度出现较明显放缓。其中，京东物流期内收入增长放缓程度最为显著，同比增长约 27.7%，远低于第三季度(约 43.3%)约 15.7 个百分点。

我们认为，公司旗下零售和物流相关业务 2021 年下半年增长放缓除了受到疫情扰动的影响外，同时也受到社会消费需求在供应链上游价格上涨的传导效应、房地产行业快速下行对经济的溢出冲击等背景下转弱拖累所致。

图表 8：京东集团各业务分部季度收入以及中国社会消费品季度零售总额同比增长表现对比



注：各业务分部收入并未剔除分部间收入以及未分配项目收入

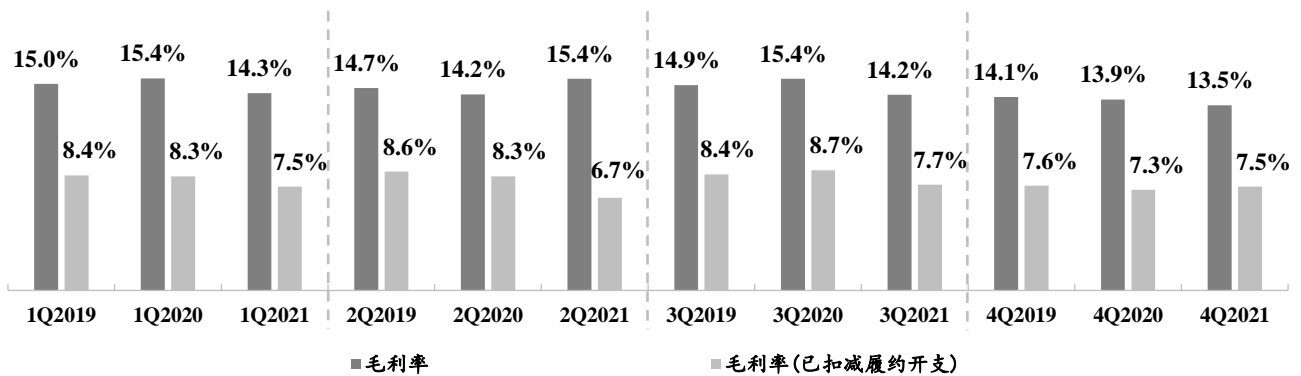
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3. 新业务持续影响利润率表现

京东集团 2021 年第四季度毛利率由 2020 年同期约 13.9% 下降至 13.5%。已扣减履约开支之毛利率则由 2020 年同期约 7.3% 上升至 7.5%。

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以及新业务的布局，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。

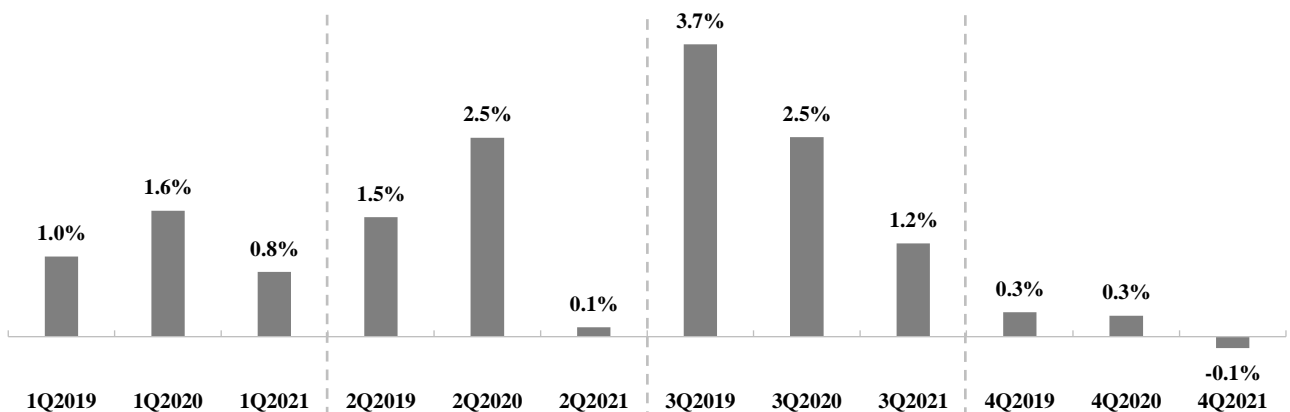
图表 9：京东集团季度毛利率和毛利率(已扣减履约开支)表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，公司 2021 年第四季度经营利润率表现延续 2021 年首三季度同比下降的趋势，并由盈转亏，约达-0.1%。

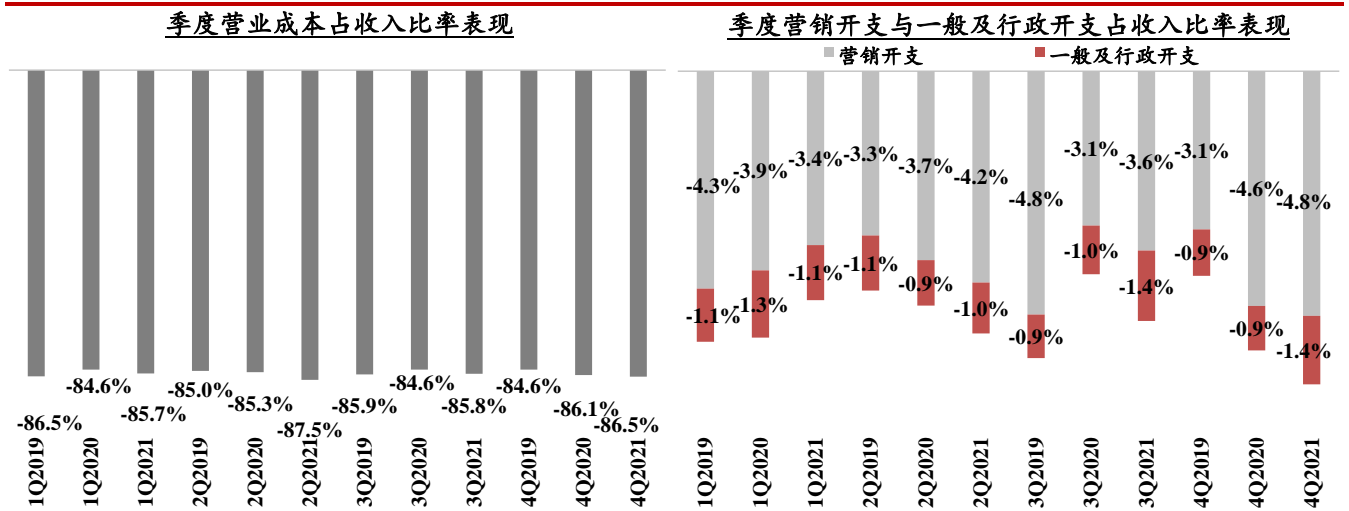
图表 10：京东集团季度经营利润率表现



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,公司经营利润率也受到营销开支以及一般及行政开支占收入比率分别由2020年第四季度约4.6%和0.9%上升至约4.8%和1.4%所拖累。

图表 11: 京东集团季度营业成本、营销开支与一般及行政开支各占收入比率之表现

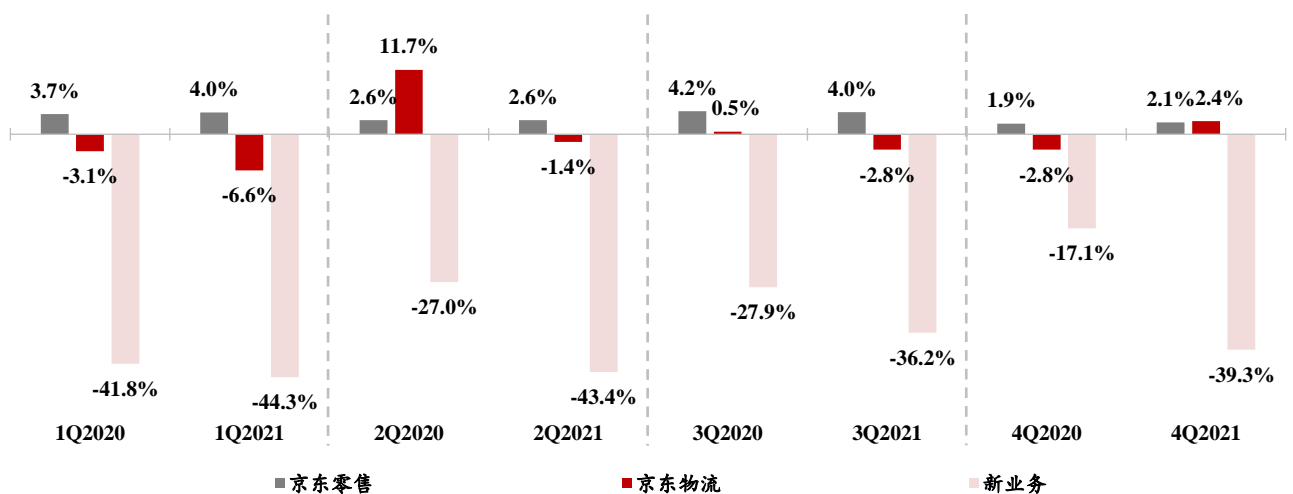


数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

值得一提的是,公司旗下京东零售和京东物流业务分部2021年第四季度经营利润率表现有所改善。其中,京东物流在第四季度更实现了正利润率表现,表明了京东物流在基础设施利用率和提高运营效率方面的能力。

新业务则仍处于投入阶段,2021年4个季度均处于亏损状态,而且同比亏损幅度均有所扩大。

图表 12: 京东集团各业务分部季度经营利润率表现



注: 各业务分部收入并未剔除分部间收入以及未分配项目之收入; 经营利润则未计及未分配项目之经营利润

数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

二、估值表现

由于近期市场忧虑地缘政治风险加剧，内地疫情再度升温等打击投资情绪，叠加公司多项营运指标包括新增年度活跃用户数和收入增长在2021年第四季度均出现放缓，公司股价在业绩公布后表现明显转弱。

公司当前的市销率“P/S(TTM)”约达 0.43 倍，低于公司在香港第二上市以来平均值约 1.20 倍两个标准差(约 0.68 倍)，估值上已调整至吸引水平。考虑到公司货币化率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，建议投资者多加关注。

图表 13：京东集团市销率(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	2019A	2020A	2021A	单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021A
总收入	576,888	745,802	951,592	非流动资产			
同比变化%	-	29.3%	27.6%	物业、设备及软件	20,654	22,597	32,944
营业成本	(492,467)	(636,694)	(822,525)	无形资产	4,110	6,463	5,837
履约开支	(36,968)	(48,700)	(59,055)	其他非流动资产	95,865	158,427	158,054
营销开支	(22,234)	(27,156)	(38,743)		120,629	187,487	196,835
研发开支	(14,619)	(16,149)	(16,332)	流动资产			
一般及行政开支	(5,490)	(6,409)	(11,562)	存货	57,932	58,933	75,601
出售开发物业收益	3,885	1,649	767	现金及现金等价物	36,971	86,085	70,767
经营利润	8,995	12,343	4,141	其他流动资产	44,191	89,784	153,304
其他收入/(开支) 权益法核算的投资损益	(1,738)	4,291	(4,918)		139,095	234,801	299,672
利息费用	(725)	(1,125)	(1,213)	流动负债			
其他净额	7,161	35,310	(590)	应付款项	90,428	106,818	140,484
税前利润	13,693	50,819	(2,581)	客户预付款项	16,079	20,998	29,106
所得税收益/(费用)	(1,802)	(1,482)	(1,887)	其他流动负债	33,510	46,200	52,046
净利润	11,890	49,337	(4,467)		140,017	174,017	221,636
归属于非控制性权益股东的净损失	(297)	(75)	(924)	非流动负债			
归属于夹层权益类非控制性权益股东的净利润	3	7	16	经营租赁负债	5,523	10,250	13,721
归属于普通股股东的净利润	12,184	49,405	(3,560)	其他非流动负债	13,559	16,402	14,366
					19,082	26,652	28,087
				资本及储备			
				股东权益归属于JD. com, Inc. 拥有者的权益总额	81,856	187,543	208,912
				夹层权益可转换可赎回非控制性权益	15,964	17,133	1,212
				非控股权益	2,804	16,943	36,661
				权益总额	84,660	204,486	245,572
现金流量表				主要财务比率			
单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021A		2019A	2020A	2021A
经营活动现金流	24,781	42,544	42,301	盈利能力			
投资活动现金流	(25,349)	(57,811)	(74,248)	毛利率	14.6%	14.6%	13.6%
融资活动现金流	2,572	71,072	19,503	经营溢利率	1.6%	1.7%	0.4%
汇率影响	406	(5,082)	(1,500)	股东应占溢利率	2.1%	6.6%	-0.4%
现金及现金等价物净值	2,410	50,723	(13,943)	营运表现			
年初现金及现金等价物	37,502	39,912	90,635	行政开支/收入	-1.0%	-0.9%	-1.2%
年末现金及现金等价物	39,912	90,635	76,692	营销开支/收入	-3.9%	-3.6%	-4.1%
经营活动现金流	24,781	42,544	42,301	有效税率	-0.3%	-0.2%	-0.2%
京东白条应收款项计入经营活动现金流的影响	(4,234)	48	2,492	ROE	-	34.1%	-2.0%
资本性支出开发物业的资本性支出	2,420	(3,534)	(13,510)	ROA	-	14.5%	-1.0%
其他资本性支出	(3,515)	(4,136)	(5,056)	财务状况			
自由现金流	19,453	34,922	26,228	流动比率	1.0	1.3	1.4
				速动比率	1.0	1.3	1.4
				资金杠杆率	307%	207%	202%
				总负债/总权益	188%	98%	102%

数据来源: 公司公告、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>