京东集团-SW（09618）

品类拓展将推动利润率持续改善，用户下沉成效明显 GMV 后续增长动能强劲

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	745,802	957,063	1,169,143	1,381,600
同比（%）	29.3%	28.3%	22.2%	18.2%
经调整归母净利润（百万元）	16,827	17,728	26,127	36,847
同比（%）	56.5%	5.4%	47.4%	41.0%
每股收益（元/股）	5.4	5.7	8.4	11.8
P/E（倍）	44.6	42.2	28.6	20.3

投资要点

- 京东集团发布 2021 年第一季度业绩，收入 2031.8 亿元，同比增长 39.0%; 实现 Non-GAAP 归母净利润 39.7 亿元，同比增长 33.4%。2021Q1 公司收入、经调整净利润均超市场预期。
- **品类扩展成效明显，京东零售利润率创同期新高：**京东零售利润率持续改善，本季度经营利润率达到 4%的同期新高（京东物流分部调整），主因日用消费品、服装 GMV 占比提升，1P 业务毛利率改善，3P 业务增速大幅提升所致。当前京东超市类别中许多产品的采购成本仍比线下零售商高出 3%到 5%，得益于公司对特定类别规模的扩大，公司存在继续提升利润率的潜力。
- **京东物流业务分项披露，外单业务快速提升：**京东物流分项披露数据，京东物流外单业务快速增长，根据物流收入/京东物流分部收入=61%可知，京东物流当前外单占比已超过 60%，以相同方法计算，去年同期外单业务占比仅 48.2%，外单业务快速拓展。但物流业务的毛利率低于京东整体零售业务，导致公司整体的毛利率和净利率均有小幅下滑。
- **年度活跃买家数已达 5 亿规模，持续高速增长：**本季度年度活跃买家数基本达到 5 亿，环比新增买家数达 2790 万，连续 5 个季度维持在 2000 万以上新增，来自低线城市的用户数占比 81%，公司下沉成效显著，用户增长动力强劲。相对于阿里巴巴超 9 亿的月活和 8.11 亿的年度活跃买家数，京东的用户增长还有充分空间。2015 年加入平台的用户在 2020 年的 ARPU 是刚加入时的 5 倍之多，用户沉淀带来明显的消费提升。截止 2020 年 10 月，京东 Plus 会员数超过了 2000 万，京东 Plus 有效提升了核心用户的参与度和留存，ARPU 值为非会员的数倍。公司 2021Q1 用户转化率比 2019 年和 2020 年有明显提升，新用户的质量（复购率，留存率和 ARPU）在提高，老用户的频次、品类宽度和留存都在改善。
- **盈利预测与投资评级：**公司获客成效显著，品类扩展顺利，我们将 2021-2023 年收入预测由 9252/11325/13058 亿元上调至 9571/11691/13816 亿元；由于公司为加强公司核心竞争优势，将增量利润用于业务投入，我们预计 2021 年的经调整利润率水平将受到影响，我们将 2021-2023 年的 EPS(经调整)从 6.7/9.6/12.3 元下调至 5.7/8.4/11.8 元，对应 PE 分别为 42.2/28.6/20.3 倍（港币/人民币=0.83）。公司持续投入虽短期影响到公司业绩，但将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**平台商品品质风险，商品供应链拓展风险，宏观经济波动风险

2021 年 05 月 23 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 张飞鹏
021-60199793
zhangfp@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	288.80
一年最低/最高价	226.00/422.80
市净率(倍)	4.03
港股流通市值(百万港元)	900452.41

基础数据

每股净资产(元)	60.51
资产负债率(%)	45.51
总股本(百万股)	3117.97
流通股本(百万股)	3117.97

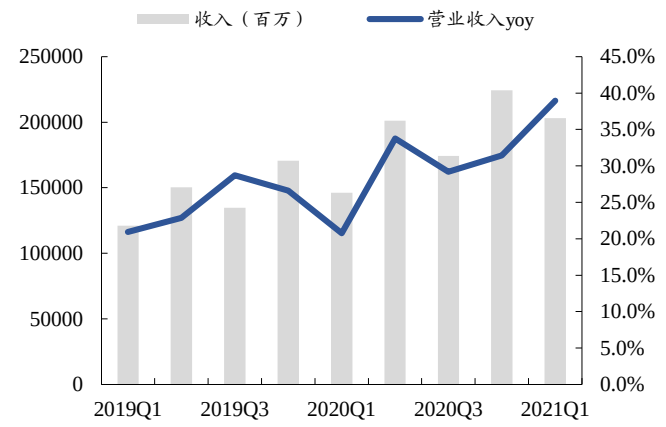
相关研究

1、《京东集团-SW（09618）：2020 年 4 季报点评：业绩超预期，加大投入影响短期业绩但增强长期优势》2021-03-13
2、《京东集团-SW（09618）：商品零售业务经营杠杆展现利润弹性，第三方物流服务亏损收窄，经营利润率创历史新高》2020-11-17
3、《京东集团-SW（09618）：品类扩充成效显著，物流效率持续改善推动盈利改善超预期》2020-08-18

1. 业绩超预期，京东零售利润率同期新高，经营杠杆使利润率存持续改善空间

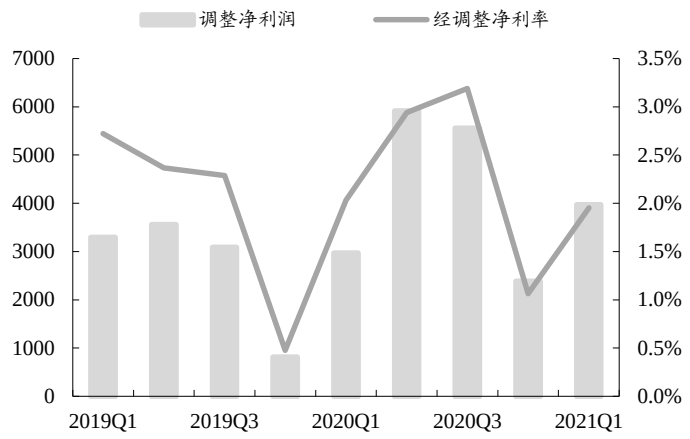
京东集团发布 2021 年第一季度业绩，收入 2031.8 亿元， 同比增长 39.0%；实现 Non-GAAP 归母净利润 39.7 亿元，同比增长 33.4%。2021Q1 公司收入、经调整净利润均超市场预期。

图 1：公司收入情况（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：Non-GAAP 归母净利润情况（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

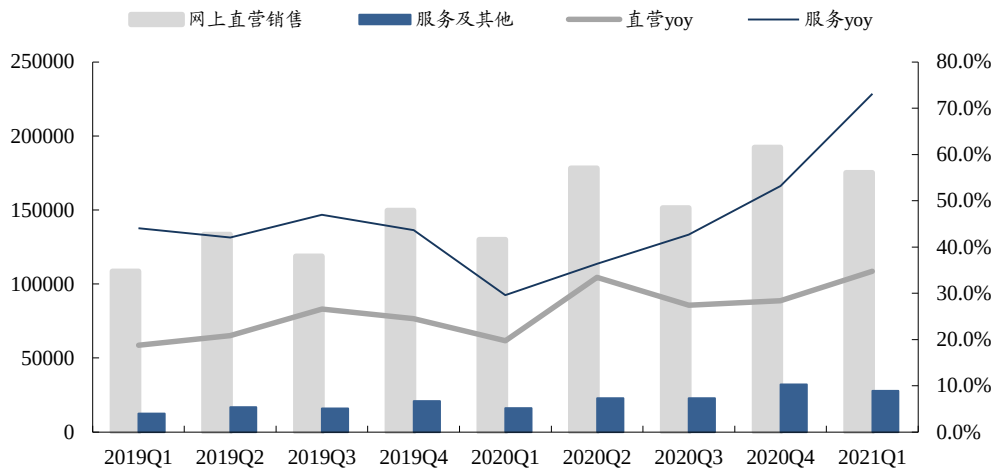
2021Q1 公司整体经调整净利率为 1.95%，去年同期为 2.05%；公司经营利润率有所下滑主要在于京东物流收入快速增长，而物流业务处于亏损状态，导致整体利润率拉低，仅考虑京东零售业务，2021Q1 经营利润率达到 4.0%新高，去年同期为 3.7%。主要由于公司品类扩充进展顺利，而非 3C 商品的利润率高于原有 3C 商品，且 3P 业务进展超预期，3P 业务主要为广告营收，利润率也高于自营业务，从而导致京东零售业务利润率达到同期新高。

公司在整个大商超业务方面，尤其是消费品和生鲜方面，利润改善明显。利润率的改善由多种原因构成，首先是因为公司在一些品类和品牌上面的市占率提升，跟品牌商一起会有更紧密的合作。第二是公司在推进全渠道策略，会将一些更适合线下交易的品类，通过满足用户的交易体验，将订单和流量转移到线下的合作伙伴。当前京东超市类别中众多产品的采购成本仍比线下零售商高出 3-5％，得益于公司对特定类别规模的扩大，公司存在继续提升利润率的潜力。

2. 商品零售业务品类扩展顺利，第三方业务增速持续回升

2021Q1，公司实现营业收入 2031.8 亿，同比增长 39.0%，其中，商品销售收入 1753 亿元，同比增长 34.7%，服务及其他收入 278.9 亿元，同比增长 73.1%。商品销售收入增长速度加快，主要在于去年同期受疫情影响电子产品家用电器业务需求受到抑制，导致基数较低，本季度需求恢复；服务及其他收入加速增长。

图 3：分业务收入及增速（百万元）



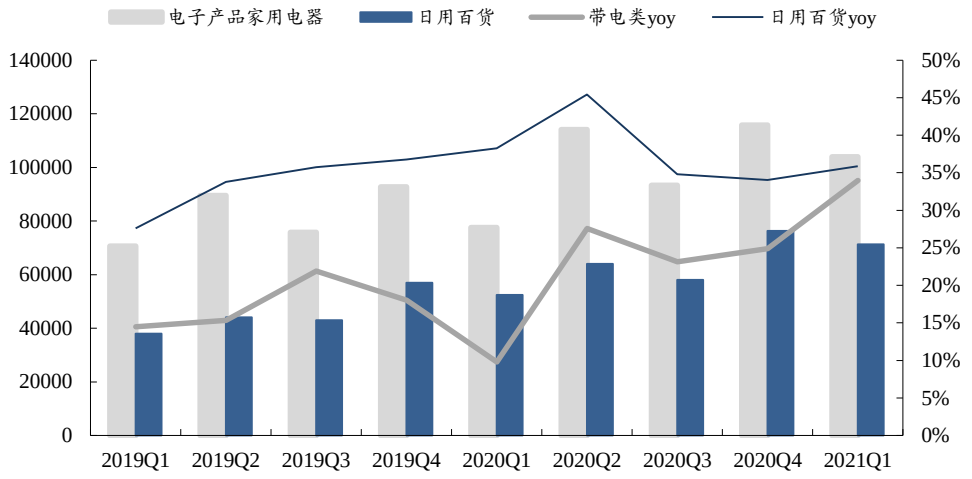
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.1. 品类扩充成效显著，日用百货业务成公司收入增长重要支撑

商品销售收入中电子产品及家用电器净收入 1040.1 亿元，同比增长 34.0%，主要因为去年同期疫情影响电子产品家用电器业务需求受到限制，导致基数较低，本季度需求恢复，从而增长较快；日用百货商品销售收入为 712.8 亿元，同比增长 35.9%，公司自营业务扩品类成效显著，从低频、体积大的带电品类转向高频低客单的百货商品。公司品类增长的同时依然维持着较高的运营效率，Q1 库存周转天数降至 31.2 天（TTM）。

图 4：商品销售收入构成及增速（百万元）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



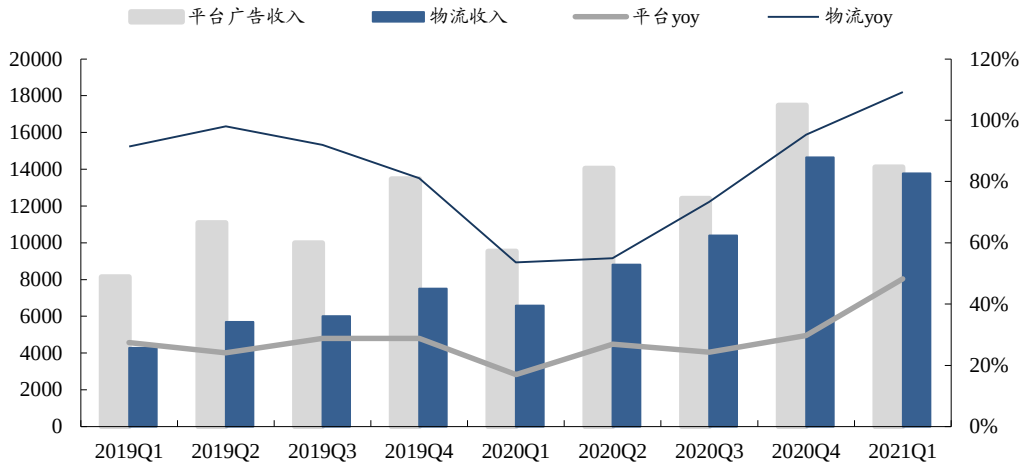
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.2. 服务及其他业务增长恢复，广告收入体量新高

服务及其他收入中，平台及广告服务收入 141.2 亿元，同比增长 48.2%；物流及其他服务收入 137.8 亿元， 同比增长 109.2%。主要在于京东物流第三方商户业务快速拓展，目前第三方商户占物流业务比重已经超过 60%。

公司广告收入增长速度超越自营业务收入。主要是因为日用消费品、服装等高佣金率的品类增速提升。得益于疫情之下公司履约能力的支持，京东快消品的消费者的心智得到明显增强，开始占据消费者心中第一大商超的形象。此外，公司通过技术和新的广告产品，在保证和提升广告效率的条件下，去提升广告营收，而不会采取站内大规模开发新的广告资源的方式提高收入。同时公司今年开始做线下数字化的广告，也与一些品牌商进行了合作，取得了不错的效果，未来公司会在线下和线上，站内和站外打造一个广告平台，站内和站外打造一个广告平台。食品和快消品对 GMV 增长的贡献率快速提升，美妆和服装在本季度业务中改善明显。

图 5：服务及其他收入构成及增速（百万元）

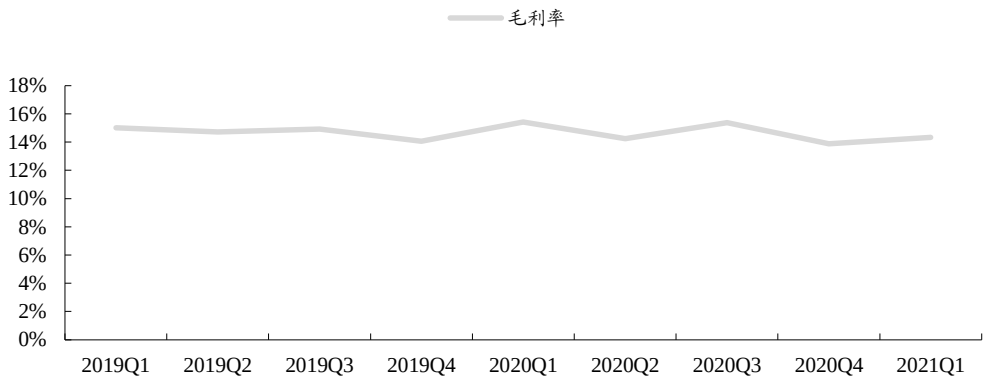


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 商品消费补贴，毛利率略微下降，成本费用控制良好

2021Q1 公司营业成本为 1740.5 亿，同比增长 40.7%，略快于收入增长，公司毛利率同比下滑 1.1pct，环比下降 8.0pct，至 14.3%，主因京东物流业务快速增长，物流业务的毛利率低于电商主业，从而拉低了整体毛利率水平。物流能力将需要持续投入并建立规模效应，公司仍然将持续投入来建立竞争优势，公司不仅有支持京东零售的 1P 业务，也在快速拓展外单业务，外单收入比例会持续提高。利润率趋势方面，由于物流行业有更高的固定成本，因此利润率会受到 1P 营销活动的季节性影响。

图 6：公司毛利及毛利率情况



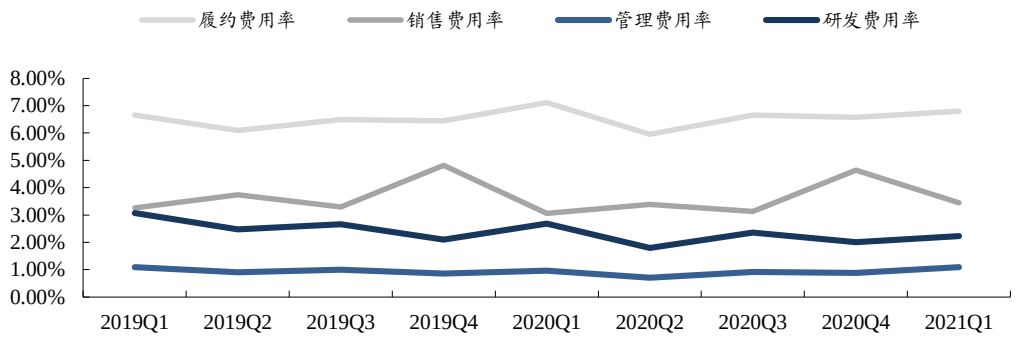
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

公司费用结构中，占比最大的部分依然是履约费用。2021Q1 履约费用同比增长 32.7%，至 138.0 亿元，履约费用率至 6.8%，同比下降 0.3pct，因物流基础设施的利用

率提高所致。

此外，2021Q1 管理费用率为 1.1%，同比增长 0.12pct，研发费用率为 2.23%，同比下滑 0.46pct。公司销售费用率为 3.44%，同比增长 0.39pct。

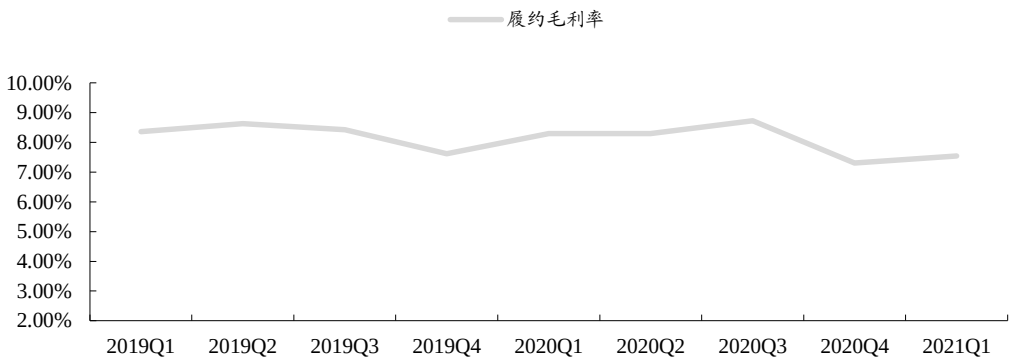
图 7：公司费用结构



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

履约毛利率（按履约毛利除以收入计算；履约毛利=收入-营业成本-履约开支）为 7.54%，20Q1 为 8.3%，主要因为物流业务快速增长导致整体毛利率被拉低。

图 8：履约毛利及履约毛利率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 下沉战略推动活跃用户高速增长，获客成本持续降低

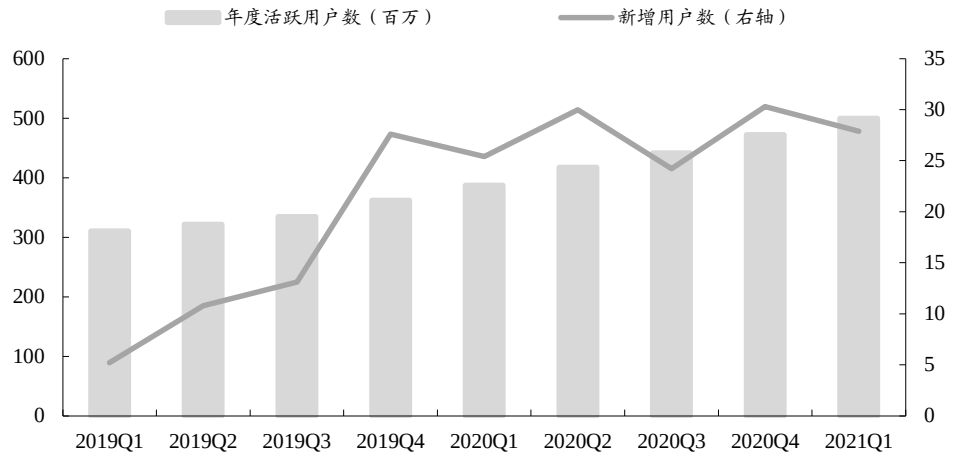
2021Q1 京东活跃用户数达 4.998 亿，同比增长 29.0%，本期新增活跃用户 2790 万，连续 5 个季度维持在 2000 万以上新增，本季度新增用户中 81%来自低线城市。2015 年加入平台的用户在 2020 年的 ARPU 是刚加入时的 5 倍之多。公司 2021Q1 用户转化率比 2019 年和 2020 年有明显提升，新用户的质量（复购率，留存率和 ARPU）在提高，

老用户的频次、品类宽度和留存都在改善。

截止 2020 年 10 月，京东 Plus 会员数超过了 2000 万，京东 Plus 有效提升了核心用户的参与度和留存，ARPU 值为非会员的数倍。

2021Q1 销售费用为 69.99 亿，同比上升 56.6%，单用户营销成本为 14 元。

图 9：活跃用户数及净增加人数（单位均为百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

公司获客成效显著，品类扩展顺利，我们将 2021-2023 年收入预测由 9252/11325/13058 亿元上调至 9571/11691/13816 亿元；由于公司为加强公司核心竞争优势，将增量利润用于业务投入，我们预计 2021 年的经调整利润率水平将受到影响，我们将 2021-2023 年的 EPS（经调整）从 6.7/9.6/12.3 元下调至 5.7/8.4/11.8 元，对应 PE 分别为 42.2/28.6/20.3 倍（港币/人民币=0.83）。公司持续投入虽短期影响到公司业绩，但将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

平台商品品质风险。商品品质是平台销售的根基，若过于压低价格而供应链没有得到很好的把控，则产品品质可能降低，从而威胁平台的信誉，对收入造成负面影响。

商品供应链拓展风险。品类的扩充需要供应链的扩展，在商家资质审核等流程上的门槛过松可能引入残次品，影响平台信誉，过严就可能拖累扩展进度，影响收入变现情况。

宏观经济波动风险。经济环境影响消费者收入情况，进而影响购物意愿，对电商平台收入会造成相应影响。

京东集团-SW 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	90,519	73,765	90,882	95,270
短期投资	60,577	69,157	76,819	90,779
应收账款	13,779	21,496	22,996	27,910
预付账款及其他	10,994	11,450	13,987	16,529
存货	58,933	78,856	96,293	113,765
流动资产合计	234,802	254,723	300,977	344,253
固定资产	30,503	37,288	46,053	55,765
无形资产	6,463	8,294	10,132	11,973
权益法核算的投资	97,586	125,229	139,104	164,382
土地使用权	11,125	14,276	17,440	20,609
其他非流动资产	41,810	53,653	65,543	77,453
非流动资产合计	187,487	238,740	278,271	330,182
资产合计	422,289	493,463	579,248	674,435
短期借款	0	0	0	0
应付账款	106,818	138,765	174,786	209,815
应计负债及其他应付款	30,035	38,543	47,084	55,640
预收账款	24,415	31,531	38,706	45,495
其他负债	12,749	16,360	19,986	23,618
流动负债合计	174,017	225,199	280,562	334,568
长期借款	12,531	10,819	11,134	11,495
其他非流动负债	14,122	18,122	22,138	26,161
非流动负债合计	26,653	28,941	33,272	37,656
归属母公司所有者权益	187,543	205,271	231,398	268,246
少数股东权益	34,076	34,052	34,016	33,965
所有者权益合计	221,619	239,323	265,414	302,210
负债和股东权益	422,289	493,463	579,248	674,435

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	36,736	28,768	46,928	44,463
投资活动现金流	-66,986	-50,742	-36,444	-47,297
筹资活动现金流	80,856	5,220	6,634	7,222
现金净增加额	50,607	-16,754	17,117	4,387
折旧和摊销	6,068	6,350	7,273	9,237
资本开支	-12,697	-18,117	-21,040	-23,959
营运资本变动	-23,322	-23,086	-33,889	-29,078

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	745,802	957,063	1,169,143	1,381,600
营业成本	636,694	827,113	1,010,007	1,193,272
履约费用	48,700	62,495	75,175	87,454
销售费用	27,156	34,848	41,401	47,543
研发费用	16,149	20,723	25,316	29,916
管理费用	6,409	8,225	10,047	11,873
处置物业收益	-1,649	-2,116	-2,585	-3,054
营业利润	12,343	5,774	9,781	14,596
其他收益	32,556	4,785	7,015	9,671
净利息收入	1,628	2,932	2,303	2,839
投资收益	4,291	4,745	7,775	10,796
利润总额	50,819	18,236	26,875	37,901
所得税	1,482	532	784	1,105
净利润	49,337	17,704	26,091	36,796
少数股东损益	-68	-24	-36	-51
归母净利润	49,405	/	/	/
经调整归母净利润	16,827	17,728	26,127	36,847

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	5.4	5.7	8.4	11.8
每股净资产(元)	59.9	65.8	74.2	86.0
发行在外股份(百万股)	3129.8	3118.0	3118.0	3118.0
ROIC(%)	13.1%	6.0%	10.7%	17.5%
ROE(%)	26.3%	8.6%	11.3%	13.7%
毛利率(%)	14.6%	13.6%	13.6%	13.6%
销售净利率(%)	2.3%	1.9%	2.2%	2.7%
资产负债率(%)	47.5%	51.5%	54.2%	55.2%
收入增长率(%)	29.3%	28.3%	22.2%	18.2%
净利润增长率(%)	56.5%	5.4%	47.4%	41.0%
P/E	44.6	42.2	28.6	20.3
P/B	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	46	76	52	37

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn