

2020年11月17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

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

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	576,888	748,932	913,384	1,097,310
同比(%)	24.9%	29.8%	22.0%	20.1%
归母净利润(百万元)	10,750	17,714	26,499	36,246
同比(%)	210.7%	64.8%	49.6%	36.8%
每股收益(元/股)	3.7	5.7	8.5	11.6
P/E(倍)	79.0	51.3	34.3	25.1

投资要点

- 利润率改善明显，业绩持续超预期：**京东集团发布2020年第三季度业绩，收入1742.1亿元，同比增长29.2%；实现Non-GAAP归母净利润55.6亿元，同比增长80.1%。本季度公司收入、利润均超市场预期。本季度公司经调整归母净利率达到3.2%的历史新高，主要归功于零售业务经营杠杆逐步显现，零售业务经营利润率3.9%，同比增长0.6pct，以及新业务中第三方物流服务亏损缩减，导致经营亏损率收窄至-6.3%。其中，9月份京东物流收入接近50%来自第三方商户，物流规模效应显现，带动本季度履约毛利率同比提升0.3pct，达到8.7%。
- 品类扩充成效显著，日用消费品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933.3亿元，同比增长23.2%，仍然保持高于大盘的增长速度；日用百货商品销售收入为580.7亿元，同比增长34.8%，承接上个季度，依然主要由超市和医疗保健品类增长带动。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，其中Q3超市品类订单量同比增长48%。公司品类增长的同时依然维持着较高的运营效率，库存周转天数降至34.3天(TTM)。产品组合的变化带动公司毛利率环比提升1.2pct，达到15.4%。
- 下沉战略推动活跃用户高速增长，获客成本持续降低：**本季度京东活跃用户数达4.42亿，同比增长32.1%，连续5个季度加速增长，本期新增活跃用户2420万，连续4个季度维持在2000万以上新增，本季度新增用户中约八成来自低线城市。截止今年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。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司出色的效率提升和盈利改善，以及用户获取策略上取得的显著成果，我们上调对公司2020-2022年的业绩预测，分别为7489.3/9133.9/10973.1亿元，同比增长29.8%/22.0%/20.1%，非公认会计准则下的归母净利润分别为177.1/265.0/362.5亿元，同比增长64.8%/49.6%/36.8%，对应PE分别为51.3/34.3/25.1倍(港币:人民币=1:0.85)，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**商品品质风险，供应链拓展风险，宏观经济波动

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	341.80
一年最低/最高价	226.00/368.20
市净率(倍)	6.03
港股流通市值(百万港元)	1069763.53

基础数据

每股净资产(元)	48.10
资产负债率(%)	53.23
总股本(百万股)	3129.79
流通股本(百万股)	3129.79

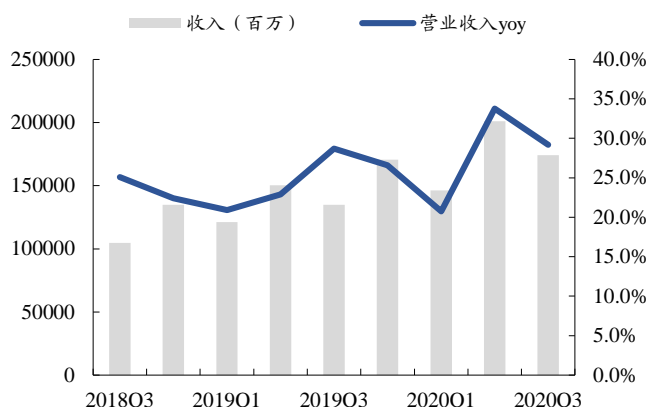
相关研究

- 《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
- 《京东集团-SW (09618): 流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势》2020-07-07

1. 业绩超预期，利润率持续改善

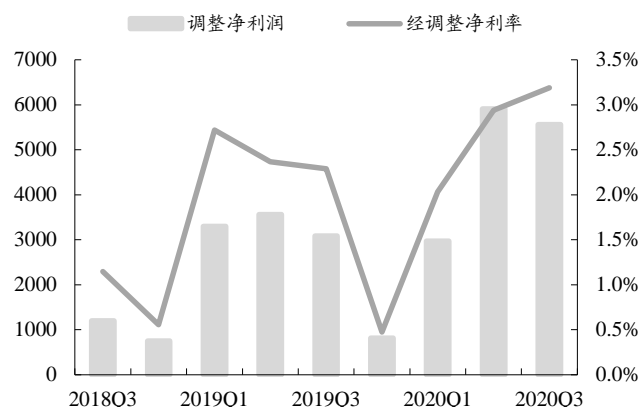
京东集团发布 2020 年第三季度业绩，收入 1742.1 亿元，同比增长 29.2%；实现 Non-GAAP 归母净利润 55.6 亿元，同比增长 80.1%。本季度公司收入、利润均超市场预期。

图 1: 公司收入情况



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

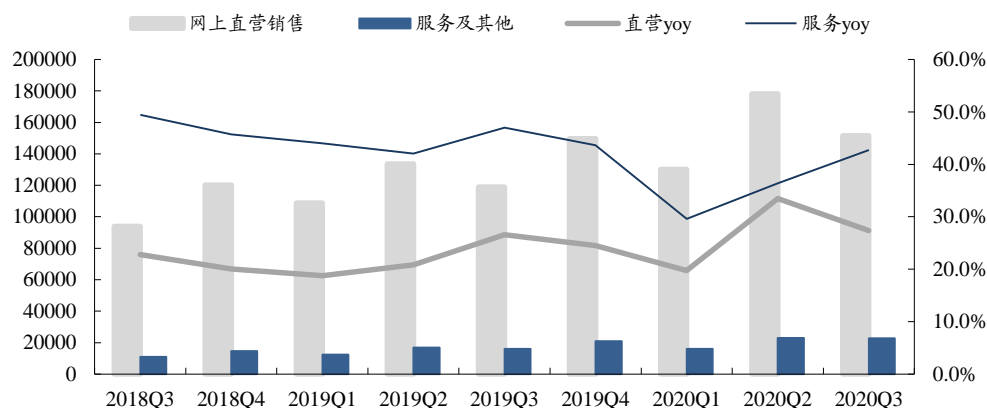
本季度公司经调整归母净利率达到 3.2% 的历史新高，主要归功于零售业务经营杠杆逐步显现，零售业务经营利润率 3.9%，同比增长 0.6pct，以及新业务中第三方物流服务亏损缩减，导致经营亏损率收窄至 -6.3%。其中，9 月份京东物流收入接近 50% 来自第三方商户，物流规模效应显现，带动本季度履约毛利率同比提升 0.3pct，达到 8.7%。

公司品类扩展进展顺利，消费者的消费特性正从低频高客单产品向高频低客单扩展，所以产品销售的毛利率在改善，部分得益于政府消费券的发放等政策刺激（在 Q3 的规模以远小于上半年）。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。第二是规模效应，导致公司在履约费率上面，呈持续下降的态势。第三是公司在推进全渠道，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。

2. 商品零售业务品类扩展顺利，第三方业务增速触底回升

本季度，公司实现营业收入 1742.1 亿，同比增长 29.2%，商品销售收入 1514 亿元，同比增长 27.4%，服务及其他收入 228.2 亿元，同比增长 42.7%。

图 3: 分业务收入及增速 (百万元)

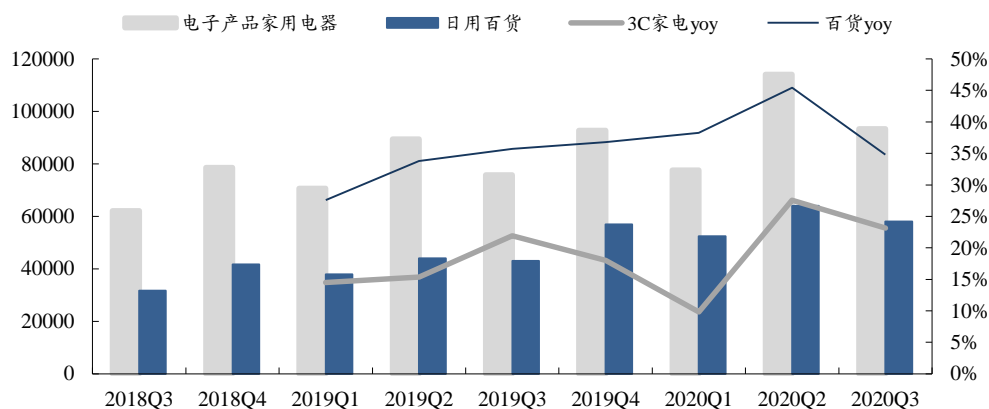


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

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 933.3 亿元，同比增长 23.2%，仍然保持高于大盘的增长速度；日用百货商品销售收入为 580.7 亿元，同比增长 34.8%，承接上个季度，依然主要由超市和医疗保健品类增长带动。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，其中 Q3 超市品类订单量同比增长 48%。公司品类增长的同时依然维持着较高的运营效率，库存周转天数降至 34.3 天 (TTM)。

图 4: 商品销售收入构成及增速 (百万元)



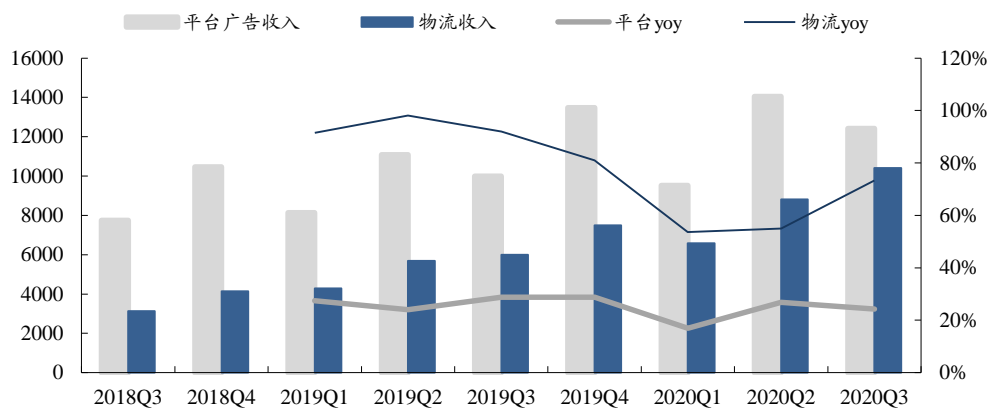
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.2. 佣金率较低的品类增速较快导致收入增长水平不及自营业务

服务及其他收入中，平台及广告服务收入 124.1 亿元，同比增长 24.3%；物流及其他服务收入 104 亿元，同比增长 73.3%。其中，9 月份京东物流收入接近 50%来自第三方商户。

公司广告收入持续保持稳健增长。对于第三方业务而言，虽然 GMV 增长良好，但佣金率较低的品类增速较快导致收入增长水平不及自营业务。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，未来公司会在线上和线上，站内和站外打造一个广告平台。

图 5: 服务及其他收入构成及增速 (百万元)

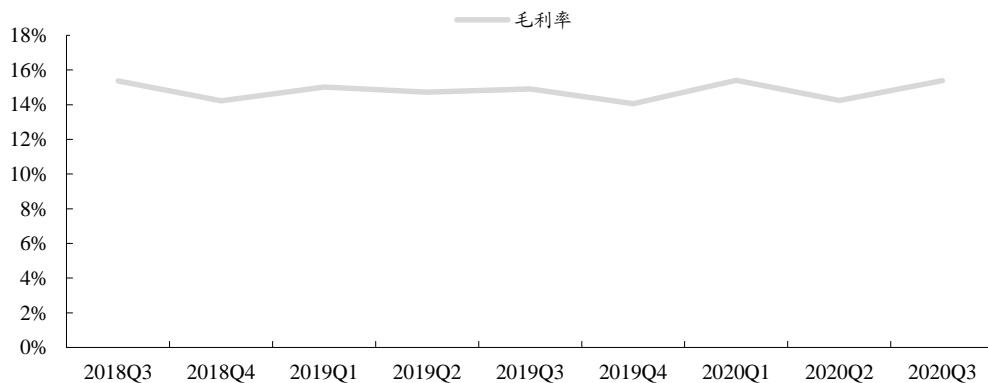


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 规模效应显现，毛利率同比提升，费用率持续改善，成利润率改善核心动力

本季度公司营业成本为 1474.2 亿，同比增长 28.5%，略慢于收入增长，公司毛利率同比上升 0.5pct，环比上升 1.2pct，至 15.4%。自营业务规模效应持续显现及平台广告收入快速增长共同促进毛利率改善。

图 6: 公司毛利及毛利率情况

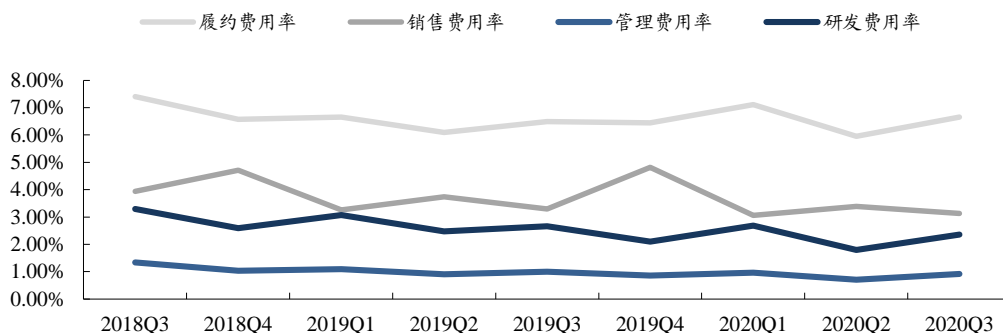


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

公司费用结构中,占比最大的部分依然是履约费用。本季度履约费用同比增长 32.4%,至 115.9 亿元,履约费用率至 6.7%,同比提升 0.2pct。

此外,本季度管理费用率为 0.9%,研发费用率为 2.36%,均有小幅下滑。

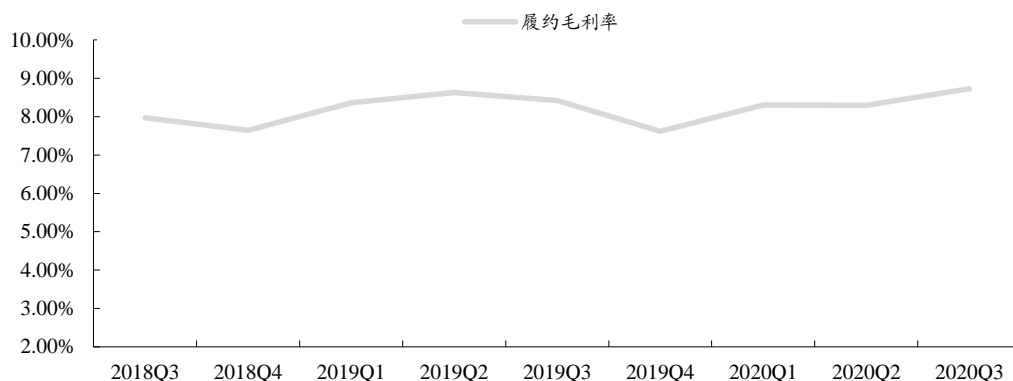
图 7: 公司费用率详细构成



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 8.7%, 19Q3 为 8.4%。履约毛利率改善主要归功于随着 GMV 体量增大, 自营物流的规模效应开始突显。

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

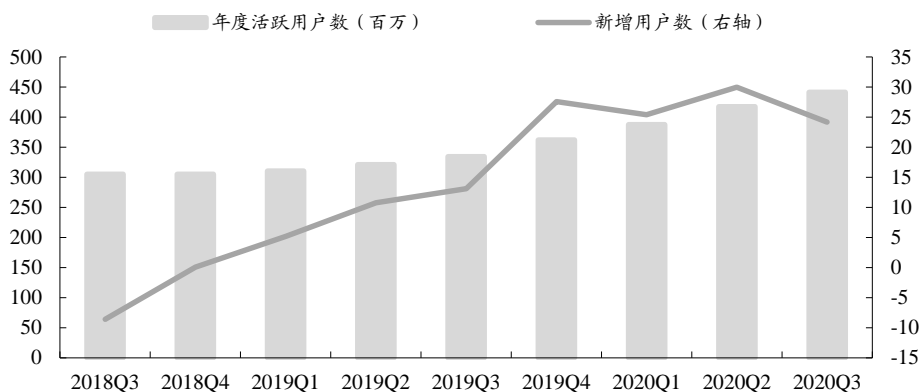
本季度京东活跃用户数达 4.42 亿, 同比增长 32.1%, 连续 5 个季度加速增长, 本期新增活跃用户 2420 万, 连续 4 个季度维持在 2000 万以上新增, 本季度新增用户中约八成来自低线城市。

截止今年 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。

本季度销售费用为 54.6 亿，同比增长 22.8%，单用户营销成本为 12 元，同比下降 7%。

图 9：活跃用户数及净增加人数（单位：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

基于公司出色的效率提升和盈利改善，以及用户获取策略上取得的显著成果，我们上调对公司 2020-2022 年的业绩预测，分别为 7489.3/9133.9/10973.1 亿元，同比增长 29.8%/22.0%/20.1%，非公认会计准则下的归母净利润分别为 177.1/265.0/362.5 亿元，同比增长 64.8%/49.6%/36.8%，对应 PE 分别为 51.3/34.3/25.1 倍（港币:人民币=1:0.85），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。

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>