

商贸零售

京东 2018Q4 财报解读

-营收增速持续放缓，主营业务盈利能力保持稳健

评级：买入（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039/18516129253

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

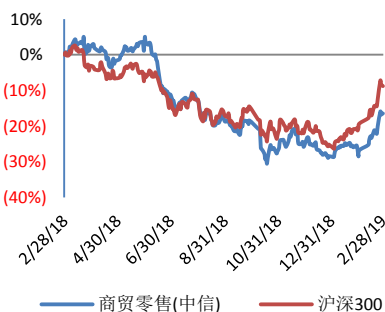
简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
苏宁易购	12.24	0.4	1.44	0.21	0.34	27.16	8.50	58.2	36.0	买入
新宝股份	10.63	0.5	0.62	0.79	1.01	24.50	17.1	13.4	10.5	买入
永辉超市	8.65	0.1	0.21	0.29	0.38	53.20	41.1	29.8	22.7	增持
家家悦	23.24	0.6	0.86	1.06	1.24	30.15	27.0	21.9	18.7	买入
南极电商	10.60	0.3	0.36	0.49	0.66	37.34	29.4	21.6	16.0	买入

投资要点

- 事件：京东 2 月 28 日发布新一季财报，2018Q4 实现营业收入 1,348.33 亿元，同比增长 22.4%，超过市场预估的 1,324.7 亿元。归属于普通股股东的 Non-GAAP 持续经营净利润为 7.50 亿元，同比增长 67%，已经实现连续十二个季度盈利。年活跃买家数达 3.05 亿人，与阿里之间的用户差距持续扩大。京东预计 2019Q1 实现营业收入 1,180-1,220 亿元，同比增长 18%-20%。**
- 营收增速持续放缓，用户增长几近停滞。**四季度年活跃买家增长几乎停滞，与阿里的用户基础差距进一步扩大；用户粘性方面，ARPU 创下 462 元/人的新高，显示京东在留存高净值用户方面仍具有较为明显的优势。2018 Q4 京东实现营业收入 1,348.33 亿元，同比增长 22.4%，营收增速持续放缓。服务收入为 146.01 亿元，同比增长 45.7%，一定程度上缓解了京东纯线上模式所遇到的增长瓶颈。拆分来看，2018 年家电 3C 产品的销售收入为 2,801 亿元，同比增速持续放缓至 19%，显示京东在苏宁、天猫等冲击下线上家电 3C 销售的经营优势明显减弱。2018 年平台佣金及广告收入达 335 亿元，同比增长 32%，增速显著放缓，主要受到年活跃买家增长停滞的影响；物流收入为 124 亿元，同比增长 143%，京东营收增长对物流业务的依赖性逐步增强。
- 服务性收入提升毛利率，费用率得到有效控制。**服务收入占比由去年同期 9.1% 提升至本期 10.8%，拉动京东全年毛利率小幅提升。从费用端来看，2018Q4 京东整体经营费用率为 14.9%，较去年同期增加 0.4%。相较于三季度 16.0% 的水平，四季度京东对费用进行了严格控制。2018Q4 京东履约费用率为 6.6%，较去年同期 7.2% 显著下滑，可能受到 2018 年京东主动放缓仓储面积投资和物流员工增长的影响。四季度营销费用率为 4.7%，较去年同期增加 0.4%，营销费用同比增长 34%，显著高于营收增速，显示京东在收入增速放缓的情况下加大了营销投入。技术及内容费用率为 2.6%，较去年同期增加 0.7%，主要原因是在物流科技、研发人才招聘等方面加大了投入，公司对加大技术投入提升经营效率的决心更加明确。四季度京东行政及管理费用率为 1%，较去年同期减少 0.1%，京东控制费用，提升管理效率的成效凸显。
- 主营业务盈利能力保持稳健，自由现金流有所减少。**京东商城的盈利保持稳健，2018 年京东商城经营利润率为 1.6%，创下历史新高。2018Q4 归属于普通股股东的 Non-GAAP 持续经营净利润达 7.50 亿元，同比增长 67%，已经连续十二个季度实现盈利，主营业务的盈利能力得到持续确认。从自由现金流来看，2018 年收购翠宫饭店等一次性事件一定程度上造成了自由现金流的恶化，如果将可用于出售的发展性项目价值从资本支出中剔除，自由现金流将仍然保持正向。由于 2018 年已经完成了大部分的技术基础设施建设，公司预计 2019 年的资本支出将减少，自由现金流有望明显改善。
- 我们认为，拼多多的崛起彻底改变了国内电商市场的竞争格局，线上搜索流量红利见顶，电商巨头纷纷加速对低线市场用户的争夺，而活跃用户增长陷入停滞恰恰显示出京东进行市场下沉的局限性。另一方面，京东传统的线上家电 3C 经营优势也面临着日益严峻的竞争，营收增长对物流业务的依赖也越来越强，给公司经营造成了一定压力。当前的京东需要找到新的增长点，比如深耕高净值用户、提升复购率和客单价，以及推动物流资产价值变现等，才能进一步巩固、扩大用户基础，推动收入持续增长。**

基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	919,262
行业流通市值(百万元)	358,512

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 阿里巴巴 FY2019Q3 财报解读——单季营收首破千亿，战略投资布局未来
- 2 亚马逊 2018Q4 财报解读——电商增速放缓，云计算稳健增长，看好印度市场发展

- 风险提示事件：（1）流量红利持续减退，电商平台用户流失，营收增速大幅放缓；（2）竞争格局发生大变化，追赶阿里后劲不足，被拼多多等新进入者实现赶超；（3）物流规模效益不明显，社会化程度不达预期；（4）京东数科转型不畅，资本投入持续加大等。

内容目录

运营及财务数据分析	- 4 -
营收增速持续放缓，用户增长几近停滞	- 4 -
服务性收入提升毛利率，费用率得到有效控制	- 5 -
主营业务盈利能力保持稳健，自由现金流有所减少	- 7 -
风险提示	- 9 -

图表目录

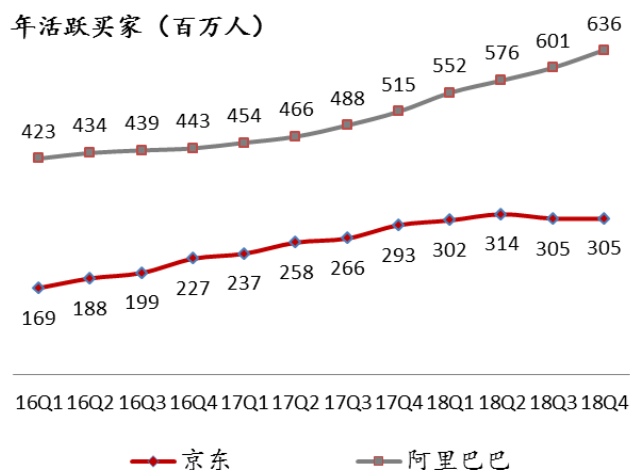
图表 1: 京东活跃买家数增长缓慢，与阿里的用户差距进一步扩大	- 4 -
图表 2: 京东 ARPU 值显著提升	- 4 -
图表 3: 京东营收同比增速逐步放缓至 22.4%	- 4 -
图表 4: 家电 3C 销售收入增速显著放缓	- 5 -
图表 5: 用户增长停滞带来广告收入增速放缓，对物流收入的依赖性上升	- 5 -
图表 6: 京东全年毛利率小幅提升，与苏宁差距拉大	- 5 -
图表 7: 京东四季度毛利率较去年同期显著提升	- 5 -
图表 8: 京东经营费用率同比增加 0.4%	- 6 -
图表 9: 京东履约费用率显著优化，技术及内容开支占比明显提升	- 7 -
图表 10: 稳步拓展仓储，苏宁与京东的差距逐步缩小	- 7 -
图表 11: 京东仓储效益显著回升	- 7 -
图表 12: 京东商城经营利润率创新高	- 8 -
图表 13: 京东四季度净亏损大幅增加	- 8 -
图表 14: 京东 Non-GAAP 归母持续经营净利润保持稳健，实现连续 12 个月盈利	- 8 -
图表 15: 自由现金流显著减少	- 8 -
图表 16: 员工增长放缓，低于收入增速	- 8 -

运营及财务数据分析

营收增速持续放缓，用户增长几近停滞

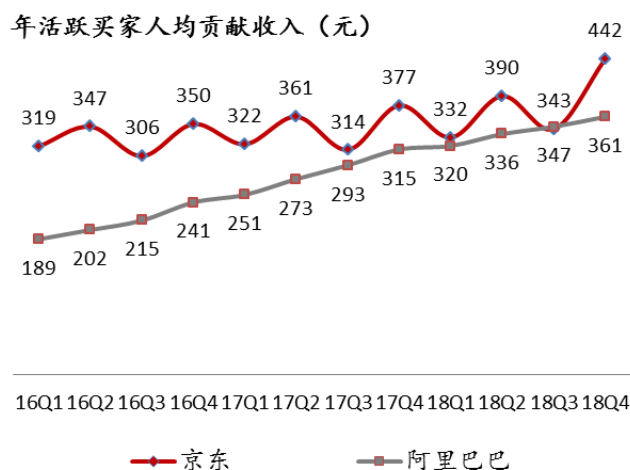
- **GMV:** 本季度京东 GMV 增速持续放缓, 维持在上市以来历史最低位 27.5% 的水平。同期苏宁全渠道 GMV 增速为 31.4%，京东仍具有明显体量优势，但苏宁有望进一步缩小与京东的差距。
- **用户:** 自 2018Q3 出现年活跃买家负增长后，京东四季度年活跃买家增长几乎停滞，相较于同期阿里用户增长创下 3,500 万人的新高，京东与阿里的用户基础差距进一步扩大，在整体消费放缓和电商竞争格局变化之际，京东在市场下沉方面收到的成效尚不明显，追赶阿里的动力明显不足。用户粘性方面，ARPU 创下 462 元/人的新高，较往期显著提升，也明显高于阿里同期的 361 元/人，显示京东在留存高净值用户方面仍具有较为明显的优势。

图表 1: 京东活跃买家数增长缓慢，与阿里的用户差距进一步扩大



来源：公司公告 中泰证券研究所

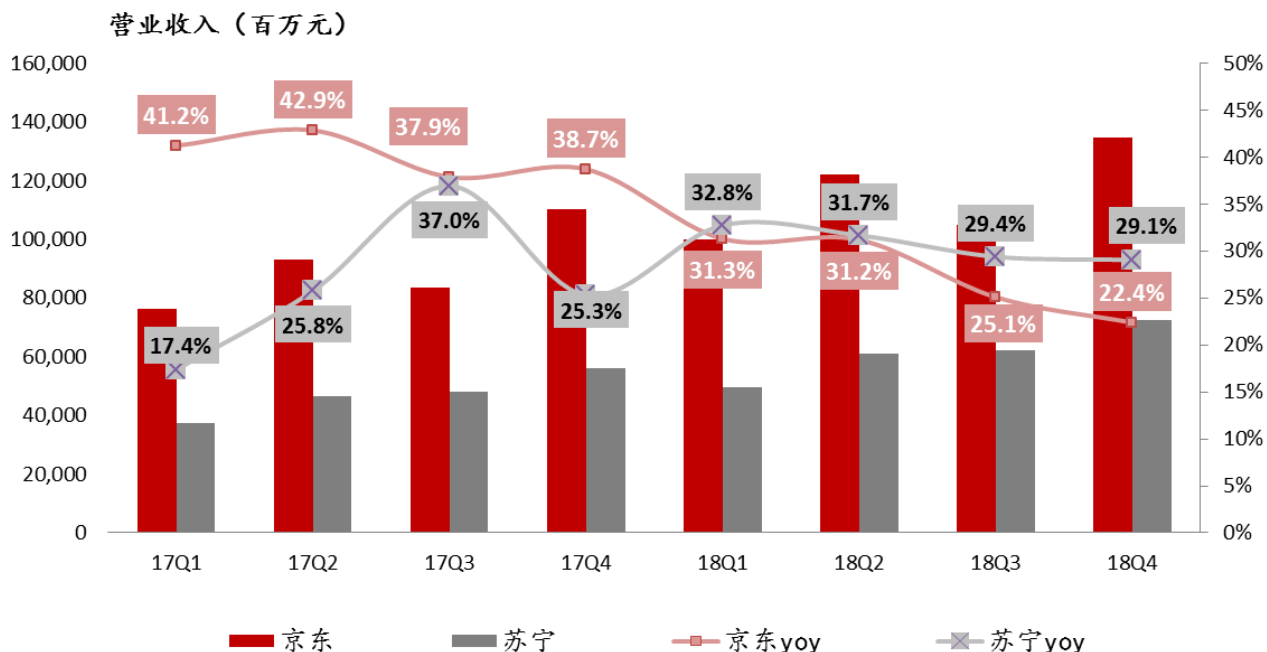
图表 2: 京东 ARPU 值显著提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

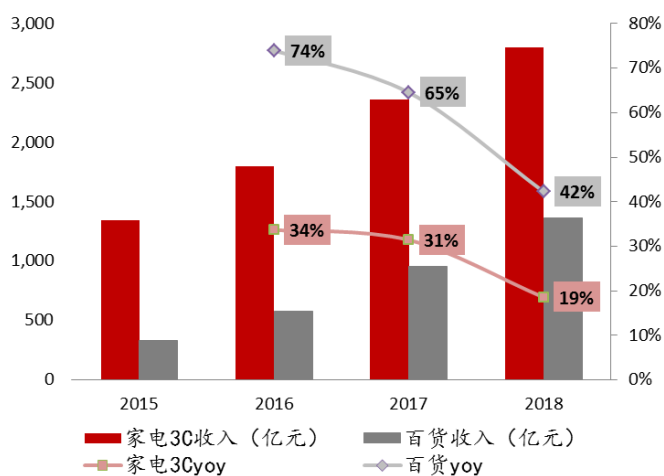
- **收入:** 2018Q4 京东实现营业收入 1,348.33 亿元，同比增长 22.4%，营收增速持续放缓，低于苏宁同期 29.1% 的营收增速。其中，商品销售收入为 1,202.32 亿元，同比增长 20.1%；服务收入为 146.01 亿元，同比增长 45.7%，占比由去年同期 9.1% 提升至本期 10.8%，服务收入的稳健增长一定程度上缓解了京东纯线上模式所遇到的增长瓶颈。拆分来看，2018 年家电 3C 产品的销售收入为 2,801 亿元，同比增速持续放缓至 19%，显示京东在苏宁、天猫等冲击下，线上家电 3C 销售的经营优势明显减弱。2018 年平台佣金及广告收入达 335 亿元，同比增长 32%，增速显著放缓，主要受到年活跃买家增长停滞的影响；物流收入为 124 亿元，同比增长 143%，京东物流收入放量增长的同时也显示出京东营收增长对物流业务的依赖性逐步增强。

图表 3: 京东营收同比增速逐步放缓至 22.4%



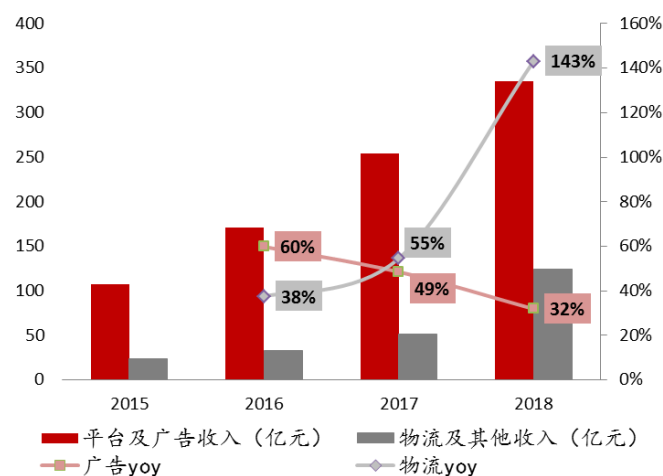
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 4：家电 3C 销售收入增速显著放缓



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：用户增长停滞带来广告收入增速放缓，对物流收入的依赖性上升



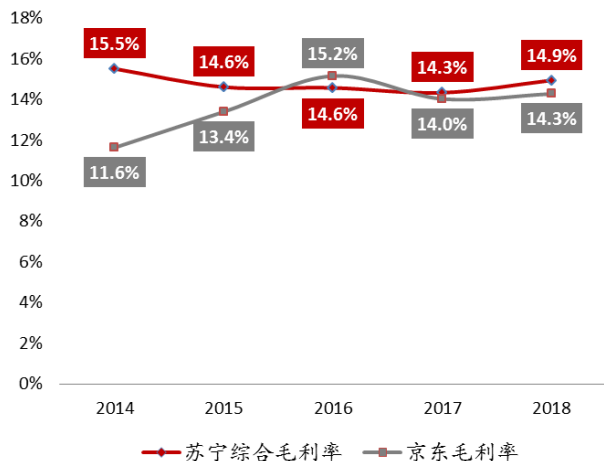
来源：公司公告 中泰证券研究所

服务性收入提升毛利率，费用率得到有效控制

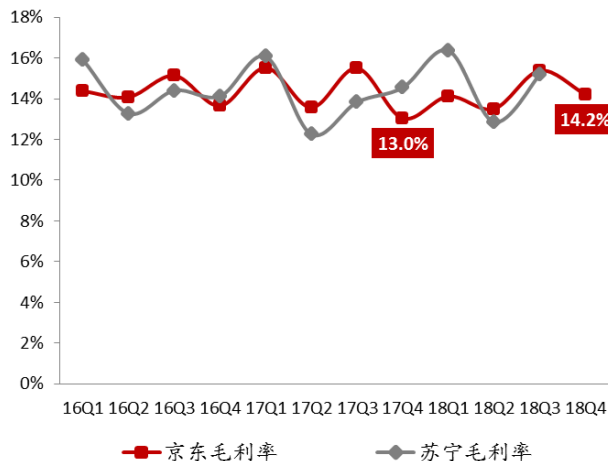
- **毛利率：**服务收入占比提升拉动京东全年毛利率小幅提升，2018 年京东综合毛利率达 14.3%，相较于苏宁 14.9% 的毛利率水平仍有一定差距。四季度毛利率较去年同期显著提升也是服务性收入占比创下新高的影响。

图表 6：京东全年毛利率小幅提升，与苏宁差距拉大

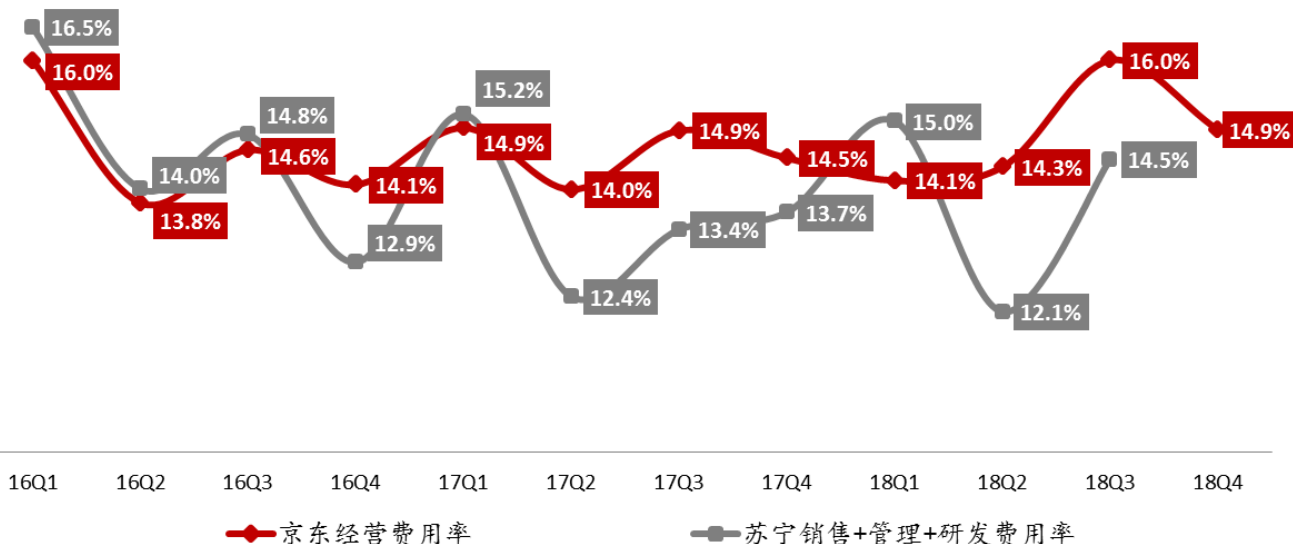
图表 7：京东四季度毛利率较去年同期显著提升



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 京东经营费用率同比增加 0.4%


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **费用端:** 2018Q4 京东整体经营费用率为 14.9%，较去年同期增加 0.4%。相较于三季度 16.0%的水平，四季度京东对费用进行了严格控制：

履约费用率: 2018Q4 京东履约费用率为 6.6%，较去年同期 7.2%显著下滑。截至 2018Q4，京东仓储面积达 1,200 万平方米，环比仅增长 10 万平方米，与苏宁同期扩展 151 万平方米的物流扩张战略不同，四季度京东主动放缓了仓储面积投资，由此带来仓储效益的显著回升。2018 全年京东仓储面积同比增长 20%，低于 27.5%的全年营收增速。同时，京东全职员工总数增长显著放缓，2018 年员工数量仅增长 13%，不足营业收入增长的一半，我们估计这可能是京东在严格控制费用的思路下，主动放缓了自营快递员增加的影响。

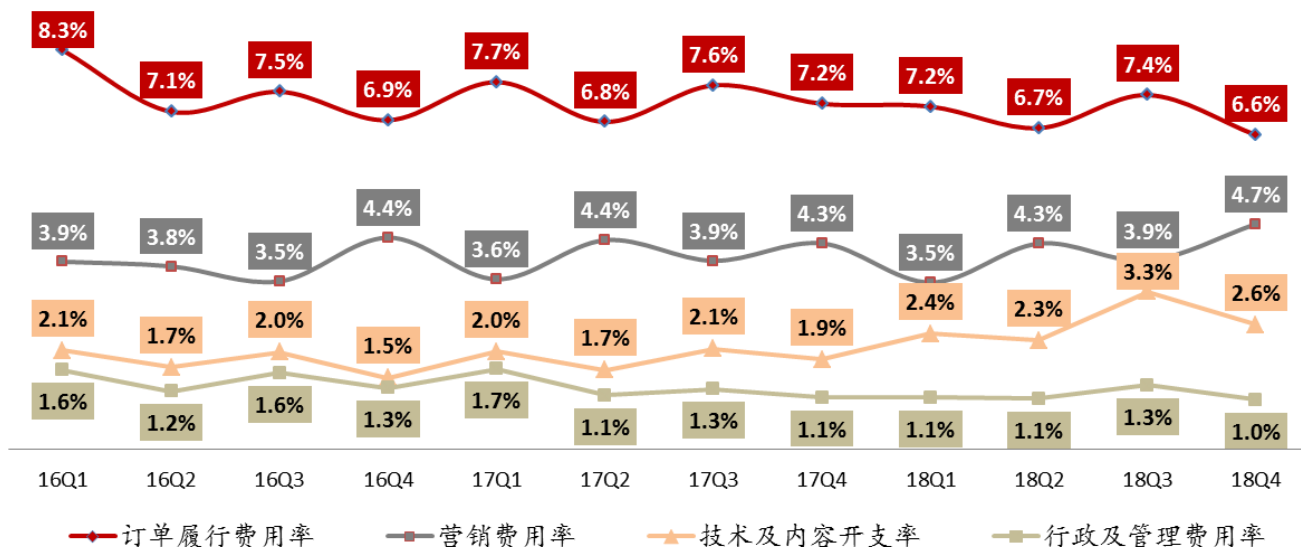
营销费用率: 2018Q4 京东营销费用率为 4.7%，较去年同期增加 0.4%，营销费用同比增长 34%，显著高于营收增速，显示京东在收入增速放缓

的情况下加大了营销投入。

技术及内容费用率：2018Q4 京东技术及内容费用率为 2.6%，较去年同期增加 0.7%，主要原因是在物流科技、研发人才招聘等方面加大了投入，公司对加大技术投入提升经营效率的决心更加明确。

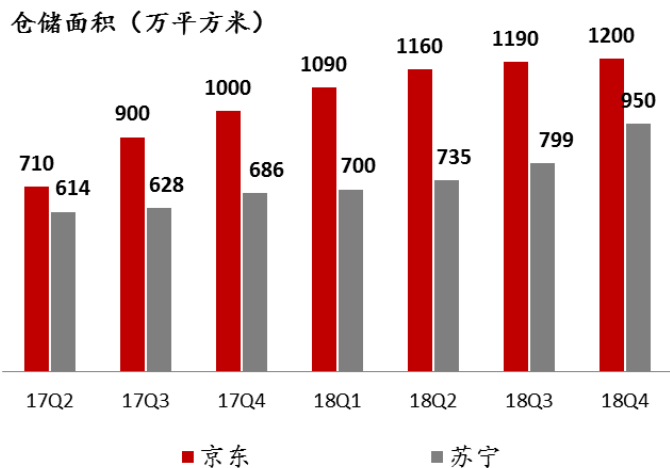
行政及管理费用率：2018Q4 京东行政及管理费用率为 1.0%，较去年同期减少 0.1%，京东控制费用，提升管理效率的成效凸显。

图表 9：京东履约费用率显著优化，技术及内容开支占比明显提升



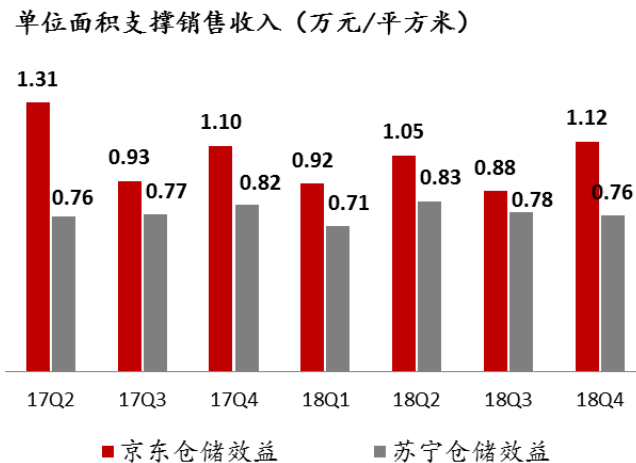
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 10：稳步拓展仓储，苏宁与京东的差距逐步缩小



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 11：京东仓储效益显著回升

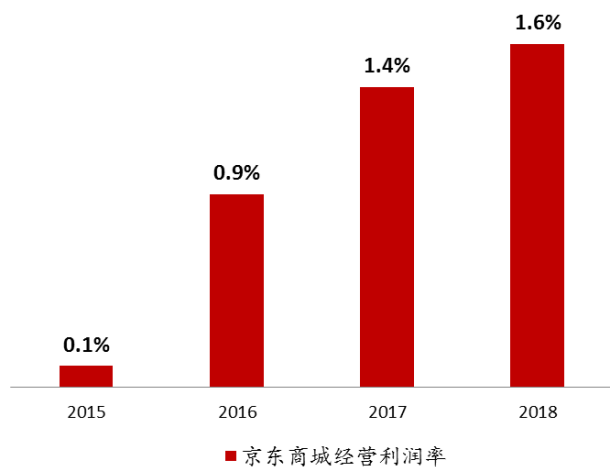


来源：公司公告 中泰证券研究所

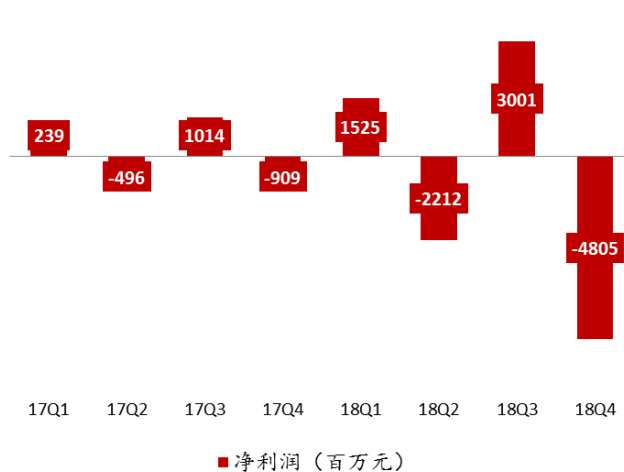
主营业务盈利能力保持稳健，自由现金流有所减少

- 从京东披露的数据来看，京东商城的盈利保持稳健，2018 年京东商城经营利润率为 1.6%，创下历史新高。2018Q4 归属于普通股股东的

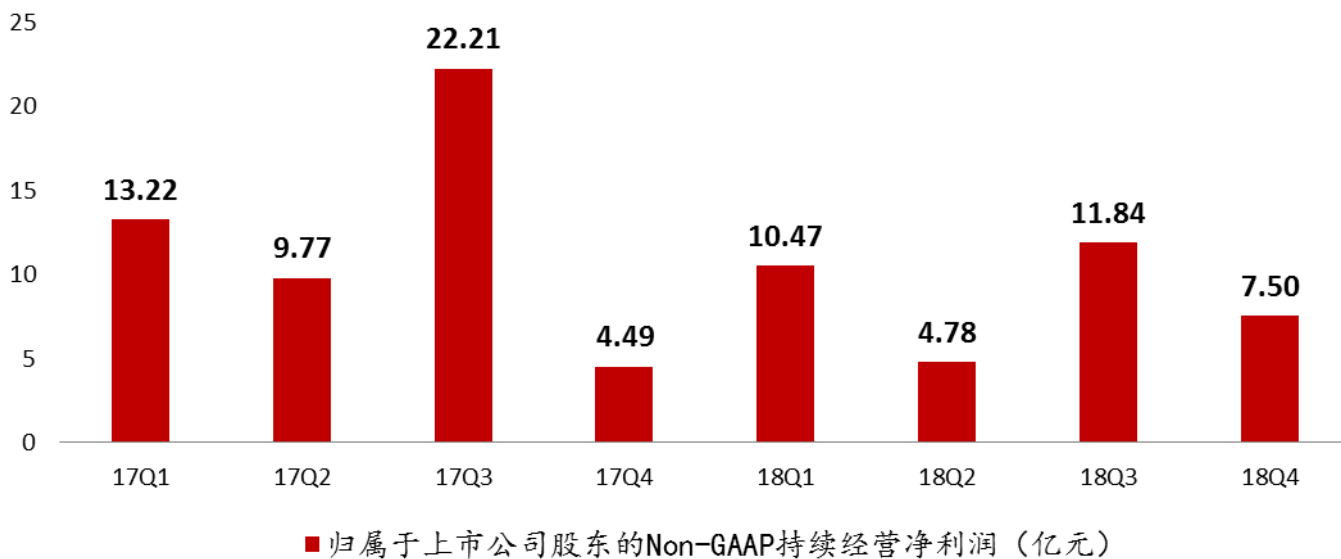
Non-GAAP 持续经营净利润达 7.50 亿元，同比增长 67%，已经连续十二个季度实现盈利，主营业务的盈利能力得到持续确认。在净利润端来看，2018Q4 实现净利润-48.05 亿元，净亏损大幅增加。

图表 12: 京东商城经营利润率创新高


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 13: 京东四季度净亏损大幅增加


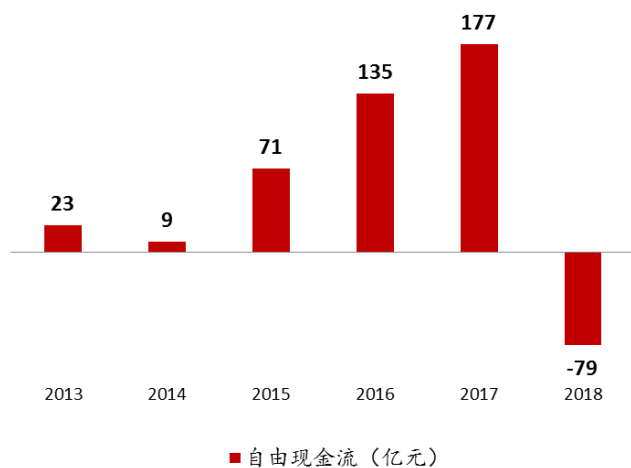
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 14: 京东 Non-GAAP 归母持续经营净利润保持稳健，实现连续 12 个月盈利


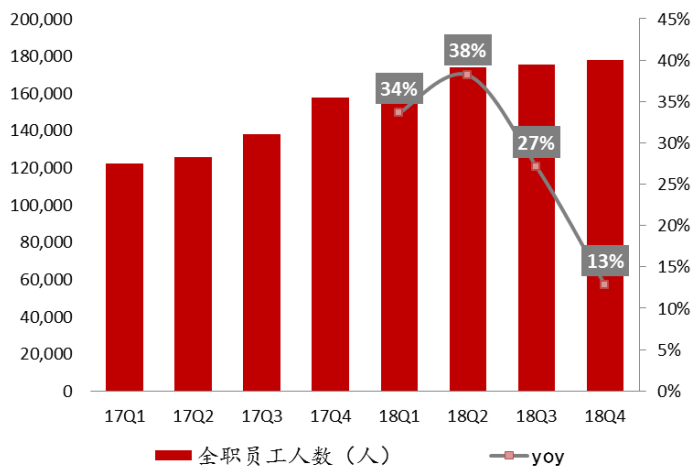
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 从自由现金流来看，2018 年收购翠宫饭店等一次性事件一定程度上造成了自由现金流的恶化，如果将可用于出售的发展性项目价值从资本支出中剔除，自由现金流将仍然保持正向。由于 2018 年已经完成了大部分的技术基础设施建设，公司预计 2019 年的资本支出将减少，自由现金流有望明显改善。

图表 15: 自由现金流显著减少
图表 16: 员工增长放缓，低于收入增速



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 流量红利持续减退，电商平台用户流失，营收增速大幅放缓；
- (2) 竞争格局发生大变化，追赶阿里后劲不足，被拼多多等新进入者实现赶超；
- (3) 物流规模效益不明显，社会化程度不达预期；
- (4) 京东数科转型不畅，资本投入持续加大等。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。