

商业贸易行业跟踪周报 2021 年第 10 期

京东发布 2020 全年业绩，年活跃用户+30% 增持（维持）

2021 年 03 月 14 日

行业观点：

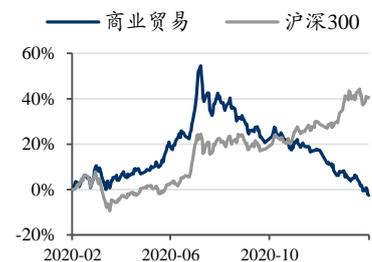
- **京东集团发布 2020Q4 及全年业绩，下沉发力活跃用户重回高增轨迹：** 2020 年全年，公司实现收入 7458 亿元，同比+29%；Non-GAAP 归母净利润 168 亿元，同比+57%。2020 年度活跃用户数为 4.72 亿，同比+30%，疫情年活跃用户重回高速增长的轨迹，奠定后续发展。Q4 公司实现收入 2243 亿元，同比+31%；Non-GAAP 归母净利润 23.9 亿元，同比+194%。
 - **核心零售业务稳健增长，盈利能力持续改善；新业务保持高增：** ①2020 年全年京东零售营收 7029 亿元，同比增长 27%；经营利润为 195 亿元，同比增长 41%，经营利润率 2.77%/+0.28pct。②2020 年全年新业务（主要包括金融、O2O、保险、技术服务、海外商务）营收 428 亿元，同比增长 79%，占集团总收入的 6%；经营利润-25 亿元，同比增长-144%，经营利润率为-5.84%/-1.57pct。
 - **1P：日用百货保持强劲增长，占自营之比创新高；基石自营 3C 数码稳定增长。** 2020 年全年公司商品收入 6519 亿元，同比+28%。其中，电子产品及家用电器收入为 4009 亿元，同比+22.0%；日用百货收入为 2510 亿元，同比+37.9%；日用百货收入占商品收入的比例继续提升至 38.5%，近年来京东自营从传统优势品类 3C 数码向高频低单价的日用百货品开拓，有效提升平台的人均收入（ARPU）以及核心用户的粘性。
 - **物流及其他服务强劲增长；第三方平台占比大体保持稳定：** 2020 年公司服务收入为 939 亿元，同比+42%。其中，平台及广告服务实现收入 535 亿元，同比+25%；物流及其他服务 404 亿元，同比+72%，部分归功于京东物流第三方收入的快速增长。我们估计 2020 年全年京东平台来自第三方商家的 GMV 占比约为 42.5%，近 3 年来这一比例稳定在 43%左右。
- 投资建议：**
- **活跃用户增速提升利好集团后续成长，近期京东物流递交 IPO，建议保持关注。** 京东 2018-2019 年的年度活跃用户数增速分别为 4.1%、8.3%，期间 ARPU 成为主要增长驱动。2020 疫情年，公司用户增速重回 30%，其中超过 8 成的新增用户来自下沉市场，这些新用户的消费增长有望提升未来京东集团的增长空间。我们认为自有物流体系的体验、效率优势是京东平台的一大核心竞争力，若京东物流上市成功，或有利于京东进一步夯实核心壁垒，建议保持关注。
 - **建议关注：** 京东集团，贝泰妮、上海家化、华熙生物等。
 - **风险提示：** 下沉不及预期，行业竞争加剧，产品质量问题，疫情及宏观经济波动风险等

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

行业走势



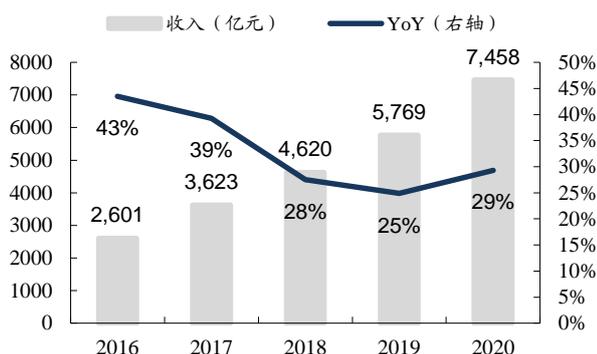
相关研究

- 1、《中国品牌化崛起系列深度（一）：万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》2021-02-04
- 2、《商业贸易行业周报（2021 年第 5 期）：百花齐放的跨境电商—VeSync 巡礼》2021-01-31
- 3、《教育行业周报（2021 年第 5 期）：华立学院本周开始进入转设过渡期，高教独立学院转设持续推进中》2021-01-31

1. 本周行业点评

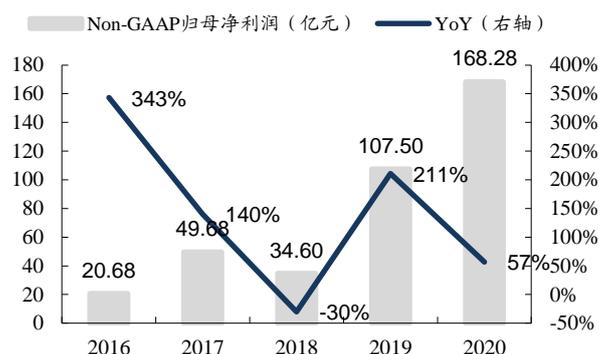
京东集团 (JD.O,9618.HK) 于 3 月 11 日发布 2020 年第四季度及全年业绩公告。2020 年全年, 公司实现收入为人民币 7458 亿元 (以下货币单位均为人民币), 同比+29%; Non-GAAP 归母净利润人民币 168 亿元, 同比+57%。Q4 单季实现收入 2243 亿元, 同比+31%; Non-GAAP 归母净利润 23.86 亿元, 同比+194%。

图 1: 京东营收规模及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

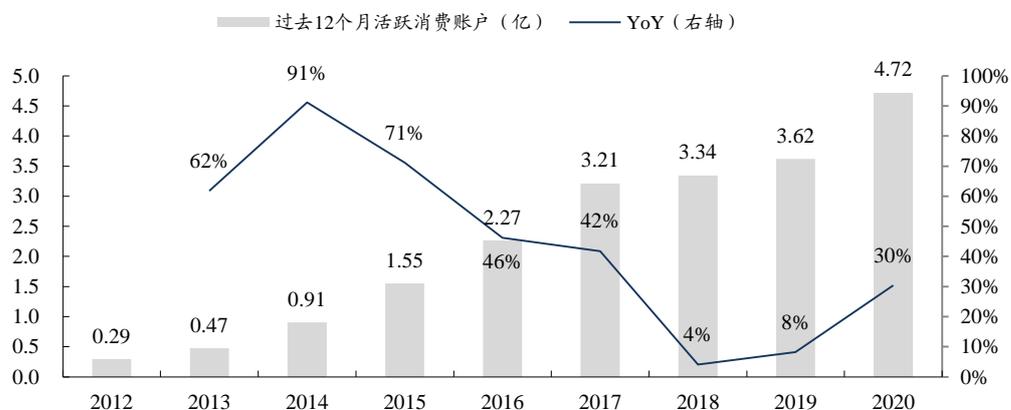
图 2: 京东归母净利润规模及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

疫情年京东活跃用户增长重启, 进一步提升未来成长空间。疫情期间京东自有物流履约体系的体验优势得到凸显, 这为京东带来了大量的新用户。过去两年间 (2018-19), 京东的年度活跃用户仅保持个位数增长, 而 2020 年用户增速提升至 30%, 年度活跃用户数增至 4.72 亿人; 超 80% 的新增活跃用户来自于下沉市场。新增用户的消费提升有望进一步打开京东的未来成长空间, 2015 年进入京东的用户平均 ARPU 至 2020 年已翻 5 倍。

图 3: 京东过去 12 个月的活跃消费账户规模及增速



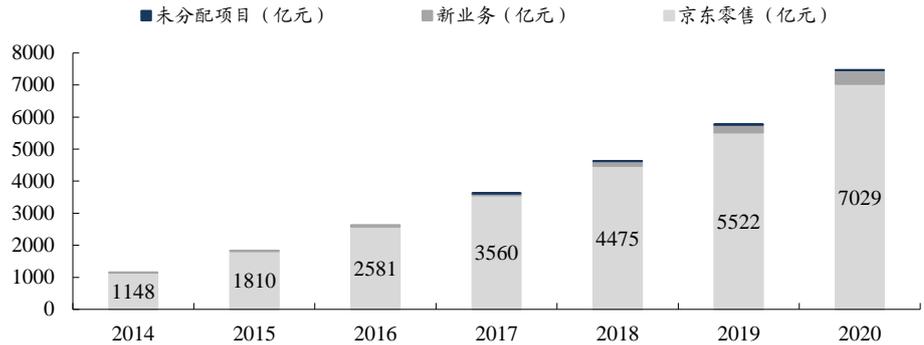
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020 年公司实现毛利率 14.6%, 同比持平; 履约费用率 6.5%, 同比+0.12pct; 前二

者相减，得到的 2020 年履约毛利率为 8.10%，同比-0.13pct。销售费用率 3.6%，同比-0.21pct；行政费用率 0.86%，同比-0.09pct；研发费用率 1.96%，同比-0.15pct。

分业务来看：①2020 全年京东零售营收 7029 亿元，同比增长 27%；经营利润为 195 亿元，同比增长 41%，经营利润率 2.77%/+0.28pct。②2020 全年新业务（主要包括金融、O2O、保险、技术服务、海外商务）营收 428 亿元，同比增长 79%，占集团总收入的 6%；经营利润-25 亿元，同比增长-144%，经营利润率为-5.84%/-1.57pct。

图 4：京东分部拆分营业收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

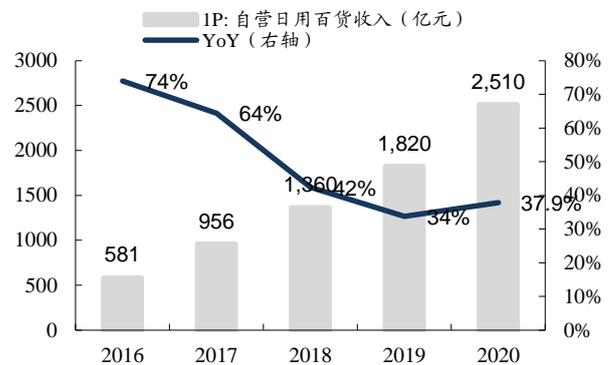
分产品来看：1P 部分日用百货保持强劲增长，占比创新高。2020 全年公司商品收入 6519 亿元，同比增长 28%。其中，电子产品及家用电器收入为 4009 亿元，同比+22.0%，该业务作为公司的基石，一直保持稳健增长；日用百货收入为 2510 亿元，同比+37.9%；日用百货收入占商品收入的比例继续提升至 38.5%，近年来京东自营从传统优势品类 3C 数码向高频低单价的日用百货品开拓，有效地提升了平台的人均收入（ARPU）以及核心用户的粘性。

图 5：公司基石——自营 3C 数码产品稳健增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：自营扩品类顺利推进，日用百货保持强劲增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

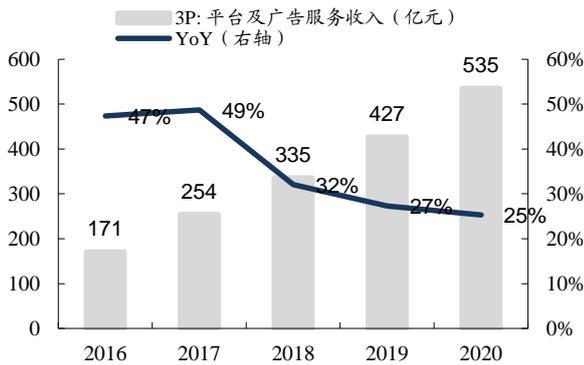
物流及其他服务强劲增长；第三方平台 GMV 占比基本保持稳定。

2020 年公司服务收入为 939 亿元，同比增长 42%。其中，平台及广告服务实现收入

535 亿元，同比+25%；物流及其他服务 404 亿元，同比+72%，部分归功于京东物流第三方收入的快速增长（据京东物流招股书，2018/2019/2020Q1-3 京东物流外部客户收入占比分别为 29.9%/ 38.4%/ 43.4%）。

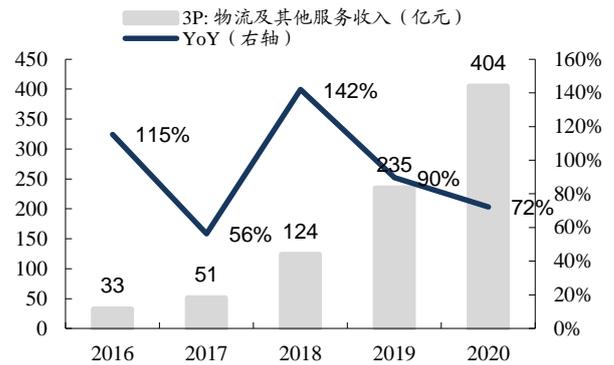
平台及广告服务增速（25%）基本与商品收入增速（28%）匹配，这意味着在自营履约率和第三方货币化率不发生较大改变的前提下，第三方平台的 GMV 占比基本上保持稳定。我们估计 2020 年全年京东平台来自第三方商家的 GMV 占比约为 42.5%，近 3 年来这一比例稳定在 43% 左右。

图 7: 第三方平台收入增收与自营收入增速基本匹配



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 物流及其他服务保持高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近期京东物流 IPO 有望进一步夯实集团的竞争力。 京东物流是国内最大的一体化供应链服务提供商。据京东物流招股书，截至 2020 年底，京东物流运营公司已运营 800 多个仓库和 1400 多个云仓，总管理面积达 2000 万平米（包括云仓）；拥有 24 万名运营员工，其中配送人员超 19 万名。在强大而高效的京东物流的帮助下，2020 年京东集团线上零售订单的 90% 可实现当日或次日送达。我们认为京东平台优秀的购物体验很大程度上归功于强大的京东物流，看好京东物流上市后进一步夯实京东集团的核心竞争力。

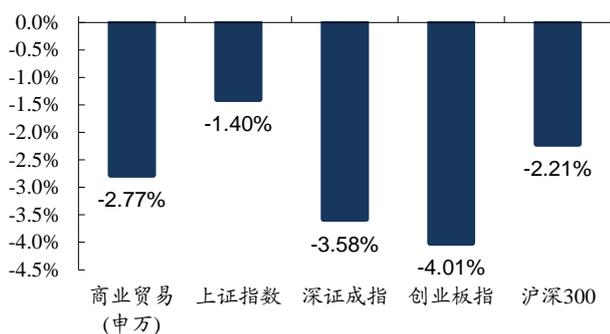
2. 本周行情回顾

本周（3 月 8 日至 12 日），申万商业贸易指数涨跌幅-2.77%，上证综指-1.40%，深证成指-3.58%，创业板指-4.01%，沪深 300 指数-2.21%。

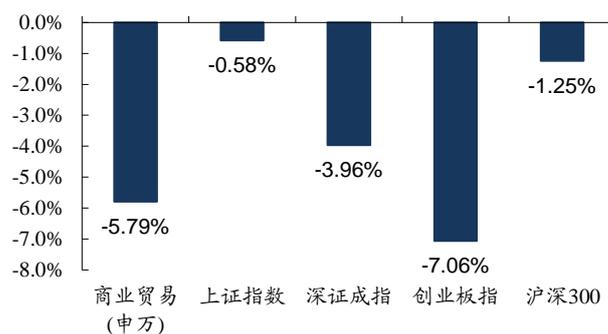
年初至今，申万商业贸易指数涨跌幅-5.79%，上证综指-0.58%，深证成指-3.96%，创业板指-7.06%，沪深 300 指数-1.25%。

图 9: 本周各指数涨跌幅

图 10: 年初至今各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 本周行业重点公告

【百大集团】(600865.SH) 3月9日发布关于陈夏鑫要约收购公司股份的清算公告。

公司此前于2021年1月28日发布要约收购,拟以7.46元/股收购2.1亿余股,其期限于2021年3月2日届满,最终有314个账户共计1324万股股份接受收购人陈夏鑫发出的要约。本次要约收购完成后,公司的股权分布仍符合上市条件,上市地位不受影响。

【步步高】(002251.SZ) 3月10日发布关于首次回购公司股份的公告。

2021年3月10日,公司首次以集中竞价方式回购公司股份65.77万股,占总股本0.076%,成交价7.75元至7.97元。此前公司计划使用自有资金总额1亿-2亿元人民币,以不超过12.19元/股的价格回购公司股份。

【国光连锁】(605188.SH) 3月10日发布2020年度业绩快报公告。

2020年公司实现营业总收入22.54亿元,同比下降10.80%;实现利润总额1.41亿元,同比下降9.12%;实现归属于上市公司股东的净利润1.06亿元,同比下降7.41%。

【华熙生物】(688363.SH) 3月10日发布关于向激励对象首次授予限制性股票的相关公告。

公司于3月10日首次以78元/股的授予价格向206名激励对象授予第二类限制性股票384万股,占目前公司总股本4.8亿股的0.80%。

【天虹股份】(002419.SZ) 3月11日发布2020年年度报告。

2020年营业收入118亿元(同比-39.15%),归母净利润2.53亿元(同比-70.51%)。由于2020年财政部调整了会计准则收入口径,若2019年数据按照新口径列示,则2020年营业收入同比+5.2%。

【华联股份】(000882.SZ) 3月11日发布关于股东部分股份解除质押及再质押的公告。

告。

华联集团所持 1.37 亿股份（占公司总股本的 5.01%）于 3 月 9 日解除质押，并再质押该部分股份用于自身生产经营。至此，华联集团所持质押股份共 4.86 亿股，占其所持股份的 69.98%，占公司总股本的 17.76%。

【永辉超市】(601933.SH)3 月 12 日发布第四届董事会第二十七次会议决议公告。

会议审议通过决议：①设立北京永辉科技全资子公司，拟承接和运营科技类业务；②因公司业务发展需要，在包头市昆都仑区设立包头市永辉商业全资孙公司。

【国联股份】(603613.SH)3 月 12 日发布股东减持股份计划公告。

国联股份股东中小企业发展基金截至今日持有公司股份 325.642 股，占总股本 1.373%，中小企业基金自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价交易方式或自本公告披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式减持不超过所持全部股份。

4. 本周行业重点新闻

御家汇更名为“水羊股份”，品牌升级再出发

青眼 3 月 8 日讯，御家汇宣布正式更名为“水羊集团股份有限公司”（简称：水羊股份），英文名为“S' YOUNG”，并推出全新 LOGO。水羊股份负责人表示，将以自有品牌与代理品牌双业务驱动，争做中国美妆领头羊。2020 年公司业绩快报显示，公司全年营业总收入约为 37.17 亿元，同比+54.11%；归母净利润为 1.41 亿元，同比+417.58%。品牌升级外，公司近日还发布了股票激励计划。

美妆集团 USHOPAL 宣布完成近 1 亿美金 D 轮融资

化妆品观察 3 月 9 日讯，新奢美妆品牌集团 USHOPAL 宣布完成近 1 亿美金 D 轮融资。本轮融资由方源资本领投，凯辉创新基金、众源资本、恒旭资本与大众众松基金跟投。USHOPAL 成立于上海，主要引进和帮助国外美容品牌在中国运营，同时也投资或收购其中的某些品牌。

跨境电商“洋码头”完成数亿元 D+轮融资

36 氪 3 月 9 日讯，跨境电商“洋码头”完成数亿元 D+轮融资，投资方为盛世投资。洋码头的上一轮融资是在 2020 年 1 月，获得来自新浪微博的数亿元 D 轮融资。

阿里合并零售通与盒马集市部分业务，聚焦社区团购

亿邦动力 3 月 10 日讯，阿里近期合并了零售通的社区团购业务和盒马集市的业务，并成立 MMC 事业群，聚焦社区团购业务，正在筹备名为“零小哇优选”的项目。MMC 事业群负责人为阿里合伙人、阿里 B2B 事业群总裁戴珊，她表示公司对社区团购的投入

将不设上限。

抖音发布“女王节”电商报告

抖音电商 3 月 10 日讯，抖音发布报告，2 月 27 日至 3 月 8 日期间，抖音电商“女王节”总成交额 136.3 亿元，女性达人带货销售额占全部抖音达人销售额的 64%。报告显示，60 后女性爱保养和装扮，喜欢购买面霜、丝巾；70 后注重衣着舒适性，休闲鞋、打底裤成为她们的消费重点；80 后关注护肤和配饰，热衷消费面膜、耳环；90 后钟情于美食，尤其是麻辣烫底料、螺蛳粉等方便食品。

多家社区团购收到市场监管总局罚款

亿邦动力 3 月 11 日讯，市场监管总局在官网发布北京十荟科技有限公司不正当价格行为案行政处罚决定书。由于当事人通过“十荟团”在广州市销售商品时低价倾销、虚假信息诱导消费等行为，市场监管总局对其不正当价格行为合并罚款 150 万元。同样，“美团优选”在济南市也因类似原因被处罚，市场监管总局对深圳美团优选科技有限公司合并罚款 150 万元。此前，“橙心优选”在重庆市也因不正当竞争被市场监管总局合并罚款 150 万元。

美团到家事业群 2021 年将团好货列为业务重点

亿邦动力 3 月 11 日消息，美团到家事业群 2021 年将团好货列为业务重点之一。同时，美团到家事业群组织上也有所变动，2020 年底，闪购事业部被拆分为闪购、医药和团好货三个独立业务部，均直接向美团高级副总裁、到家事业群总裁王莆中汇报。目前团好货日单超 10 万单，闪购超 200 万单，美团优选约 2500 万件。

亚马逊计划新开 28 个生鲜零售店

新浪科技 3 月 12 日讯，亚马逊在继续扩大线上和线下的零售网络，在现有 11 家“亚马逊生鲜”零售店基础上，计划继续增加 28 个生鲜店。亚马逊过去开设 11 个生鲜店只用了 8 个月时间。

韩国电商巨头 Coupang 美股上市首日开涨 80%，募资 46 亿美元

亿邦动力 3 月 12 日讯，韩国电商巨头 Coupang(CPNG.N)上市首日开涨 80%，开盘价报 63.5 美元，IPO 价为 35 美元/股。募资金额 46 亿美元，为美国交易所今年最大规模的 IPO。目前市值超 1000 亿美元。软银旗下 SVF Investments UK Limited 持有该公司 33.1%的股权。

腾讯 4 亿元入股日本乐天

第一财经 3 月 12 日讯，腾讯今日发布公告称，将入股日本最大电商集团“乐天株式会社”。乐天将以第三方配售的方式，向腾讯、日本邮政及沃尔玛(WMT.US)配售近 2.12 亿股股份，包括近 1.4 亿股新股及近 7192 万股库存股，每股 1145 日元。其中，腾讯旗

下 Image Frame Investment 计划认购 5738 万股，以发行价计约合 4 亿元人民币。

完美日记母公司发布年报，2020 年营收大涨达 52.3 亿元

亿邦动力 3 月 12 日讯，“美股中国美妆第一股”完美日记母公司逸仙电商发布 IPO 后的首份财报，显示 2020 年公司全年总营收为 52.3 亿元，同比增长 72.6%。四季度逸仙电商 DTC 消费者规模达到约 1440 万人，同比增长 30.9%。

京东产发宣布获得 A 轮融资 7 亿元

亿邦动力 3 月 12 日讯，京东集团旗下基础设施物业管理子公司京东产发宣布，获得高瓴资本和华平投资的 A 轮联席领投，本轮融资交易总额为 7 亿美元。交易完成后，京东集团仍将是京东产发的控股股东，京东产发将进一步加强其基础设施物业管理能力，并将定位为高质量基础设施物业开发、运营及管理的企业。

5. 行业公司估值表

表 1: 公司估值表 (基于 2021 年 3 月 12 日收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE			投资 评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
电商&供应链品牌化										
9988.HK	阿里巴巴	40,564	226.00	7.10	7.00	8.50	27	27	22	买入
9618.HK	京东集团	8,972	343.40	5.40	6.70	9.60	53	43	30	买入
PDD.O	拼多多	12,855	161.06	-1.51	-0.90	1.10	-107	-179	146	买入
603613.SH	国联股份	305	128.49	1.32	1.27	2.20	97	101	58	买入
300866.SZ	安克创新	565	139.08	1.97	2.35	3.21	71	59	43	买入
002127.SZ	南极电商	224	9.11	0.49	0.63	0.78	19	14	12	买入
MNSO.N	名创优品	495	25.00	-0.26	0.61	1.06	-96	41	24	增持
超市										
601933.SH	永辉超市	659	6.93	0.16	0.25	0.32	43	28	22	未覆盖
603708.SH	家家悦	138	22.62	0.75	0.88	1.06	30	26	21	未覆盖
002697.SZ	红旗连锁	81	5.96	0.38	0.41	0.49	16	14	12	未覆盖
002251.SZ	步步高	68	7.86	0.20	0.26	0.35	39	30	22	未覆盖
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	349	173.30	1.96	2.37	2.98	88	73	58	增持
603983.SH	丸美股份	198	49.40	1.37	1.33	1.53	36	37	32	增持
600315.SH	上海家化	304	44.79	0.83	0.63	0.69	54	71	65	买入
688363.SH	华熙生物	706	147.05	1.34	1.41	1.91	110	104	77	买入
300896.SZ	爱美客	956	795.00	3.40	3.66	5.76	234	217	138	买入
300740.SZ	御家汇	111	26.95	0.07	0.34	0.54	385	79	50	未覆盖

300132.SZ	青松股份	109	21.14	0.96	1.09	1.28	22	19	17	买入
300792.SZ	壹网壹创	139	96.05	3.37	2.39	3.42	29	40	28	增持
605136.SH	丽人丽妆	114	28.54	0.79	0.82	0.99	36	35	29	未覆盖
服饰&其他专业连锁										
3998.HK	波司登	306	3.39	0.11	0.13	0.16	25	22	18	买入
2331.HK	李宁	926	44.50	0.62	0.65	0.85	60	57	44	未覆盖
2020.HK	安踏体育	2,792	123.50	1.99	1.94	2.84	52	53	36	未覆盖
600398.SH	海澜之家	304	7.03	0.72	0.47	0.70	10	15	10	未覆盖
002563.SZ	森马服饰	265	9.82	0.58	0.00	0.57	17	34	17	未覆盖
603587.SH	地素时尚	93	19.26	1.56	1.37	1.58	12	14	12	未覆盖
002867.SZ	周大生	233	31.85	1.37	1.37	1.79	23	23	18	买入
600612.SH	老凤祥	287	54.90	2.69	0.00	3.41	20	6	16	未覆盖
603214.SH	爱婴室	28	19.86	1.10	0.90	1.22	18	22	16	未覆盖

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测; 未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期;

注 2: 收盘价为原始货币, 市值为人民币, 港币: 人民币=0.84:1, 美元: 人民币=6.45:1;

注 3: 阿里巴巴、波司登财年 0331, 名创优品财年 0630, 表中 2019A 对应 FY2020A

注 4: 已发布 2020 业绩的公司 (京东集团、上海家化、爱美客) 表中 19A 对应 20A, 表中 20E 对应 21E。

6. 风险提示

行业竞争加剧, 产品质量问题, 宏观经济波动风险。

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>

