

京东 (JD.O)

证券研究报告

2021 年 03 月 16 日

20Q4 业绩点评：业绩和核心指标持续增长，架构优化调整推进协同发展

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

收入利润超一致预期，自营电商持续增长，服务收入快速提升。

京东 4Q20A 收入为 2243.3 亿元，同比增长 31.4%，环比增长 28.8%，高于财报披露前一致预期 2.2%；2020 年全年净收入为 7458.0 亿元。

分业务看，4Q20A 自营电商收入为 1922 亿元，同比增长 28.4%，环比增长 26.9%，占总体收入 85.7%；服务及其他收入为 321.3 亿元，同比增长 53.2%，环比增长 40.8%，占总体收入 14.3%，其中物流与其他服务收入为 146.5 亿元，同比增长 95.3%，环比增长 40.8%。

4Q20A 运营利润为 5.9 亿元，同比增长 12.4%，环比减少 186.4%；经调整后归属股东利润 (Non GAAP) 4Q20A 为 23.9 亿元，同比增长 194.3%，环比减少 57.1%，高于市场一致预期 19.9%；

毛利率略降，运营费用率同比控制得当，存货周转天数继续缩短。

公司 4Q20A 毛利率为 13.9%，同比降低 0.2pct，环比降低 1.5pct；运营费用率为 14.1%，同比降低 0.1pct，环比提升 1pct，其中履约费用率（采购、仓储、配送、客户服务及支付费用）为 6.6%，同比提升 0.1pct，环比降低 0.1pct；营销费用率为 4.6%，同比降低 0.2pct，环比提升 1.5pct；研发及内容费用率为 2%，同比降低 0.1pct，环比降低 0.3pct；管理费用率为 0.9%，同比降低 0pct，环比降低 0pct。

4Q20A 运营利润率为 0.3%，同比基本持平，环比降低 2.3pct；调整后归母净利润率为 1.1%，同比提升 0.6pct，环比降低 2.1pct。

4Q20A 京东存货周转天数 33.3 天，同比下降 2.5 天，运营效率提升。

核心活跃买家加速增长，下沉市场持续深耕。

运营数据方面，公司 20 年 GMV 达到 2.61 万亿元，同比增长 25.8%，核心活跃买家达到 4.719 亿，同比增长 30.4%，环比净增 3030 万，季度净增量提升。

架构方面，京东近期成立京喜事业群，整合电商平台京喜、便利店京喜通和社交团购京喜拼拼三个板块，继续深耕下沉市场。同时京喜和京东物流将协同发展。

京东物流方面，截至 2020 年 12 月 31 日，京东物流下属仓储 900 个，仓储面积约 2,100 万平方米；员工方面，截至 2020 年 12 月 31 日，京东体系上市公司及非上市公司员工数量约 36 万，一年新增员工约 10 万人。

投资建议：根据 3 月 16 日彭博一致预期京东 2021-2022 年经调整净利润分别为 213/304 亿元，分别同比增长 26.9%/42.5%，对应 21-22 年 PE 分别为 40.5x、28.4x；同时，公司子公司京东物流将分拆上市，建议关注 IPO 定价情况，维持“买入”评级。

风险提示：宏观及政策监管风险；行业竞争进一步加剧；资本支出重新回升；新业务拓展不达预期；疫情反复。

内容目录

1. 财务数据分析	3
2. 核心运营数据	8

图表目录

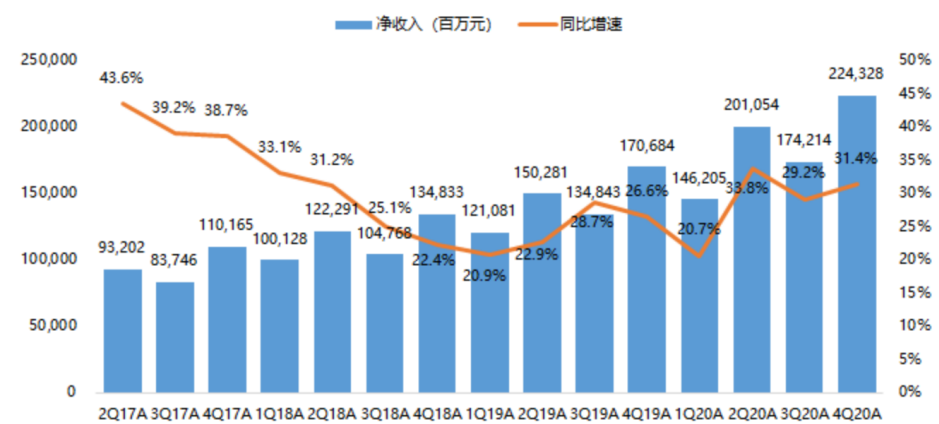
图 1: 京东单季度总体净收入 (2Q17A-4Q20A)	3
图 2: 京东单季度自营电商收入 (2Q17A-4Q20A)	3
图 3: 京东单季度服务及其他收入 (2Q17A-4Q20A)	4
图 4: 京东单季度毛利及毛利率 (2Q17A-4Q20A)	4
图 5: 京东履约费用及费用率 (2Q17A-4Q20A)	5
图 6: 京东营销费用及费用率 (2Q17A-4Q20A)	5
图 7: 京东研发费用及费用率 (2Q17A-4Q20A)	6
图 8: 京东管理费用及费用率 (2Q17A-4Q20A)	6
图 9: 京东单季度经调整后归属股东净利润 (2Q17A-4Q20A)	7
图 10: 京东实际业绩与一致预期 (4Q20A vs. 4Q20E)	7
图 11: 京东存货、应付账款、应收账款周转天数 (4Q20A vs. 4Q20E)	7
图 12: 京东 GMV (十亿元) 及同比增速 (2018A-2020A)	8
图 13: 京东活跃买家数量 (1Q16A-4Q20A)	9

1. 财务数据分析

京东 4Q20A 收入为 RMB2243.3 亿元，同比增长 31.4%，环比增长 28.8%；2020 年全年净收入为 7458.0 亿元。

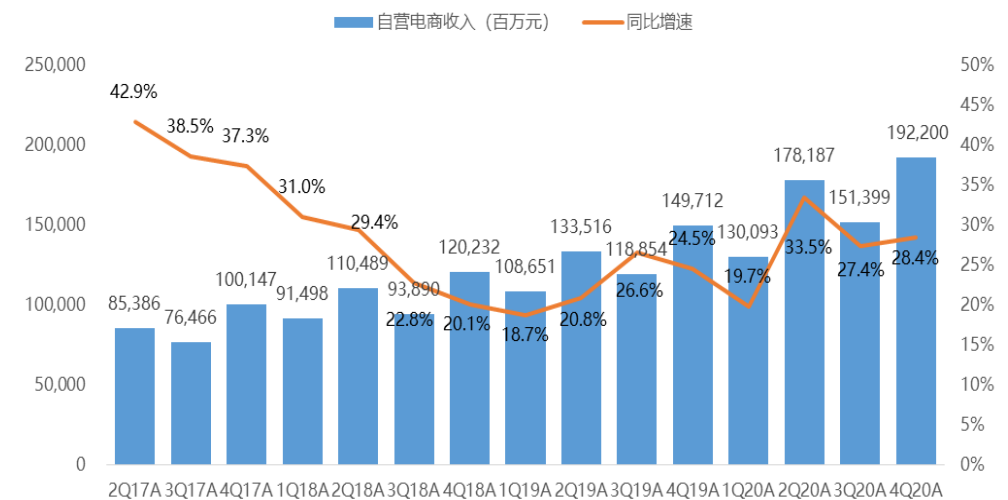
其中 4Q20A 自营电商收入为 RMB1922 亿元，同比增长 28.4%，环比增长 26.9%，占总体收入 85.7%；服务及其他收入为 RMB321.3 亿元，同比增长 53.2%，环比增长 40.8%，占总体收入 14.3%。

图 1：京东单季度总体净收入（2Q17A-4Q20A）



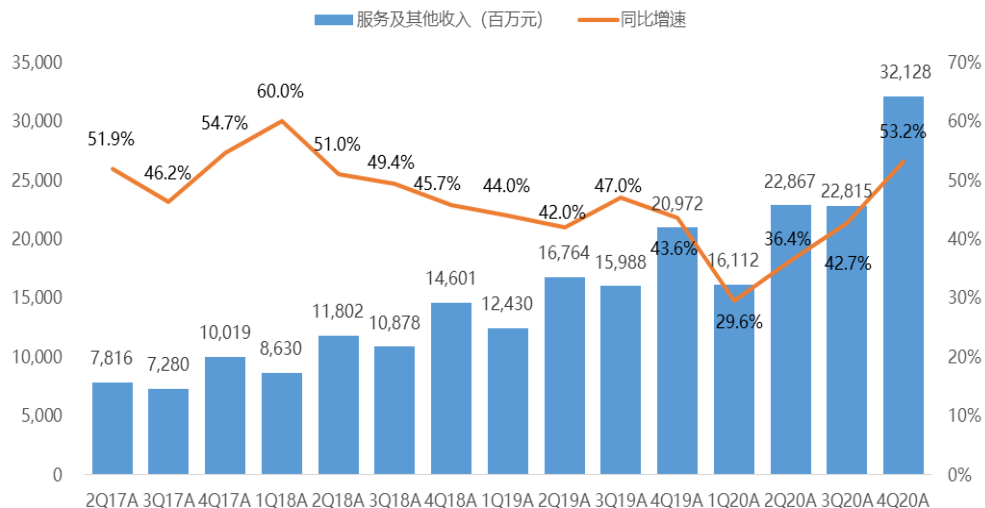
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：京东单季度自营电商收入（2Q17A-4Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

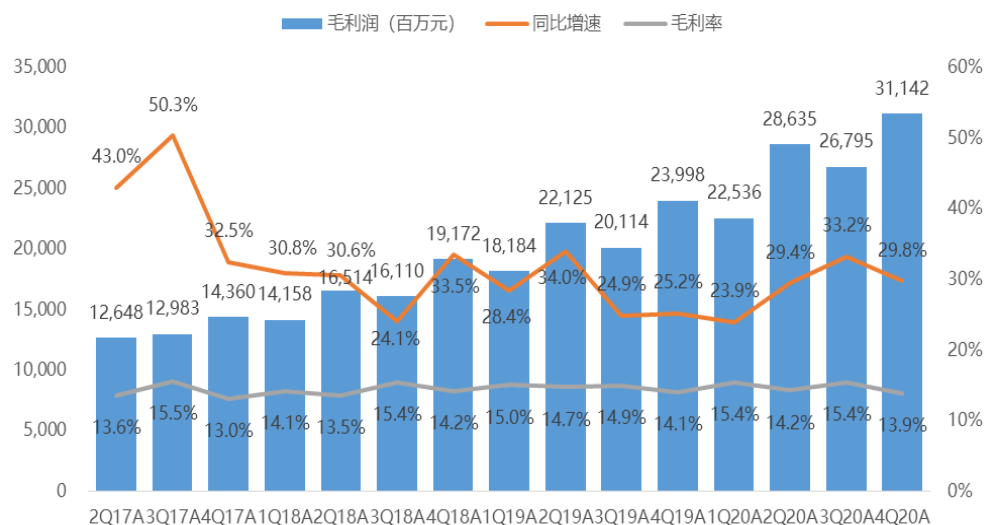
图 3：京东单季度服务及其他收入（2Q17A-4Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率为 13.9%，同比降低 0.2pct，环比降低 1.5pct；

图 4：京东单季度毛利及毛利率（2Q17A-4Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营费用率为 14.1%，同比降低 0.1pct，环比提升 1pct；

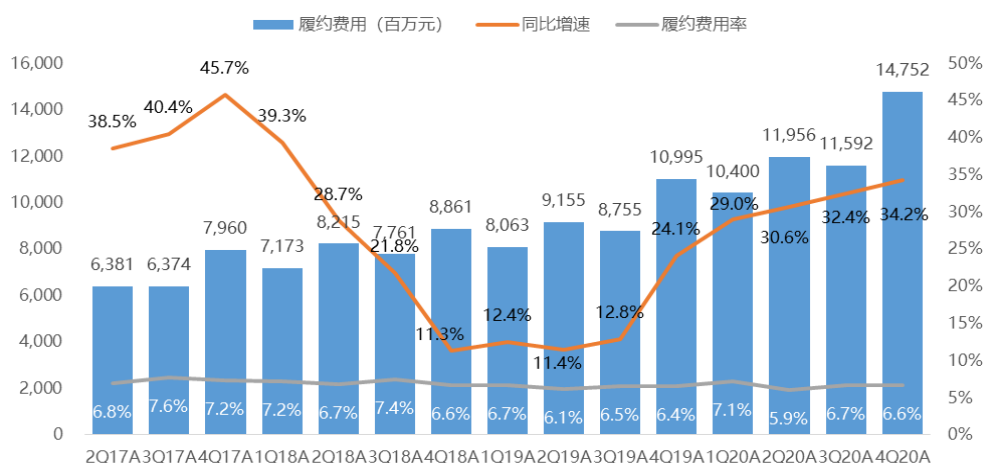
履约费用率（采购、仓储、配送、客户服务及支付费用）为 6.6%，同比提升 0.1pct，环比降低 0.1pct；

营销费用率为 4.6%，同比降低 0.2pct，环比提升 1.5pct；

研发及内容费用率为 2%，同比降低 0.1pct，环比降低 0.3pct；

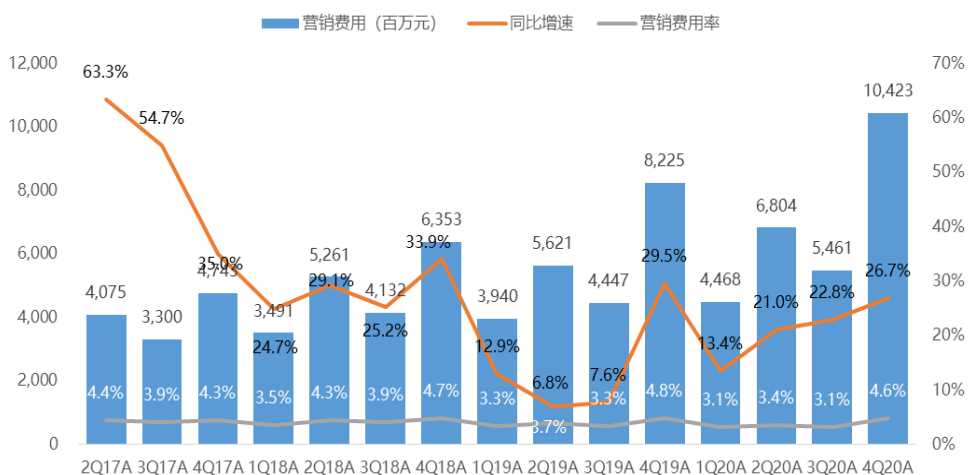
管理费用率为 0.9%，同比降低 0pct，环比降低 0pct；

图 5：京东履约费用及费用率（2Q17A-4Q20A）



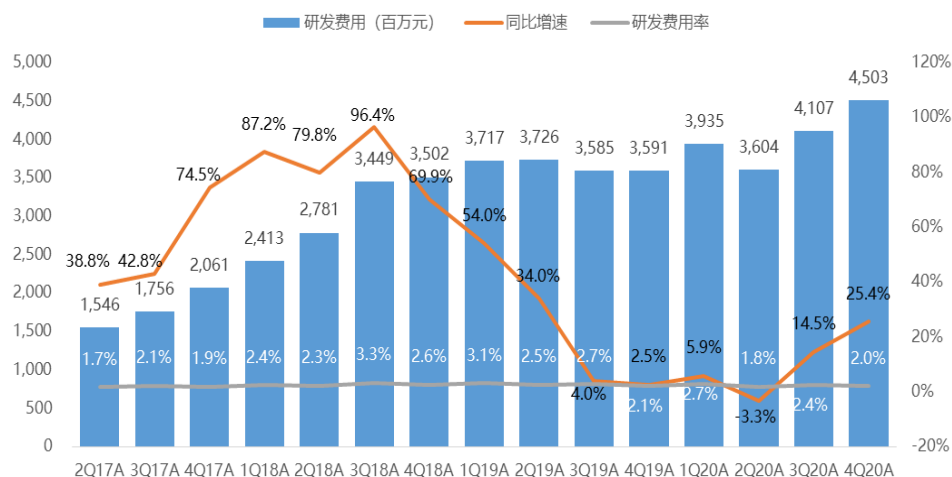
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：京东营销费用及费用率（2Q17A-4Q20A）



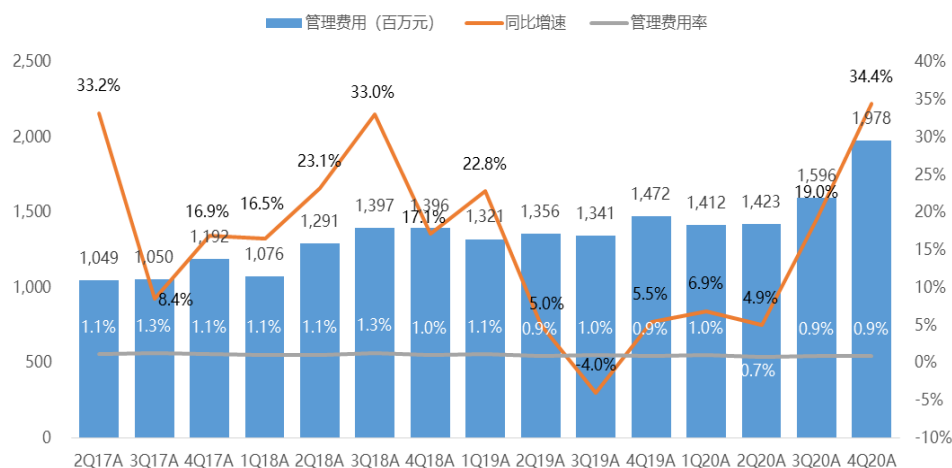
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：京东研发费用及费用率（2Q17A-4Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：京东管理费用及费用率（2Q17A-4Q20A）

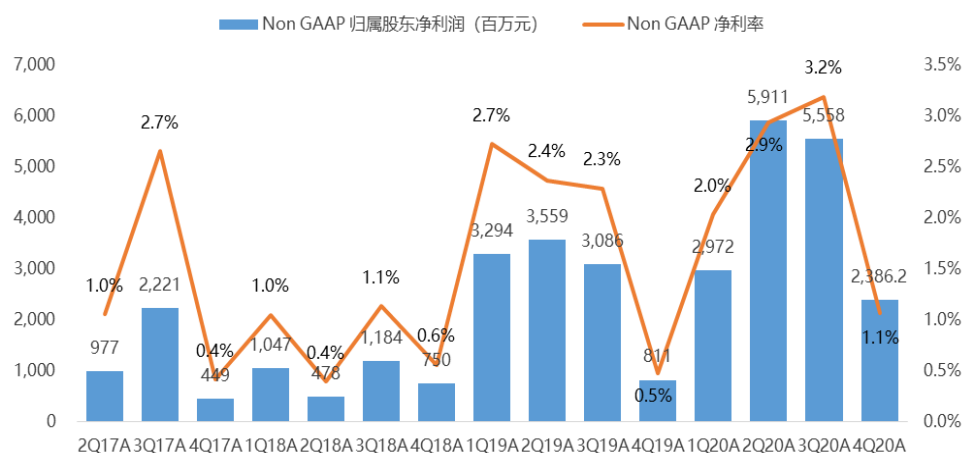


资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营利润 4Q20A 为 RMB 5.9 亿元，同比增长 12.4%，环比减少 186.4%；运营利润率为 0.3%，同比降低 0pct，环比降低 2.3pct；

经调整后归属股东利润（Non GAAP）4Q20A 为 RMB23.9 亿元，同比增长 194.3%，环比减少 57.1%；调整后归母净利率为 1.1%，同比提升 0.6pct，环比降低 2.1pct。

图 9：京东单季度经调整后归属股东净利润（2Q17A-4Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

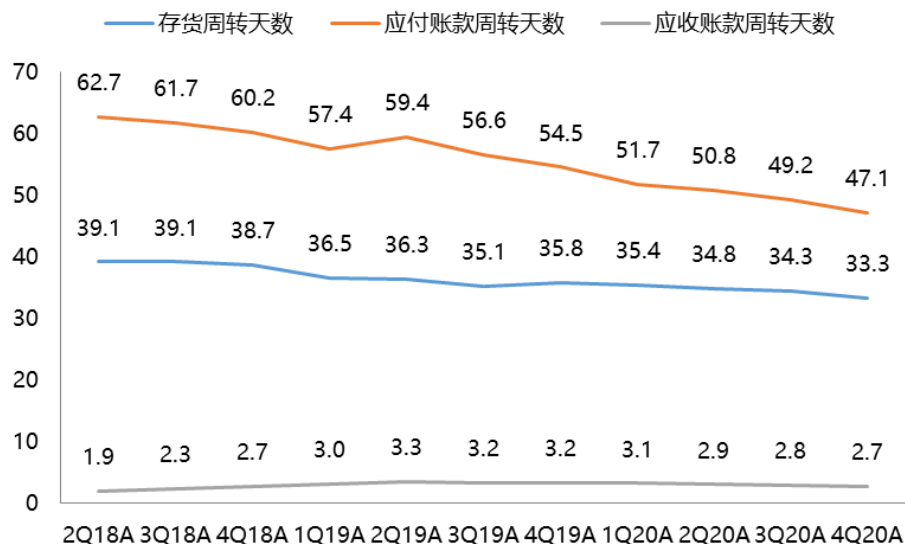
图 10：京东实际业绩与一致预期（4Q20A vs. 4Q20E）

单位：百万元	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	4Q20E	
							一致预期 - 3月11日	Actual vs. Consensus
总收入	134,843	170,684	146,205	201,054	174,214	224,328	219,519	2.2%
QoQ % Change	-10.3%	26.6%	-14.3%	37.5%	-13.3%	28.8%		
YoY % Change	28.7%	26.6%	20.7%	33.8%	29.2%	31.4%		
毛利	20,114	23,998	22,536	28,635	26,795	31,142	31,301	-0.5%
QoQ % Change	-9.1%	19.3%	-6.1%	27.1%	-6.4%	16.2%		
YoY % Change	24.9%	25.2%	23.9%	29.4%	33.2%	29.8%		
毛利率	14.9%	14.1%	15.4%	14.2%	15.4%	13.9%	14.3%	-0.4%
运营利润 (GAAP)	4,973	530	2,320	5,044	4,383	595	846	-29.7%
QoQ % Change	119.4%	-89.4%	338.2%	117.4%	-13.1%	-86.4%		
YoY % Change	n.a.	n.a.	89.3%	122.5%	-11.9%	12.4%		
运营利润率 (GAAP)	3.7%	0.3%	1.6%	2.5%	2.5%	0.3%	0.4%	-0.1%
净利润 (GAAP)	612	3,634	1,073	16,447	7,560	24,325	854	2748.4%
QoQ % Change	-1.1%	493.5%	-70.5%	1433.0%	-54.0%	221.8%		
YoY % Change	-79.6%	-175.6%	-85.3%	2557.8%	1134.8%	569.4%		
净利率 (GAAP)	0.5%	2.1%	0.7%	8.2%	4.3%	10.8%	0.4%	10.5%
经调整后净利润 (Non-GAAP)	3,086	811	2,972	5,911	5,558	2,386	1,991	19.9%
QoQ % Change	-13.3%	-73.7%	266.6%	98.9%	-6.0%	-57.1%		
YoY % Change	160.6%	8.1%	-9.8%	66.1%	80.1%	194.3%		
经调整后净利率 (Non-GAAP)	2.3%	0.5%	2.0%	2.9%	3.2%	1.1%	0.9%	0.2%

资料来源：公司公告、Bloomberg（2021年3月11日），天风证券研究所

周转率上，4Q20A 京东存货周转天数 33.3 天，同比下降 2.5 天；应付账款周转天数 47.1 天，同比下降 7.4 天；应收账款周转天数 2.7 天，同比下降 0.5 天。

图 11：京东存货、应付账款、应收账款周转天数（4Q20A vs. 4Q20E）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 核心运营数据

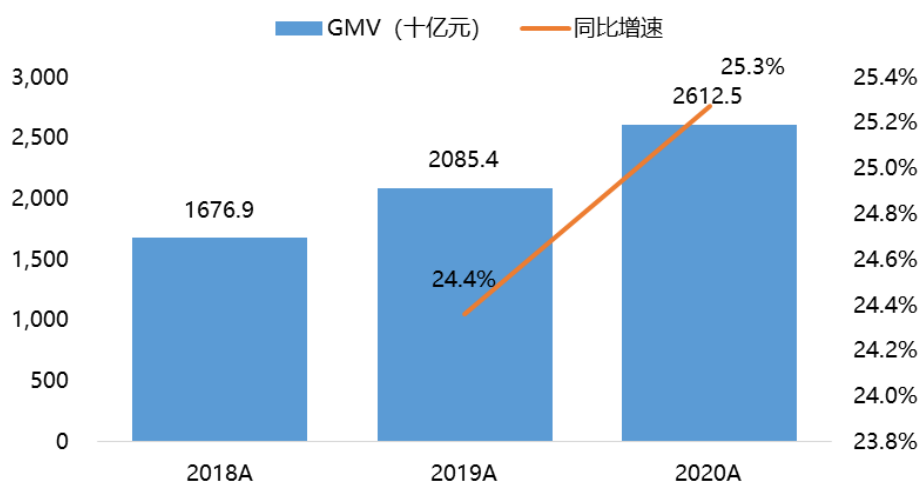
【GMV】京东 2020 年 GMV 为 2.61 万亿元，同比增长 25.28%；

【活跃买家数】核心活跃买家达到 4.719 亿，同比增长 30.4%，用户增速继续回升，环比净增 3030 万；

【京东物流】截至 2020 年 12 月 31 日，京东物流下属仓储 900 个，仓储面积约 2,100 万平方米；

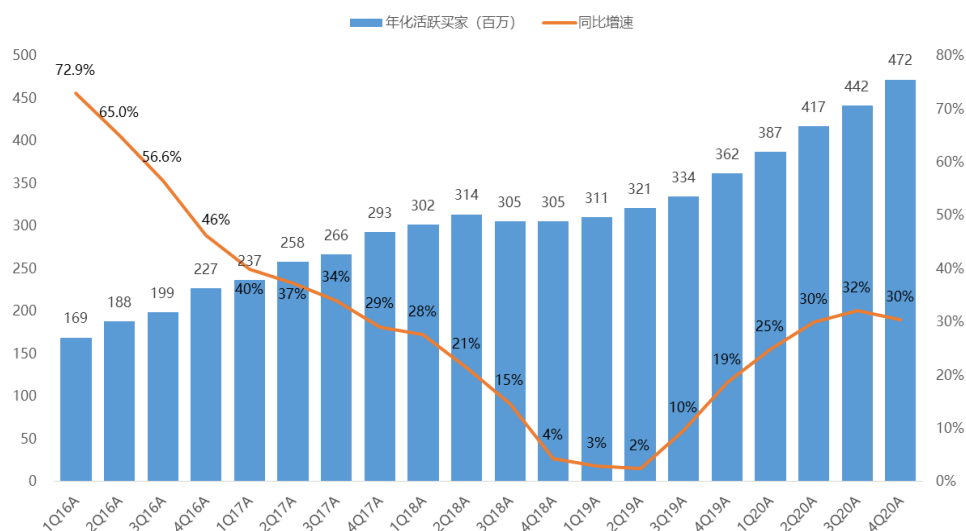
【员工】截至 2020 年 12 月 31 日，京东体系上市公司及非上市公司员工数量约 36 万，一年新增员工约 10 万人；

图 12：京东 GMV（十亿元）及同比增速（2018A-2020A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13: 京东活跃买家数量 (1Q16A-4Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com