

电商行业业绩点评

京东 2Q21：业务发展和社会责任齐头并进

京东在 2Q21 继续保持强劲增长势头，集团收入达到人民币 2,538 亿元，+26.2%，比市场预期略高 2%；非 GAAP 净利润同比下降 21.7% 至人民币 46 亿元，远超市场预期 31%。京东全渠道战略在用户、商户和物流网络覆盖上已初见成效，带来持续的用户增长并提升零售业务的内生利润率。展望未来 6-18 个月，我们预计，京东将充分依托其在自营和第三方商品的综合优势以及京东物流供应链能力，同时挖掘现有核心市场消费潜力和下沉市场用户和货品覆盖。另外，我们认为，京东的主要业务模式符合监管方向；严格执行部分政策也将进一步改善京东的竞争环境。

主要业绩点评及展望

- **零售收入增长超预期，利润率稳定。** 京东零售业务收入在 2Q21 同比增长 22.7% 达到人民币 2,326 亿元，高于电商行业的平均增速。618 期间，京东零售的 GMV 同比增长达到 27.7%，第三方业务增速快于自营业务 9 个百分点。京东零售的调整后经营利润率为 2.6%，与去年同期基本持平。考虑到去年社保减免因素影响，零售业务的内生利润率实际同比改善。业绩会上，管理层维持 2021 年零售业务增速预测在去年的水平。我们预计，京东整体 3Q21 的同比收入增速在 25% 左右，而零售业务增速在 20-25%。中国消费者已经适应了电商大促周期，因此我们预计，4Q21 的整体业务增速将有所反弹，内生利润率改善趋势也将持续。
- **物流和新业务快速扩张。** 物流和新业务收入增长迅速，在 2Q21 的同比增速分别为 46% 和 60%。其中，京东物流的高时效配送服务已经深入全国 92% 的区县和 84% 的乡镇；京喜拼拼在 2Q21 日订单量和 GMV 都呈现环比三位百分数增长。这些业务快速发展也带来总体收入结构的变化，加上社保因素和物流投资，京东的非 GAAP 经营利润率由 2.8% (2Q20) 下跌至 1.0% (2Q21)。展望 2H21，京东在社区团购类业务上投入将增长至行业龙头在 1H21 的水平，对总利润率产生一定压力；但物流业务将处于当前投资周期的收获阶段，预计相关利润率有所改善。
- **全渠道战略初见成效。** 截止 6 月底，京东年度活跃购买用户数达到 5.32 亿，创历史新高，+3200 万 QoQ；高线城市和下沉市场的用户群均明显增长。全渠道战略在降低准入门槛和提升商户 ROI 的同时，也不断提升京东生态系统本身的效率。在全渠道战略和针对“二选一”等行为加强监管的背景下，从今年初开始，知名全球或国产品牌回流或新加入京东平台。另外，针对下沉市场未来发展，京东将采取以下策略：1) 专注具有战略优势的区域，提高订单密度，并提升当地供应链；2) 与地方政府合作，利用现有零售供应链网络，提升农产品效率；和 3) 整合小程序和京喜 App 界面，整合物流和 B2B 网络，为线下店主带去更多流量。
- **业务模式符合监管方向。** 从整体上来看，我们认为京东在业务发展、员工待遇、数据安全、用户体验和企业社会责任等诸多方面均紧跟政策趋势，符合监管要求；相关风险低于行业平均水平。另外，我们认为，部分政策得到严格执行后，京东的新业务发展环境也将进一步改善。

投资建议

- 京东目前估值水平低于历史中值，整体政策风险小于其它主要互联网公司；但其在下沉市场业务发展仍需追赶市场先入者。

主要风险

- 中国零售市场增速低于预期；下沉业务市场竞争加剧，收入增速缓慢；新用户获取成本快速上升；潜在新政策对广告业务造成部分影响。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：互联网传媒

证券分析师：包仁诚

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371