



## 京东：破冰进行时？

现在的京东，虽然身陷困局，但考虑的问题却绝非能否“活下去”，刘强东真正在意的，是如何让京东活得更好。

文 | 本刊特约记者 纪一宁

京东的这个秋天，风声鹤唳。

掌门人刘强东在美国惹下说不清道不明的桃色官司，隐隐有成为压垮这家电商巨头的最后一根稻草之势：股价次日应声下跌超10%。而在2018年过去的大半年中，美股上市的京东股价已经下跌接近50%，市值蒸发超过2000亿人民币。

当然，对于京东这样的企业而言，市值与股价更像是广告牌，在本质上，交易所液晶屏上的红绿波动，充其量只是二级市场投资者与投机者的春药。即便股价狂泻，京东的现金存量、生态布局与战略目标也不会为之改变。

但京东的问题似乎远不止如此：市场层面，增长放缓已成定势，投资者期待的利润收割期

千呼万唤不出来，下沉市场的开拓阻力重重。对手层面，前有阿里强势狙击，后有苏宁拼命追赶，刚刚上市的拼多多也呈现咄咄逼人之势。即便在曾经无往不利的政策层面，京东似乎也丢掉了好运气：互金牌照遥遥无期，致使“京东金融”迫不得已更名为“京东数科”。

各种迹象表明，京东，正在陷入困局之中。

### 危机突现：黑天鹅之舞

身在美股飘，需防空头刀。京东这一次一定会对这句江湖戏言有更深刻的认识。

从9月初的“性侵门”向前回溯，今年京东似乎根本没有什么好消息。

8月16日在京东2018年第二财季财报中，“利润下滑”、“增速放缓”与“成本升高”等字样颇为刺眼。其中，每股收益、净营收、净利润等重要指标同比增速均创下上市以来最低。尤其GMV（网站成交金额）增速只勉强同上一季度持平，同比增长仅为30%，而此前三年，这一数据分别同比增长46%、52%、82%。GMV是电商业绩的核心考核指标之一，其增速也是一直以来京东吸引资本市场的核心因素。

在财报之前，投行在过去数月中已经开始了组团唱衰：大摩把京东股票目标价下调了30%、MKM分析师将其目标价格从51美元下调至41美元、券商CLSA下调了京东评级从“跑赢大盘”到“跑输大盘”……在瑞士信贷一份报告中更是直言，京东成本上涨影响深远，进而将京东2018年盈利预测下调33%，2019年盈利预测下调15%。

这样的“肥羊”不可能不被空头盯上：美国金融业监管局所披露的数据显示，做空京东股票的仓位在2017年10月31日至11月15日的15天之内，就暴涨了19.9%。4.4%的京东流通股被做空。

与此同时，突如其来的大股东减持也让市

场措手不及。截至6月30日，京东前十大股东中6家减持，曾经持股比例最高的高瓴资本已跌至第7位，减持幅度高达40%。作为基石投资者的高瓴资本抛售的原因颇具代表性：占据京东收入50%以上的3C产品的利润率低、增长见顶，运营成本激增，物流竞争激烈，技术上投入有限。

显然，自今年1月底股价达到高点之后，京东成为资本市场的弃儿，这才有了不到八个月内股价几近腰斩的表现。

种种迹象表明，狙击京东的空头们已经实现了做空吸金的目的。京东，真的会因为飞舞的黑天鹅而一蹶不振吗？

华尔街认为，目前京东的问题在于营收增长乏力、后劲不足，同时新业务金融与物流分拆后阻力重重，难以实现短期内的利润收割。但必须正视的问题是，在最近一次京东持续下挫期间，几乎所有中概股都在股价下行通道中。Wind数据表明，阿里巴巴4个交易日下跌7%，市值缩水超2200亿元，爱奇艺、携程等多只个股市值缩水超50亿元。即便遭遇远比其他同行更惨烈的一群黑天鹅，京东也没有被落下太远。

更何况，截至2018年第二财季，京东已实现连续九个季度盈利，对于曾经连续亏损11年的京东而言，这个成绩足以值得骄傲。

但无论如何，刘强东终究给了“空军”们机会，让自己和京东陷入困境之中。

### 旧疾难愈：内伤之痛

黑天鹅终究会烟消云散，但京东自身源于治理结构的“内伤”却只能慢慢修复。

一直以来，京东被誉为中国互联网BAT之外“第四极”。但在公司治理、组织架构、风险控制、文化建设与人才制度方面，京东却难负盛名。客观而言，京东还算不上一家治理成熟的企业。

种种迹象表明，狙击京东的空头们已经实现了做空吸金的目的。京东，真的会因为飞舞的黑天鹅而一蹶不振吗？

在过去几年中，刘强东也曾尝试多次放权，却总是不尽如人意，反而让京东的整体运营陷入了进退两难的尴尬境地。

最严重的问题在于 AB 股同股不同权带来的隐患：目前刘强东共持有京东集团 15.5% 股权，同时拥有 79.5% 投票权——目前的京东，依然是强势的刘强东一人主导，而非管理制度主导。倘若 9 月事件中刘真的无法全身而退，则这家中国最大的 B2C 电商的掌门人，将在未来很长一段时间内在明尼苏达的高墙内指挥公司运营，风险显而易见。

当然，这种可能性可以忽略不计，但并不意味着京东的强权管理就可以高枕无忧。

在过去几年中，刘强东也曾尝试多次放权，却总是不尽如人意，反而让京东的整体运营陷入了进退两难的尴尬境地。

2011 年开始，京东陆续引入 COO 沈皓瑜等一众职业经理人，两年后，刘强东甚至下决心前往美国进修以彻底放权，但不成想三年后，京东险遭滑铁卢：2016 年 6 月，京东股价创历史最低，彼时曾有权威媒体评论称京东的组织效率在下降、战斗力在下降，公司慢慢变得平和、臃肿，这显然不是游学中的刘强东希望看到的。

被迫重回一线刘强东开始整饬，经过一系列铁腕调整让电商巨人重新焕发了活力：京东股价从 2016 年 6 月 19.51 美元的低点回升，直到 2018 年 1 月份高点的 50.68 美元。这一方面凸显了刘强东的能力，另一方面也反映出京东在治理结构、人才储备等方面的窘境。

力挽狂澜刘强东在 2018 年 1 月进行了新一轮组织架构调整，原有 10 个事业部整合为大快消、电子文娱与时尚生活三大事业群。在内部邮件中刘强东提到，希望京东的组织变得更为灵活、敏捷，成为积木型的组织。通过效率与执行实现内部组织链条的紧密，是零售业一直以来的特点，而来自刘本人超强的业务素质和管理权威，已经自上而下深入京东的组织基因。

这次组织架构调整也被解读为新一轮放权

的开始，7 月份，京东宣布京东商城实施轮值 CEO 制度，由京东集团 CMO 徐雷兼任首任京东商城轮值 CEO，向刘强东汇报。但至少到目前，这一轮的调整没有达到市场的预期，腰斩的股价即是佐证。

京东的公司治理无法进入市场所期望的正轨，而这种“内伤”的存在，甚至可能在未来很长时间内成为京东真正的掣肘所在。

当然，在管理上刘强东依旧充满活力，但这样的活力让京东看上去更像一人公司，当刘强东和他的京东要追赶的对象是忙着高调退休的马云和稳扎稳打的阿里巴巴之时，这样的对比尤为刺目。

更何况，京东已经不再年轻，市场对其预期已经从早些年“挑战者”变成了“卫冕者”：2018 年华尔街对京东的预测市盈率高达 500 倍，但未来两年仅为 70 与 29 倍，这意味着市场预期京东将在不到三年时间内要实现从成长期到成熟期的过渡，因为在华尔街，一家 30 倍市盈率的科技公司已经完全符合成熟期企业的标准。

现在的京东，还有成为“卫冕者”的底气吗？

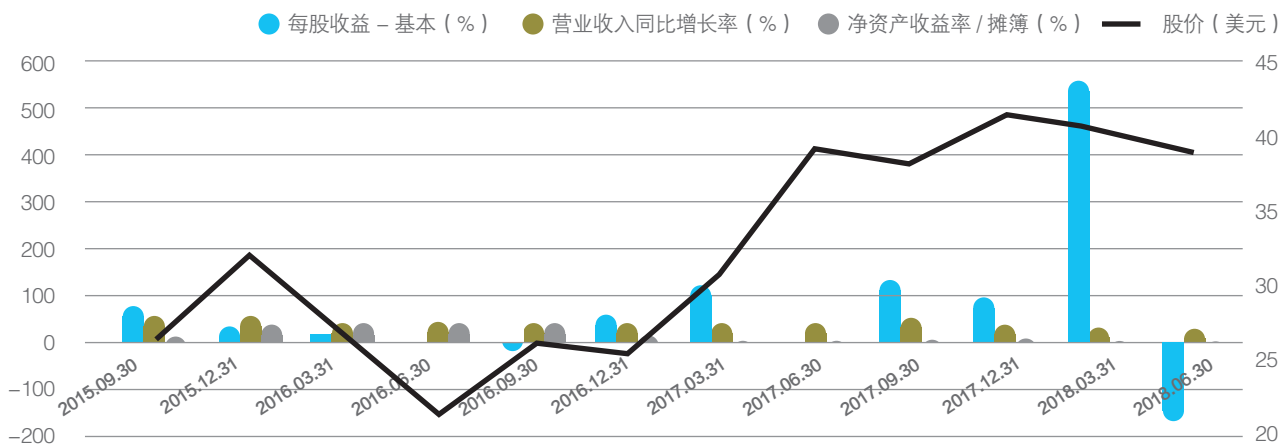
## 前路无忧：新支柱之盼

答案应该是肯定的。

屡屡创造奇迹的京东，是中国互联网版图中最不按照常理出牌的巨头，不仅最早走上重资产化之路，也是最坚定的“就实避虚”派，其在资本层面尤其是次级市场的层面，是诸多电商巨头中陷入最浅的，这意味着，京东的根基夯得很实。

现在的京东，虽然身陷困局，但考虑的问题却绝非能否“活下去”：过去两年中，虽然增长放缓，但持续盈利与毛利上升却是不争事实，履约成本也从 8.4% 收窄到现在的 6.7%，对超过 3 亿用户的数据挖掘与服务足以在未来很长一段时间内持续支撑万亿交易额。

## 京东成长指标与股价



刘强东真正在意的，是如何让京东活得更好。

一年前，刘强东提出了面对第四次零售革命，京东将以技术驱动电商、金融、物流等各类业务的成长，并最终对外提供“零售即服务”（RaaS）方案，成为对外合作赋能的核心。在此之前，京东旗下的金融、物流都已经被打造成为独立的业务板块，并且估值均已过百亿美元。意味着京东体系内部已经开始具备了裂变的能力。

与此同时，供应链金融、大数据等方面业务的布局已经成为未来京东的重心之一：2018年上半年，京东大数据等新业务收入同比增加158%，但体量只占总收入的3%。

更何况京东还有新的王牌：虽然遭到基石投资者高瓴资本的“背叛”，但谷歌6月份5.5亿美元现金入股与深度战略合作无疑将有可能

成为强强联合的全新起点，与美国零售巨头沃尔玛在杂货零售业务上的携手也在频繁落地，并且在欧美与东南亚市场的开拓上，京东已经领先了同行者们不止一个身位。

大数据技术、金融、产业链服务与物流，均可以独立分拆于京东目前主营3C零售业务之外，并且都有可能为京东打开一个全新的万亿级别的市场，海外市场的优势在让其显得更国际范的同时，也拓展了资本的想象空间——如此众多的潜在支柱，足以撑起京东的未来。

值得注意的是，京东第二季度技术研发投入增加至27.81亿元人民币，较去年同期的15.46亿元人民币大幅增长79.8%，增长速度远超其他财务项目。这才是导致二季度财报不尽如人意的主因，同时也意味着，京东自上而下已经达成放弃短期利润收割的共识，押宝未来。

困境中的京东，已经开始了破冰自救。□