

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

电商巨头合纵连横, 物流开放迎来发展

报告摘要:

业绩大幅改善, 扩张潜力依然巨大。2016 年京东同比大幅减亏, 17Q1 实现上市以来首次盈利, 17Q2 因旺季促销力度加大重回亏损。对京东而言, 现阶段扩规模仍优先于盈利。从行业来看, 16 年实物网上零售额占社零总额比例仅 12.6%, 电商分流线下的潜力依然巨大。

扩展品类和平台, 巩固综合类电商地位。17Q2 京东在国内 B2C 电商市场份额中占比 27.2%, 仅次于天猫。家电零售额已超越苏宁, 是全渠道最大家电零售商。拓展服饰和快消品品类, 有望提高公司整体毛利率。与天猫激烈交锋, 攻守兼备: 招揽服饰品牌, 走差异化路线, 拓展高端时尚市场; 战略联手沃尔玛, 在线上 and O2O 平台引入沃尔玛的优质供应链资源。继续扩大第三方平台, 17Q2 已有 13 万入驻商家, 平台 GMV 占比达 42%。

联手多个互联网巨头, 构建 PLUS 会员体系。京东相继与腾讯、今日头条、百度、奇虎和网易达成合作, 获得各大互联网入口, 实现数据互通。PLUS 会员对标美国亚马逊 Prime 会员, 优惠和服务相结合, 有望增加用户粘性、提高用户消费额。

自建仓储比例上升, 物流开放盈利可期。京东物流服务质量长期领先同行。17Q2 仓储总面积达 710 万平方米超越苏宁。仓储利用率领先苏宁, 自建仓储方面已建成 9 个“亚洲一号”, 另外还有多个在建。物流业务对外开放, 面向 B 端提供仓储一体服务, 17 年有望获得 6 亿美元社会化收入。

多种线下业态逐级下沉。目前京东的线下业态主要包括京东之家、京东家电专卖店、京东便利店。其中京东之家定位城市, 后两者定位农村和乡镇, 有望整合体量巨大但高度分散的农村市场。

盈利预测及估值: 对公司的电商和物流业务估值, 我们认为公司的合理估值为 712 亿美元, 给予“买入”评级。

风险提示: 品类和线下拓展不及预期; 物流社会化收入不及预期。

股票数据

2017/10/23

收盘价(元)	38.43
12个月股价区间(元)	23.71~48.15
总市值(百万美元)	54,697
总ADS(百万份)	1,423
日均成交量(百万ADS)	5

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	5%	43%
相对收益	-7%	-1%	18%

相关报告

- 《苏宁云商(002024): 转型线上初见成效, 各版块协同推进》 2017-09-07
- 《电商代运营行业深度报告: 电商代运营高速增长, 初现龙头》 2016-11-03
- 《永辉超市(601933): 生鲜翘楚, 蓄势待发》 2016-09-08

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	181287	260122	374111	481499	586424
(+/-)%	58%	43%	44%	29%	22%
归属母公司净利润	-9378	-3807	-1508	89	2083
(+/-)%	-	-	-	-	2231%
每ADS收益(元)	-6.59	-2.67	-1.06	0.06	1.46
市盈率	-7.59	-18.71	-47.22	796.83	34.18
市净率	2.33	2.10	2.21	2.20	2.06
净资产收益率(%)	-27.55%	-11.81%	-4.56%	0.28%	6.22%
股息收益率(%)	0	0	0	0	0
总ADS(百万份)	1371	1418	1423	1423	1423

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理: 罗贤飞

执业证书编号: S0550116070006
(021)20361252 luoxf@nesc.cn

目 录

1. 京东发展历程：B2C 电商巨头的逆袭之路	3
1.1. 线下起家，“非典”后全面转型电商.....	3
1.2. 逆袭之路：扩展品类，上线第三方平台，自建物流.....	3
1.3. 多方融资，赴美上市.....	3
2. 电商业务：全品类发力，继续做大规模	5
2.1. 电商行业：增速企稳，未来仍将分流线下市场.....	5
2.2. 立足直营优势，扩大第三方平台生态圈.....	7
2.3. 优势品类：3C&家电龙头地位稳固.....	9
2.4. 扩品类：发力服饰+快消品，打造综合电商平台.....	10
2.5. 京 X 计划全方位触达用户，会员体系提升用户价值.....	16
3. 物流：十年积淀铸造高效物流设施，独立运营盈利可期	21
3.1. 优质的物流服务是京东的重要竞争优势.....	21
3.2. 逐步扩大自建仓储比例，打造高效物流设施.....	23
3.3. 成本控制出色，无人技术赋能行业.....	27
3.4. 组建物流子集团，未来盈利可期.....	29
3.5. 与达达深度协同，补齐最后三公里短板.....	30
4. 线下：渠道逐级下沉，推进多方联动	31
4.1. 多种业态逐级下沉，挖掘线下零售潜力.....	31
4.2. 京东之家与京东专卖店：布局重点商圈，注重消费体验.....	32
4.3. 京东家电专卖店：依托京东帮服务店，服务乡镇级市场.....	32
4.4. 京东便利店：整合供应链，赋能广大低线市场小店.....	33
5. 京东金融：私有化完成交割，牌照有望更加丰富	35
6. 财务分析	37
7. 公司估值	39
7.1. 电商业务估值.....	39
7.2. 物流业务估值.....	40
7.3. 整体估值.....	41

1. 京东发展历程：B2C 电商巨头的逆袭之路

1.1. 线下起家，“非典”后全面转型电商

1998 年，创始人刘强东在北京中关村创办了京东公司。起初，京东公司的主营业务是代理销售光磁产品。2001 年，刘强东创办名为“京东多媒体”的零售店，主要出售声卡、键盘、鼠标等电脑产品，由此刘强东实现了从代理商到零售商的转变。2003 年，当京东的连锁店准备扩展至 18 家时，“非典”疫情开始蔓延，京东的业务因此大受影响，为挽救公司，刘强东首次将公司业务放到网上。后来京东的线下业务逐渐恢复正常后，但线上订单仍然不断增加，且增长速度不断加快。2004 年 1 月 1 日，“京东多媒体网”电子商务网站上线，公司业务重心开始向电商转变。2004 年底，刘强东决定关闭京东的所有实体店，专攻网上零售，并且将主要产品集中在 3C 和家电。

1.2. 逆袭之路：扩展品类，上线第三方平台，自建物流

全面转型电商以后，京东走上一条由小变大、由弱变强的逆袭之路。在电商发展史上，京东是一位先行者，但决不是唯一。十多年以来，京东击败了多位电商同行，成为国内仅次于天猫的第二大 B2C 电商，这段历程主要包括三大重要举措：扩展品类，上线第三方平台，自建物流。

扩品类方面，2007 年 6 月京东正式启动全新域名 www.360buy.com，同时网站正式更名为京东商城。2008 年，京东商城的销售额达到 13 亿元，首次超越当当、卓越亚马逊成为中国最大的自主式 B2C 网站。随着用户流量逐渐变得庞大，用户的需求趋向于多样化，同年 10 月，京东上线日用百货类商品，开始向综合型电商转型。随后又进军虚拟产品，比如旅游产品、电子书刊等。2010 年年末，京东图书上线，并与国内图书电商龙头当当网展开价格战。

上线第三方平台方面，2010 年 10 月，京东正式上线 POP（Platform Open Plan）平台，POP 平台即第三方卖家平台，允许第三方卖家入驻京东并销售商品。截至 2013 年末，京东 POP 平台卖家数量平均每季度增加 2000 家，达到 3 万家；SKU 数量平均每季度增加 100 万个，达到 2500 万个。2014 年京东上市以后，POP 平台发展速度加快，截至 2017 年 Q2，已经有约 13 万商家入驻京东 POP 平台，其中 80% 的卖家来自服饰家居板块。

自建物流方面，2006 年 1 月京东成立上海全资子公司。2007 年 5 月，京东在广州成立华南子公司，进军华南市场。2 个月后，京东宣布建成北京、上海、广州三大物流体系，总物流面积超过 5 万平方米。2008 年 12 月，今日资本带领雄牛资本，以及投资银行家梁伯韬的私人公司，联合向京东注资 2100 万美元。2009 年 3 月，京东单月销售额突破 2 亿元。销量的快速增长加大京东对于物流服务的需求，而当时国内第三方物流市场处于零散分割状态，无法提供稳定、高效的服务。2009 年初，京东商城成立物流子公司，布局全国物流体系，当时新融资的 2100 万美元中的大部分都用于该物流子公司的成立和购买新的仓储场所等物流体系的建设。2010 年 3 月，京东宣布建成华北、华东、华南、西南四大物流中心，推出“211 限时达”极速配送服务。2011 年，京东宣布在 3 年内投资 50 亿-60 亿人民币进行物流建设，并建设 7 个一级物流中心。2014 年 10 月，位于上海的京东首个“亚洲一号”现代化物流中心正式投入运营。

1.3. 多方融资，赴美上市

2007年8月，京东获得来自今日资本的首批1000万美元的融资，之后京东经历了多轮融资。到上市前的2014年3月，京东和腾讯达成战略合作，腾讯以2.14亿美元以及QQ网购、拍拍网和少量易迅股权购买京东上市前15%的股权；另外，双方约定在京东进行IPO时，腾讯将以招股价再认购京东额外5%股份，而京东拥有对剩余易迅股权的独家认购权。至京东上市前，京东累计融资额达29亿美元，投资者包括今日资本、雄牛资本、老虎基金、高瓴资本、DST、红杉基金、凯鹏华盈、加拿大安大略教师退休基金、腾讯等。2014年5月22日，京东在美国纳斯达克挂牌上市，募集资金17.8亿美元。

表 1: 京东上市次历史融资情况

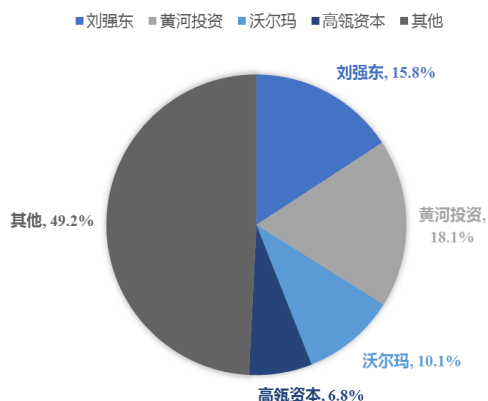
时间	投资者	融资额
2007年	今日资本	1000万美元
2009年	今日资本、雄牛资本、梁伯韬私人公司	2100万美元
2010年	老虎环球基金领投	1.5亿美元
2011年	DST、老虎基金等（共6家基金）以及个人融资	15亿美元
2012年	加拿大安大略教师退休基金、老虎基金	4亿美元
2013年	加拿大安大略教师退休基金、沙特王国控股等	7亿美元
2014年	腾讯	2.14亿美元

数据来源：亿邦动力，东北证券

2016年6月21日，京东和沃尔玛宣布达成深度战略合作，沃尔玛以1号店的资产获得京东新发行的144,952,250股A类普通股，约为京东发行总股本数的5%。随后沃尔玛通过二级市场多次增持京东股份，截至2016年12月31日，沃尔玛持有京东A类普通股289,053,746股，持股比例上升至10.1%。

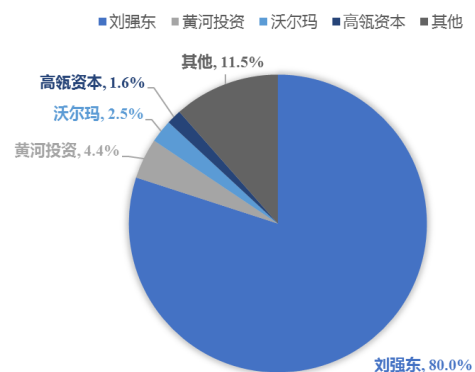
截至2016年末，京东的主要股东包括黄河投资（腾讯旗下）、刘强东、沃尔玛、高瓴资本，持股比例分别为18.1%、15.8%、10.1%、6.8%。值得一提的是，京东采用的是同股不同权的AB股制度，虽然腾讯和沃尔玛均拥有京东较大比例的股份，但它们的投票权远远低于创始人刘强东。以投票权计算，2016年末刘强东拥有京东80%的投票权，对京东拥有绝对的控制权。

图 1: 京东持股比例分布（2016年末）



数据来源：公司公告，东北证券

图 2: 京东投票权比例分布（2016年末）

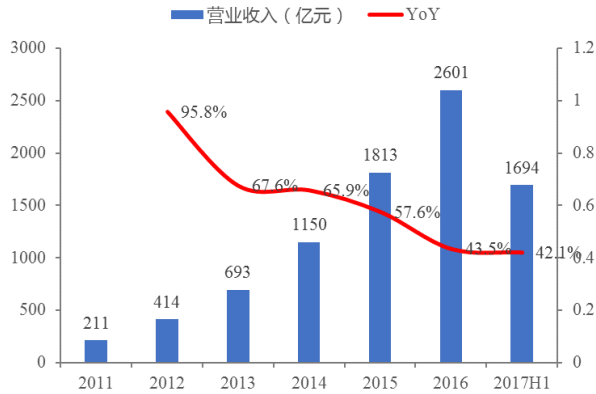


数据来源：公司公告，东北证券

京东集团目前的业务涉及电商、物流和金融三大板块，其主营的电商业京东商城已成长为中国最大的自营式电商，同时也是仅次于天猫的中国第二大 B2C 电商平台。经过 10 多年的发展，2016 年末京东商城已拥有约 2.27 亿活跃用户，GMV 接近 6600 亿元人民币。目前，京东商城正往 3C、家电、消费品、服饰、家居家装、

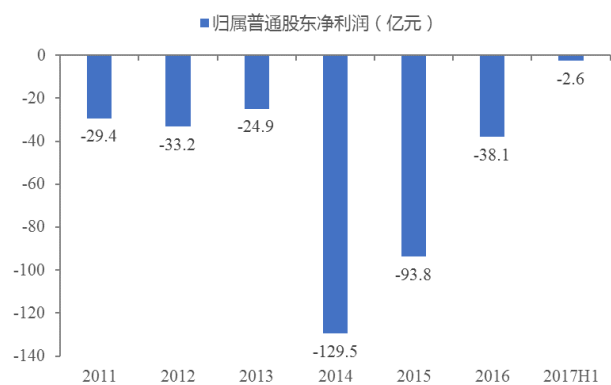
生鲜和新通路（B2B）全品类发力，着力打造一站式综合购物平台；物流业务逐渐对外开放，未来有望盈利；金融业务完成私有化并从京东集团剥离，为获得更多国内牌照扫除障碍，未来可能独立上市。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速



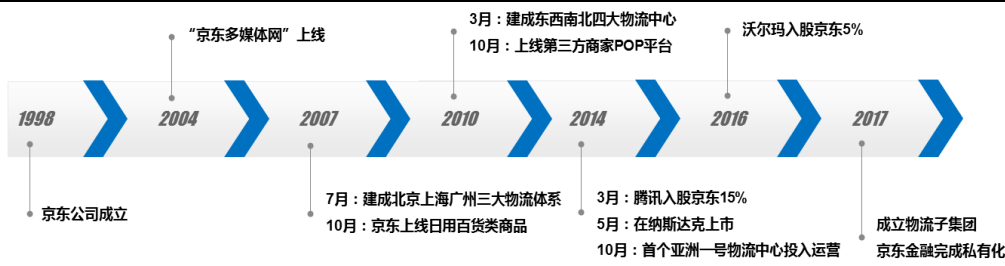
数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 公司 2011 年以来归母净利润



数据来源: Wind, 东北证券

图 5: 京东发展简史



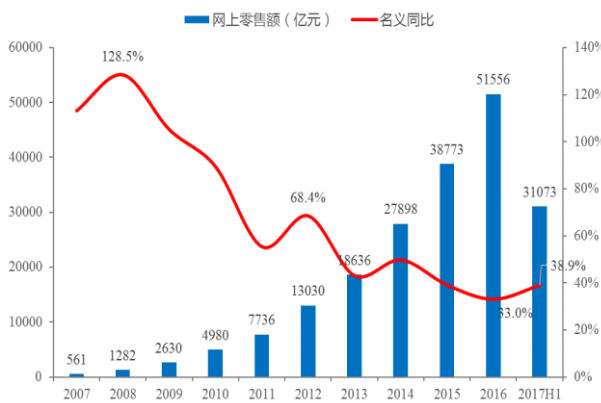
数据来源: 东北证券

2. 电商业务: 全品类发力, 继续做大规模

2.1. 电商行业: 增速企稳, 未来仍将分流线下市场

网购市场增速放缓后企稳, 由高速增长转为中高速增长。自 2014 年以来, 无论是网上零售额还是网购用户的增速都在持续放缓。从趋势来看, 网购用户增速放缓的趋势仍将持续; 但在网上零售额方面, 2017H1 网上零售额为 31073 亿元, 同比增长 38.9%, 增速较 16H1 上升 3pct, 未来有望维持中高速增长的趋势。

图 6: 网上零售额增速放缓后企稳



数据来源: 国家统计局, 艾瑞咨询, 东北证券

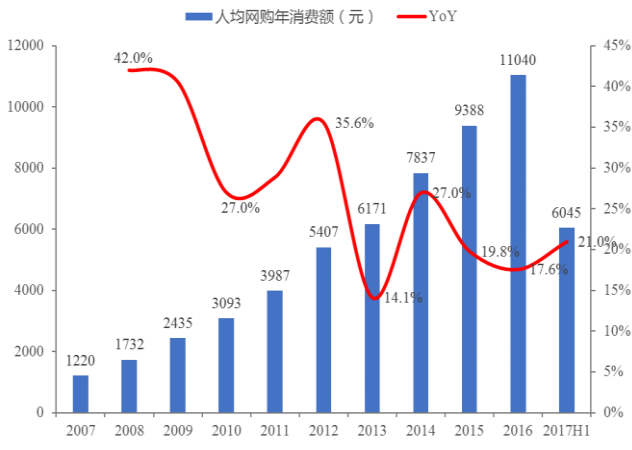
图 7: 网购用户增速持续放缓



数据来源: CNNIC, 东北证券

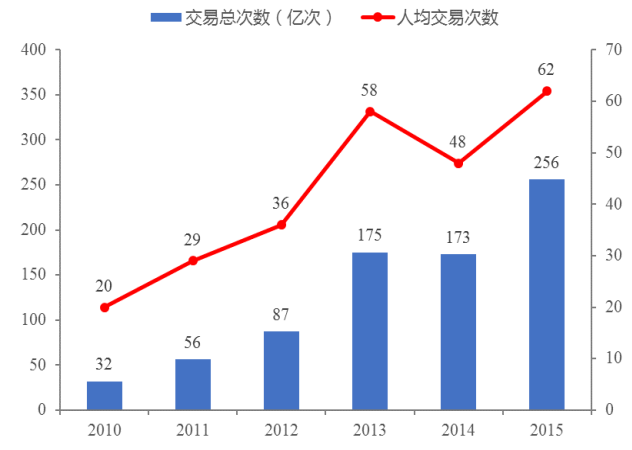
用户红利减退背景下，用户对网购依赖性不断提高。在商品品类方面，各主要电商平台均基本实现全品类覆盖，有能力满足用户的大部分消费需求；在触达性方面，移动互联网的应用、大数据营销、线上线下联动等降低了用户的信息获取成本、增强了信息传递的精准性，物流体验的提升优化了用户的购物体验。无论是人均网购年消费额还是人均每年网购交易次数都呈现较明显的增长趋势，未来线上市场将继续分流线下市场。

图 8: 人均网购年消费额持续增长



数据来源：国家统计局，艾瑞咨询，CNNIC，东北证券

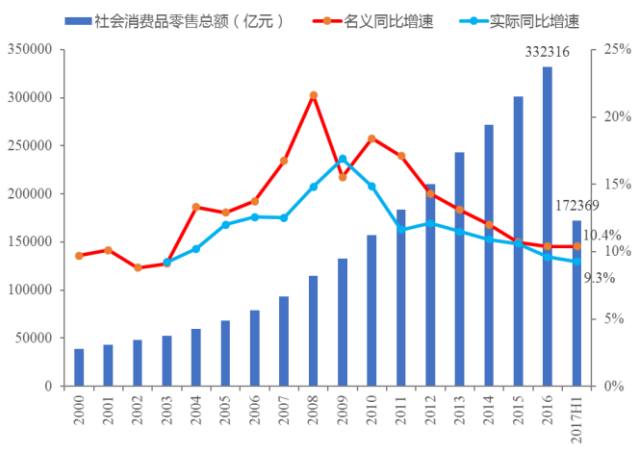
图 9: 人均每年网购交易次数呈上升趋势



数据来源：CNNIC，东北证券

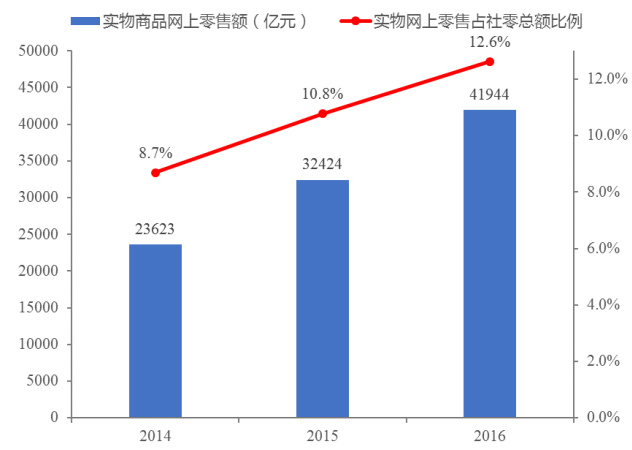
零售业整体回暖，实物网购额占社零总额比例逐年上升。2017H1 我国社会消费品零售总额为 17.24 万亿，名义/实际同比增长 10.4%/9.3%，增速与 2016 年全年相比基本持平，行业企稳迹象明显。2016 年实物网上零售额占社零总额 12.6%（较 2015 年上升 1.8pct），占比逐年提升。从长远来看，网上零售额在社零总额中的占比仍十分低，未来还有广阔的提升空间。

图 10: 社会消费品零售总额增速企稳 (亿元)



数据来源：国家统计局，东北证券

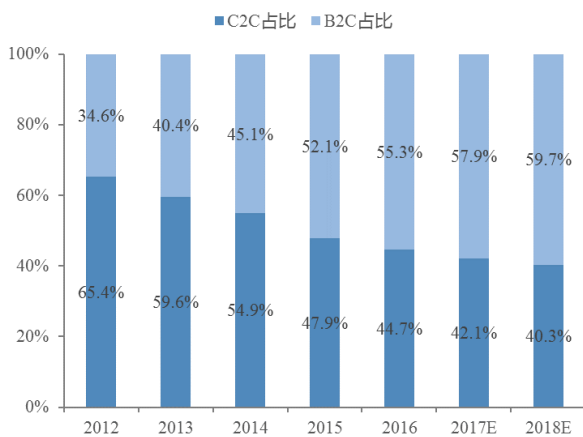
图 11: 16 年实物网上零售额占社零总额 12.6%



数据来源：国家统计局，东北证券

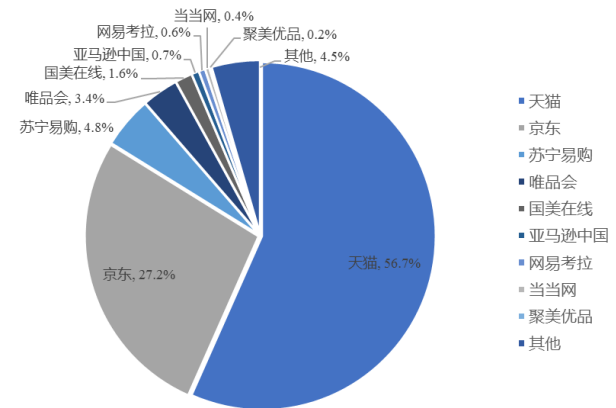
B2C 渐成电商主流，两强格局凸显。根据艾瑞咨询的统计，B2C 交易额在我国网购市场中的占比于 2015 年超过了 C2C，并于 2016 年达到 55.3%，未来将继续拉大与 C2C 的差距。在 B2C 电商市场中，2017Q2 天猫以 56.7% 的市场份额稳居第一，京东以 27.2% 位居第二，行业 CR2 达到 83.9%，其余的电商瓜分不到 15% 的市场份额，两强格局在短期内难以撼动。

图 12: 中国网络购物市场交易规模结构



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 13: 2017Q2 中国 B2C 电商交易规模市场份额

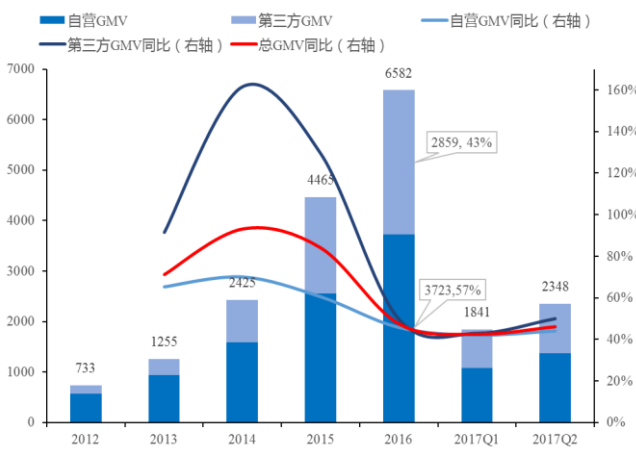


数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

2.2. 立足直营优势, 扩大第三方平台生态圈

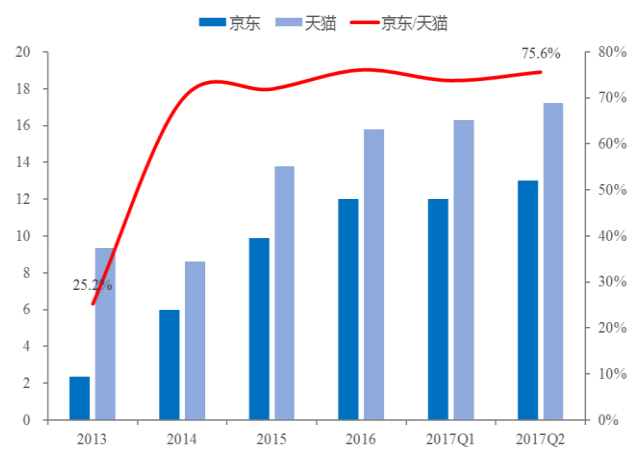
京东商城 2016 年总 GMV 为 6582 亿元, 同比增长 47%, 增速同比下降 37pct, 但仍大幅高于行业整体。其中自营 GMV 为 3723 亿元, 同比增长 46%, POP 平台 GMV 为 2859 亿元, 同比增长 50%。在商城整体流量达到一定规模后, 第三方平台持续发力规模可观, 2012 年以来 POP 平台 GMV 增速一直高于直营, 到 2017Q2 第三方平台 GMV 占比达 41.8%, 同比增长 50%。从商家规模看, 到 2017Q2 入驻京东的第三方商家大约有 13 万家, 同期天猫的商家数大约为 17 万家。自 2015 年以来, 京东第三方平台的商家规模持续保持在天猫的 75% 左右, 紧跟天猫。2017Q2 京东实现服务收入 78.16 亿元 (占总营收的 9.15%), 这部分收入主要由商家的佣金构成。在由天猫和京东主导的 B2C 双寡头格局中, 商家选择在两大平台同时开店是规避受制于单一平台的风险的最好选择。

图 14: 京东直营&POP 平台 GMV 增长



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 京东第三方平台商家规模达到天猫的 75%



数据来源: 公司公告, 派代网, 东北证券

京东 POP 平台向商家提供 4 种合作模式, 发挥物流优势, 分别是 FBP、LBP、SOP 和 SOPL。在 FBP 模式下, 商品的仓储和配送均由京东负责; 在 LBP 和 SOPL 模式下, 卖家负责商品的仓储, 京东仅负责配送服务, 消费者下单后卖家须将商品发至京东的分拨中心; 在 SOP 模式下, 商品的仓储和配送均由卖家自行负责。FBP 是京东力推的模式, 它介于京东自营和商家完全自营之间。在该模式下, 京东

向商家提供一个独立操作的后台，但仓储、配送、客服、售后等都由京东操作，商家需先备货到京东仓储，商品发票也由京东开具，京东直营商品所享受的服务（如货到付款、买家自提等），商家都能享受。商家因此能利用京东物流的时效性、节省客服人员，京东也能提高物流体系的利用率和积累供应链数据。**我们调研发现，目前有 5%~10%的第三方商家采用 FBP 模式，外加百分之十多的商家仅使用京东物流的配送服务，其中商城销售 TOP500 的商家中 40%左右已采用 FBP。**

在扣点率方面，FBP 均不高于 SOP，不少品类下 FBP 的扣点率比 SOP 低 1%~2%，主要是一些对物流质量要求不高的低值或小件商品（如服饰、各类小配件）。这是为了引导商家采用由京东提供仓配一体服务的 FBP 模式，同时京东也能利用物流收入弥补少收的佣金。

表 2: 京东 POP 平台 4 种合作模式的差异

合作模式	京东店铺	京东交易系统	京东仓储	京东配送	买家自提	货到付款	给顾客 开具发票方
FBP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	京东
LBP	✓	✓	×	✓	✓	✓	京东
SOPL	✓	✓	×	✓	✓	✓	商家
SOP	✓	✓	×	×	×	×	商家

数据来源：京东卖家论坛，东北证券

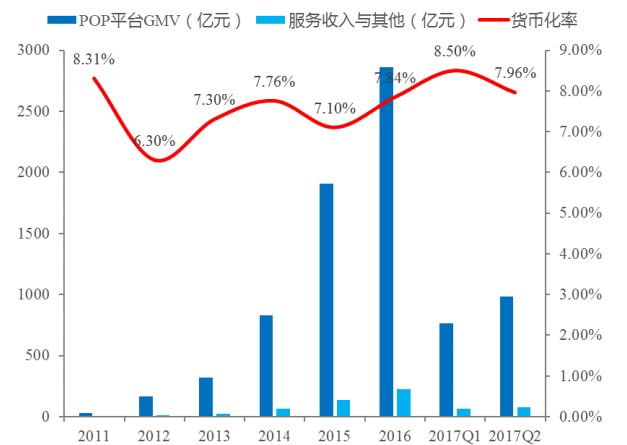
与天猫相比，京东平台扣点率普遍较高，且有上升趋势。京东 POP 平台对多数商品收取 6%~8%的扣点，3C、家电等毛利率低的产品扣点会低一些，另收取 1000 元/月的平台使用费。而天猫的扣点率普遍在 5%，部分类别如数码产品、食品饮料的费率可低至 2%，外加 0.5%的天猫积分折扣成本。我们实测的京东平台货币化率在 7%~8%之间，大致相当于 POP 平台的扣点外加一部分广告费和物流费。

从 2017Q2 起京东金融的收入不再纳入上市主体的收入中，而此前这部分收入计入京东的服务收入中，POP 平台的货币化率被一定高估，剔除京东金融后 17Q2 的货币转化率环比下滑，但从长期趋势看，POP 平台的货币化率在逐渐走高，反映京东在逐渐提高平台扣点。

平台扣点不占优势，但京东用户和流量的质量更优。京东以自营起家，具备相对值得信懒的形象，用户在逛京东时目的性更强，更容易直接下单，较少咨询客服。实测的数据显示京东的流量转化率高于淘宝和天猫。此外，京东当初从 3C、家电产品做起，这些商品单价较高，所积累的客户以城市和高收入群体为主，能承受更高的客单价。

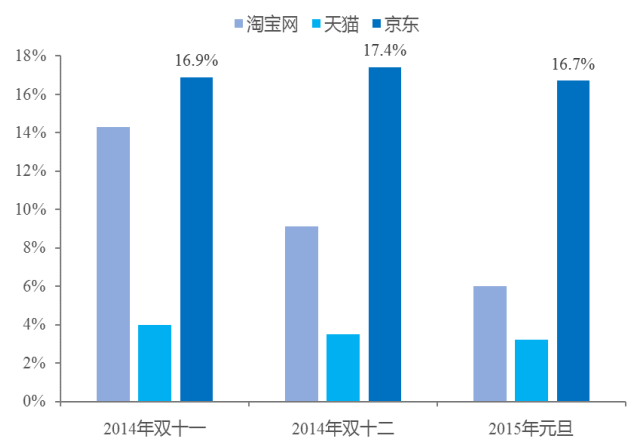
与扣点相比，广告支出是天猫商家的主要成本，天猫的实际运营成本高于京东，而京东的免费广告资源更多。天猫的营销体系相对成熟。有直通车、淘宝客、钻展等营销工具，但这些都是收费工具，商家的营销成本较高；而京东的资源有很多是免费的，只要商品符合提报规则且报名及时，即可免费上展位。**在 POP 平台收入中，佣金占 50%左右；其次是广告费，占比 30%左右；第三是物流服务收入，占百分之十几，未来广告收入占比有一定提升空间。**

图 16: 京东 POP 平台的实测货币化率在 7%~8%



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 京东的实测流量转化率高于淘宝和天猫



数据来源:《基于 MapReduce 的校园网用户网购偏好分析》

注: 转化率=用户购买量/用户商品页面浏览量,

表 3: 京东&天猫部分类别商品佣金费率对比

类别	京东				天猫	
	SOP	FBP	平台使用费	保证金	软件服务费率	软件服务年费
服饰	8%	7%	1000	30000	5%	30000~60000
鞋靴	8%	7%	1000	30000	5%	60000
箱包	10%	9%	1000	30000	5%	60000
家具	8%	7%	1000	30000	5%	60000
汽车用品	2%~8%	2%~6%	1000	50000	3%	30000
医药保健	6%~8%	6%~8%	1000	50000	3%	30000
母婴	3%~8%	3%~8%	1000	30000~100000	2%~5%	30000~60000
美妆个护	4%~6%	4%~6%	1000	50000	4%	30000
食品饮料	3%~5%	3%~5%	1000	50000	2%	30000
生鲜	3%	3%	1000	50000	2%	30000
手机	6%	5%	1000	100000	2%	30000
图书	6%	/	1000	30000	2%	30000
数码	2.5%~8%	2.5%~8%	1000	60000~100000	2%	30000
电脑办公	4%~8%	4%~8%	1000	60000~100000	2%	30000
家用电器	4%~8%	4%~8%	1001	50000~100001	2%~5%	30000

数据来源: 公司官网, 东北证券

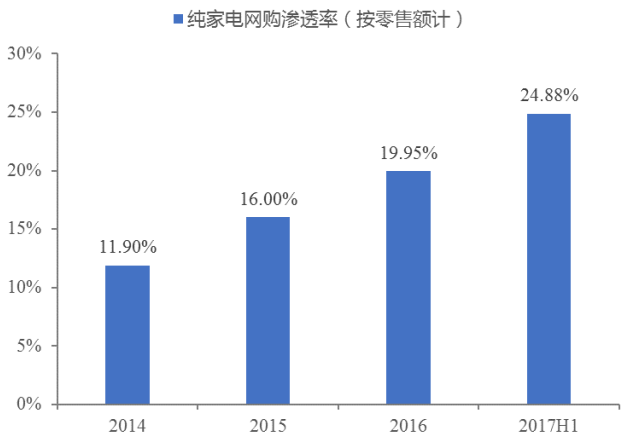
2.3. 优势品类: 3C&家电龙头地位稳固

京东以 3C 和家电起家, 在该细分领域积累了稳定的用户群体和良好的口碑, 并拥有大量稳固的供应商关系。在规模上, 京东在 3C 和家电方面的销售规模相对各线上线下友商有显著优势, 京东在线上的龙头地位稳固, 而随着网购渗透率的提高, 京东在 3C 和家电领域的全渠道龙头地位已经显现。

纯家电网购渗透率持续提高, 京东超越苏宁成为最大家电零售商。根据《中国家电网购分析报告》的统计, 2017H1 纯家电 (不含移动终端) 网购渗透率已达 24.88%, 较 2016 年全年提升近 5pct, 预计到 2018 年家电市场网购渗透率将超过 30%。目前家电零售渠道可细分为全国性家电连锁、大型商超、区域家电连锁、百货商店、乡

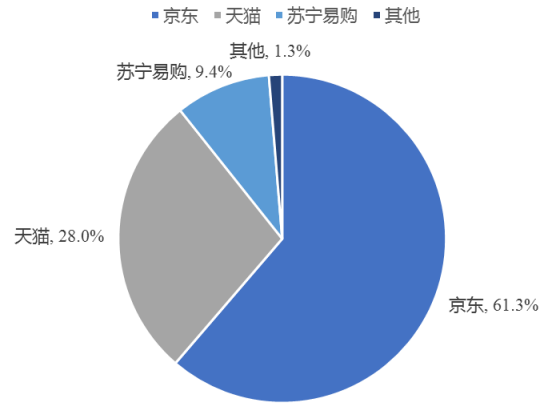
镇家电专卖店、企业直营店和电商渠道，2016 年电商渠道已跃升为家电零售第一渠道，京东也超越苏宁成为线上线下最大家电零售商。2017H1 京东在家电（含移动终端）网购市场占比 61.3%，继续保持全渠道最大家电零售商的地位。

图 18: 2017H1 纯家电网购渗透率达到 24.88%



数据来源：中国家电网购分析报告，东北证券

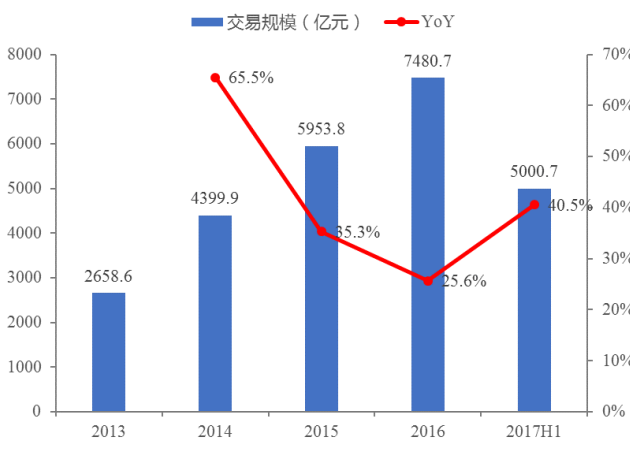
图 19: 2017H1 各电商平台家电零售份额占比



数据来源：中国家电网购分析报告，东北证券

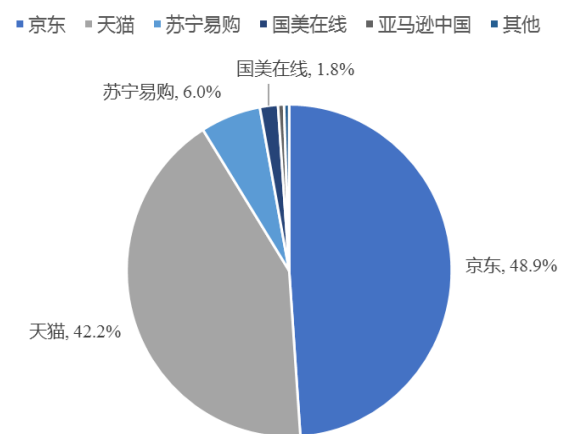
3C 数码潜力巨大，京东扩大优势。根据易观智库的统计，2016 年中国 3C 数码品类 B2C 市场规模达 7480.7 亿元，2017H1 该市场规模为 5000.7 亿元，同比增长 40.5%（同比+14.6pct），增速同比反弹明显。2017Q2 京东在 3C 数码 B2C 市场中占比 48.9%（环比+1.8pct，同比+5.1pct），稳居市场第一，龙头优势扩大，同期天猫以 42.2% 的市场份额位居第二。

图 20: 中国 B2C 市场 3C 数码品类交易规模



数据来源：易观智库，东北证券

图 21: 17Q2 中国 B2C 市场 3C 数码市场份额



数据来源：易观智库，东北证券

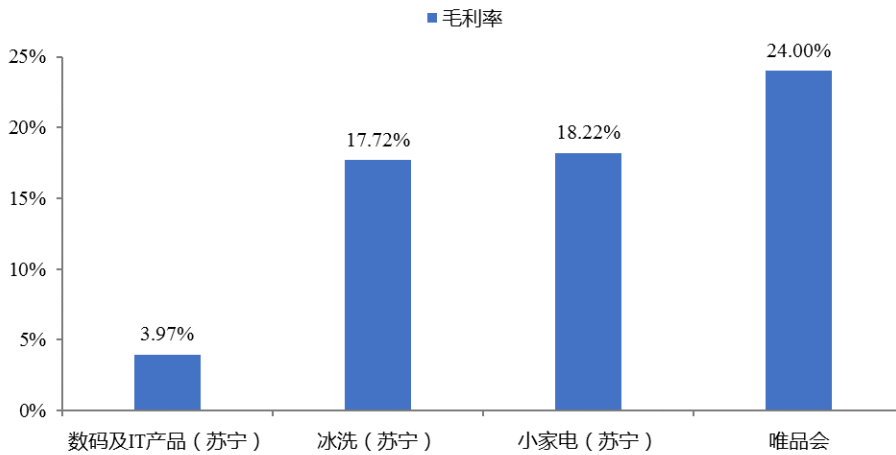
2.4. 扩品类：发力服饰+快消品，打造综合电商平台

2.4.1. 服饰：女性用户占比上升，品牌升级形成差异化竞争

与京东传统的 3C 和家电相比，服饰具有更高的毛利空间。以苏宁和唯品会为例，2016 年苏宁的数码和 IT 产品的毛利率仅有 3.97%，以冰洗为代表的大家电以及小家电的毛利率则能分别达到 17.72% 和 18.22%，但以服饰为主要品类的直营电商唯品会的毛利率则能达到 24%。除了高毛利率以外，服饰还有高复购率和女性用户为主的特点。对于以 3C 和家电起家、男性用户为主的京东，发展服饰品类可以提高

毛利率和复购率、拓展用户群体和满足存量用户的多样化需求。

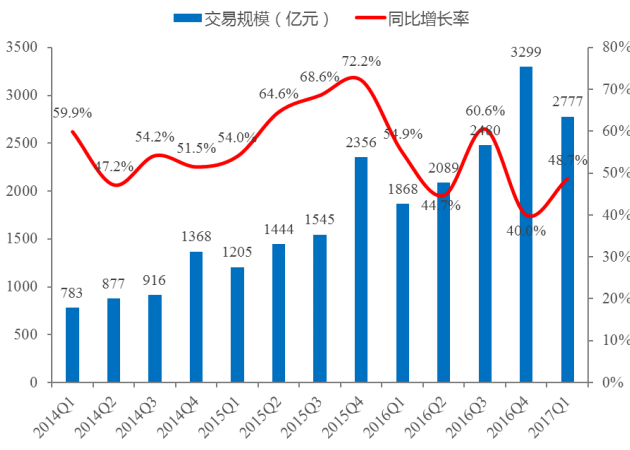
图 22: 2016 年唯品会的毛利率高于苏宁云商的各电器品类



数据来源: 东北证券, 公司公告

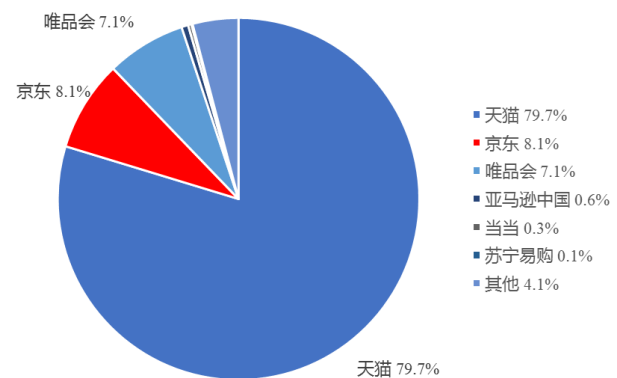
B2C 服饰网购交易规模保持高速增长, 天猫占据绝对优势。根据易观智库的统计, 自 2014 年以来我国 B2C 服饰网购交易规模一直以 40% 以上的增速增长, 2016 年交易规模达 9736 亿元。在淘宝和天猫的推动下, 服饰品类是网购渗透率最高的品类之一, 据中国电子商务研究中心的统计, 2016 年我国服装网购渗透率达到 36.9%。单看服饰 B2C 市场, 天猫在市场份额上占据绝对优势, 17 Q1 天猫以 79.7% 的市占率大幅领先, 而京东、唯品会分别以 8.1%、7.1% 的市占率位居第二、第三。近年来阿里联手苏宁, 在电器直营、供应链和物流等京东的传统优势领域展开竞争, 而京东则进入阿里最核心的服饰品类对其形成一定牵制。

图 23: B2C 服饰网购交易规模高速增长



数据来源: 易观智库, 东北证券

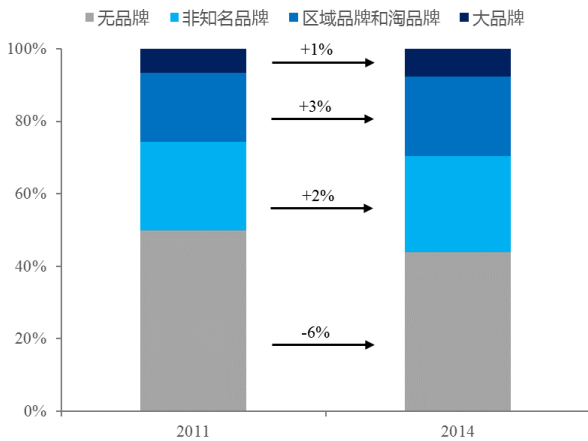
图 24: 17Q1 天猫京东分列 B2C 服饰网购市场前二



数据来源: 易观智库, 东北证券

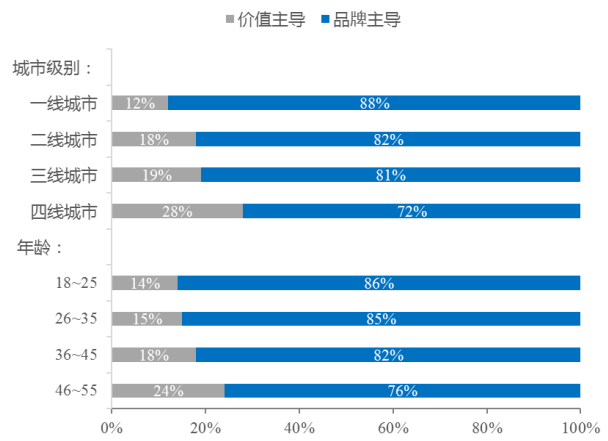
服装品牌化趋势明显, 大城市和年轻群体更具品牌意识。根据埃森哲的调研, 一二线城市群体相比三四线城市群体, 年轻群体相比中年群体, 均更具备品牌主导的购物意识。以淘宝+天猫平台为例, 根据阿里研究院的数据, 2014 年大品牌服装、区域品牌和淘品牌服装、非知名品牌服装的销售占比分别较 2011 年提升 1%、3%、2%, 而无品牌服装的销售占比则下降 6%。不过即便如此, 2014 年淘宝+天猫平台上非知名品牌和无品牌服装的销售占比依然占据约 70% 的份额。

图 25: 品牌服饰交易额占比提升



数据来源: 贝恩咨询, 阿里研究院, 东北证券

图 26: 大城市和年轻群体购物时更具品牌意识

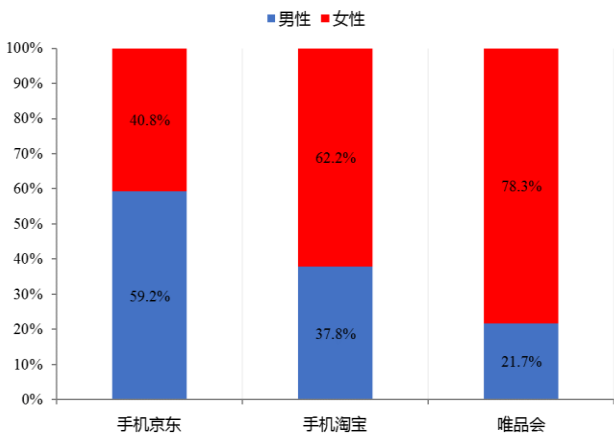


数据来源: 埃森哲, 东北证券

京东女性用户占比上升, 服饰已成为京东首单占比最多的品类。早在 2012 年初, 在当时京东的 8000 万注册用户中, 男性用户占比 60% 以上。2012 年 6 月, 京东女性注册用户首次超过男性, 占比 52%。然而, 根据极光大数据的监测, 手机京东男性活跃用户仍占比 59.2%, 女性活跃用户占比 40.8%; 同期手机淘宝、唯品会的女性活跃用户占比分别高达 62.2%、78.3%。不过, 在促销期间京东女性用户表现活跃。在 2017 年“618”店庆期间, 女性用户数量达到去年同期的近 2 倍。

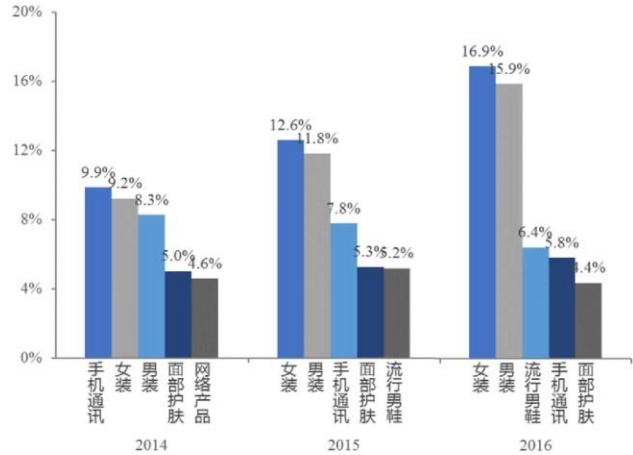
另一方面, 服饰已经成为京东拉新的最重要品类。在 2015 至 2016 年, 女装和男装已经超越手机通讯产品, 连续两年位居京东用户首次下单占比最高的两个品类, 2016 年两个品类首单占比合计达 32.8%。

图 27: 17H1 京东淘宝唯品会女性活跃用户占比



数据来源: 极光大数据 APP 监测平台, 东北证券

图 28: 女装和男装连续 2 年为首单占比最高品类

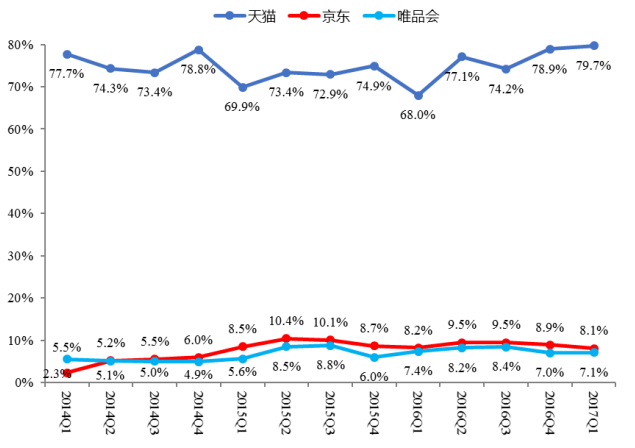


数据来源: 京东大数据平台, 东北证券

B2C 服饰网购市场份额连续 3 年超越唯品会, 日用百货类商品 GMV 已超过 3C 和家电类。自京东在 2014 年发力服饰品类以来, 京东在 B2C 服饰网购市场的占比在 2014 年 Q2 就超过唯品会, 至今一直保持第二的位置。虽然京东的市占率仍大幅落后天猫, 但其市占率在 2015 年和 2016 年的 Q2 和 Q3 均有阶段性上升, 我们认为这是京东每年的“618”店庆促销活动所致, 这显示京东在服饰品类的促销活动是有效的。京东日用百货类 GMV 占比逐年提升, 2017Q2 日用百货类商品贡献 GMV 达 1196 亿元, 占比超越 3C 和家电类产品达 51%。2016 年服饰鞋类是其百货类商品中最大且具备稳健增长的品类。

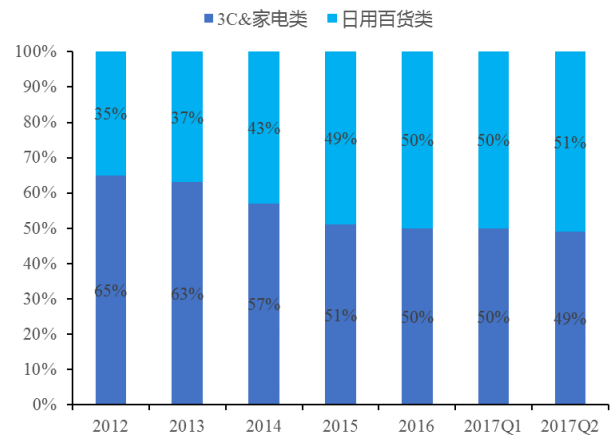
2017年3月，京东大服饰事业部从服饰家居事业部中分拆出来，并于6月更名为时尚事业部。新任事业部总裁的丁霞女士曾任美国汉佰集团大中国区总经理、尼尔森担任零售研究副总裁，有20年在国际零售行业的工作经验，是最早推动服装电子商务的高管人士之一。**2017Q2 京东服饰鞋类中大品牌的GMV规模增长超过80%**。根据易观智库的数据估算，2017Q1 京东服饰的交易规模为225亿元，占同期京东百货类GMV（915亿元）约25%。

图 29: 中国 B2C 服饰网购市场份额变化



数据来源：易观智库，东北证券

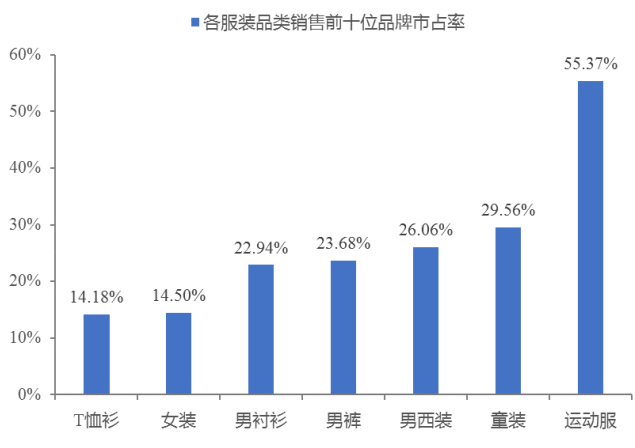
图 30: 京东日用百货类 GMV 占比超过 3C 家电



数据来源：公司公告，东北证券

利用 POP 平台拓展商家规模，以 POP 平台为蓄水池选择销量高的产品做自营。与电器、图书等相比，服饰的 SKU 众多且周转较慢，直营和仓储物流相对难做。京东选择以 POP 平台拓展服饰类商家，将人员拆分到各个子品类进行有针对性的管理。截至 2017Q2，京东 13 万平台商家中有 8 万来自时尚事业部。同时，京东以 POP 平台为蓄水池，从中选择销量高的产品来做自营，以发挥自身在品质口碑和物流效率方面的优势。

图 31: 16 年 5 月全国大型零售企业服装品牌 CR10



数据来源：中华全国商业信息中心，东北证券

图 32: 京东部分入驻女装品牌

MANGO	MO&Co.	茵曼	fiona.chen	ASOBIO.
GIRDEAR 彩	FOREVER 21	edition MO&Co.	3COLOR 三彩	HAZZYS h
PORTS	LALABOBO	UPPC 上品	SNOW LOTUS 雪莲	GOELIA 歌莉娅
Etam	broadcast: 播	UIN 欧莎	UR 都市丽人	LRUD
MsShe 大明女装	PIPIGOU 皮皮狗	UGOCCOM	Dabuwawa 黛芭娜娜	lily
BANANA BABY	芮三事	森宿	颜城 YANEE	EFEN FRANCE
奥图 芮三事	AUDREY WANG	BrandLabel	ICY	betu
IPANDA	宿遇	FOREVER 21	OSIF 欧莎	TAMMY TANGS 糖力
茵曼	Candie's	FOREVER 21	CHIU-SHUI 秋水伊人	季候风 SEASONS WIND

数据来源：公司官网，东北证券

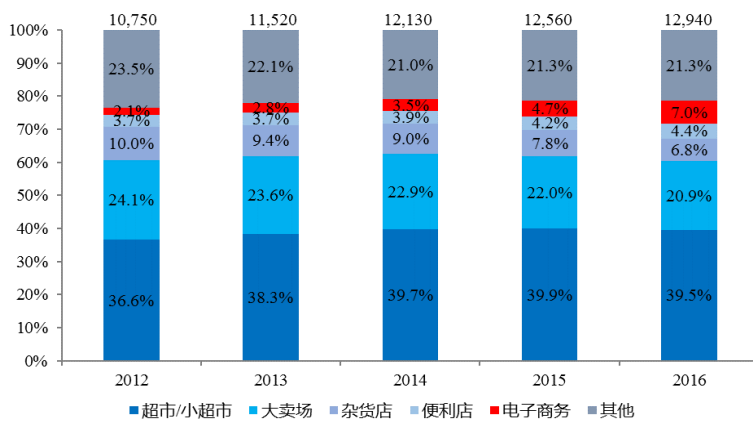
服装品牌集中度低，大力招揽品牌入驻，走时尚高端路线。京东自营业务积累了正品和品质的口碑，为迎合消费升级，与天猫形成差异化，京东大力招揽国内外服饰品牌，其中不乏 HUGO BOSS、Calvin Klein 和 Under Armour 等国际时尚大牌。服饰品牌集中度很低，部分商家的站队行为对京东的牵制有限，据统计 16 年 5 月全国大型零售企业女装品牌 CR10 仅 14.50%，消费者对服饰有较强的个性化诉求。京

东将优先支持大品牌发展，运用平台的数据分析系统、营销工具等帮助大品牌商家进行需求预测和营销，以大品牌商家带动平台中小品牌商家的发展，优化平台生态。加入 AAFA 和战略投资 Farfetch，为引进国外高端时尚品牌构筑桥梁。京东于 2017 年 4 月正式成为美国服装和鞋履协会（American Apparel & Footwear Association, AAFA）的会员。AAFA 是美国一家管理时尚品牌化学物质使用情况的非营利性组织，认证会员超过 1000 个，包括 Marc Jacobs、Calvin Klein、Gap、Tommy Hilfiger、Levi's 等。在全球范围内获得 AAFA 认证的零售商仅 9 家，京东是北美以外唯一获得认证的零售商，这将提高京东在招揽国外品牌入驻时的谈判能力。2017 年京东战略投资国外奢侈品平台 Farfetch 并上线自营奢侈品平台 TOPLIFE，共同布局国内高端时尚市场。

2.4.2. 快消品：联手沃尔玛，扩张品类&提升效率

快消品销售额增速放缓，但电商渠道是一片蓝海。快消品，英文简称 FMCG（Fast Moving Consumer Goods），是指使用寿命较短、消费速度较快的消费品，主要是日常用品，包括个人卫生用品、食品饮料和烟草等。根据贝恩咨询的调查，2012~2016 年国内城镇快消品零售渠道销售额复合增长率仅 4.8%，而电商渠道的销售额复合增长率则高达 40.8%，但 16 年电商渠道占比仍只有 7%，占比依然相对较低；同时，电商渠道的增长有 47% 是依靠取代其他渠道获得的，但有 53% 是依靠渠道自身的自然增长获得的。根据易观智库的统计，目前 26 个大类的快消品市场规模约为 1.8 万亿~2 万亿元人民币，假如按照 4% 的全国线上销售占比来测算，目前国内快消品线上市场规模已达 720 亿~800 亿元。

图 33: 快速消费品城镇零售渠道销售额（亿元）



数据来源：贝恩咨询，东北证券

快消品客单价低，履单成本相对较高，不适宜在早期推广，但复购率很高。快消品由客单价较低且 SKU 众多，导致单位销售额的物流成本较高。快消品的线下渠道广泛分布，消费者对获得快消品的便利性要求较高，但早期的快递物流建设难以满足需求。然而，快消品的消费频次和复购率很高，当电商平台的其他品类足够丰富以后，利用快消品可以有效地吸引流量和留存用户。

物流设施更高效和便捷，巨头积极布局网上超市。随着线上其他商品品类逐渐丰富，发展网上超市的时机已经成熟：（1）物流设施完善，可满足消费者便利性需求：天猫超市当日达/次日达已覆盖 1000+ 区县，京东自建物流已覆盖 2493 个区县，其中 85% 的订单都是当日达和次日达。（2）熟悉并习惯网购的 80~90 后逐渐成为家庭消费的主导人群，城市生活节奏加快促使人们通过互联网解决日常消费。（3）线上能比线下提供更丰富的商品品类。（4）快消品传统渠道销售额增速放缓，线下零售商

积极开拓线上渠道。(5)对京东而言,京东在全国拥有710万平方米仓储面积,8万余名仓储配送人员,线上快消品规模增长潜力巨大,将有望进一步摊薄物流成本。目前阿里京东两大电商巨头已在积极布局,未来如何通过**扩大快消品品类和提高配送效率**以满足消费者需求,通过**扩大规模和完善物流体系**以**降低成本**将成为网上超市发展重点。

表 4: 近年来电商平台积极布局网上超市

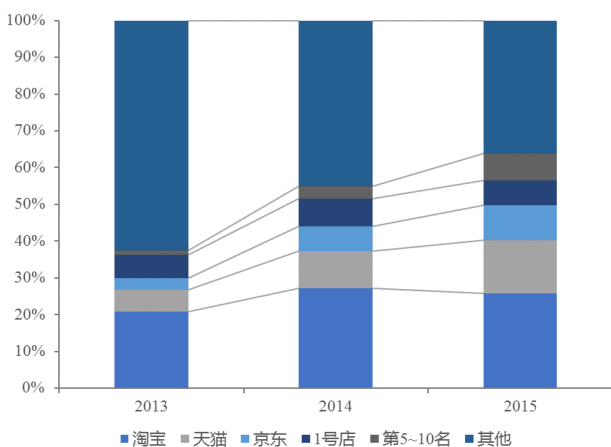
	2008~2011	2012~2013	2014	2015	2016
战略	1号店成立 1号店获沃尔玛投资	天猫超市上线 京东超市上线	1号店和全家携手开通上海300个自提点	京东43.1亿元入股永辉超市(10%股权)	麦德龙入驻天猫超市 京东收购1号店
服务区域扩张		1号店在上海推出“准时达”服务	1号店“社区直达”服务升级 1号店华南区总部东莞正式运行	天猫超市砸10亿推广,在北京实现“当日达”	天猫超市“双20亿计划”,实行“贵一赔十” 菜鸟在新疆建立商品集货地
品类扩充	1号店大规模上线生鲜产品	1号店自营生鲜产品上线	/	/	京东超市与天天果园合作
品牌合作	/	1号店携手宝联欧三大品牌启动“品牌直通车”	/	/	上海家化和京东签署战略合作

数据来源: 易观智库

快消品线上渠道走向整合。根据贝恩咨询的数据,在快消品线上销售渠道中,排名前十的电商零售额占比由2014年的55%上升至2015年的64%,集中度提升;其中天猫和京东的份额提升最明显,而淘宝则略微下降,线上渠道由C2C向B2C整合。此前天猫超市和京东超市先后宣布要在2018年和2017年达到千亿规模。

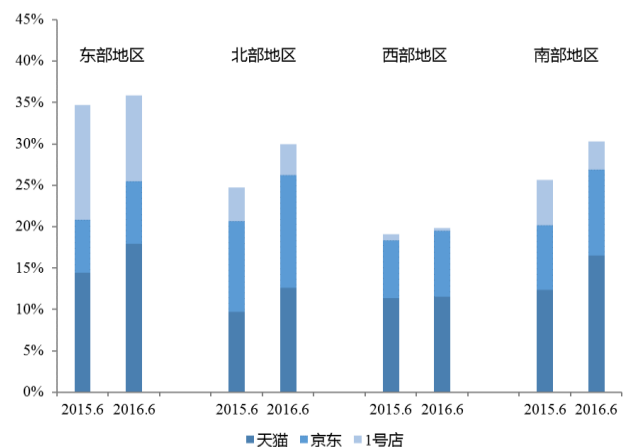
1号店并入京东区域和品类优势互补。已并入京东的1号店年GMV达200多亿,凯度消费者指数的数据显示,虽然在2016年1号店的市场份额下降明显,但其在华东和华南地区依然占据可观的市场份额,尤其在华东地区与京东形成很好的区域优势互补,有助于京东提升规模效应。目前1号店已和京东实现联合采购、物流、营销等全供应链整合,未来将聚焦食品等优势品类,进行差异化运营。

图 34: 国内线上渠道快消品零售额占比



数据来源: 贝恩咨询, 东北证券

图 35: 快消品线上零售分区域市场份额



数据来源: 凯度消费者指数, 东北证券

战略联手沃尔玛，用户、门店、库存互通合作。2016年6月，京东与沃尔玛达成战略合作，1号店的品牌、网站、APP并入京东，山姆会员商店和沃尔玛线下门店分别进驻京东商城和京东到家，同时双方将在供应链、物流、线上线下融合方面展开合作。2017年7月25日，京东和沃尔玛联合打造“88购物节”，双方宣布将在用户互通、门店互通和库存互通3个方面展开合作：

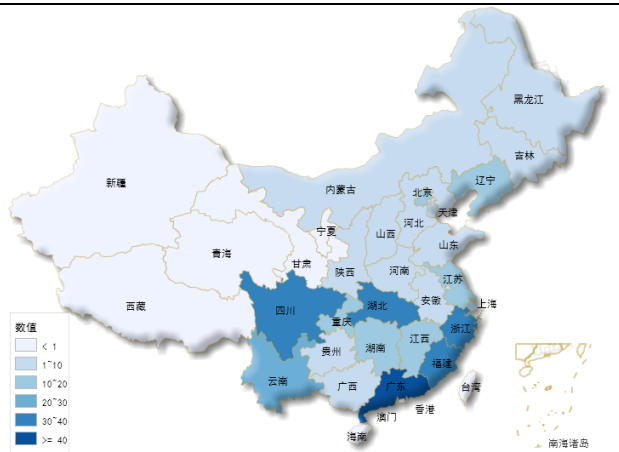
1、用户互通：通过联合促销实现线上线下用户流量的相互转化。消费者在沃尔玛线下门店或京东的沃尔玛旗下店铺消费，将有机会获得对应的线上或线下的优惠券，实现线上和线下相互引流。

2、门店互通：沃尔玛旗下的沃尔玛官方旗舰店、沃尔玛全球购官方旗舰店、山姆会员商店官方旗舰店、山姆会员商店全球购官方旗舰店、ASDA全球购官方旗舰店五家官方旗舰店全部进驻京东商城，其中沃尔玛官方旗舰店先期精选出1700多种商品进驻。

已有134家沃尔玛门店入驻京东到家平台。沃尔玛京东到家门店以生鲜、牛奶、酸奶、面包等为重点，而沃尔玛官方旗舰店以食品饮料、母婴、个人护理用品、家庭用品为重点。另外至少有60多家永辉超市门店接入京东到家，京东到家接入实体门店数量已达7万多家，覆盖全国22个主要城市。17H1京东到家营业收入超过去年同期的7.5倍，2017年6月沃尔玛在京东到家的GMV达到1月的4.5倍，永辉在京东到家的GMV也较1月增长超过2倍。

3、库存互通：京东与沃尔玛在供应链和后台技术方面深度探索，实现线上线下库存信息共享，商品存量打通。消费者在京东平台下单某商品后，如果系统判定商品从沃尔玛的门店进行配送为最优路径，后台订单管理系统会下发指令给到对应的沃尔玛门店，随后由沃尔玛门店的工作人员进行商品出库及打包，京东快递将在每天指定时间去沃尔玛门店提取商品并进行配送。

图 36: 沃尔玛大卖场在国内的分布



数据来源：公司官网，东北证券

图 37: 京东与沃尔玛三方面互通合作



数据来源：东北证券

2.5. 京 X 计划全方位触达用户，会员体系提升用户价值

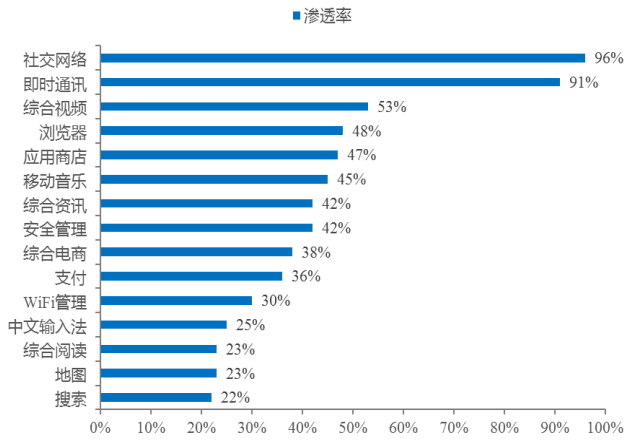
2.5.1. 联手巨头抢占流量入口，发力无界零售+精准触达两大目标

刘强东提出第四次零售革命，无界、精准是这次革命的关键词。前三次零售革命围绕成本、效率、体验相继衍生出百货、连锁、超市三种业态。第四次零售革命依然围绕降低成本、提升效率和改善用户体验，关键在于无界和精准。所谓无界，指的是消费者的购物场景会越来越分散，购物入口也会变得分散而多变，因此零售商不应固守单一的入口，而应以客户为中心，服务于多变的场景。所谓精准，指的是从“大众市场”过渡到“人人市场”，从品类和市场为单位进行管理过渡到满足每个

人独特的需求。因此，如果说无界、精准是第四次零售革命的关键词，那么无界的关键在于流量入口，精准的关键在于用户数据。

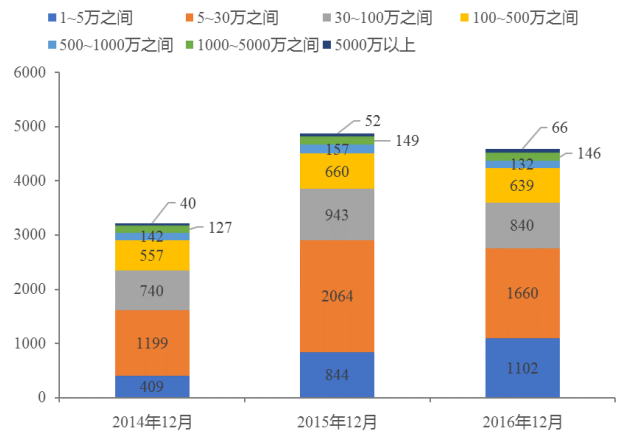
手机应用使用场景分化，用户向各类头部应用集中。目前渗透率排名靠前的 APP 类别包括社交、即时通讯、视频音乐、浏览器、综合资讯、安全管理等，这几类 APP 的渗透率都在 40% 以上。另一方面，头部应用占据了多数的用户，据统计从 2015 年 12 月至 2016 年 12 月，月活跃用户在 5 万至 5000 万之间的各区间应用数量都出现不同程度的下滑，同时应用总数也出现下滑，而月活在 5000 万以上的应用则从 52 个增加到 66 个。

图 38: 移动互联网各类应用渗透率排名 (2016.10)



数据来源: 易观智库, 东北证券

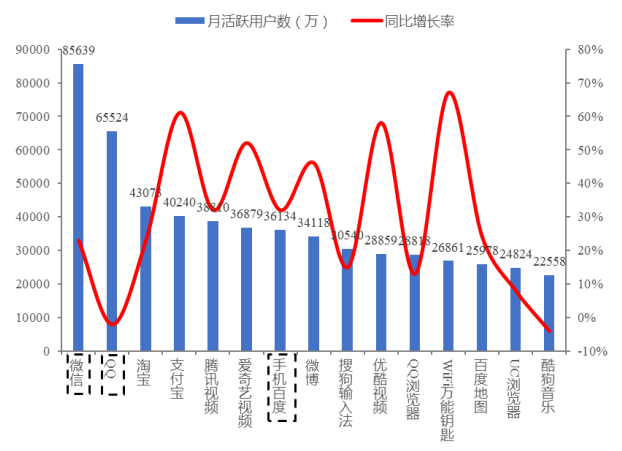
图 39: 各规模区间 MAU 的应用数量



数据来源: QuestMobile, 东北证券

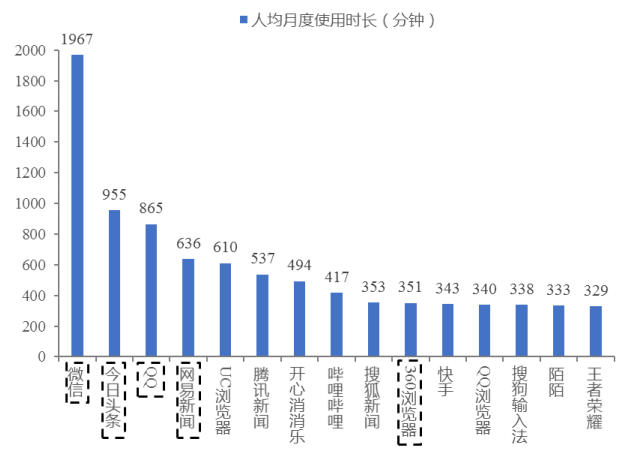
京 X 计划的合作伙伴均拥有巨大的用户基数和良好的用户粘性。京 X 计划的合作伙伴包括腾讯、今日头条、百度、奇虎 360 和网易。据统计，微信、QQ、手机百度、360 手机卫士、今日头条、网易新闻的月活跃用户分别排在第 1、2、7、21、22、50 名（后三者在下图未显示），均是月活过亿的庞大应用。用户粘性方面，微信、今日头条、QQ 和网易新闻的人均使用时间均排名靠前，进行新闻分发的今日头条的人均使用时间超过了 QQ，微信的人均使用时间则达到每天 1 小时以上。

图 40: 各应用月活跃用户排名 (2016.12)



数据来源: QuestMobile, 东北证券

图 41: 各应用人均使用时间排名 (2016.12)



数据来源: QuestMobile, 东北证券

注: 仅对月活跃用户排名前 100 的应用排名

自 2014 年腾讯入股京东以来，京东开始与各大互联网巨头达成合作。2015 年 10 月，

京东与腾讯推出“京腾计划”，双方共同打造名为“品商”的创新生意平台，该平台可为品牌商家提供包括“精准画像”、“多维场景”和“品质体验”等在内的营销解决方案。

2016年9月至今，京东与各互联网公司展开合作，以无界零售和精准触达为抓手，合作内容主要包括3个方面：

1、**流量导入**。“京X计划”最显著的合作内容是各合作方都在各自的拳头应用中为京东开设一级购物入口，用户无需安装或唤醒京东官方APP即可完成购物。京东的电商服务直接嵌入到各个场景中，直接触达各类别头部应用的使用人群。

2、**数据合作**。各类APP代表用户的不同使用场景，然而同一用户在不同场景下的行为数据却没有打通。通过“京X计划”的几次联姻，京东将用户的购物行为、社交行为、兴趣属性、手机使用习惯等各方面数据打通，描绘完整的用户画像，帮助京东和第三方商家将产品信息精准传达给用户。

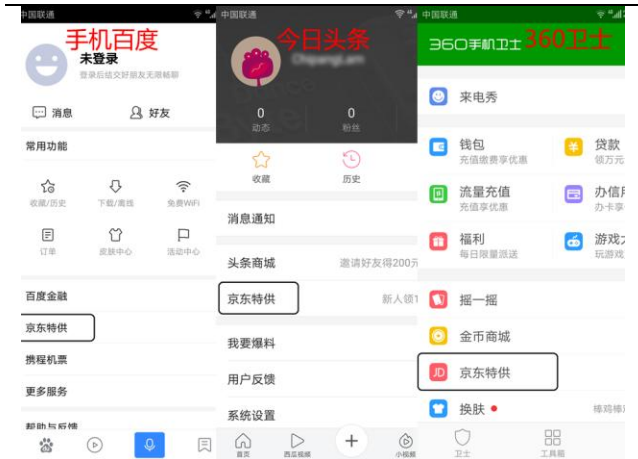
3、**内容电商**。2016年，阿里巴巴和京东相继上线淘宝头条和京东达人平台，商家能够以自媒体的形式，通过文字、图片、直播等手段，向消费者推介商品。将每个SKU变成内容载体，电商不仅是商品的提供方，也成为了内容的提供方。“京X计划”将京东号与今日头条、360众媒平台、网易直播等内容平台进行对接，增加京东号作者的曝光渠道，同时帮助头条号、网易号等作者利用京东来实现。

图 42: 京腾计划、京条计划、京度计划、京奇计划、京易计划相继诞生



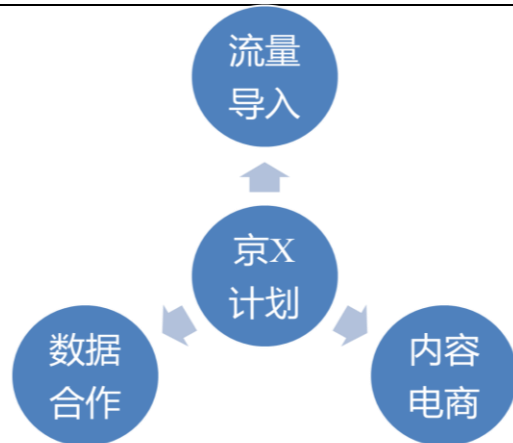
数据来源：东北证券

图 43: 百度、头条、360 为京东提供一级入口



数据来源：各官方APP，东北证券

图 44: 京X计划主要包括3大方面



数据来源：东北证券

京东拓展消费场景，各大互联网公司增加变现途径。微信和手机QQ、今日头条、360手机卫士等是各主要移动场景的头部应用，京东切入这些消费场景，有助于满足消费者多场景、碎片化的购物需求。另一方面，电商是流量变现的主要途径之一。在

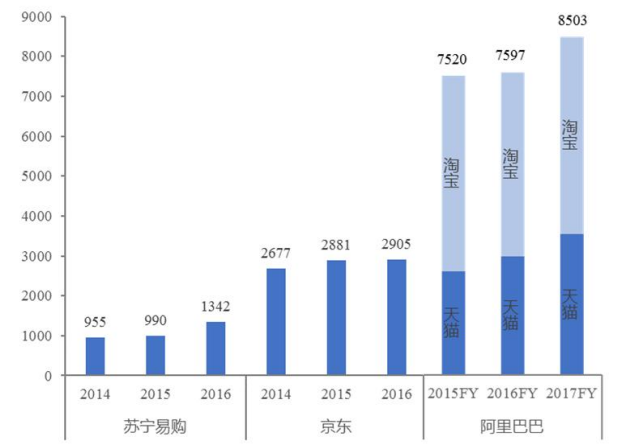
综合电商领域，头部电商占据大部分市场份额，各大互联网公司自建电商难获优势，联手京东能马上获得电商这个变现手段。更重要的是，与阿里多领域布局不同，京东深耕零售领域，与其他各大互联网企业并无直接利益冲突，因此得以接连与几大互联网巨头达成合作。

2.5.2. 建立付费会员体系京东 Plus，提升用户价值

京东单活跃用户年交易额有所提升，高于苏宁与天猫相当。2016 年京东单活跃用户年交易额为 2905 元，较 2015 年有所提高，是同期苏宁易购的 2 倍以上，接近于 2017 财年天猫的单活跃用户年交易额（3533 元）。考虑到阿里和京东在 GMV 统计方法上的差异（京东剔除 2000 元以上未实际成交的订单，阿里仅剔除部分大额未成交订单），那么京东的单活跃用户年成交额与天猫大致相当。

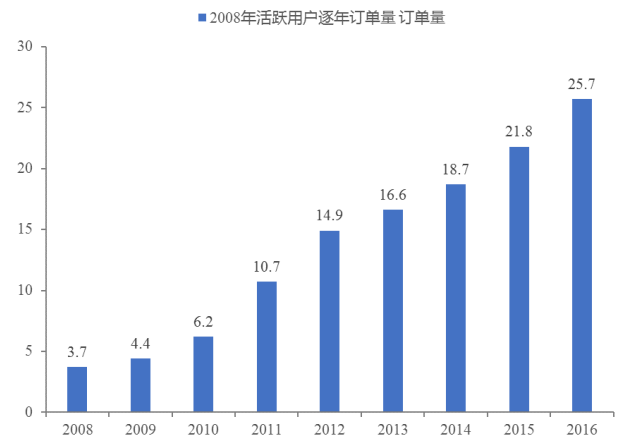
京东 2008 年活跃用户下单量逐年提高，忠诚度加强。京东 2008 年活跃用户的年下单量由 2008 年的 3.7 单上升至 2016 年的 25.7 单，8 年间增长近 6 倍。这显示京东的用户粘性和忠诚度在逐年加强，同时其存量用户的价值还有很大的挖掘空间。

图 45: 各电商平台用户单活跃用户年交易额(元)



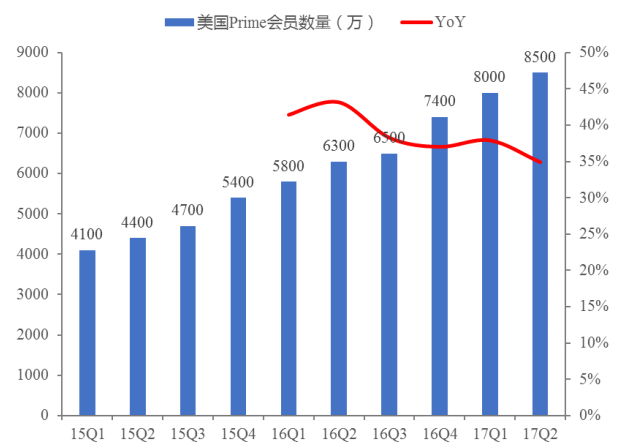
数据来源：公司公告，东北证券。

图 46: 京东 2008 年活跃用户年下单量



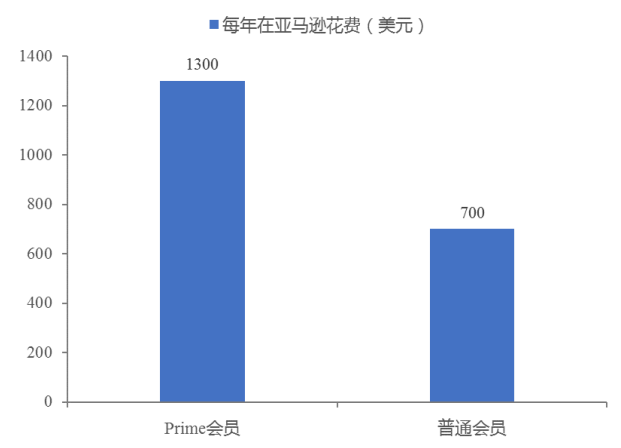
数据来源：公司公告，东北证券

图 47: 美国亚马逊 Prime 会员数量(万)



数据来源：公司公告，东北证券

图 48: Prime/普通会员年消费额(美元, 2017Q2)



数据来源：公司公告，东北证券

美国亚马逊 Prime 会员数量平稳增长，占比已达 63%。早在 2005 年，亚马逊在美国推出了 Prime 会员制度，开创了电商付费会员体系的先河。根据 CIRP 的调研，2017 年 Q2 美国亚马逊 Prime 会员数量已达 8500 万，同比增加 34.9%，增速同比下

跌 8.3pct，但依然保持中高速增长。2016 年 6 月，Prime 会员占美国亚马逊会员总数的比例首次超过 50%。2017 年 Q2 美国亚马逊 Prime 会员占比已达 63%，较一季度环比上升 3pct。

京东 Plus 对标亚马逊 Prime，Prime 会员的年消费额是普通会员的两倍以上。美国 Prime 会员每年在亚马逊消费约 1300 美元，而普通会员每年仅在亚马逊消费约 600 美元。也就是说，把一个普通会员发展为 Prime 会员，所新创造的消费额比新增一个普通会员还要大。

美国亚马逊 Prime 会员享受的优惠非常广泛。美国 Prime 会员年费为 99 美元，其可享受的免费服务和资源非常广泛，除了免费送货和提前参与秒杀活动以外，还包括海量的免费视频、音频、电子书资源以及无限的照片云储存空间等等。美国 Prime 会员广泛的免费资源和折扣优惠对消费者形成巨大吸引力。

中国亚马逊 Prime 会员的海外购免邮吸引力大。与美国 Prime 会员相比，中国 Prime 会员的年费仅需 388 元人民币，但缺失了各种免费资源的支持。不过，中国亚马逊依托其在海外购方面的优势，为 Prime 会员推出海外购满 200 元免邮费的服务，这是中国 Prime 会员最具吸引力的地方。

阿里巴巴 APASS 主要面向超高端客户，主打尊贵服务。阿里的 APASS 会员并不是一种付费会员体系，阿里会定向邀请淘气值在 2500 以上的用户加入 APASS 会员，而淘气值是对用户消费行为的综合打分。APASS 会员面向超高端客户，在所有用户中占比不足万分之一，个人年消费额中位数是 30 万左右。APASS 会员的重点不在于优惠，而是主打尊贵服务。每位 APASS 会员都有一位专属客户经理，负责处理各 APASS 会员的购物纠纷和提供各类贴心服务。

京东 Plus 价格亲民，优惠与服务相结合。与 Prime 会员相比，京东 Plus 的价格更为亲民，年费仅 149 元，并且综合了优惠和服务两方面。优惠方面，包括返赠京豆（相当于打 0.5%~2% 的折扣）、运费补贴、自营商品退货双免（免运费和免费上门取件）、免费电子书等。服务方面，PLUS 会员享受在线客服优先解答问题及 24 小时贵宾专线服务。

表 5: 亚马逊 Prime、京东 Plus 和阿里巴巴 APASS 会员体系对比

	亚马逊 Prime (美国)	亚马逊 Prime (中国)	京东 Plus	阿里巴巴 APASS
标志			会员 PLUS ⁺⁺	
开始时间	2005 年	2016 年	2016 年	2014 年
会员日	7 月 10 日	7 月 10 日	/	8 月 8 日
会员费	\$ 99 年	¥388 /年	¥149 /年	对淘气值>2500 的用户定向邀请
会员权益	免费送货 免费影视音乐资源 免费电子书/杂志 Audible 原创音乐专辑 Twitch 游戏折扣 无限照片云储存空间 信用卡积分奖励 提前 30 分钟参加秒杀	海外购满 200 元免邮 国内订单免邮 提前 30 分钟参加秒杀	专属优惠商品 购物回馈: 返京豆 (售价的 0.5%~2%) 自营运费补贴: 5 张运费券/月 畅读电子书 退换无忧 (自营): 免运费和免费上门取件 专属客服	直达客户经理 0 秒极速退款: 额度 1 万元 全年退货无忧: 每天赠送 1 次运费险

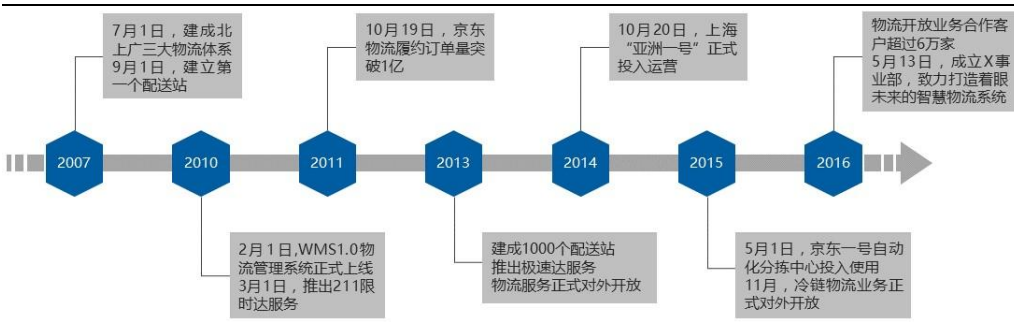
数据来源：东北证券，公司官网

3. 物流：十年积淀铸造高效物流设施，独立运营盈利可期

3.1. 优质的物流服务质量是京东的重要竞争优势

京东于 2007 年开始自建物流体系，迄今已有十年。2006 年至 2007 年，京东相继在上海和广州成立子公司，并开始自建物流体系。2007 年 7 月，京东宣布建成北京、上海、广州三大物流体系，总物流面积超过 5 万平方米。2010 年 3 月，京东建成华北、华东、华南、西南四大物流中心，并推出“211 限时达”配送服务。2014 年 10 月，京东自主研发和建设的上海“亚洲一号”大型仓库正式投入运营。2017 年 4 月 25 日，京东组建物流子集团，其物流业务将独立运营。

图 49: 京东物流发展历程

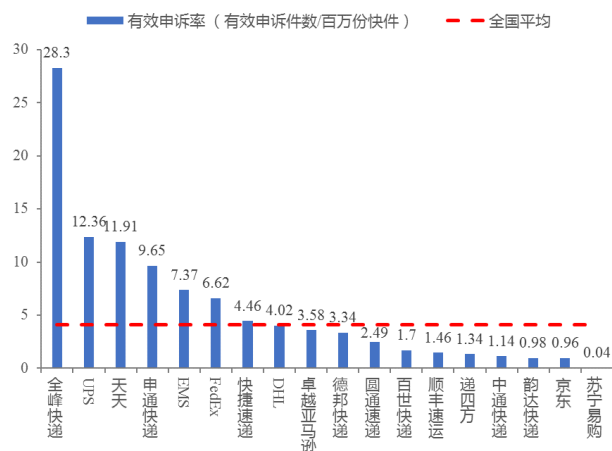


数据来源：公开资料，东北证券

京东物流服务质量优质，长期领先同行，向来是京东的重要竞争优势。国家邮政局公布的数据显示，2017 年 8 月京东的有效申诉率在主要快递公司中排名第二低，仅高于苏宁。在 17 年 6 月和 7 月，由于“618”促销导致快件暴增的缘故，京东的有效申诉率大幅增加，但仍低于全国平均水平。在大多数时候，京东的有效申诉率都保持在绝对低位。近一年来通达系的服务质量快速提升，以申诉率看 17 年 8 月韵达、中通的服务质量已经超越顺丰，京东相对通达系的优势被缩小但依然保持领先。

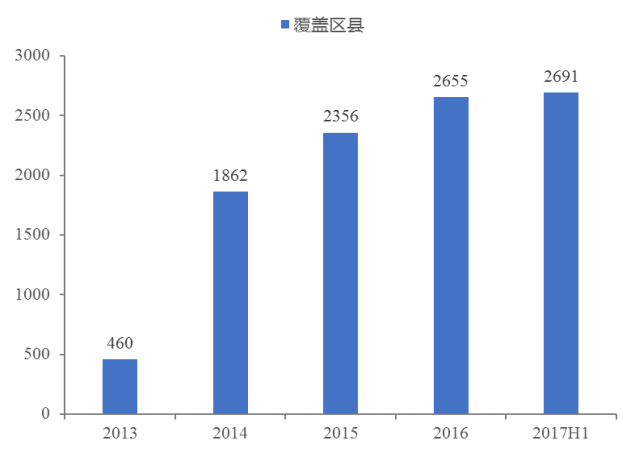
覆盖范围广泛，大件和中小件已实现中国大陆所有行政区县全覆盖。京东物流的覆盖范围由 2013 年的 460 个区县增加至 2017H1 的 2691 个区县。2016 年 12 月和 2017 年 6 月，京东相继实现大件和中小件物流体系在中国大陆所有行政区县全覆盖。

图 50: 京东的有效申诉率仅高于苏宁 (2017.8)



数据来源：国家邮政局，东北证券

图 51: 京东物流覆盖区县数不断增加



数据来源：公司公告，东北证券

分布式仓储体系助力京东实现快速配送。仓储布局是京东物流的核心。京东利用分布广泛的仓库，把商品放在离用户足够近的地方，从而使用户在下单后不久就能得

到货物，这是一种以空间换时间的做法。京东所使用的分布式仓储模式，是指企业在主要干线城市建立一级仓储，同时把二级仓库下沉到三四线城市区域，多点布局；单个仓库又被细分成 10 到 20 个小片区域，一个区域仓覆盖附近的一片区域供货。截至 2017H1，京东在全国 7 个主要枢纽城市设置了物流中心，在 25 个区域中心城市设置了前端分拨中心，另外在 22 个城市设有存放大件商品的独立仓库，在全国共有 256 个仓库。

图 52: 京东在全国的分布式仓储布局 (2017Q2)



数据来源：公司公告，东北证券

仓储规模和布局与苏宁相当，业务量远高于苏宁（不含天天）。 京东和苏宁均采用有别于顺丰等快递公司的分布式仓储布局，两者仓储规模相当（2017H1 京东仓储面积已超过苏宁），并且均远高于顺丰。顺丰主要依赖数量较多的中转中心和运输线路实现快件的快速分拣、中转和运输。业务量方面，根据国家邮政局的数据，2016 年京东配送的快件数为 12.98 亿件，远高于苏宁（不含天天，1.83 亿），与苏宁刚收购的天天快递的业务量（14.19 亿）相持平，但与顺丰（25.80 亿）、韵达（31.29 亿）、中通（45.43 亿）等相比有较大差距。

自营物流团队庞大，与顺丰相比有差距。 京东、苏宁（不含天天）和顺丰都采用自营物流的模式，自营物流团队是控制服务质量的关键所在。2016 年京东拥有物流人员接近 9 万人，接近顺丰的 10 万人，但在自有运输车辆和运输线路上相比顺丰有一定差距。

表 6: 京东、苏宁、顺丰物流业务对比 (2016 年末)

指标	京东	苏宁+天天	顺丰
业务量	12.98 亿/年	16.02 亿/年 (苏宁 1.83 亿+天天 14.19 亿)	25.80 亿/年
仓储面积 (万平)	561	583	76.4
仓储布局	7 个物流中心 (9 个亚洲一号仓库)	7 个自动化拣选中心 32 个区域配送中心	12 个枢纽级中转场 19 个航空铁路站点

	25 个前端分拨中心		127 个综合中转场
	22 个大件独立仓库		133 个简易中转场
	共 256 个仓库		
分拣效率	广州“亚洲一号”每台分拣机分拣效率 2 万件/小时以上，日处理能力超 100 万件	苏宁南京雨花基地分拣能力 1200 件/人小时，日处理能力 181 万件	顺丰仓储日均处理 40 万票，峰值 200 万票
配送网点	6906 (含自提柜)	苏宁 17000+ 天天 10000	13000
覆盖范围	2655 个区县	352 个地级市 2805 个区县	331 个地级市 2621 个区县
运输车辆	5600+ (自有)	43705	15000 (自有)
运输线路	2 万条	3708 条干支线	9600 多条运输干线 68000 多条运输支线
物流人员	88857	11952	101028
时效服务	京准达、极速达、211 限时达、次日达等	一日三送、急速达、半日达、次日达等	顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快等

数据来源：公开资料，东北证券

时效服务丰富且覆盖范围广，92%配送订单当日达和次日达。早在 2010 年京东就推出了“211 限时达”服务。目前京东的当日达、次日达已覆盖 1410 个区县，92% 订单当日达和次日达。提供预约送货服务的“京准达”已覆盖 246 个城市，而与之类似的苏宁“一日三送”服务仅覆盖 7 个城市。

表 7: 京东和苏宁物流的时效服务对比

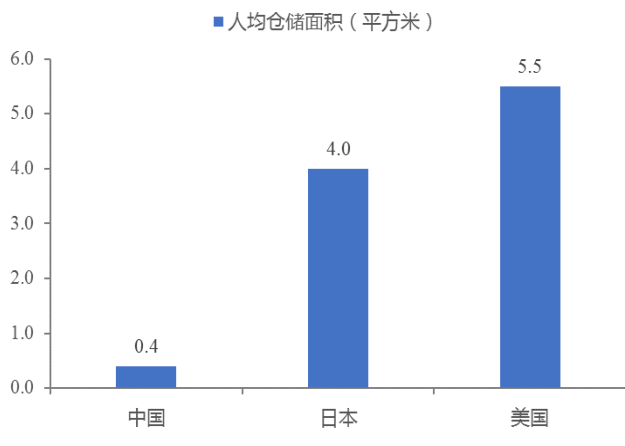
公司	时效服务	服务内容	覆盖范围
京东	京准达	在指定的时间段（精确至 2 小时内）送货上门	246 个城市
	极速达	在 8 点~20 点间下单，3 小时内送达；在 20 点~次日 8 点间下单，次日 10 点前送达；	北京、上海、广州、成都
	211 限时达	当日上午 11 点前提交订单，当日送达；当日 23 点前提交的现货订单，次日 15 点前送达	当日达、次日达覆盖 1410 个区县 52% 订单实现 6 小时送达，92% 订单当日达和次日达
	次日达	在一定时间点之前下单，于次日送达	
苏宁	一日三送	一天内三次送货，客户可自主选择送货时间段，分别为上午、下午、晚上。	北京、广州、上海、南京、深圳等 7 个城市
	急速达	在 9 点~18 点间下单，2 小时内送达	北京、上海、广州、成都、南京
	半日达	当日 11 点~18 点下单，次日 14 点前送达；当日 18 点~次日 11: 点下单，次日 22 点前送达	300 个区县
	次日达	前一日 18 点~当日 18 点下单，次日 22 点前送达	327 个城市

数据来源：公开资料，东北证券

3.2. 逐步扩大自建仓储比例，打造高效物流设施

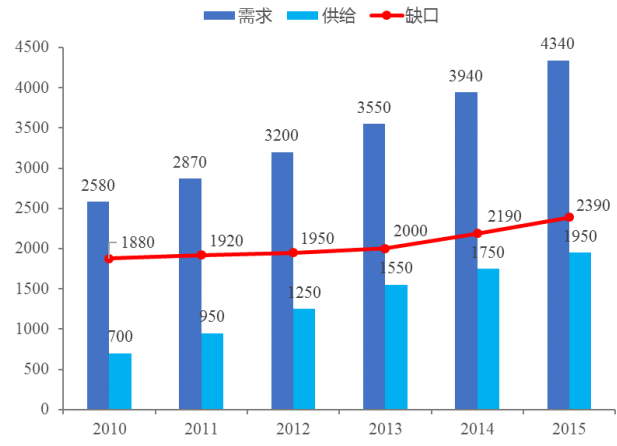
中国人均仓储面积十分低，高端物流设施尤其稀缺。目前我国人均仓储面积仅为 0.4 平方米，远低于日本（4 平方米）和美国（5.5 平方米）。不仅如此，存量仓储以传统低端仓储设施为主，物流仓储结构性短缺严重，高端物流设施尤为稀缺。戴德梁行的数据显示，我国高端物流设施的供给增长一直慢于需求，供不应求的局面持续存在。2015 年我国高端物流设施的需供给缺口达 2390 万平方米，较 14 年新增 200 万平的缺口。

图 53: 中国人均仓储面积远低于日本美国



数据来源: 普洛斯年报, 东北证券

图 54: 中国高端物流设施缺口巨大 (万平方米)

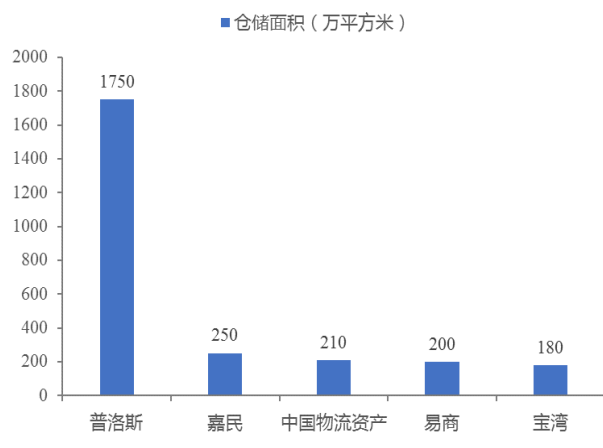


数据来源: 戴德梁行, 东北证券

普洛斯是中国主要的物流设施提供商, 市占率稳居第一。普洛斯于 2003 年进入中国市场, 截至 2017 年 Q1 可对外提供 1750 万平方米的仓储面积, 规模远超市占率第二的嘉民, 另外还有 1120 万平的在建仓库, 并拥有 1190 万平的土地储备。

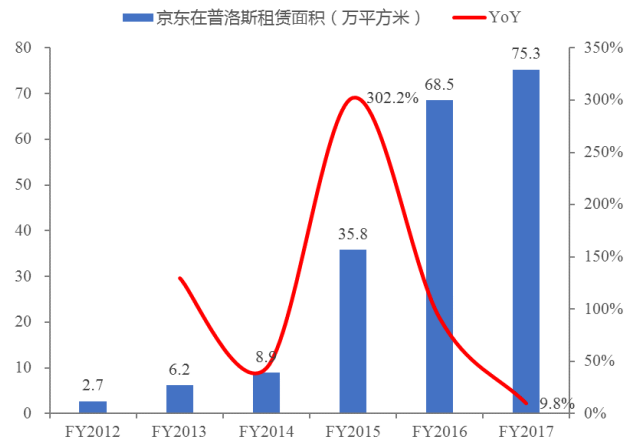
京东是普洛斯在中国的主要客户, 已开始减少在普洛斯的新增租赁面积。自 2012 年以来, 京东在普洛斯的租赁面积持续扩大, 截至 2017 年 Q1 达 75.3 万平方米。在普洛斯的 2015 和 2016 财年, 京东均是普洛斯在中国的最大客户。不过随着京东的自建仓储“亚洲一号”在各地相继落成, 京东在普洛斯的新增租赁面积已开始减少, 未来有望进一步减少对租赁仓储的依赖。

图 55: 普洛斯是中国最大的物流设施提供商



数据来源: 普洛斯年报, 东北证券

图 56: 京东在普洛斯租赁面积 (单位: 万平方米)

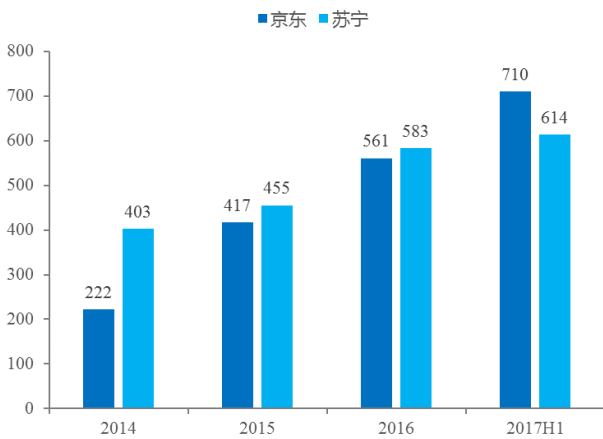


数据来源: 普洛斯年报, 东北证券

京东持续拓展仓储规模, 2017H1 已超越苏宁。京东的仓储布局晚于苏宁。早在 1997 年, 苏宁就投资 3000 万元在南京自建第一代物流配送中心。自 2014 年起, 京东逐步缩小在仓储规模上与苏宁的差距。2017H1 京东的仓储总面积达 714 万平方米 (同比+36.5%), 超过同期苏宁的 614 万平方米。

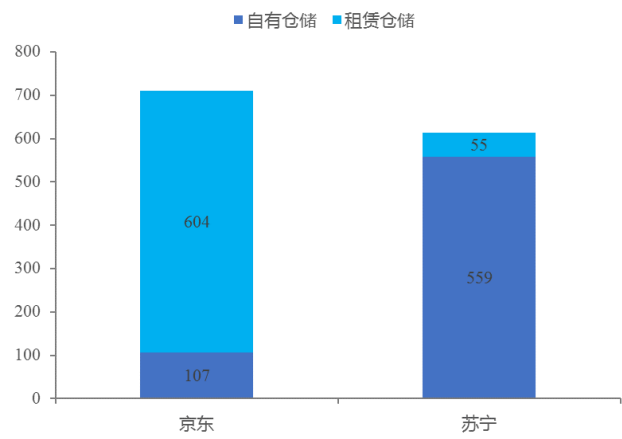
京东自建仓储面积约占 15%, 自建仓储全为“亚洲一号”。在自建仓储方面, 京东的自建比例仍远低于苏宁, 目前苏宁自建仓储比例在 90% 以上。但京东自建仓储的起点较高, 结构更加优化, 目前京东的自建仓储全为“亚洲一号”仓库, 另外还有多个“亚洲一号”在建, 日后自建仓储比例有望逐步提高。

图 57: 2017H1 京东仓储面积超越苏宁(万平方米)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 58: 京东自建仓储面积约占 15% (万平方米)



数据来源: 公司调研, 公司公告, 东北证券

京东已建成 9 个“亚洲一号”仓库, 广州“亚洲一号”日处理能力超 100 万单。京东首个“亚洲一号”仓库位于上海, 于 2014 年 10 月正式投入使用。硬件方面, “亚洲一号”拥有自动化立体仓库 (AS/RS)、自动分拣机等先进设备; 软件方面, 仓库管理、控制、分拣和配送信息系统等均由京东开发并拥有自主知识产权, 仓库 90% 以上操作已实现自动化。截至 2017H1 京东已在全国拥有 9 个“亚洲一号”仓库, 目前在北京、青岛、成都等地均有在建的“亚洲一号”, 预计将于 2017 至 2018 年交付使用。

图 59: 京东已建成 9 个“亚洲一号”仓库



数据来源: 公开资料, 东北证券

图 60: “亚洲一号”主要设备



数据来源: 公开资料, 东北证券

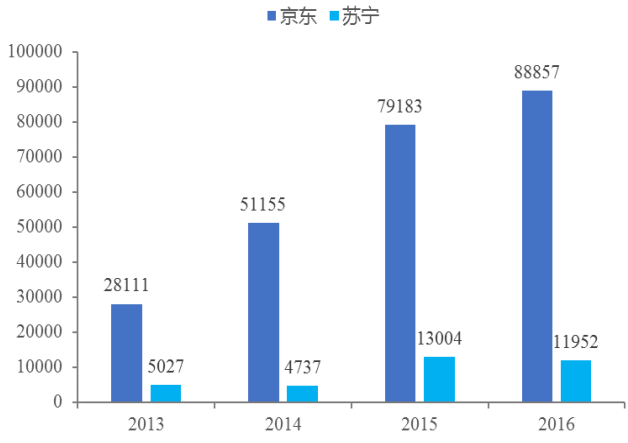
京东物流人员规模随业务扩张不断壮大, 人均年业务量与苏宁相持平。随着电商业务的快速增长, 京东物流人员数量也相应地快速增加, 由 2013 年的 2.8 万人增加至 2016 年的近 9 万人。在效率方面, 京东和苏宁的人均年业务量都在 1.5 万件左右, 与顺丰相比尚有 1 万件的差距。

从运作模式上看, 京东和苏宁与顺丰有很大差异。京东和苏宁的快递员一般只负责派送, 收件业务较少, 而顺丰快递员需要同时负责收件和派件; 京东和苏宁有面积较大的仓库支持, 且商品的中转次数较少, 而顺丰的快件则要经过多轮中转; 但京东和苏宁的快件一般比顺丰大。因此, 随着物流体系继续完善, 叠加快消费品销售比重增加, 京东物流的人均效率尚有提升空间。

说明: 各家公司物流人员的统计方法如下。

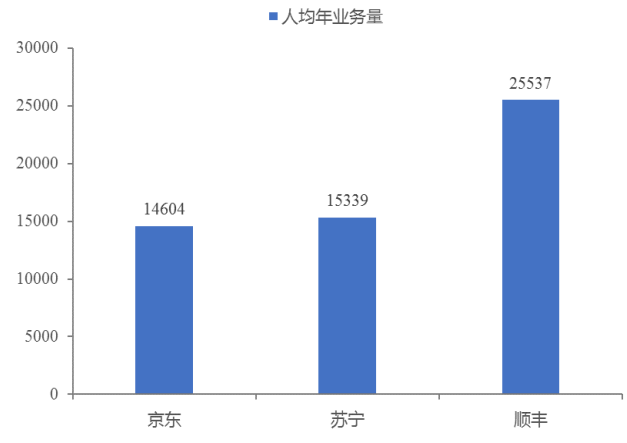
京东物流人员=采购人员+配送人员+仓库人员
苏宁物流人员=采销体系人员+终端作业人员
顺丰物流人员=操作类人员+专业类人员

图 61: 京东物流人员数量远高于苏宁



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 62: 16 年京东苏宁顺丰物流人员人均年业务量



数据来源: 公司公告, 东北证券

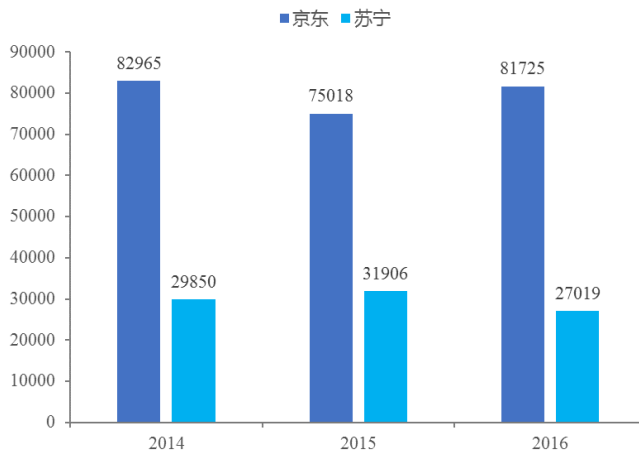
在业务规模的支持下, 京东对仓储面积的利用更为充分。虽然京东的仓储规模增长快于苏宁, 但电商平台增长的 GMV 消化了新增的仓储面积, 京东的仓储效率仍然高于苏宁一倍以上, 规模效应较苏宁发挥更加充分。除业务规模外, 运输工具、物流设备、信息系统等各项物流物流实力也是提高京东仓储效率的重要因素。

说明: 京东和苏宁的仓储效率计算方法如下。

京东仓储效率= (自营 GMV+POP 平台 GMV*30%) / 仓储面积

苏宁仓储效率= (线上自营 GMV+线下 GMV) / 仓储面积

图 63: 京东仓储效率高于苏宁 (GMV/平方米)



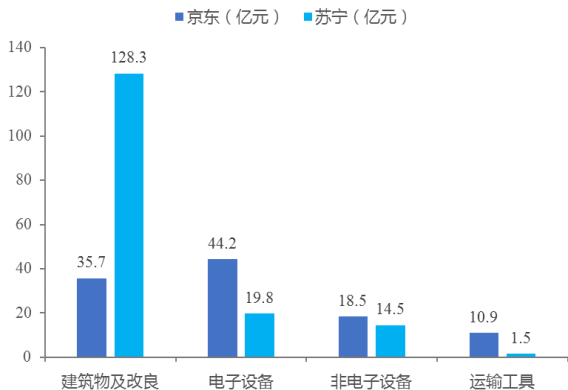
数据来源: 公司公告, 东北证券

除仓储外, 京东均衡投入各项物流设施, 打造完善的物流体系。苏宁由传统零售龙头转型而来, 在自有仓储和门店体系中处于领先地位, 相应地苏宁在建筑物的累计投入远高于京东, 不过截至 2016 年末京东在电子设备 (44.2 亿 VS 苏宁 19.8 亿)、非电子设备 (18.5 亿 VS 苏宁 14.5 亿)、运输工具 (10.9 亿 VS 苏宁 1.5 亿) 的累计投入都高于苏宁, 而且非电子设备中又以物流和仓储设备 (15.8 亿) 为主。

研发费用率逐年提高, “青龙系统”“玄武系统”赋能整个物流体系。除了在“硬实力”方面的均衡投入, 京东逐年加大研发支出的占比, 不断提升集团的“软实力”。

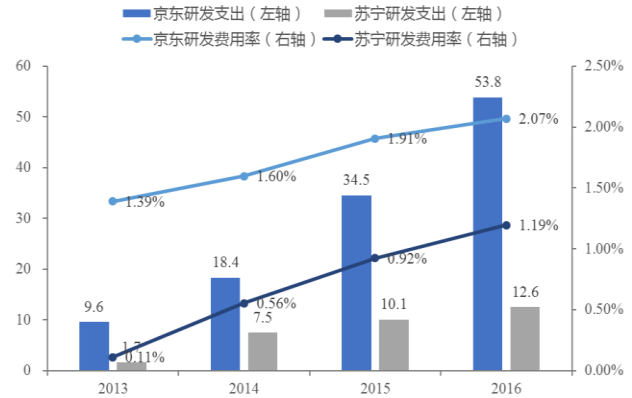
“青龙系统”和“玄武系统”分别是京东自主研发的配送系统和仓库管理系统。京东物流网络的核心要素包括仓库、分拣中心、配送站、配送员等几个方面，这个网络由青龙系统来驱动。2016年青龙系统已升级到6.0，融合了京东大数据、LBS、机器学习、智能硬件、移动互联等技术。而玄武系统则应用在仓库内部，如今已迭代至5.0。仓储生产主要包括“验收、上架、拣货、复核、打包、内配、盘点、移库补货”8大环节，库房内这些操作都借助玄武系统进行管理。

图 64: 2016 年末固定资产累计投入 (不含报废)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 65: 京东研发支出比例高于苏宁 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

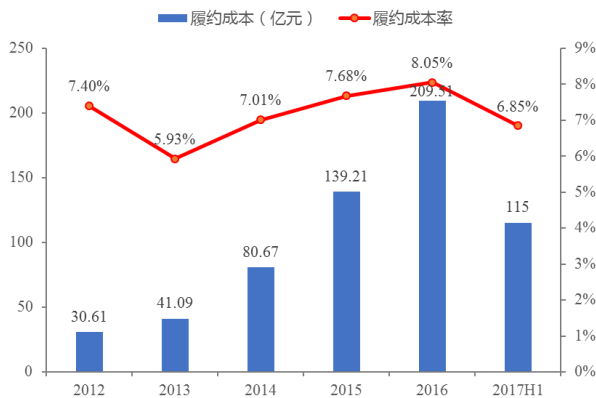
3.3. 成本控制出色, 无人技术赋能行业

近 3 年履约成本率缓慢上行, 主要是拓展快消品品类所致。2013 年至 2016 年京东履约成本率由 5.93% 上升至 8.05%, 连续 4 年上行, 这主要是京东持续拓展快消品品类, 而快消品客单价低, 履约成本占比较高所致。

17H1 履约成本率下降至 6.85%, 扭转上升趋势。2017 年 4 月物流业务独立运营, 京东物流为第三方提供物流服务所产生的成本由履约费用重分类至营业成本。重分类前, 17Q1 和 17Q2 的履约成本率分别为 7.68%、7.75% (同比-0.67pct、-0.09pct); 重分类后, 17Q1 和 17Q2 的履约成本率分别为 6.85%、6.85% (同比-0.49pct、-0.25pct)。由于第三方物流成本不再计入履约成本, 未来履约成本率有望小幅下跌。

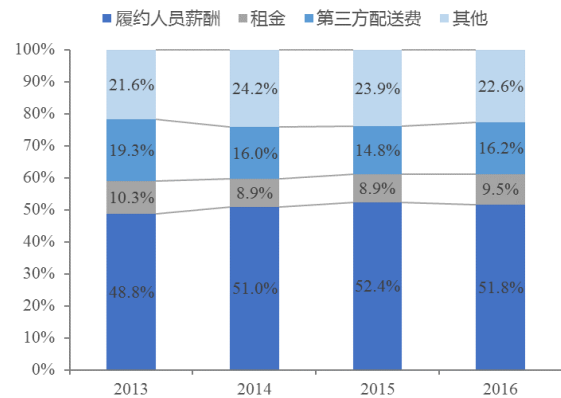
各项履约成本占比基本稳定, 履约人员薪酬占比一半。在使用外部资源方面, 尽管京东提高了自建仓储比例和减少了对第三方物流的使用, 但租金和第三方配送费的占比并未降低, 这是由租金和第三方配送价格上升所致。随着自建仓储比例提升和自营物流人员对各区域的渗透, 租金和第三方配送费的占比有望持平或略有下降。

图 66: 京东履约成本率逐年上升



数据来源: Bloomberg, 公司公告, 东北证券

图 67: 京东各项履约成本占比基本稳定

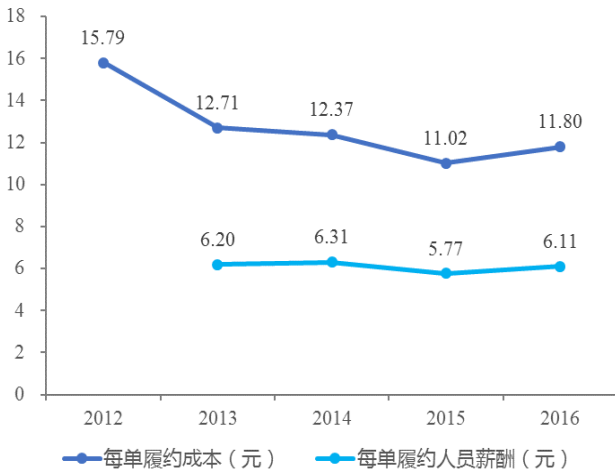


数据来源: 公司公告, 东北证券

人均效率持续提升，外部成本上扬导致每单履约成本略微上升。2016年每单履约成本同比上升0.72元，改变过去几年的下跌趋势，主要由每单外部成本上涨所致。每单履约人员薪酬较2015年同比上升0.34元，处于正常的波动区间内，由于人均年处理订单数持续上升，人员薪酬的上涨并未导致单均薪酬的大幅上升。在内部效率提升和外部成本上涨的双重影响下，我们预计未来每单履约成本将保持稳定。

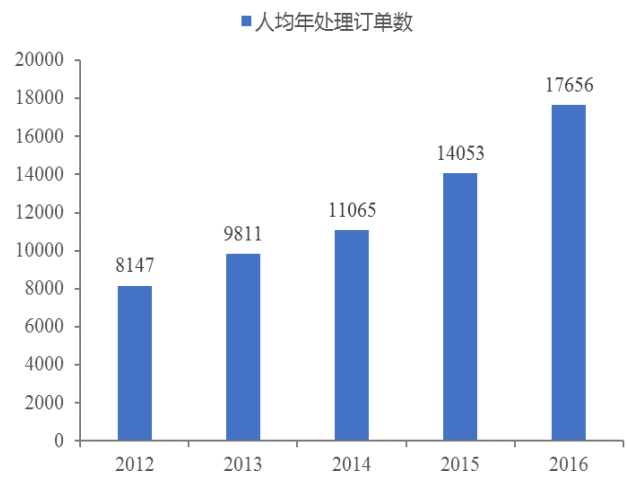
说明：履约人员=采购人员+配送人员+仓库人员+消费者服务人员

图 68: 京东每单履约成本和每单履约人员薪酬



数据来源：Bloomberg，公司公告，东北证券

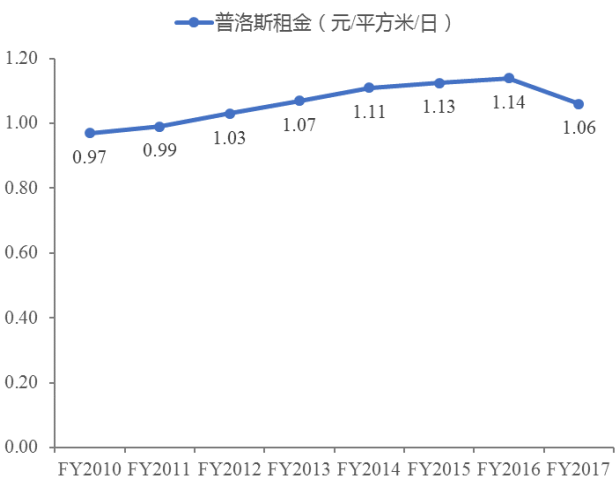
图 69: 京东履约人员人均年处理订单数逐年提高



数据来源：公司公告，东北证券

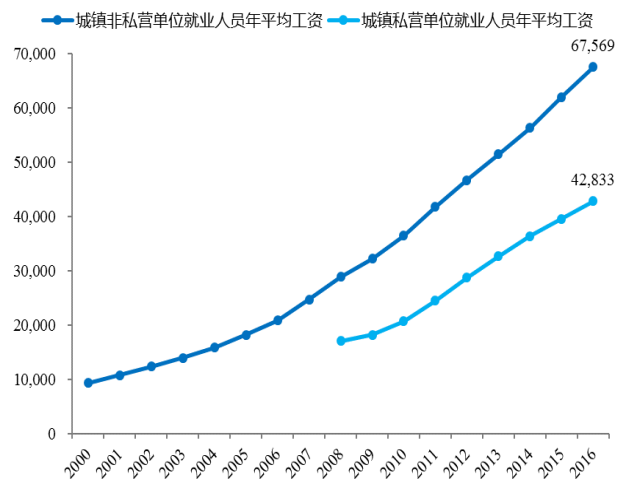
租金和工资存在长期上行趋势，成本压力渐显。随着重点城市的土地供应趋紧和新一代劳动力人口减少，仓库租金与工资的上行趋势难以逆转，成本压力将倒逼物流体系的变革。根据我们的调研，“亚洲一号”建成后的仓储使用成本比租赁仓储更低，未来自建仓储的投入使用和无人技术的逐步应用将成为物流体系降成本的重点。

图 70: 普洛斯租金存在长期上升趋势



数据来源：普洛斯年报，东北证券

图 71: 我国就业人员平均工资逐年上涨 (元)



数据来源：Wind，东北证券

京东全球物流总部落户西安航天基地，构建智慧物流体系。2017年5月，京东与陕西省政府达成合作，将在西安建设三个总部、三个平台和四大产业，分别是京东集团全球物流总部、全域无人系统产业总部、京东云陕西大数据运营总部；融合智慧物流平台、飞行运营平台、大数据运营三大平台；打造智能制造、智慧物流、云计

算、特色小镇四大产业。该项目建成之后将成为京东最大的综合性智慧物流产业基地。

无人技术赋能物流产业，助力京东物流进一步降低成本。从 2016 年开始，京东物流进入无人阶段，无人仓、无人机、无人车相继出现。通过与陕西省的合作，西安航天基地将为京东的无人系统技术发展提供支持，尤其在无人机方面，为京东提供管道式空域、研发制造厂房和试飞基地等有利条件。2017 年 6 月 18 日，京东无人机配送服务在西安实现常态化运营，规划航线有 40 条左右。在 2017 年底，京东将完成无人系统研发团队的组建工作，开展京东“无人机、无人仓、无人车”一体化的系统建设。

图 72: 京东无人机送货在西安实现常态化运营

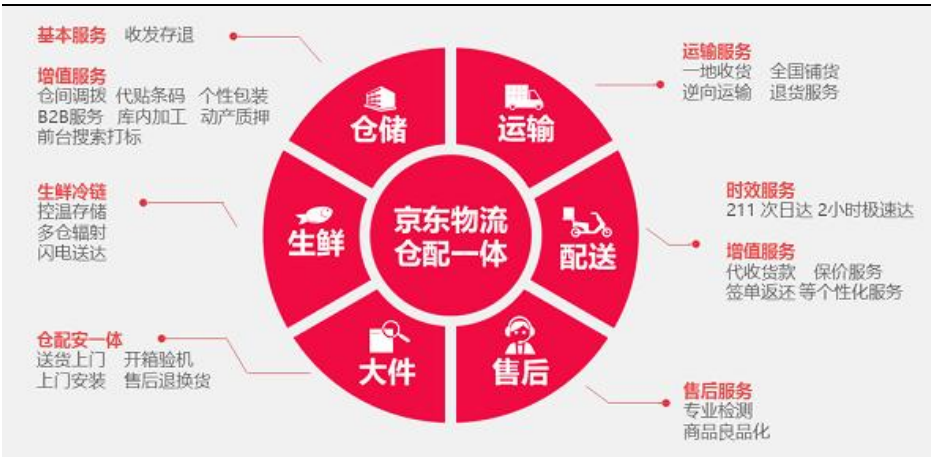


数据来源：新华社

3.4. 组建物流子集团，未来盈利可期

京东物流独立运营，面向 B 端提供仓配一体全供应链服务。2017 年 4 月，京东集团组建京东物流子集团，京东物流由支持京东平台的业务部门转变成一个独立运营的业务子集团。未来京东物流将逐步面向品牌商的线下物流服务需求，可接收来自多平台、多渠道的订单信息，为商家提供仓配一体化服务：包括多仓合一，库存共享；服务分层；全生命周期的补货和铺货管理，应对不同区域的单量；多种时效配送产品等。

图 73: 京东物流提供仓配一体全供应链服务



数据来源：公开资料，东北证券

京东物流基本实现盈亏平衡，未来盈利将主要依赖第三方业务，17年有望实现超6亿美元外部收入。目前京东物流接收的京东自营业务和第三方业务均基本实现盈亏平衡。由于京东把因第三方业务而产生的物流成本从履约费用重分类至营业成本，我们对比重分类前后的履约费用，发现2016年京东物流因第三方业务产生的成本为23.91亿元，按照盈亏平衡的假设，我们估计2016年京东物流的第三方业务收入约为24亿元。京东方面预测2017年京东物流的第三方业务收入将超过6亿美元，照此计算同比增速约为65%。

表 8: 2016年京东物流因第三方业务产生的成本为23.91亿元(单位: 亿元)

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016年
重分类前履约费用	45.04	51.13	51.23	62.11	209.51
重分类后履约费用	39.50	46.06	45.40	54.64	185.60
第三方业务产生的物流成本	5.54	5.07	5.83	7.47	23.91

数据来源: 公司公告, 东北证券

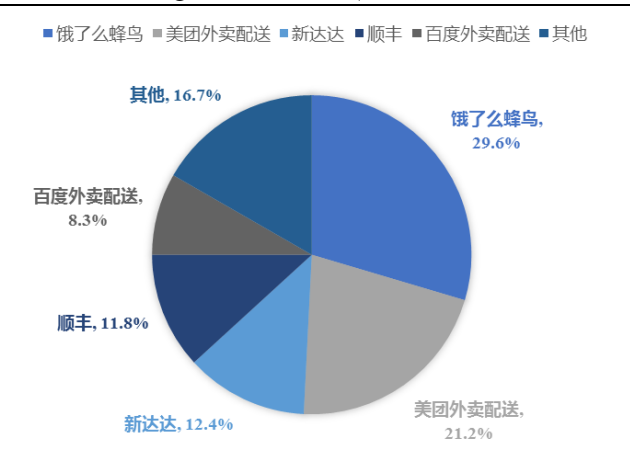
3.5. 与达达深度协同, 补齐最后三公里短板

达达与京东到家合并成立新达达, 业务互补成本降低。2016年4月, 京东到家并入达达, 京东集团以京东到家的业务以及2亿美元现金换取合并后新公司约47.4%的股份, 成为新达达的单一最大股东, 刘强东进入新达达的董事会, 原达达的CEO蒯佳祺继续出任新公司的CEO。

合并以后, 新达达获得了更多样化的订单。达达原本的订单主要来自外卖, 京东到家补充了超市, 生鲜等订单业务。更重要的是, 合并后京东到家的物流成本大幅降低。京东到家刚起步时订单量较少, 且采用自建物流的模式, 物流成本较高。达达采用的是众包物流模式, 且在同城配送方面有规模优势, 为京东到家降低了一半的物流成本。

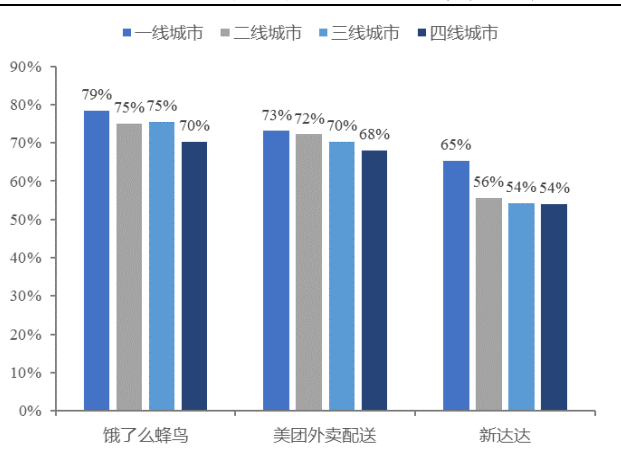
达达覆盖多个重要城市, 市场份额位居行业第三。达达目前已经覆盖全国360多个重要城市, 拥有300多万达达骑士, 服务超过80万商家用户和3000万个人用户, 日单量峰值超过400万单。2017Q1达达的即时配送订单量市场份额为12.4%, 仅次于两大外卖平台饿了么和美团外卖的附属即时配送平台。达达在各线城市O2O商户中的渗透率在60%左右, 与饿了么蜂鸟和美团外卖配送的差距不算大。

图 74: 2017Q1 即时配送订单量市场份额



数据来源: 比达咨询, 东北证券

图 75: 即时配送平台在 O2O 商户中渗透率



数据来源: 比达咨询, 东北证券

京东自建物流与达达众包物流深度协同，对最后三公里配送的多元化补充。众包物流模式在运力上有一定弹性，而京东的自建物流模式在运单高峰期可能存在一定瓶颈。目前达达已经承接一部分京东商城的配送订单，达达配送员到京东物流的配送站取货，做最后三公里的配送，从而解决京东物流在高峰期人员临时补充的问题，能降低京东对日常配送员的配备。

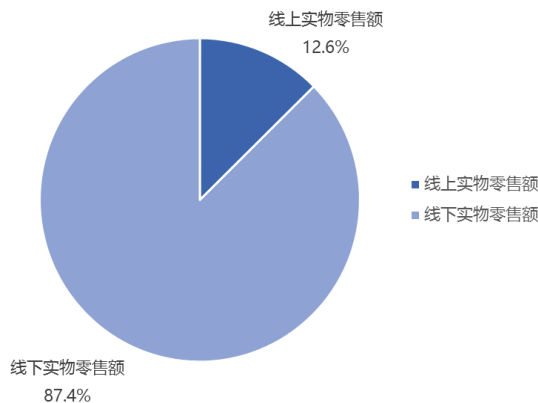
4. 线下：渠道逐级下沉，推进多方联动

4.1. 多种业态逐级下沉，挖掘线下零售潜力

线上零售增速持续放缓，线下零售仍是零售业的绝对主体。无论从销售额还是用户数量来看，线上零售的高增长期已经过去，增速放缓所带来的是线上获客成本的上升。与此同时，尽管线上零售的增速持续高于线下，2016年线上实物零售额仅占社零总额12.6%，线下零售凭借其巨大体量依然是零售业的绝对主体。

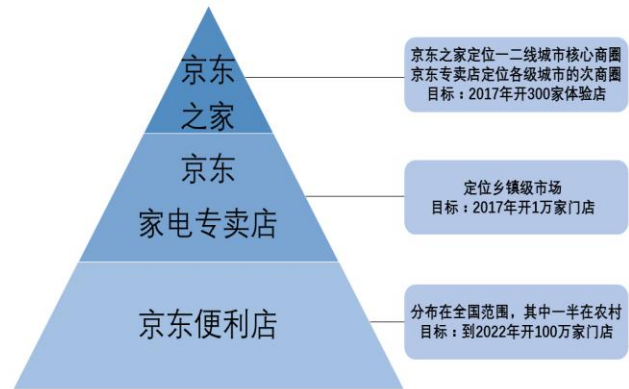
电商进军线下获得新的增长来源，线下零售迎来变革。线下零售的巨大体量足以容纳多位玩家，有望为电商带来新的增长驱动力。与庞大体量形成对比的是，线下零售普遍存在低效率的问题，包括分布碎片化导致各级市场割裂、供应链层级多、服务水平参差不齐等。电商入局线下，有望通过大数据的手段整合供应链，并通过推动精细化运作改善终端服务质量。

图 76：2016 年线上实物零售额占社零总额 12.6%



数据来源：国家统计局，东北证券

图 77：3 种线下业态逐级下沉



数据来源：公开资料，东北证券

从一线城市到农村，利用多种业态逐级下沉。线下零售有其复杂性，各线城市及村镇的各零售市场之间存在较大差异，渠道下沉的过程需要依赖多种终端业态，相对应地京东拓展的线下门店主要存在3种业态，分别是京东之家（以及京东专卖店）、京东家电专卖店和京东便利店。各类门店将主要采用加盟模式，但货源均主要来自京东，能够充分利用京东在供应链和物流方面的优势。

表 9：京东 3 种线下业态对比

门店业态	京东之家+京东专卖店	京东家电专卖店	京东便利店
推出时间	2017 年	2016 年	2017 年
商品品类	3C、家电、图书	大家电	快消品
进货渠道	从京东进货	从京东进货	全部或部分从京东进货
经营模式	直营+加盟	加盟	加盟
分布区域	京东之家定位一二线城市核心商圈	乡镇级市场（只能在开设京	分布在全国范围

	京东专卖店定位各级城市的次商圈	东帮服务店的县域开通)	其中一半在农村
开店情况	2017年9月京东之家已开22家， 京东专卖店已开75家	2017上半年 累计开店3200余家	/
未来计划	2017年开300家体验店	2017年开1万家门店	5年内开100万家门店

数据来源：公开资料，东北证券

4.2. 京东之家与京东专卖店：布局重点商圈，注重消费体验

京东之家和京东专卖店是布局在城市的智能零售门店，其中京东之家布局在一二线城市的核心商圈，京东专卖店布局在各级城市的次商圈，二者主营手机、数码、电脑等3C产品，同时涵盖家电、图书等其他品类。京东之家与京东专卖店融合购物、产品体验、休闲娱乐和粉丝社交于一体，并以场景式的形式陈列，构筑一种沉浸式的零售新体验。

门店根据附近商圈人群精准选择和推荐商品，做到“千店千面”。各门店采用加盟直营的形式，由京东对合作加盟商进行单店授权、统一管理，且所有商品均来自京东自营，商品价格与线上保持一致。京东帮助加盟商根据附近人群的消费习惯进行智能选品，并根据商品销售周期及竞品情况实现智能定价。每家门店的面积约200平方米，销售500~800个SKU，但截至今年6月底，京东之家和京东专卖店销售商品已涵盖1.48万个SKU，可见每家门店均拥有独具特色的SKU。

京东的供应链体系进行支持，各门店已实现盈利或盈亏平衡。京东拥有成熟的供应链体系，除帮助各门店智能选品外，还提供较快的补货速度，做到日配甚至两个小时紧急补货，帮助各门店实现库存快速周转。各门店的毛利率约为8%~10%，低于传统商超的20%~30%，但在薄利多销的模式和京东供应链的支撑下已实现盈利或盈亏平衡。

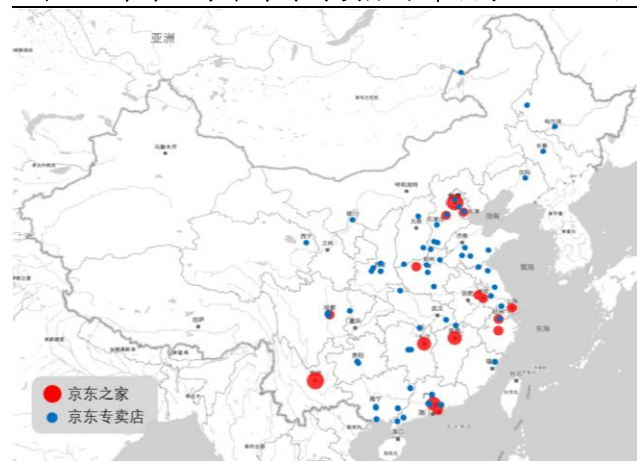
2017年内将开设超过300家以3C为主的零售体验店。截至2017年9月，京东已在全国开设22家京东之家，主要分布在北京、上海、深圳、东莞、杭州等一二线城市；并已开设75家京东专卖店，其在一二线城市以及稍偏远的三四线城市均有所分布，与京东之家形成互补。

图 78: 位于上海的京东之家



数据来源：公开资料，东北证券

图 79: 京东之家和京东专卖店分布(截至2017.9)



数据来源：公司官网，东北证券

4.3. 京东家电专卖店：依托京东帮服务店，服务乡镇级市场

京东帮服务店为县级城市和农村提供大家电配送、安装和售后服务。京东帮服务店是京东于2014年底推出的针对大家电的渠道下沉战略，目的是彻底解决4-6线县级

城市及农村消费者购买大家电价格高、品类少、不送货、安装慢、退换难的问题。京东帮服务店立足县级城市，辐射周边农村，提供大家电“营销、配送、安装、维修”四位一体功能。截至 2016 年底，京东帮已有 1731 家，覆盖 2.5 万个乡镇，45 万个行政村，2016 年销售额占京东大家电品类的 30%（同比上升 10pct）。

依托京东帮服务站，实现京东家电专卖店“一县多店”“一镇一店”。京东家电专卖店于 2016 年推出，是京东帮服务店的延伸战略，只能在已开通京东帮服务店的县域开通，京东帮服务店为其提供配送、安装、维修等服务，京东家电专卖店只需发挥好销售职能。京东将在县城开设 1~2 家或 3~5 家京东家电专卖店：在人口密度较大的县域，京东家电专卖店目标覆盖超过 90% 的乡镇；在人口密度一般的县域，覆盖率将达到 70%~80%；并实行区域保护制度，每个乡镇只开设一家店，实现“一县多店”和“一镇一店”。

图 80: 位于乡镇的京东家电专卖店



数据来源：公司官网

京东为加盟商提供专门进货渠道，商家无囤货压力，可用京东白条支付货款。京东家电专卖店以加盟模式经营，要求加盟商有 3 年以上家电零售经验，且要有独立临街店面，面积不低于 100 平米，京东为商家提供装修指导、人员培训和营销支持。京东不向加盟商收取佣金，仅收取 2 万元质保金（终止合作后返还）。加盟商必须通过京东渠道进货，利润率在 5%~15% 之间，可用京东白条支付货款，30 天内免息。截至 2017 年 2 月底京东家电专卖店的数量已达千家，京东计划在 2017 年底开店 1 万家以上。

表 10: 京东家电专卖店五大主要优势

优势	主要内容
轻资产	不压货，资金的周转率高
全品类	京东家电全品类产品
优势价格	提供有竞争力的利润空间，利润率在 5%~15%
一镇一店	独家授权，区域保护
金融服务	先采购，后付款，可用京东白条支付，30 天内免息

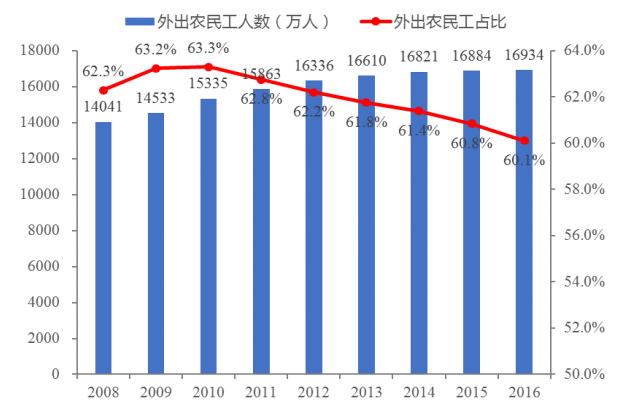
数据来源：公司官网，东北证券

4.4. 京东便利店：整合供应链，赋能广大低线市场小店

农民工回流迹象显现，农村电商一片蓝海。2016 年农民工总人数达到 28171 万人，其中外出农民工 16934 万人，2011-2016 年，外出农民工增速呈逐年回落趋势，增

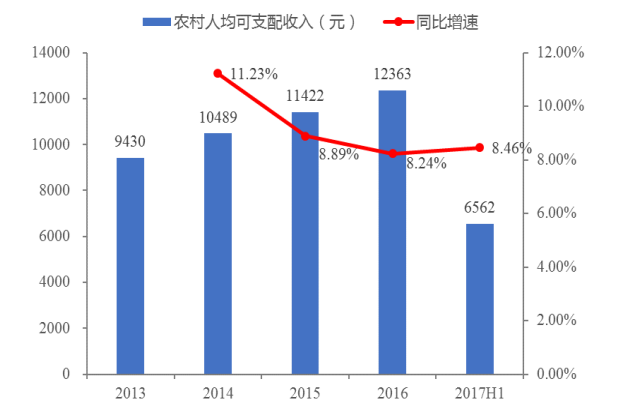
速分别为 3.4%、3%、1.7%、1.3%、0.4%和 0.3%。外出农民工占农民工总量的比重由 2011 年的 62.8% 下降到 2016 年的 60.1%，农民工回流趋势可见。同时，农村人均可支配收入不断增加，至 2016 年达到 12363 元，2017H1 同比增长 8.46%，增速止跌企稳。

图 81: 外出农民工占比呈现下降趋势



数据来源: Wind, 东北证券

图 82: 农村人均可支配收入不断增加



数据来源: Wind, 东北证券

现存的便利店(不含石油系)大多为区域集中型企业,主要分布在城市。根据中国连锁经营协会的统计,2016 年我国共有 9.8 万家便利店(含石油系),同比增长 9%,除石油系外的主要便利店品牌包括美宜佳、天福、红旗、全家、十足/之上等。非石油系便利店的区域格局明显,各主要品牌在各自主要区域的门店数均超过总门店数的 50%,全国布局尚未出现,且门店主要布局在各区域的一二线城市。

与此同时,有 680 万家快消品小店分布于各线级市场,通过效率低下的传统渠道进货。根据凯度咨询的调查,这 680 万家小店有超过一半分布在县级、乡镇或农村市场。传统供应渠道层级较多,商品周转慢、渠道利润低;处于供应链末端的小店高度分散、规模较小,议价能力弱,缺乏经营指导。

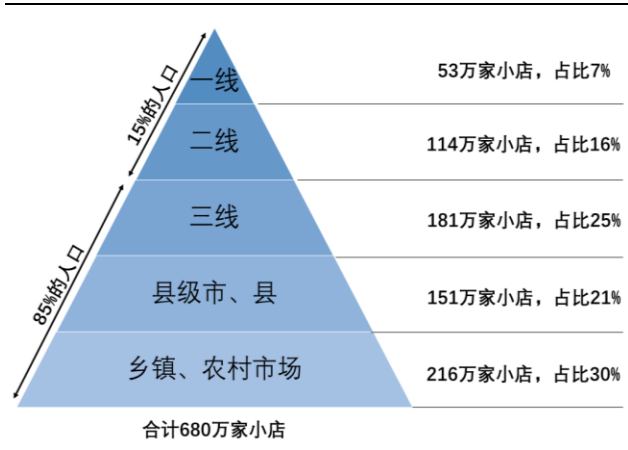
更重要的是,乡镇和农村货源杂乱,假货充斥市场。大量仿冒产品通过相似甚至相同的品牌、包装流通在市场。随着农村可支配收入增加,农村居民已经具备消费正品的能力,但假货的泛滥却抑制他们的消费需求。另一方面,乡镇市场出现劣币驱逐良币现象,假货占领市场后消费者无法辨识商品是正品还是假货,品牌商向下推广的难度较大。因此,在农村和乡镇市场树立有正品保证的渠道,有利于渠道、品牌商、消费者三方共赢。

图 83: 非石油系便利店集中在部分区域的一二线城市



数据来源: 中国连锁经营协会, 东北证券

图 84: 680 万家快消品小店分布于各线级市场



数据来源: 凯度咨询, 东北证券

品牌和管理输出赋能线下门店。京东便利店采用加盟模式运营，只向加盟商收取质保金，不收取任何加盟费或管理费。目前规划的主营品类是快消品，其他如 3C、家电、服饰、家居等品类可支持部分摆样和代下单付佣模式。店内商品分为 100% 进货和部分进货两种模式，店主在京东掌柜宝下单，由京东物流配送到店。100% 从京东进货的将得到更多市场活动等方面的支持。各门店将采用统一的形象标识，京东预计未来 5 年在全国开设超过一百万家京东便利店，其中一半在农村。

图 85: 首批开张的京东便利店



数据来源：今日头条

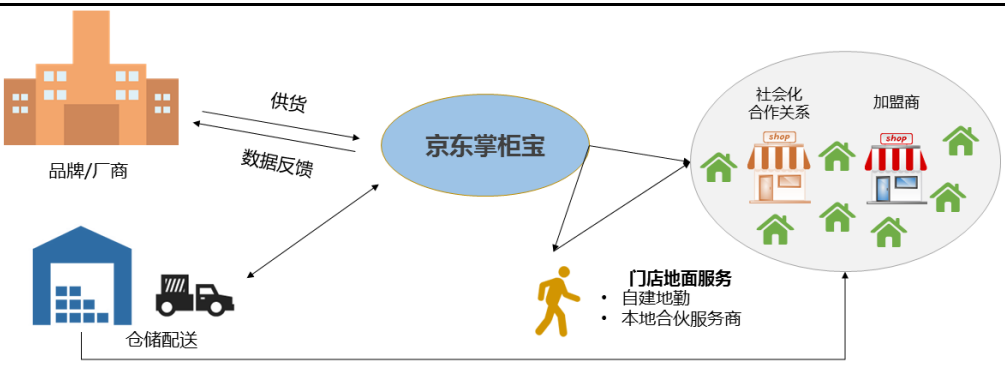
图 86: 京东掌柜宝提供 B2B 进货渠道



数据来源：官方 APP，东北证券

依托自营和物流优势，到分销商覆盖力薄弱的低线市场开拓 B2B 业务。京东物流具备覆盖全国的物流网络和高效的配送效率，而京东商城的自营业务规模较大，对上游品牌商有强大的议价能力。2015 年 12 月，京东集团成立新通路事业部，向低线城市帮品牌商做渠道下沉；一年后，京东推出面向全国中小门店的一站式 B2B 订货平台“京东掌柜宝”。低线市场是传统分销商覆盖力较弱的区域，依托自身的物流体系，京东能把 B2B 业务快速延伸到这些地区，加上分销层级的缩短、京东对上游较强的议价能力，能够为中小门店提供更大的利润空间。此外，掌柜宝还将市场数据分享给上游品牌商，帮助它们进行产品开发和市场规划，着力构建一个多方共赢的局面。

图 87: 京东掌柜宝 B2B 平台运营模式



数据来源：群绘科技，东北证券

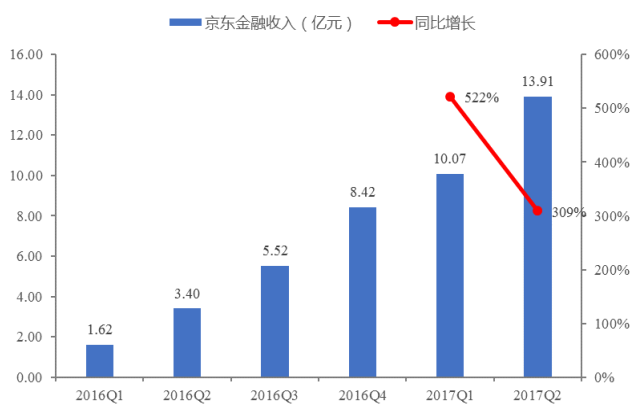
5. 京东金融：私有化完成交割，牌照有望更加丰富

2017 年 3 月，为适应国内监管的要求，将京东金融转化为只有内资投资者的公司，京东集团正式签署关于重组京东金融的协议，将出让其持有的所有京东金融股份

(占比 68.6%)。2017 年 6 月 30 日前, 该项重组已完成交割, 京东集团不再拥有京东金融的法律所有权或有效控制权, 并可在京东金融未来实现累积税前盈利后获得其税前利润的 40%。刘强东同时拥有京东集团和京东金融的控制权, 该项交易属于同一控制下企业之间的交易, 与此交易相关的 142 亿元人民币收益已记入京东集团的资本公积中。

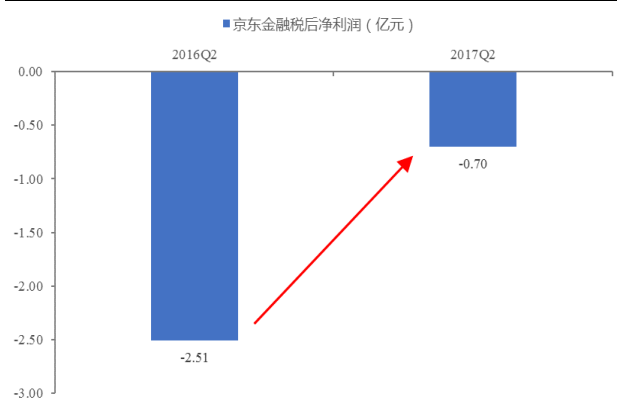
因京东集团不再拥有京东金融的控制权, 京东金融不再纳入京东集团的合并报表范围中, 过往的合并报表也需要进行追溯调整。通过对比追溯调整前后的利润表, 我们发现 2017Q1 和 Q2 京东金融实现营业收入 10.07 亿元、13.91 亿元, 同比增长 522%、309%。在营收高速增长的同时, 成本费用并未随之大幅增加, 京东金融同比大幅减亏, 净亏损由 2016Q2 的 2.51 亿元下降至 2017Q2 的 0.7 亿元。

图 88: 京东金融营业收入高速增长



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 89: 2017 Q2 京东金融大幅减亏



数据来源: 公司公告, 东北证券

交易规模远超苏宁, 多领域布局完成。 京东金融已实现在供应链金融、消费金融、支付、财富管理、众筹、保险、证券、农村金融、金融科技等九大领域布局。截至 2017 年 7 月底, 京东金融累计服务超过 1.5 亿个人用户和 50 万家企业用户。2016 年前 3 季度, 京东金融交易总额为 10176 亿元 (同比+176%), 且各业务交易额均快速增长。苏宁金融 2016 全年交易规模超过 4 千亿, 京东金融的交易规模约为苏宁金融的 3 倍, 但与蚂蚁金服相比仍有较大差距。

业务依赖京东商城, 场景有待拓展。 分业务看, 2016 年前 3 季度支付业务交易额占京东金融总体交易额的 75.55%, 这部分业务主要依赖京东商城的商品交易。未来京东金融将一方面基于京东商城的直营电商地位, 向上下游延伸发展供应链金融和消费金融等业务, 另一方面依托京东的大数据支持, 拓展保险、租赁、近场支付等新的业务和场景。

表 11: 京东金融分业务交易额

业务	2016 年前 3 季度	2015 年前 3 季度	2016 年前 3 季度占比	同比增长
消费金融	547	139	5.38%	294%
供应链金融	518	260	5.09%	99%
支付业务	7688	2710	75.55%	184%
众筹业务	20	17	0.20%	18%
财富管理	1400	576	13.76%	143%
保险业务	2.53	0.3	0.02%	743%
金融业务总交易额	10176	3702	100%	175%

数据来源: 公开资料, 东北证券

牌照数量落后苏宁，私有化完成后有望进一步丰富。受制于私有化前京东集团的VIE结构，京东金融在申请某些牌照时不能满足监管要求。目前京东金融已经具有第三方支付、小额贷款、保理、企业征信、基金销售、股权众筹等牌照，尚缺消费金融、个人征信、银行、保险等获取难度较大的牌照。值得一提的是，“京东白条”业务是在京东金融不具备消费金融牌照的情况下开展的，它是以赊销方式来发放商业信用，但消费金融公司能够进入银行间同业拆借市场，可获得更低的资金成本。京东金融完成私有化转为内资公司后，已扫除公司申请更多金融牌照的最大障碍，牌照数量有望追上苏宁。

表 12: 京东金融与苏宁金融拥有的牌照及产品对比

牌照	京东有无牌照	京东金融产品	苏宁有无牌照	苏宁金融产品
第三方支付	✓	京东支付（网银在线）	✓	易付宝
企业征信	✓	蓝鲸征信	✓	苏宁征信
个人征信	×	无	×	无
消费金融	×	京东白条	✓	任性付、零钱贷
小额贷款	✓	京小贷	✓	账速融、票速融
商业保理	✓	京保贝	✓	账速融、票速融
基金销售	✓	京东小金库、定期理财、基金理财、特色理财	✓	零钱宝、定期理财、基金理财、理财规划
基金支付结算	✓	同上	✓	同上
保险销售	✓	京东保险	✓	苏宁保险
股权众筹	✓	东家	✓	苏宁众筹
融资租赁	✓	战略投资花生好车	✓	苏宁租赁
民营银行	×	无	✓	苏宁银行：升级贷、苏宁云贷、房押快贷
基金牌照	×	无	×	无
证券牌照	×	无	×	无

数据来源：公开资料，东北证券

6. 财务分析

京东毛利率持续上升，主要是扩品类和第三方平台扩规模所致。伴随京东毛利率提升的是日用百货类 GMV 和 POP 平台 GMV 在整体 GMV 的占比提升。京东起家的 3C 数码产品的毛利率通常不到 5%，而大家电的毛利率约百分之十几，小家电的毛利率可达 30% 以上；同时快消品、服装也是毛利率较高的品类，毛利率在 15% 以上。京东毛利率由 2009 年的 4.80% 上升至 2016 年的 15.16%。2017Q2 毛利率下降至 13.57%，是由第三方物流成本由履约费用重分类至营业成本所致。

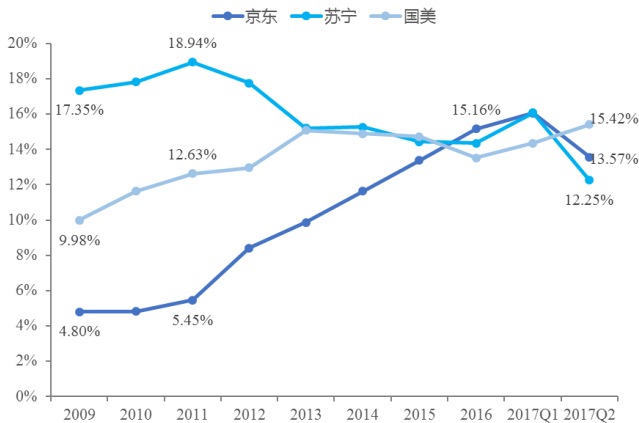
我们将重分类的第三方物流成本作为服务收入（包括向第三方卖家收取的佣金、广告费、物流费等）的营业成本，测算服务收入的毛利率；然后将剩余的营业成本作为自营业务的营业成本，测算自营业务的毛利率。据此测算 2016 年至 2017Q2 京东自营毛利率在 7.5% 左右，服务毛利率在 86% 左右。考虑到第三方平台业务除导致物流成本外还会导致部分其他成本，结合我们对京东的调研，我们最终估算京东自营毛利率约为 8%，服务毛利率约为 80%。

测算方法：

服务毛利率 = (服务收入 - 重分类的第三方物流成本) / 服务收入

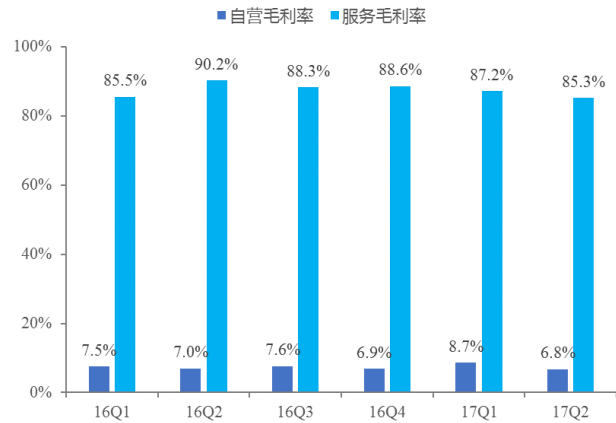
自营毛利率 = (自营收入 - 不含第三方物流成本的营业成本) / 自营收入

图 90: 京东毛利率持续上升



数据来源: Wind, Bloomberg, 东北证券

图 91: 重分类后测算的自营和服务毛利率

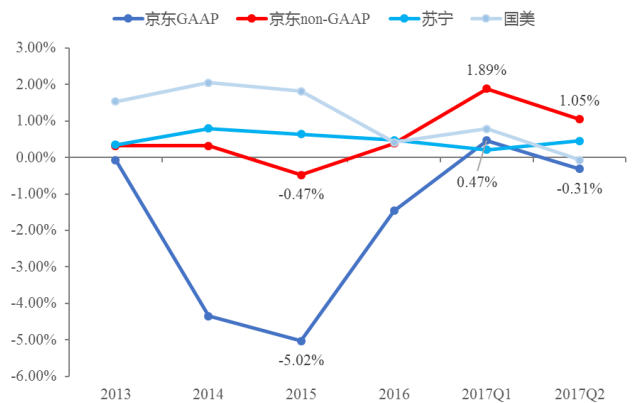


数据来源: 公司公告, 东北证券

17Q2 重回亏损, 是京东在销售旺季主动调控所致。17Q1 京东实现上市以来首次盈利, 17Q2 再度亏损, 净亏损率为 0.31%。从历史数据看, 相比一三季度, 二四季度是销售旺季, GMV 规模较大且增速较快。16Q3 至 17Q2 的 GMV 增长率分别为 38.1%/44.3%/42.4%/46.4%, 营销费用率分别为 3.54%/4.43%/3.72%/4.37%。17Q2 的营销费用率虽然环比和同比都有所上升, 但与 16Q4 持平, 体现京东在销售旺季的主动促销行为。

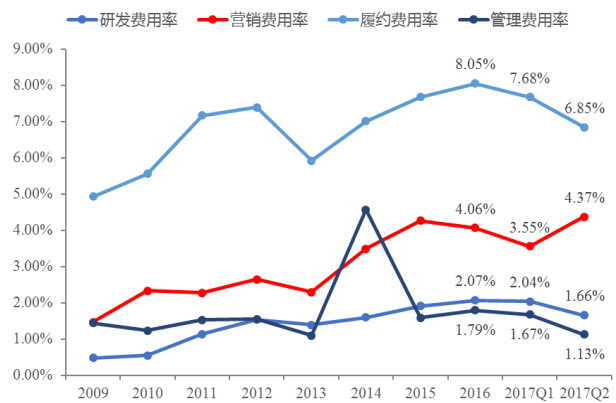
扩规模仍是重点, 未来两年盈亏平衡将是常态。自 2016 年以来, 京东大幅减亏, non-GAAP 净利率持续走高, 但从京东的大规模促销行为看, 现阶段扩规模仍优先于盈利, 相信未来两年净利率会在 0 附近波动。

图 92: 京东大幅减亏后走向盈亏平衡



数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

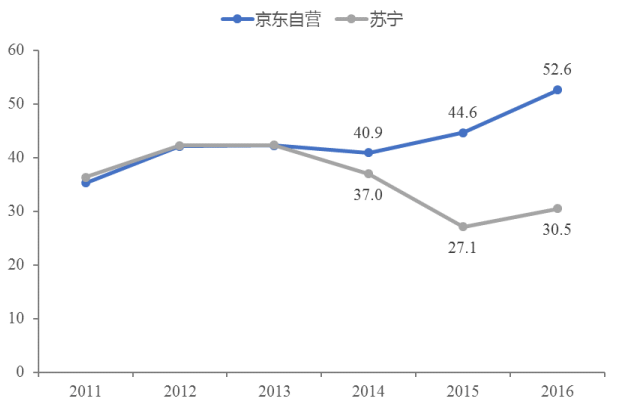
图 93: 京东四项费率波动情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券

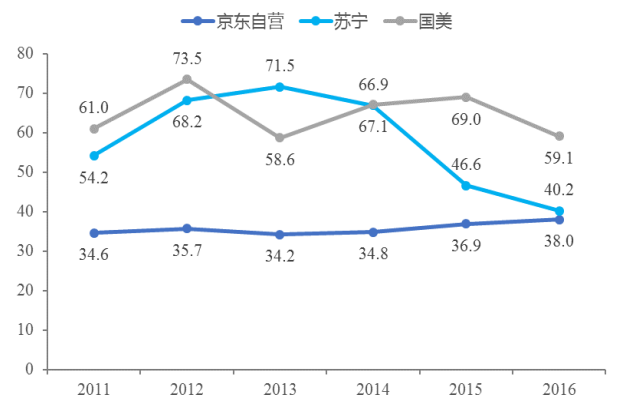
京东自营运营能力领先。京东自营的应付周转天数由 2014 年的 40.9 天上升至 52.6 天, 对供应商的议价能力不能增强, 同期苏宁的应付周转天数下降至 30.5 天。2016 年京东自营的存货周转天数为 38 天, 同比上升 1.1 天, 但依然保持相对较低水平, 同期苏宁则由于线上业务占比增加, 存货周转天数下降至 40.2 天, 存货周转能力与京东相当。

图 94: 京东自营应付周转天数不断上升



数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

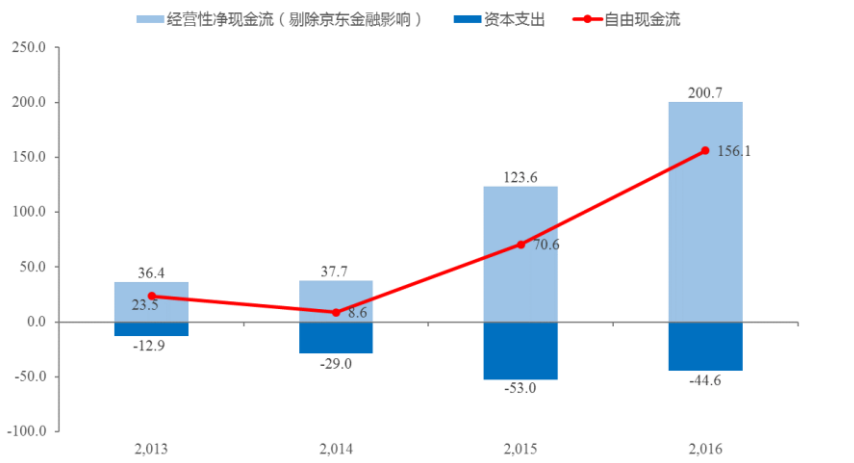
图 95: 京东自营存货周转天数保持较低水平



数据来源: Wind, 公司公告, 东北证券

投资高峰期已过, 自主造血能力持续增强。2016 年京东资本支出为 44.6 亿元, 较 2015 年减少 8.4 亿元, 自 2013 年起首度下降。剔除京东金融影响后, 2016 年京东经营性净现金流为 200.7 亿元, 同比增长 62.38%。京东自由现金流自 2014 年起不断提高, 由 14 年的 8.6 亿元上升至 156.1 亿元, 自主造血能力不仅能覆盖资本支出, 而且为公司积累了大量现金。

图 96: 京东自由现金流 (剔除京东金融影响) 逐渐充裕 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

7. 公司估值

7.1. 电商业务估值

对标阿里巴巴的电商业务增长情况, 阿里官方预计到 2020 财年 GMV 将达到 1 万亿美元 (约 6.5 万亿人民币), 我们预计阿里在 2018~2020 财年的 GMV 分别为 4.60/5.56/6.67 万亿元, 分别同比增长 22%/21%/20%。2017 年 10 月 9 日收盘时阿里巴巴的市值为 4606 亿美元, 2018~2020 财年对应 PGMV 分别为 0.65/0.54/0.45。

表 13: 阿里巴巴 (BABA.N) 估值对比 (2017 年 10 月 9 日)

时间	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
GMV (亿元)	37670	45957	55608	66730
市值 (亿美元)	4606			
P/GMV	0.79	0.65	0.54	0.45

注: 1 美元=6.5 人民币

数据来源: Wind, 东北证券

考虑到目前京东对待扩大规模仍优先于盈利, 公司重点仍在于交易, 我们采用 PGMV 法分别对京东的自营业务和第三方业务进行估值。我们预计 2017 年自营和第三方 GMV 分别为 5321/4196 亿元, 2018 年京东整体 GMV 将突破 1 万亿元。对于第三方业务, 给予相当于阿里 80% 的估值水平; 对于自营业务, 给予相当于阿里 60% 的估值水平, 最终我们预计 2017 年京东自营和第三方业务的 PGMV 分别为 0.4 和 0.52, 对应估值分别为 327 和 336 亿美元。

表 14: 京东电商业务估值

时间	2016A	2017E	2018E	2019E
自营 GMV (亿元)	3723	5321	6806	8230
自营业务 P/GMV		0.40		
自营业务估值 (亿美元)		327		
第三方平台 GMV (亿元)	2859	4196	5569	7027
第三方业务 P/GMV		0.52		
第三方业务估值 (亿美元)		336		
电商业务估值 (亿美元)		664		

注: 1 美元=6.5 人民币

数据来源: 东北证券

7.2. 物流业务估值

参考各快递企业的估值情况, 2017 年 10 月 9 日主要快递上市公司的 PS (TTM) 在 2.5 至 6 之间, 预计的 2017 年营收增长率在 20% 至 40% 之间, 且 PS 估值水平与营收增长率高度相关。

表 15: 物流业务同业估值对比 (2017 年 10 月 9 日)

证券代码	证券简称	PS (TTM)	2017 年营收增长率 (Wind 一致预测)	PS/预测增长率 %
002352.SZ	顺丰控股	2.72	22.77%	0.120
002468.SZ	申通快递	2.71	24.78%	0.109
ZTO.N	中通快递	5.93	34.28%	0.173
600233.SH	圆通速递	2.52	19.43%	0.130
002120.SZ	韵达股份	5.22	37.04%	0.141

数据来源: Wind, 东北证券

结合公司官方预测, 我们预测京东物流 2017 年的社会化收入将达到 6 亿美元, 同比增长 65%, 对比各快递公司的营收增幅和估值水平, 对应给予 8 倍 PS, 估值为 48 亿美元。

表 16: 京东物流业务估值

业务	社会化收入 (2017E, 亿美元)	社会化收入增速 (2017E)	PS (2017E)	估值 (亿美元)
京东物流	6	65%	8	48

数据来源: 东北证券

7.3. 整体估值

剥离京东金融后, 结合京东主要的电商业务和物流业务, 我们认为 2017 年京东的合理估值 664 亿美元+48 亿美元=712 亿美元, 对应股价 50.03 美元, 高于 2017 年 10 月 13 日的收盘价 38.91 美元约 30%, 因此给予“买入”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	19,772	13,217	14,385	16,595	净利润	-3,414	-1,630	97	2,252
应收账款	17,464	23,534	29,233	35,033	折旧摊销	3,633	4,009	5,513	7,375
存货	28,909	37,769	47,643	55,823	营运资本变动	3,016	1,453	3,394	3,402
预付账款	3,623	6,028	6,334	8,641	其他经营活动现金流	5,531	5,690	5,376	5,402
其他流动资产	37,164	53,450	68,792	83,783	经营活动净现金流量	8,767	9,522	14,379	18,431
流动资产合计	106,932	133,997	166,388	199,875	资本支出	-3,731	-4,489	-5,537	-6,451
固定资产	9,389	12,696	15,133	18,954	投资活动净现金流量	-48,269	-11,590	-12,994	-15,787
无形资产	10,902	14,307	17,471	20,358	借款增加	21,782	-4,486	-217	-434
长期投资	16,296	16,296	16,296	16,296	股东权益增加	1,356	-	-	-
其他非流动资产	16,855	6,200	4,200	-	其他融资活动现金流	17,561	0	0	0
非流动资产合计	53,441	46,287	49,177	51,037	融资活动净现金流量	40,699	-4,486	-217	-434
资产总计	160,374	180,284	215,565	250,911	企业自由现金流	1,908	-6,555	1,168	2,210
短期借款	17,723	13,708	13,538	13,195					
应付账款	43,988	59,539	77,571	93,965	财务与估值指标				
预收账款	11,633	15,572	20,042	24,409		2016A	2017E	2018E	2019E
其他流动负债	31,397	45,113	58,006	70,603	每股指标				
流动负债合计	104,740	133,933	169,157	202,173	每 ADS 收益 (元)	-2.68	-1.06	0.06	1.46
长期借款	10,909	10,436	10,389	10,299	每 ADS 净资产 (元)	23.90	22.67	22.74	24.32
其他长期负债	3,505	3,505	3,505	3,505	每 ADS 经营现金流量 (元)	6.18	6.69	10.10	12.95
长期负债合计	14,414	13,941	13,894	13,804	成长性指标				
负债合计	119,154	147,874	183,051	215,976	营业收入增长率	43.49%	43.82%	28.71%	21.79%
夹层资本	7,057	-	-	-	净利润增长率	-	-	-	2230.98 ^{oz}
归属于母公司股东权益合计	33,893	32,263	32,359	34,611	盈利能力指标				
少数股东权益	270	148	155	324	毛利率	15.16%	14.40%	14.81%	15.26%
负债和股东权益总计	160,374	180,284	215,565	250,911	净利率	-1.46%	-0.40%	0.02%	0.36%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	20.28	18.25	18.25	18.25
					存货周转率 (次)	8.93	9.61	9.61	9.61
					偿债能力指标				
					资产负债率	74.30%	82.02%	84.92%	86.08%
					流动比率	1.02	1.00	0.98	0.99
					速动比率	0.63	0.56	0.54	0.53
					费用率指标				
					销售费用率	4.06%	4.30%	4.30%	4.30%
					管理费用率	1.79%	1.25%	1.25%	1.25%
					财务费用率	-0.09%	-0.02%	-0.01%	-0.01%
					分红指标				
					分红比例	0	-	0	0
					股息收益率	0	-	0	0
					估值指标				
					P/E (倍)	-121.58	-306.94	5,179.39	222.20
					P/B (倍)	13.66	14.35	14.30	13.37
					P/S (倍)	1.78	1.24	0.96	0.79
					净资产收益率	-11.81%	-4.56%	0.28%	6.22%

利润表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	260,122	374,111	481,499	586,424
营业成本	220,699	320,232	410,205	496,910
履约费用	20,951	26,953	35,047	43,209
销售费用	10,573	16,087	20,704	25,216
研发费用	5,381	6,360	8,667	11,142
管理费用	4,663	4,676	6,019	7,330
其他业务成本	-	-	-	-
营业利润	-2,145	-198	858	2,617
财务费用	-222	-60	-35	-83
投资收益	-2,785	-1,393	-696	-348
其他非经营收入	1,474	-	-	-
利润总额	-3,234	-1,530	197	2,352
所得税	180	100	100	100
净利润	-3,414	-1,630	97	2,252
归属于母公司净利润	-3,807	-1,508	89	2,083
少数股东损益	393	-122	7	169

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 5年行业研究经验, 食品饮料行业分析师。
 罗贤飞: 上海财经大学硕士, 行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司
中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售
华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn