

流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势 买入（首次）

2020年07月07日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

021-60199793

zhangfp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	576,888	709,723	844,822	990,556
同比(%)	24.9%	23.0%	19.0%	17.3%
归母净利润(百万元)	12,184	15,771	20,020	25,135
同比(%)	589.0%	29.4%	26.9%	25.5%
每股收益(元/股)	4.2	5.1	6.5	8.1
P/E(倍)	53.5	43.7	34.4	27.4

投资要点

- 商品供应链本质上是流通的生意，所起到的作用就是实现商品从生产商到消费者的转移，我们平时接触最多的零售（包括2C电商）其实是商品供应链的最后一环。供应链上各环节参与者的目的，就是以最低的成本实现商品的上述转移，从而最大化的获得商品进销价差扣除流通所需成本费用之后的剩余利益，因此，流通环节越高效，商品完成流通所耗费的成本费用（流通损耗）越少，整个环节所能获取的利润越大。
- 流通损耗是把握商品流通企业竞争优势变化的核心焦点。沃尔玛毛利率曾在1980年代逐步下行，这是平效快速增长后流通损耗逐步降低的结果，商品售价的下降使沃尔玛获得了更强的竞争力，净利率ROE均维持在高位。由于电商不需要租用门店，也减少很多销售人员，从而可以把经营费用缩减的更少，于是就能以更低的价格销售商品，所以京东只需要15%的毛利率就能实现盈利，而传统零售则需要20%以上才可以。线下零售企业相对而言就丧失了比价优势，在竞争中逐渐处于弱势。消费者也逐步将消费支出转移到线上，从而看到线上对线下零售的替代。
- 流通损耗也是电商企业双边网络效应的量化体现，决定了京东、天猫平台竞争优势的相对变化。京东自营赚取的进销价差和商户在天猫、京东POP经营所需支付的流量费、快递费，本质上都是商户将商品出售给消费者在同一环节的流通损耗，这部分损耗越少，商户获利就会越多，而超额收益又可以转换成价格优惠，最终惠及消费者，从而影响消费者的购买行为，也吸引更多的商家进入平台，在商户和消费者之间形成正向双边网络效应。因此天猫货币化率天花板的高低受制于京东或其他竞争对手的经营效率变化。
- 京东近年效率持续改善，其中流通损耗（经营费用）的控制起到关键的作用。京东自2016年以来经营费用率便处于下行通道，这与公司GMV不断提高带来的物流利用率提升，销售、管理费用摊薄有直接关系。尤其自新管理层上任后，对费用的控制更加严格，此前公司在低线城市投入的物流基础设施也逐渐实现了利用率的填充，低线城市的获客也采用“京喜”等以往不同的思路，成效显著，使得京东在不增加商户经营成本的情况下，就能实现更高的利润率水平。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年收入分别为7097.23/8448.22/9905.56亿元，分别同比增长23.0%/19.0%/17.3%。预计公司2020-2022年归母净利润分别为157.71/200.20/251.35亿元，同比分别增长29.4%/26.9%/25.5%，对应PE分别为43.7/34.4/27.4倍。我们运用DCF方法计算公司合理价值为265港币/股，公司当前经营效率持续提高，费用控制成效明显，新品类逐步开拓，低线城市下沉成效显著，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：商品品质风险，供应链拓展风险，宏观经济波动

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	244.80
一年最低/最高价	226.00/245.00
市净率(倍)	7.68
港股流通市值(百万港元)	32,558.4

基础数据

每股净资产(元)	28.80
资产负债率(%)	61.14
总股本(百万股)	3090.37
流通股本(百万股)	133.00

相关研究

内容目录

1. 京东集团：盈利持续好转，业绩逐步改善	4
2. 如何理解供应链生意：最低损耗实现商品流通	5
3. 从沃尔玛的崛起看流通领域的核心优势——来自线下零售的启示	5
3.1. 降低流通损耗树立竞争优势	6
3.2. 电商冲击沃尔玛的逻辑与量化表现	7
4. 流通线上化变革的效率提升与电商公司竞争优势的相对变化	8
4.1. 从京东模式分析电商相对线下零售的效率提升	8
4.2. 京东 VS 好市多：效率是流通领域核心优势的另一证明	10
4.3. 从流通损耗研究天猫与京东竞争优势的相对变化	12
4.3.1. 天猫与京东渠道流通损耗的量化	12
4.3.2. 从流通损耗的对比看天猫货币化率的天花板	14
4.3.3. 如何看待品类因素对上述结论的影响？	15
4.3.4. 京东效率的变化源自经营费用的杠杆效应	16
4.4. 规模扩张是公司业绩增长的核心动力	17
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 收入预测	18
5.1.1. 自营业务收入预测	18
5.1.2. 服务及其他业务收入预测	19
5.2. DCF 估值	19
6. 投资评级	21
7. 风险提示	21

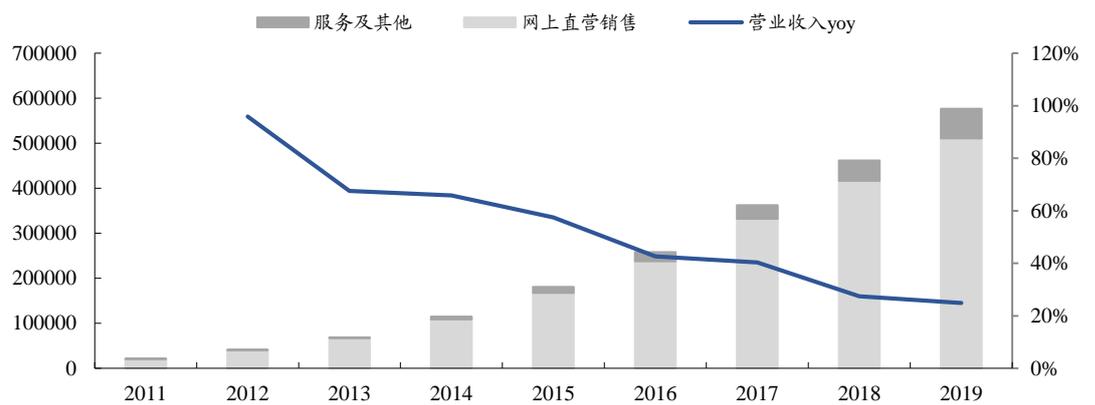
图表目录

图 1: 京东收入结构 (百万元)	4
图 2: 公司经调整净利润情况 (百万元)	4
图 3: 流通环节利益分配示意图	5
图 4: 沃尔玛供应链体系	5
图 5: 1984-1993 年间毛利率费用率同步下降	6
图 6: 平效在 1984-1993 年间是最快的增长时期	6
图 7: 沃尔玛净利率和 ROE 在 1984-1993 年间都处于历史最高水平	7
图 8: 美国沃尔玛店平效和通货膨胀调整后平效 (CPI 设定 1972 年为 1)	7
图 9: 京东自营商品流通体系	8
图 10: 京东与传统零售人效对比 (2019)	9
图 11: 京东与传统零售毛利率净利率对比 (2019)	9
图 12: 京东与传统零售公司运营效率对比 (2019)	9
图 13: 塔吉特平效变化 (CPI 设定 1972 年为 1)	10
图 14: 百思买平效变化 (CPI 设定 1972 年为 1)	10
图 15: 好市多平效 (CPI 设定 1972 年为 1)	10
图 16: 好市多净利率	10
图 17: 好市多用更低的毛利率水平实现更高的净利率	11
图 18: 京东好市多效率对比	11
图 19: 天猫、京东 POP 商品流通体系	12
图 20: 品牌商在京东销售的流通损耗	13
图 21: 2018 年线上各品类销售额占比	13
图 22: 京东天猫流通效率变化	14
图 23: 毛利率变化与品类无明显相关关系	16
图 24: 京东费用率变化	16
图 25: 零售公司毛利率和净利率情况 (2019)	17
图 26: 京东经调整净利率持续改善	18
表 1: 线上零售企业快递费用率情况及与客单价关系 (元)	13
表 2: 新增活跃买家数 (亿人)	17
表 3: 自营业务收入预测 (百万元)	19
表 4: 服务及其他业务收入预测 (百万元)	19
表 5: 基本假设表	20
表 6: 可比公司估值对比	20

1. 京东集团：盈利持续好转，业绩逐步改善

京东是电商零售公司，以自营业务起家，在规模体量逐步扩大后，通过引入第三方商户（3P）对平台品类进行扩充，2019 年公司对第三方商户提供的广告、物流、销售服务等服务业务占收入的比重为 11.5%，收入结构中以自营业务为主，对财务数据的影响起主要作用。

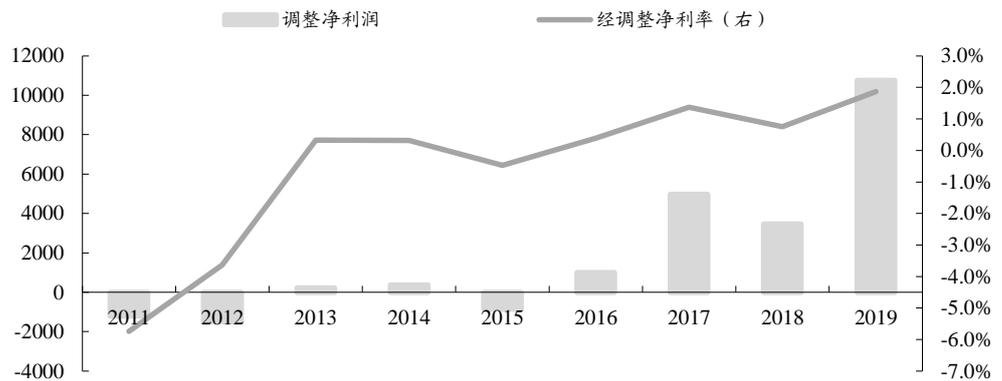
图 1：京东收入结构（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

从财务数据的表现来看，公司的经营状况自 2016 年以来逐步好转，经调整净利率明显改善。本文以此为出发点，探讨线下零售到线上渠道变迁的底层规律，京东作为线上零售企业的核心竞争优势，经营状况持续好转的原因，以及京东业绩持续增长的动力在什么地方。

图 2：公司经调整净利润情况（百万元）

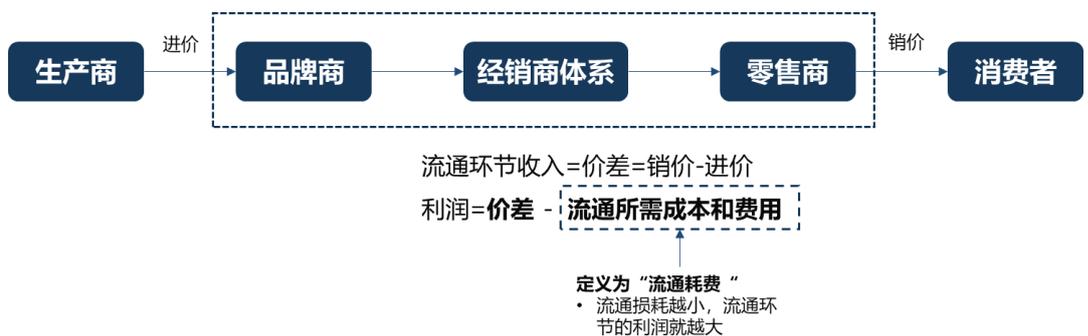


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 如何理解供应链生意：最低损耗实现商品流通

商品供应链本质上是流通的生意，所起到的作用就是实现商品从生产商到消费者的转移，我们平时接触最多的零售（包括 2C 电商）其实是商品供应链的最后一环。供应链上各环节参与者的目的，就是以最低的成本实现商品的上述转移，从而最大化的获得商品进销价差扣除流通所需成本费用之后的剩余利益，如下图所示。由于在充分竞争的领域提高商品进销差价的情况难以发生，因此，流通环节越高效，商品完成流通所耗费的成本费用越少（**损耗越少**），整个环节所能获取的利润越大。

图 3：流通环节利益分配示意图



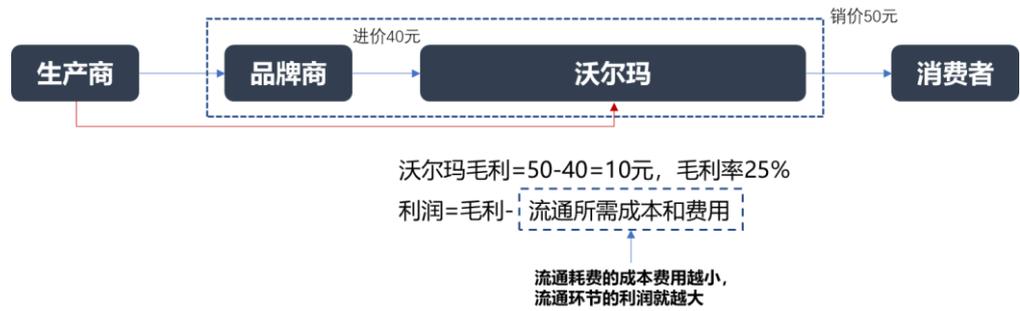
数据来源：东吴证券研究所整理

注：为了方便理解，我们会将上述商品完成流通所耗费的成本费用定义为“流通损耗”，例如商品流经沃尔玛进入消费者手中产生的流通损耗就是沃尔玛为完成这次流通所产生的经营费用，以此类推。这其实也是效率的代名词，某一环节的效率越高，这一环节的流通损耗越低。对流通损耗的分析会贯穿全文。

3. 从沃尔玛的崛起看流通领域的核心优势——来自线下零售的启示

所以，流通生意的核心就在流通费用的控制上。沃尔玛已将大部分流通环节内部化（如下图所示），甚至直接指导生产商进行自有品牌的生产（例如 George、Equate 等自有品牌），是线下效率最高的零售商之一，尤其是其在 1984-1993 年期间的表现，可以作为研究供应链优势的经典例证。

图 4：沃尔玛供应链体系



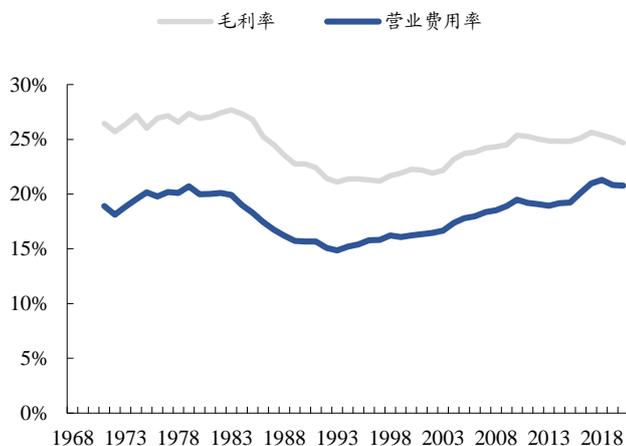
数据来源：公司财报，东吴证券研究所整理

3.1. 降低流通损耗树立竞争优势

从下图可以看到，公司毛利率在 1984 年后经历了一轮显著的下滑，一般直观上的判断就是竞争加剧，公司盈利能力下降，但是我们应该关注到同一时期营业费用率也呈相同幅度的下降，与此同时，公司净利率水平并未受到影响。实际上，这轮毛利率的下降是公司主动调整的结果，源自公司平效的高速增长（1984-1993 年是沃尔玛历史上平效增长最快的时期），从而自动摊薄了单位销售所需的费用水平，即降低了沃尔玛销售商品的流通损耗。流通损耗的下降给沃尔玛实际留下了更大的盈利空间，也就意味着沃尔玛可以将商品售价进一步降低，从而拥有了更强的竞争优势。这才看到了毛利率跟随费用率同步下滑的情况。

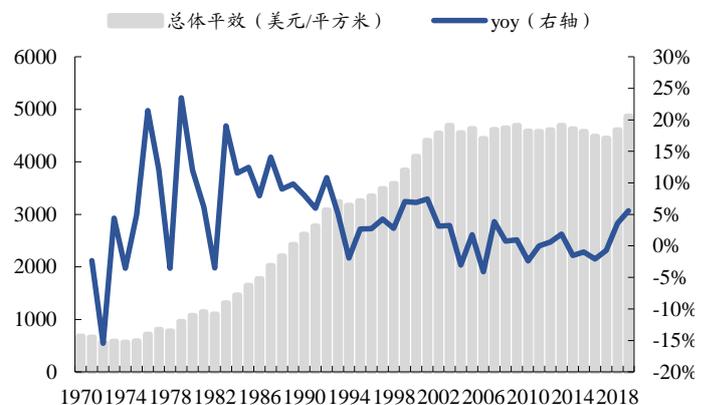
可以看到公司净利率和 ROE 水平在 1984-1993 年间都维持在历史最高水平，盈利能力并未因毛利率的下降而减弱，可以充分说明这是公司主动调低商品售价、提高竞争力的结果。

图 5：1984-1993 年间毛利率费用率同步下降



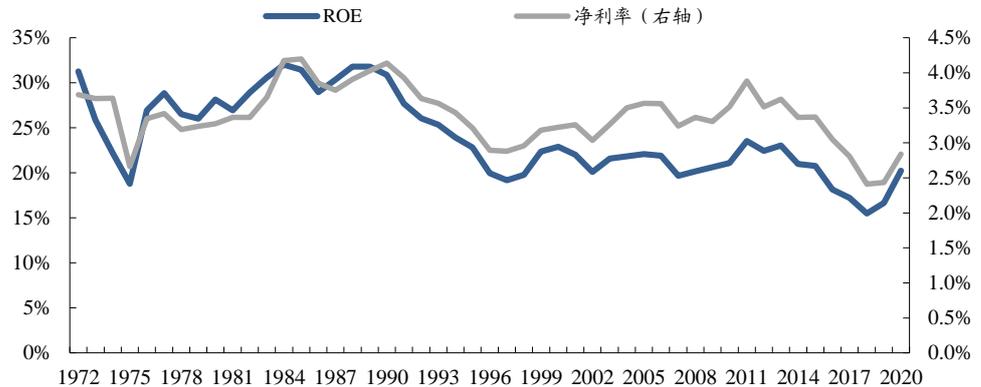
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：平效在 1984-1993 年间是最快的增长时期



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7: 沃尔玛净利率和 ROE 在 1984-1993 年间都处于历史最高水平



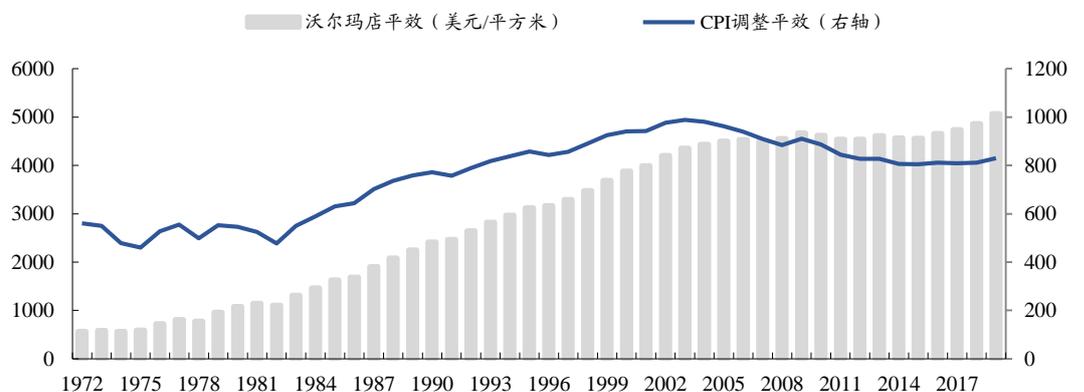
注：2018 和 2019 财年数据已经扣除非经常性损益的影响
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.2. 电商冲击沃尔玛的逻辑与量化表现

反倒是 2003 年以来，公司受电子商务的影响逐渐显现，导致平效原地踏步，经营效率难以提升，但人员租金物流等费用却稳步增长，**从而导致费用增长快于收入增长，费用率逐渐上升（即流通损耗逐渐上升）**，沃尔玛为了维持盈利能力，不得不相应提升毛利率水平，从而丧失了越来越多的比价优势（相对于电商），竞争优势被逐步削弱。

为了排除全球化的影响（90 年代开始全球化开店），我们特意将美国市场沃尔玛店的平效作图如下，以证明我们的判断。公司名义平效自 2006 年就步入了平台期，近年在店铺调整的背景下略有升高，可以看到 2020 财年的净利率也有所上升。但是扣除通胀因素后可以发现，公司的平效相对于 2003 年还是下降的，平效增速不及通货膨胀，但单位经营费用却随着通胀自然扩张，导致费用率逐步上升，充分体现电商带来的负面影响。

图 8: 美国沃尔玛店平效和通货膨胀调整后平效（CPI 设定 1972 年为 1）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

所以，简单回顾沃尔玛的历史，就能证明我们所讲的商品流通生意的核心，即在给定的价差水平下降低流通的成本和费用，谁能最大化降低流通的成本费用，谁就能取得最高的效益，无论是体现在利润率水平上，还是竞争优势上。

4. 流通线上化变革的效率提升与电商公司竞争优势的相对变化

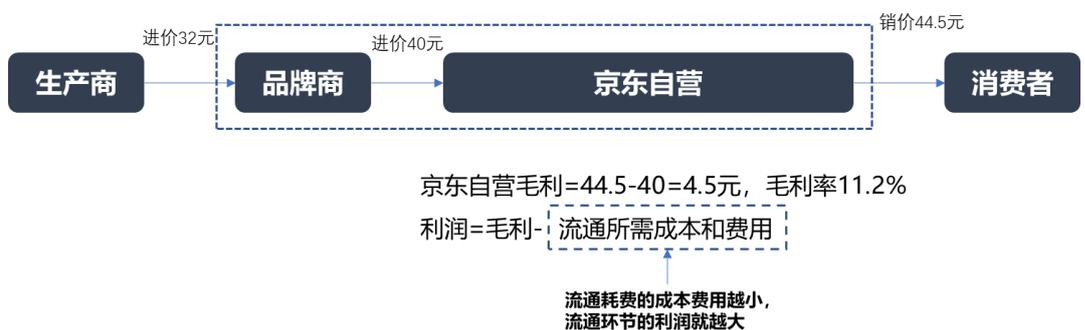
根据以上的分析我们便可以理解，商品流通领域的原理就决定了供应链会持续往更高效的组织形式发展，明白了这个原理，我们就能更加清晰的认知电商给商品流通领域带来的变革。

当前电商平台可以分为两类：京东自营、亚马逊等互联网零售企业，以及淘宝天猫、京东 POP、拼多多等线上商业地产。在下面的分析中，我们首先需要说明两点：1、电商平台也没有完全绕过经销商，尤其在线上商业地产模式中，一些知名品牌的网店都是由经销商代开的，但为了大家能直观的理解，我们在模型中进行了简化。2、电商组织形式即使相对于传统流通形式更高效，但也难以取代线下购物给消费者带来的体验，这也是为什么即使电商摧枯拉朽但仍无法完全取代线下零售的原因，而我们在下文的分析中没有代入无法量化的体验因素，仅围绕效率（流通损耗）展开我们的分析。

4.1. 从京东模式分析电商相对线下零售的效率提升

我们以京东为对象，首先分析先进货再出货的互联网零售企业，京东自营模式本质上是将线下零售生意搬到了线上。下图就是京东自营的商品流通模式。

图 9：京东自营商品流通体系



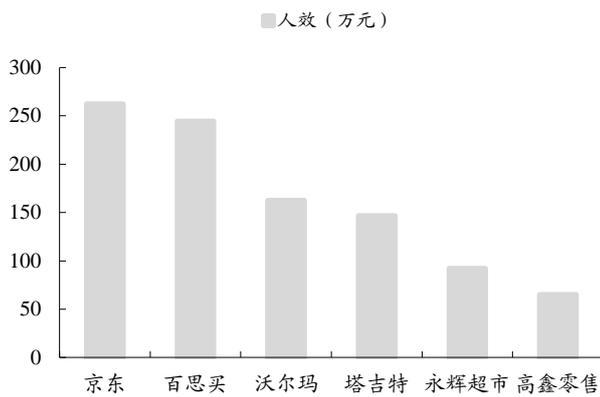
数据来源：公司财报，东吴证券研究所整理

由于不需线下门店节省了大量租金成本、固定资产折旧以及人员成本，京东组织商品流通所耗费的成本费用（流通损耗）远低于传统零售。因此我们看到，京东实现和传统零售类似的净利率水平仅需要一半的商品加价（下图京东为整体毛利率，扣除第三方

商户服务收入的影响,商品销售的毛利率会更低),这其实就是供应链效率的集中体现,从而导致京东的价格优势远强于传统零售,传统零售商丧失比价优势,从而在竞争中逐渐处于弱势——这就是电商冲击传统零售的本质。(本文中美元:人民币汇率=1:7)

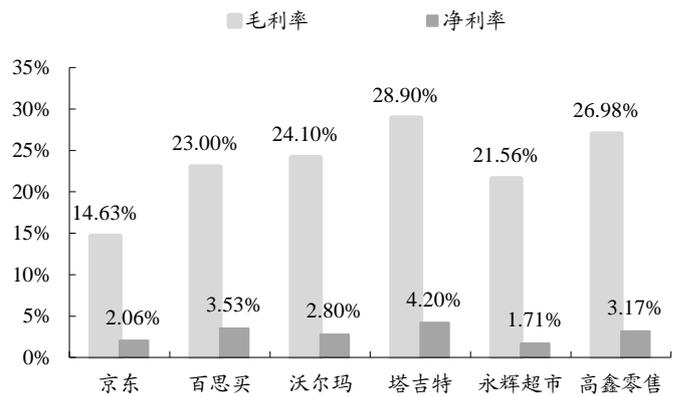
由于3C类商品价格高于一般商品品类,会导致单位价格分摊的费用相对于一般商品较低,因此毛利率往往也可以压的更低一些。为了排除商品品类因素带来的影响,我们特意选择专营3C产品的百思买进行对比,可以看到京东在价格和运营效率上的优势依然非常显著。

图 10: 京东与传统零售人效对比 (2019)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

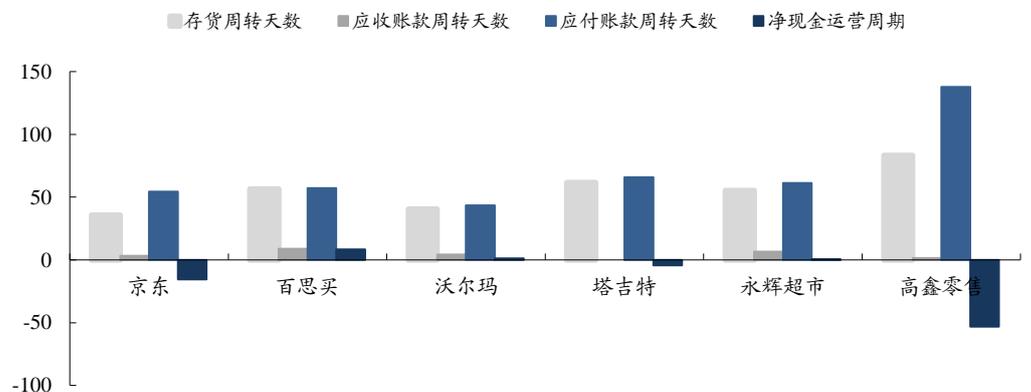
图 11: 京东与传统零售毛利率净利率对比 (2019)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

电商的优势不仅体现在价格上,还体现在运营效率上,可以看到在应付账款周转天数不高于传统零售商的情况下,京东已经实现了-15.5天的净运营周期,也就意味着公司不需要过分占用供应商的款项(高鑫零售占用的时间就很长)就可以实现自身现金流的正循环,这就是为什么即使过去京东常年亏损也不需要大规模融资的原因。而实现这一切的关键就在于超高的运营效率,传统零售高效如沃尔玛也仅做到40.5天的存货周转天数,但京东只需要35.8天。同样是负的净运营周期,京东完全来自于运营的高效,但高鑫零售却主要是占用上游款项,从供应商的角度讲,更愿意与谁做生意其实一目了然。

图 12: 京东与传统零售公司运营效率对比 (2019)

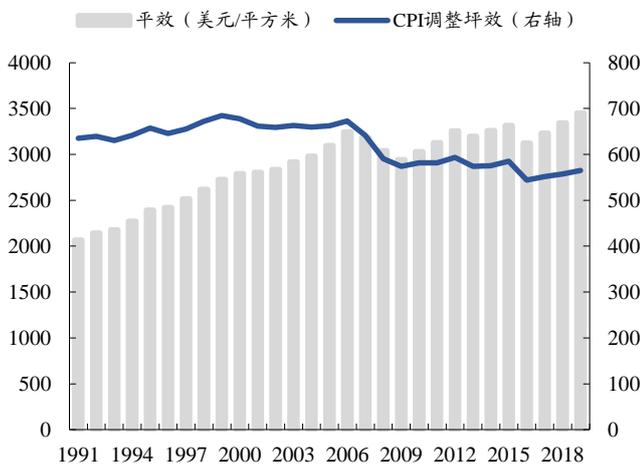


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.2. 京东 VS 好市多：效率是流通领域核心优势的另一证明

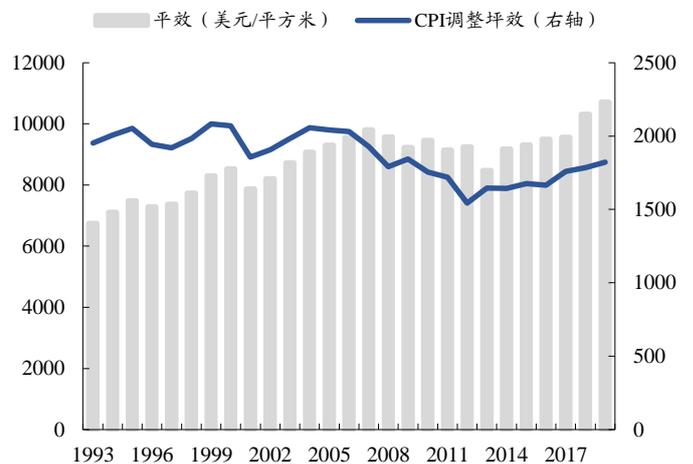
市场一直有个疑问，为什么电商没能对 Costco 造成明显影响？我们之前提到，沃尔玛受到电商的冲击，主要表现为平效原地踏步，平效增长跑输通货膨胀，但经营费用却稳步增长，为了维持原有的净利率，沃尔玛不得不提高商品价格、提高毛利率，从而逐渐丧失比价优势。为了排除个例的影响，我们也观察了塔吉特和百思买的平效变化。如下图所示，同沃尔玛一样，这些美国市场的顶级零售企业其实都展现了相同的问题，即随着电商的兴起，平效增长已经严重放缓，大大跑输通货膨胀。充分证明电商对传统零售影响的普遍性。

图 13: 塔吉特平效变化 (CPI 设定 1972 年为 1)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 14: 百思买平效变化 (CPI 设定 1972 年为 1)



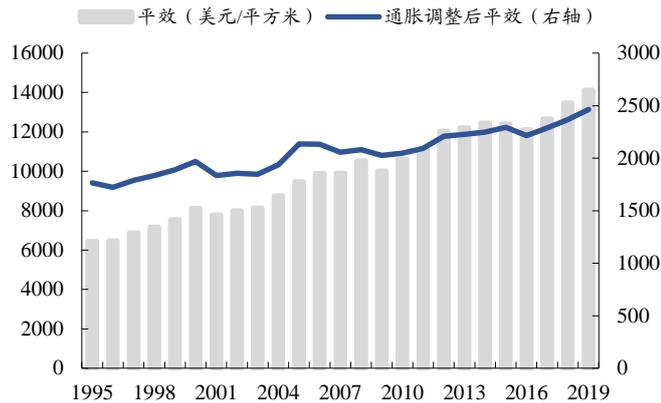
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：百思买本身的运营效率并没有显著好于沃尔玛和塔吉特，但百思买的平效却远高于后两者，主要原因在于主营产品品类不同，3C 产品的价值量远高于一般商品，所以平效会更高。塔吉特毛利率高于沃尔玛，在于塔吉特主要门店均在繁华商业区，而物业 90.1% 为自有（包含 8.4% 混合物业），租金压力小，二者人效差距小，因此在产品价格更高的情况下，净利率水平更高。

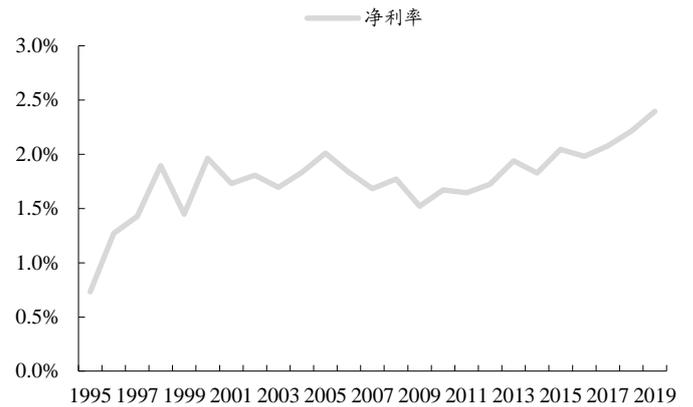
但是我们看到，在众多同业平效暂停增长的背景下，好市多的平效却在逐步提升（全球平效，美国平效更高），即使扣除通货膨胀的影响，公司的平效依然是稳步增长的，而且增长速度也没有下滑，表明电商对好市多即使有影响也非常的微小。

图 15: 好市多平效 (CPI 设定 1972 年为 1)

图 16: 好市多净利率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

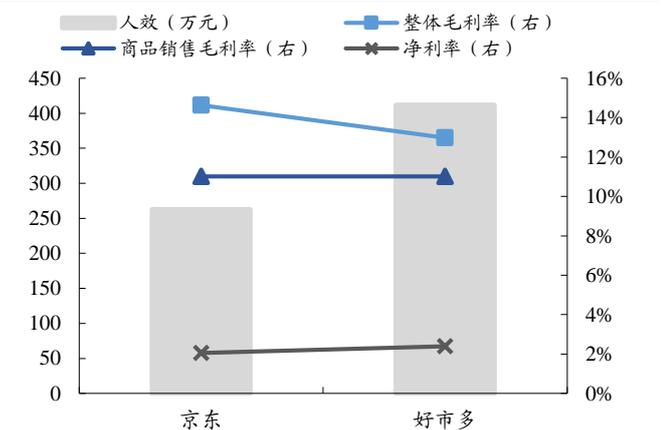


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

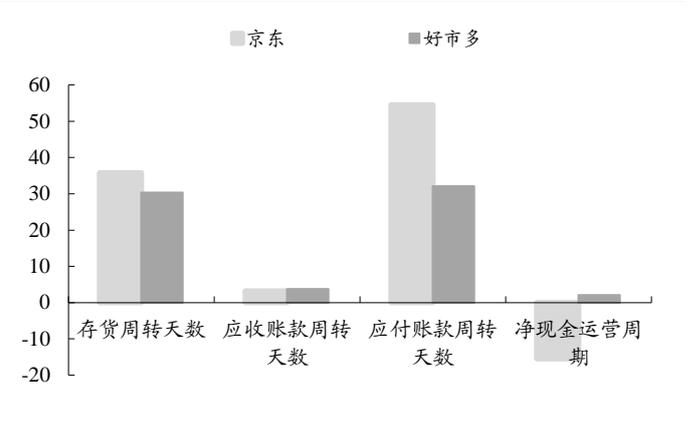
那么为什么好市多的平效可以逆市上升，从而抵消经营费用率（流通损耗）上升的影响？答案很简单，其实就是更高效。我们以京东作为电商运营效率的代表。可以看到，好市多实现更高水平的净利率所需的毛利率甚至低于电商公司。2019年，京东获得2.06%的净利率水平需要14.63%的毛利率支撑；而好市多只需要12.98%的毛利率就可以实现2.4%的净利率，商品销售毛利率为11.02%。更何况京东的GMV中超过50%来自3C产品（2016），理论上讲单位价格分摊的费用更少，应该可以实现相对好市多更高的利润率。上述差距充分体现出好市多在效率上的优势。我们排除京东新业务的影响，仅看京东商城部分的经营费用率就达到了12.9%，充分说明好市多流通环节中整个费用的损耗（12.98%-2.4%=10.58%）甚至远远小于京东，电商组织形式也没能比好市多更高效，那么电商难以对好市多产生影响也就容易理解了。

图 17: 好市多用更低的毛利率水平实现更高的净利率

图 18: 京东好市多效率对比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

所以，电商取代传统零售只是表面现象，实质上是高效率的流通方式会对低效率的流通方式产生冲击，虽然好市多属于传统零售，但电商的效率也不及好市多高，那么电商也就无法对好市多产生影响。这进一步印证了我们的观点：商品流通的生意就是效率的生意，谁能将流通环节的成本费用降至最低，谁就能获得更强的竞争优势。至于好市多为何如此高效，我们会在以后的报告中进行分析，本文仅探讨商品流通生意的核心要

素。

4.3. 从流通损耗研究天猫与京东竞争优势的相对变化

接下来，我们来看看线上商业地产类流通模式的组织结构。以天猫为例，品牌方（也包括部分经销商）可以在天猫商城上直接对接消费者，省去了零售商的中间环节，品牌商可以获得更高的进销价差。直观上来讲，这应当是效率更高的流通形式，但品牌方为了在天猫上获取流量，不得不支付流量费用（包括推广费用、运营费用、平台扣点等）；此外还需支付快递费用，在京东自营上，快递费用基本由平台方负担，即内含在京东收取的价差中，但在天猫和京东 POP 上经营则需要另行支付运费（不论是商家支付还是消费者支付，都需在平台费用之外再支付这笔费用，属于流通成本之一），因此，这种方式的流通损耗难以降低，导致天猫上所售相同商品的价格与京东相比并没有明显的差异。

图 19: 天猫、京东 POP 商品流通体系



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

我们因此可以看到，京东自营赚取的进销价差和商户在天猫、京东 POP 经营所需支付的流量费、快递费，本质上都是品牌商将商品出售给消费者在同一环节的流通损耗，也即商户在不同平台上经营的经营成本，这部分损耗越少，品牌商获利就会越多，而超额收益又可以转换成价格优惠，最终惠及消费者，从而影响消费者的购买行为，也吸引越来越多的商家进入平台，在品牌商和消费者之间形成正向的双边网络效应。所以两个平台对于品牌商的流通损耗就决定了各自在效率上的竞争优势，我们可以通过比较近几年二者流通损耗的变化，对比京东和天猫竞争优势的变化。

4.3.1. 天猫与京东渠道流通损耗的量化

接下来，我们根据上文的发现首先对商品经由天猫或者京东销售给消费者产生的流通损耗进行定义：

对于天猫平台而言，由于品牌商户是阿里平台上广告投放的主力，2019 年，我们按照天猫商户是淘宝商户广告投放能力的 1.5 倍计算，则天猫平台的货币化率/流量费（天猫广告收入与佣金收入之和/天猫 GMV）已达到 6.1%。此外天猫平台销售的商品还需另

行支付快递费，因此对品牌商而言，商品通过天猫售卖的流通损耗为“A=天猫流量费率+快递费率”。

商品经由京东销售的流通损耗就是商品经由京东自营销售所需付出的价差及 POP 业务实现的货币化率，二者综合起来近似公司的表观毛利率（因为还有小规模新业务的影响），2019 年为 14.63%。此外 POP 业务的销售还需支付快递费，由于 POP 业务中的京东物流部分已体现在京东的报表中，第三方快递部分占整体营收的比重很小，我们暂时将这部分费用忽略不计，下面会看到这并不影响我们的分析。因此商品通过京东售卖的流通损耗为“B=京东毛利率”。（京东自营与 POP 产生的损耗为什么不是分别计算而是融合在一起？因为正是 POP 业务的高毛利率才使京东自营的低毛利率、高效率得以维持，将 POP 业务分离开，自营业务就需要更高的毛利率水平才能盈利；而 POP 业务本身依托于自营业务的流量，因此二者是相辅相成的）。

图 20：品牌商在京东销售的流通损耗



对于品牌商而言，商品经由京东销售产生损耗=京东自营损耗+京东POP损耗=44.5*毛利率
 →44.5*14.63% (2019年) =6.51元

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

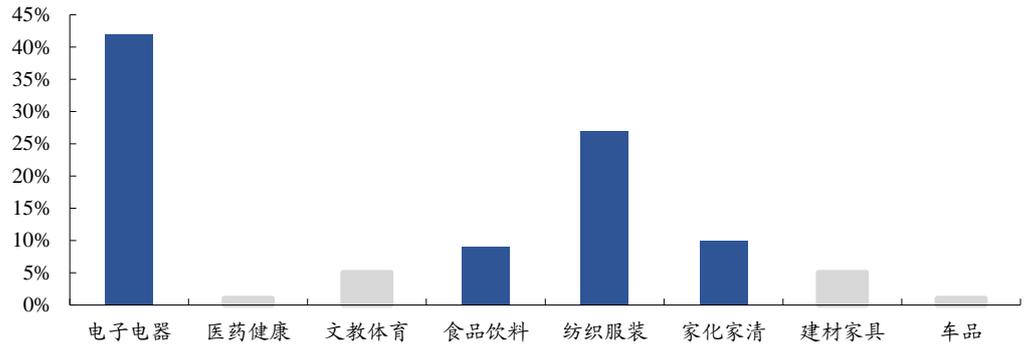
在上面的三个变量中（流量费、毛利率、快递费率），我们已经知道了两个，于是我们找到了典型的纯线上品牌商户大致对比分析快递费用率水平，包括三只松鼠、唯品会、聚美优品和京东，覆盖包装食品、服装、化妆品和 3C 品类，基本涵盖了电商重要品类（如下图），同时覆盖了 60-500 元的主流价格带，因此快递费用率结果就非常具有代表性。

表 1：线上零售企业快递费用率情况及与客单价关系（元）

	三只松鼠	唯品会	聚美优品	京东
品类	包装食品	服装饰品	化妆品	3C 等
客单价	69.6	263	158.8	470
快递费用率	6.80%	5%	6.30%	6.5%

数据来源：公司财报，招股说明书，东吴证券研究所

图 21：2018 年线上各品类销售额占比



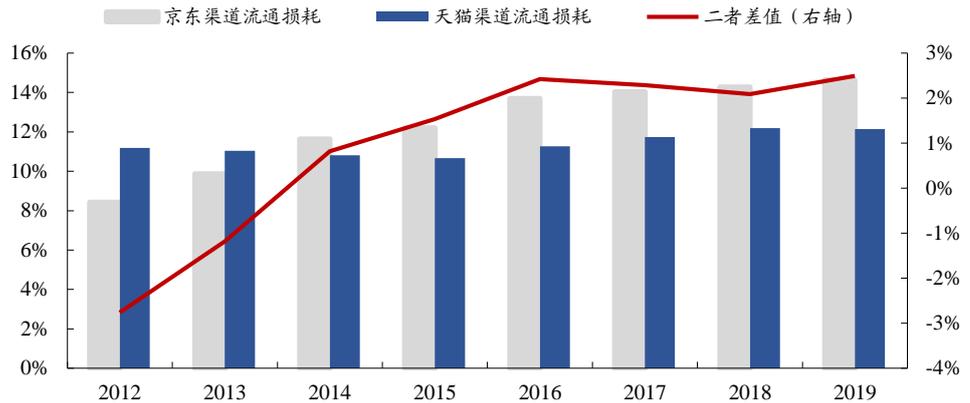
数据来源：数据威，东吴证券研究所

其中唯品会 2019 年收入高达 930 亿，属于顶级线上零售企业，其客单价高达 263 元，快递费用率（Shipping&Handling）为 5%，公司在 2019 年 11 月底剥离自建物流品骏快递后，这部分费用率预计将有所下降。三只松鼠客单价远不及唯品会的水平，因此快递费用率更高，达 6.8%（由于包含仓储端物流费用，因此实际应略小于该值）。聚美优品的数据是 2013 年数据，此后公司逐渐衰退，因此费用率对比失真。京东数据为履约费用中扣除支付处理费之后的净额与自营业务收入之比（第三方商户的物流成本归入营业成本中）。可以看到用户客单价与快递费用率水平并没有明显的相关关系，主要在于，虽然大件产品价值量高，但本身的快递费用也会更贵。对比之下，一般商户的快递费用率水平可想而知，大致会处于 6% 左右的水平。

4.3.2. 从流通损耗的对比看天猫货币化率的天花板

根据上述分析，2019 年，商品经由天猫销售产生的流通损耗为 $A=6.1\%+6\%=12.1\%$ ，小于当前通过京东进行销售的流通损耗—— $B=14.63\%$ ，这还没有算上 POP 商户采用第三方物流的费用率，因此京东实际的损耗还要更高一些。所以目前天猫平台的整体流通效率更高。为了更清晰的观察二者竞争优势的相对变化，我们将过去几年的数据绘制如下图，二者差值=京东渠道流通损耗-天猫渠道流通损耗，差值为负代表京东效率高于天猫，反之则反。

图 22：京东天猫流通效率变化



注：天猫货币化率为阿里巴巴财年数据
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

我们从过去几年的数据变化可以看到，京东早期曾实现过高于天猫的效率（2012/2013 年差值为负，且当时的物流费用较当前还更高），即商户通过京东销售所产生的流通损耗小于天猫（ $B < A$ ）。而这种低流通损耗是借助高额的补贴（物流、商品）才实现的，牺牲了毛利率，导致京东净利率为负，从而公司才实现了高速增长，在阿里的强竞争下撕开了一条裂缝（其实与当前拼多多的策略较为类似——通过补贴降低商户承担的损耗，然后通过运营壮大起来，京东其实就是拼多多的先例），那段时间也是资本市场最看好京东的时期。但此后二者的差距开始拉大。

我们可以看到变化明显的两个时期：2012-2016 年，天猫货币化率/流量费率几乎没有变化，维持在 4.7% 左右（另外 6% 为快递费率），但京东经营效率不佳，导致流通损耗变大，与天猫拉开差距；2016-2019 年，二者差距有所缩小，源于京东自身效率有所提高，以及天猫货币化率开始相应提升（上升 1.4 个百分点）。如果蓝柱超越白柱，那就意味着商户在天猫上的经营成本就会超过京东，从而导致两个平台的竞争优势发生相反的变化。

因此，流量费用和经营效率是决定两种类型电商相对竞争优势的关键，随着流量费用的提高（天猫货币化率越来越高），平台型电商相对于自营电商的优势就会缩小，因此天猫的货币化率天花板其实受制于同业的效率变化。京东的效率就是天猫货币化率的天花板，京东效率越高，天猫货币化率的天花板越低。

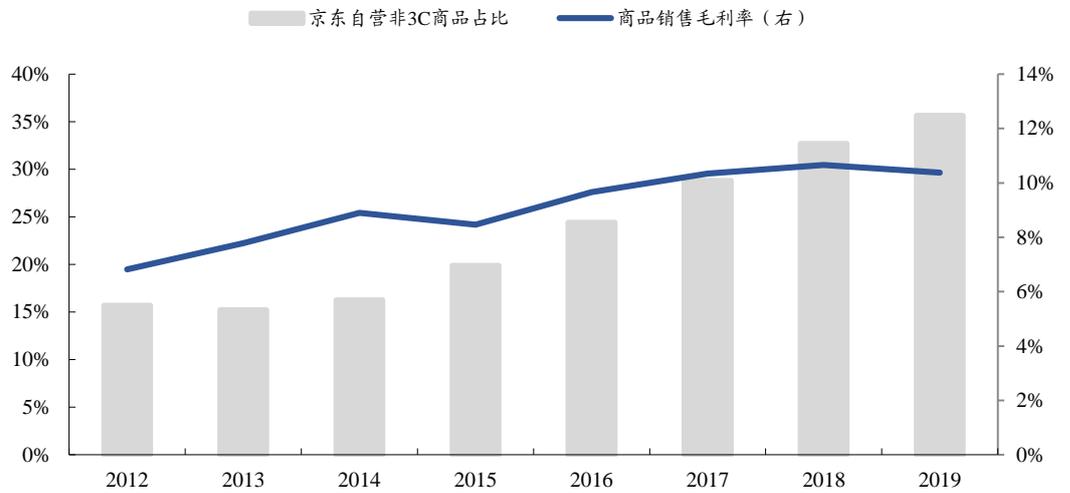
但是关于这个结论有两点需要补充说明，一是品类的影响，二是京东经历了什么样的变化。

4.3.3. 如何看待品类因素对上述结论的影响？

由于 GMV 的品类划分在 2017 年之后就停止公布，我们因此选择京东自营的毛利率变化与其中非 3C 商品销售的占比进行对比，参照图 22 与 23，可以发现京东整体毛利率与自营业务毛利率呈同步变化。但是，2012-2014 年，京东非 3C 品类占比没有明显变化的情况下，京东自营业务的毛利率却出现了显著提高；而 2016-2019 年，非 3C 品

类占比快速提高的背景下，京东自营的毛利率却无明显变化。因此品类并没能对京东毛利率的变化起到重要的作用。

图 23: 毛利率变化与品类无明显相关关系



注：商品销售毛利率=（自营收入-JD 商场成本+平台广告收入*30%）/自营收入，这里参照拼多多平台业务毛利率的情况，取广告收入的毛利率为 70%

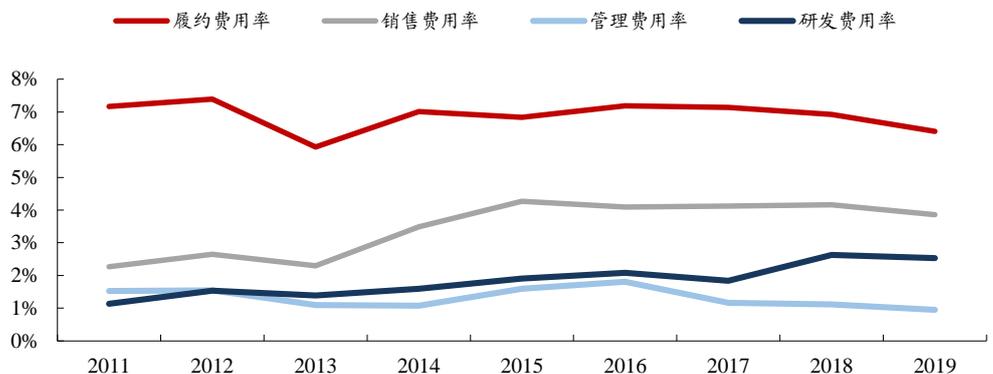
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

虽然京东自身时间序列数据可以排除品类因素的影响，但在京东与天猫的对比中，暂时没有找到排除品类因素影响的方法。但是品类因素只影响两个渠道流通损耗绝对值的对比，而不影响“京东效率就是天猫货币化率天花板”的结论。

4.3.4. 京东效率的变化源自经营费用的杠杆效应

在图 22 中，我们已经看到了京东自 2016 年以来在整体效率上呈现出的逐步好转变化，仔细分析公司财务数据，这主要来自于公司 GMV 规模上升后，整体费用率水平的下降。从下图中可以看到，京东的履约费用率、销售费用率和管理费用率自 2016 年之后便呈逐步下降的态势，2016 至 2019 年，整体营业费用率从 15.2% 下降到 13.7%，有 1.5 个百分点的减少，是使得公司整体毛利率不至于像之前一样快速上升的关键原因。

图 24: 京东费用率变化



注：2014 年管理费用扣除了对刘强东授予的股权激励费用 40.18 亿元。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

尤其在 2019 年，各项费用相对于之前呈现出更加明显的改进，也印证了京东股价自 2019 年以来在资本市场上的出色表现。这与公司在 2018 年末的组织结构调整不无关系，此后刘强东退居幕后，由徐雷掌管京东商城。新管理层上任以来便将过去实施的非主业相关项目砍掉，同时开始采取与以往不同的策略开拓下沉市场业务，并重视平台业务可能产生的盈利弹性。所以我们看到管理费用率、研发费用率、销售费用率都呈现出了显著的优化；而履约费用率方面，京东在 2018 年之前在低线城市有较大的投入，但低线城市电商渗透率低，网购频次少，使得公司整体履约费用率维持在高位，当前随着低线城市网购习惯的养成，以及公司开始用“京喜”方式融入下沉市场，低线城市物流利用率明显提高，履约费用率也呈现明显的下滑。我们能从下表中看到公司用户获取策略的成功。

表 2: 新增活跃买家数 (亿人)

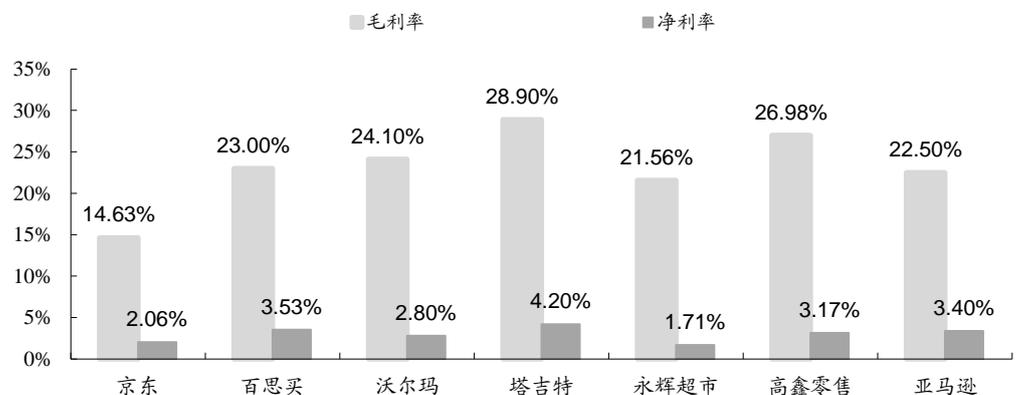
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
阿里新增买家	0.11	0.12	0.22	0.27	0.37	0.24	0.25	0.35	0.18	0.20	0.19	0.18	0.15
京东新增买家	0.10	0.22	0.08	0.26	0.09	0.12	-0.09	0.00	0.05	0.11	0.13	0.28	0.25

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.4. 规模扩张是公司业绩增长的核心动力

根据我们的分析，商品供应链生意的核心在于经营效率，而经营效率又着重体现在费用率（流通损耗）的控制上。而不同零售企业的竞争优势以及国内电商相对于传统零售的优势，就体现在费用上可以缩减的更少，从而为消费者提供了更加优惠的价格。也就意味着，零售公司很难在利润率上取得较高的水平。

图 25: 零售公司毛利率和净利率情况 (2019)



注：亚马逊数据为零售板块数据，取自 2007-2011 年平均数据，此后公司业务数据受到 AWS

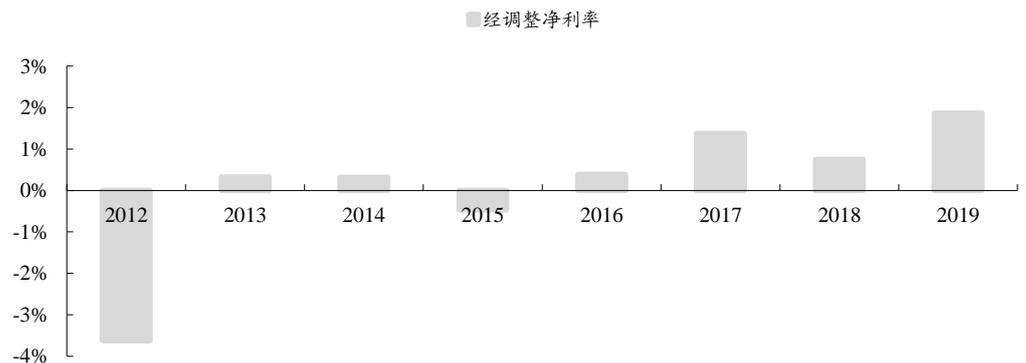
业务的影响。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

我们特意将亚马逊的零售业务毛利率和净利率情况也列示在图中，亚马逊的净利率在 2007-2011 年间达到历史上的最高水平，也仅 3.4% 上下。根据亚马逊财报披露，扣除 FBA 的影响后，2018 年平台业务的货币化率甚至高达 16%，高毛利率的服务收入（除 AWS 以外）占全部收入的比重已达 35% 之高，但零售业务（包含自营、Marketplace 服务收入、FBA、订阅收入及 AWS 以外的其他增值服务）对应的营业利润率也仅 2.47%，充分体现出电商零售业务盈利能力的天花板并不高。

因此，我们虽然看到京东当前的效率改善带来净利率水平的提升，但由于经营效率和竞争优势的限制，京东长期的利润率水平也很难比上图中众多的零售企业更高。京东当前在往更高毛利率的品类扩充，但这样带来的平均毛利率提升并不具有盈利弹性，同时高毛利率的品类往往也承担高履约费用率，所以虽然有利润增量，但不具有利润弹性。京东的长期增长依然主要来自于销售规模的提高。

图 26：京东经调整净利率持续改善



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 收入预测

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7097.23/8448.22/9905.56 亿元，分别同比增长 23.0%/19.0%/17.3%。

5.1.1. 自营业务收入预测

当前带电品类收入增长速度已经逐步减缓，但公司其他品类扩充进展良好，推动公司自营业务快速增长，我们预计 2020-2022 年，公司自营业务收入分别为 6202.93/7271.62/8384.56 亿元，分别同比增长 21.5%/17.2%/15.3%。

表 3: 自营业务收入预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
自营业务	510,734	620,293	727,162	838,456
yoy	22.7%	21.5%	17.2%	15.3%
带电品类	328,703	368,148	408,644	449,509
yoy	17.4%	12%	11%	10%
其他商品	182,031	252,145	318,518	388,947
yoy	33.8%	38.5%	26.3%	22.1%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

5.1.2. 服务及其他业务收入预测

服务及其他业务收入主要由平台广告收入和物流收入构成, 广告收入由第三方业务的 GMV 和货币化率驱动, 物流收入增长取决于快件数量提高和来自外部业务的占比提升。我们预计 2020-2022 年, 公司服务及其他业务收入分别为 894.30/1176.60/1521.00 亿元, 同比增长 35.2%/31.6%/29.3%。

表 4: 服务及其他业务收入预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
服务及其他	66,155	89,430	117,660	152,100
yoy	44.1%	35.2%	31.6%	29.3%
广告收入	42,680	54,219	66,604	80,621
yoy	27.3%	27.0%	22.8%	21.0%
物流收入	23,474	35,211	51,057	71,479
yoy	89.6%	50.0%	45.0%	40.0%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

5.2. DCF 估值

我们对公司采用 DCF 方法进行估值。除了上述收入预测外, DCF 模型的基本假设如下:

- 预测区间为 5 年, 过渡期为 6 年;
- 公司贴现率为 10.3%, 贴现率的计算基于 CAPM 模型, 无风险利率取美国 10 年期国债利率近 2 年均值, 根据公司最近 2 年股价波动相对纳斯达克市场波动的幅度测算出贝塔系数;
- 永续增长率 g 为 2%;

- 资金综合收益率和借款利率取过往3年平均值;
- 营运资本方面,随着公司自营业务规模体量的提高,尤其品类的拓展,导致公司经营营项目(应收账款、存货、预付账款)的周转率变慢,得公司对营运资本的需求会提高。

基本假设表如下:

表 5: 基本假设表

	2019	2020E	2021E	2022E
收入占比				
毛利率	14.6%	14.6%	14.7%	14.8%
履约费用率	6.4%	6.3%	6.4%	6.4%
销售费用率	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%
研发费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他比率				
其他收益	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
实际税率	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
少数股东损益占比	-2.5%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
综合利息率	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
资产负债表假设				
应收账款周转天数	6.5	7.5	8.4	7.5
预付账款周转天数	2.9	2.9	2.9	2.9
存货周转天数	42.3	43.5	44.5	45.5
应付账款周转天数	66.1	66.2	66.2	66.2
预收款项周转天数	12.1	13.0	12.3	12.4

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

根据以上测算,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 157.71/200.20/251.35 亿元,同比分别增长 29.4%/26.9%/25.5%,对应 PE 分别为 43.7/34.4/27.4 倍。我们用 DCF 方法对公司估值,得到估值结果为 265 港币/股,对应 2021 年 PE 为 37 倍。参考以下可比公司的估值情况,考虑到京东业绩增长相对较快,可以匹配我们用 DCF 方法测算出来的结果。

表 6: 可比公司估值对比

	归母净利润			归母净利润 yoy			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
沃尔玛	142.68	151.52	159.48	0.4%	6.2%	5.3%	23.7	22.3	21.2
亚马逊	156.31	258.36	374.21	-8.1%	65.3%	44.8%	92.2	55.8	38.5

好市多	37.35	40.75	44.63	2.9%	9.1%	9.5%	36.1	33.1	30.2
京东	157.71	200.2	251.35	29.4%	26.9%	25.5%	42.0	33.1	26.4

注：京东净利润单位为亿元，其余为亿美元，并取 NonGAAP 口径，截止到 2020.07.03 数据
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6. 投资评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7097.23/8448.22/9905.56 亿元，分别同比增长 23.0%/19.0%/17.3%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 157.71/200.20/251.35 亿元，同比分别增长 29.4%/26.9%/25.5%，对应 PE 分别为 43.7/34.4/27.4 倍。我们运用 DCF 方法计算公司合理价值为 265 港币/股，公司当前经营效率持续提高，费用控制成效明显，新品类逐步开拓，低线城市下沉成效显著，首次覆盖给予公司“买入”评级。

7. 风险提示

平台商品品质风险。商品品质是平台销售的根基，若过于压低价格而供应链没有得到很好的把控，则产品品质可能降低，从而威胁平台的信誉，对收入造成负面影响。

商品供应链拓展风险。品类的扩充需要供应链的扩展，在商家资质审核等流程上的门槛过松可能引入残次品，影响平台信誉，过严就可能拖累扩展进度，影响收入变现情况。

宏观经济波动风险。经济环境影响消费者收入情况，进而影响购物意愿，对电商平台收入会造成相应影响。

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>