

**证券研究报告—海外公司深度报告**

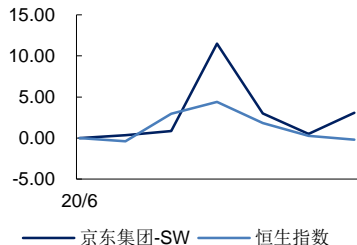
海外

互联网

**京东集团-9618.HK**
**买入**

合理估值: 289-303 港元 昨收: 247 港元 (首次评级)

2020年08月04日

**一年该股与恒生指数走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	3110
总市值/流通(百万港元)	768,900
上证综指/深圳成指	3,310/13,638
12个月最高/最低(港元)	271.6/226.0

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**海外公司深度报告**

## 提效渐入佳境, 龙头价值凸显

**● 概要: 物流完善, 治理优化, 下沉低线, 创新业务发力**

公司作为中国最大的 B2C 自营电商平台, 前期通过自建物流体系、构筑了深厚的自营竞争壁垒; 后期通过切入多种创新业务实现无界扩张, 增厚公司市值空间, 同时公司变革治理机制, 发力下沉市场引领业绩与年活跃用户数量快速反弹, 截至 2020Q1 公司年活跃用户增量已达 3.87 亿, 2019 年营业收入/净利润同比+24.9%/+589%, 公司步入质量增长新阶段。

**● 京东零售: 规模效应叠加控费有效, 盈利改善, 价值凸显**

受益于电商行业发展的高景气与高集中度, 公司零售业务未来业绩增长明确: 1) 1P: 规模扩张叠加控费有效, 经营效率与盈利水平迎来收获期: 2014-2019 年, 公司毛利率由 11.6% 增长至 14.6%, 经营利润率 (GAAP 口径) 由 -5.0% 提升至 1.6%; 2) 3P: 对标天猫, 公司货币化率提升空间较大, 未来入驻商家扩容提质、营销工具优化升级推动货币化率稳步上行; 3) 京喜: 得益于京喜下沉策略有效, 2019 年公司年活跃用户数达到 3.62 亿, 逆势反弹, 未来依托于京东强大的供应链与微信社交优势, 京喜将不断释放动能。

**● 京东创新: 物流、数科、健康协同发力, 贡献可观市值空间**

京东物流/京东数科/京东健康目前市值水平分别为 2000/2000/505 亿人民币, 京东持股比例分别为 80%/36.8%/86%, 三只独角兽协同发力, 打造公司第二条生长曲线, 夯实公司护城河, 未来上市后合计可带来超 2000 亿的市值空间。

**● 风险提示**

第三方物流配送以及低线市场竞争激烈; 物流配送技术发生革命性变革打破公司竞争壁垒; 宏观经济或者电商行业下行风险等。

**● 估值及投资建议**

结合绝对估值与相对估值, 我们给予公司合理估值区间 289-301 港币, 相对于当前的涨幅空间为 20%-25%, 首次覆盖给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	576,888	708,858	847,403	1,000,482	1,164,364	69,2
(+/-%)	24.9%	22.9%	19.5%	18.1%	16.4%	1
Non-GAAP 归母净利润(百万元)		11,859	19,288	25,842	33,644	17,9
(+/-%)		-2.7%	62.6%	34.0%	30.2%	1
Non-GAAP 每股收益(元)		3.81	6.0	7.8	9.9	
EBIT Margin	2.5%	2.0%	2.8%	3.2%	3.6%	2
净资产收益率(ROE)	14.9%	11.5%	14.8%	15.8%	16.5%	2
市盈率(PE)	51.6	57.1	35.6	27.6	21.8	
EV/EBITDA	41.4	42.5	30.4	25.1	20.9	
市净率(PB)	8.2	6.6	5.1	4.1	3.3	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: Non GAAP 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为，京东深耕物流体系 16 年，完善的配送体系以及物流网络打造极致用户体验，为公司自营体系构筑了深厚的竞争壁垒，规模优势叠加物流科技持续降低物流履约费率，效率稳健提升，自营业务步入利润收获周期；同时我们认为公司治理机制调整优化以及发力下沉市场获取增量用户有望引领公司业绩未来超预期增。考虑到公司在疫情期表现的消费韧性，我们测算 2020-2022 年公司零售业务收入 CAGR 依然能保持 20% 以上的增速。

公司通过物流、数科（原京东金融）以及健康等创新业务无界扩张，谋求第二条增长曲线，2019 年均保持约 50%/100% 以上的高速增长，考虑到物流服务的壁垒以及大健康领域优质赛道，2020-2022 年我们给予创新业务收入分别为 423/676/1014 亿元的盈利预期。

预计公司 2020/2021/2022 年每股收益 3.8/6.0/7.8 元，Non GAAP 下可持续的利润增速分别为 -3%/+63%/34%。结合绝对估值与相对估值，给予目标价 289-301 港币，相对于当前的涨幅空间为 20%-25%，首次覆盖给予“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，规模效应、机制优化、收入结构改善以及第三方平台商家扩容升级助力：公司 1P 业务效率稳步提升，步入利润收获期；公司 3P 业务货币化率稳步提升。

第二，创新业务中物流服务壁垒稳固，第三方物流服务高速提升；健康业务得益于其优质赛道以及公司巨大线上流量，快速崛起；数科业务不断拓宽边界，内外赋能协同发力。创新业务分拆独立运营，增厚公司市值空间。

### 与市场的差异之处

市场或认为，公司商业模式“太重”，导致其效率难以匹敌平台业务，业绩稳定性较差。我们通过分析发现，京东正是由于其自建物流这种“重模式”构筑了其护城河，且随着物流建设的完善，履约效率稳步提升，步入利润收获期，且创新业务协同发力一方面增厚公司市值，一方面运用科技不断巩固公司现有护城河，互相增益，公司收入结构形成正反馈，步入质量上升周期。

### 股价变化的催化因素

- 1) 公司在下沉市场的渗透超出市场预期，若下沉市场 ARPU 超预期增长，对股价有一定的催化作用；
- 2) 物流壁垒稳固，健康赛道优质，数科无界拓张，三者均具备一定的稀缺性，创新业务增速以及亏损收窄或超出预期；
- 3) 中台化建设以及治理机制的优化加速人效提升，进而使得履约费用、管理费用下行明显，有望带来盈利水平超预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，低线市场竞争激烈的风险；
- 第二，技术变革打破公司物流配送壁垒的风险；
- 第三，第三方物流服务表现不及预期的风险以及全球疫情的系统性风险等。

## 报告目录

估值与投资建议	7
绝对估值：289-303 港币	7
绝对估值的敏感性分析	7
相对法估值：261-301 港币	8
投资建议	9
投资概要：物流完善，治理优化，下沉低线，创新业务协同发力	10
历史沿革：起家自营模式，供应链致胜之路	10
看点 1：物流体系完善构筑自营壁垒，效率提升整装待发	11
看点 2：创始人聚焦管理，公司治理优化	12
看点 3：下沉低线市场，用户增长超预期	13
看点 4：创新业务协同发力，贡献可观市值空间	14
电商行业：成长赛道，低线崛起，社交正劲	15
中国电商：成长赛道，“一超两强”格局渐成	15
驱动因素：低线市场崛起，社交电商正劲	19
规模趋势：未来 5 年电商规模剑指 20 万亿	22
公司经营：零售提效率，生态筑壁垒	23
业绩概况：景气向上，业绩反弹推动市值 2 年 3 倍	23
京东零售：规模效应叠加控费有效，未来业绩增长明确	24
1P：品类持续优化，效率稳步提升	25
3P：商家扩容提质与营销升级驱动高速增长	36
京喜：深耕低线，下一阶段增长动能	38
京东创新：物流、数科、健康贡献可观市值空间	40
京东物流：规模效应不断凸显，收获可期	40
京东数科：突破金融边界，科技驱动产业数字化	43
京东健康：落子大健康领域，业务高速增长	44
盈利预测	46
假设前提	46
未来 3 年盈利预测	46
盈利预测的敏感性分析	46
风险提示	47
附表：财务预测与估值	48
分析师承诺	49
风险提示	49
证券投资咨询业务的说明	51

## 图表目录

图 1: 京东集团发展历程.....	11
图 2: 京东集团生态布局.....	11
图 3: 创始人聚焦战略, 子集团 CEO 经营负责角色强化 .....	12
图 4: 京东商城组织改造后组织架构 (2019Q2) .....	13
图 5: 大商超全渠道事业群成立 (2020Q1) .....	13
图 6: 2017Q1-2020Q1 京东 AAC 季度增量.....	14
图 7: 2017Q1-2020Q1 年京东 AAC 季度环比增速 .....	14
图 8: 2005-2019 年中国零售各渠道销售占比 .....	15
图 9: 社零及实物网购增速 (%) .....	15
图 10: 实物网购增量占社零增量比重 (%) .....	15
图 11: 2017-2019 年中国电商整体市场份额情况.....	16
图 12: 2017-2019 年中国电商 B2C 市场份额情况 .....	16
图 13: 主要电商龙头 GMV (十亿) 情况对比.....	16
图 14: 三大电商龙头 AAC (年活跃用户) 情况.....	16
图 15: 2006-2019 年我国互联网用户数增长情况及互联网渗透率 .....	17
图 16: 电商渗透率概况.....	17
图 17: 2010-2019 年各细分品类电商渗透率 .....	18
图 18: 2019/2020 年不同时段生鲜电商行业 DAU 规模 .....	19
图 19: 2019/2020 年不同时段生鲜电商日人均使用时长 .....	19
图 20: 2014-2018 年下沉城市社会消费品零售总额 (万亿元) .....	19
图 21: 2014-2019 年我国农村网络零售总额 (万亿元) 以及规模占比.....	19
图 22: 2017 年拼多多用户构成 .....	20
图 23: 2016-2019 主流电商平台 GMV 增速.....	20
图 24: 2020.1.12-2020.2.11 移动互联网新增用户分布 .....	20
图 25: 2020 年 4 月主要电商平台用户分布.....	20
图 26: 2020 年“618”期间综合电商典型 APP 新安装用户城际分布.....	21
图 27: 2014-2019 我国社交电商市场规模 (亿元) 及增速.....	21
图 28: 2014-2022E 社交化电商与中心化电商占比 .....	21
图 29: 2020 年“618”期间移动购物行业来源 .....	22
图 30: 2014-2024E 我国电商市场规模 (万亿元) 及增速.....	22
图 31: 2014-2024E 我国实物电商市场规模及增速 .....	22
图 32: 京东营业收入 (百万元) 及增速 .....	23
图 33: 京东分业务营业收入占比.....	23
图 34: 京东毛利 (百万元) 及毛利率 .....	23
图 35: 京东零售&创新业务经营利润 (百万元) .....	23
图 36: 京东调整后归母净利润 (百万元) 及增速 .....	24
图 37: 京东费率支出情况.....	24
图 38: 2014-2020 年京东市值 (亿元) 与 P/S (动态) BAND.....	24
图 39: 京东零售 1P 与 3P 业务 GMV .....	25
图 40: 京东零售 1P 与 3P 零售业务收入占比 .....	25
图 41: 京东毛利、期间费用率以及经营利率情况 .....	25
图 42: 京东全品类主要扩展历程.....	26
图 43: 1P 分品类收入占比.....	26
图 44: 1P 自营收入 (百万元)、增速及占比.....	26
图 45: 1P 分品类收入 (百万元) 及增速 .....	26
图 46: 2020 年 4 月京东小程序矩阵.....	27
图 47: 入仓后不同渗透率商家实现 100% 以上增长占比 .....	28
图 48: 入仓后分品类订单增长率.....	28
图 49: 京东月活跃用户数持续提升 .....	28
图 50: 京东年活跃购买用户数 (百万) .....	28
图 51: 阿里、京东、拼多多人均消费 (元) .....	29
图 52: 京东期间费用分类占比.....	29
图 53: 京东履约费率支出情况 .....	29
图 54: 公司履约流程 .....	30
图 55: 京东履约流程中, 年人均开支 (万元) .....	31
图 56: 京东履约流程中各类人员数量 .....	31
图 57: 京东亚洲一号 OSR-天狼区.....	31

图 58: 京东亚洲一号无人仓 .....	31
图 59: 京东物流科技示例—无人技术 .....	32
图 60: 京东营销费率支出情况 .....	32
图 61: 京东营销费用分类 .....	32
图 62: 阿里、京东以及拼多多新增用户营销费用 (元/人) .....	33
图 63: 京东与快手战略合作 .....	33
图 64: 京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁存货周转天数对比 .....	34
图 65: 京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁应收账款周转天数对比 .....	34
图 66: 京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁应付账款周转天数对比 .....	35
图 67: 京东经营活动现金流净额 (亿元) .....	35
图 68: 京东自由活动现金流 (亿元) .....	35
图 69: 京东平台第三方商家数量 (万) .....	36
图 70: 3P 货币佣金收入 (百万元)、增速及占比 .....	36
图 71: 京东整体货币化率与天猫对比 .....	36
图 72: 小狗电器天猫/京东平台推广费率对比 .....	37
图 73: 良品铺子天猫/京东平台推广费率对比 .....	37
图 74: 京东全渠道广告矩阵 .....	37
图 75: 京喜发展历程 .....	39
图 76: 2019 年主要电商平台品类分布 .....	39
图 77: 京喜六大流量入口 .....	40
图 78: 2020 年 4 月京东 APP 和京喜微信小程序年龄分布 .....	40
图 79: 2020 年 4 月京东 APP 和京喜微信小程序城际分布 .....	40
图 80: 京东物流发展历程 .....	41
图 81: 京东物流整体收入规模 (百万元) 及增速 .....	41
图 82: 京东物流外部收入规模 (百万元) 及增速 .....	41
图 84: 京东六大物流网络 .....	41
图 85: 京东物流集团组织架构 .....	42
图 86: 京东数科发展历程 .....	43
图 87: 京东数科四大核心业务 .....	44
图 88: 京东健康发展历程 .....	45
图 89: 京东健康四大业务板块 .....	45

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	7
表 2: 资本成本假设 .....	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	8
表 4: 亚马逊电商业务 EV/EBIDTA 估计 .....	8
表 5: 创新业务估值 .....	9
表 6: 京东分布估值表 .....	9
表 7: 同类公司估值比较 .....	9
表 8: 2006-2019 分品类线上销售额(十亿元)/销售量及增速 .....	18
表 9: 公司仓库以及配送站情况 .....	27
表 10: 京东总履约费用情况 .....	30
表 11: 京东单均履约费用情况 .....	30
表 12: 美的集团中台化建设前后效率对比 .....	33
表 13: 2018-2019 年京东佣金费率变化 .....	38
表 14: 主要电商公司物流设施对比 .....	42
表 15: 京东数科融资历程 .....	43
表 16: 京东零售业务分类别盈利预测表 .....	46
表 17: 未来 3 年盈利预测表 .....	46
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	47



综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司估值在289-301港币元，相对当前仍有20%-25%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：289-303 港币

公司为自营 B2C 电商龙头，物流壁垒稳固，零售效率稳步提升，下沉市场释放增量空间，创新业务快速发展：

- 1) **京东零售**：我们将零售业务拆分为 1P 与 3P 两部分业务，公司 1P 业务规模效应叠加收入结构改善，履约费率以及人工效率提效，步入利润收获期，同时下沉市场消费活力快速释放，1P 业务未来业绩兑现明确；受益于商家扩容以及营销升级，公司 3P 业务预期未来 3 年符合增速也将保持 25% 以上快速增长。
- 2) **京东创新**：京东创新业务包括物流和健康等，京东物流开放第三方物流服务驱动创新业务高速增长；京东健康作为公司孵化的第三只独角兽，疫情之下表现亮眼，同比增速超 100%，创新业务协同发力，为公司打造第二条增长曲线。

综上，我们测算公司 2020-2022 年营收增速分别为 22.9%/19.5%/18.1%，履约费率下行推动公司毛利稳步提升（其中 2020 年受疫情影响，收入增速略放缓，人工成本较高推高期间费用水平，短期侵蚀业绩但不改长期向好态势），Non-GAAP 下可持续的利润增速分别为 -2.7%/62.6%/34%。

表 1：公司盈利预测假设条件 (%)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	39.29%	27.51%	24.86%	22.88%	19.54%	18.06%	16.38%	16.00%	15.50%
毛利率	14.02%	14.28%	14.63%	14.89%	15.30%	15.37%	15.60%	17.00%	17.30%
管理费用/营业收入	1.16%	1.12%	0.95%	1.10%	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
销售费用/销售收入	4.12%	4.16%	3.85%	3.89%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
履约费用/销售收入	7.14%	6.93%	6.41%	6.03%	5.77%	5.52%	5.37%	4.88%	4.65%
所得税税率		13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.08	T	13.16%
无风险利率	3.50%	Ka	11.07%
股票风险溢价	7.47%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (港币)	272	Ke	11.61%
发行在外股数 (百万)	3110	E/(D+E)	92.86%
股票市值(E, 百万元)	760,282	D/(D+E)	7.14%
债务总额(D, 百万元)	64,916	WACC	11.05%
Kd	4.35%	永续增长率 (10 年后)	3.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 289-303 港币。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

**表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）**

		WACC 变化				
		10.9%	11.0%	11.05%	11.2%	11.3%
永续 增 长 率 变 化	3.3%	314.14	309.69	305.35	301.13	297.01
	3.2%	310.78	306.43	302.19	298.06	294.03
	3.1%	307.51	303.25	299.10	295.06	291.11
	<b>3.0%</b>	304.32	300.15	296.09	292.13	288.27
	2.9%	301.21	297.13	293.16	289.28	285.49
	2.8%	298.18	294.19	290.29	286.49	282.78
	2.7%	295.22	291.31	287.50	283.77	280.14

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对法估值：261-301 港币

我们采用分部估值法对京东进行估值：

#### 1) 零售业务

公司零售业务收入结构改善叠加规模效应，利润水平迅速改善，与亚马逊利润水平差距缩小，同时公司依靠平台广告与佣金、PLUS 会员不断提升毛利水平，与亚马逊商业模式与电商收入改善路径相似，对标亚马逊电商收入 EV/EBIDTA 水平，可有效反应公司零售业务市值水平。

**表 4：亚马逊电商业务 EV/EBIDTA 估计**

时间	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
总市值（亿美元）	3,183.4	3,576.9	5,660.2	7,374.7	9,202.2
EBIDTA(亿美元)-调整后	85.1	123.0	155.8	277.6	400.0
云业务营收（亿美元）	78.8	122.2	174.6	256.6	350.3
云计算增速	69.7%	55.1%	42.9%	46.9%	36.5%
云业务 EBIDTA(亿美元)	45.2	63.1	88.6	133.9	190.1
云业务 EV/EBIDTA	45.0	40.0	38.0	30.0	25.0
云计算业务市值（亿美元）	2,034.0	2,524.0	3,364.9	4,017.0	4,752.8
电商业务收入（亿美元）	991.3	1,237.7	1,604.1	2,072.3	2,455.0
电商增速	17.5%	24.9%	29.6%	29.2%	18.5%
电商业务市值（亿美元）	1,149.4	1,052.9	2,295.3	3,357.7	4,449.5
电商业务 EBIDTA(亿美元)	39.9	59.9	67.3	143.7	209.9
电商业务 EV/EBIDTA	28.8	17.6	34.1	23.4	21.2

资料来源: Broomberg, 国信证券研究所预测

考虑到公司下沉市场带来超预期的用户增长，且疫情之下相较其他电商平台，公司自建物流优势显著，极大巩固了客户粘性，未来 2-3 年具有更高的成长确定性，复合增长率超 20%。对标亚马逊 EV/EBIDTA 21X-28X 的水平，我们给予公司一定的估值溢价，给予其零售业务 2020 年 EV/EBIDTA 为 25X-30X，2021 年 EV/EBIDTA 为 24X，2022 年 EV/EBIDTA 为 21X，对应市值为 5105-6126/6893/7549 亿人民币。

#### 2) 创新业务

京东数科/京东物流/京东健康当前的估值水平分别为 2000/2000/505 亿人民币，京东持股比例分别为 36.8%/80%/86%，假设上市后股权稀释 20%，则该三部分合理市值合计 2216 亿人民币。同时随着各创新业务模块不断扩大，我们认为数科、物流市值每年可保持 10% 以上的升值空间，健康得益于其优质赛道、高速增长有望实现每年 20% 以上的市值溢价。



**表 5：创新业务估值**

	当前估值水平 (亿元)	京东持股比例	上市后股权稀释 (假设)	市值水平
京东数科	2000	36.80%	20%	589
京东物流	2000	80%	20%	1280
京东健康	505	86%	20%	347

资料来源:新浪财经、天眼查等,公司公告,国信证券研究所预测

**表 6：京东分布估值表**

	2020E	2021E	2022E
京东零售市值 (亿元)	5105-6126	6893	7,549
EV/EBIDTA	25-30	24	21
零售 EBITDA (亿元)	204	287	359
创新业务市值 (亿元)	2216	2473	2682
京东数科	589	648	712
京东物流	1280	1408	1549
京东健康	347	417	420
市值合计	7321-8342	9365	10231
股价 (港元)	261-301	338	367

资料来源:国信证券研究所预测

**表 7：同类公司估值比较**

代码	简称	股价-原始币种 (7月31日)	EPS (元) -Non GAAP			PE			PB	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
9618.HK	京东集团	240.8	4.18	3.81	6.02	51.6	57.1	35.5	8.2	986
<b>同类公司:</b>										
9988.HK	阿里巴巴	246.0	6.99	6.33	8.26	52.0	34.6	26.5	6.2	47037
AMZN.O	亚马逊	3,164.7	160.72	140.96	328.29	79.1	155.4	66.3	21.41	1,102,53

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议

结合绝对估值与相对估值,我们给予公司合理估值区间 289-301 港币,相对于当前的涨幅空间为 20%-25%,首次覆盖给予“买入”评级。

## 投资概要：物流完善，治理优化，下沉低线，创新业务协同发力

### 历史沿革：起家自营模式，供应链致胜之路

京东集团于 2004 年成立 B2C 自营模式电商平台，2007 年开始自建物流体系，全面进军 B2C 并率先建立物流服务的核心优势。经过 16 年发展，公司业务涵盖电商、物流、金融、O2O 等领域，通过“京东物流”、“京东数科”、“京东健康”等基础设施建设打造供应链优势并围绕核心业务加速生态布局。

#### 1. “起步”（2004-2007 年）：B2C 自营平台起家，正品+低价引领早期扩张。

2004 年，京东以 3C 产品切入电商，从商品、物流、售后打造全链路自营电商模式，截止 2007 年，公司已经建成北京、上海、广州三大物流体系；同年京东获得今日资本第一笔融资，发展步入正轨。

#### 2. “扩张”（2008-2014 年）：全品类多业务发力，物流服务打造自营壁垒。

从 2008 年开始，公司相继增加日百、服饰、个护、图书等品类，向全品类转型；2010 推出平台模式，向综合电商转型；2011 年，布局移动端，启动移动互联网战略，此后相继布局金融、O2O 领域并持续在物流领域发力（截止 2014 年 3 月已在全国 495 座城市建立 1620 个配送站以及 214 个自提点），凭借超 20000 人的配送团队为消费者提供 211 限时达、次日达、三小时极速达、家电上门安装等服务，极致客户体验；2014 年于美国纳斯达克挂牌上市。

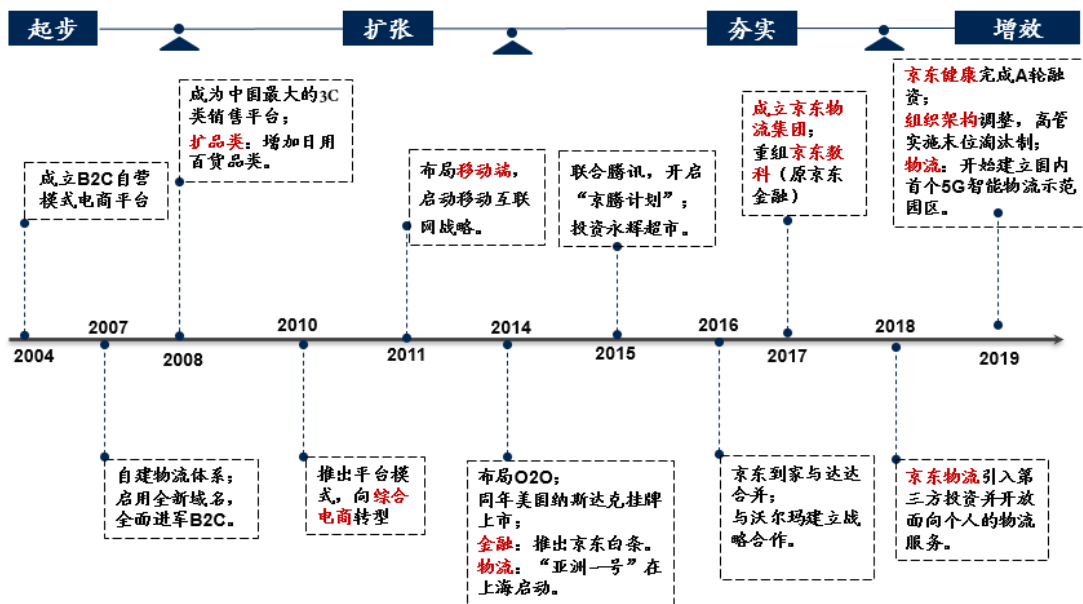
#### 3. “夯实”（2015-2018 年）：探索线下新零售，物流及金融板块独立运营。

为了进一步夯实竞争壁垒，公司从单一电商平台到多业务线转型：1) **零售**：商超方面，联姻沃尔玛，战略投资永辉超市、步步高；新零售方面，相继探索“餐饮+到家”（7Fresh）模式、无人零售模式（X 无人超市）等；O2O 方面：京东到家与达达合并，打造国内领先的本地即时零售和配送平台；2) **金融**：2017 年重组京东金融并取得 40% 的利润分成权—可转换为京东数科 40% 的股权，2018 年升级为京东数科，增加智慧城市、企业服务等业务布局；3) **物流**：2017 年京东物流独立运营并引入第三方投资，进行全球化战略布局，共建全球智能供应链基础网络（GSSC），效率不断提升，自营壁垒稳固。

#### 4. “增效”（2019-至今）：架构梳理激发活力，步入质量增长阶段。

2018 年以来，受业务增速放缓以及创始人舆论风波的影响，公司进行了一系列组织架构调整，改组京东商城（京东零售）原事业群架构为前、中、后台，调整后商城各事业群负责人直接向轮值 CEO 汇报；同时对高管采取末位淘汰制的考核制度，激发组织活力。2019Q3/2019Q4 公司收入以及年活跃买家季度反弹，体现了管理机制优化的显著效果，也折射出公司生态布局的巨大潜力。

图 1：京东集团发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：京东集团生态布局



资料来源：国信证券经济研究所整理

回顾公司发展历程，经过起步-扩张-夯实-增效四个阶段，公司基本面不断稳固，前期投入较大的物流体系已基本完善，效率稳健提升，极致客户体验为公司自营体系构筑了深厚的竞争壁垒；后期创新业务无界扩张，快速发展为公司带来第二条成长曲线，同时公司治理机制调整优化、下沉市场策略超预期有望引领公司未来超预期增长。

**看点 1：物流体系完善构筑自营壁垒，效率提升整装待发**

经过 16 年发展，公司已经建成全国最大的自营物流配送体系。截止到 2020Q1，

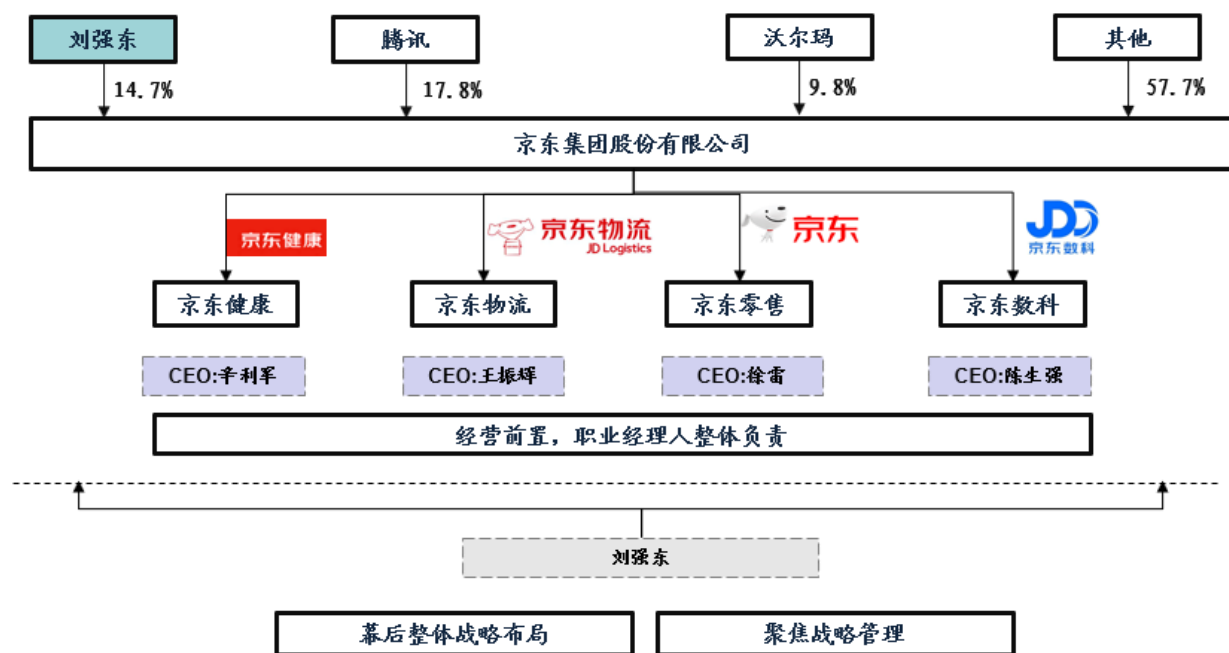
公司拥有超 730 个仓库，仓储面积约 1700 万 m<sup>2</sup>，配送范围基本覆盖全国所有的县区，90% 以上的订单可以在 24h 内送达，完善的配送体系以及物流网络打造极致用户体验，为自营体系构筑深厚的竞争壁垒。同时随着物流激励机制不断优化以及无人配送等物流科技的运用，公司物流履约效率不断提升，步入收获期。

### 看点 2：创始人聚焦管理，公司治理优化

**组织架构变革，优化管理机制。**受线上消费增速放缓与阿里“二选一”影响，2018 年公司业务增速换挡；同时叠加创始人舆论风波事件，引发组织架构的系列调整。一方面打破原有的商城事业群架构，改组为前、中、后台架构体系；另一方面采取严苛的高管末位淘汰制度，优化管理机制，激发组织活力。

**(1) 刘强东聚焦战略管理，子集团 CEO 经营负责角色强化。**2019 年 5 月，京东健康独立运营，成为继京东数科与京东物流之后的第三只“巨型独角兽”。自“明州”事件后，京东健康、京东物流、京东零售、京东数科四大子集团 CEO 承担更多的角色，而原董事局主席刘强东则逐渐退出前台运营管理，退居幕后聚焦负责整体的战略布局。

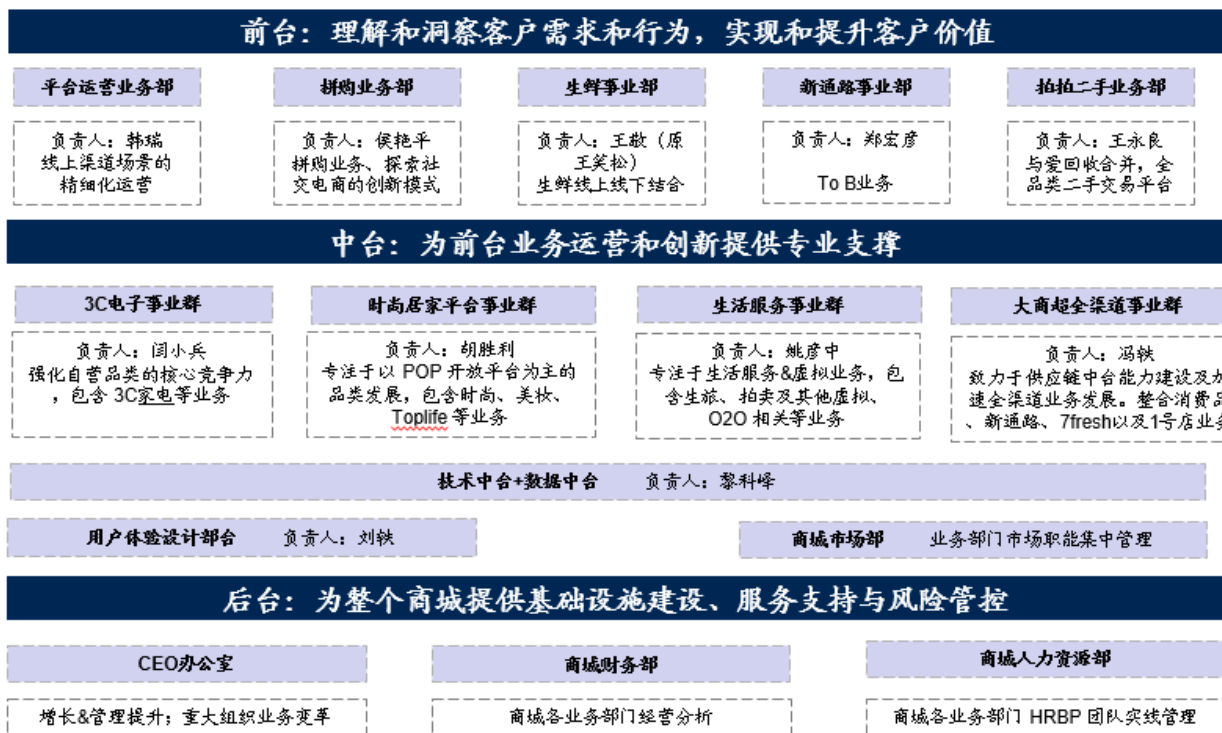
图 3：创始人聚焦战略，子集团 CEO 经营负责角色强化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**(2) 变革商城事业群组织，落实大中台业务架构。**2018 年年底，京东零售（原京东商城）进行了规模最大的组织架构变革，打破商城原有三大事业群结构，改组为以客户为中心的前、中、后台三大业务架构。前台部门主要围绕 C 端和 B 端客户建立灵活、创新和快速响应的机制，中台部门主要通过沉淀、迭代和组件化地输出可以服务于前端不同场景的通用能力进而不断适配前台；后台部门主要将为中前台提供保障和专业化支持。同时，CEO 徐雷经营角色前置，京东内部三大事业群有原来向刘强东汇报改为向徐雷汇报。

图 4：京东商城组织改造后组织架构（2019Q2）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

零售架构二次调整，成立大商超全渠道事业群。2020Q1，公司为了进一步落实大中台体系建设，实现人货场全渠道下沉策略，成立大商超事业群，并任命冯轶为负责人，直接向徐雷汇报。该事业群有助于充分发挥相关业务在采购、营销以及供应链方面的协同，加速全渠道业务拓展。

图 5：大商超全渠道事业群成立（2020Q1）



资料来源：中国商网，国信证券经济研究所整理

**(3) “刚柔并济”，管理机制优化。**一方面，公司自2019年起实施高管末位淘汰考核制度，以绩效考核为指标，末位淘汰10%的副总裁级别以上的高管；另一方面，公司不断变革薪酬激励制度，以京东物流为例，在部分地区试点将底薪转变成更有激励性的业务提成，保障业务人员多劳多得的分配机制，充分释放组织活力，激发员工潜力。

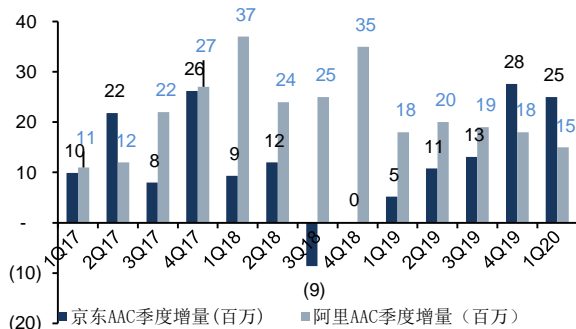
**看点 3：下沉低线市场，用户增长超预期**

公司自2018年开始发力社交电商，2019年7月升级其战略地位，将原拼购事业部更名为社交电商事业部，同年9月升级为“京喜”，以微信一级入口为主要



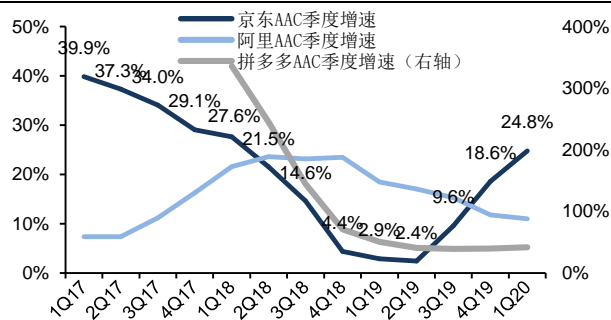
载体，弥补公司在非带品类以及低线市场的劣势。得益于京喜快速发展，公司 2019Q3-2020Q1 年活跃用户季度环比净增分别为 13/28/25 百万(VS 阿里 AAC 季度净增分别为 19/18/15)，年活跃用户季度增速反弹，同比 +9.6%/18.6%/24.8%(VS 阿里 AAC 季度同比增速分别为 15.3%/11.8%/11.0%)，其中 2019 年 70%来自下沉市场，用户增长亮眼。

图 6：2017Q1-2020Q1 京东 AAC 季度增量



资料来源：公司公告,国信证券经济研究所整理

图 7：2017Q1-2020Q1 年京东 AAC 季度环比增速



资料来源：公司公告,国信证券经济研究所整理

#### 看点 4：创新业务协同发力，贡献可观市值空间

公司全资子公司京东物流自 2017 年 4 月开始独立运营，将物流、商流、资金流以及信息流有机结合，是全球唯一拥有中小件、大件、冷链、跨境、B2B 以及众包（达达）六大网络的公司，目前市场估值近 2000 亿，公司持股比例为 80%；公司持有京东数科 35.9%的税前利润（可转换为 35.9%的股权），2020 年 6 月公司向京东数科增资人民币 17.8 亿元现金收购股权，交易完成后，持股比例达 36.8%。京东物流背靠 3.87 亿活跃用户，以供应链金融科技平台为基，多领域发力，不断做大做强，目前估值达 2000 亿；京东健康于 2019 年 4 月独立运营，背靠京东庞大线上流量实现跨越式增长，目前估值已超 70 亿美元。物流、数科、健康协同发力，打造公司第二条生长曲线，上市后或带来超 2000 亿的市值空间。

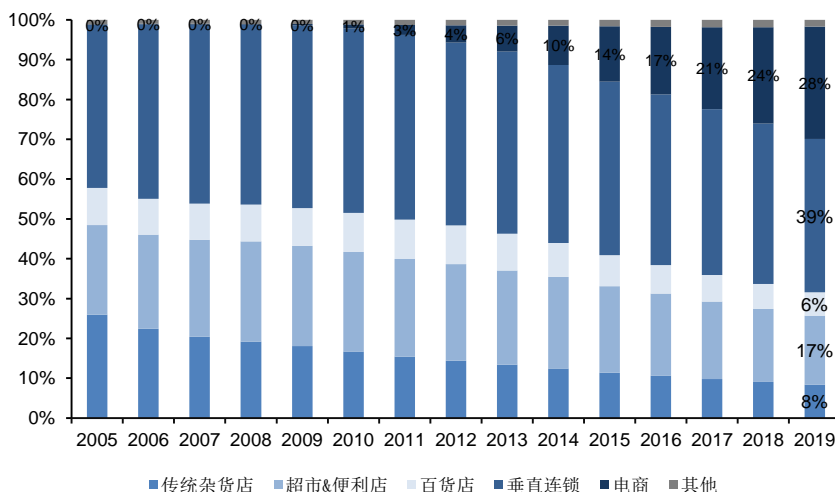


## 电商行业：成长赛道，低线崛起，社交正劲

### 中国电商：成长赛道，“一超两强”格局渐成

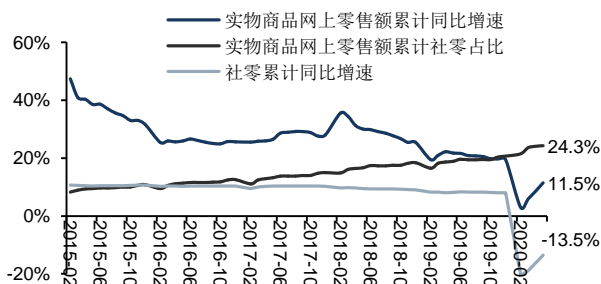
**渗透率持续提升，疫情之下增速领跑。**根据 Euromonitor 数据口径，2010-2019 年电商各渠道占比从 1% 提升到 28%，位列第二大消费渠道。根据国家统计局数据口径，实物网购规模占社零比重稳步提升，截至 2019 年年底，实物网购规模已达 8.5 万亿，渗透率已经达到 20.7%，实物网购增量对社零增量贡献占比达 50.5%，成为社零增长第一大内驱力量。受疫情冲击，2019Q1 社零与网购增速整体下滑，但电商渠道呈现极大的消费韧劲，短暂放缓后，自 2020 年 3 月增速开始反弹，至 2020 年 5 月累计增速已经反弹至 11.5%，预计随着生产与消费潜力释放以及电商平台大促刺激，第二季度增速可能出现同比上跳。电商成长性持续，未来随着渗透率持续提升，有望发展为第一大消费航道。

图 8：2005-2019 年中国零售各渠道销售占比



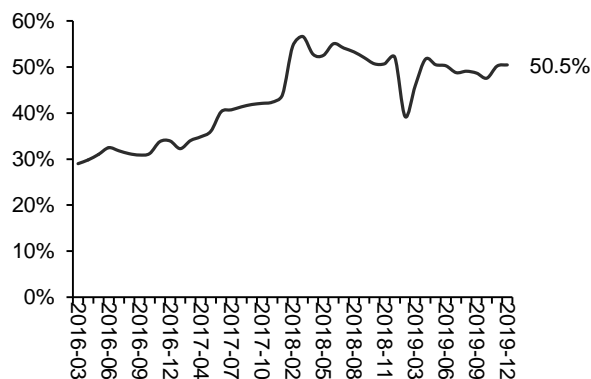
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 9：社零及实物网购增速 (%)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 10：实物网购增量占社零增量比重 (%)



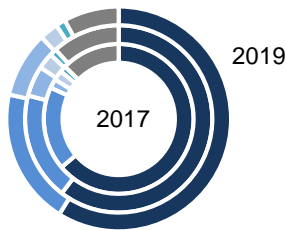
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：以各公司披露的 GMV 为比较基础，受疫情影响，2020.2-2020.5，实物增量占比增量均超 100%，为了方便比较，此图暂不展示

**“一超两强”格局渐成，龙头效应显著。**从市场份额来看，近 3 年京东、阿里、拼多多占据 80% 以上的电商份额，其中 2019 年阿里、京东、拼多多分别占整体电商份额的 58.9%/19.6%/9.5%，占 B2C 电商份额的 50.1%/26.5%/12.8%，排位第三、第四的苏宁与唯品会份额合计不超过 5%。Top3 市场集中度持续提

升，强者恒强，竞争壁垒稳固，新进入者门槛极高。

图 11：2017-2019 年中国电商整体市场份额情况

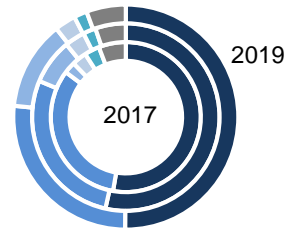
■ 阿里 ■ 京东 ■ 拼多多 ■ 苏宁易购 ■ 唯品会 ■ 其他



资料来源：国家统计局，各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：以各公司披露的 GMV 为比较基础。

图 12：2017-2019 年中国电商 B2C 市场份额情况

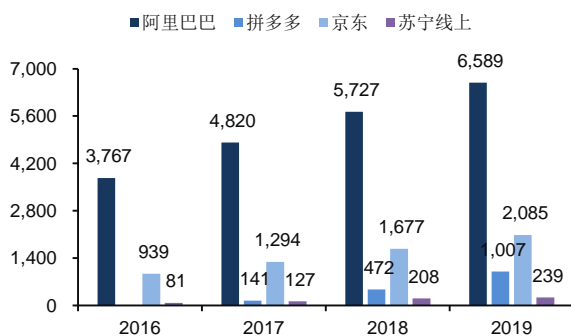
■ 阿里 ■ 京东 ■ 拼多多 ■ 苏宁易购 ■ 唯品会 ■ 其他



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

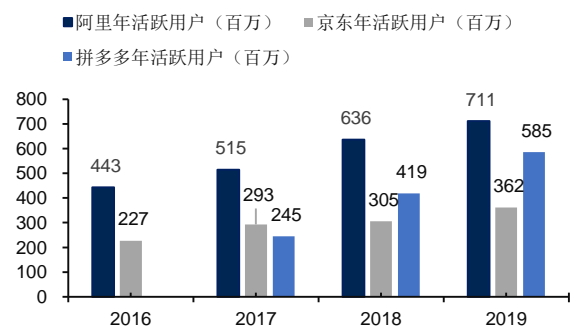
从电商规模来看，2019 年阿里、京东、拼多多、苏宁 GMV 规模合计达 9.9 万亿，均保持两位数以上增速；从用户角度来看，2019 年阿里、京东、拼多多 AAC 分别为 7.1/3.6/5.8 亿且呈持续走高，而当年互联网用户总数为 8.8 亿，电商龙头效应显著。一超两强的寡头格局渐成，且阿里、京东以及拼多多拥有者资本、技术以及规模优势，不断在电商模式、物流以及商品品类方面进行创新，龙头溢价以及规模效应将不断增强。

图 13：主要电商龙头 GMV（十亿）情况对比



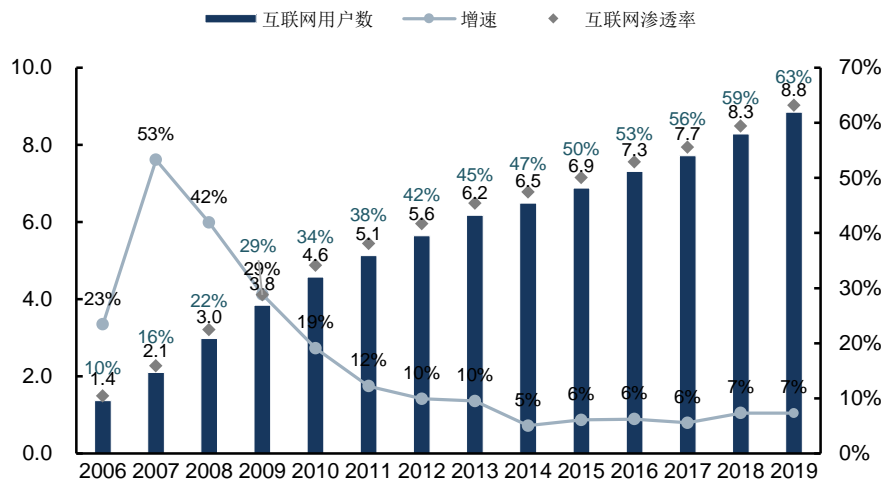
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：阿里采用财年数据（即当年 Q2 至次年 Q1 为一个完整财年）

图 14：三大电商龙头 AAC（年活跃用户）情况



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 15：2006-2019 年我国互联网用户数增长情况及互联网渗透率

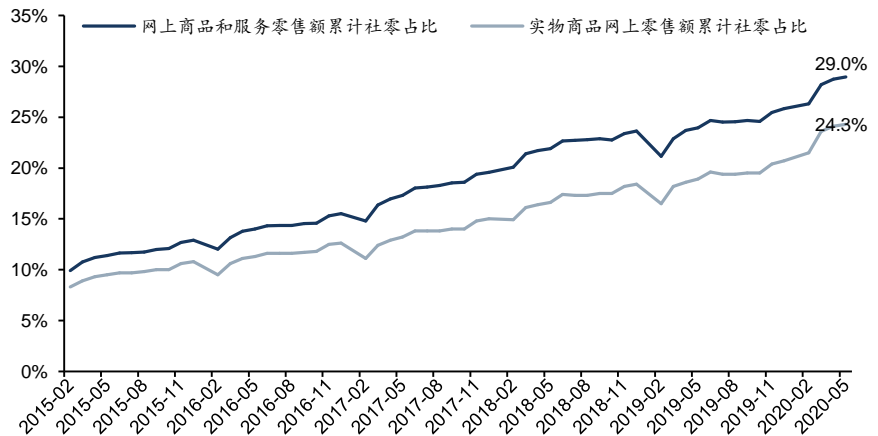


资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

线上渗透未止步，美妆、生鲜及快消为下一阶段动能。根据国家统计局数据，截至 2020 年 5 月，整体/实物电商渗透率分别为 29.0%/24.3%，受疫情影响，线上渗透率短暂上跳，电商渗透进程持续。

从细分品类来看：1) 传统电商品类如游戏玩具、3C、家电、服装、美妆个护、宠物用品等线上渗透率都维持在 30% 以上水平，但是受消费升级、中产扩容、媒介变迁以及政策端汇率下行的影响，美妆品类线上仍保持 25% 以上的增速，渗透率持续提升，距离天花板仍然有很大距离。2) 生鲜、快消品类（包装食品、家庭护理）渗透率仍处在较低水平，其中 2019 年生鲜渗透率仅为 6.3%。受疫情影响，生鲜电商需求激增，其 DAU 规模与日人均使用时长均大幅提升。据 QuestMobile 数据，2020 年春节生鲜电商 DAU 规模为 1009 万，同比+91.46%，春节后两周 DAU 激增至 1237 万人。日人均时长也有较大增幅，2020 年春节为 12.6 分钟，同比+32.63%，春节后两周增至 12.9 分钟。疫情之下加速了消费者线上消费习惯的培育，预计未来 5 年随着消费习惯变迁及商业模式成熟，生鲜品类线上渗透率将持续提升至 10%-20% 水平，线上规模剑指万亿空间。

图 16：电商渗透率概况



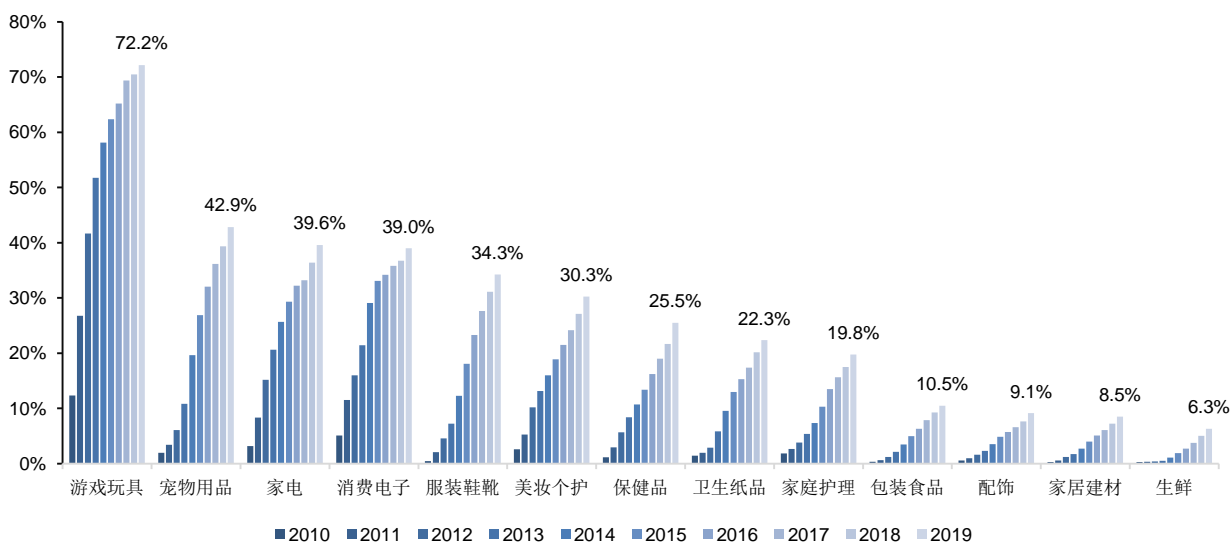
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

表 8：2006-2019 分品类线上销售额(十亿元)/销售量及增速

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
宠物用品	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	1.0	1.9	4.1	6.7	10.2	14.5	19.4	25.7
美妆个护	0.8	1.0	1.2	1.4	5.4	12.2	25.8	36.4	47.6	60.0	72.6	90.1	113.8	144.6
配饰	1.1	1.3	1.6	1.9	2.6	5.6	10.7	17.9	28.5	41.8	50.2	61.7	76.6	94.3
家居建材	0.3	0.4	0.5	0.6	2.0	4.5	10.0	16.3	28.1	44.2	60.1	77.5	97.1	118.6
保健品	0.2	0.4	0.5	0.8	1.5	4.2	8.9	14.8	20.9	28.5	37.5	47.6	58.8	71.6
包装食品	0.1	0.3	0.3	0.4	3.5	6.7	14.9	28.6	50.6	74.8	99.9	132.1	165.9	198.7
家庭护理					1.1	1.8	2.8	4.4	6.6	9.8	13.6	16.7	19.4	23.0
卫生纸品	0.4	0.5	0.8	1.1	2.0	3.0	5.0	11.2	20.1	29.5	37.0	45.3	56.6	67.1
服装鞋靴	0.2	0.6	0.8	1.0	6.7	32.2	78.7	134.4	241.5	374.1	505.9	638.8	774.7	897.8
消费电子	3.0	4.0	4.7	7.3	31.1	81.1	128.7	207.6	314.0	366.9	406.9	432.8	444.4	494.1
游戏玩具	0.3	0.4	0.3	2.2	8.8	24.0	46.6	70.2	98.4	125.7	151.5	192.2	210.1	233.6
家电	0.5	0.6	0.8	2.2	13.4	41.1	78.6	123.3	161.2	183.3	211.3	255.1	294.5	324.2
yoy														
宠物用品		13%	11%	18%	59%	87%	97%	96%	110%	64%	52%	43%	33%	33%
美妆个护	24%	21%	17%	15%	298%	127%	112%	41%	31%	26%	21%	24%	26%	27%
配饰		17%	26%	22%	35%	112%	92%	68%	59%	47%	20%	23%	24%	23%
家居建材	28%	21%	28%	24%	235%	127%	124%	62%	72%	57%	36%	29%	25%	22%
保健品	20%	53%	45%	52%	80%	187%	112%	67%	41%	36%	32%	27%	24%	22%
包装食品	33%	94%	20%	28%	755%	93%	122%	93%	77%	48%	33%	32%	26%	20%
家庭护理						60%	60%	57%	49%	48%	39%	22%	17%	19%
卫生纸品	73%	53%	52%	35%	79%	54%	65%	124%	79%	47%	26%	22%	25%	18%
服装鞋靴	53%	282%	31%	39%	540%	381%	145%	71%	80%	55%	35%	26%	21%	16%
消费电子	50%	35%	18%	53%	329%	160%	59%	61%	51%	17%	11%	6%	3%	11%
游戏玩具	65%	41%	-32%	655%	306%	172%	94%	51%	40%	28%	21%	27%	9%	11%
家电	16%	28%	24%	186%	512%	207%	91%	57%	31%	14%	15%	21%	15%	10%
生鲜线上销售量(千公吨)及增速														
生鲜				511	649	800	1,018	1,458	3,083	5,517	8,407	11,781	15,978	20,518
yoy					27%	23%	27%	43%	111%	79%	52%	40%	36%	28%

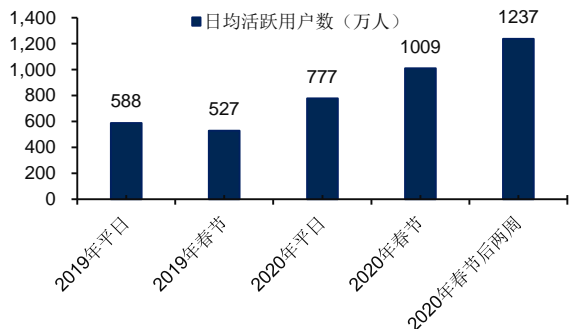
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 17：2010-2019 年各细分品类电商渗透率



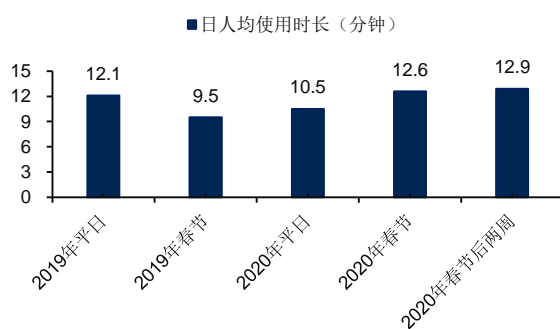
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 18：2019/2020 年不同时段生鲜电商行业 DAU 规模



资料来源: QuestMobile, 国信证券经济研究所整理

图 19：2019/2020 年不同时段生鲜电商日人均使用时长

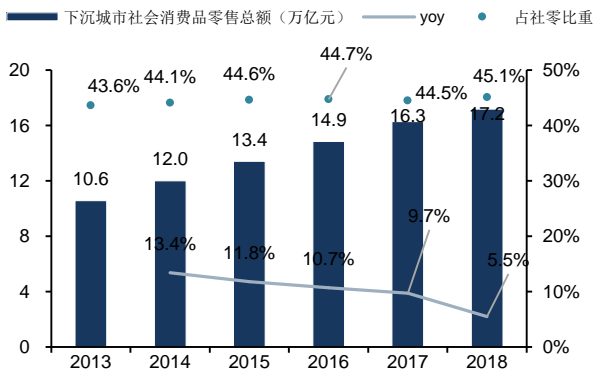


资料来源: QuestMobile, 国信证券经济研究所整理

### 驱动因素：低线市场崛起，社交电商正劲

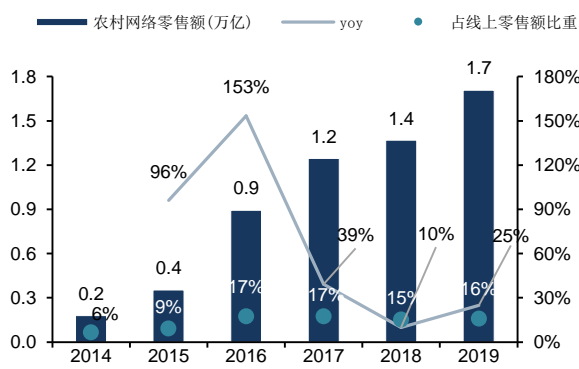
下沉市场消费潜力稳健提升，电商渗透空间大。2014-2018 年我国下沉城市社会消费品零售总额从 10.6 万亿元提升至 17.2 万亿元，CAGR 10.2%，增长稳健；2018 年下沉市场占整体社零比重提升至 45.1%，占据消费半壁江山，意义重大。2014-2019 年，我国农村网络零售额从 0.2 万亿增长至 1.7 万亿，其中 2019 年同比+24.9%，社交电商兴起、物流设施完善、供应链效率提升促使个农村电商增速反弹，未来随着低线城市网购习惯逐渐成熟，物流设施完善度以及供应链效率的提升，低线电商渗透空间巨大。

图 20：2014-2018 年下沉城市社会消费品零售总额 (万亿元)



资料来源: Talkingdata, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 注: 下沉城市数据结果, 根据 240 个 (三线、四线、五线) 下沉城市移动电话统计数据计算得出, 非全部下沉城市

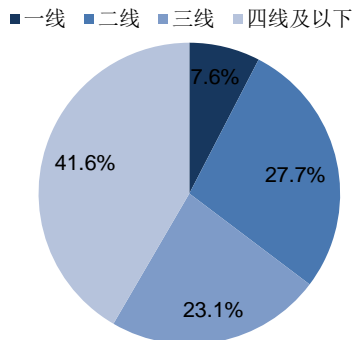
图 21：2014-2019 年我国农村网络零售总额 (万亿元) 以及规模占比



资料来源: 商务部, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

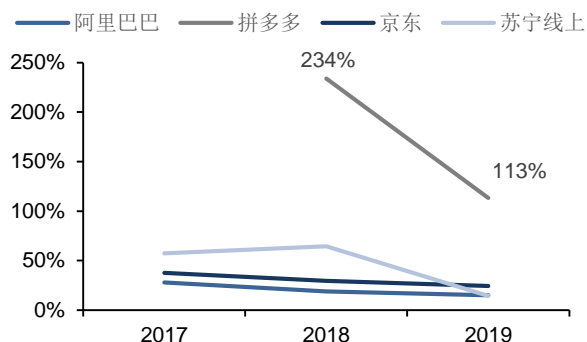
**拼多多：兴于低线，快速崛起。**拼多多成立初期依托于腾讯的社交流量，定位于“五环外”的低线消费人群，截止 2017 年，拼多多三线及以下消费人群占比 64.7%，成功突围并成为电商前三大平台。2018/2019 年，拼多多 GMV 同比增速分别为+234%/+113%，远超其他电商平台，充分受益于低线城市线上消费潜力的释放。

图 22：2017 年拼多多用户构成



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

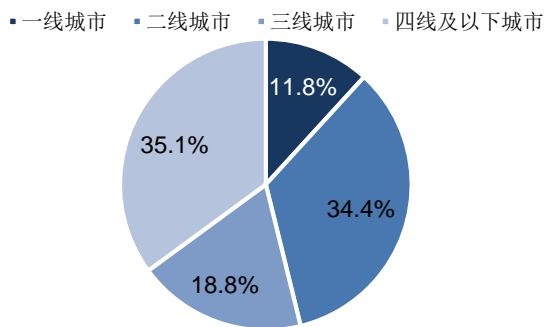
图 23：2016-2019 主流电商平台 GMV 增速



资料来源：草根调研，国信证券经济研究所测算

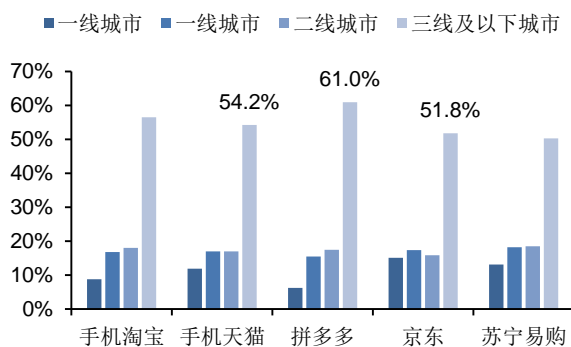
**低线市场：增长新动能，各大电商争夺的主要阵地。**2020.1.12-2020.2.11 一个月期间内，三四线及以下新增用户占我国移动互联网新增用户数量的比重为 53.9%，贡献主要的用户增量。根据各电商公司公开数据显示，阿里、京东 2019 年新增用户中超 70% 用户来自低线市场，截止 2020 年 4 月，三大龙头电商低线用户数量占比均超 50%。在今年“618”期间，主要综合电商 APP 新安装用户数约七成来自低线市场，低线市场已经成为各大电商增长新动能，成为各大电商公司争夺的主要阵地。

图 24：2020.1.12-2020.2.11 移动互联网新增用户分布



资料来源：酷云互动，国信证券经济研究所整理

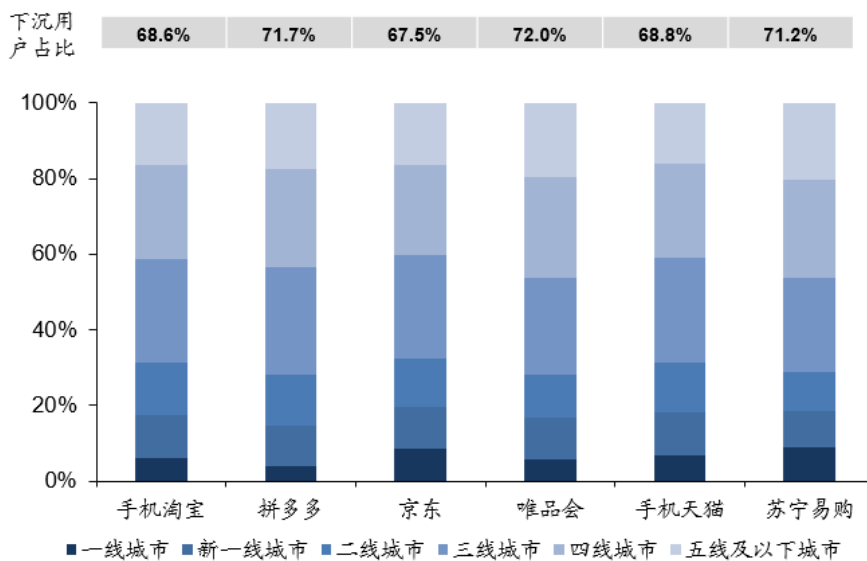
图 25：2020 年 4 月主要电商平台用户分布



资料来源：草根调研，国信证券经济研究所测算



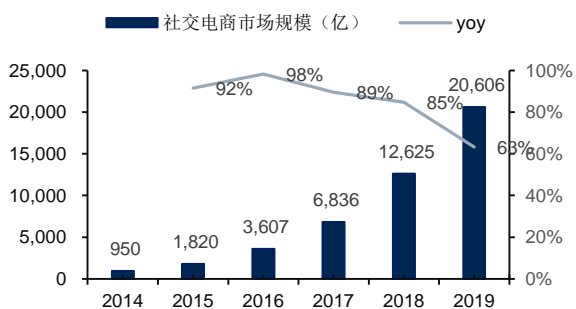
图 26：2020 年“618”期间综合电商典型 APP 新安装用户城际分布



资料来源:QuestMobile，国信证券经济研究所整理 注：2020 年“618”期间指 2020 年 5 月 20 日-6 月 18 日

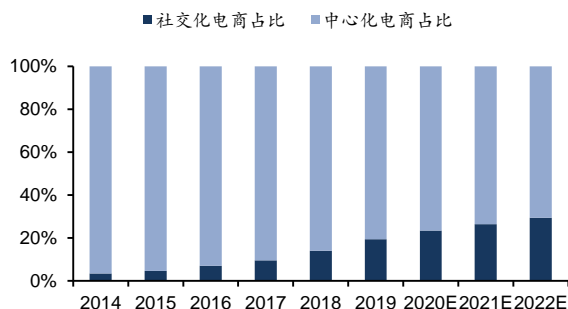
**社交电商：高成长，规模突破 2 万亿。**2014-2019 年我国社交电商规模从 950 亿元增长到 2.06 万亿元，CAGR 85%，对应电商份额从 3%提升至 19%，整体发展呈现一片盎然之势。社交电商主要以社交分享为基础，依靠私域流量或者 KOL 建立与产品的联系，减少信任成本，同时通过“社交裂变”降低获客成本，实现高效低成本引流。社交电商平台通过内容种草、社交推荐以及短视频直播等形式不断激发用户购买欲望，根据 Questmobile 数据显示，在 2020 年“618”期间，微信推荐以及头部短视频（抖音+快手）对于电商平台的流量贡献分别达 52%/67.5%，已经成为提升购物转化效率的重要场景。

图 27：2014-2019 我国社交电商市场规模（亿元）及增速



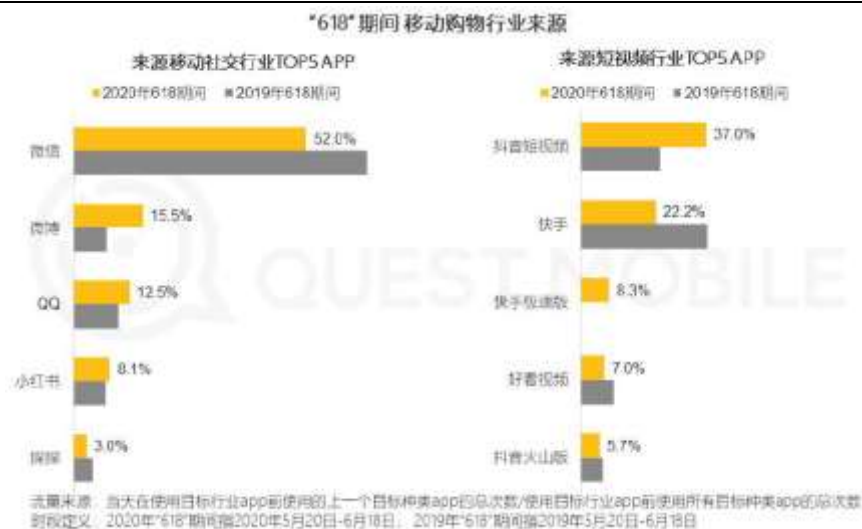
资料来源：创奇社交电商研究中心，国信证券经济研究所整理

图 28：2014-2022E 社交化电商与中心化电商占比



资料来源：创奇社交电商研究中心，国信证券经济研究所整理

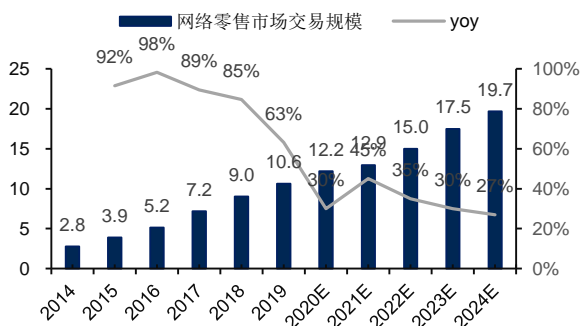
图 29：2020 年“618”期间移动购物行业来源



规模趋势：未来 5 年电商规模剑指 20 万亿

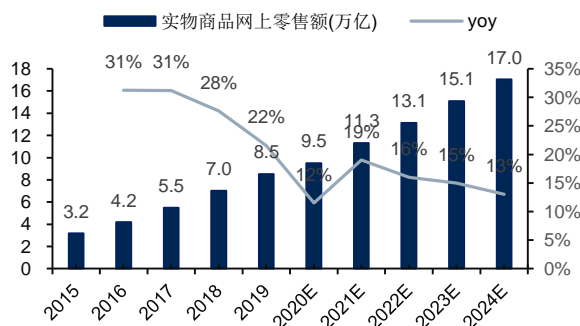
受疫情催化，生鲜等低渗透品类渗透进程加速；同时随着低线市场成为下一阶段增长动能，各电商平台加速低线掘金，持续催化低线用户线上消费，叠加社交电商强劲增长，我国电商规模预计未来 5 年仍有望维持 13% 以上复合增长率，规模达 19.7 万亿元，其中 2024 年实物电商规模预计达 17 万亿，CAGR 为 15%。

图 30：2014-2024E 我国电商市场规模（万亿元）及增速



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所测算

图 31：2014-2024E 我国实物电商市场规模及增速



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所测算

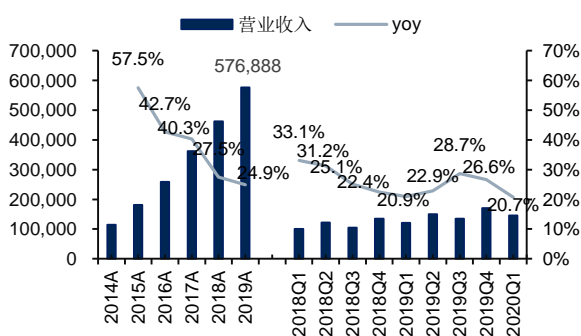
## 公司经营：零售提效率，生态筑壁垒

业绩概况：景气向上，业绩反弹推动市值 2 年 3 倍

收入增长稳健。公司 2019A 营业收入为 5679 亿元，同比+24.9%，2014A-2019A 营业收入 CAGR 38.1%；其中 2019 下半年逆势反弹，2019Q3/2019Q4 分别同比+28.7%/+26.6%，受春节期间疫情影响，各行业均受到冲击，公司基于其物流优势 2020Q1 同比+20.7%，收入增速稳健。

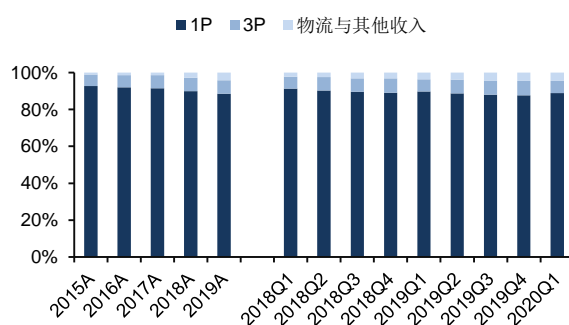
分业务看，公司 3P、物流及其他收入占比呈上升趋势，其中 2015A-2019A 3P/物流及其他收入占比分别提升 1.1%/3.1%。受阿里“二选一”影响，京东 3P 业务发展受限，但部分企业受疫情影响冲击严重，重心逐渐向线上转移，据草根调研，2020 年 4-5 月份 3P 商家数量明显提升，未来表现有望超预期。

图 32：京东营业收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

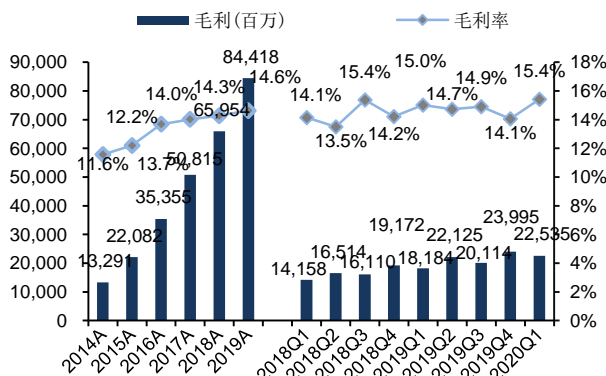
图 33：京东分业务营业收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

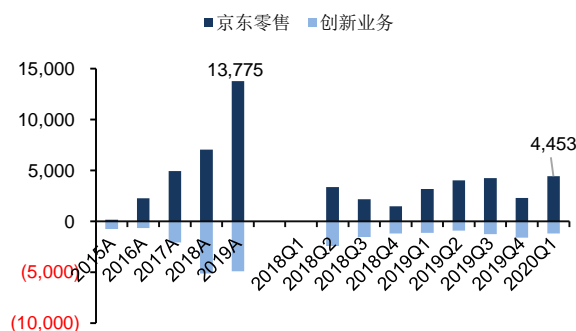
盈利能力稳步提升，控费能力显著。(1) 2014A-2019A,公司毛利率从 11.6%提升至 14.6%，2020Q1 提升至 15.4%，整体毛利水平呈持续提升态势，主要归因于 1P 自营效率的稳步提升以及 3P 业务的占比提升；同时由于物流业务减亏，公司创新业务亏损收窄，2019A 亏损为 41.07 亿元，同比-4.5%。受以上三重因素影响，2019A 公司归母净利率提升至 1.2%。(2) 2014A-2019A，除研发费率外，公司履约费率、营销费率、管理费率整体呈下降态势，2019A，履约费率/营销费率/管理费率分别同比降低 0.5pct, 0.3pct, 0.1pct，未来随着集团业务间协同效应充分释放以及规模效应，履约以及管理费率仍有下行空间。

图 34：京东毛利（百万元）及毛利率



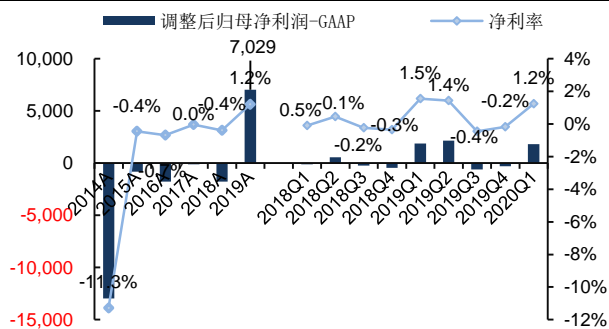
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35：京东零售&创新业务经营利润（百万元）



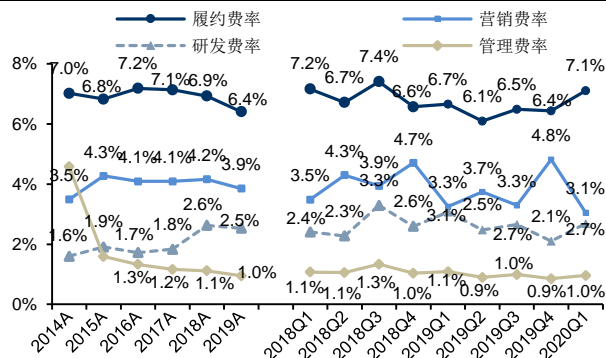
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2019 年剔除销售物业收益的 38.85 亿元

图 36: 京东调整后归母净利润 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 京东费率支出情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2014/5/31-2020/6/16, 京东集团市值由 341.8 亿美元增长至 919.5 亿美元 (约 2107 亿人民币增至 6508 亿人民币), CAGR 20.7%; 市值对应 TTM P/S 0.9x, TTM P/E 47x。其中, 2019/1/1-2020/6/16 市值由 302.8 亿美元增长至 919.5 亿美元 (约 2085 亿人民币增至 6508 亿人民币), 累计增幅达+212%, CAGR +113.6%, 市值高增长主要系业绩增长所致。

图 38: 2014-2020 年京东市值 (亿元) 与 P/S (动态) BAND

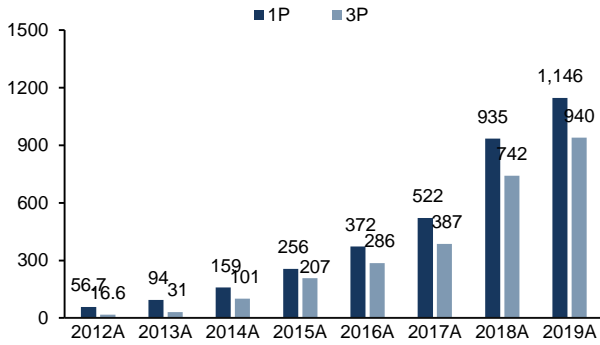


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### 京东零售: 规模效应叠加控费有效, 未来业绩增长明确

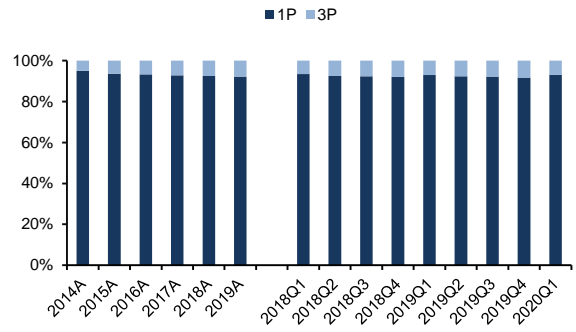
与阿里巴巴、拼多多等公司电商业务依靠广告与佣金不同, 公司零售业务经营模式以自营为主 (2019 年占比 88.5%), 赚取进销差价, 公司自成立初期便自建物流体系, 通过夯实供应链能力向全品类进军, 进而不断做大自营业务。同时以自营平台流量为基础, 向第三方平台引流, 并积极扩展针对第三方平台的物流配送、供应链金融、营销推广等服务, 提升第三方平台佣金及广告占比进而提高公司盈利水平。

图 39: 京东零售 1P 与 3P 业务 GMV



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

图 40: 京东零售 1P 与 3P 零售业务收入占比



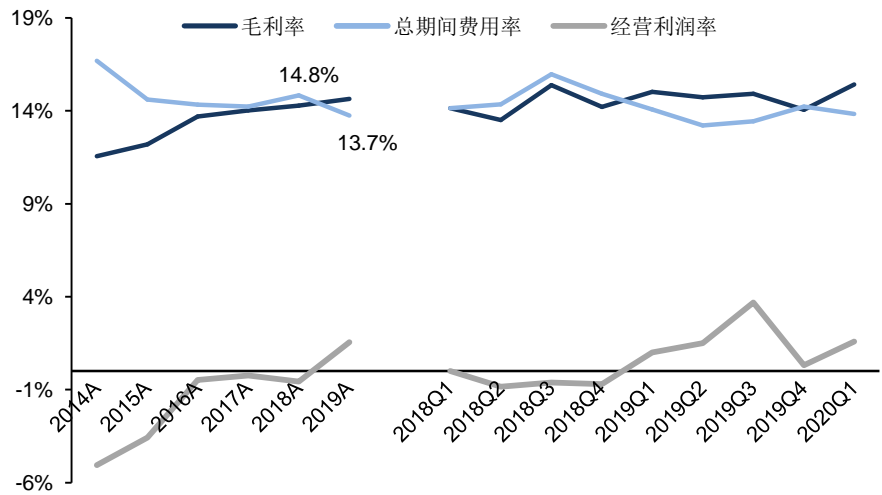
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**1P: 品类持续优化, 效率稳步提升**

**利润端: 控费效果显著, 毛利稳步提升**

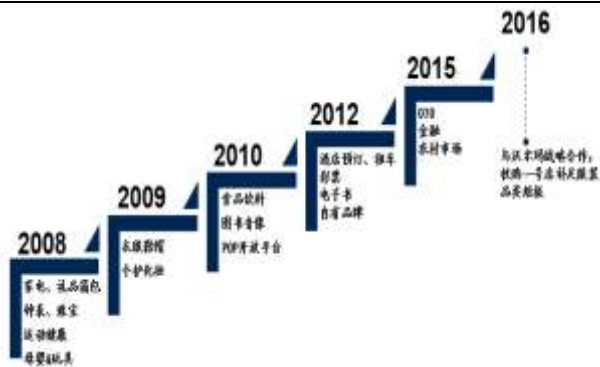
厚积薄发, 经营效率稳步提升。公司自营业务 (1P) 为公司主要业务, 2014A-2019A, 公司毛利率由 11.6% 增长至 14.6%; 经营利润率 (GAAP 口径) 由 -5.0% 提升至 1.6%, 呈现稳步提升态势。经营效率提升主要来源于: (1) 扩品类效果显著, 高毛利 SKU 不断上升: 2014A-2019A, 除 3C 家电外其他品类收入占比从 13.0% 提升至 35.6%; (2) 规模效应下期间费率下行, 推动经营利润率稳步提升: 2019 年公司期间费用率为 13.7%, 同比下家 1.1pcts, 推动经营利润率由 -0.6% 提升至 1.6%。未来, 自营业务规模效应叠加收入结构改善、控费能力提升仍然会推动公司 1P 盈利能力稳步提升。

图 41: 京东毛利、期间费用率以及经营利率情况



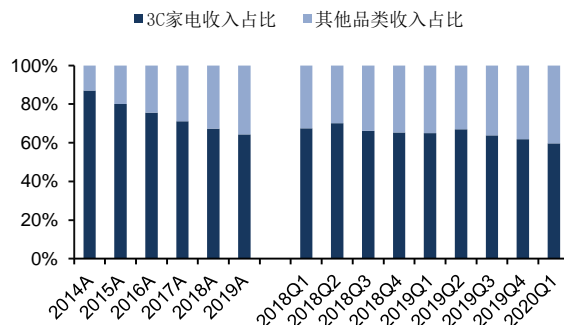
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 42：京东全品类主要扩展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 43：IP 分品类收入占比



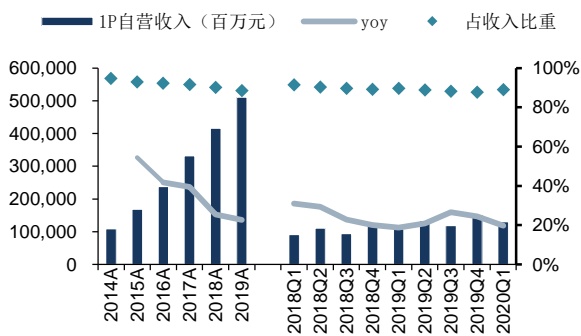
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**收入端：流量赋能，物流协同，自营收入稳步提升。**

2014A-2019A,公司自营收入从 1087 亿元增长至 5107 亿元, CAGR 36.3%, 其中 3C 家电/其他品类收入 CAGR 分别为 28.7%/66.7%。收入端稳步提升主要归因于腾讯等对京东的流量赋能以及京东物流服务协同提高用户粘性进而提高人均消费金额。

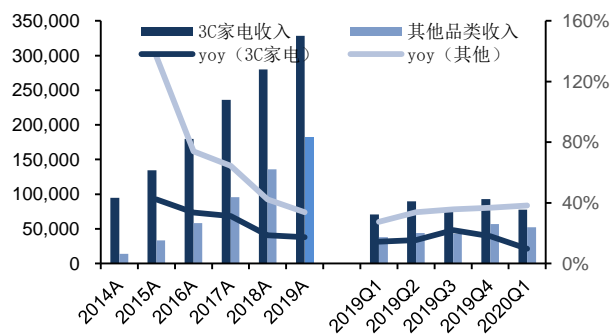
**流量赋能：**(1) 自 2014 年 3 月以来，腾讯为京东提供微信及手机 QQ 一级入口并提供其他流量支持，2017 年升级为“京腾计划”，不断挖掘现有及潜在用户画像，激发用户购买行为，同时公司利用微信小程序铺开营销矩阵，全面覆盖拼购、砍价、内购、种草分享等多元消费场景，聚集特定兴趣用户进行变现；(2) 2017 年与百度、今日头条等公司推出“京 X 计划”，不断获得一级入口，获取站外流量加速变现；(3) 公司不断扩边界，深入开展农村电商、跨境电商、O2O、社交电商等业务，实现品牌商、渠道商和消费者的多方互动，同时新业务的延伸也为京东商城带来了新的流量，相互赋能。

图 44：1P 自营收入（百万元）、增速及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 45：IP 分品类收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



图 46：2020 年 4 月京东小程序矩阵



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

**物流协同:** 自建物流是京东的核心竞争力, 截止到 2020Q1, 公司拥有超 730 个仓库, 仓储面积约 1700 万<sup>m</sup>, 配送范围基本覆盖全国所有的县区, 90%以上的订单可以在 24h 内送达, 完善的配送体系以及物流网络打造极致用户体验, 一方面赋能供给端提升前台销售单量, 另一方面通过增加需求端用户的粘性, 提升复购率, 不断提升人均消费水平。

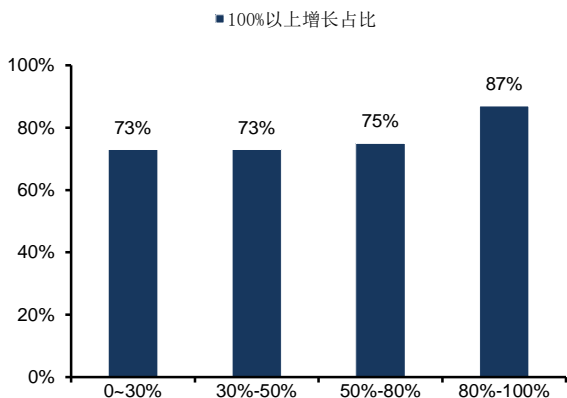
**(1) 赋能供给端:** 借力物流优势, 公司 2017 年年交易额破千亿, 成为“中国线上线下最大超市”, 完成了对天猫超市的赶超; 随着使用京东物流比例的增加, 前台单量呈上升趋势, 当渗透率在 80%-100%时, 87%的商家实现了 100%的增长, 其中数码、家居家装以及家电等主营产品类入仓后均实现了 100% 以上的平均增长。

表 9：公司仓库以及配送站情况

单位: 人	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020Q1
仓库数量	123	213	256	486	550	700	730
仓库总面积 (万 <sup>m</sup> )	220	400	560	1,000	1,200	1,690	1,700
仓库单位面积 (万 <sup>m</sup> /个)	1.8	1.9	2.2	2.1	2.2	2.4	2.3
配送站数量	3,210	5,367	6,906	-	-	-	-
配送站县区	1,862	2,356	2,655	almost all	almost all	all	all

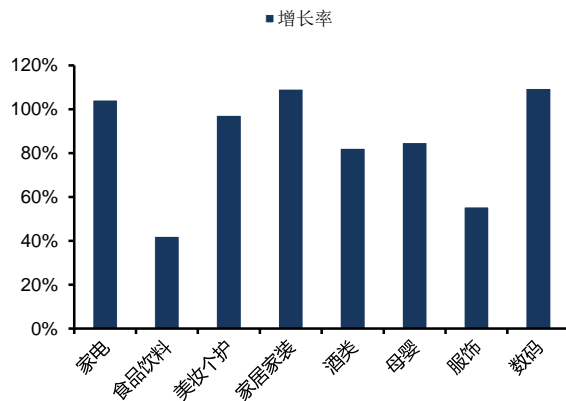
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 47：入仓后不同渗透率商家实现 100% 以上增长占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：数据截止到 2017.8

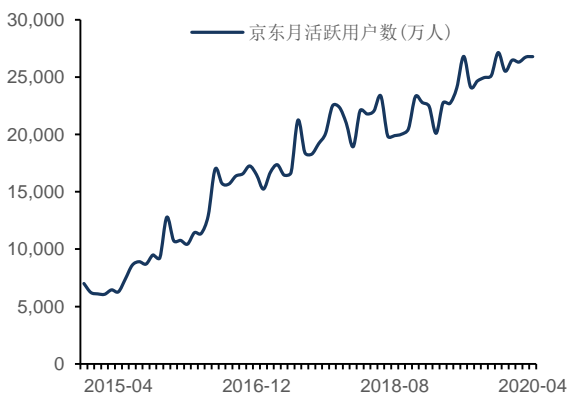
图 48：入仓后分品类订单增长率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：数据截止到 2017.8

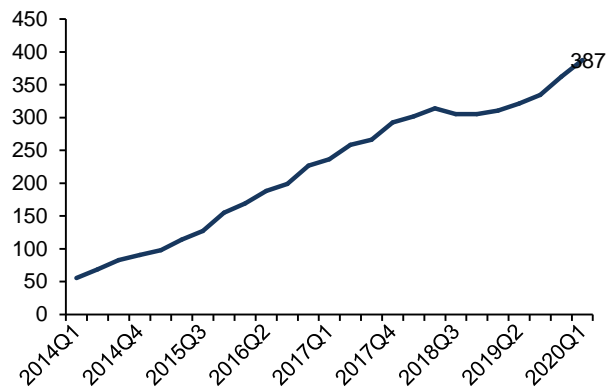
**(2) 增强用户端粘性：**完善的物流配送服务及配送网络提供极致的购物体验，持续提升用户的购物粘性，截至 2020Q1，公司年活跃购买用户达到 3.87 亿，月活跃用户数约 2.7 亿。随着用户粘性的持续提升，公司年人均购买金额从 2016 年 4144 元提升至 2019 年的 5761 元。

图 49：京东月活跃用户数持续提升



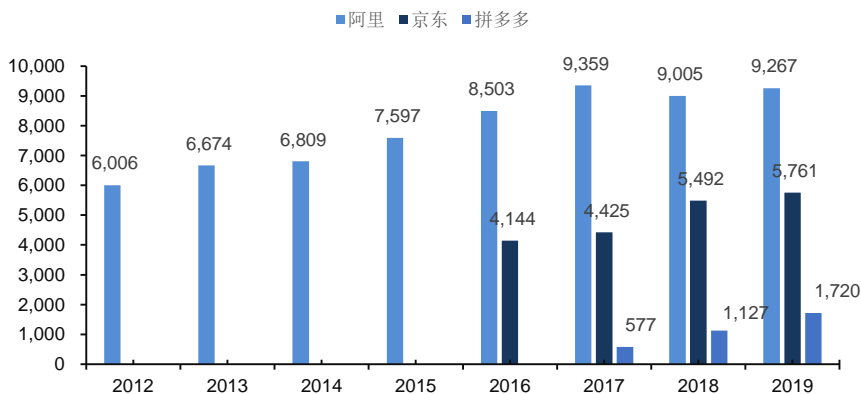
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 50：京东年活跃购买用户数 (百万)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 51：阿里、京东、拼多多人均消费（元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

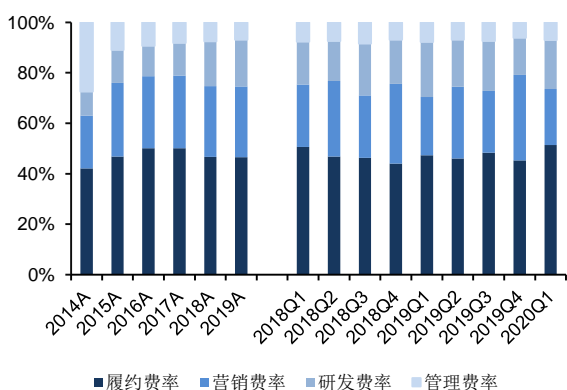
**费用端：降本提效进行时，未来盈利持续改善确定性强**

公司费率主要包括履约费率、营销费率、研发费率以及管理费率四类，公司长期战略以技术为驱动，2018 年加大研发投入力度研发费率由 2017 年 1.8% 提升至 2.6%，未来随着新业务孵化以及中台技术不断建设，预计 3-5 年仍然维持在 2.5% 的水平。但履约费率、营销费率以及管理费率有望持续下行进而推动经营利润率的提升。

**1、履约费率：未来下降空间仍然可观**

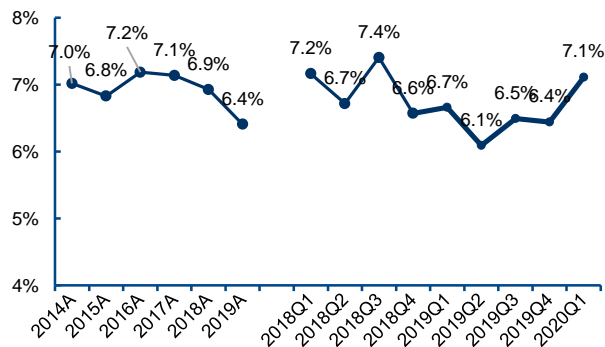
公司履约费用占期间费用比重达 40% 以上，是影响期间费用的主要因素。随着京东物流分拆独立运营，公司 2016 年调整履约费用口径，将 3P 相关的履约费用调整为营业成本并进行追溯调整。随着物流效率提升以及规模效应显现，公司履约费用率自 2016 年后持续下行，由 7.2% 持续下降至 6.4%。虽受疫情人工费用提升、收入增速下滑等短暂影响，2020Q1 履约费用率短暂上行至 7.1%，但技术加持下效率提升叠加规模效应释放，公司履约费用率仍有下降空间。

图 52：京东期间费用分类别占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2014 年管理费率高系股权激励费用一次性支出

图 53：京东履约费率支出情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司履约流程主要包括用户下单-订单处理-仓储分拣-配送等四个环节，对应具体环节的履约费用主要拆分为以下几个部分：（1）手续费 11.7%，主要是支付给微信的手续费，在用户下单支付时产生；（2）仓储租赁费 9.7%，订单拣货、打包以及分拣环节都是在公司自有或者租赁的仓库内进行；（3）第三方配送费 18.7%，除了公司物流直送外，公司为缓解订单压力需要通过第三方公司分担

部分配送工作并向其支付相应的费用；(4) 折旧摊销费 9.8%；(5) 人工费用 44.7%，包括整个流程中支付给配送、仓储以及客服人员的工资以及股权激励费用。

图 54：公司履约流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 10：京东总履约费用情况

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总履约开支	8,067	12,367	18,560	25,865	32,010	36,968
手续费	435	613	1,502	2,504	3,517	4,326
物理履单费用						
人工开支	4,240	6,313	9,391	12,659	14,983	16,533
第三方配送费用	1,290	1,742	2,913	4,395	5,823	6,813
仓储租赁费	715	1,142	1,789	2,359	2,991	3,589
D&A	738	840	1,373	1,855	2,796	3,625
其他	649	1,717	1,591	2,094	1,900	2,082
运输费用	3,262	5,866	9,329	12,691	15,216	17,859

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

单均履约费用稳步下滑，物流效率提升显著。我们以实物订单数为基准，对单均订单情况进行了详细测算，2019 年单均履约费用为 13.4 元/单，较 2014 年每单费用下降 5.1 元，除手续费外，物理履单费用各项开支较 2014 年均实现下滑，其中单均人工开支下降 3.7 元。同时随着公司物流网络不断完善以及“无人系统”等物流科技技术的提升，公司运输费用也呈现逐年下降的趋势，从 2014 年单均配送费用 7.5 元下降至 2019 年单均配送费用 6.5 元，物流效率显著提升。

表 11：京东单均履约费用情况

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
履约开支-单均	18.5	15.1	14.7	14.6	14.3	13.4
手续费	1.0	0.7	1.2	1.4	1.6	1.6
物理履单费用						
人工开支	9.7	7.7	7.5	7.2	6.7	6.0
第三方配送费用	3.0	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5
仓储租赁费	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
D&A	1.7	1.0	1.1	1.0	1.3	1.3
其他	1.5	2.1	1.3	1.2	0.9	0.8
运输费用	7.5	7.2	7.4	7.2	6.8	6.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

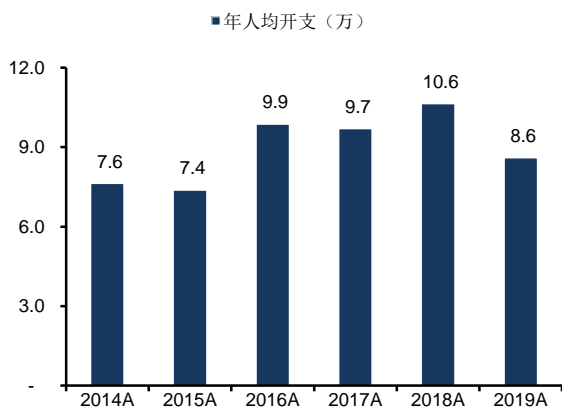
未来看点：物流科技助力，降费或超预期

未来规模效应叠加物流科技技术，人工开支以及仓储租赁等物理履单费用均有望实现下降。

**(1) 手续费：**根据草根调研，目前微信支付与京东支付占比近 1:1，公司通过开展系列补贴（购物津贴、小金库金额、随机减等）提高京东支付的比例，未来有望提升至 70%-80%，进而推动手续费费率的下滑。

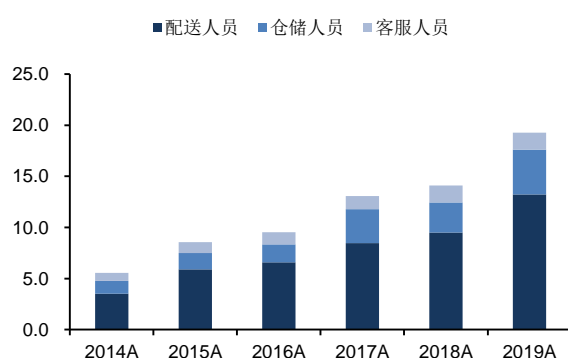
**(2) 人工开支：**2019 年京东物流进行了薪酬结构调整，变原来的“底薪”结构为更有激励性的业务提成结构，充分释放业务人员的潜能。2019 年，虽然员工绝对数量提升至 19.3 万人，同比提升 36.6%，但年人均开支从 2018 年 10.6 万将至 2019 年 8.6 万，对应每单人工开支由 2.6 元下降至 2.5 元。

图 55：京东履约流程中，年人均开支（万元）



资料来源：公司公告,国信证券经济研究所整理

图 56：京东履约流程中各类人员数量



资料来源：公司公告,国信证券经济研究所整理

公司智能化物流中心“亚洲一号”是亚洲范围内 B2C 行业规模最大、自动化程度最高的现代化运营中心。截至 2020Q1，京东物流全国 24 座“亚洲一号”智能物流园区均已投入运营，单仓日处理订单能力达百万量级以上。其智能化设备包括阁楼货架、输送线、AGV 搬运机器人、OSR、AS/RS 系统、交叉带分拣机、手持电脑等存储与拣选设备，公开数据显示：OSR 穿梭系统可存储 100 万件，日常出库 2 万件左右，高峰期在 5-6 万，相比于传统作业效率高出 3-5 倍；交叉带分拣机系统对比传统人工分拣模式提升了 10 倍以上，效率极大提升。

图 57：京东亚洲一号 OSR-天狼区



资料来源：亿欧网,国信证券经济研究所整理

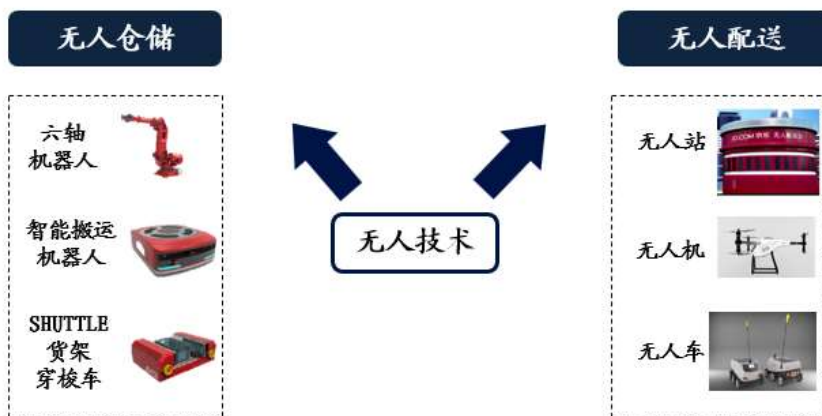
图 58：京东亚洲一号无人仓



资料来源：凤凰网,国信证券经济研究所整理

未来随着公司物流科技全面落地并投入应用规模占比提升，人员数量有望实现较大规模的减少，进而削减人员开支；同时，随着公司智慧供应链技术以及算法不断完善，实现实时对库存进行多维度的监控和分析，及时发现库存中存在的问题，改善运输以及配送管理，进而提高人员作业效率。

图 59：京东物流科技示例—无人技术



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

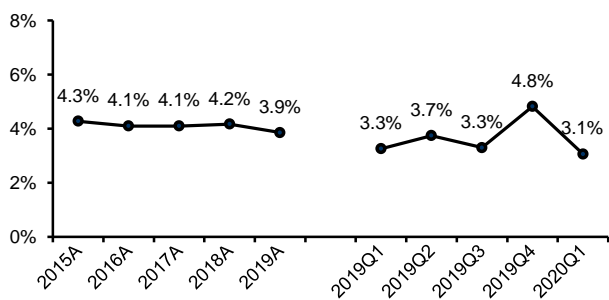
## 2、营销费率

2019 年，公司营销费用率同比下降 0.3pct 至 3.9%，虽然第四季度因“京喜”推广以及双十一营销活动短暂上跳，但整体可控，未来除个别季度战略“增长”外，整体呈下行趋势，主要归因于：

(1) 携手腾讯聚焦目标用户，营销效率持续提升。2020Q1，阿里/京东/拼多多新增用户营销费用从 812/170/176 元/人，分别同比+64.5%/-13.7%/-76.8%，京东营销效率领跑，一方面主要源于京东与腾讯“京腾计划”的开展，积累了庞大的购物行为数据并建立了更准确的目标消费画像，进而指导精准营销；另一方面，“京喜”接入微信一级流量入口以及手机 QQ，庞大的社交用户群体为公司多元购物场景提供流量支撑。

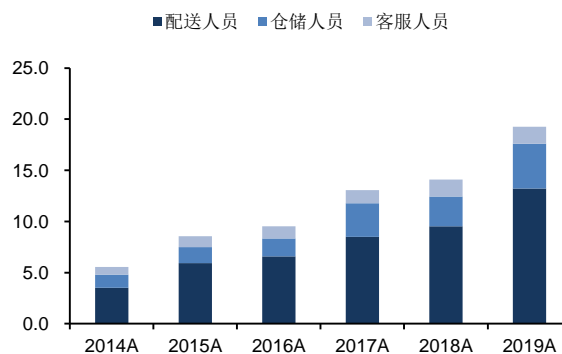
(2) 战略协同，共建营销。今年 5 月，公司与快手达成战略协作，共建精准营销能力。虽然短期“百亿补贴”等措施使得营销费用短暂上行，但从长期来看，快手庞大的低线城市会员、短视频营销场景为公司持续开拓下沉市场、探索新的营销思路提供了支撑，同时快手巨大的直播电商行为数据与公司零售购物行为数据形成共振，从而有效提升精准营销效率。

图 60：京东营销费率支出情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

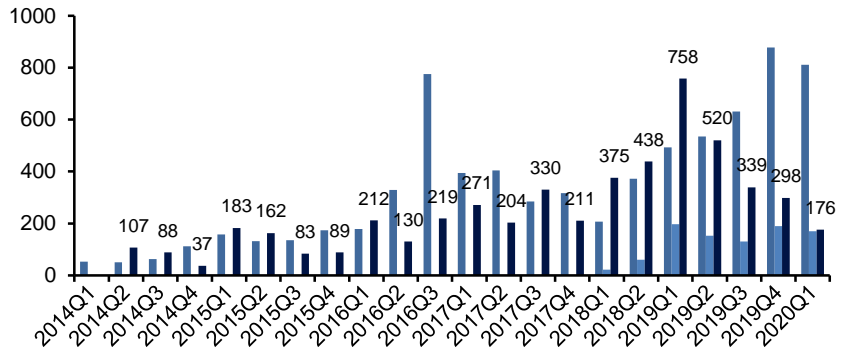
图 61：京东营销费用分类别



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



图 62: 阿里、京东以及拼多多新增用户营销费用 (元/人)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 63: 京东与快手战略合作



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 3、管理费率

公司立足长远, 为了充分发挥和释放数据的业务价值, 从业务视角重新规划并建设“大中台”业务体系, 实现业务与科技协同发展。2018 年底至今公司对现有的流程不断进行整合优化甚至融合再造, 未来可以有效提高整体流转效率、降本增效。我们以美的集团中台化建设前后效率提升为例, 2011-2016 年, 美的人效+246%, 管理效率极大释放。未来随着中台化建设深入, 将有效提高公司人效水平, 持续推动包括管理费率、履约费率持续下降。

表 12: 美的集团中台化建设前后效率对比

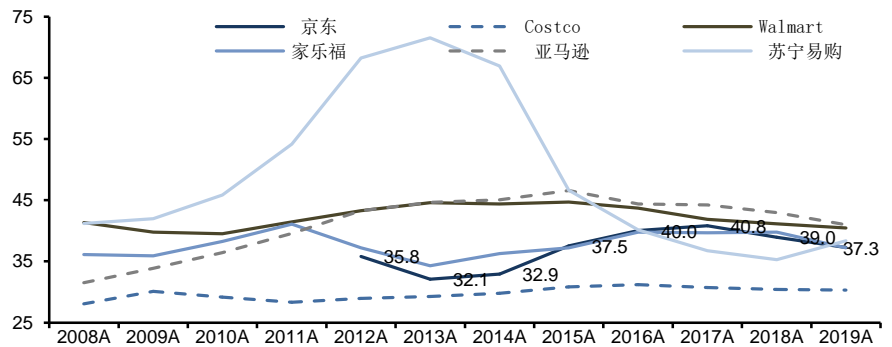
核心指标	2011 年	2016 年	对比
营业总收入 (亿元)	1,341	1,598	+19%
净利润 (亿元)	67	159	+137%
自有资金 (亿元)	-51	695	+750
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	41	267	+551%
人均效率 (万元/工)	67 (19 万员工)	134 (11 万员工)	+246%
净资产 (亿元)	302	690	+128%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营对比: 深耕供应链步入收获期, 资金雄厚助力未来跨越式发展

**高效供应链管理，采购效率大幅提升。**公司以技术立身，不断升级供应链系统，目前通过自建的玄武系统（仓储管理系统）、青龙系统（配送系统）、干线运输系统、大件系统、售后系统等实现全渠道多平台的全供应链融合，不断降低各流程库存，加速存货周转，提升成本效率。2019 年公司存货周转天数为 37.3 天，效率在同行中处于领先水平（VS Costco/沃尔玛/家乐福/亚马逊/苏宁易购分别为 30.3/40.5/37.2/41.0/38.4 天），未来随着算法水平以及物流管理能力不断改进将进一步提升公司物流周转效率。

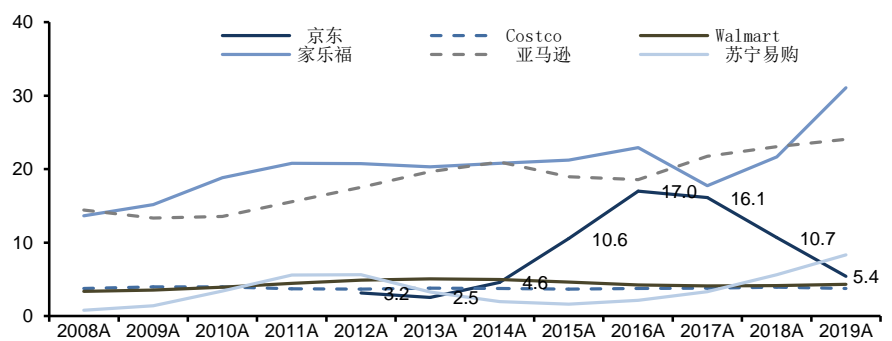
图 64：京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁存货周转天数对比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

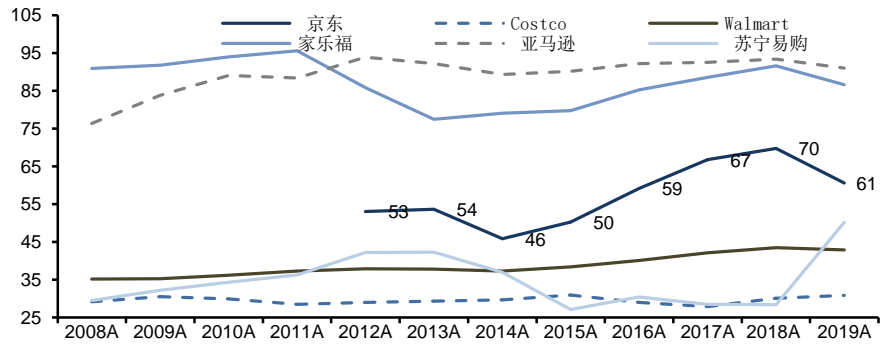
**现金周转健康，资金效率稳健提升。**由于规模优势，公司对供应商议价能力更强，资金周转效率持续改善，比肩同行优秀公司：2019 年，公司应收账款周转天数为 5.4 天（VS Costco/沃尔玛/家乐福/亚马逊/苏宁易购分别为 3.8/4.3/31.1/24.1/8.3 天）；公司应付账款周转天数为 61 天（VS Costco/沃尔玛/家乐福/亚马逊/苏宁易购分别为 31/43/87/91/50 天）。

图 65：京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁应收账款周转天数对比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 66: 京东、Costco、沃尔玛、家乐福、亚马逊、苏宁应付账款周转天数对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

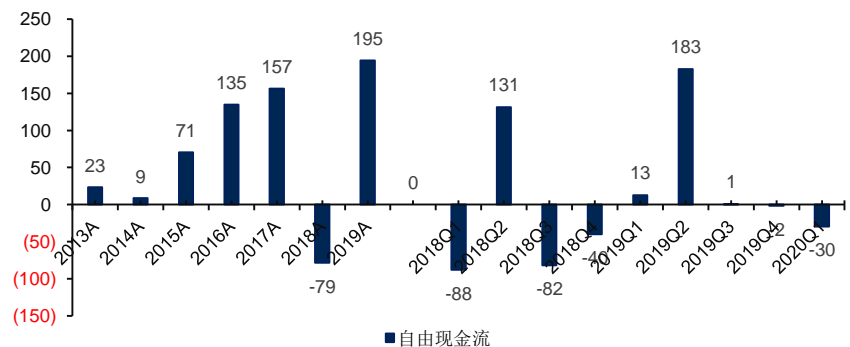
**巨资在账, 未来或助力实现跨越式发展。**公司资金效率稳健提升使得公司内生经营现金流可保持高位水平, 截止 2019 年, 公司经营现金流为 248 亿, 自由活动现金流为 195 亿元。雄厚的现金积累一方面助力公司物流科技、云计算、AI、智能营销等技术的提升, 从而不断提升公司盈利能力以及降低公司管理成本; 另一方面为公司外延式业务扩张提供坚实的后盾, 从而助力公司实现跨越式发展。

图 67: 京东经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 68: 京东自由活动现金流 (亿元)

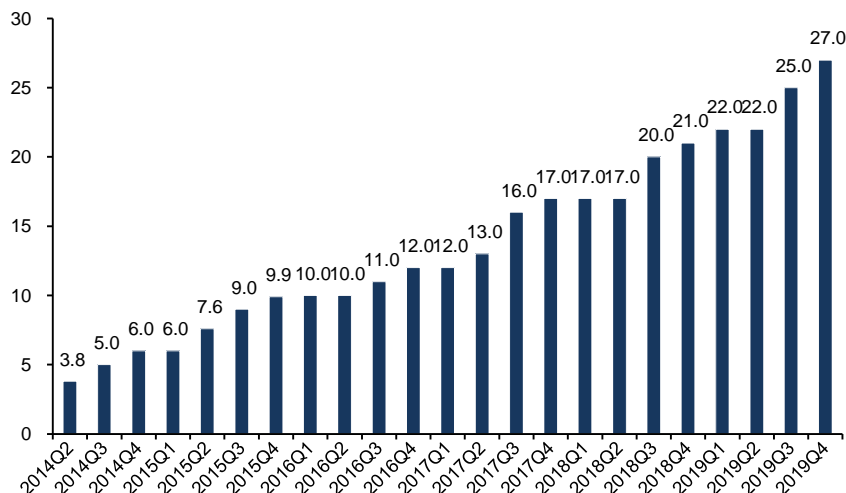


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 3P：商家扩容提质与营销升级驱动高速增长

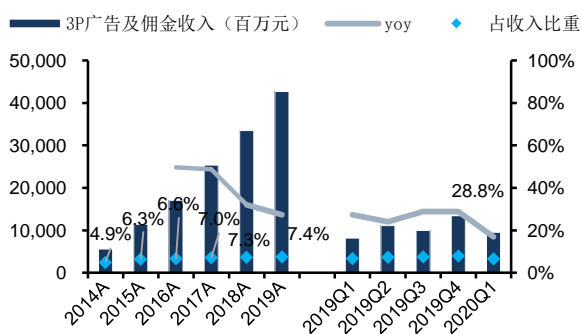
公司 3P 收入主要包括第三方商家支付的佣金与广告费用两部分,2014A-2019A,公司 3P 收入从 56.1 亿元增长至 426.8 亿元, CAGR 为 50.1%, 占收入比重提升从 4.95 至 7.4%; 2019 年公司 3P 收入同比+27%, 高于自营收入整体增速, 系商家扩容提升佣金收入以及营销升级推高广告收入所致。

图 69：京东平台第三方商家数量（万）



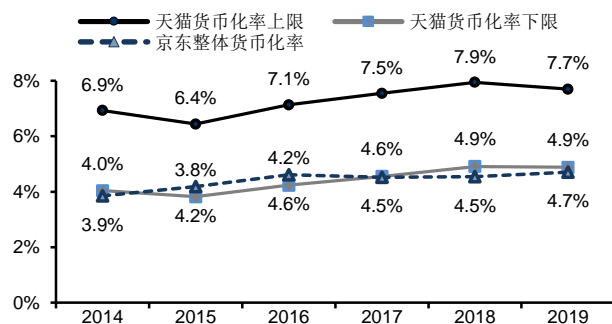
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 70：3P 货币佣金收入（百万元）、增速及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 71：京东整体货币化率与天猫对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



物流效率不断提升，公司佣金收入将持续增长。

**表 13：2018-2019 年京东佣金费率变化**

分类	2018	2019	2020	2018	2019	2020	变化-部分品类
	SOP			FBP			
本地生活/旅游出行	0%-8%	0%-10%	0%-10%	0%-100%	0%-100%	0%-100%	-
宠物生活	1%-5%	1%-5%	1%-5%	1%-4%	1%-4%	1%-5%	2020 年 FBP 上调 1%
厨具	8%	8%	8%	7%	8%	8%	2019 年 FBP 上调 1%
电脑办公	1%-10%	1%-10%	2%-10%	1%-10%	1%-10%	2%-10%	2020 年 SOP 与 FBP 上调 1%
二手商品	1%-8%	1%-6%	1%-8%	-	-	-	2020 年 SOP 上调 2%
房地产	0%-5%	1%-1%	1%-1%	-	-	-	-
非遗	-	3%-7%	3%-7%	-	3%-7%	3%-7%	-
服饰内衣	6%-8%	6%-8%	6%-8%	6%-7%	6%-8%	6%-8%	2019 年 FBP 上调 1%
个人护理	4%-6%	4%-6%	6%-6%	4%-6%	4%-6%	6%-6%	2020 年 SOP 与 FBP 上调 2%
工业品	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	-
家纺	6%-8%	6%-8%	6%-8%	5%-7%	6%-8%	6%-8%	2019 年 FBP 上调 1%
家居日用	8.00%	4%-8%	4%-8%	7%	8%	8%	2019 年 FBP 上调 1%
家具	8.00%	5%-8%	5%-8%	7.00%	5%-8%	5%-8%	-
家庭清洁/纸品	3%-8%	3%-8%	3%-8%	2%-7%	2%-7%	2%-7%	-
家用电器	3%-8%	3%-8%	1%-8%	3%-8%	3%-8%	3%-8%	-
家装建材	0%-8%	1%-8%	1%-8%	5%-7%	5%-8%	5%-8%	2019 年 FBP 上调 1%
教育培训	3%-10%	3%-10%	3%-10%	-	-	-	-
酒类	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-5%	3%-5%	3%-5%	-
礼品	1%-10%	1%-10%	1%-10%	1%-10%	1%-10%	1%-10%	-
美妆护肤	4%-6%	4%-6%	4%-6%	4%-4%	4%-6%	4%-6%	-
母婴	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	-
农资园艺	2%-5%	2%-8%	2%-8%	2%-5%	2%-8%	2%-8%	2019 年 SOP 与 FBP 上调 3%
汽车用品	1%-8%	1%-8%	1%-8%	1%-7%	1%-8%	1%-8%	2019 年 FBP 上调 1%
生鲜	3%	3%	3%	3%	3%	3%	-
食品饮料	3%-5%	3%-5%	3%-5%	3%-5%	3%-5%	3%-5%	-
手机通讯	2%-6%	2%-8%	2%-10%	2%-40%	2%-8%	2%-10%	2020 年 SOP 与 FBP 上调 2%
数码	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	2%-8%	-
数字内容	1%-2%	1%-2%	1%-2%	-	-	-	-
图书	6%-6%	6%-6%	6%-6%	-	-	-	-
玩具乐器	3%-5%	3%-5%	3%-8%	3%-5%	3%-5%	3%-5%	-
文娱	1%-8%	1%-8%	1%-8%	1%-8%	5%-8%	5%-8%	-
箱包皮具	8%	8%	8%	9%	9%	9%	-
鞋靴	8%	8%	8%	7%	8%	8%	2019 年 FBP 上调 1%
医药保健	4%-10%	4%-10%	3%-10%	6%-8%	6%-8%	3%-8%	2019 年 SOP 与 FBP 下调 1%/3%
邮币	1.00%	6.00%	6.00%	1.00%	6.00%	6.00%	2019 年 SOP 与 FBP 上调 5%
运动户外	1%-8%	1%-8%	1%-8%	1%-6%	1%-8%	1%-8%	2019 年 FBP 上调 2%
钟表	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	4%-8%	-
珠宝首饰	1%-10%	1%-10%	1%-10%	1%-9%	1%-10%	1%-10%	-

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 京喜：深耕低线，下一阶段增长动能

**战略升级，从幕后走向台前。**公司 2014 年布局社交电商，自 2018 年开始发力，并围绕其密集调整，2019 年 7 月升级其战略地位，将原拼购事业部更名为社交电商事业部，同年 9 月升级为“京喜”，以微信一级入口为主要载体，弥补公司在非带电品类以及低线市场的劣势。得益于京喜快速发展，2019 年公司年活跃用户数达到 3.62 亿，逆势反弹。

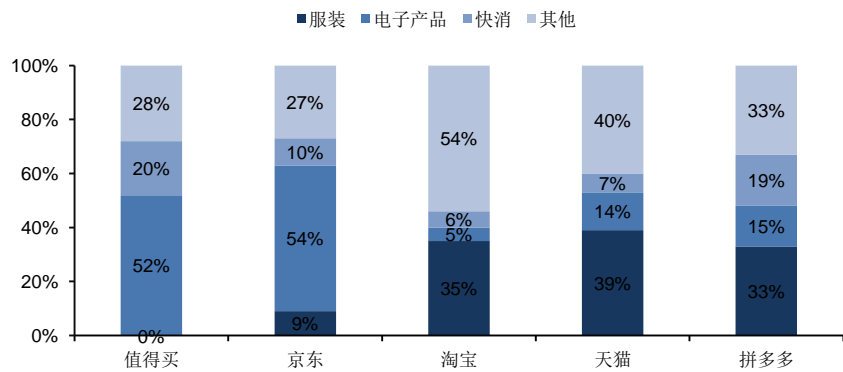


图 75: 京喜发展历程



资料来源: 公司官网, 百度百科, 国信证券经济研究所整理

图 76: 2019 年主要电商平台品类分布



资料来源: 经信委, 观研天下, 国信证券经济研究所整理

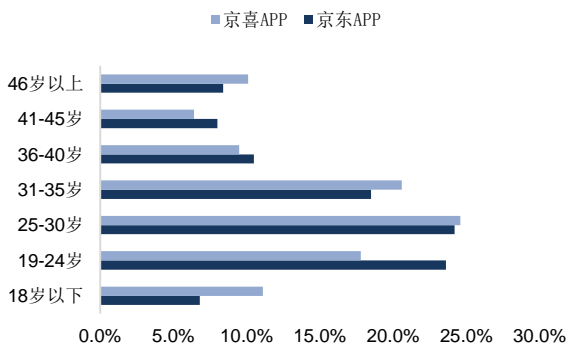
**与京东 APP 互补, 下一阶段增长动能。**京喜布局六大移动端口, 通过微信社交裂变以及低价拼团的玩法获取了大量的年轻以及下沉用户, 与京东 App 形成互补。2019 年“双十一”, 京东全站新用户来自京喜的近 4 成, 京喜上线首个季度, 京东年活跃用户数增长 2800 万, 创下近 2 年单季用户数量最大增幅, 其中超 70% 用户来自下沉市场。2020 年“618”期间, 京喜日均订单量超过 700 万单, “618”活动当天突破 1000 万单, 成交额增长近 9 倍, DAU 环比增长超 4 倍, 其聚焦的产业带订单量增长 211%, 34 个中小品牌销售过亿, 成为中小品牌的增量场。依托于京东强大的供应链体系与微信社交优势, 京喜不断释放动能, 推动京东未来高速增长。

图 77：京喜六大流量入口



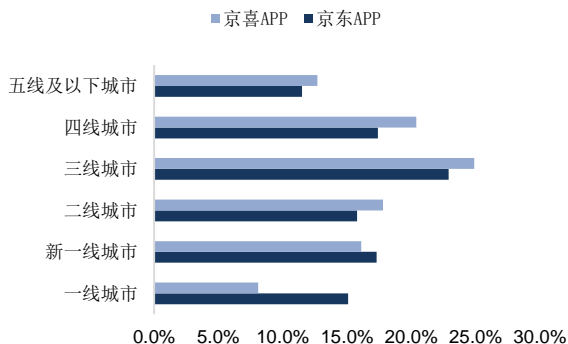
资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 78：2020 年 4 月京东 APP 和京喜微信小程序年龄分布



资料来源:Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 79：2020 年 4 月京东 APP 和京喜微信小程序城际分布



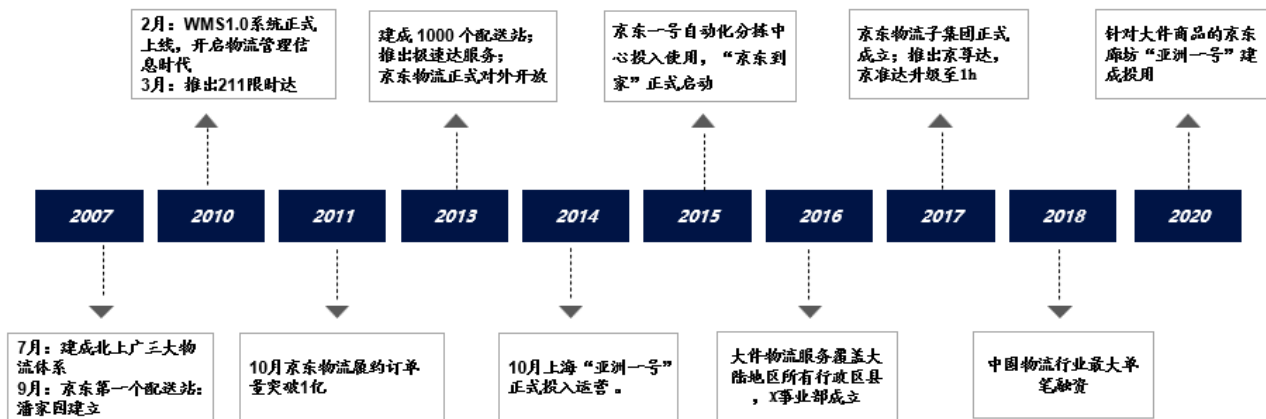
资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

**京东创新：物流、数科、健康贡献可观市值空间**

**京东物流：规模效应不断凸显，收获可期**

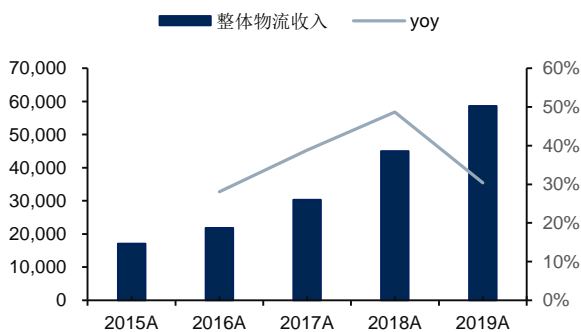
京东物流自 2007 年成立，历经 13 年发展成为全球唯一拥有六大物流网络的智慧供应链企业，发展呈现规模化、社会化、精细化以及开放化四大趋势。截至 2019 年，整体物流收入约 587 亿元，同比+30.4%，其中外部物流收入占比约 40%，同比+90%，未来外部物流收入高增长驱动整体收入快速增长，未来 3 年整体收入规模超千亿。

图 80：京东物流发展历程



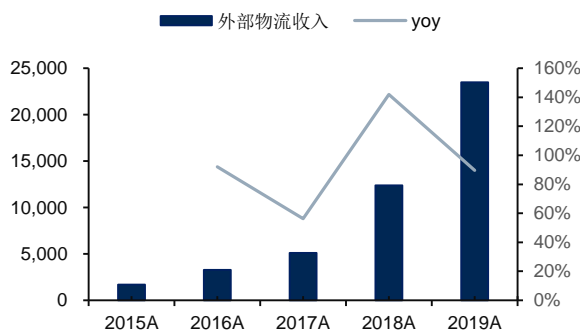
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 81：京东物流整体收入规模（百万元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图 82：京东物流外部收入规模（百万元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**数据驱动，系统护航，功能全面。**京东物流集团物流开放系统网络覆盖触及全国，拥有中小件、大件、冷链、跨境、B2B 以及众包（达达）六大网络，依靠作业执行平台（包括玄武系统、青龙系统、干线运输系统、大件系统、售后系统、财务系统）完成从接单到售后的全订单生命流程管理，同时通过沧海系统中的订单管理、库存管理等智能算法平台不断优化配送效率，降低物流成本。

图 83：京东六大物流网络



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

规模优势不断凸显，收获可期。截至 2020Q2，京东物流拥有 24 个“亚洲一号”智能物流中心，在全国 89 个盛有 730 多个仓库，运营仓储总面积约 1700 万平方米，对比苏宁、当当、唯品会等电商平台，物流优势显著。从上文分析中可以得出，单件外部履约成本呈下降趋势促使物流盈利能力不断改善，根据公司 2019Q2 披露数据，京东物流已经实现盈亏平衡。未来随着外部输入占比持续提升，规模优势不断凸显，盈利水平有望追齐三通水平(净利率约 5%-8%水平)。

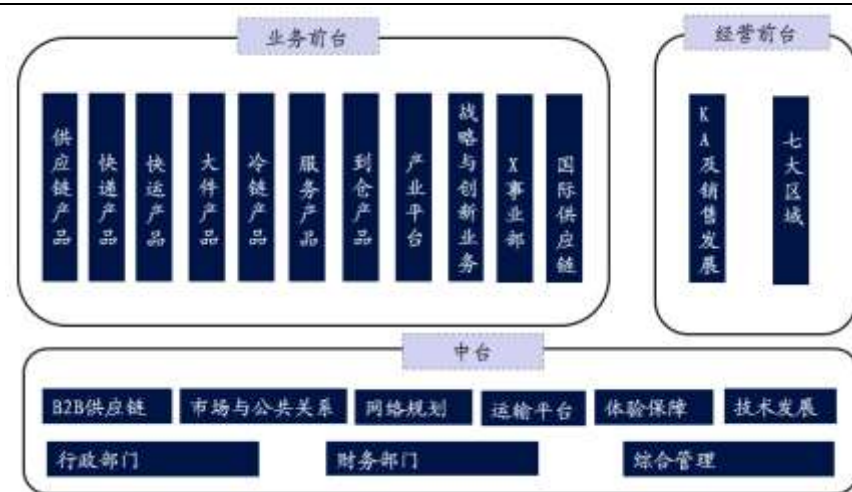
表 14：主要电商公司物流设施对比

	京东	苏宁易购	当当	唯品会
营运中心数量	24 个“亚洲一号”智能物流中心	8 个中心仓	37 个物流中心	7 个物流中心
城市	沈阳、北京、上海、广州、武汉、西安、成都等	北京、南京、广州、武汉、沈阳、成都、西安、上海	12 个城市	7 个城市
仓库	89 个城市拥有 730 多个仓库	全国小件 19 个物流中心，大件仓 60 个(始发仓 47 个，前行仓 13 个) 45 个冷链物流仓，465 个城市配送中心、27700 个末端快递点	-	-
物流中心面积	730 多个仓库约 1700 万平方米(包含京东物流开放式仓储平台下管理的仓库面积)	仓储及相关配套 面积 1,210 万平方米	42 万平方米	300 万平方米
配置	29 个城市拥有前置仓，70 个城市拥有大件库及其他分拣配送设备	44 个城市投入运营 57 个可拣选/发货物流基地	37 个可拣选/发货物流中心(其中包括 8 个前置仓)	可拣选/发货的物流中心
自提服务	-	326 个城市已开通自提服务,8841 个自提点	-	-
配送业务	自有	自有	第三方	第三方(主要为顺丰)
当日配送城市	90%以上的订单可以在当日送达	全国 95%以上的区域可以实现 24 小时达，144 个城市的用户都能享受到“送装一体”服务	21 个城市当日达，171 城市次日达(根据当当网站的简介) 108 个城市当日达，约 1000 个城市次日达(根据 15 annual p70)	-

资料来源：各公司官网，各公司公告，国信证券经济研究所整理

组织架构调整升级，前中后台协同提效。京东物流变革原来“1844”组织架构(1 个中台+8 大核心业务+4 大成长业务+4 大战略业务板块)为“6118”架构(6 个中台+11 个业务前台+8 个经营前台)，现有的组织架构已 3 大后台智能部门为依托，前中后台部门有效协同配合，提升运营效率与供应链服务能力。

图 84：京东物流集团组织架构



资料来源:物流沙龙，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 京东数科：突破金融边界，科技驱动产业数字化

京东数据前身为京东金融，于 2013 年 10 月成立，同年上线“京保贝”，后持续发力供应链金融，相继推出“京东白条”、“京小贷”、“京农贷”等产品。2017 年，公司作价 143 亿元出让京东金融全部股权，并获得 40% 的税前利润分配权（可转换为 40% 的股权），后经过系列融资以及 2020 年股权交易，公司目前持有京东数科 36.8% 的股权。

图 85：京东数科发展历程



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

表 15：京东数科融资历程

披露日期	交易金额	融资轮次	估值	比例	投资方
2020/6/26	17.8 亿人民币	战略融资	1977.78 亿人民币	0.90%	京东集团
2020/6/25	未披露	股权转让	-	-	京东集团
2019/12/31	未披露	股权转让	-	-	国新央企
2018/12/12	未披露	股权融资	-	-	元禾厚望、东和荣基
2018/7/12	130 亿人民币	B 轮	1300 亿人民币	10%	中金资本、中银投资、中信建投、中信资本及东证锦信
2017/12/29	未披露	股权融资	-	-	国创开元母基金
2016/1/16	66.5 亿人民币	A 轮	475 亿人民币	14%	嘉实投资、红杉资本中国、中国太平、经纬中国、天图投资、万得投资、华兴新经济基金、嘉御基金、KPCB 凯鹏华盈中国、中信资本等

资料来源:天眼查, 国信证券经济研究所整理

**产品多领域融合，做强四大核心业务。**京东数科在原来消费金融以及供应链金融优势上不断扩宽边界，加码企业服务与产业数字化，深度挖掘金融科技、AI 技术及机器人、数字营销、智能城市为代表的四大核心业务，进而打造具有市场竞争力的产品服务层。

图 86: 京东数科四大核心业务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**业务板块无界扩张，赋能实体重塑增长。**京东数科突破金融边界，通过数字科技不断向实业延伸，目前主要集中五大业务板块，即金融、城市、农业、营销以及 AI。

- 1) 金融：依托于金融科技，为证券、银行、保险等企业提供“技术+服务”的一站式数字化、可持续发展的解决方案；
- 2) 城市：推出了“智能城市操作系统”，应用于城市交通、环保、社区、政务等垂直领域，构建智能城市开放生态；
- 3) 农牧：推出集成“AI 神农大脑”+“IoT 神物联网设备”+“SaaS 神农系统”三大模块的智能养殖解决方案，为养殖场提供全方位的服务和管理；可以帮助养殖企业降低饲料、人力、资源等成本，提升生产效率，并有效控制疾病的蔓延，降低养殖风险，为企业的生产经营保驾护航。
- 4) 营销：推出京东钜媒，旨在利用数字科技能力突破线上与线下之间的数据、流量界限，打造以人为核心的线下营销市场，推动线下传统户外广告媒体的数字化、智能化升级。
- 5) AI：利用物联网、云计算、大数据、人工智能等先进技术实现机房巡检、轨道巡检、室内运送及智能穿戴，建立全新数字化、智能化解决方案，加速传统工作提质增效，助力客户体验智能化升级。

**京东健康：落子大健康领域，业务高速增长**

2016 年 5 月，京东大药房正式上线，公司正式切入医疗健康领域。2019 年 5 月，京东健康正式宣布独立运营，积极布局“互联网+医疗健康”生态。2019 年 11 月，京东健康完成 A 轮优先股融资，投后估值约 70 亿美元，是继京东数科与京东物流之后，集团打造的第三只独角兽。



图 87: 京东健康发展历程



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

京东健康致力于为消费者提供医药健康电商、互联网医疗、健康服务、智慧医疗解决方案四大业务板块的产品和服务, 具体如下:

- 1) 医药健康电商板块: 包括药品零售 (B2C)、药品批发 (B2B)、非药类泛健康商品零售 (B2B2C) 等业务。B2C: 公司营收主要来源, 2016-2018 年, 京东大药房 CAGR 为 300%+, 年活跃用户近 3000 万; B2B: 2017 年 3 月公司正式上线第三方药品批发平台“药京采”, 截止 2019 年 7 月, 其下游采购商家近 10 万家, 年活跃率近 70%, 业务覆盖 19 省 47 城。
- 2) 互联网医疗板块: 围绕着患者需求, 开展在线挂号、问诊开方等医疗服务。一方面, 对于适合线上问诊的情况, 患者可以通过主站实现问诊-电子处方-配送到家的一站式服务; 另一方面对于不适合线上挂号和预约的情况, 该板块可帮助患者与对症医生实现线下面诊、复诊的流程。
- 3) 健康服务板块: 用户提供包括体检、医美、齿科、基因检测、疫苗预约等在内的消费医疗服务。
- 4) 智慧医疗解决方案板块: 公司投入最多的业务, 主要服务于不同类型的客户, 如线下实体药店、医院、政府部门等, 向其提供基于互联网+科技的信息化、智慧化解决方案, 共享多场景智慧医疗能力, 预计未来 1-2 年该板块进入收获期。

图 88: 京东健康四大业务板块



资料来源:钛媒体, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1) 公司 1P 业务规模效应叠加收入结构改善, 同时下沉市场消费活力快速释放, 未来业绩兑现明确, 预计 2020/2021/2022 年收入增速分别为 23%/20%/16%; 受益于商家扩容以及营销升级, 公司 3P 业务快速增长, 预计 2020/2021/2022 年收入增速分别为 27%/26%/24%。

**表 16: 京东零售业务分类别盈利预测表**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
零售业务	553,414	666,605	779,798	899,075	1,022,394
yoy	23%	20%	16%	15%	13%
1P	510,734	612,828	713,114	818,388	927,183
yoy	23%	20%	16%	15%	13%
3C 家电收入	328,703	378,008	419,589	457,352	493,941
yoy	17%	15%	11%	9%	8%
其他商品收入	182,031	234,820	293,525	361,036	433,243
yoy	34%	29%	25%	23%	20%
3P	42,680	53,777	66,683	80,687	95,210
佣金和广告收入	42,680	53,777	66,683	80,687	95,210
yoy	27%	26%	24%	21%	18%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

- 2) 创新业务收入主要是物流收入, 物流外单占比持续提升 (2019 年已超 40%) 驱动创新业务收入高速增长, 我们预计该业务 2020/2021/2022 年收入增速分别为 80%/60%/50%。

综上, 我们预测公司 2020-2022 年营业收入增速分别为 23%/20%/18%, 同时由于公司物流体系不断晚上, 履约效率稳健提升, 公司控费有效步入收获期, 叠加公司机制优化、中台赋能, 公司综合费率呈持续下降态势。

### 未来 3 年盈利预测

**表 17: 未来 3 年盈利预测表**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	576,888	708,858	847,403	1,000,482
营业成本	492,467	603,276	717,750	846,708
销售费用	22,234	27,548	33,049	39,019
管理费用	5,490	7,797	8,474	9,004
履约费用	36,968	42,746	48,865	55,247
营业利润	8,995	9,412	17,710	25,035
利润总额	13,693	13,389	21,776	29,320
归属于母公司净利润	12,184	11,859	19,288	25,842
EPS	4.18	3.81	6.20	8.31
ROE	15%	11%	15%	16%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2020-2022 年收入分别为 7089/8474/10005 亿元, GAAP 下归属母公司净利润 119/193/258 亿元。

### 盈利预测的敏感性分析

## 盈利预测情景分析

**表 18：情景分析（乐观、中性、悲观）**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	576,888.5	715,947.0	868,443.7	1,037,790.2
(+/-%)		24.1%	21.3%	19.5%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	12,184.1	11,947.8	19,700.8	26,716.9
(+/-%)		-1.9%	64.9%	35.6%
non-GAAP 每股收益 (元)	4.2	3.8	6.1	8.1
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	576,888.5	708,858.4	847,402.7	1,000,482.5
(+/-%)		22.9%	19.5%	18.1%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	12,184.1	11,859.1	19,287.5	25,841.9
(+/-%)		-2.7%	62.6%	34.0%
non-GAAP 每股收益 (元)	4.2	3.8	6.0	7.8
<b>悲观的预测</b>				
营业收入(百万元)	576,888.5	701,769.8	833,000.8	979,608.9
(+/-%)		21.6%	18.7%	17.6%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	12,184.1	11,770.4	19,000.7	25,346.6
(+/-%)		-3.4%	61.4%	33.4%
non-GAAP 每股收益 (元)	4.2	3.8	5.9	7.7
总股本	3,110.3	3,110.3	3,110.3	3,110.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值与相对估值相结合的方法，计算得到公司的合理股价为 289-301 港币，该估值建立在较多的假设前提下，特别是对于公司未来自由现金流、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假设和可比公司估值参数的选取，均加入了分析师的个人判断。可能会由于对公司电商业务的竞争格局、流水增速及提费速率过于乐观的估计，导致公司股价被高估的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立较多的假设，存在低于预期的风险，具体包括以下几个方面：

- 1) 可能由于宏观环境和行业前景存在较大的负面事件导致经济大幅下行风险，严重影响公司未来经营条件，导致业绩预测过于乐观；
- 2) 低线市场竞争激烈，营销大幅铺开流量收割有限，导致公司收入与盈利水平增速低于预期；
- 3) 物流方面竞争对手研发出颠覆传统履约配送的技术，公司竞争壁垒不复存在；同时物流行业竞争加剧，物流外单服务收入拓展速度可能不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
现金及现金等价物	36971	56476	78515	104421	营业收入	576888	708858	847403	1000482
应收款项	32288	16963	11976	12051	营业成本	492467	603276	717750	846708
存货净额	57932	72055	78584	92703	毛利	84421	105582	129653	153774
其他流动资产	11903	36019	46633	55597	销售费用	22234	27548	33049	39019
<b>流动资产合计</b>	<b>139095</b>	<b>181514</b>	<b>215708</b>	<b>264773</b>	管理费用	5490	7797	8474	9004
固定资产	26460	25950	24618	22464	履约费用	36968	42746	48865	55247
无形资产及其他	4110	4260	4410	4560	投资收益	(1738)	(2260)	(2712)	(3118)
土地使用权	10892	11308	11724	12140	资产减值及公允价值变动	0	116	81	116
长期股权投资	35576	39795	41795	43795	其他收入	0	0	0	0
其他非流动资产	182686	232147	273340	329423	营业利润	(66430)	(80235)	(93019)	(106272)
<b>资产总计</b>	<b>259724</b>	<b>313460</b>	<b>355887</b>	<b>412382</b>	财务费用	(1061)	(862)	(1402)	(2028)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	5375	5375	5375	5375
应付款项	90428	111606	114840	122773	<b>税前利润</b>	<b>13693</b>	<b>13389</b>	<b>21776</b>	<b>29320</b>
其他流动负债	49589	58942	68085	79736	所得税费用	1802	1762	2867	3860
<b>流动负债合计</b>	<b>140017</b>	<b>170548</b>	<b>182925</b>	<b>202508</b>	少数股东损益	(294)	(233)	(378)	(382)
长期借款及应付债券	10052	10334	10616	10863	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12184</b>	<b>11859</b>	<b>19288</b>	<b>25842</b>
其他长期负债	9031	10746	13497	17462					
<b>长期负债合计</b>	<b>19082</b>	<b>21080</b>	<b>24113</b>	<b>28325</b>					
<b>负债合计</b>	<b>159099</b>	<b>191628</b>	<b>207038</b>	<b>230834</b>					
少数股东权益	18768	18536	18158	17776					
股东权益	81856	103296	130692	163773					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2597234</b>	<b>313460</b>	<b>355887</b>	<b>412382</b>					

现金流量表 (百万元)				
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
净利润	12184	11859	19288	25842
资产减值准备	1954	116	81	116
折旧摊销	5828	7232	7654	8275
公允价值变动损失	0	0	1	2
财务费用	(1061)	(862)	(1402)	(2028)
营运资本变动	17931	3076	2218	2549
其它	(12055)	241	(94)	33
<b>经营活动现金流</b>	<b>24781</b>	<b>21662</b>	<b>27745</b>	<b>34790</b>
资本开支	(9000)	(6391)	(6391)	(6391)
其它投资现金流	(16350)	(20790)	(13725)	(18265)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25349)</b>	<b>(27181)</b>	<b>(20115)</b>	<b>(24655)</b>
权益性融资	6761	500	500	500
负债净变化	(4057)	1997	3033	4212
支付股利、利息	112	104	170	228
其它融资现金流	(243)	22422	10706	10832
<b>融资活动现金流</b>	<b>2572</b>	<b>25024</b>	<b>14409</b>	<b>15772</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2004</b>	<b>19505</b>	<b>22039</b>	<b>25907</b>
货币资金的期初余额	34262	36971	56476	78515
货币资金的期末余额	36971	56476	78515	104421
企业自由现金流	11448	19735	24325	29330
权益自由现金流	10917	20953	26085	31759

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	4.18	3.81	6.02	7.83
每股红利	0.04	0.03	0.05	0.07
每股净资产	3235%	3917%	4786%	5837%
ROIC	7%	6%	8%	9%
ROE	15%	11%	15%	16%
毛利率	14.6%	15.1%	15.3%	15.4%
EBIT Margin	3%	2%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	25%	23%	20%	18%
净利润增长率	589%	-3%	63%	34%
资产负债率	61%	61%	58%	56%
P/S	1.2	1.0	0.8	0.7
P/E	51.6	57.1	35.6	27.6
P/B	8.2	6.6	5.1	4.1
EV/EBITDA	41.4	42.5	30.4	25.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。



## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032