

首次覆盖
 投资评级 优于大市

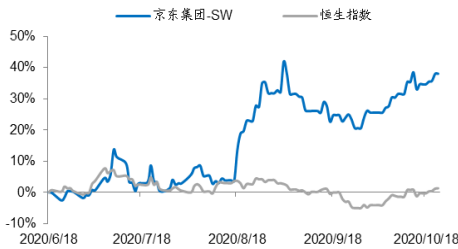
零售基础设施服务商，开放赋能再迎效率成长

股票数据

10月23日收盘价(元)	316.00
52周股价波动(元)	226.00-337.20
总股本/流通H股(百万股)	3110/2679
总市值/流通市值(百万元)	989015/846536

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.1	9.9	30.8
相对涨幅(%)	3.1	10.7	32.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

联系人:马浩然

Tel:(021)23154138

Email:mhr13160@htsec.com

投资要点:

- **重资产扩张，构筑高竞争壁垒。**①**战略:** 公司注重持续有质量增长，以技术创新、规模经济和更好的产能利用率实现降本增效，提升用户体验，2017年向零售基础设施服务商转型，定位以供应链为基础的技术与服务型企业；②**现金流保障高效扩张:** 2007年确立品类扩张和自建物流两大战略，2011-19年FCFF累计流入525亿元，累计亏损251亿元；2019年收入5769亿、GMV 20854亿元、年活跃买家3.62亿，过去5年CAGR各38%/54%/32%，归母净利122亿，其中零售集团营业利润率由2016年0.89%增至2019年2.49%。③**高壁垒:** 至2019年底物流投入累计180亿、700+个仓库1700万平米，2019年研发投入146亿。我们认为，公司重资产投入构筑了几乎不可复制的强势壁垒，且强化用户粘性，十年老用户年购买次数由2009年4.4次增至2018年31.5次。
- **成长驱动: 由扩品类、平台向开放、下沉升级。**①**扩品类、由1P向3P均衡:** 2011-16年，日用百货GMV占比由19.9%增至50.2%、平台GMV占比由8.9%升至43.4%。1P中日百收入占比由2011年12%增至2019年35.6%，测算1P毛利率由4%-5%增至7%-8%；3P收入占比由2011年1.1%增至2019年11.5%，带动毛利率由5.5%增至14.6%。②**深耕高线，双轮下沉:** 2018年以来组织架构调整、开放赋能和2019年加大下沉，4Q19、1Q20年活跃用户各增2800万人、2500万人，且超70%来自三至六线城市；我们预计公司以主站/1号会员店/Farfetch等巩固高线市场，以京喜+京东极速版双轮下沉，以及与沃尔玛/永辉/五星电器/快手/国美等战略投资/合作，有望构建第二轮效率型成长的驱动力。
- **开源&节流，物流有望由成本中心转向利润中心。**公司2019年营业利润率首次转正(1.56%)，我们预计随着零售集团规模效应继续强化、物流逐步贡献利润、科技能力持续强化，利润率将继续提升。①**物流服务贡献货币化率:** 2019年3P收入662亿，其中佣金及推广427亿、物流等服务235亿元；测算货币化率近年增至约7%，主要来自物流服务，佣金推广率维持4%-4.5%。②**2016-19年完成低线市场覆盖:** 2015年开始布局低线，截至2018年底覆盖2146个县镇(全国2862个)，88%区县24小时达。我们判断，公司低线市场物流网络投资高峰已过，未来订单密度有望提升；公司预计Capex仍将较高(我们估计超100亿)，但计划出售物业以投入新项目。③**2019年物流单季盈利:** 履约费用率连续三年降至6.4%，配送员扩至13万人，外单收入占比增至40%，履约毛利率增至8.2%；新品牌“众邮快递”2020.03开始招募加盟商，低成本拓展网点。
- **子集团独立运营，全面开放赋能。**①**京东物流(81.4%):** 中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包六大网络，测算2019年收入560-580亿元，2018.02投后估值134亿美元；②**京东数科(36.8%):** 由京东金融转型以AI驱动产业数字化的科技企业，2020.06投后估值292亿美元；③**京东健康(86.5%):** 互联网+医疗，2019.11投后估值70亿美元；④**京东工业品(89.3%):** 工业品电商，国内市占率51.2%，2020.05估值21.5亿美元。
- **盈利预测及估值。**预计2020-2022年Non-GAAP净利154亿/227亿/319亿元，各增长43%/47%/40%。分部估值给以2021年合理市值区间11404亿-12663亿港元，合理价值区间H股364-405港元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；基础设施规模经济不显著。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	462020	576888	736833	906049	1086016
(+/-) YoY (%)	27.5%	24.9%	27.7%	23.0%	19.9%
净利润(百万元)	-2492	12184	20794	18184	25967
(+/-) YoY (%)	-1536.47%	589.00%	70.67%	-12.55%	42.80%
全面摊薄EPS	-0.80	3.89	6.64	5.81	8.30
毛利率(%)	14.28%	14.63%	15.01%	15.59%	15.92%
净资产收益率(%)	-4.46%	17.21%	19.04%	12.26%	14.72%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 公司概况：以供应链为基础的技术与服务型企业	5
1.1 发展历程：从垂直电商到开放赋能，效率驱动二次高成长	5
1.2 组织架构：围绕消费者需求升级，平台化、组件化、立体化.....	6
1.3 业务结构：服务占比提升，零售及新业务净利率双改善	9
2. 零售：围绕“规模、成本和效率”，提升用户体验	11
2.1 行业：电商龙头快速成长，抢占低线红利.....	11
2.2 线上：丰富品类和商家、加强下沉，用户数重拾成长.....	16
2.3 线下：联盟实体零售商，赋能快消补强家电	22
3. 基础设施：持续重资产投入，构筑高竞争壁垒	25
3.1 物流：履约提效&社会化开放，由成本中心转向利润中心.....	25
3.2 京东数科：以 AI 驱动产业数字化的新型科技公司	30
3.3 布局大健康和工业品，赋能多领域发展	32
4. 盈利预测及估值	34
4.1 预计 2020-2022 年 Non-GAAP 净利各增长 43%、47%、40%	34
4.2 分部估值给以 H 股合理价值区间 364-405 港元/股	35
5. 风险提示	36
财务报表分析和预测	37

图目录

图 1	中国网购用户数及增速 (2007-2019)	5
图 2	中国网购市场 B2C 与 C2C 占比 (% , 2010-2018)	5
图 3	京东发展历程及收入、毛利率和净利率	6
图 4	京东主要股东持股比例及投票权 (2020/03/31)	7
图 5	京东 2018 年 12 月组织架构由三大事业群逐渐升级为四大子集团	8
图 6	京东 2019 年核心价值观升级	9
图 7	京东收入及 GAAP 归母净利润 (2009-2019)	10
图 8	京东收入构成 (% , 2011-2019)	10
图 9	京东现金流量 (亿元, 2011-2019)	11
图 10	京东运营效率指标 (天, 2012-2019)	11
图 11	网上零售额及实物商品网售占社零比重 (2015-2019)	12
图 12	网民规模及网购用户使用率 (2015-1Q2020)	12
图 13	京东、阿里、拼多多网上零售额市占率 (% , 2015-2019)	12
图 14	京东各季度年活跃用户数及增速 (1Q14-1Q20)	17
图 15	京东各季度年活跃用户数的变动 (百万人, 1Q14-1Q20)	17
图 16	京东自营及平台 GMV 占比 (% , 2011-2016)	17
图 17	京东自营、平台收入及增速 (2011-2019)	17
图 18	佣金及推广收入显著贡献毛利率提升 (% , 2011-2019)	18
图 19	京东十年用户购买次数 (次, 2009-2018)	18
图 20	苏宁线上/线下 GMV 占比 (% , 2015-2019)	18
图 21	苏宁 2019 年分品类毛利率 (%)	18
图 22	京东平台入驻商家数及增速 (2013-2019)	19
图 23	京东高线、低线市场主要子产品线	19
图 24	2020 上半年家电全渠道市场份额 (%)	21
图 25	京东家电 3C 收入及苏宁总收入 (2011-2019)	21
图 26	京东各细分费用率 (% , 2011-2019)	22
图 27	苏宁主要费用率 (% , 2011-2019)	22
图 28	京东传统配送与物竞天择配送的模式对比	23
图 29	五星电器乡镇店占比近半 (家)	24
图 30	2019 年国美各类型门店数及占比 (家)	24

图 31	新通路业务模式示意图	25
图 32	京东履约流程图	26
图 33	京东物流及其他服务收入和增速 (2015-1Q2020)	29
图 34	京东毛利率及履约费用率 (% , 2009-1Q2020)	29

表目录

表 1	京东董事会及管理层情况.....	7
表 2	京东分部门营业利润及营业利润率 (2016-1Q2020)	10
表 3	京东旗下四只独角兽估值和概况.....	11
表 4	全国快递业务量、拼多多及淘宝平台包裹数测算 (2018-2020E)	12
表 5	京东、淘宝、天猫、拼多多 GMV、用户数及人均 GMV (2011-1Q2020)	13
表 6	京东、淘宝、天猫、拼多多用户画像 (%)	14
表 7	京东、阿里下沉战略对比.....	15
表 8	京东、阿里、拼多多货币化率及拆分测算 (% , 2011-2019)	15
表 9	京东、天猫、拼多多主要品类扣点及平台使用费/软件服务费	16
表 10	京喜、京东极速版、淘宝特价版、拼多多招商政策及 MAU 对比	20
表 11	京东、苏宁毛利率及销管费用率对比 (2011-2019)	21
表 12	京东、苏宁主要财务指标对比 (2011-2019)	22
表 13	京东对线下零售业的主要投资	24
表 14	京东资本性支出及在建工程、PP&E 和土地使用权 (亿元, 2011-2019)	27
表 15	京东分职能员工构成 (万人, 2014-2019)	28
表 16	京东履约成本细项及占比 (% , 2013-2019)	28
表 17	京东物流 2016-2019 年加强下沉致单位仓储面积的订单密度下降	28
表 18	顺丰、京东物流外单收费及时效对比.....	29
表 19	顺丰、京东物流相关业务指标对比	30
表 20	主要互联网公司金融牌照对比	31
表 21	京东收入分部及预测 (百万元, 2016-2022E)	34
表 22	京东合并利润表及预测 (百万元, 2016-2022E)	35
表 23	京东分部估值测算 (2021E)	36
表 24	京东可比公司估值表 (20201023)	36

1. 公司概况：以供应链为基础的技术与服务型企业

京东成立于 1998 年，2004 年开始电商业务，2013 年由“京东商城”更名“京东”，域名和 logo 也同时更换，标志着公司开始由零售向物流、金融、科技等领域拓展。公司 2014 年在美上市后延续高增长势头，2019 年实现收入 5769 亿元，GMV 20854 亿元，年活跃买家 3.62 亿，过去 5 年 CAGR 各 38%、54%、32%，归母净利润 121.84 亿元，首次实现年度 GAAP 口径盈利，并于 2020 年 6 月登陆港交所。

公司认为未来零售将走向无界零售，即场景无限、货场无边、人企无间，零售的含义将不断拓宽，行业竞争也不再是零和游戏，去中心化将成为大势所趋，这背后需要零售基础设施的专业化升级，而开放自身能力、对外输出赋能，帮助做大行业蛋糕的企业将成为受人尊重的企业。京东希望成为这样的赋能者，并在基础设施领域不断加大投入，构筑高竞争壁垒。

1.1 发展历程：从垂直电商到开放赋能，效率驱动二次高成长

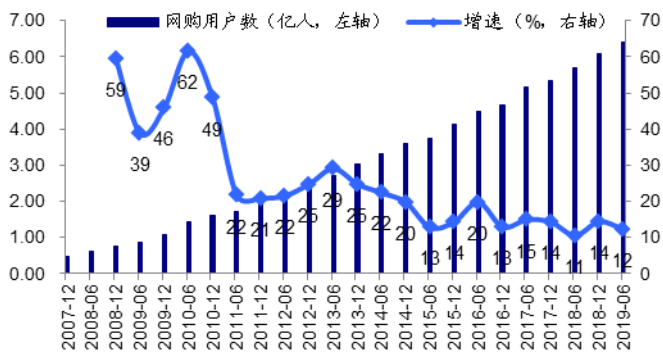
在 2003 年非典导致消费低迷的背景下，已在光磁代销领域较具影响力的京东于 2004 年开始将电子产品上线销售，不早不晚地赶上了中国电商行业的发展快车。自 2004 年转型电商以来，我们总结公司的发展历程为大致三个阶段：

(1) 自建物流起步，不断扩张品类 (2004-2011)：这一时期正是中国网购市场快速发展期，且开始由单一 C2B 向 B2C 结构均衡化的时期，公司以此为契机快速崛起。2007-2010 年，中国网购用户数保持 40% 以上的高增长，由 0.46 亿人增加至 1.61 亿人，市场规模由 561 亿增长至 4610 亿元，CAGR 高达 102%。同时，市场结构逐渐由单一的 C2C 模式向 B2C、C2C 并重转变，据 Wind 统计，2010 年后 B2C 占比快速提升。

2007 年，公司获得今日资本 1000 万美元融资，我们总结认为公司当时确立了两大重要的战略方向：其一，开启仓配一体的自建物流，并在北上广建成三大物流体系；其二，由初期的 3C 为主向全品类扩张。2008 年 6 月上线电视、空调、冰洗等大家电，完成 3C 家电产品线的全覆盖；2010 年增加食品仓和图书仓，11 月图书产品上架。2010 年，公司推出“211 限时达”，树立了物流行业新标杆；12 月，京东开放平台正式运营，由垂直电商向综合型电商转型。

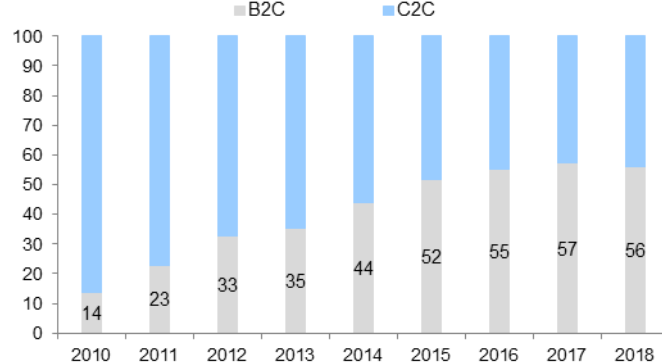
2009-2011 年，公司收入 CAGR 达 169%，但毛利率仅维持 5% 左右，亏损率不断扩大，处于战略投资期；2011 年，公司收入达 211 亿元，GMV 达 330 亿元，自营业务中日用百货的收入占比 12%，佣金收入占比仅 1%，自由现金流-7 亿元。

图1 中国网购用户数及增速 (2007-2019)



资料来源：wind, CNNIC, 海通证券研究所

图2 中国网购市场 B2C 与 C2C 占比 (%) (2010-2018)



资料来源：wind, 艾瑞咨询, 海通证券研究所

(2) 自由现金流转正，步入高效扩张期 (2012-2016)：此阶段，公司坚持自建物流和品类扩张的发展战略，持续重资产投入以不断提升规模，强化规模效应，同时围绕用户需求的变化去提升经营效率。公司 2012 年开始自由现金流转正 (2.56 亿元)，

虽然仍处亏损期，但较优的现金流有效支撑了公司规模快速成长。

同时，公司逐渐加大了对对外投资与合作，不断完善业务架构。比如，公司 2012 年收购网银在线（现京东钱包），布局支付业务，并于 2014 年推出“京东白条”，金融业务逐渐丰富；2014 年，与腾讯达成战略合作，腾讯出资 2.15 亿美元入股，同时公司出资 1.81 亿元人民币收购腾讯旗下的 QQ 网购及拍拍网，公司开始借助腾讯的社交平台进行引流；2016 年 6 月，公司与沃尔玛达成战略合作，沃尔玛入股 5%，同时公司收购其旗下 1 号店，开始布局线下超市到家服务；2015 年 8 月投资 42 亿元参股永辉超市 10%，2018 年 2 月投资 7.4 亿元参股步步高 5%。

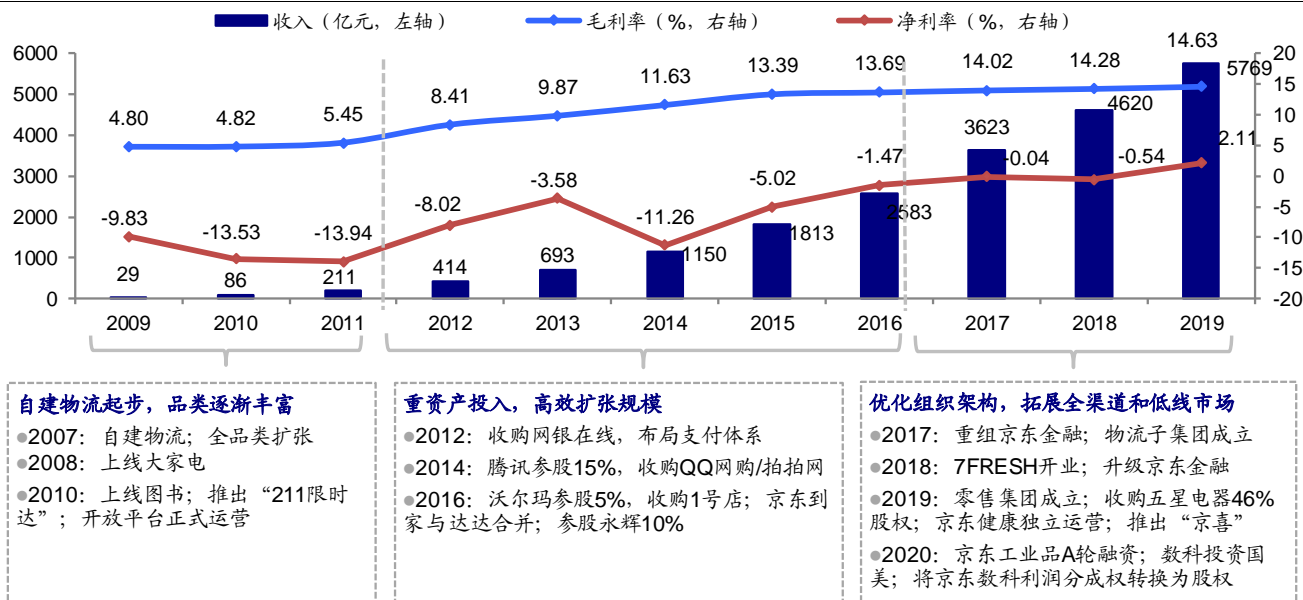
2012-2016 年，公司收入、GMV 和自由现金流 CAGR 各为 58%、73%、169%，毛利率持续提升至 2016 年的 13.7%，亏损率逐渐收窄至 1.5%，年度活跃用户增长近 7 倍至 2.3 亿人；自营业务中日用百货占比提升至 24%，开放平台商家不断丰富，净服务收入 203 亿元、占比 7.9%，已具备较强的变现能力。

(3) 优化组织架构，全面开放输出赋能 (2017-至今): 随着业务版图和规模扩张，公司近年来多次优化组织架构，逐渐形成零售、物流、数字科技、健康四大子集团，核心零售集团下以客户为中心搭建前、中、后台，不断提高经营效率。公司 2017 年先后提出全面向技术转型、“无界零售”和“零售即服务”解决方案，向零售基础设施服务商转型，开放自身能力，输出技术与服务，降低社会成本。

同时，公司推进全渠道发展，2018 年旗下 7FRESH 首家线下生鲜超市开业，2019 年收购五星电器 46% 股权加码线下家电；2019 年“京东拼购”升级为社交电商平台“京喜”，正式进军下沉市场；2019 年 12 月建立全新的京东智能云平台，全年技术投入达 146 亿元，研发力度不断加大。**2020 年 1 月，正式确定“以供应链为基础的技术与服务企业”的战略定位。**

2017-2019 年收入、GMV CAGR 均约 30%，2019 年活跃用户 3.6 亿人，自营业务中日用百货占比增至 36%，净服务收入 662 亿元、占比总收入 11.5%；期间毛利率稳定在 14%-15%，净利率逐年改善至 2.1%，自由现金流 195 亿元，创历史新高。

图3 京东发展历程及收入、毛利率和净利率



资料来源：bloomberg，公司官网及招股书，腾讯网，京东黑板报公众号，海通证券研究所

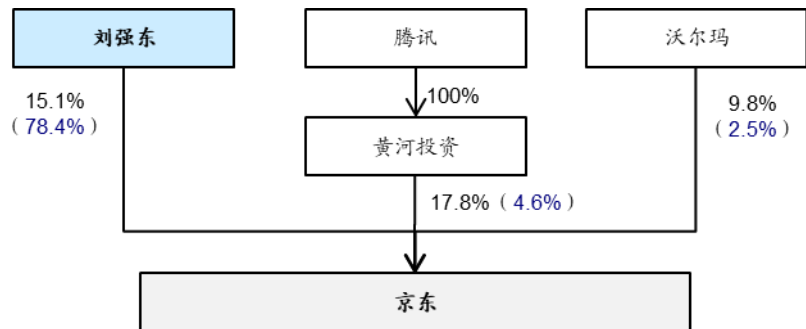
1.2 组织架构：围绕消费者需求升级，平台化、组件化、立体化

投票权高度集中，集中决策、高效执行。公司采取同股不同权设计，AB 股投票权比例为 1:20。截至 1Q2020，腾讯作为第一大股东通过全资子公司黄河投资持股 17.8%，

但投票权仅 4.6%，创始人刘强东先生持股 15.1%，投票权高达 78.4%。公司现任董事会中，刘强东为主席兼 CEO，腾讯总裁刘炽平为董事，另有 3 名独立董事，总人数上少于同业（阿里巴巴 11 名、腾讯 9 名、拼多多 6 名）。我们认为，这一设计在发展早期保障公司的集中决策和高效执行，但随着规模的扩张，也导致公司整体运营对创始人依赖度较高；因此，近年公司不断通过组织架构改革，将更多决策权下放至一线高管，持续提升运营效率。

现有高管团队 5 人，其中徐雷、王振辉分别任京东零售、京东物流 CEO。徐雷于 2009 年加入公司，先后任营销及品牌负责人、无线业务部负责人、营销及平台运营负责人，营销管理经验丰富。王振辉于 2010 年加入公司，先后任华北分公司总经理、仓储部、京东商城运营体系负责人，提出“短链、智能、共生”的物流理念。

图4 京东主要股东持股比例及投票权（2020/03/31）



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

表 1 京东董事会及管理層情况

姓名	年龄	职务	背景
刘强东	47	董事会主席兼 CEO	京东集团创始人
刘炽平	47	董事	腾讯总裁兼执行董事
黄明	56	独立董事	康奈尔大学金融学教授
谢东萤	55	独立董事	新东方董事，原新东方总裁、CFO
许定波	57	独立董事	中欧国际工商学院教授
徐雷	45	京东零售 CEO	2009 年加入，原京东商城市场营销部、无线业务部、营销体系负责人
王振辉	45	京东物流 CEO	2010 年加入，原华北分公司、仓储部、京东商城运营体系负责人
黄宣德	54	CFO	2013 年加入，原文思信息技术 CFO
许冉	43	高级副总裁，京东零售 CFO	2018 年加入，原普华永道审计合伙人
李娅云	39	首席合规官	2007 年加入，原合规部副总裁、法律团队负责人

资料来源：wind，公司招股书，海通证券研究所

2014 年以来，公司多次调整优化组织架构，结构上呈现出平台化、组件化的特征：

(1) 2015 年 8 月初次事业部改制。京东商城将原采销体系的组织架构进行事业部调整，成立 3C、家电、消费品、服饰家居四大事业部，事业部总裁向时任商城 CEO 沈皓瑜汇报；此后逐渐拓展为家电、3C 文旅、消费品、居家生活、时尚、生鲜、新通路等七大事事业部。我们认为，此次调整符合公司全品类的扩张战略，打造综合型电商平台。

(2) 2018 年 1 月成立三大事业群。公司 2016 年开始推进“授权、赋能、激活”的配套管理机制，充分授权于集团和事业部；2017 年提出“无界零售”战略，开始向“零售基础设施服务商”转型，这意味着向 B 端及 C 端客户全面开放。为了更好地对接客户，京东商城将七大事事业部以“用户”和“场景”为核心划分为三大事业群，即：大快消事业群，由生鲜事业部、消费品事业部及新通路事业部构成；电子文娱事业群，由家电事业部、3C 文旅事业部、全球售事业部构成；时尚生活事业群，由居家生活事业部、时尚事业部、TOPLIFE、拍拍二手业务部构成。此次调整后，各事业部负责人向事业群负责人汇报，事业群负责人向刘强东汇报，实现授权前移。

(3) 2018 年 12 月京东商城划分前中后台。此次调整以客户为中心，打乱之前事

业群架构，按照服务对象将商城划分为前中后台。前台直接对接客户，理解洞察客户需求，服务客户的产品创新，包括平台运营业务部、拼购业务部、7Fresh、新通路事业部及拍拍二手业务部。中台为前台业务运营提供系统化、组件化的专业能力，包括调整后的3C电子及消费品零售/时尚居家平台/生活服务三大事业群、研发部、用户体验部及市场部。后台为中前台提供保障和支持，包括CEO办公室、财务部及人力部。调整后，各部门及事业群负责人均向商城CEO徐雷汇报，进一步授权前移。

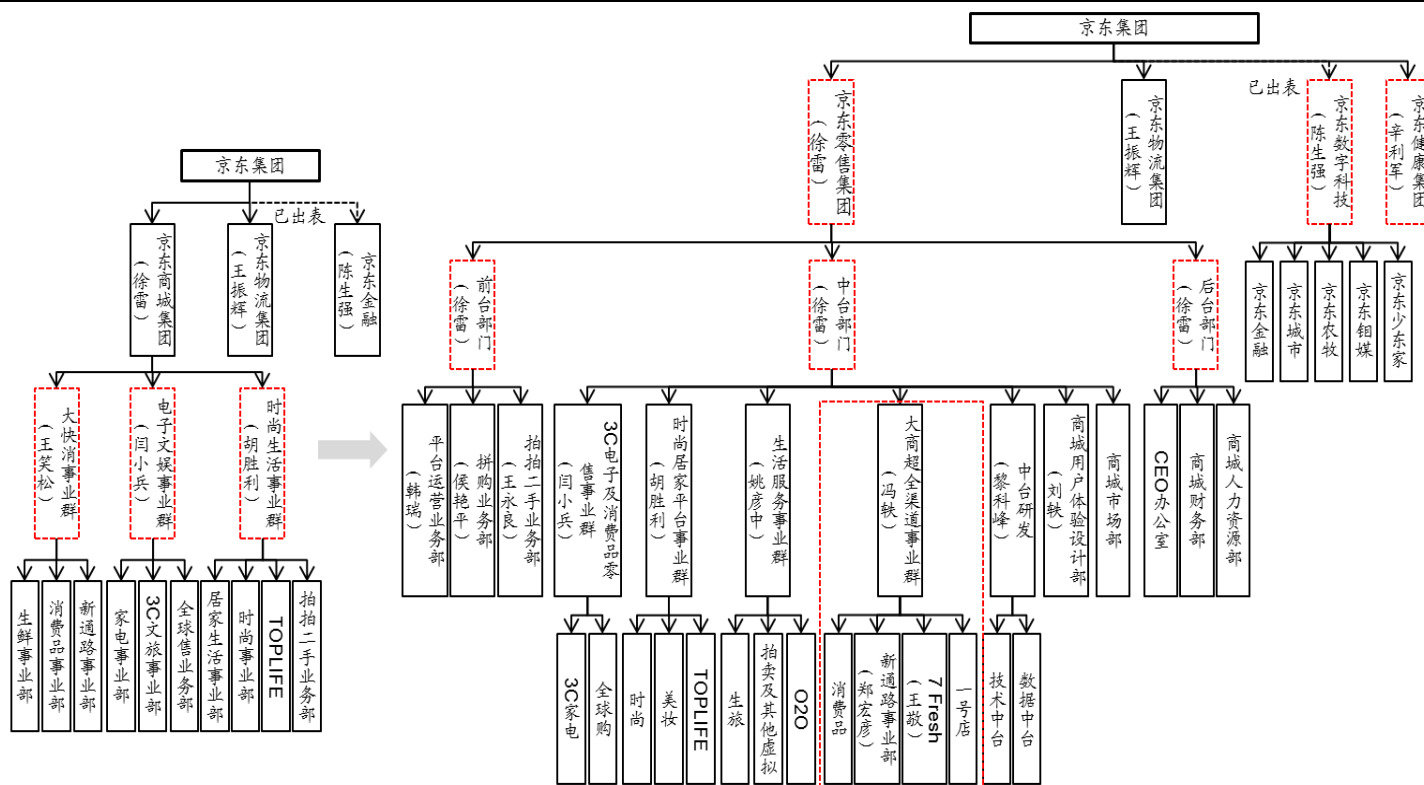
2018年9月试点“Big Boss”组织变革，将经营决策权灵活地前置到业务单元，激发组织活力；2019年中及12月，先后成立集团战略执行委员会、战略决策委员会、技术委员会，管理决策更加有效。

(4) 2020年4月新设大商超全渠道事业群。在中台下新设大商超全渠道事业群，整合1号店及原前台部门下的7Fresh、新通路事业部，并划入原3C电子及消费品事业群下的消费品事业部。我们认为，新冠疫情促进了超市行业整体的爆发式增长，以公司和阿里为代表的龙头企业纷纷加强“同城零售”布局。

2017-2019年设立四大子集团，业务架构更立体化。集团层面，2017年3月重组京东金融将其独立出表，并于2018年11月升级为数字科技集团；2017年4月独立物流子集团；2019年3月，将京东商城升级为零售集团；2019年5月京东健康集团实现独立运营。

我们认为，四大子集团的建立使业务板块更加清晰，也标志着公司生态体系日益完善，且已具备独立融资、运营和输出的综合能力；在核心零售集团的新架构下，前中后三大平台各司其职，庞大中台与灵活前台将密切合作，前台快速响应用户信息并将其反馈至中台，中台各事业群专注细分品类发展，提供组件化产品服务支持，有利于大幅提高公司市场应变能力和运营效率。

图5 京东2018年12月组织架构由三大事业群逐渐升级为四大子集团



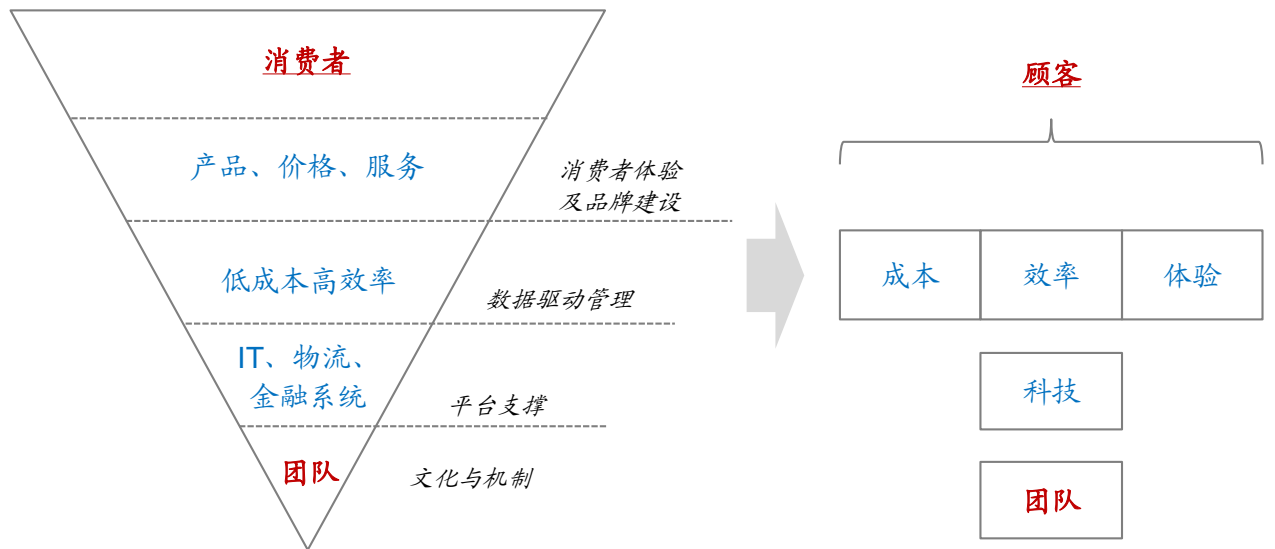
资料来源：公司官网，每经网，新京报，海通证券研究所

大规模调整组织架构的背后是其核心价值观的升级。公司在2019年报中更新了其多年保持的核心价值观，由过去的倒金字塔形变为积木形，更好地对应其内部积木组织理论。新价值观秉持客户为先的服务理念，将体验为本、成本优化、效率制胜作为核心

竞争力，以建立强大的品牌形象，团队和科技是这一优势的有力支撑。价值观最大的变化在于将过去支持公司成长的 IT、物流、金融系统拓展为科技，重点聚焦于 AI、大数据和云计算，同时将消费者（Consumer）的概念拓展为顾客（Customer）。

我们认为，核心价值观的升级体现了公司不同发展阶段对经营理念的持续深化。一方面，现有 IT、物流、金融系统等已具规模，公司进一步拓展科技含义，重视 AI 等新技术的发展；另一方面，坚定地由电商企业向零售基础设施服务商全面转型，客户群体不仅包括原有 C 端消费者，还囊括众多 B 端客户和供应商，所有需要公司产品服务的顾客都是关注的重点。一直以来，公司注重持续有质量的增长，力求以技术创新、规模经济和更好的产能利用率实现降本增效；在此理念下，公司近年零售业务利润率有效提升，且物流 2019 年实现单季盈利，带动整体盈利持续改善，规模经济的马太效应日益强化，而这反过来又能更有力的支撑新业务扩张。

图6 京东 2019 年核心价值观升级

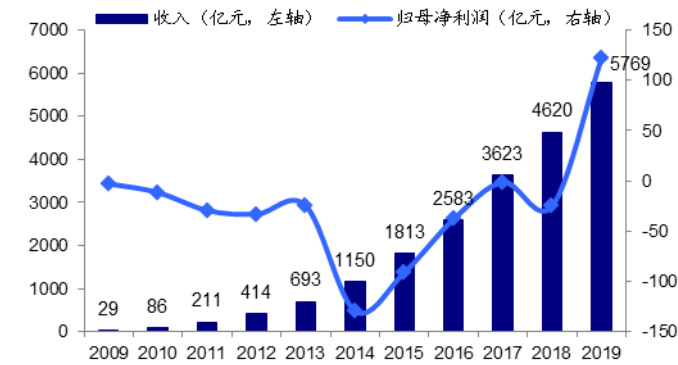


资料来源：公司 2018 年报，公司招股书，海通证券研究所

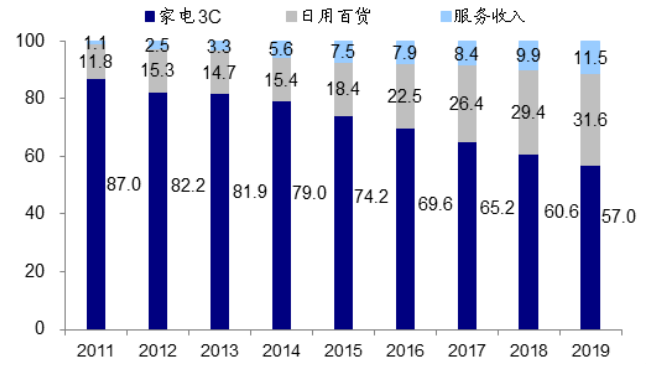
1.3 业务结构：服务占比提升，零售及新业务净利率双改善

公司 2019 年实现收入 5769 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 38%，亏损额在 2014 年后逐渐收窄，并于 2019 年实现归母净利润 122 亿元，首次 GAAP 口径盈利。

净服务收入占比稳步提升。①**零售**：2019 年零售业务收入 5107 亿元，2014-2019 年 CAGR 36%，占比总收入 88.53%，其中家电 3C 3287 亿元，占比零售收入 64.36%，日用百货 1820 亿元，占比 35.64% 不断提升，品类结构更加均衡，也有利于零售业务毛利率提升。②**服务**：2019 年佣金、推广、物流及其他服务收入 662 亿元，2014-2019 年 CAGR 59%，占比总收入持续增至 11.47%，主因物流服务业务的高速增长，2019 年物流及其他收入 235 亿元，2017-2019 年 CAGR 达 93%，开放物流战略初见成效。

图7 京东收入及 GAAP 归母净利润 (2009-2019)


资料来源: bloomberg, 海通证券研究所

图8 京东收入构成 (%) (2011-2019)


资料来源: bloomberg, 海通证券研究所

零售及新业务营业利润率双改善。公司 2019、1Q20 营业利润各 89.95 亿元、23.20 亿元，利润率各 1.56%、1.59%，近几年不断改善。其中京东零售（商城）营业利润各 137.75 亿元、44.53 亿元，利润率升至 2.49%、3.19%；新业务亏损额各 10.22 亿元、11.97 亿元，亏损率明显收窄。

表 2 京东分部门营业利润及营业利润率 (2016-1Q2020)

	2016	2017	2018	2019	1Q2020
京东商城 (百万元)	2270	4956	7049	13775	4453
利润率 (%)	0.89	1.39	1.58	2.49	3.19
新业务 (百万元)	-670	-2071	-5137	-1022	-1197
利润率 (%)	-20.33	-34.39	-35.03	-4.27	-18.16
未分配 (百万元)	-2851	-3721	-4532	-3758	-935
合计 (百万元)	-1252	-835	-2619	8995	2320
利润率 (%)	-0.48	-0.23	-0.57	1.56	1.59

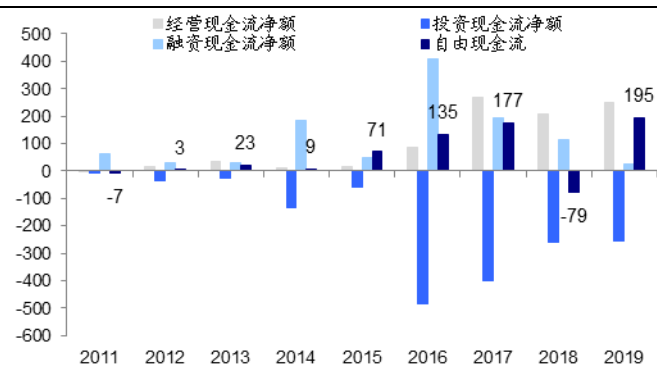
注: 新业务包括向第三方提供的物流服务、海外业务、技术创新、向物流物业投资者提供的资管服务以及出售京东智能产业发展开发的物业; 京东数科之前归为新业务, 但 2017/6/30 出表。

资料来源: 公司 2016-2019 年报, 1Q2020 季报, 海通证券研究所

高周转保障现金流, 支持扩张。2012 年以来公司经营现金流净额保持正流入, 2019 年达 248 亿元, 投资现金流净额因持续投资和扩张保持流出; 公司在 2014、2016-2018 年进行了大规模融资。自由现金流长期保持正流入, 仅 2018 年出现 79 亿元净流出, 主因 214 亿元的资本支出 (对 Capex 的具体分析参见 3.1)。公司 2011-2019 年自由现金流累计流入 525 亿元, 同期归母净利润合计亏损 251 亿元, 健康的现金流支持公司在持续亏损情况下保持扩张, 以追求规模经济。

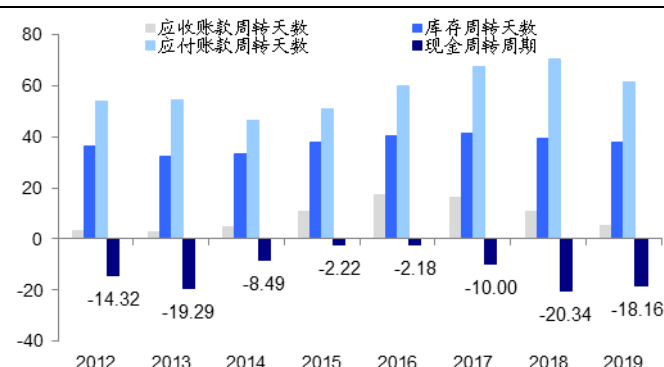
我们认为, 现金流的稳健充分体现了公司强大的供应链效率及议价能力。作为国内最大的自营电商平台, 庞大的集采规模使公司对供应商保持强势地位, 应付账款周转天数保持 45 天以上, 2019 年达 61.42 天, 同时将下游企业和消费者应收账款周转天数压缩至 2019 年 5.47 天, 并依靠高效仓储物流管理, 将库存周转天数降至 40 天以下, 2019 年为 37.79 天 (A 股一般零售企业中位数 46 天)。高周转使得现金周转周期始终为负, 2019 年为 -18.16 天, 优化运营效率的同时有效支持现金流持续流入。

图9 京东现金流量 (亿元, 2011-2019)



资料来源: bloomberg, 海通证券研究所

图10 京东运营效率指标 (天, 2012-2019)



资料来源: bloomberg, 海通证券研究所

成功孵化四只独角兽, 全面开放赋能。公司 1Q20 财报公布, 旗下京东工业品完成 2.3 亿美元 A 轮融资, 投后估值达 21.5 亿美元, 远超同类企业。此前公司已将京东物流、京东数科、京东健康独立运营, 物流 2018 年 2 月投后估值为 134 亿美元、数科 2020 年 6 月投后估值 292 亿美元、健康 2019 年 11 月投后估值 69 亿美元; 2020 年 6 月, 公司将京东数科的利润分成权转换为 35.9% 股权, 并出资 17.8 亿元增持 0.9% 至 36.8%, 同时刘强东先生再次担任京东数科董事长。

表 3 京东旗下四只独角兽估值和概况

子集团	成立时间	最新融资阶段	融资时间	投后估值 (亿美元)	董事长	CEO
京东物流	2017 年 4 月	A 轮: 25 亿美元 (18.6%)	2018 年 2 月	134	-	王振辉
京东数字科技	2018 年 11 月	17.8 亿人民币 (0.9%)	2020 年 6 月	292	刘强东	陈生强
京东健康	2019 年 5 月	A 轮: 9.31 亿美元 (13.5%)	2019 年 11 月	69	徐雷	辛利军
京东工业品	2020 年 4 月	A 轮: 2.3 亿美元 (10.7%)	2020 年 4 月	21.5	-	-

资料来源: 公司官网, 公司 2019 年报, 20200626 公告, 京东黑板报公众号, 天眼查, 海通证券研究所

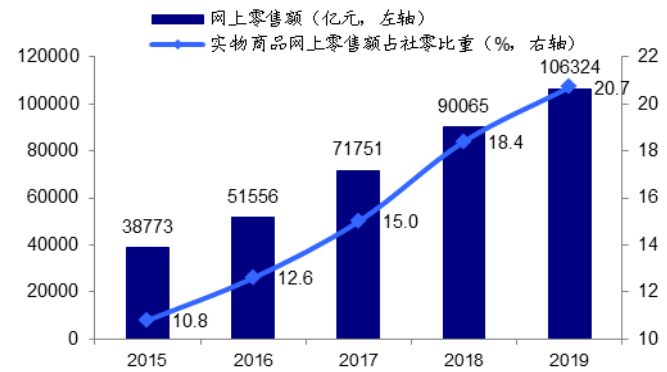
2. 零售: 围绕“规模、成本和效率”, 提升用户体验

2.1 行业: 电商龙头快速成长, 抢占低线红利

我们对阿里、拼多多、京东三大电商龙头选取 GMV、用户数及货币化率等核心指标做比较分析: ①无论以是 GMV 还是包裹数计, 中国电商市场三足鼎立的格局基本形成; ②由于拼多多仍在快速成长期且用户数直逼阿里, 以及京东用户数增速回升, 我们预计三者用户重合度将进一步提高, **其中阿里、京东近年加码下沉市场且成效显著, 70% 新增用户来自低线, 两者均有进一步的挖潜空间;** ③京东近年货币化率显著提升主要由物流服务贡献, 3P 佣金率维持 4%-4.5% 之间 (天猫 2.2%-2.4%); 拼多多在 0 佣金政策下, **在线营销费率已与阿里的推广费率持平, 预计短期货币化率提升空间有限; 长期来看若逐步强化佣金政策, 对标阿里仍有约 1pct 的空间。**

(1) 份额: 综合电商三足鼎立。2019 年我国网上零售额 10.63 万亿元, 同比增长 16.5%, 实物商品网上零售额 8.52 亿元, 占比社零总额 20.7%; 受肺炎疫情影响, 2020 上半年实物商品网上零售额占比进一步提升至 24.3%。从用户数来看, 据 CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》, 截至 1Q20 末, 我国网民规模达 9.04 亿人, 其中网购用户 7.1 亿人, 使用率升至 78.6%。

从竞争格局来看, 综合电商三大巨头鼎立的局面基本形成。①GMV: 我们测算, 若不考虑非支付订单和刷单等对公司 GMV 的影响, CR3 2019 年超 90%; 若进一步假设实际支付的真实订单整体占比 GMV 60%-70%, 则 CR3 约 55%-65%。其中, 阿里 2020FY GMV 为 6.6 万亿元, 占比全国网络零售额 61.97%, 虽近年下降, 但领先优势仍然显著; 京东 2.1 万亿元居第 2, 市占率由 2015 年 15.23% 持续升至 19.61%; 拼多多迅速崛起, GMV 达 1 万亿元, 市占率两年内增 7.5pct 至 9.47%。

图11 网上零售额及实物商品网售占社零比重 (2015-2019)


资料来源: wind, 海通证券研究所

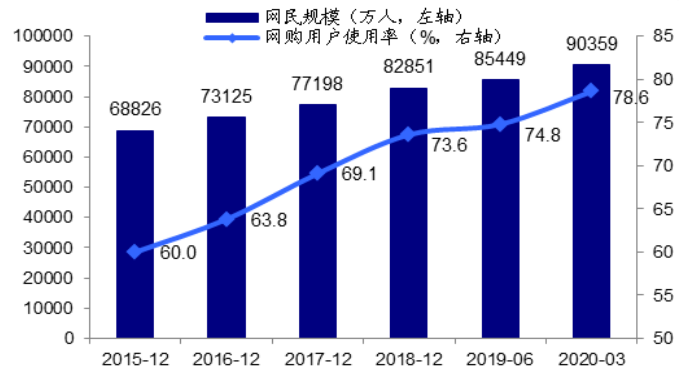
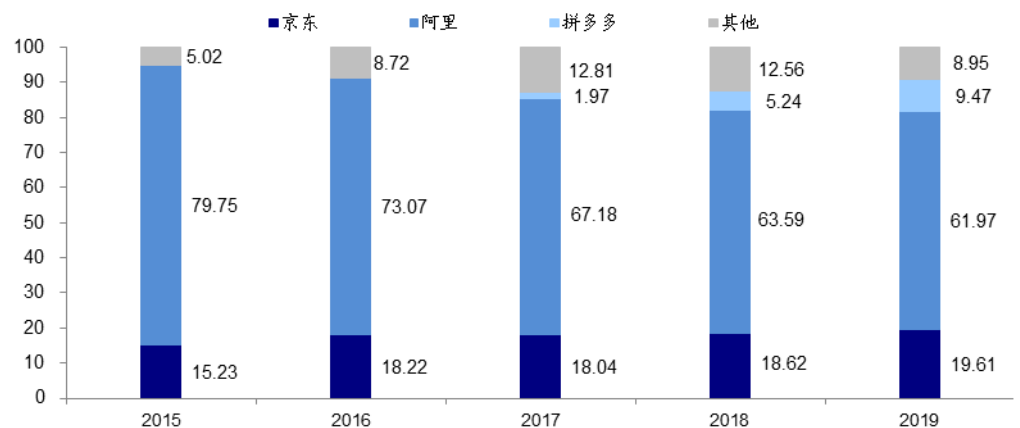
图12 网民规模及网购用户使用率 (2015-1Q2020)

 注: 使用率=网购用户规模/网民规模
 资料来源: CNNIC, 海通证券研究所

图13 京东、阿里、拼多多网上零售额市占率 (% , 2015-2019)


注: 阿里为 2016-2020FY 中国零售市场 GMV 数据, 市占率=GMV/当年网上商品和服务零售额, 且不考虑非支付订单和刷单等对公司 GMV 的影响。

资料来源: 各公司财报, 国家统计局, 海通证券研究所

②包裹数: 总量上, 据国家邮政局统计, 全国快递业务量 2019 年为 635 亿件, 同比增长 25%, 2020 年上半年约 340 亿件, 同比增长超 22%。2020 年 5 月以来, 拼多多日均在途包裹超 6500 万, 较 3 月份的 5000 万个增长 30%; 同时, 菜鸟宣布 2020 年 3 月菜鸟和通达系全网日均包裹超 2 亿, 较 2 月翻番, 其中淘系超过其他电商总和。

我们结合 2018-19 年拼多多订单数和菜鸟合作伙伴四通一达业务量, 以及相关假设对拼多多和淘系平台的包裹份额做下测算: 2019 年拼多多包裹数占全国约 25%、淘系占比约 36%, 两者均较 2018 年提升 5-10pct, 合计占比由 50%左右增至 60%-65%; 假设 2020 年拼多多、淘系日均包裹数各 6000 件、8000 件, 全国快递业务量增长约 22% 至 770 亿件, 则对应两大平台占比全国包裹数有望超 65%, 行业集中度将进一步提升。

表 4 全国快递业务量、拼多多及淘宝平台包裹数测算 (2018-2020E)

	2018	2019	2020E	假设及备注
全国快递业务量 (亿件)	507	635	770	国家邮政局预计全年完成快递业务量 740 亿件目标
全国日均包裹数 (亿件)	1.4	1.7	2.1	
拼多多包裹量 (亿件, 估计)	89	158	221	假设实物订单占比 85%、2020 年订单数增长 40%
占比全国	17.5%	24.8%	28.7%	
拼多多日均包裹数 (亿件)	0.24	0.43	0.60	5 月以来日均在途包裹数超 6500 万个
菜鸟包裹量 (亿件)	328	462	584	
占比全国	64.7%	72.8%	75.8%	菜鸟和通达系承担全国每天约七成快递业务配送
菜鸟日均包裹数 (亿件)	0.90	1.27	1.60	
淘系包裹量 (亿件)	164	231	292	假设淘系占比菜鸟 50%
占比全国	32.3%	36.4%	37.9%	
淘系日均包裹数 (亿件)	0.45	0.63	0.80	

拼多多+淘系占比全国 49.9% 61.2% 66.6%

资料来源：中国邮政局，新京报，电商报，海通证券研究所

考虑到三者增长趋势和流量策略，我们预计拼多多和阿里未来三年市占率将延续现有（各提升、放缓）趋势，但幅度或将放缓，京东通过继续拓展平台和站外流量（比如与快手合作），市占率有望稳中略升。我们认为，电商行业用户红利尤其是高线城市已接近尾声，低线城市的电商渗透率随着近年拼多多、快手等快速下沉也已显著提升。考虑到居民线上消费习惯仍在强化，以及网购形式（比如直播）和品类（比如生鲜）的不断丰富，预计转化率和 ARPU（购物频次 x 客单价）将成为行业未来的主要驱动力，而不同模式的电商平台在用户数增长空间和交易效率提升上也有各自的侧重和差异。

（2）用户数：拼多多与阿里的差距不到 1 亿，京东仍有较大渗透空间

在阿里/拼多多/京东的 GMV 市场份额各 62%/20%/9%，1Q20 末年度活跃用户数各 7.26 亿/6.28 亿/3.87 亿人，用户增速各 11%/42%/25% 的格局和趋势下，我们预计拼多多用户数有望赶超阿里（对应的用户重合度将进一步提升），而京东年度活跃用户仅占比全国网购用户 55%，未来仍有较大渗透空间（特别是低线市场和女性用户）。

阿里：中国零售业务（淘宝及天猫）在用户规模及人均消费方面均处于绝对领先，但高基数上增速较低。2020FY（截至 2020/3/31）活跃用户达 7.26 亿，为京东（2019 年，下同）2 倍，2011 年以来 CAGR 为 25%；人均 GMV 达 9076 亿元，为京东 1.6 倍，2011 年以来 CAGR 与京东同为 7%，我们认为人均 GMV 增速较慢与品类结构（比如低客单商品占比增加）和市场结构（比如低线占比增加）等的变化有关。两者共同驱动阿里 2020FY GMV 达 6.59 万亿元，约京东 3.2 倍，2011 年以来 CAGR 为 33%。

拼多多：以社交+电商模式在下沉市场快速崛起，而后通过持续营销和百亿补贴快速向高线市场渗透，2019 年活跃用户达 5.85 亿人，1Q20 进一步增至 6.28 亿人且增长超 40%，与阿里 1Q20 末的差距缩小至不到 1 亿人；得益于百亿补贴和品牌结构升级，人均 GMV 两年内增长近 2 倍至 1720 元；2019 年 GMV 突破万亿大关且增速超 100%，体量约京东一半。

京东：2019 年活跃用户数增长 18.6% 至 3.62 亿，同比增加 5700 万，2011 年以来 CAGR 为 52%，1Q20 同比增长 25% 至 3.87 亿人，环比 4Q19 增加 2500 万人；2019 年人均消费额增长 5% 至 5761 元，2011 年以来 CAGR 为 7%；两者共同驱动 2019 年 GMV 达 2.09 万亿元，2011 年以来 CAGR 为 63%。

表 5 京东、淘宝、天猫、拼多多 GMV、用户数及人均 GMV（2011-1Q2020）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1Q2020
GMV (十亿元)	京东	42	94	160	332	591	939	1295	1677	2085	
	yoy (%)		124.16	71.21	107.33	77.79	59.02	37.83	29.54	24.36	
	阿里	663	1077	1678	2444	3092	3767	4820	5727	6589	
	yoy (%)		62.35	55.80	45.65	26.51	21.83	27.95	18.82	15.05	
	拼多多							141	472	1007	
	yoy (%)								233.99	113.44	
年活跃买家 (百万人)	京东	13	29	47	91	155	227	293	305	362	387
	yoy (%)		134.40	61.77	91.14	71.08	46.19	29.08	4.38	18.57	24.77
	阿里	12	172	255	350	423	454	552	654	726	
	yoy (%)		39.84	48.26	37.25	20.86	7.33	21.59	18.48	11.01	
	拼多多							245	419	585	628
	yoy (%)								70.96	39.83	141.69
人均 GMV (元/人)	京东	3340	3194	3380	3667	3810	4145	4426	5493	5761	
	yoy (%)		-4.37	5.83	8.47	3.92	8.78	6.78	24.11	4.88	
	阿里	5393	6262	6580	6983	7310	8297	8732	8757	9076	
	yoy (%)		16.10	5.09	6.12	4.68	13.51	5.24	0.29	3.64	
	拼多多							577	1127	1720	
	yoy (%)								95.37	52.64	

注：阿里 GMV 为截至次年 3 月 31 日财年。

资料来源：各公司财报，海通证券研究所

下沉市场需求释放，农村网络零售额 2014-19 年 CAGR 57%。中国一二线城市约 50 个，三四五线城市近 300 个，此外还有约 3000 个县级区划和近 4 万个乡镇级区划；据 2018 年《中国城市统计年鉴》，三线及以下城市的人口 9.56 亿、占比 74%，根据 36 氪援引 Quest Mobile《中国移动互联网 2018 年度大报告》，三线及以下城市月活跃设备达 6.18 亿。

在一二线城市用户逐渐饱和之际，低线市场仍有较大空间，“小镇青年”、“农村网民”有望成为新增用户来源，一方面他们具有较强的接受新鲜事物和追逐时尚的心理，另一方面也有较多空闲时间且生活成本较低，可支配收入的增加正逐渐释放其购物需求。据商务部数据，农村网络零售额由 2014 年的 1800 亿增至 2019 年的 1.7 万亿，CAGR 为 57%，而 2015-2019 年网上零售总额 CAGR 为 29%。过去几年，行业已充分认识到下沉市场的巨大增长潜力，用户及市场竞争日渐剧烈。

京东用户以 1-2 线/年轻白领/男性为主。据极光大数据《2018 年电商行业研究报告》，截至 2018 年 11 月：①性别：京东男性用户占比 58.3%，远超其他三个平台；②年龄：26-35 岁的年轻用户占比过半；③学历：35.3%的京东用户接受过本科及以上教育，四大平台中最高；④区域：京东一线及新一线用户占比合计 42.4%，高于淘宝的 34%、天猫的 39.1%和拼多多的 29.2%；京东一、二线用户占比 61%，与天猫（59%）最接近，高于淘宝（54%）、拼多多（48%）。

综合来看，京东现有用户集中在一、二线城市的年轻白领群体，且以男性为主；而阿里内部由于分层设计，天猫用户结构更接近京东，但以女性为主，淘宝则相对下沉，用户结构更均衡；拼多多近年凭借“百亿补贴”由低线向高线市场渗透的成效显著。我们预计，随着阿里和京东下沉，而拼多多继续向上，三者用户数的重叠度将越来越高，且用户结构也均将更多元化。

阿里、京东下沉初见成效，超 70%新增用户来自低线。京东 2016 年上线拼购，2018 年成立拼购业务部，2019 年 10 月升级为“京喜”，将其接入微信一级入口。京喜基于社交电商模式，拥有微信购物、小程序、APP、手 Q 购物、京喜 M 站、粉丝群六大流量入口，通过拼团抢购、分享砍价、返现、直播等方式销售，同时向商家开放供应链管理服务，严格把关商品品质，主打“低价不低质”。公司 4Q19 新增用户 2760 万人，其中超 70%来自三至六线城市，1Q20 新增用户 2500 万，连续两个季度较快增长，下沉战略初见成效。此外公司 2020 年 4 月推出京东极速版，作为主站商品下沉平台。

同时，阿里近年也积极下沉。2019 年 1 月重新将聚划算从天猫中独立，并合并淘抢购和天天特卖，聚划算主打品牌下沉、淘抢购主打限时抢购、天天特卖面向产业带工厂，共同发力下沉市场。2020 年 3 月，阿里上线淘宝特价版，主攻 C2M 商品定制。截至 1Q20 阿里在欠发达地区的用户覆盖率为 40%，2020FY 新增用户中超 70%来自欠发达地区，我们预计阿里下沉市场的覆盖率将继续提升。

表 6 京东、淘宝、天猫、拼多多用户画像 (%)

		京东	淘宝	天猫	拼多多
性别	男性	58.3	45.8	36.4	48.7
	女性	41.7	54.2	63.6	51.3
年龄	15 岁以下	1.0	1.3	1.3	3.3
	16-25 岁	35.3	43.3	32.9	40.6
	26-35 岁	50.3	42.9	49.9	42.4
	36-45 岁	10.7	9.9	11.9	10.6
	46 岁以上	2.7	2.6	4.0	3.1
学历	初中及以下	7.7	12.7	8.1	18.0
	高中/中专/技校	26.1	33.5	26.8	34.8
	大专	30.9	27.4	31.4	26.3
	本科及以上	35.3	26.4	33.7	20.9
区域	一线	19.9	13.9	17.6	11.8
	新一线	22.5	20.1	21.5	17.4
	二线	18.7	20.0	19.7	18.6
	三线	17.6	20.1	18.7	21.3
	四线及以下	21.3	25.9	22.5	30.9

资料来源：极光大数据《2018 年电商行业研究报告》，海通证券研究所

表 7 京东、阿里下沉战略对比

	京东	阿里
下沉工具	京喜+主站	聚划算、淘宝特价版
上线时间	2019年10月、2020年4月	2019年1月、2020年3月
相应调整	2019.10: 京东拼购升级为京喜, 接入微信一级入口; 2020.04: 推出京东极速版。	2019.01: 重启聚划算, 从天猫中独立, 成立大聚划算事业部; 2020.03: 推出淘宝特价版。
取得效果	4Q19 超 70% 新增用户来自三至六线城市; 2020 年 618 期间 C2M 京品冰箱、空调、电视成交额占比环比增 3 倍以上。	截至 1Q20, 欠发达地区用户覆盖率达到 40%, 2020FY 超 70% 的新增活跃消费者来自欠发达地区; 2020 年 3.8 女王节期间天猫 C2M 定制产品订单量同比增超 370%。

资料来源: 京东官网, 阿里 2020 财报, 京东黑板报公众号, 天猫发言人公众号, 同花顺援引北京商报, 新华网, 搜狐网, 凤凰网援引驱动之家, 海通证券研究所

(3) 货币化率: 京东物流社会化已有显著贡献, 拼多多短期提升空间有限

从货币化率来看, 2019 年京东约 7%、阿里 3.7%、拼多多 3%, 且各家近年均呈提升趋势; 与 2017 年相比, 京东和拼多多 2019 年各增加 1.7pct、1.8pct, 阿里略增 0.4pct。

阿里: 近年货币化率呈小幅提升趋势, 2020FY 仅略增 0.12pct, 我们认为主要是由于外部经济环境转弱和竞争加剧、更多战略性品牌享有优惠扣点, 以及阿里自营业务占比提升(国内零售中“其他”业务收入占比 2020FY 达 17%, 而 2018FY 仅 6%)。我们进一步拆分客户管理(广告营销)和佣金, 其中推广费率维持小幅提升趋势至 2.7%, 是货币化率提升的主要驱动力, 而天猫佣金率在 2.1%-2.5% 之间波动; 若分平台, 我们测算天猫考虑推广服务和佣金的货币化率在 5%-7%。

拼多多: 商家免费入驻, 仅需缴纳 1000-10000 元的保证金即可开店, 不收取佣金。我们测算, 拼多多近年货币化率的提升主要来自在线营销(即推广收入), 也体现了越来越多品牌商的入驻贡献, 来自交易服务的手续费率维持在 0.3%-0.4%。考虑到 2018-19 年拼多多在线营销费率已与阿里推广费率持平, 预计其在继续推行 0 佣金的政策下, 货币化率提升空间有限; 长期来看若逐步强化佣金政策, 则对标阿里有 1pct 左右的空间。

京东: 我们测算, 公司货币化率 2018-19 年显著提升主要得益于物流服务的社会化: 其中, 物流及其他服务费率 2019 年同比增加 0.81pct 至 2.4%, 贡献度增至 35%, 佣金及推广费率自 2016 年 4.2% 小幅增至 4.4%。向后看, 我们预计在当前竞争环境下, 公司货币化率短期大幅提升的可能性不大, 可能呈现基本稳定或小幅提升的态势。

一方面, 虽然社会化服务的继续深化有利于进一步提升货币化率, 但以优惠扣点获取站外流量又可能在一定程度上拉低货币化率(比如公司 2020 年 7 月 1 日公布新政: 商家从抖音、快手、斗鱼等 10 个视频平台导流并形成的 CPS 订单统一按照 1% 收取扣点), 公司在规模和盈利之间依然存在均衡考量。

另一方面, 从 3P 平台的货币化率来看, 公司近年稳定在 4%-4.5% 之间, 虽然对标天猫(估计 5%-7%) 仍有一定提升空间, 但考虑到天猫在服装和化妆品两个高货币化率核心品类的绝对优势, 预计未来无论是京东还是拼多多, 在中期甚至长期内均难以赶超, 即难以实现天猫同等水平的高货币化率水平。

表 8 京东、阿里、拼多多货币化率及拆分测算(%, 2011-2019)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
阿里									
货币化率	1.92	2.40	2.49	2.40	2.53	2.96	3.34	3.62	3.74
推广费率	1.48	1.83	1.77	1.53	1.69	2.06	2.37	2.54	2.66
天猫佣金率		2.44	2.38	2.50	2.13	2.18	2.18	2.37	2.22
拼多多									
货币化率							1.23	2.78	2.99
推广费率(在线营销)							0.86	2.44	2.66
交易服务(支付手续费)							0.38	0.34	0.33
京东									
货币化率						4.99	5.19	6.01	6.86
佣金及推广费率						4.19	4.32	4.39	4.43
物流及其他服务费率						0.80	0.87	1.62	2.43

资料来源: 各公司历年财报, 海通证券研究所

目前京东开放平台向商家提供四种入驻方式，分别是 SOP (Sale On POP)、FBP (Fulfillment By POP)、LBP (Logistics by POP) 和 SOPL (Sales on POP Logistics)。其中 SOP 模式下，商家进行商品信息上传、展示、咨询回复、销售、发票开具、物流配送及售后服务，是最接近淘宝天猫店铺的模式，同时京东将自身物流体系向商家开放，商家可根据需要选择是否将商品入仓；FBP 模式下，商家仅负责信息上传、咨询回复和推广宣传，京东负责提供仓储物流服务，并开具发票，与自营模式最接近。LBP 和 SOPL 介于上述两种模式之间，商家均需在下单后将商品打包送至京东仓库/分拣中心，由京东物流完成配送，不同在于 LBP 模式下由京东开具发票，SOPL 模式下则由商家开具发票。

以 SOP 为例，京东商家需每月缴纳 1000 元的平台使用费，并根据销售额的一定比例缴纳扣点。相比之下，淘宝开店免费，天猫店铺需缴纳 3 万元或 6 万元的软件服务年费，在销量达标情况下可获 50%-100% 的折扣减免，同样需要按照销售额比例缴纳扣点。由于京东向平台商家开放物流、运营等能力，对同类商品征收的扣点普遍高于天猫。

表 9 京东、天猫、拼多多主要品类扣点及平台使用费/软件服务费

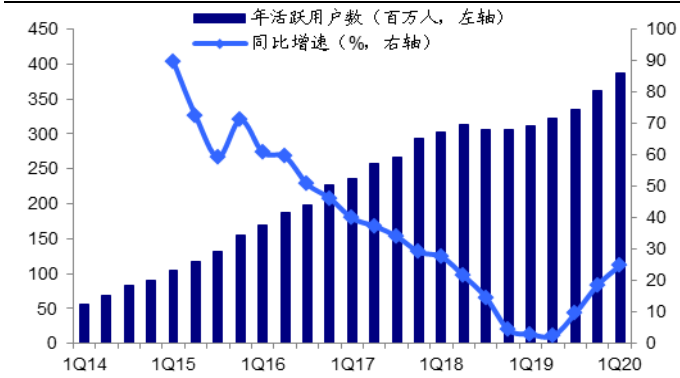
品类	京东 (SOP)			天猫		拼多多
	扣点	平台使用年费	保证金	扣点	软件服务年费	
服饰、鞋类、箱包	8%	1.2 万	3 万	5%	3 万-6 万	0 佣金，只需缴纳 1000-10000 元保证金
运动户外	5%-8%	1.2 万	3 万	2%-5%	6 万	
珠宝	1%-10%	1.2 万	3 万-5 万	5%	6 万	
化妆品	4%-6%	1.2 万	5 万-10 万	4%-5%	3 万	
家装、家具、家纺	2%-8%	1.2 万	3 万-10 万	2%-5%	3 万-6 万	
图书音像	6%	1.2 万	3 万-5 万	2%-10%	3 万	
汽车用品	2%-7%	1.2 万	5 万	2%-3%	3 万	
居家日用	3%-8%	1.2 万	3 万	2.5%-5%	3 万-6 万	
母婴	2%-8%	1.2 万	3 万-10 万	5%	3 万-6 万	
食品饮料、生鲜	3%-5.5%	1.2 万	2 万-10 万	2%	3 万	
医药保健	3%-10%	1.2 万-1.98 万	5 万	3%-4%	3 万	
3C 数码	2%-10%	1.2 万	3 万-20 万	2%	3 万	
家电	3%-8%	1.2 万	5 万-10 万	2%-5%	3 万	

资料来源：各公司官网，海通证券研究所

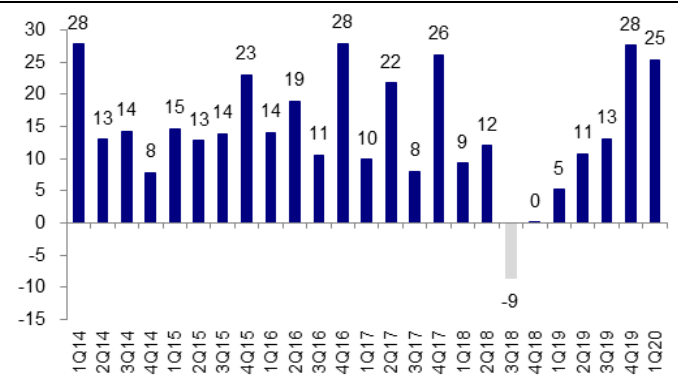
2.2 线上：丰富品类和商家、加强下沉，用户数重拾成长

用户作为电商最核心的经营指标，公司自成立以来就一直围绕做大规模、降低成本、提升效率，来持续优化用户体验。从用户数增长趋势来看，公司 2Q18 以前年活跃用户同比增速均超 20%，3Q18 首次出现季度环比下降，同比增速逐渐降至 10% 以下，4Q19 以来下沉战略加码以及 1Q20 疫情突出自营物流优势，用户增速反弹至 18.6%、24.8%，且环比各新增 2800 万人、2500 万人，1Q18 以来单季新增用户数再次突破 2000 万人，标志着公司用户数增长重新步入快车道。

我们认为，公司 2007 年确立了拓展全品类和自建物流的两大战略，保障了 2007-2017 年第一轮的效率型成长，其领先且独特的用户体验也构建了足够强势的竞争壁垒，且从目前竞争格局来看，其物流优势几乎不具备可复制性；而公司 4Q19-1Q20 用户增速触底回升，则体现 2018 年以来组织架构调整、开放赋能和 2019 年以来下沉战略的共同成效，我们预计未来随着公司以主站、1 号会员店、Farfetch 等多平台巩固高线市场，以京喜+京东极速版双轮下沉，以及与快手、国美等战略合作，有望共同构建第二轮效率型成长的驱动力，并结合已有体验优势继续增强用户粘性。

图14 京东各季度年活跃用户数及增速 (1Q14-1Q20)


资料来源：公司 1Q14-1Q20 季报，海通证券研究所

图15 京东各季度年活跃用户数的变动 (百万人, 1Q14-1Q20)


资料来源：公司 1Q14-1Q20 季报，海通证券研究所

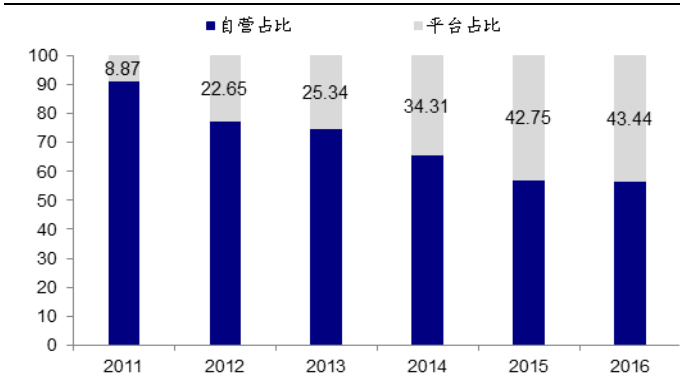
(1) 第一轮成长驱动：扩品类、由 1P 向 3P 均衡，提高购物频次和毛利率

京东最早主营光磁代销业务，2004 年转型电商后，主要产品以 3C 为主。2008 年上线电视、空调、冰洗等大家电，完成 3C 家电产品线的搭建；2010 年上线图书，而后陆续上线食品、服饰、美妆个护，转型综合平台，目前已形成 55 项大类。我们认为，品类拓展和开放平台是公司历年 GMV 和收入高速增长的重要驱动，一方面有利于优化用户结构（提升女性用户占比）以及购物频次，另一方面有利于提升毛利率。

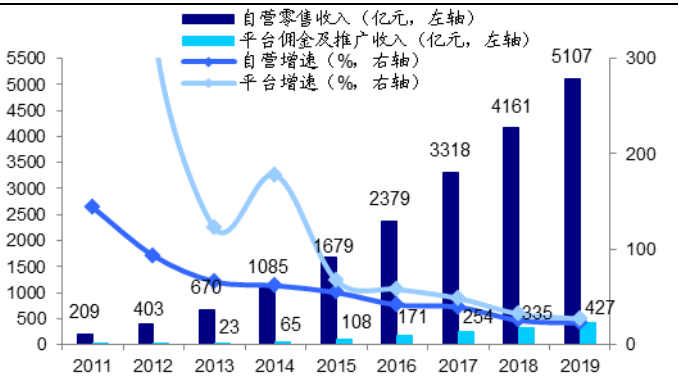
从 GMV 来看，①分模式，2010 年 12 月京东开放平台正式运营，2011 年实现 GMV 29 亿元，2016 年增至 2859 亿元，5 年 CAGR 为 150%；平台占比总 GMV 由 8.87% 升至 43.44%，其中 2014 年因收购 QQ 网购和拍拍网，平台占比显著提升 9pct。公司 2017 年以后不再披露 GMV 结构，我们估计平台占比过去三年仍略有提升至 45% 左右。②分品类，日用百货由 2011 年 65 亿增至 2016 年 3304 亿元，5 年 CAGR 为 119%，GMV 占比由 20% 提高至 50%，同期 3C 家电 CAGR 为 66%。

从收入来看，公司收入包括“零售收入”和“净服务收入”，后者除“佣金及推广”外，从 2015 年开始纳入了“物流及其他服务收入”。如 1.3 所述，净服务收入占比近年迅速提升，2019 年达 661.55 亿元占比 11.47%。

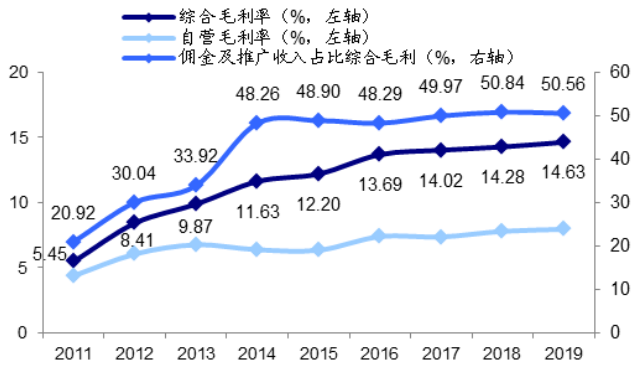
开放平台丰富了公司品类结构，有效提升了用户粘性，特别是老用户的复购率。公司始终将用户体验放在首位，产品质量上无论自营还是平台，均保证正品并进行抽检确保质量，服务上自建物流体系，物流仓配一体服务订单中当日达和次日达的占比超过 91%。据极光大数据《2018 年电商行业研究报告》，用户对京东的净推荐值达 21.8%，位居主要平台首位，高于淘宝的 20.5%、天猫的 20.1% 及拼多多的 1%。公司已积累一批高忠诚度用户，十年老用户年购买次数由 2009 年 4.4 次提高至 2018 年 31.5 次。

图16 京东自营及平台 GMV 占比 (%)，2011-2016)


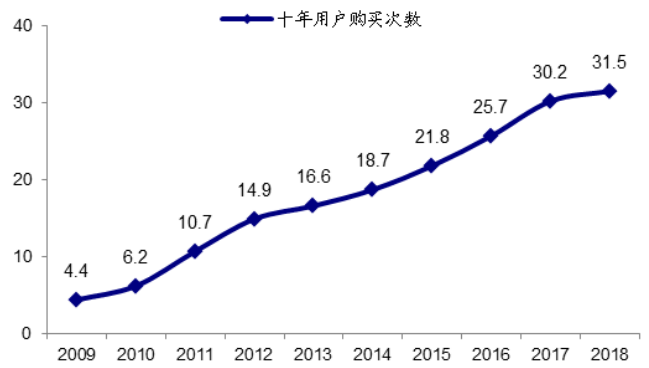
资料来源：公司招股书及各年年报，海通证券研究所

图17 京东自营、平台收入及增速 (2011-2019)


资料来源：公司招股书及各年年报，海通证券研究所

图18 佣金及推广收入显著贡献毛利率提升(%, 2011-2019)


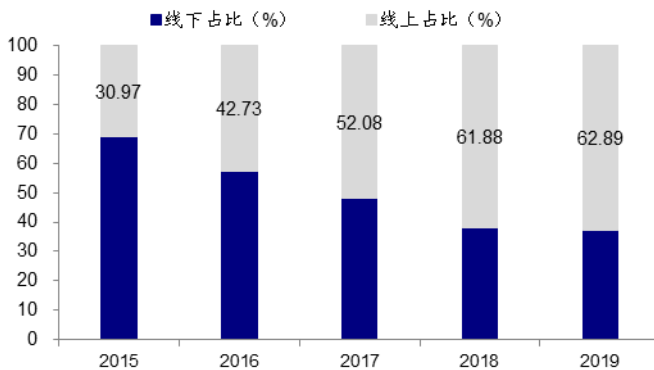
注：自营毛利率为测算值。
资料来源：公司招股书及各年年报，海通证券研究所

图19 京东十年用户购买次数(次, 2009-2018)


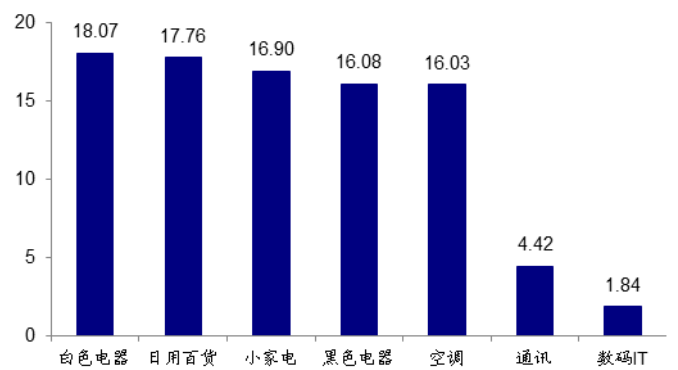
资料来源：公司 2018 年年报，海通证券研究所

更均衡的业务和品类结构，带动 1P 和综合毛利率均提升。公司综合毛利率由 2011 年 5.45% 增至 2019 年 14.63%，一方面来自零售业务的规模效应和日用百货占比增加，驱动 1P 毛利率持续提升，我们测算 2019 年约 8%；另一方面来自高毛利率的净服务收入占比提升，测算 3P 毛利率超 60%，其中近年物流及其他服务收入占比的快速提升对此部分毛利率有所拉低。

1P (零售收入)：从收入结构来看，日百由 2011 年 25 亿增至 2019 年 1820 亿，8 年 CAGR 为 71%，同期 3C 家电 CAGR 为 43%，日百在 1P 收入中占比由 12% 提高至 36%，1Q20 受疫情影响进一步升至 40%。从毛利率来看，参考苏宁 2019 年分品类数据，日用百货毛利率明显高于 3C 产品，普遍高于家电类产品。日用百货占比的提升推动京东 1P 毛利率由 2011 年的 4%-5% 升至近年和 7%-8%。截至 2019 年底，公司采购的供应商达 2.4 万家，且并无单一供应商供货金额占比超 10%。

图20 苏宁线上/线下 GMV 占比(%, 2015-2019)


资料来源：苏宁 2015-2019 年报，海通证券研究所

图21 苏宁 2019 年分品类毛利率(%)


资料来源：苏宁 2019 年报，海通证券研究所

3P (净服务收入)：佣金推广贡献 50% 毛利，物流社会化提升货币化率。其中，平台佣金及推广收入由 2011 年 2.41 亿元增长至 2019 年的 426.8 亿元，CAGR 达 91%，占比总收入增至 7.4%，占比总毛利近年稳定在 50%，为驱动业绩增长的关键因素；此外，公司 2012 年向第三方商家开放物流服务，物流及其他服务收入 2019 年增长 89.63% 至 234.74 亿元，成为驱动整体货币化率由 2016 年的约 5% 逐年提升至 2019 年的 7% 的主要因素。

对应的，公司开放平台商家数持续增长，2019 年增长 28.6% 至 27 万；我们测算，单个商家贡献的佣金及推广收入近三年稳定在 17.5-18 万元，略有提升。即公司近年佣金和推广收入的增长主要来自平台商家数的增长，预计随着公司分产品线继续巩固高线市场、加大下沉低线市场，商家数仍有较大增长空间 (v.s. 天猫约 31 万、拼多多 2019 年底 510 万)，特别是低线市场，但京喜较低的佣金政策 (0.6%) 或在一定程度上拉低单个商家的收入贡献。

图22 京东平台入驻商家数及增速 (2013-2019)


资料来源：公司招股书及各年年报，海通证券研究所

图23 京东高线、低线市场主要子产品线


资料来源：公司官网及APP，海通证券研究所

(2) 第二轮成长驱动：多平台深耕高线，双轮驱动加大下沉

(A) 高线市场：多平台全方位服务中高端用户。公司用户结构以一二线白领为主，且结合自营、投资、合作等方式搭建多个平台，吸引留存高线用户，主要包括：

PLUS会员增强粘性，国际购满足高端品质需求。2015年10月推出高级付费会员计划京东 Plus，“京典卡”价格149元/年，可享受部分商品专享优惠价、每月全品类100元优惠券、每年360元运费券、免费退换货等12大特权，此外还与腾讯视频、爱奇艺、酷狗音乐等合作推出“联名卡”，获得合作平台会员资格。据京东大数据研究院测算，Plus会员年度可享权益最高可达4742元，截至2019年末已超1500万。相比普通用户，Plus会员平台使用率及购物频率更高，花费金额更多，部分用户月消费达万元，会员续费率近80%。我们认为，京东 Plus既参考了亚马逊 Prime 和 Costco 会员体系，也融入更丰富和付费意识更强的娱乐体验，有利于增加粘性。

此外，京东国际作为进口消费一站式平台，以全球直采、大牌入驻的方式为用户提供便捷的国际购物渠道，涵盖美妆、奶粉、数码家电、潮流奢侈品等12个大类的商品，满足高端用户需求。

Toplife 并入 Farfetch，以投资替代自营。据麦肯锡《中国奢侈品报告2019》，2018年中国奢侈品消费额7700亿，网购占比约8%，按此计算奢侈品线上市场规模约616亿元，仅占比当年网上零售额0.68%。2019年2月，京东宣布将旗下奢侈品平台 Toplife 并入 Farfetch 中国，Farfetch 将获得京东 APP 一级入口的流量支持。① Toplife 是由京东全资开发、2017年10月上线的奢侈品电商平台，以品牌旗舰店的方式链接各大品牌。② Farfetch 是位于伦敦的全球时尚平台，2008年成立，2015年进军中国市场；京东曾于2017年、2018年共出资4.24亿美元入股 Farfetch，目前为第一大股东，持股14.3%。

我们认为此次合并后，京东奢侈品业务将以投资替代自营，是基于成本、效率的较优选择；京东可在人员、供应链等节约成本，专注精力发展核心业务；Farfetch 则可借助京东现有高端用户积累，较低成本获客，实现双赢。

京东生鲜与 7Fresh 融合，共享供应链打造“大生鲜”。2018年末，商城组织架构调整中，原京东生鲜事业部并入 7Fresh，聚力发展生鲜业务。① 生鲜事业部成立于2016年1月，并于2018年9月推出自有品牌“京觅”，京觅力求将生鲜产品标准化，从项目筛选、生产、销售全产业链进行把控，保障产品安全质量。京东生鲜主营线上果蔬、肉禽、海产的销售，通过产地直采、全程自营冷链快速送达消费者。② 7Fresh 主营线下美食生鲜，首店北京亦庄大族广场店于2018年初正式开业，现已在北京、河北等6省市开有12家店，店内包括果蔬、肉禽、海鲜等生鲜品类及乳品、烘焙、酒水等百货品类，同时设有餐饮区提供菜品并为顾客进行食材加工，此外 7Fresh 还提供免费配送到家。

我们认为，生鲜业务的核心是供应链，两者虽然定位不同，但均需要强大的供应链支持，融合后可共同采购，进一步提升话语权，共同依靠京东物流强大的冷链运输体系，

强化规模经济效应，同时京觅上架 7Fresh 共享渠道，已形成全渠道布局的大生鲜体系。

除主站会员外，公司将原有 1 号店转型为“1 号会员店”，定位于为高线城市的中高端用户提供精选商品，进一步扩充会员体系，探索会员制电商。

(B) 低线市场：京喜+主站双轮驱动，发力 C2M 匹配“人、货、场”。2019 年初，公司将低线市场作为重要战略，不断加大下沉，以京喜及主站极速版两个 APP 为载体。

京喜：C2M 供应低价商品，社交玩法快速获客。京喜采用与主站完全不同的产地供应链模式，主攻工厂直供、高频日用品、品牌特卖三类商品，以 C2M 赋能厂商。具体来说，通过将产品从厂家或产地直接送达用户，省去传统模式中的繁杂环节及成本，同时及时反馈用户需求，降低厂商库存风险，将成本节约让利于消费者，提供低价商品。

截至 1Q2020，京喜已在全国布局超 100 个产业带和原产地，4 月推出厂直优品计划，覆盖工厂直供、产地溯源、出口转内销，继续扩充供给端积累。京喜作为社交型电商平台，已推出超 60 种社交玩法，通过直播让消费者了解产销全过程，以“边看边买、边玩变买”实现快速获客，上线仅三个月就实现连续一个月日均订单数超 100 万。2020 年 618 大促第一天，成交单量环比增长 180%，销售商品超 6000 万件，APP 订单量环比增长 530%，新用户环比增长 110%，近七成来自 3-6 线城市，展现出较强的成长势能。据易观千帆统计，2020 年 6 月京喜 APP MAU 达 837 万人，环比 5 月增长 42.04%。

入驻和运营政策上，京喜平台商家可选择拼购店及非拼购店两种模式，非拼购商家的平台使用费、保证金、非拼购订单、拼购单买订单及拼购成团订单均参照主站收费标准执行；拼购商家仅可采取拼购模式销售，单买订单参照主站标准，成团订单各品类扣点费率均为 0.6%，不收取平台使用费，保证金为 4 千元至 5 万元不等。我们认为，京喜的拼购商家虽然收费水平仍高于拼多多，但扣点率和平台使用费显著低于主站，有利于吸引更多中小商家入驻。

京东极速版：依托主站供应链，帮助品牌下沉。京东主站 2019 年 10 月将“每日特价”、“京东秒杀”、“品牌闪购”打通，各侧重精准推送、爆款单品营销、品牌特卖，共同组成大秒杀业务，作为主站下沉的载体，优化算法以提高低线用户转化。2020 年 4 月，京东极速版 APP 上线，与京喜类似，包含秒大牌、9.9 特价、免费拿、1 元抢等板块，在 APP 品类设置上也即仅区分主要品类，而没有像主站一样设置更细分类目。据易观千帆统计，2020 年 6 月京东极速版 APP MAU 达 974 万人，环比 5 月增长 250.75%。

表 10 京喜、京东极速版、淘宝特价版、拼多多招商政策及 MAU 对比

平台	入驻政策	店铺类型	佣金	保证金	6月 MAU (万人)	环比增速
京喜	0 元开店，6 小时极速审核。拼购店铺既可以拼购模式出售商品；非拼购店铺既可以采用拼购模式，也可采用非拼购模式	拼购店商家	单买订单：参照主站标准； 成团订单：0.6%	单买订单：参照主站标准； 成团订单：4000-50000 元	837	42.04%
		非拼购商家	参照主站标准	参照主站标准		
京东极速版					974	250.75%
淘宝特价版	仅针对现有淘宝及天猫商家开放		天猫店：成交基于天猫的基础佣金收费； 淘宝店：不收佣金		2744	11.55%
拼多多	免费入驻	个人店铺	不收取任何扣点	虚拟类目：10000 元 其他类目：2000	50575	1.53%
		企业店铺	不收取任何扣点	虚拟类目：10000 元 其他类目：1000		

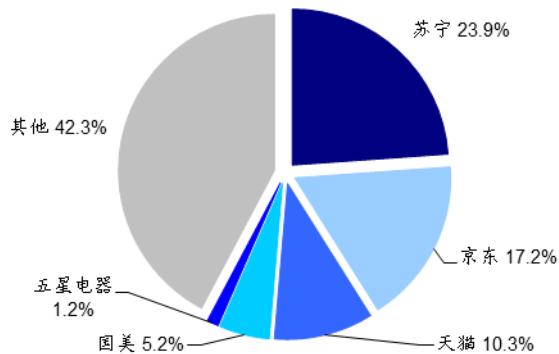
资料来源：各公司官网，易观，海通证券研究所

我们认为，低线市场用户更在意产品品质优价低，两者缺一不可，而京喜和京东极速版则作为下沉的双轮驱动，在一定程度上形成错位打法。其中，价格方面，京喜通过对接 C2M 厂商，借力已建立的大规模智能化物流体系和大数据技术，有望最大程度地帮助厂商节约成本，发挥全链路运营优势，逐步实现低线市场“货”和“人”的最优匹配；质量方面，京东极速版商品依托主站供应链，已建立完整的品控及检验机制，注重品牌与品质，但价格优势不如京喜，可满足细分客群对品质商品的消费需求。

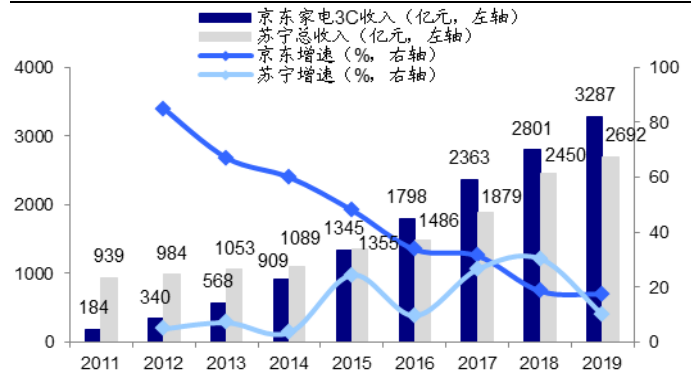
(3) 对比苏宁：京东开放平台显著贡献利润，苏宁巩固线下、积极布局全渠道

规模：京东线上优势强化，苏宁全渠道布局更优。据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心公众号，2019年京东以37.3%的家电线上市占率位居第一位，苏宁、天猫以30.6%、22.9%分列二三位；根据由中国家用电器研究院指导、全国家用电器工业信息中心主办的《2020年中国家电行业半年度报告》，苏宁以23.9%的市占率居全渠道之首，京东、天猫各17.2%、10.3%。

京东从2011年开始发力大家电，2016年家电3C收入首次反超苏宁，2019年京东家电3C收入3287亿元领先。我们认为，京东线上的规模效应明显，而苏宁通过收购万达百货、家乐福等不断完善大快消，已形成更均衡的全渠道布局。

图24 2020上半年家电全渠道市场份额(%)


资料来源：中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心《2020年中国家电行业半年度报告》，海通证券研究所

图25 京东家电3C收入及苏宁总收入(2011-2019)


资料来源：京东招股书及各年年报，苏宁2011-2019年报，海通证券研究所

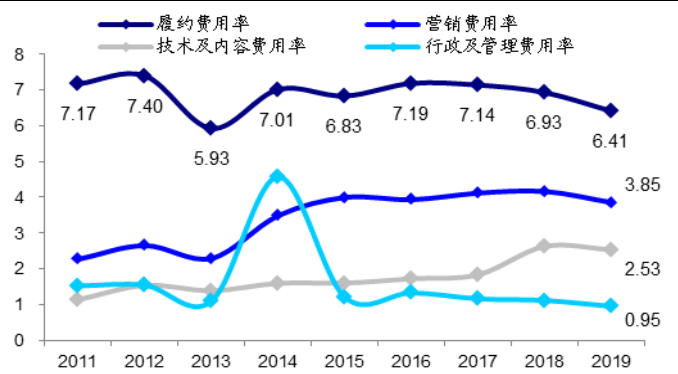
盈利：京东开放平台快速成长，有效提升毛利率。如前所述，京东随着日用百货占比提升，开放平台快速成长带来较高佣金及推广收入，以及物流等服务收入近年迅速增加，共同推动毛利率由2011年的5.45%持续增至2019年的14.63%，同时运营费用率维持平稳，2019年首次实现毛利率覆盖运营费用率，即不考虑物业出售收益的营业利润率为正(0.89%)。苏宁因低毛利率的线上业务占比提升，且开放平台GMV占比线上GMV仅34%(估计京东45%左右)，综合毛利率由2011年18.94%降至2017年14.1%，2018年以来有所反弹，运营费用率因加大促销和拓展苏宁小店等而波动较大。

从细分费用项来看，京东反映仓储物流成本的履约费用率近年来呈下降趋势，得益于规模经济效应；营销和行政管理费用率稳中略降；2018年以来在全面开放、输出赋能战略下，技术及内容费用率由1.84%增加至2.53%，2019年研发费用146亿元，研发投入力度明显加大。苏宁销售管理费用率由2011年的12.2%增至2019年的15.51%，其中人工(5.31%)、租金(2.7%)、广宣(2.49%)为主要费用项；2019年研发费用33亿元，费用率增加0.29pct至1.21%，技术投入力度加大，但是较京东仍有差距。

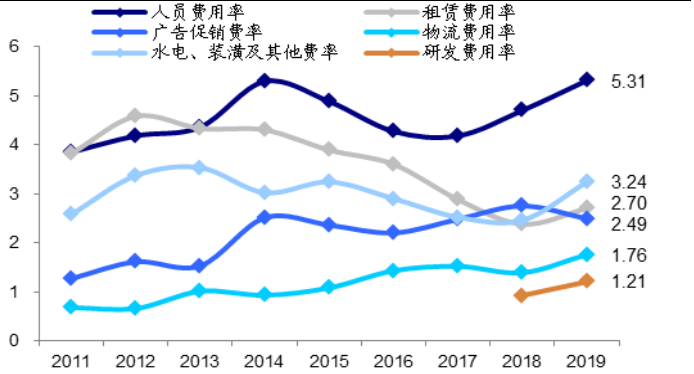
表11 京东、苏宁毛利率及销管费用率对比(2011-2019)

时间	综合毛利率 (%)		销售管理费用率 (%)		毛利率-销管费用率 (%)	
	京东	苏宁	京东	苏宁	京东	苏宁
2011	5.45	18.94	12.10	12.20	-6.64	6.74
2012	8.41	17.76	13.13	14.40	-4.72	3.37
2013	9.87	15.21	10.71	14.76	-0.83	0.44
2014	11.63	15.28	16.67	16.03	-5.05	-0.75
2015	12.20	14.44	13.64	15.45	-1.44	-1.01
2016	13.69	14.36	14.17	14.40	-0.48	-0.04
2017	14.02	14.10	14.26	13.57	-0.23	0.53
2018	14.28	15.00	14.84	13.69	-0.56	1.31
2019	14.63	14.53	13.75	15.51	0.89	-0.98

资料来源：京东招股书及各年年报，苏宁2011-2019年报，海通证券研究所

图26 京东各细分费用率(%, 2011-2019)


资料来源: 公司招股书及各年年报, 海通证券研究所

图27 苏宁主要费用率(%, 2011-2019)


资料来源: 苏宁 2011-2019 年报, 海通证券研究所

运营: 两者周转效率相近, 京东现金流更优。①从周转来看, 京东存货周转天数维持 35-40 天左右, 体现稳定的物流仓储管理能力, 苏宁由 2011 年 54 天逐渐降至目前 38 天, 双方较接近; 京东近年应付款周转天数在 60-70 天, 低于苏宁的 75-105 天, 其中苏宁 2019 年超 90 天, 我们判断主因加大推进供应链金融致应付保理款余额增加、金服出表增加对外应付款, 以及家乐福并表等。

②从现金流来看, 2016 年之前京东 EBITDA 一直亏损, 但经营活动现金流净额 2012 年转正, 有效支持近年规模扩张; 苏宁 EBITDA 仅 2015 年亏损, 2018 年 44 亿元为近年最优, 但受拓展苏宁小店、金融业务和对公销售增加等拖累, 经营现金流近三年均为负, 我们预计随着小店和苏宁金服 2019 年出表, 以及 2Q2020 开始同店逐季改善, 苏宁经营活动现金流有望逐渐改善。

表 12 京东、苏宁主要财务指标对比 (2011-2019)

时间	存货周转天数(天)		应付款周转天数(天)		EBITDA(亿元)		经营活动现金流净额(亿元)	
	京东	苏宁	京东	苏宁	京东	苏宁	京东	苏宁
2011	35.1	54.4	44.3	120.5	-13.3	68.7	-0.9	65.9
2012	36.3	68.5	53.8	144.0	-17.7	43.2	14.0	53.0
2013	32.5	69.7	54.4	144.0	-2.9	15.8	35.7	22.4
2014	33.4	62.0	46.5	131.8	-41.5	3.9	10.2	-13.8
2015	38.0	42.4	51.0	100.4	-38.5	-5.5	17.0	17.3
2016	40.6	36.8	60.0	102.2	21.7	8.8	87.7	38.4
2017	41.4	34.9	67.7	89.0	33.6	22.8	268.6	-66.1
2018	39.5	34.8	71.0	76.7	29.4	43.8	208.8	-139.0
2019	37.8	38.2	61.4	93.3	182.0	1.5	247.8	-179.0

注: 苏宁应付款为应付账款与应付票据合计。

资料来源: 京东招股书及各年年报, 苏宁 2011-2019 年报, 海通证券研究所

2.3 线下: 联盟实体零售商, 赋能快消补强家电

刘强东在对无界零售战略的解释中提到, 无界意味着“场景无限、货场无边、人企无间”, 其中场景无限是要消除空间和时间的边界, 打通线上线下, 将内容、娱乐、科技与零售结合, 使零售场景融入生活的方方面面。对应地, 京东不断加大线下布局力度, 一方面联合沃尔玛、永辉等商超探索到家, 新通路事业部以加盟赋能线下店, 另一方面联合五星电器、国美补强家电渠道, 配合近年下沉战略的落地。

(1) 线下商超联盟不断扩大, 京东到家+物竞天择

“三通”沃尔玛, 重构人货场。2016 年 6 月, 京东与沃尔玛达成战略合作, 沃尔玛入股 5%, 京东收购 1 号店, 并在京东商城上线沃尔玛店及山姆会员店, 且双方展开供应链合作。2017 年, 双方进一步升级合作, 宣布“三通”战略, 即互通用户、门店及库存。用户方面, 联合促销实现线上线下用户转化; 门店方面, 京东到家落地沃尔玛门店, 沃尔玛旗舰店等 5 家旗舰店上线京东平台; 库存方面, 共享库存信息, 京东平台下单商品可从沃尔玛门店提货派送, 沃尔玛线下店成为前置仓。

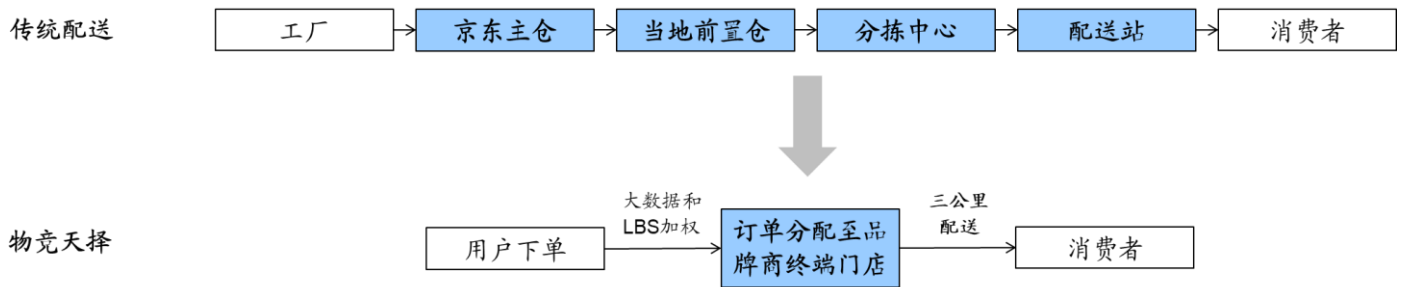
2018年，双方升级“三通”战略，合作范围扩大，库存互通在全国铺开，并试点1小时送达。截至2019年4月，京沃三通已覆盖全国29个城市、180多家门店，2018年双11期间，沃尔玛门店销售额增长超300%，平均每单节约成本30%，京东超市则在2019年4月实现累计订单量超60亿。

投资永辉、步步高，合作到家。2015年8月至今，京东累计向永辉投资54.3亿元，截至1H2020持股11.8%，与永辉的合作主要在到家配送。2018年2月，京东入股步步高5%，双方达成战略合作；2020年6月，五星电器和步步高签订《家电零售业务合作合同》，五星电器将入步步高在湖南、广西等地的家电零售门店、销售区块，使用步步高的相关场地和经营设施。

京东超市2019年推出“物竞天择”计划，即适者配送，用户线上下单后，京东将订单匹配至最近品牌商的终端门店，再由网点配送，其实质是把一部分物流众包给了品牌商的终端网点。“物竞天择”的前提是品牌商通过大数据预测把货提前送到末端网点，其网点就成为了京东的前置仓。

该项目陆续接入京东到家平台上的线下终端，首批引入超万家门店和近300万个产品，合作品牌包括蒙牛、可口可乐等传统快消品牌，沃尔玛、永辉超市、酒便利等渠道品牌商等，该项目2020年一季度部分品牌全渠道订单同比增长超300%，履约范围覆盖242个城市。我们认为，该项目也体现了公司近年开放核心供应链能力的战略，有利于提升社会化履约效率、升级供应链体系。

图28 京东传统配送与物竞天择配送的模式对比



资料来源：东方财富快讯百家号、亿欧、海通证券研究所

(2) 加强全渠道和下沉，补强家电线下渠道

在3C家电的传统优势领域，京东将线下渠道延伸与下沉市场布局同步进行，对外与龙头合作，内部推广家电专卖赋能终端商户。我们认为，京东一方面输出供应链以专卖店加盟方式加快下沉，另一方面也与国美、五星电器的低线门店和物流网络发挥协同效应，两者结合有望更高效的渗透低线市场。

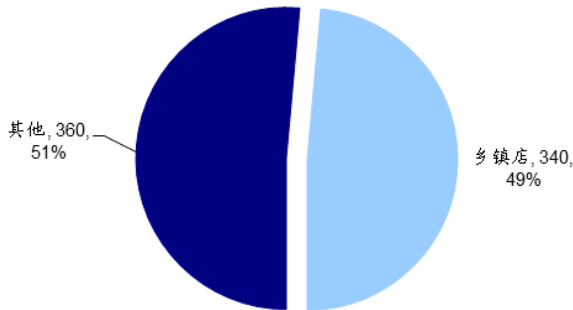
投资五星、联手国美。2019年京东以12.7亿元收购五星电器46%股权，2020年收购剩余54%股权。在此之前，双方已达成战略合作，五星电器200多家线下门店全面入驻京东家电开放平台，并于2018年共同推出无界零售体验店，京东自营商品进店销售，并给予大数据及供应链支持。截至2019年底，京东五星无界零售体验店超63家。

五星电器成立于1998年，五星电器目前在苏浙皖豫川滇闽等省市门店总数超700家，其中万镇通乡镇店已超340家，占比近半，现有乡镇店主要集中在江苏，可覆盖61%乡镇，是中国家电连锁第三强。据中国家用电器研究院指导、全国家用电器工业信息中心编制的《2019年中国家电行业年度报告》，家电线下渠道中，苏宁市占率17.9%居首、国美8.5%，五星电器2%。

2020年5月，京东以可转债形式投资国美，双方达成战略合作，①采购方面，双方将进行联合采购，形成国内最大的家电采购规模，市场话语权进一步提升；②产品方面，国美输出家电及“家生活”解决方案，丰富京东家电品类，京东提供非家电商品，扩充国美产品SKU；③物流方面，国美旗下安迅物流向京东全面开放大家电仓储物流及

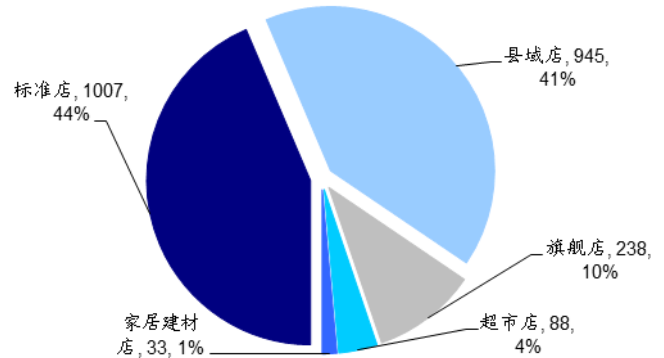
送装服务，并为京东平台用户提供家电全生命周期管理和“家生活”服务解决方案。截至 2019 年底，国美在全国拥有 2311 家门店，其中县城店 945 家，占比 41%，门店覆盖 713 个城市，其中三至六线城市 322 个，占比 45%。

图29 五星电器乡镇店占比近半（家）



资料来源：五星电器官网，腾讯网，海通证券研究所

图30 2019 年国美各类型门店数及占比（家）



资料来源：国美零售 2019 年报，海通证券研究所

直营+加盟开店，多业态布局线下。在内部，京东家电面向一线城市打造超级体验店（直营，5-10 万平方米）、地级市开设城市旗舰店（直营，1-2 万平方米）、县域市场推出京东家电专卖店，形成高低线市场全覆盖。其中，首家超级体验店于 2019 年 11 月 11 日在重庆开业，首家城市旗舰店于 2020 年 5 月 30 日在安徽马鞍山开业，下半年拟在蚌埠、焦作、德阳等地开设城市旗舰店。

京东家电专卖店从 2014 年开始拓展，采取加盟方式，加盟保证金 2 万元，面积 60-120 平米，参照“一镇一店、一县多店”的布局，利用店内体验、线上下单，向外输出品牌、产品及物流。截至 2020 年 7 月，京东家电专卖店数量超 1.5 万家（2017 年底近 8000 家），实现对全国 2.5 万个乡镇、60 万个行政村的全面覆盖，且对全国门店进行了统一装修、建立中央数据中心、引入高端和专供产品等规范升级，拟推出 2020 年度“星火计划”，引入美的、海尔等战略品牌。

3C 领域，京东先后投资迪信通和联想来酷。2019 年 5 月，京东战略投资联想旗下智慧零售品牌联想来酷，向其开放 3C 数码类、智能产品类等过百万种产品，并提供技术、支付、物流等支持。2019 年 9 月，京东入股国内最大的手机专业零售商迪信通 9% 股权，迪信通在 26 个省市拥有 1500 家直营和加盟店，将为京东 3C 产品开展线下履约，将所有门店上线京东到家，并试点科技潮品旗舰店。

表 13 京东对线下零售业的主要投资

业态	公司	时间	金额	持股比例	合作方式
超市	永辉超市	2015 年 8 月	54.3 亿	12%	联合采购加强供应链管理
	步步高	2018 年 2 月		5%	将在构建新能力、构筑“数字化”运营体系、最终营造新生态等领域开展深入合作，实现零售行业的价值链重塑。
家电	五星电器	2019 年 4 月	12.7 亿	46%	五星门店上线京东平台，京东自营商品进店销售，并给予大数据及供应链支持。
	国美	2020 年 5 月	1 亿美元	可转债	联合采购；互通商品；国美开放大家电仓储物流、送装等服务
3C	迪信通	2019 年 9 月	1.91 亿	9%	迪信通将为京东 3C 产品开展线下履约，将所有门店上线京东到家，并试点科技潮品旗舰店
	联想来酷	2019 年 5 月	--	--	京东向联想来酷开放 3C 数码类、智能产品类等过百万种产品，并提供技术、支付、物流等支持
家居	生活无忧	2019 年 8 月	--	--	成立供应链合资公司，对外探索供应链服务商业模式。

资料来源：京东招股书，国美零售 20200528 公告，步步高 20180224 公告，迪信通 2019 年报，京东黑板报公众号，环球网百家号，华尔街见闻百家号，网易，海通证券研究所

（3）“新通路”打造开放智能 B2B2C 平台

2015 年 12 月京东成立新通路事业部，定位于做低线市场夫妻老婆店的供货商。目前事业部拥有一站式 B2B 订货平台京东掌柜宝、以加盟方式运营的京东便利店、母婴生

活馆、名酒荟等业态，2019年起公司对上述业态部分门店强化门店形象标识、门店管控、设施配置、服务标准、商品采购、物流配送六方面的统一，并计划2020年全面开拓1万家“六统一”门店。新通路打通产品分销动销的上下游流程，赋能品牌商及终端商户，从而惠及消费者。

① **品牌赋能**：京东便利店等业态以加盟扩张，店主无需缴纳加盟费、培训费等，仅需5000-20000元的质保金。京东较高的品牌辨识度利于吸引顾客，同时要求门店100%无假货，进货量超50%来源于京东掌柜宝，保证产品质量，维护品牌形象。

② **货源赋能**：传统分销体系下，品牌商耗时长、成本高，而终端小店货源质量无法保证。新通路模式下，店主可通过京东掌柜宝APP一站式订购品牌直供商品，省去无效环节，新通路自建地勤团队与品牌商团队共同拜访指导终端零售。截至2019年底，新通路合作品牌数已超8500个。

③ **物流赋能**：2018年3月新通路启动联合仓项目，联合中小经销商、批发商，在取得品牌商授权前提下，将品牌现有仓配资源作为联合仓和配送网络，搭建起由省仓、城市仓、城市群仓、联合仓组成的一体化B端仓配网络。截至2019年底，新通路已有4000多家联合仓，覆盖全国300多个地市、1800多个县级行政区，帮助品牌低成本下沉。

④ **运营赋能**：新通路在各地设有地勤团队，为店主提供全方位运营销售培训。同时京东便利店内免费安装智能门店管理系统，基于京东大数据积累，指导门店差异化进货，并与京东便利GO小程序打通数据、会员、库存一体化管理，提升终端运营能力。

图31 新通路业务模式示意图



资料来源：京东黑板报微信公众号，海通证券研究所

3. 基础设施：持续重资产投入，构筑高竞争壁垒

京东始终将成本、效率、用户体验作为核心竞争力，背后是强大的物流仓储、金融系统、科技等基础设施的支持。公司认为未来零售将走向无界零售，即场景无限、货场无边、人企无间，零售的含义将不断拓宽，行业竞争也不再是零和游戏，去中心化将成为大势所趋，这背后需要零售基础设施的专业化升级，而开放自身能力、对外输出赋能，帮助做大行业蛋糕的企业将成为受人尊重的企业。京东希望成为这样的赋能者，并在基础设施领域不断加大投入，构筑几乎不可复制的竞争壁垒。

3.1 物流：履约提效&社会化开放，由成本中心转向利润中心

公司2007年开始建设仓配一体的物流网络，截至2019年末在全国89个城市运营超700个仓库，总建筑面积约1690万平方米（含京东物流管理的云仓面积），取得37个

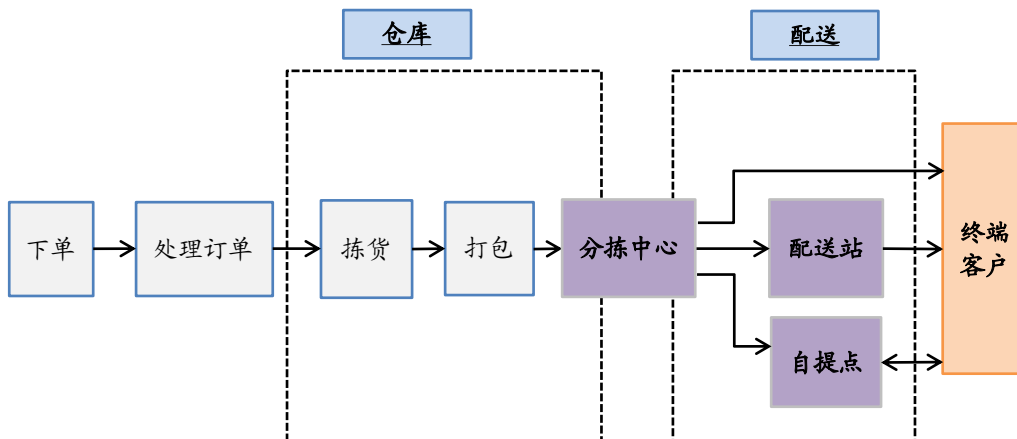
城市约 1100 万平米土地使用权。其中，公司在北京、上海、广州、武汉、成都、沈阳、西安等 7 个城市设有区域履约中心，28 个城市设有前端配送中心以存放高需求量、高周转率的产品，并在 54 个城市增建其他仓库。

京东物流提供一站式智能供应链解决方案和物流相关的所有服务，包括仓储管理、储存、干线运输、快递、即时配送、冷链和跨境服务等，是全球唯一拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包六大物流网络的公司。除实体物流基础设施外，京东物流将技术作为驱动创新的第一要素，围绕供应链打造人工智能、大数据、云计算三大技术体系。公司 2014 年启用首个“亚洲一号”智能仓，仓内分为立体库区、多层阁楼拣货区、生产作业区和出货分拣区，使用智能处理及作业系统，实现高自动化运作。截至 2019 年末，公司已在 17 个城市投入运营 25 座亚洲一号，形成亚洲最大的智能仓群。

公司不仅在仓储端持续投入，在配送端也一直致力于树立行业服务标杆。公司 2010 年推出“211”服务，2019 年在城市群半日达的基础上推出“千县万镇 24 小时达”。截至 2019 年底，公司在 88% 区县实现 24 小时达，自营配送覆盖 99% 人口，超 90% 自营订单可 24 小时达。据国家邮政局 3Q2019 快递服务满意度调查和时限准时率测试，京东物流与顺丰同居第一梯队，得分均超 80 分。

根据京东黑板报公众号信息，京东物流 CEO 王振辉表示，2020 年京东物流将进行核心战略和关键组织升级，即核心战略从“体验为本，效率制胜”升级为“体验为本，效率制胜，技术驱动”；在组织升级上，将形成“6118”组织架构，即 6 个中台部门、11 个业务前台和 8 个经营前台部门，以 3 大后台职能部门为依托，前中后台做好配合协同。

图32 京东履约流程图



资料来源：公司 H 股招股书，海通证券研究所

(1) Capex: 预计未来维持高位，继续投建大型仓库和技术平台

物流投入累计 180 亿，总部建设投入 95 亿。从 Capex 总量来看，2017 年以前不超 55 亿元，2017-19 年显著增加至 114 亿、214 亿、90 亿元，其中 2018 年较高主因 89 亿元用于投资可供出售物业，以及 2017 年下半年以来改革结算流程，直接通过第三方支付公司结算，导致来自消费者预付款及对供应商的应付款减少。截至 2019 年底，公司累计支付约 180 亿元用于购买土地使用权、建设仓库和购买仓储设备，并计划继续建设高规格的大型仓库，以提高物流效率、尽量减少订单分割、提供更多 SKU、完成自有产品的预期销售和第三方商家的销售。

从结构来看，公司 Capex 包括开发物业的资本性支出（扣除相关出售所得款项）和其他资本性支出两部分，其中 2019 年确认出售开发物业所得款 79 亿元，剔除此部分的 Capex 近 170 亿元，依然较高；其他资本性支出包括总部建设投入和技术平台等，公司总部位于北京亦庄经济技术开发区，办公楼总建筑面积 41 万平米，其中一期已于 3Q15 完工，截至 2019 年底用于购买总部土地使用权和建设办公楼的累计支付 95 亿元。

表 14 京东资本性支出及在建工程、PP&E 和土地使用权 (亿元, 2011-2019)

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资本性支出	6.23	10.48	12.92	29.02	53.00	42.29	113.56	213.69	90.00
开发物业的资本性支出						20.38	38.49	88.58	-24.20
其中: 物业出售所得款项									-79.00
其他资本性支出						21.91	75.07	125.12	35.15
其中: 总部建设投入						1.00	42.00	26.00	10.00
在建工程、PP&E 和土地使用权		15.29	28.61	54.05	94.28	114.63	228.22	381.12	373.52
占比总资产 (%)		8.55	11.00	8.13	11.09	7.15	12.40	18.22	14.38

资料来源: 公司招股书及各年年报, 海通证券研究所

物流集团独立融资, 盘活资产实现规模化。京东自 2007 年起坚持自主物流建设, 2017 年独立物流子集团, 已形成规模庞大的基础设施积累, 近年来社会化开放带来外部收入并分摊内部成本, 物流业务盈利逐渐改善, 具备对外融资的基础。2018 年 2 月, 公司与高瓴、红杉、招商局、腾讯等机构达成协议, 为京东物流融资 25 亿美元, 对应股权比例 18.6%, 投后估值 134 亿美元, 是国内物流行业最大单笔融资。

公司 2018 年成立京东智能产业发展管理集团, 拥有、开发和管理京东物流及第三方的物流设施及房产。2019 年 2 月, 京东智能产业发展与新加坡政府投资 (GIC) 共出资 48 亿元成立“京东物流地产核心基金”, 向京东物流收购资产总值 109 亿元的物流设施; 2020 年 1 月核心基金 II 期拟继续出售资产总值 46 亿元的物流设施。

公司计划未来进一步投资人工智能、大数据分析及云计算, 以增强技术平台; 我们预计为满足预期增长需求而拓展和改善物流基础设施和技术平台, Capex 在可预见未来仍将持续较高, 但同时通过京东智能产业发展实现发展利润, 并从成熟物业回收资本以投入新项目, 实现规模化经营。我们认为, 通过物流基金出售成熟物业, 有利于回笼资金加快开发新项目, 扩大物业资产总规模, 同时也有效对冲了资本开支, 改善现金流。

(2) 效率: 优化履约效率&物流社会化, 有望由成本中心转变为利润中心

京东物流 2019 年外单收入占比超 40%, 我们据此测算京东物流集团 2019 年总收入约 560 亿-580 亿元; 刘强东 2019 年初披露京东物流 2018 年亏损超 23 亿, 而紧接着在 2019 上半年大力推进物流社会化、调整快递员薪资等改革举措, 2Q19 即实现盈亏平衡, 成效显著。我们认为, 随着京东物流“开源”和“节流”并举, 即进一步提升外单收入 (至 50%) 和基于技术驱动以持续降低履约成本, 有望从成本中心真正转变为利润中心, 从而反哺零售集团。

履约费用率连续三年降至 6.4%, 配送员扩至 13 万人。公司的履约费用包括自用户下单至配送完成所产生的相关成本: ①经营履约中心客服中心及实体店的开支; ②第三方快递公司 (包括达达集团) 配送费, 主要是配送给自营物流尚未覆盖区域的用户 (特别是规模小且欠发达城市), 以及部分从分拣中心至配送站的订单或交付大件产品; ③仓储、配送及自提点、实体店的租赁费用。

按照细分构成来看 (2019 年无数据), ①**人工成本占比最高**, 2018 年达 45.5%, 2015 年以来呈下降趋势, 且在员工数持续增加的情况下, 单仓员工数由 2014 年的 102 人降至 2019 年的 62 人, 体现智能化仓储的经营效益; 人均工资除 2017 年略有下降外, 其余年份均有提升。②**第三方快递公司配送**, 2018 年占比 18.2%, 近年有所上升; ③**基础设施租赁费占比**由 2015 年的 10.1%逐年降至 2018 年的 9.3%, **支付处理费** (微信、银联、京东数科等) 占比由 2015 年的 5%持续升至 11%。

此外, **运输成本 (配送费用) 在履约成本中的占比略有下降**, 2019 年为 179 亿元, 占比 48.3%。即每笔订单履约成本中近 50% 为配送费、仓储租赁和支付处理费各约 10%。

表 15 京东分职能员工构成 (万人, 2014-2019)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
采购	0.33	0.43	0.53	0.54	0.85	0.81
仓储	1.26	1.58	1.75	3.32	2.91	4.37
配送	3.53	5.91	6.60	8.48	9.51	13.22
客服	0.78	1.07	1.17	1.28	1.67	1.66
研发	0.51	0.75	0.91	1.19	1.64	1.40
市场营销	0.11	0.37	0.54	0.55	0.79	0.83
一般及行政	0.30	0.48	0.55	0.44	0.52	0.47
合计	6.81	10.60	12.06	15.78	17.89	22.77

资料来源: 公司招股书及各年年报, 海通证券研究所

表 16 京东履约成本细项及占比 (% , 2013-2019)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
履约成本	41.09	80.67	123.67	185.60	258.65	320.10	369.68
占比收入 (%)	5.93	7.01	6.83	7.19	7.14	6.93	6.41
员工成本	20.05	41.11	72.89	90.59	122.33	145.64	
占比 (%)	48.80	50.96	58.94	48.81	47.30	45.50	
履约员工数 (万人)	3.30	5.89	8.99	9.90	13.61	14.95	20.07
平均工资 (万元)	6.08	6.98	8.11	9.15	8.99	9.74	
第三方运费	7.94	12.90	20.59	29.13	43.95	58.23	
占比 (%)	19.32	15.99	16.65	15.70	16.99	18.19	
基础设施租赁费	4.22	7.15	12.43	17.89	23.59	29.91	
占比 (%)	10.27	8.86	10.05	9.64	9.12	9.34	
支付处理费	2.35	4.35	6.13	15.02	25.04	35.17	
占比 (%)	5.72	5.39	4.96	8.09	9.68	10.99	
其他	6.53	15.16	11.63	32.97	43.74	51.15	
占比 (%)	15.89	18.79	9.40	17.76	16.91	15.98	
运输成本	20.69	40.78	58.66	93.29	126.91	152.16	178.59
占比履约成本 (%)	50.35	50.55	47.43	50.27	49.07	47.54	48.31

注: 履约员工包括采购、仓管、配送、客服。

资料来源: 公司招股书及各年年报, 海通证券研究所

2016-2019 年基本完成区县全覆盖, 订单密度有望回升。京东物流 2015 年开始布局低线市场网络, 2016 年开始当日达和次日达的县镇每年增加 300-400 个。截至 2018 年底, 公司当日达和次日达配送服务覆盖 2146 个区县 (全国县级市 2862 个), 88% 区县实现 24 小时达; 截至 2019 年底, 公司物流基础设施布局覆盖了全国几乎所有区县。

在公司大力拓展低线市场物流网络的 2016-2019 年, 由于订单密度不足, 对 GMV 和用户数带来的规模效应并不明显, 同时由于低线市场客单价更低以及公司整体快消品销售占比增加, 导致单位面积对应的活跃用户数由 2015 年的 50 人/平米降至 25 人/平米, 单位面积支持的 GMV 由 2015 年最高 21 万元/平米降至 2019 年 14 万元/平米, 但 2019 年降幅显著缩小。我们预计, 随着公司 2019 年完成全国区县物流网络的全覆盖, 以及协同五星电器、国美的区域网络, 京东物流在低线市场的大规模扩张高峰期已过, 未来低线市场订单密度将逐渐回升, 从而有望优化公司整体的物流效率, 改善盈利能力。

表 17 京东物流 2016-2019 年加强下沉致单位仓储面积的订单密度下降

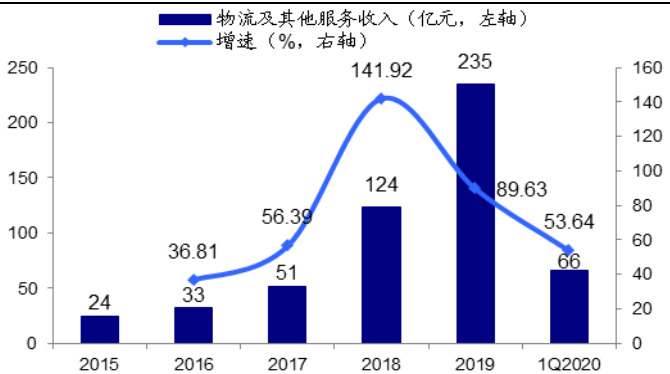
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
仓库数 (个)	123	213	256	486	550	700
建筑面积 (万平米)	220	400	560	1000	1200	1690
yoy (%)		81.82	40.00	78.57	20.00	40.83
城市 (个)	40	50	54	78	81	89
当日达和次日达的县镇 (个)	1000	1021	1410	1752	2146	
单个城市的仓库数 (个)	3.1	4.3	4.7	6.2	6.8	7.9
单仓面积 (万平米)	1.79	1.88	2.19	2.06	2.18	2.41
单仓员工数 (人/个)	102	74	69	68	53	62
单位面积对应的 GMV (万元/平米)	16.88	21.29	19.57	16.60	15.24	14.43
单位面积对应的活跃用户数 (人/平米)	41	50	47	38	28	25

注: (1) 单位面积对应的 GMV 和活跃用户数以期初、期末平均面积计; (2) 建筑面积包含京东物流管理的云仓, 截至 2Q19 末在总建面 1500 万平米的仓储面积中, 云仓面积约 250 万平米。

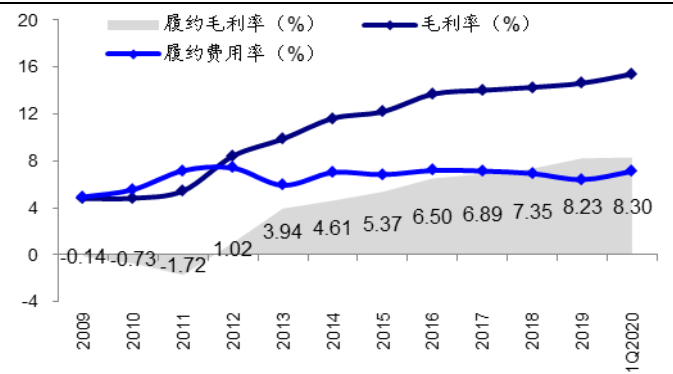
资料来源: 公司招股书及各年年报, 海通证券研究所

外单收入占比提升，履约毛利率增至 8.2%。 京东 2012 年开放物流服务系统平台，向商城平台商家开放物流，2017 年成立“京东物流”并以品牌化运营方式向全社会开放，2018 年向个人用户开放，提供包裹快递服务。京东物流社会化程度不断加深，带动公司服务收入快速增长，物流及其他服务收入由 2015 年的 24 亿增加到 2019 年 235 亿元，CAGR 达 77%（其中 2018-19 年各增 142%、90%），即使在 1Q2020 疫情普遍影响物流行业的背景下，仍然实现 54% 的快速增长。

随着外单收入增加及物流强化规模效应，公司在综合毛利率逐年提升的同时，履约费用率在 2016 年达 7.19% 后，2017-19 年逐年降至 6.41%，带动履约毛利率（前两者之差）逐年提升至 2019 年的 8.23%。

图33 京东物流及其他服务收入和增速（2015-1Q2020）


资料来源：公司招股书、各年年报及 1Q20 季报，海通证券研究所

图34 京东毛利率及履约费用率（%，2009-1Q2020）


注：履约毛利率为毛利率与履约费用率之差。

资料来源：公司招股书、各年年报及 1Q20 季报，海通证券研究所

（3）对标顺丰：履单效率相近，揽收和中转网络仍有较大差距

虽然公司与顺丰均得益于重资产扩张，物流时效性显著优于同业，且我们测算可比口径下的人均快件量和人效均较接近，但两者无论是收入模式还是成本结构上均有差异，其中较显著的差异包括（但不限于）：

（A）收派模式： 顺丰因兼备收、派件，2019 年人均快件量约 3 万件，而京东物流仍有 60% 收入来自内部订单（即多数快递员以派件为主）；我们测算，若假设京东物流的票均收入 18 元/件（特快送首重收费标准），则其 2019 年快件量约 30 亿件，若假设外单占比 40% 左右，对应人均快件量约 3 万件，与顺丰的收派效率基本相同。

表 18 顺丰、京东物流外单收费及时效对比

	重量、体积及收发地（举例）	产品	时效	价格
顺丰				
快递	1kg, 0.1m*0.1m*0.1m, 上海浦东-北京西城	顺丰特快	T+1 天的 18 点前	23 元起
		顺丰标快	T+2 天的 12 点前	18 元起
大件	30kg, 1m*1m*1m, 上海浦东-北京西城	重货包裹	T+3 天的 24 点前	633 元起
冷运	30kg, 1m*1m*1m, 上海浦东-北京西城	冷运特惠	T+2 天的 18 点前	1012 元起
		冷运零担	T+2 天的 20 点前	666 元起
京东物流				
快递	1kg, 0.1m*0.1m*0.1m, 上海浦东-北京西城	特快送	T+1 天的 20 点前	18 元
		特惠送	T+2 天的 22 点前	16 元
大件快运	30kg, 1m*1m*1m, 上海浦东-北京西城	特快重货	T+3 天的 24 点前	594 元
		特快零担	T+3 天的 24 点前	542 元
		特惠零担	T+4 天的 24 点前	500 元
生鲜	30kg, 1m*1m*1m, 上海浦东-北京西城	生鲜快递特快	T+1 天的 20 点前	1347 元
		生鲜快递特惠	T+2 天的 22 点前	855 元
		生鲜快运冷链卡班	时效以发车时间为准	676.33 元

资料来源：京东物流官网，顺丰官网，海通证券研究所

注：计费规则因不同产品及地区存在差异，在此举例进行对比

（B）员工结构： 以顺丰 2019 年总收入 1122 亿元、员工数 11.5 万人计，人效 98

万元/人；考虑其收派员 32.03 万人，按速运物流收入测算人效为 33 万元/人。京东 2019 年总人数 22.8 万人，其中履约员工数 20.1 万人，以京东物流总收入、履约员工数测算的人效大致在 25 万-30 万元/人，与顺丰相近。

表 19 顺丰、京东物流相关业务指标对比

	顺丰		京东物流	
	2018	2019	2018	2019
快件量 (亿件)	38	48		~30
占比全国	7.6%	7.7%		
速运物流收入 (亿元)	893	1060		560-580
票均收入 (元/件)	23.3	21.9		
配送员 (万人)	29.1	32.0	9.5	13.2
人均快件量 (万件, 收派件 x2)	2.6	3.0		2.5-3
仓库数 (个)	170	175	550	700
仓储面积 (万平米)	177	228	1200	1690
员工数 (万人)	13.5	11.5	14.9	20.1
人效 (万元/人)	67	98		29

注：京东员工数取履约人数，即采购、仓管、配送、客服合计。

资料来源：公司招股书及各年年报，顺丰控股 2018-2019 年报，海通证券研究所

(C) 物流网络：顺丰拥有覆盖国内外的“天网+地网+信息网”三网合一物流网络，包括以全货机+散航+无人机组成的空运“天网”，以营业网点、中转分拨网点、陆路运输网络、客服呼叫网络、最后一公里网络为主组成的“地网”，以及以大数据、区块链、机器学习及运筹优化、智慧安检 AI 识别、智慧物流地图等组成的“信息网”。

截至 2019 年底，顺丰拥有覆盖全国的服务网点、中转场以及干支线网络，其中服务网点：335 个地级市、覆盖率 99.4%，2834 个县区级城市、覆盖率 96%，拥有 1.78 万个自营网点；中转场：9 个枢纽级中转场，36 个航空、铁路站点，129 个片区中转场，其中 60 个中转场已投入使用全自动分拣系统；干支线：自营及外包干支线车辆约 4.3 万辆，开通干、支线合计约 10 万条，末端收派车辆合计约 9 万辆，使用高铁运力 161 条，普列运力 122 条，特快班列 6 条，陆运网络遍布全国。

京东物流以仓储、运输和配送为主，仓库数和仓储面积远高于顺丰，但揽件网点和中转场的全国布局较弱，因此整体配送时效和价格均略低于顺丰；而随着京东物流进一步向社会开放，对网点和中转环节的业务需求将大幅增加。针对此，京东旗下全新物流品牌“众邮快递”2020 年 3 月开始对外招募加盟商，专注下沉市场与经济型商业发展，聚焦 3KG 以内的小件及电商包裹，对标三通一达。众邮快递注重经济性，采取加盟制，已在广州及江浙沪地区起网，截至 2020 年 3 月拥有分拨中心 180 多个，干线 1500 余条，干线车辆 4700 余辆，三方协作网点 10000 家，实现全国 99% 四级地址覆盖。

我们认为，众邮快递虽然在业务布局上和顺丰、三通一达相比仍有较大差距，但可快速补充京东电商小件业务，为平台商家提供更多的可选服务；通过加盟短时间、低成本扩张网络，避免了在揽件和中转上的重资产投入。

3.2 京东数科：以 AI 驱动产业数字化的新型科技公司

京东的金融业务始于 2007 年 10 月，在北上广三地启用 POS 机上门刷卡服务。2012 年 10 月，京东收购第三方支付公司网银在线，正式布局支付体系；2012 年 11 月上线供应链金融服务“京保贝”；2014 年 2 月推出京东白条，业务布局不断拓宽。2014 年 4 月集团组织架构调整，京东金融独立运营。

2017 年 6 月京东金融完成重组，京东出售所持 68.6% 股权，并向京东金融提供有关业务牌照和服务，获得其 40% 税前利润分成权，这一利润分成权可在未来转换为 40% 股权，京东金融实现出表。2020 年 6 月京东将摊薄后的 35.9% 利润分成权转换为 35.9% 股权，并出资 17.8 亿增持至 36.8%。2015 年后京东金融步入快速增长期，2016、2017 年收入各 6.13、16.52 亿元，同比增长 340 倍、1.69 倍；2015-2017 年净利润各-143.27

万元、-5.68 亿元、-20.87 亿元。我们认为，京东金融出表一方面有利于加快融资和发展，另一方面也减轻对母公司的权益亏损。

2018 年 11 月，“京东金融”升级为“京东数字科技”，以 AI、数据技术、物联网、区块链等前沿数字科技为基础，建立并发展起核心的风险管理能力、用户运营能力、产业理解能力企业服务能力，完成了在 AI 技术、AI 机器人、智能城市、数字营销、金融科技等领域的布局，在客户群体上实现了个人端，企业端，政府端的三端合一。

(1) AI 科技：京东数科提出“以 AI 驱动产业数字化”的战略，已基本形成 AI 科技、智能城市、数字营销、金融科技四大战略级核心服务。AI 科技方面，公司是国内最早将计算机视觉、机器学习、NLP、行为识别等人工智能技术进行大规模应用的企业，推出智能机器人、区块链、大数据、人工智能、智能风控、农业等子板块，可辐射金融、交通、农业、社区、医疗、环保、文旅等多个领域。

公司致力于将以 AI 为核心的数字科技与实体经济相融合。研制的可穿戴 AI 仿生手、巡检机器人等多款智能机器人，可代替人工完成危险操作、精密监测、运输等工作，有效助力企业降本增效；将区块链、大数据等先进技术与供应链金融、产品溯源、存证等相结合，推动企业相关业务快速发展；以人工智能为基础，帮助金融企业搭建反欺诈、智能网贷等平台，提高金融企业风控能力；帮助养殖企业进行智能监测、投喂、巡检，赋能农牧业生产。

(2) 金融科技：京东金融利用长期数据积累及技术优势，向金融机构提供从 IT 系统升级，到数字化产品运营、风险管理、客户经营、投资交易，再到与外部场景融合的数字化服务。针对银行、券商、保险推出互联网及移动应用开发、智能营销、智能风控、数据开发处理、投资交易、智能客服及营销等覆盖前中后台主要业务的数字化解决方案。

目前国内金融业务开展仍以牌照监管为主，京东已获得保险、支付、小贷、基金代销、保险中介等牌照，但仍缺少较为核心的银行、征信牌照，未来不排除通过申请或收购方式继续争取牌照。2020 年 6 月京东出资 17.8 亿元增持 0.9% 股权，对应估值达到 1978 亿元（292 亿美元），位列国内金融科技独角兽第三位。

表 20 主要互联网公司金融牌照对比

牌照	京东	腾讯	阿里	百度
银行	无	微众银行	网商银行	百信银行
证券	无	中金公司	无	无
保险	安联财险	和泰人寿、众安保险、英杰华人寿（香港）	国泰产险、信美相互、众安保险	无
基金	无	无	天弘基金	无
第三方支付	京东支付	财付通（微信支付）	支付宝	百度钱包
消费金融	无	无	无	无
小贷公司	重庆两江小贷、重庆京东同盈小贷、北京京汇小贷	财付通网络金融小贷	重庆蚂蚁小微小贷、重庆蚂蚁商诚小贷	重庆百度小贷、上海百度小贷
基金代销	北京肯特瑞	腾安基金销售	蚂蚁基金销售	无
保险中介	天津津投	微民保险代理	上海蚂蚁韵保、杭州保进	黑龙江联保龙江
个人征信	无	腾讯征信（试点）	芝麻征信（试点）	无
金交所	无	无	天津所、网金社	百金交

资料来源：新金融琅琊榜、零壹财经、海通证券研究所

(A) 个人金融：向个人消费者提供支付、理财、贷款、保险、投资等多种服务。

支付：京东支付提供包括卡支付、白条支付、小金库支付、京东钢蹦、白条闪付、京东闪付、刷脸支付在内的多种支付方式，可帮助用户线上线下多领域完成便捷支付。

理财：个人可享受京东小金库增值服务，转入小金库即购买货币基金，小金库内资金可随时转出或用于消费还款，此外还为用户提供稳健理财（固收理财产品）、基金理财、特色产品（黄金）三种投资选择。

贷款：京东金融为消费者提供白条和金条两类贷款，其中白条为消费信贷，用户在

京东平台消费时可先消费后还款，不支持转账；白条属于现金贷，消费者可用于提现。截至 1H2019，京东白条应收账款余额增至 411.32 亿元，不良率 0.47%，逾期率 1.57%，优于银行信用卡不良率（2017 年末为 1.6%）。截至 2019 年 11 月，京东已发行 42 期白条资产支持计划和 6 期资产支持票据，规模合计 673 亿元，用以支持白条业务发展。

其他：京东金融还会提供众筹、保险、股票等业务。其中京东众筹为国内最大的互联网众筹平台。保险板块为用户提供寿险、产险、健康险多样化选择，合作品牌包括国寿、平安、人保等龙头险企，此外，2018 年 7 月京东获准以 4.83 亿元投资安联财险（中国），持股比例 30%，并更名为京东安联财险，主要提供车险、企财险等。此外，股票业务为投资者提供行情信息和交流平台。

(B) 企业金融：以供应链为核心，服务中小企业融资需要。

融资服务：京东主要针对供应链中小微企业提供京小贷、易贷、动产融资、京东快银、企业金采和金保贝 6 种方式。其中京小贷通过大数据风控，向中小微客户提供无抵押贷款；易贷基于历史交易数据，为品牌方下游经销商提供无抵押融资，定向用于采购；京东快银基于纳税记录放款；企业金采为优质企业提供信用额度，可在京东商城先采购后付款；京保贝提供一站式供应链金融服务，包括数据处理、风控建模、融资支持等。

理财服务：以企业金库为中小微企业提供现金管理和余额增值工具，联合银行、保险、券商等机构，为客户灵活配置活期和定期产品，降低现金管理门槛和成本，支持实时存取和自动转入。

跨境服务：推出京 e 汇企业专属账户和支付体系，基于人民币境内转账、人民币购汇支付、外币现汇支付、外币现汇现结四种场景，支持港、美、澳、欧等主流货币，为客户提供灵活的汇率选择。

(3) 智能城市：2018 年 11 月，京东金融完成品牌升级，京东数字科技成为母品牌，除金融外新增京东城市、京东农牧、京东钼媒、京东少东家等子品牌。京东数科以数据技术、AI 和 IoT 作为三大技术支持，助力各行业数字化转型。其中数据技术包括数据仓库、数据挖掘、可视化分析等；AI 技术应用在人脸识别、生物探针、深度学习、图计算、RNN 时间序列算法等场景中；IoT 技术通过传感、视频监控、射频识别、信息加密实现万物互联。目前京东数科技术赋能服务已覆盖 4 亿个人用户、800 万线上线下小微企业、700+金融机构、1.7 万家创业公司及 30 余个城市的政府及机构。

京东城市：自 2018 年 2 月开始布局，基于京东的数字科技能力，整合产、学、研、管、用一体化，打造供多方共同参与智慧城市建设的城市操作系统。其中以城市计算平台为基础，利用时空数据模型、AI 算法、开放式架构、特定网关技术，解决城市建设中数据结构、场景应用开发、隐私保护等难题。

京东农牧：与农大、农科院等院校科研机构合作，自主研发集成“神农大脑（AI）”+“神农物联网设备（IoT）”+“神农系统（SaaS）”三大模块的智能养殖方案，数字化赋能养殖流程，缩减人工成本 30%-50%，减少饲料消耗 8%-10%，缩短出栏时间 5-8 天，有效助力农业降本增效。

京东钼媒：致力于数字化营销赋能，深耕线下商业，以数字技术连接消费者和线下商业机构，覆盖社区、出行、消费、工作、公共五大场景。2018 年，京东钼媒升级改造并连接 200 万块线下屏幕，实现在线化，同时将超过 1000 万的 POI 点位（信息点）的服务内容结构化，每日可服务 2.4 亿消费者。

3.3 布局大健康和工业品，赋能多领域发展

(1) 京东健康：互联网+医疗，赛道好实力强

京东最早于 2013 年涉足保健品等非药品类零售业务，2016 年 1 月上线第三方药品零售平台，5 月上线京东大药房正式进入医药电商行业，2017 年 3 月上线“药京采”首次开展药品批发，12 月上线运营京东互联网医院，医药健康领域布局发展迅速。2019

年5月京东健康子集团成立，实现独立运营；2019年11月，京东健康完成A轮融资，投后估值70亿美元，位列动脉网未来医疗百强榜首。

京东健康致力于服务用户全生命周期，2020年5月携手中国人寿推出首个线上养老社区“国寿-京东养老广园”，融合双方资金管理和线上商城优势，提供“食医健护乐”一站式线上养老服务。目前已初步形成业内最完整的互联网+医疗健康布局，拥有四大核心业务板块：

医药健康电商：涉及药品零售、药品批发、以及非药物的泛健康类商品零售。其中京东大药房已成长为线上线下规模最大的零售药房之一，品类覆盖非处方药、医疗器械、保健品、滋补品、计生用品等泛健康类产品，并且凭借京东物流体系可实现50%药品次日达、非药品满足211时效。“药京采”是国内规模最大的第三方药品批发平台，2018年GMV增长超500%，截至2019年7月覆盖19个省（市区）、47个城市。

互联网医疗：围绕患者需求，开展在线挂号、在线问诊等医疗服务，并借助京东独特药品供应链优势，首创线上“医+药”闭环。京东互联网医院在国内首批取得互联网医院牌照，并在线下与宿迁人民医院进行合作，平台医生来自32个省327个市，其中60%来自三甲医院，78%医生为主治级别以上。

健康服务：为用户提供体检、医美、齿科、基因检测、疫苗预约等消费医疗服务。

智慧医疗解决方案：主要服务于线下实体药店、医院和政府部门等各合作方，向其提供基于互联网+技术的智慧化解决方案。2019年1月京东率先与政府打通医保体系，用户在京东大药房购买药品时可直接使用医保在线支付。

我们预计随着社会老龄化程度加深、中产阶级扩容带来消费升级及居民健康保健意识加强，互联网+医疗健康行业赛道宽、前景好。据华夏时报报道，京东健康CEO辛利军于2019年7月23日接受媒体采访时透露京东健康已实现盈利，可比公司平安好医生2019年净利润为-7.34亿，京东健康展现出较强实力。

(2) 京东工业品：工业品电商独角兽，全链路打通万亿级企业市场

京东工业品隶属京东企业业务，专注工业品电商，通过技术打通工业制造产业链，实现上下游无缝衔接，为企业用户提供工业智能采购平台和供应链解决方案。2020年二季度，京东工业品完成2.3亿美元A轮融资，对应股份比例10.7%，投后估值达到21.5亿美元，成为继物流、数科、健康子集团后，京东孵化的第四个独角兽。

京东工业品以客户体验为中心，针对行业长期存在的长尾商品多、供应商数量庞大、供应链管理难度大等问题，推出iSRM智能采购管理平台，为企业提供从寻源到采购、履约验收、对账付款及售后的一站式服务。并基于该平台提供工业制造解决方案，为企业各环节提供商品、运营管理技术支持，打造横向资源整合能力；同时帮助企业整合金融、物流、供应链、服务等上下游资源，实现内外部数字化管理链接，提高整体效率。

京东智能采购服务可平均提升客户采购效率超50%，从下单到货物运抵时间由8天缩短至3天，有效帮助企业降低仓储成本，提高资金周转效率。凭借极致的用户体验，京东工业品已服务超700万家企业客户，5000多家大型集团，包括389家中国500强、80%在华世界500强，截至2018年底京东在国内企业采购电商市场的份额达51.2%。

(3) 京东智联云：围绕人工智能、大数据和云计算，打造技术服务商

公司在2019年12月建立全新的京东智联云平台，提供包含公有云、私有云、混合云、专有云在内的多云、安全、可信赖的基础云服务，并以智能供应链为抓手，提供数字化、智能化的产业互联网应用云服务。建设强大的云平台对内可提高系统效率，对外针对零售、金融、城市、医疗等场景提供一站式解决方案。

2019年两大购物节期间，京东云平台实现了99.95%的服务等级协议，未出现任何服务中断，可靠的技术水平得以证明。据新华网援引人民网报道，据IDC《中国公有云

服务 (2019 第一季度) 跟踪》显示, 京东云首次跻身中国公有云 IaaS 市场第九位, 收入同比大幅增长 557%。

4. 盈利预测及估值

4.1 预计 2020-2022 年 Non-GAAP 净利各增长 43%、47%、40%

基于上文业务分析, 我们对公司的财务预测做出以下主要假设。

(1) 预计 2020-2022 年零售收入中, 家电 3C 各增长 19%、15%、13%, 日用百货各增长 39%、33%、28%; 合计预计零售收入 2020-2022 年各增长 26%、22%、19%;

(2) 预计 2020-2022 年佣金及推广收入各增长 25%、27%、19%, 物流及其他服务收入各增长 60%、33%、27%; 合计服务收入 2020-2022 年各增长 38%、29%、23%;

(3) 预计 2020-2022 年 GMV 各 2.7 万亿、3.2 万亿、3.8 万亿元, 各增长 27%、21%、17%, 活跃用户各 4.5 亿、5.2 亿、5.8 亿人, 第三方平台的货币化率稳步提升至 7.3%。

表 21 京东收入分部及预测 (百万元, 2016-2022E)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商品	237944	331824	416109	510734	645866	788417	941529
yoy (%)	41.69	39.46	25.40	22.74	26.46	22.07	19.42
家电 3C	179822	236269	280059	328703	392142	450963	509588
yoy (%)	33.68	31.39	18.53	17.37	19.30	15.00	13.00
日用百货	58122	95556	136050	182031	253724	337453	431940
yoy (%)	73.93	64.41	42.38	33.80	39.39	33.00	28.00
服务	20346	30507	45911	66155	90966	117633	144487
yoy (%)	55.24	49.94	50.49	44.09	37.51	29.31	22.83
平台及广告服务	17074	25391	33532	42680	53510	67929	81150
yoy (%)	58.12	48.71	32.06	27.28	25.37	26.95	19.46
物流及其他服务	3272	5117	12379	23474	37457	49704	63337
yoy (%)	36.81	56.39	141.92	89.63	59.56	32.70	27.43
总收入	258290	362332	462020	576888	736833	906049	1086016
yoy (%)	42.67	40.28	27.51	24.86	27.73	22.97	19.86

资料来源: 公司 2016-2019 年年报, 海通证券研究所

(4) 预计 2020-2022 年毛利率各 15.01%、15.59%、15.92%, 履约费用率各 6.45%、6.39%、6.37%; 营销费用率各 3.67%、3.67%、3.65%, 研发费用率 2.36%、2.45%、2.43%, 行政及管理费用率 0.85%、0.88%、0.87%。

(5) 预计 2020-2022 年出售开发物业收益各 6 亿、10 亿、10 亿元, 营业利润率各 1.76%、2.31%、2.68%;

(6) 预计 2020-2022 年投资收益各 19 亿、-15 亿、-15 亿元; 利息收入各 27 亿、25 亿、36 亿元; 利息支出各 12 亿、16 亿、18 亿元;

(7) 假设 2020-2022 年有效税率各 9%、15%、15%, 股权激励费用率各 0.56%、0.6%、0.6%。

综上, 整体预计公司 2020-2022 年总收入各 7368 亿、9060 亿、10860 亿元, 增长 28%、23%、20%, 归母净利润各 208 亿、182 亿、260 亿元, 同比增速各 71%、-13%、43%; Non-GAAP 净利润各 154 亿、227 亿、319 亿元, 各增 43%、47%、40%。

表 22 京东合并利润表及预测 (百万元, 2016-2022E)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	258290	362332	462020	576888	736833	906049	1086016
yoy (%)	42.67	40.28	27.51	24.86	27.73	22.97	19.86
营业成本	222935	311517	396066	492467	626252	764781	913139
毛利率 (%)	13.69	14.02	14.28	14.63	15.01	15.59	15.92
履约费用	18560	25865	32010	36968	47512	57941	69232
营销费用	10159	14918	19237	22234	27050	33211	39591
研发费用	4453	6652	12144	14619	17422	22227	26425
一般及行政费用	3436	4215	5160	5490	6299	7999	9479
出售开发物业收益				3885	637	1000	1000
营业利润	-1252	-835	-2619	8995	12934	20890	29151
营业利润率 (%)	-0.48	-0.23	-0.57	1.56	1.76	2.31	2.68
投资收益	-2782	-1927	-1113	-1738	1884	-1500	-1500
利息收入	1227	2530	2118	1786	2721	2548	3604
利息支出	-619	-964	-855	-725	-1164	-1600	-1785
其他	1543	1316	95	5375	6315	1000	1000
税前利润	-1882	121	-2374	13693	22690	21338	30470
yoy (%)					65.71	-5.96	42.79
所得税	-166	-140	-427	-1802	-1949	-3201	-4571
税率 (%)		115.40		13.16	8.59	15.00	15.00
GAAP 净利润	-3414	-12	-2801	11890	20741	18138	25900
yoy (%)					74.44	-12.55	42.79
净利率 (%)	-1.32	0.00	-0.61	2.06	2.81	2.00	2.38
少数股东损益	-48	-135	-311	-297	-56	-49	-70
归母净利润	-3807	-152	-2492	12184	20794	18184	25967
yoy (%)					70.67	-12.55	42.80
Non-GAAP 净利润	2068	4968	3460	10750	15423	22743	31872
yoy (%)	-340.50	140.20	-30.36	210.73	43.47	47.46	40.14
净利率 (%)	0.80	1.37	0.75	1.86	2.09	2.51	2.93

资料来源: 公司 2016-2019 年年报, 海通证券研究所

4.2 分部估值给以 H 股合理价值区间 364-405 港元/股

考虑公司业务构成, 我们对京东采用分部估值法, 具体如下:

(1) 假设零售业务所得税有效税率为 10%, 给以零售业务 2021 年 35-40x PE, 对应 1137 亿-1299 亿美元估值。

(2) 对旗下京东物流、数科、健康、工业品等子公司参考最新投后估值及持股比例, 测算相应权益估值; 对达达集团采用最新市值进行权益估值。

综上, 给以公司 2021 年整体合理市值区间 1471 亿-1634 亿美元, 11404 亿-12663 亿港元, 对应 H 股合理价值区间 364-405 港元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 23 京东分部估值测算 (2021E)

业务分部	最新投后估值 (亿美元)	持股比例	权益估值 (亿美元)
京东物流	134	81.40%	109
京东数科	292	36.80%	108
达达集团	80	47.90%	38
京东健康	70	86.50%	61
京东工业品	21.5	89.30%	19
合计			335
京东零售业务 (2021E)	营业利润 (亿人民币)	营业利润 (亿美元)	净利润 (亿美元)
	253	36	32
	上限	下限	
零售 PE (2021E)	35	40	
零售业务估值 (亿美元)	1137	1299	
合理市值 (亿美元)	1471	1634	
合理市值 (亿港元)	11404	12663	
总股本 (亿股)	31		
合理价值 (港元/股)	364	405	

资料来源: 海通证券研究所

表 24 京东可比公司估值表 (20201023)

	拼多多	亚马逊	苏宁
PE (2021E, 倍)	508.51	66.03	31.03
PS (2021E, 倍)	9.24	3.73	0.27

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 取 wind 一致预期

5. 风险提示

1. 行业竞争加剧。电商用户红利接近尾声, 各平台一二线用户增长减缓, 下沉市场成为未来增量主战场。相比于从下沉起家的拼多多和双平台驱动的阿里, 京东从中高端市场发力下沉的困难较大, 虽然目前相关措施初见成效, 但未来能否持续提供高增长业绩仍有待观察。

2. 高货币化率难以维持。得益于基础设施社会化, 我们测算公司 2019 年货币化率近 7%, 远高于阿里的 3.7%、拼多多的 3.0%。近期公司不断加码下沉市场, 京喜平台商户佣金率整体低于主站, 若未来京喜 GMV 占比提升, 将对目前货币化率造成拖累。此外行业流量去中心化、碎片化以及宏观经济不确定性增加的大背景下, 公司能否维持较高的货币化率面临较大挑战。

3. 新业务拓展不及预期。近年来京东与沃尔玛开展“三通”, 入股永辉、步步高, 投资五星电器, 联手国美, “新通路”赋能线下小店, 投入大量资源布局线下快消、家电等业务, 相关行业均存在实力强大的竞争对手, 若业务进展不达预期将拖累整体业绩。

4. 基础设施规模经济不显著。公司以成为基础设施服务商为目标, 在仓储物流、科技研发、金融支付等方面进行了持续大规模投入, 若规模经济效应难以出现或不显著, 将影响整体盈利和资产运作, 并对现金流产生负面影响。

5. 业务协同及整合效果不及预期。公司对外投资并购不断增多, 内生增长与外延扩张带动公司迅速膨胀, 业务领域不断延展, 相关业务整合及协同难度加大, 若无法有效解决此类问题, 将对公司管理层精力造成分流, 影响整体竞争力提升。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	576888	736833	906049	1086016
每股收益	3.89	6.64	5.81	8.30	营业成本	492467	626252	764781	913139
每股净资产	26.15	43.63	51.17	61.55	毛利率%	14.63%	15.01%	15.59%	15.92%
每股经营现金流	7.92	12.21	11.54	17.35	营业税金及附加	-	-	-	-
每股股利	-	-	-	-	营业税金率%	-	-	-	-
价值评估 (倍)					履约+营销+研发费用	73821	91985	113379	135248
P/E	73.32	42.96	49.13	34.40	履约+营销+研发费用率%	12.80%	12.48%	12.51%	12.45%
P/B	10.91	6.54	5.58	4.64	管理费用	5490	6299	7999	9479
P/S	1.55	1.21	0.99	0.82	管理费用率%	0.95%	0.85%	0.88%	0.87%
EV/EBITDA	61.45	43.98	28.83	20.33	EBIT	8995	12934	20890	29151
股息率 (%)	-	-	-	-	财务费用	725	1164	1600	1785
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.13%	0.16%	0.18%	0.16%
毛利率	14.63%	15.01%	15.59%	15.92%	资产减值损失	-	-	-	-
净利润率	2.06%	2.81%	2.00%	2.38%	投资收益	-1738	1884	-1500	-1500
净资产收益率	17.21%	19.04%	12.26%	14.72%	营业利润	8317	16375	20338	29470
资产回报率	5.20%	6.61%	4.62%	5.69%	营业外收支	5375	6315	1000	1000
投资回报率	7.68%	12.94%	19.53%	29.21%	利润总额	13693	22690	21338	30470
盈利增长 (%)					EBITDA	13938	18826	27810	37372
营业收入增长率	24.86%	27.73%	22.97%	19.86%	所得税	1802	1949	3201	4571
EBIT 增长率	443.43%	43.80%	61.51%	39.54%	有效所得税率%	13.16%	8.59%	15.00%	15.00%
净利润增长率	589.00%	70.67%	-12.55%	42.80%	少数股东损益	-294	-53	-46	-67
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	12184	20794	18184	25967
资产负债率	61.3%	58.0%	57.2%	57.2%					
流动比率	0.99	1.17	1.27	1.36	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.58	0.78	0.84	0.93	货币资金	39912	77379	102460	147255
现金比率	0.46	0.64	0.71	0.78	应收款项	11976	20323	21305	27828
经营效率指标 (%)					存货	57932	73838	89595	104541
应收帐款周转天数	5.47	5.00	5.16	5.11	其它流动资产	29274	51069	51527	53416
存货周转天数	37.79	38.40	39.00	38.80	流动资产合计	139095	222610	264887	333040
总资产周转率	2.46	2.34	2.30	2.38	长期股权投资	35576	48576	49576	50576
固定资产周转率	27.64	33.77	38.38	43.02	固定资产	20654	22984	24233	26253
					在建工程	5806	7474	7393	8347
					无形资产	15002	16902	20593	24602
					非流动资产合计	120629	147202	153060	161044
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	259724	369812	417948	494084
净利润	11890	20741	18138	25900	短期借款	0	8875	4422	5461
少数股东损益	-294	-53	-46	-67	应付账款	90428	119580	139610	165603
非现金支出	9523	10012	12356	14737	预收账款	16079	18643	17599	18106
非经营收益	2146	2521	-500	-500	其它流动负债	33510	42902	46238	56252
营运资金变动	7766	15061	5125	13155	流动负债合计	140017	190001	207869	245422
经营活动现金流	24781	38218	36119	54292	长期借款	10052	13313	17688	21845
资产	-9000	-11789	-11779	-15204	其它长期负债	9031	11240	13560	15570
投资	-22286	-33716	-2500	-2500	非流动负债合计	19082	24553	31247	37415
其他	5936	637	1000	1000	负债总计	159099	214555	239117	282838
投资活动现金流	-25349	-44868	-13279	-16704	实收资本	0.38	0.38	0.38	0.38
债权募资	-4052	12137	-79	5197	归属于母公司所有者权益	81856	136542	160162	192645
股权募资	-19	29771	0	0	少数股东权益	18768	18715	18669	18602
其他	6644	2209	2320	2010	负债和所有者权益合计	259724	369812	417948	494084
融资活动现金流	2572	44117	2241	7207					
现金净流量	2410	37467	25081	44795					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证 14 券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 广州酒家,中国东方教育,九毛九,华熙生物,滔搏,海底捞,永辉超市,步步高,周大生,美吉姆,重庆百货,老凤祥,王府井,锦江酒店,美团点评-W,小米集团-W,九美股份,红旗连锁,阿里巴巴-SW,爱婴室,家家悦,安踏体育,天虹股份,苏宁易购,宋城演艺,中公教育,中国中免,良品铺子

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢晶(021)23219436 xiey@htsec.com
金鼎(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 程云鹤 cyh13230@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com