

京东集团-SW (09618)

证券研究报告
2020年06月19日

物流奠基，渠道下沉，技术引领千亿新征程

零售为基，技术驱动，品质口碑成就自营电商第一股

京东成立于1998年，并于2004年开始进入电商领域，目前已经发展成为自营电商第一平台，业务涵盖线上零售、物流、金融与数字科技等领域，汇聚近4亿用户，年成交额超过2万亿元，市场份额升至20%。公司线上零售业务主要分为自营与第三方服务。前者通过批量采购再零售的形式赚取商品差价，后者通过向第三方商家提供卖场、广告及物流等业务赚取服务收入。2019年公司实现收入5,768.9亿元，同比增长24.9%，调整后归母净利润107.5亿元，同比增长210.7%，调整后归母净利润率同比提升1.2pct至1.9%。分业务来看，2019年自营业务收入5,107亿元，服务及其他收入662亿元，其中物流、广告佣金及日用百货销售是主要增长来源。

自营体系铸就壁垒，小程序挖掘微信流量红利

京东的核心优势在于自营体系下较强的供应链能力。截至2019年底京东与2.4万优质供应商建立合作关系，平台第三方商家数量也达到了27万，优质商品通过全国730个仓库（仓储面积约1,700万平米）与超17万配送仓储人员送达给消费者，物流满意度位列全国领先地位。供应链能力让用户感知到正品保障与快捷的配送服务，从而实现较好的用户体验，2018年京东的消费者净推荐值达21.8%，位居全国第一。此外，与腾讯的流量合作，使得京东以低成本触达海量用户。随着小程序普及度提升，叠加京东购物与京喜小程序对用户吸引力，京东获客效率持续提升，获客成本持续下降。

中短期：新用户与新品类拉开新一轮增长序幕，效率提升打开盈利空间

用户方面，1Q20京东年化活跃买家达3.87亿，过去12个月净增近8,000万用户，其中超过70%来自于下沉渠道。在京喜和京东主站的双轮驱动下，公司渠道下沉预计持续带来新用户。新品类方面，京东非带电器类持续保持快速增长，日用百货类收入过去五个季度增速持续提升。规模增长叠加技术驱动公司盈利空间逐步打开，2019年京东商城运营利润率达2.5%，同比+0.9pct，1Q20进一步提升至3.2%。从净利润空间看，2019年公司净利率2.1%，相较其他可比公司平均值3.2%，相较亚马逊4.1%还有提升空间。

长期：技术沉淀中台化能力，供应链赋能孕育第二增长曲线

京东自2017年开启第二轮技术研发期，人工智能、大数据、云技术与供应链场景结合沉淀出中台化技术能力（智能供应链平台入选新一代人工智能开放创新平台）。目前，京东已形成近百套多场景、可快速对外赋能的解决方案，并在2019年实现三位数增长。着眼长期，新技术将带领全行业实现智能化，释放上万亿增量空间，京东有望借助行业红利实现第二次增长。

投资建议：我们预计2020-2022年公司调整后归母净利润将达到137.7亿元/188.2亿元/234.5亿元，分别同比增长28.1%/36.7%/24.6%。考虑到公司在电商行业的竞争力、中短期新用户与新品类所带动的增长与效率提升、长期技术赋能空间，我们认为京东的合理市值约为8,646亿港元，约合1,116亿美元，对应港股每股278港元，给予买入评级。

风险提示：宏观及政策监管风险；行业竞争加剧；关联交易；疫情影响。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	234 港元
目标价格	278 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,109.88
港股总市值(百万港元)	727,712.33
每股净资产(港元)	29.07
资产负债率(%)	61.14
一年内最高/最低(港元)	239.00/228.60

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况：服务近 4 亿用户的自营电商龙头	5
1.1. 发展历程：发展二十余载，成就自营电商第一股.....	5
1.2. 商业模式：线上自营零售为主，第三方营销服务为辅.....	6
1.3. 财务表现：收入快速增长，利润迈入百亿门槛.....	7
1.4. 管理层及股权结构.....	8
2. 公司业务：以零售为基，以技术为本	10
2.1. 京东零售：全品类电商平台，受益行业高景气.....	10
2.1.1. 业务分析：打造旗舰服务标准，构筑万亿级电商平台.....	10
2.1.2. 行业机会：电商行业迈入交易额与用户规模的“双十”时代，未来五年预计规模接近翻倍.....	16
2.1.3. 未来看点：渠道下沉助力市场份额提升，规模效应强化商业化效率.....	18
2.2. 京东物流：布局全国，高效协同.....	22
2.2.1. 业务分析：对内支持京东商城，对外提供优质配送服务.....	22
2.2.2. 未来看点：口碑提升助力第三方商家入驻，本地配送打开增长空间.....	24
2.3. 京东数科：立足金融，发力数字科技.....	26
2.4. 京东健康：潜心发展八载，跻身在线医疗第一梯队.....	29
2.4.1. 业务分析：连接线上与线下，覆盖健康全场景.....	29
2.4.2. 行业机会：大赛道低渗透，在线医疗前景广阔.....	31
3. 核心优势：自营体系铸就优质体验，小程序重塑微信流量	33
3.1. 自营体系：供应链与物流能力共筑最优消费体验.....	33
3.2. 微信合作：小程序矩阵加速掘金微信流量.....	33
3.3. 技术能力：以 ABC 技术为基础，打造领先智能供应链.....	34
4. 投资建议	36

图表目录

图 1：京东集团发展历程.....	5
图 2：京东集团主要投资.....	6
图 3：京东收入结构（2016A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）.....	6
图 4：京东净收入及同比增速（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）.....	7
图 5：京东调整后归母净利润及净利率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）.....	7
图 6：京东毛利率及扣除履约费用率后毛利率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）.....	7
图 7：京东四项费用率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）.....	7
图 8：京东经营性净现金流（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）.....	8
图 9：京东集团股权结构.....	8
图 10：京东集团高管团队.....	9
图 11：京东商城发展历程.....	10
图 12：京东活跃买家数量（1Q16A-1Q20A）.....	11

图 13: 国内主要电商平台年化活跃买家 (1Q15A-1Q20A)	11
图 14: 京东商城 GMV (2015A-2019A)	11
图 15: 2019 年京东商城 GMV 占比	11
图 16: 京东商城业务收入及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	12
图 17: 京东商品直销收入及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	12
图 18: 京东家电产品收入及同比增速 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	12
图 19: 京东日百产品收入及同比增速 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	12
图 20: 京东商品直销业务收入结构 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	12
图 21: 京东主要运营能力指标 (2Q18A-1Q20A)	12
图 22: 国内主要电商平台市场份额变化	13
图 23: 京东卖场及广告业务、同比增速 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	13
图 24: 京东第三方签约商家 (2017A-2019A)	13
图 25: 京准通产品介绍	14
图 26: 京东 PC 端广告位置示意图	14
图 27: 京东移动端广告位置示意图	14
图 28: 2019-2020 年开放平台各类目资费一览表对比 (部分品类为例)	15
图 29: 三家主要电商公司广告及佣金业务 ARPU (2016A-2019A)	15
图 30: 小狗电器阿里与京东渠道推广费用率对比 (2015A-2017A)	15
图 31: 良品铺子天猫与京东渠道推广费用率对比 (2016A-2018A)	16
图 32: 三只松鼠阿里与京东渠道推广费用率对比 (2016A-2018A)	16
图 33: 中国网上商品和服务零售额及同比增速 (2005A-2019A)	16
图 34: 中国实物商品网上零售额、同比增速及渗透率 (2015A-2019A)	17
图 35: 中国非实物商品网上零售额及同比增速 (2015A-2019A)	17
图 36: 2019 年中国移动互联网典型细分行业月活跃用户数 Top30	17
图 37: 国内网上零售人均网购支出及同比增速 (2010A-2019E)	18
图 38: 京喜发展历程	18
图 39: 京喜和芬香承担京东获取下沉市场的主力	19
图 40: 京喜双 11 期间用户数	19
图 41: 京东和京喜新增用户城际分布 (2019 年双 11)	19
图 42: 京喜小程序界面截图	19
图 43: 京东平台商家商品数量增长趋势 (2014 年-2017 年)	20
图 44: 2016-2018 年京东平台各一级品类销量 Top10	20
图 45: 2016-2018 年京东平台各一级品类下单金额 Top10	20
图 46: 京东人均支出及同比增速 (2015A-2019A)	20
图 47: 京东零售业务运营利润率 (2015A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	21
图 48: 部分零售企业净利率对比-2019 年	21
图 49: 京东物流发展历程	22
图 50: 京东物流全国布局	22
图 51: 京东物流产品介绍	23
图 52: 京东仓储数量和仓储面积 (2015A-2019A)	23
图 53: 京东物流仓储及配送人员规模 (2015A-2019A)	23

图 54: 京东物流融资轮次	23
图 55: 京东物流及其他业务、同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	24
图 56: 达达集团总收入及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	25
图 57: 京东到家 GMV 及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)	25
图 58: 本地超市即时配送零售成交额及渗透率 (2016A-2023E)	25
图 59: 2019Q3 中国即时配送平台订单量市场份额	25
图 60: 京东数科发展历程	26
图 61: 京东数科产品介绍	26
图 62: 京东数科融资轮次	27
图 63: 京东白条单笔借款金额结构	27
图 64: 京东白条借款周期结构	27
图 65: 京东智慧城市竞争策略	28
图 66: 中国智慧城市主要厂商生态合作网络与网络中心度	28
图 67: 京东健康发展历程	29
图 68: 国内部分互联网医疗平台收入体量对比	29
图 69: 国内部分互联网医疗平台市值体量对比	29
图 70: 京东急速问诊基本流程	30
图 71: 京东合作药房项目九大核心业务场景	31
图 72: 中国互联网医疗市场规模及同比增速 (2012A-2026E)	32
图 73: 在线药品 B2C 交易总额、市场渗透率及同比增速 (2012A-2026E)	32
图 74: 在线咨询数量、市场渗透率及同比增速 (2012A-2026E)	32
图 75: 在线医疗健康广告及营销推广市场收益及同比增速 (2012A-2026E)	32
图 76: 主要电商平台消费者净推荐值-2018 年	33
图 77: 主要电商平台产品与品类形象	33
图 78: 主要电商平台物流快递形象	33
图 79: 京东与微信的合作	34
图 80: 2020 年 3 月微信、手机淘宝、京东移动端 MAU	34
图 81: 国内主要电商平台获客成本对比	34
图 82: 京东研发费用及同比增速 (2016A-2019A)	35
图 83: 主要互联网公司研发费用对比 (2019A)	35
图 84: 京东人工智能开放平台能力一览	35
图 85: 国家新一代人工智能开放创新平台	35
图 86: 京东未来三年盈利预测	36
图 87: 京东 Forward PE Band	36
图 88: 全球主要电商行业估值对比表	37

1. 公司概况：服务近 4 亿用户的自营电商龙头

1.1. 发展历程：发展二十余载，成就自营电商第一股

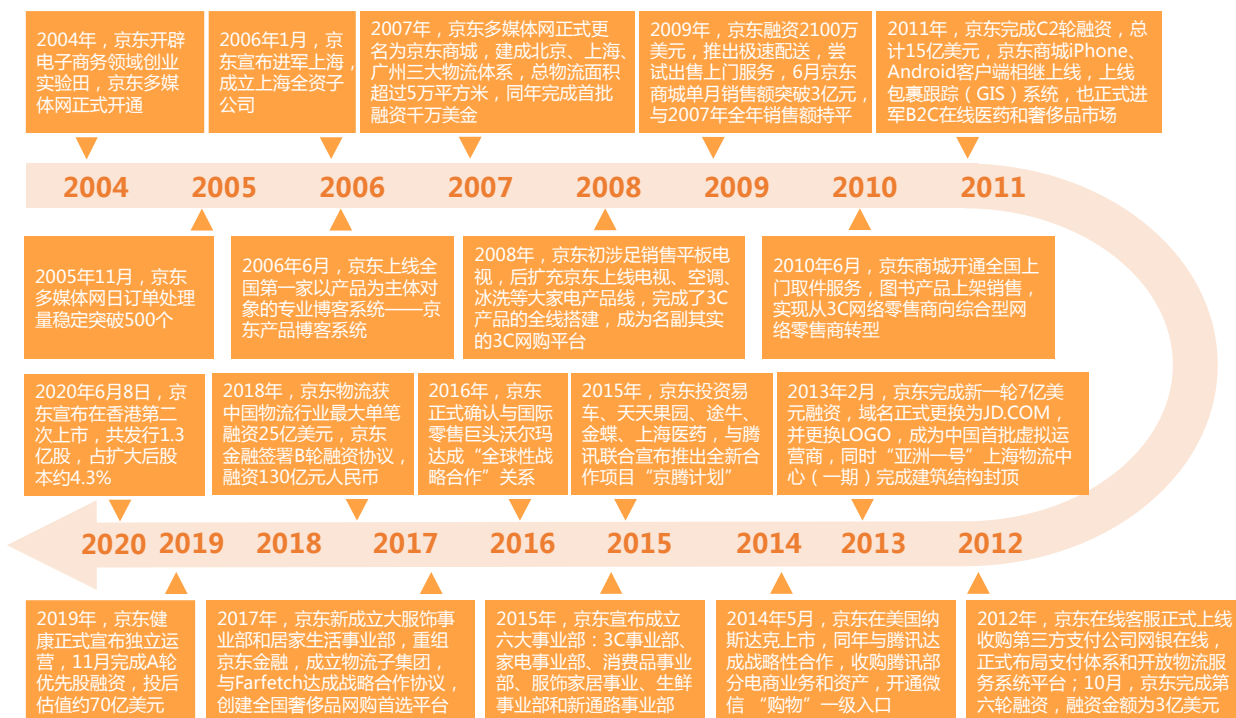
1998-2007 年诞生期：京东最早成立于 1998 年，并于 2004 年转型线上进入电商领域，2007 年线上平台京东多媒体网正式更名为京东商城，逐渐完成 3C 产品的全线搭建，同年开始搭建物流体系，服务于零售业务。

2008-2011 年蓬勃发展期：2009 年京东融资 2,100 万美元，并推出极速配送，尝试上门服务，带动销售额显著提升，2009 年 6 月京东商城单月销售额突破 3 亿元，与 2007 年全年销售额持平。2010 年上架销售图书产品，向综合性网络零售商转型，并于 2011 年完成 15 亿美元融资。

2012-2016 年资本化&战略布局期：京东开始追求专业化和规模化的经济效应，比如建设亚洲一号自动化运营中心，将京东物流的客户时效和服务标准打造成为全球标杆之一，同时在 2012 年向社会开放物流平台，放大平台效应。2012 年开始京东逐步通过收购、投资和战略合作扩大集团实力与影响力。2013 年 10 月，京东金融集团正式成立，开始独立运营，上线首个供应链金融产品“京保贝”。2014 年 5 月，京东正式登陆美国纳斯达克，与腾讯达成战略合作。2015 年成立六大事业部：3C 事业部、家电事业部、消费品事业部、服饰家居事业、生鲜事业部和新通路事业部。2016 年，京东物流首次向社会开放，提供第三方物流服务。

2017 至今布局全产业链：2017 年正式成立京东物流集团。同年，京东金融正式从京东集团中剥离，后在 2018 年更名为京东数字科技集团，旗下包括京东金融、京东城市、京东农牧、京东钜媒、京东少东家五大子品牌。2019 年 3 月正式成立零售集团，三大核心业务正式确立，再加上保险、物流地产、云计算、AI 和海外等业务，京东集团已形成全面的布局，全面从“零售”向“零售+零售基础设施服务商”转型。2020 年 6 月京东预计在香港二次上市。

图 1：京东集团发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：京东集团主要投资

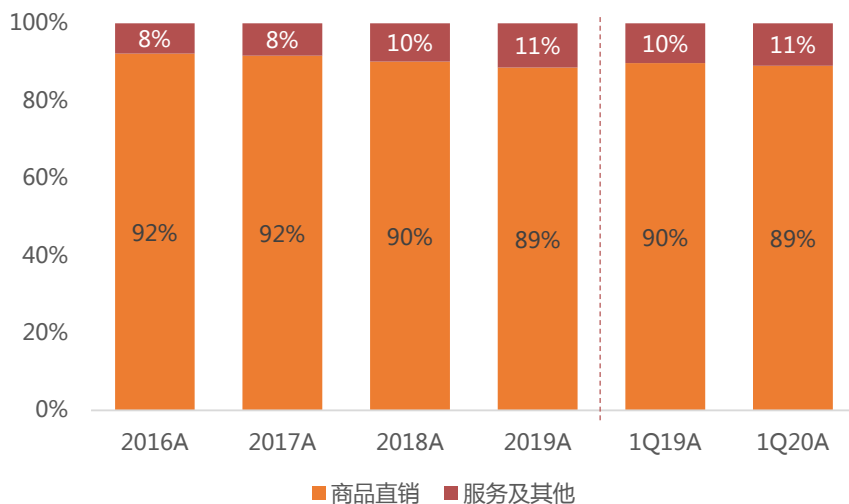
公司名称	投资时间	所属行业	业务	公司介绍
易车	2015年2月 2016年6月	互联网	汽车互联网企业	中国领先的汽车互联网企业，易车公司为中国汽车用户提供专业、丰富的互联网资讯和导购服务，并为汽车厂商和汽车经销商提供卓有成效的互联网营销解决方案。
易鑫	2015年2月 2016年6月	互联网	互联网汽车金融交易平台	易鑫集团有限公司成立于2014年11月19日，是中国最大的互联网汽车零售交易平台。凭借我们的互联网平台，公司经营的业务分为两大分部：(i) 交易平台业务，主要包含促成消费者汽车购买交易；(ii) 自营融资业务，即主要透过融资租赁及经营租赁为消费者提供汽车融资解决方案。
途牛	2015年5月	互联网	在线旅游预订服务提供商	途牛是一家在线旅游预订服务提供商，其服务主要基于线上平台“途牛旅游网”，致力于为用户提供跟团游、自助游、机票、自驾、门票以及公司旅游预订等于一体的包办旅行服务方案，并面向用户提供门票代售、酒店及机票预订、境外金融等服务。
永辉	2015年8月 2018年5月	零售	生鲜超市	永辉超市是一个主打生鲜农产品的现代连锁超市，以家庭主妇、上班族为主要客户群，产品主要涵盖各种海鲜、农副产品、餐桌食品等。
达达	2016年4月 2018年8月	物流	物流平台	达达-京东到家是中国领先的同城速递信息服务平台和零售赋能开放平台，其零售赋能开放平台京东到家，包含超市便利、新鲜果蔬、美食烘焙、鲜花蛋糕、医药健康等业务，覆盖北京、上海、广州等近40个重要城市，注册用户5000多万，月活跃用户超过2000万。
Farfetch	2017年6月 2018年9月	电商	电商网站	Farfetch 是一家时尚电商网站，主打欧洲、北美时尚精品。
中国联通	2017年8月	通信	网络业务 固定通信业务	中国联通是一家主要经营GSM、WCDMA和FDD-LTE制式移动网络业务，固定通信业务，国内、国际通信设施服务业务的公司，致力于为广大用户提供全方位、高品质信息通信服务。
唯品会	2017年12月	电商	名牌折扣特卖电商平台	唯品会是一家名牌折扣特卖电商平台，面向中国消费者提供优质、受欢迎的品牌商品，商品囊括时装、护肤品、箱包、皮具、配饰、香水、医药等等，致力于安全诚信的交易环境和服务平台、可对比的低价位、高品质的商品、专业的唯美设计、完善的售后服务。
万达商业	2018年1月	地产	商业地产投资及运营商	万达商业是全国布局的大型商业地产投资及运营商，公司业务包括三个主要板块：1、开发、租赁和管理持有作为长期投资的商业物业，主要为购物中心；2、开发及销售物业，包括商铺、写字楼、SOHO、住宅楼等；3、开发及经营豪华酒店。
五星电器	2019年4月	3C零售	3C零售	五星电器专业从事家用电器、个人电子移动设备及相关服务的零售，并为顾客提供相应的解决方案，是中国零售连锁百强企业。
爱回收	2019年6月	3C	电子产品竞价回收平台	爱回收是一个电子产品竞价回收平台，采用回收商竞价模式，并与京东、1号店、沃尔玛等品牌合作，为用户提供上门回收服务和一站式手机升级置换服务。
国美	2020年5月	3C零售	家电零售	国美电器是一家家用电器及消费电子产品连锁零售商，为消费者提供价格和品类优势的产品和行业指向性的消费体验。国美将进军汽车市场。入驻商家可以优先享有车源政策、金融服务、汽车保养、销售线索等服务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 商业模式：线上自营零售为主，第三方营销服务为辅

作为电商龙头之一，与阿里巴巴和拼多多的平台模式不同的是，京东主打自营模式，挑选和采购品牌方商品，自建物流系统，面向消费者直接销售并获取品差价。此外，京东为第三方商家提供营销服务、物流服务等多种服务，并赚取服务收入。

图 3：京东收入结构（2016A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）

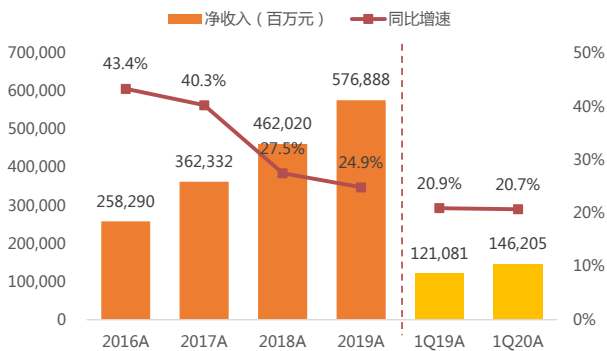


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务表现：收入快速增长，利润迈入百亿门槛

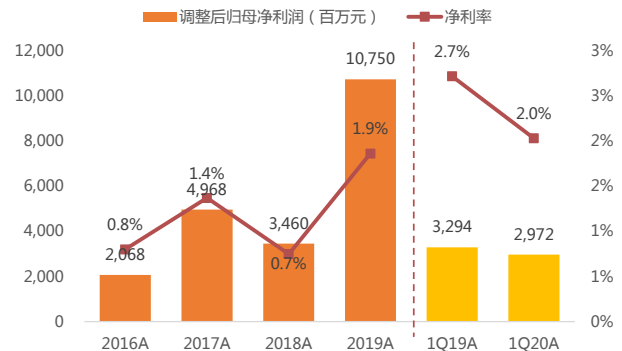
收入保持较高增长，盈利能力稳步提升，利润迈入百亿门槛。2019 年京东总体净收入为 5,768.9 亿元，同比增长 24.9%，随着规模的增长收入增速有所下降，但仍然维持 20%以上的增长。1Q20 尽管有疫情影响用户需求，但京东借助自营物流仍然保持 20%以上的增长，季度收入接近 1,500 亿。利润方面，2019 年公司调整后归母净利润达 107.5 亿元，同比增长 210.7%，调整后归母净利率同比提升 1.2pct 至 1.9%，1Q20 疫情下净利率从 19Q1 的 2.7% 降至 2.0%。

图 4：京东净收入及同比增速（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：京东调整后归母净利润及净利率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）

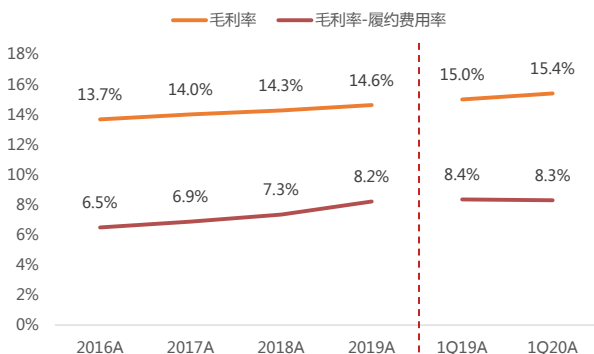


资料来源：公司公告，天风证券研究所

在规模增长下，京东盈利能力持续改善。过去几年京东毛利率持续提升，每年稳定提升 0.3pct，2019 年整体毛利率达 14.6%，1Q20 进一步提升至 15.4%，同时由于履约费用逐步降低，扣除履约费用后的毛利率也快速提升，从 2016 年的 6.5% 提升至 2019 年的 8.2%，1Q20 由于低客单价的生鲜是核心增长品类，因此履约费用率较为稳定。

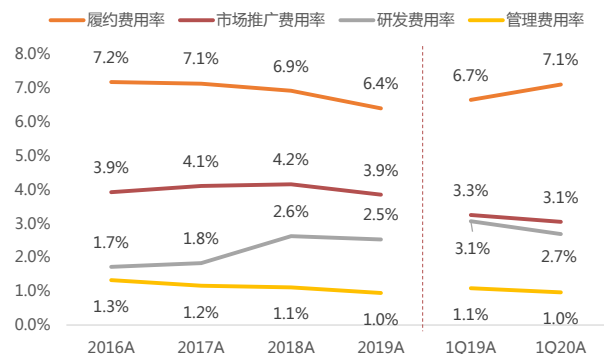
公司费用控制能力持续提升。2018 年前公司销售费用率和研发费用率皆有提升，销售费用率小幅提升至 4.2%，研发费用率提升至 2.6%，2019 年公司费用率皆有改善，并延续至 1Q20。2019 年公司市场费用率达 3.9%，研发费用率为 2.5%，管理费用率为 1.0%，分别同比降低 0.3pct、0.1pct 和 0.1pct。

图 6：京东毛利率及扣除履约费用率后毛利率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

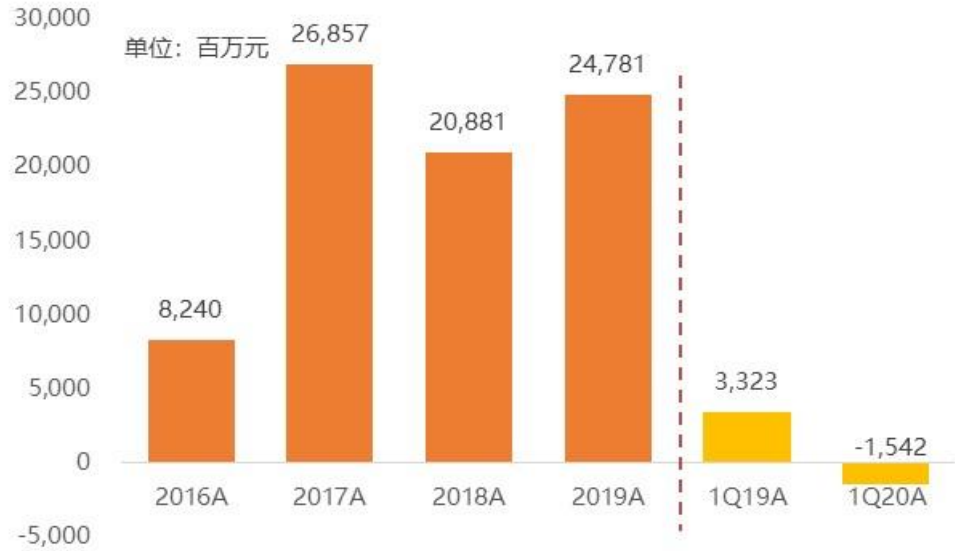
图 7：京东四项费用率（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

京东现金流状况较为良好。2019 年公司经营性净现金流入达 247.8 亿元，同比提升 18.7%，近三年每年皆维持超 200 亿元的经营性净现金流入。1Q20 受疫情影响公司经营性净现金流为-15.4 亿元。

图 8：京东经营性净现金流（2016A-2019A；1Q19A-1Q20A）

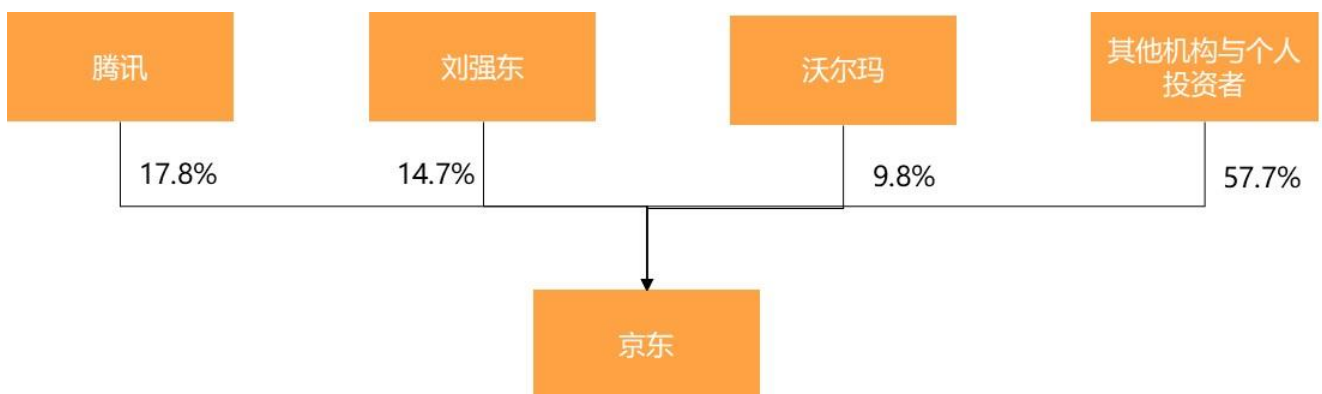


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 管理层及股权结构

京东股权结构较为分散，但投票权集中。在同股不同权机制下，尽管刘强东持股 14.7%，但拥有对公司的绝对控制权（投票权 78.4%）。腾讯持股 17.8%、沃尔玛持股 9.8%，其他机构与个人投资者持股 57.7%。

图 9：京东集团股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：京东集团高管团队

姓名	职务	主要工作经历
刘强东	董事局主席、CEO	<ul style="list-style-type: none"> 1998年创立京东，一直担任董事长和CEO
徐雷	京东零售CEO	<ul style="list-style-type: none"> 2009年加入京东，历任京东商城市场营销部负责人、无线业务部负责人、京东商城营销平台体系负责人、京东商城副总裁、京东商城轮值CEO、京东零售集团CEO等多个重要职务。现任执行董事、经理，法定代表人，京东零售集团CEO、京东健康董事长 2000年-2002年就职于联想集团，负责联想集团品牌及各产品网络推广工作 2002年-2007年就职于中国最大的专业网络营销服务提供商--好耶广告网络，历任销售总监、客户部执行总监、副总经理、北京公司总经理等职务 2011年4月，加盟鞋业巨头百丽国际控股运营的B2C网站优购网上鞋城任职CMO，负责优购市场推广、公关宣传、品牌建设以及无线业务；后2013年2月，重返京东商城
王振辉	京东物流CEO	<ul style="list-style-type: none"> 2010年4月加入京东，历任华北区域分公司总经理、仓储部负责人、京东智能总裁、运营体系负责人等多个职位，现任京东物流CEO 曾在联想集团任职中国区销售商务部总经理，后加入怡亚通股份有限公司，王振辉曾在怡亚通担任高管，负责全国商务运营并兼任宇商网科技（直属公司）执行总经理
许冉	CFO	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月开始担任京东零售首席财务官 在加入本公司之前，许女士是普华永道中天会计师事务所的审计合伙人，先后在普华永道的背景分所和圣何塞分所工作了近20年，专注于TMT行业及美国资本市场 2018年加入京东，担任财务副总裁，2020年1月晋升为高级副总裁，在任职期间先后担任集团财务和集团税务的部门负责人，并在改善2019年京东零售的财务和运营业绩方面发挥了关键作用
李娅云	首席合规官	<ul style="list-style-type: none"> 2007年12月加入京东，目前担任首席合规官，负责合规、法律事务及内部审计以及信息安全

资料来源：公司公告，天风证券研究所

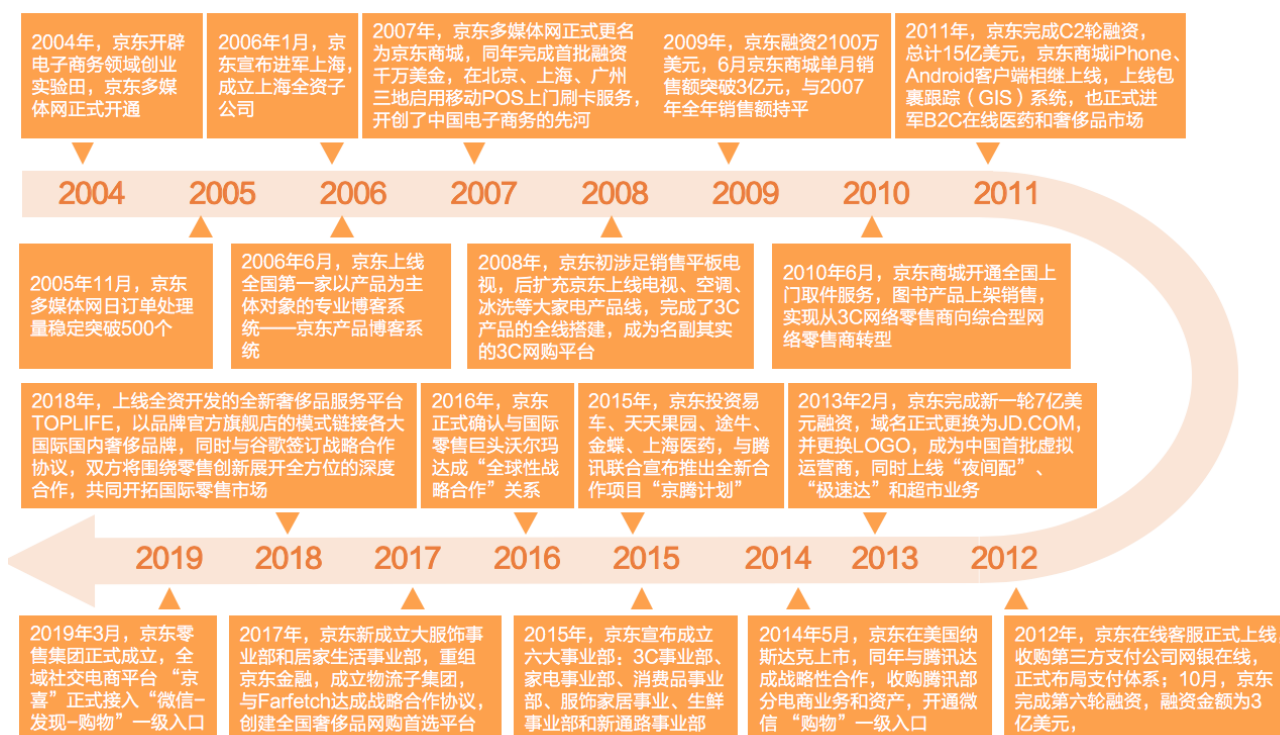
2. 公司业务：以零售为基，以技术为本

2.1. 京东零售：全品类电商平台，受益行业高景气

2.1.1. 业务分析：打造旗舰服务标准，构筑万亿级电商平台

京东商城原名京东多媒体网，于2004年创立。经过四年时间发展，京东商城完成了3C产品的全线搭建，成为名副其实的3C网购平台。2009年京东融资2,100万美元，同年6月京东商城单月销售额已经与2007年全年持平。2010年京东开始销售图书产品，开启从3C网络零售商向综合型网络零售商的转型之路。2011年京东开启移动化，京东商城iOS、Android移动客户端相继上线，也正式进军B2C在线医药和奢侈品市场。2012年，京东收购第三方支付公司网银在线，获得第三方支付牌照，开始布局支付系统。2014年5月，京东集团正式在美国纳斯达克上市，同年与腾讯达成战略合作，收购腾讯部分电商业务和资产，开通微信“购物”一级入口。2016年京东正式确认与国际零售巨头沃尔玛达成“全球性战略合作”关系。2019年京东全面升级社交电商，京喜、芬香等多个社交电商平台相继推出，以支持京东商城的渠道下沉。

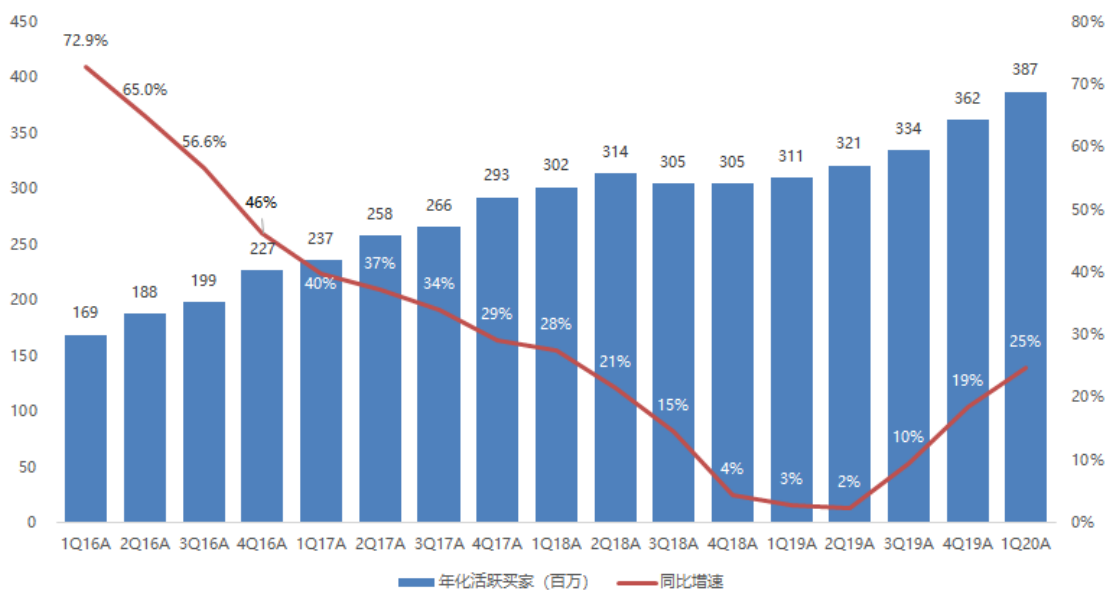
图 11：京东商城发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

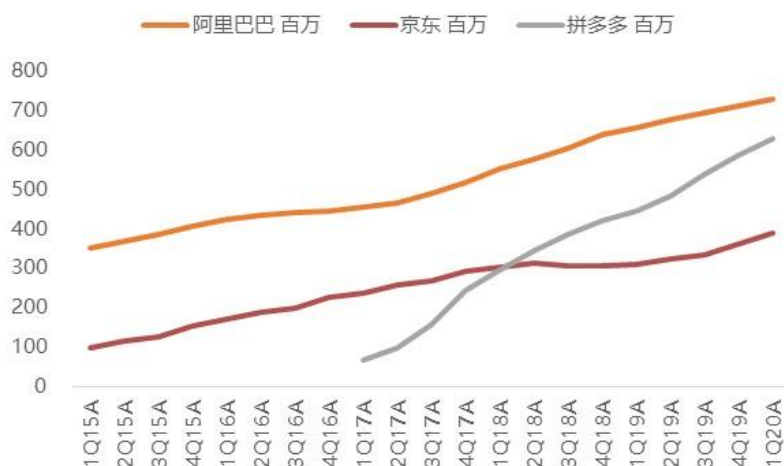
京东以自营物流打造优质体验，围绕近4亿用户满足2万亿消费需求。京东零售主要通过自营商品（赚取商品差价）和第三方服务（广告及佣金）两种模式向消费者提供网购服务。借助京东物流，公司向消费者提供较为优质的、有差异化的网购体验。截至2019年底，京东平台活跃买家数量达3.9亿，同比增长24.8%。2019年京东平台GMV（成交额）达2.1万亿元，同比增长24.4%。

图 12: 京东活跃买家数量 (1Q16A-1Q20A)



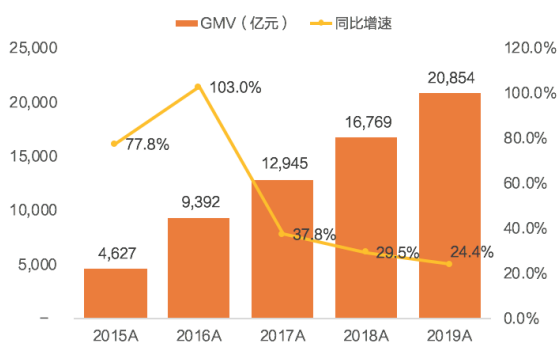
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 国内主要电商平台年化活跃买家 (1Q15A-1Q20A)



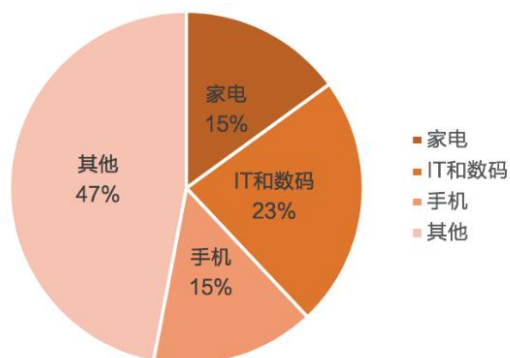
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 京东商城 GMV (2015A-2019A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

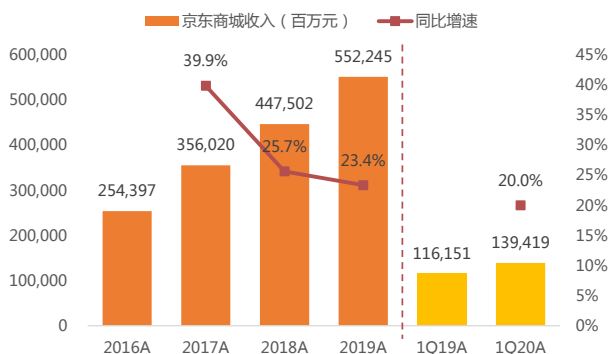
图 15: 2019 年京东商城 GMV 占比



资料来源: 36 氪, 超对称科技, 天风证券研究所

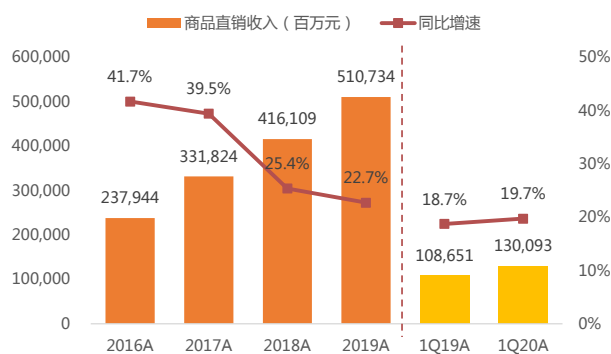
带电商品是基本盘，非带电品类是增长驱动。2019年京东商城业务年收入超5,500亿，同比增长23.4%，其中自营业务收入5,107亿元，同比增长22.7%。直营业务收入中家电产品收入达3,287亿元，同比增长17.4%，日用百货类产品收入达1,820亿元，同比增长33.8%。日用百货商品持续保持高于家电品类的增速，公司收入结构中日用百货占比在1Q20也首次突破40%。从运营指标来看，公司存货周转效率持续提升，1Q20京东存货周转天数为35.4天，同比减少1.1天。

图 16: 京东商城业务收入及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)



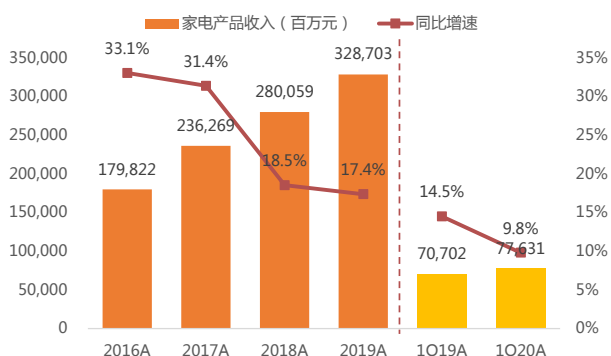
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 京东商品直销收入及同比增速 (2017A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)



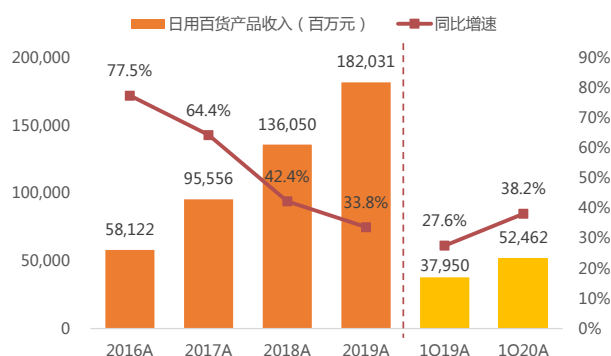
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 京东家电产品收入及同比增速 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 京东日百产品收入及同比增速 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 京东商品直销业务收入结构 (2016A-2019A; 1Q19A vs. 1Q20A)

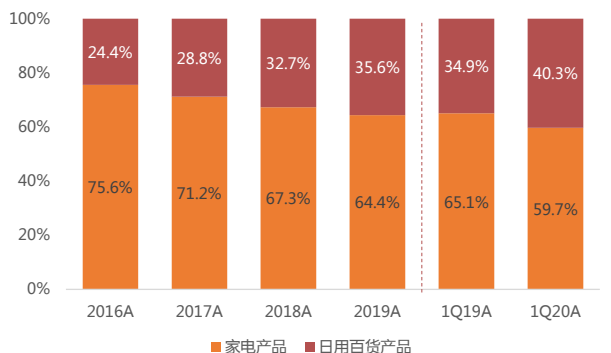
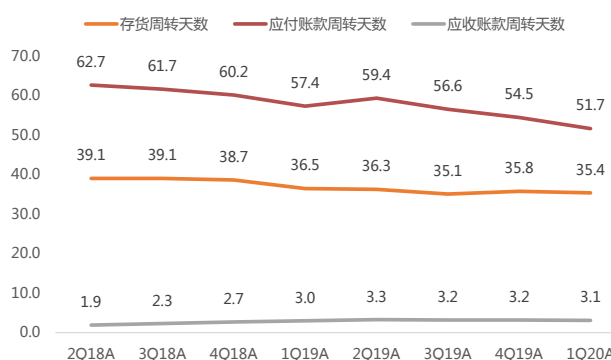


图 21: 京东主要运营能力指标 (2Q18A-1Q20A)

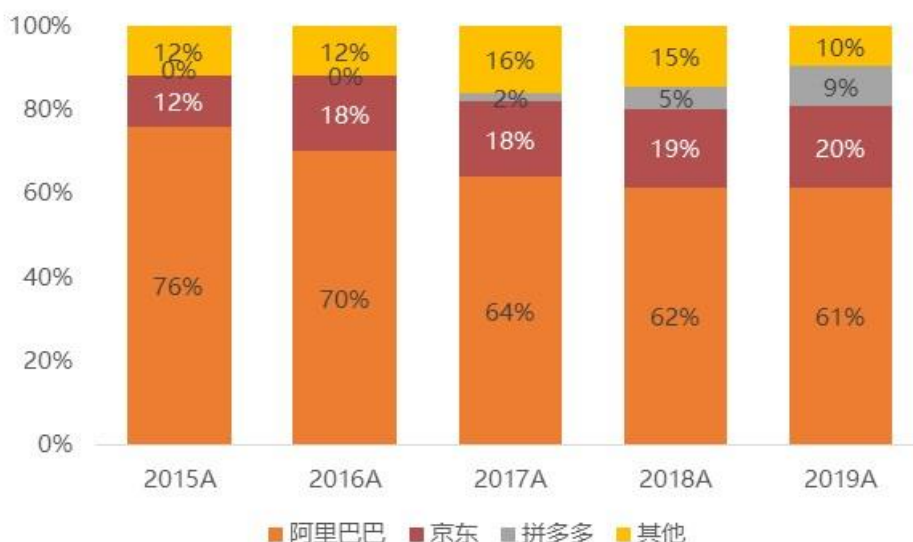


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在非带电日用百货品类与第三方商家品类带动下，京东市场份额持续提升。从电商行业整体市场份额变化趋势来看，过去几年京东按成交额计算的市场份额持续提升，过去五年市场份额实现从 12%到 20%的增长，近两年每年提升 1pct 左右。

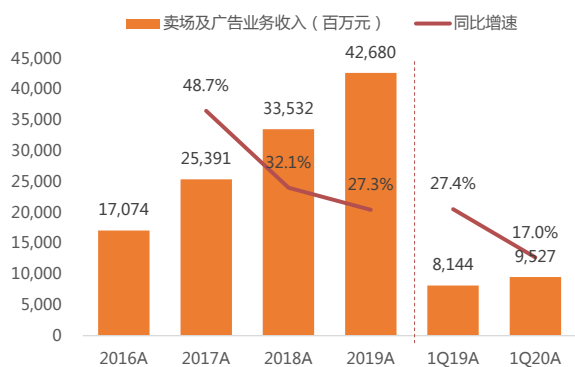
图 22：国内主要电商平台市场份额变化



资料来源：公司公告，国家统计局，天风证券研究所

面向第三方商家的卖场及广告业务收入快速增长。2019 年收入体量已经超过 400 亿元，1Q20 保持 17%的增长。持续涌入平台的第三方商家为京东广告及佣金业务增长提供基础，2019 年京东第三方商家数量同比净增 7 万至 27 万家，同比增长 35%。

图 23：京东卖场及广告业务、同比增速（2016A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：京东第三方签约商家（2017A-2019A）

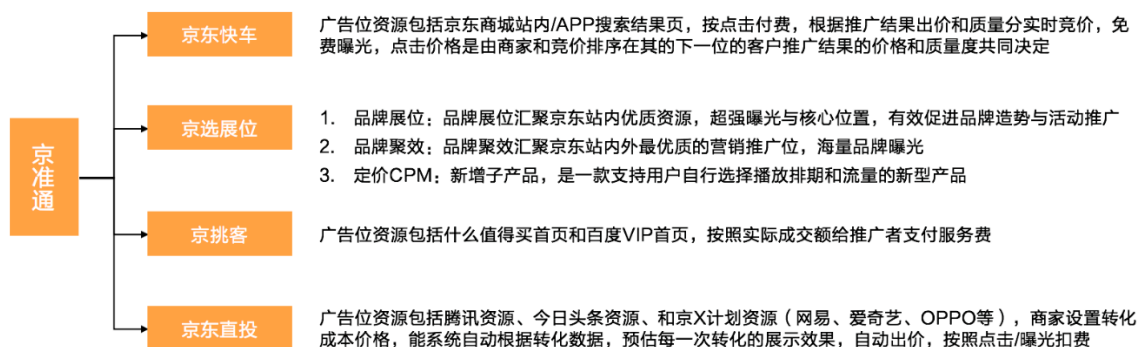


资料来源：公司公告，天风证券研究所

京东广告业务主要通过京准通来实现，京准通于 2014 年创立，作为京东广告代理商合作平台，一直推动着以人、货、场为核心的营销模式变革。京准通目前包含四个产品，分别

为：京东快车、京选展位、京挑客和京东直投。其中京东快车和京选展位为京东商城站内的广告资源，京挑客的优势在于推后付费和按实际成交额付费，利好中小商家，京东直投包括腾讯资源（微信、QQ、QQ 空间、QQ 浏览器等）、今日头条资源（头条、抖音、火山小视频、西瓜视频等）及京 X 计划资源（网易、爱奇艺、OPPO 等）。

图 25：京准通产品介绍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26：京东 PC 端广告位置示意图



资料来源：京准通网站，天风证券研究所

图 27：京东移动端广告位置示意图



资料来源：京准通网站，天风证券研究所

除了广告费用之外，京东还会向第三方商家的商品出售按一定比例收取佣金。京东会根据商家所售商品品类的不同收取差异化的平台佣金。比如：服装品类会收取 6-8%的佣金率，食品饮料会收取 3-5%。

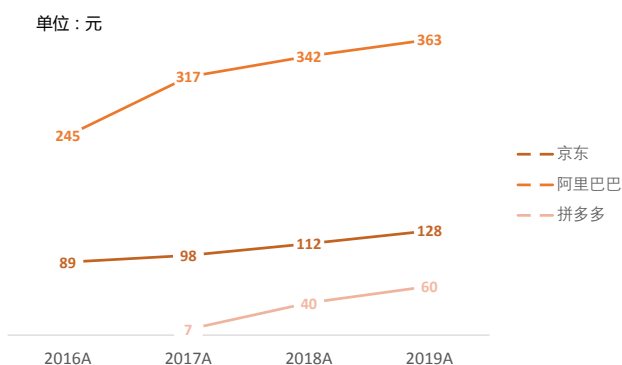
图 28：2019-2020 年开放平台各类目资费一览表对比（部分品类为例）

		2019年资费详情					2020年资费详情				
一级分类	二级分类	三级分类	费率		平台使用费 单位-元/月	保证金 单位-元	费率		平台使用费 单位-元/月	保证金 单位-元	
			SOP	FBP			SOP	FBP			
钟表	腕表	腕表	4%	4%	1000	100000	5%	5%	1000	100000	
母婴	童装	袜子	8%	8%	1000	30000	5%	5%	1000	30000	
运动户外	武术搏击	拳击	8%	/	1000	30000	8%	/	1000	30000	
汽车用品	车载电器	车载冰箱	8%	8%	1000	50000	5%	5%	1000	50000	
	美容清洗	汽车贴膜	6%	6%	1000	50000	2%	2%	1000	50000	
医药保健	营养健康	婴儿营养	7%	7%	1000	50000	3%	3%	1000	50000	
二手	二手书	二手书	4%	/	1000	30000	5%	/	1000	30000	
手机	手机服务	屏幕换新	8%	8%	1000	50000	5%	5%	1000	50000	
电脑办公	电脑办公安装	电脑安装	10%	10%	1000	50000	5%	5%	1000	50000	
酒类	洋酒	白兰地	3%	3%	1000	100000	5.5%	5.5%	1000	100000	
家用电器	生活用气	干洗机	6%基础扣点 2%返利费用 1%广告促销	6%基础扣点 2%返利费用 1%广告促销	1000	100000	5%基础扣点 3%返利费用 1%广告促销	5%基础扣点 3%返利费用 1%广告促销	1000	100000	
玩具乐器	健身玩具	炫舞毯	5%	5%	1000	30000	8%	8%	1000	30000	

资料来源：京东商家平台，天风证券研究所

从公司广告及佣金业务 ARPU 来看，京东 2019 年广告业务 ARPU 约为 128 元，远低于阿里 363 元，高于拼多多 60 元。从入驻京东和天猫的部分商家成本来看，京东相较阿里在广告费率方面具备一定优势。从小狗电器、良品铺子、三只松鼠来看，京东普遍低于阿里渠道 1pct 以上的推广费用率差距。

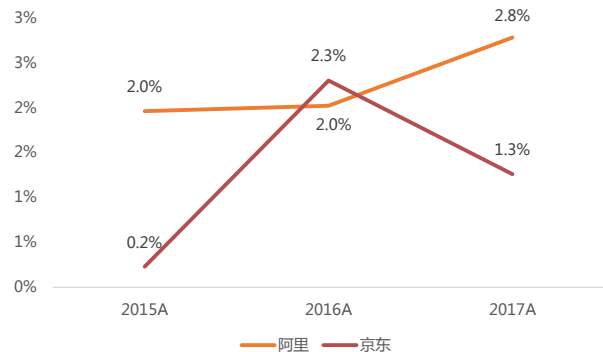
图 29：三家主要电商公司广告及佣金业务 ARPU (2016A-2019A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

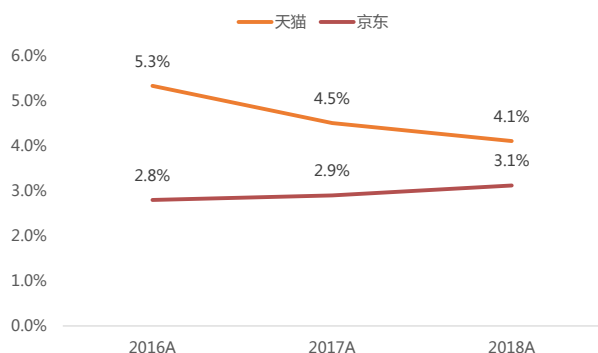
注：ARPU 通过将公司广告及佣金业务收入除以年初年末活跃买家均值得到

图 30：小狗电器阿里与京东渠道推广费用率对比 (2015A-2017A)



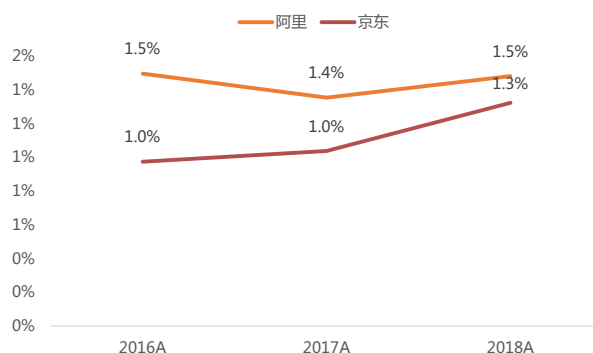
资料来源：小狗电器招股说明书，天风证券研究所

图 31: 良品铺子天猫与京东渠道推广费用率对比 (2016A-2018A)



资料来源: 良品铺子招股说明书, 天风证券研究所

图 32: 三只松鼠阿里与京东渠道推广费用率对比 (2016A-2018A)

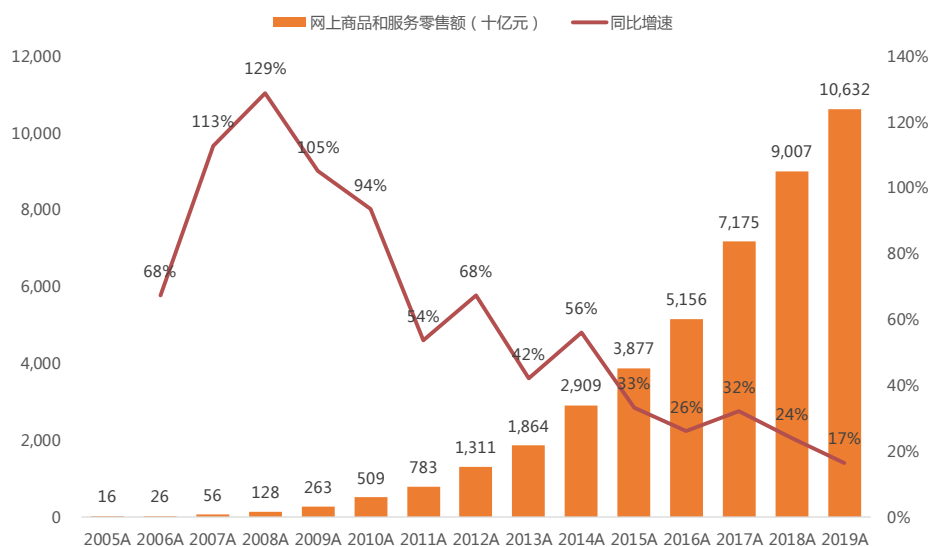


资料来源: 三只松鼠招股说明书, 天风证券研究所

2.1.2. 行业机会: 电商行业迈入交易额与用户规模的“双十”时代, 未来五年预计规模接近翻倍

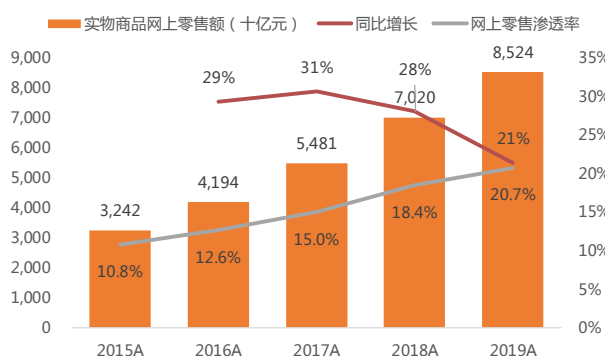
国内网上零售总额首次突破十万亿元规模。从网上零售总额来看, 根据国家统计局, 2019 年中国网上商品和服务零售额为 10.6 万亿元, 同比增长 16.5%, 网上商品和服务零售额首次突破 10 万亿大关。其中, 实物商品网上零售额同比增长 21.4%至 8.5 万亿元, 网上零售额线上渗透率达 20.7%, 同比提升 2.3 个百分点; 非实物商品网上零售额同比增长 6.1%至 2.1 万亿元。

图 33: 中国网上商品和服务零售额及同比增速 (2005A-2019A)



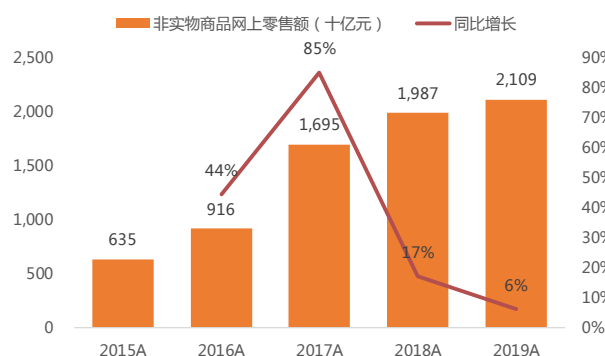
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 34：中国实物商品网上零售额、同比增速及渗透率 (2015A-2019A)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

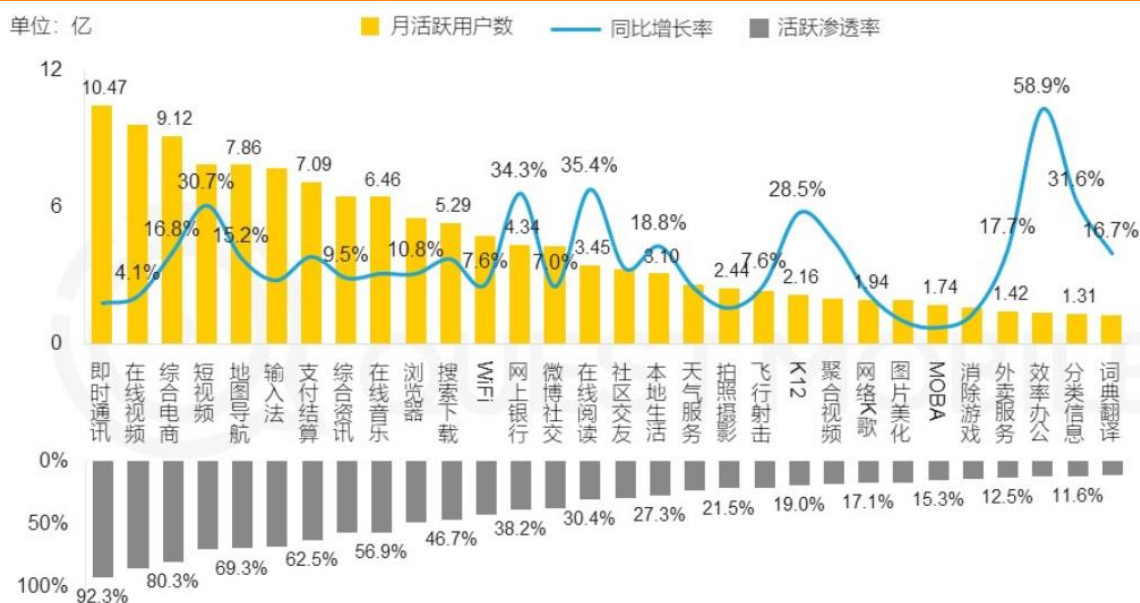
图 35：中国非实物商品网上零售额及同比增速 (2015A-2019A)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

移动购物逐步成为网民“标配”，2020 年有望进一步接近 10 亿用户量级。根据 QuestMobile，2019 年 11 月国内移动电商行业月活跃用户达 9.12 亿，同比增长 16.8%，对应移动端用户的月活跃渗透率达 80.3%，仅次于即时通讯与在线视频。在移动端用户大盘增速已降至 0.7% 的背景下，电商行业月活跃用户的增长主要依赖用户习惯养成的节奏。而在疫情期间由于用户的原有线下需求被线上替代，用户线上化率有望提升，带动整体大盘用户进一步接近 10 亿用户量级。

图 36：2019 年中国移动互联网典型细分行业月活跃用户数 Top30

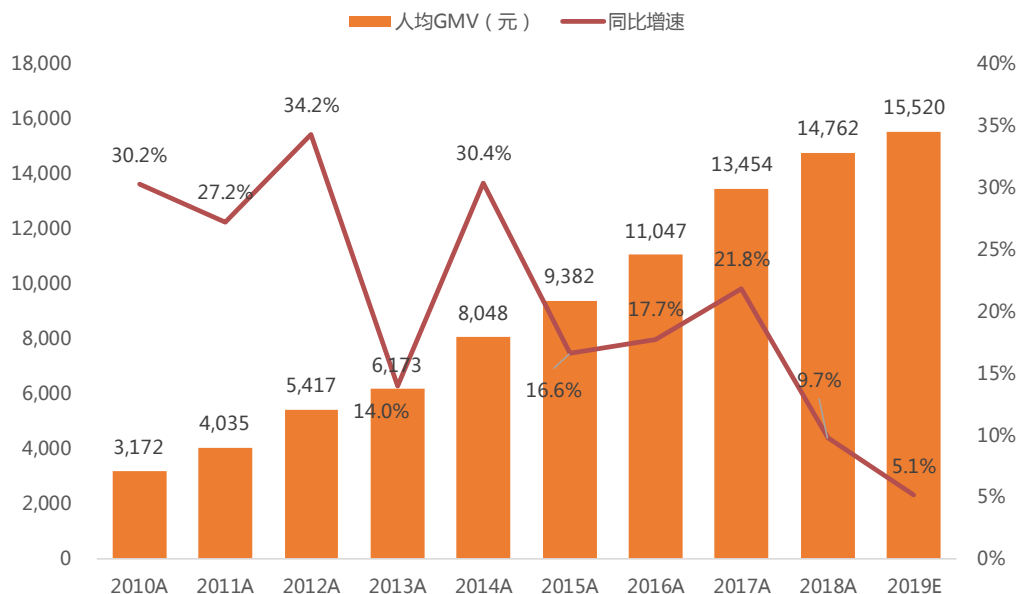


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：数据日期为 2019 年 11 月

人均网络购物消费水平持续稳步提升。我们将国内网络零售总额除以网络购物用户规模得到人均网购支出金额，2019 年人均网购金额达 1.55 万元，同比增长 5.1%。人均网购金额增速的下降与用户结构下沉基本同步进行，未来随着下沉城市用户的网购习惯逐步建立，多品类购物频率增加，整体人均网购支出金额还有进一步提升的空间。

图 37: 国内网上零售人均网购支出及同比增速 (2010A-2019E)

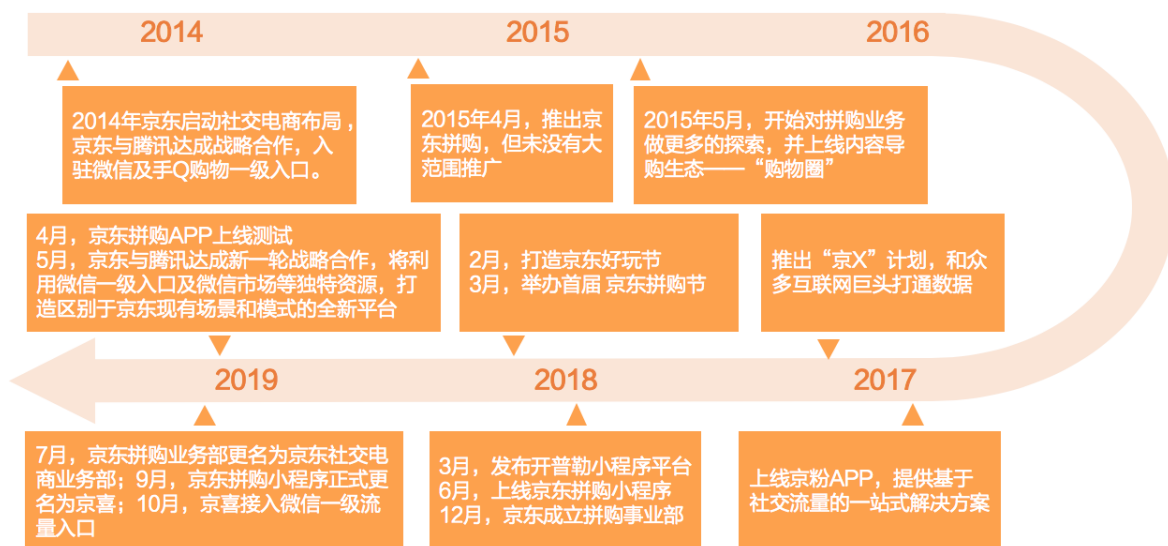


资料来源: 国家统计局, CNNIC, 天风证券研究所

2.1.3. 未来看点: 渠道下沉助力市场份额提升, 规模效应强化商业化效率

丰富社交玩法, 渠道下沉打开用户增长空间。从 2014 年京东持续尝试使用社交方式获取新的流量, 经过近 6 年的发展, 京东逐步形成以京喜为主要载体, 芬香等矩阵式社交电商产品作为互补, 进行较为有效的渠道下沉。2019 年京东新增用户中 70%来自于下沉渠道, 2019 年双 11 京喜微信小程序 DAU 超 6,800 万, 2020 年 2 月京喜小程序的 MAU 超 1.34 亿。

图 38: 京喜发展历程



资料来源: 亿邦动力, 天风证券研究所

图 39：京喜和芬香承担京东获取下沉市场的主力



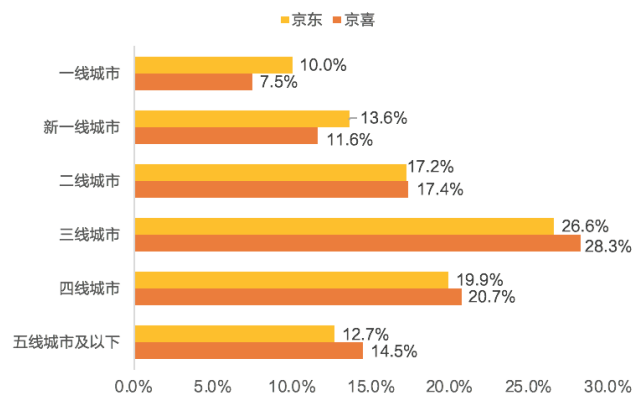
资料来源：阿拉丁指数，天风证券研究所

图 40：京喜双 11 期间用户数



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 41：京东和京喜新增用户城际分布（2019 年双 11）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 42：京喜小程序界面截图



资料来源：京喜小程序，天风证券研究所

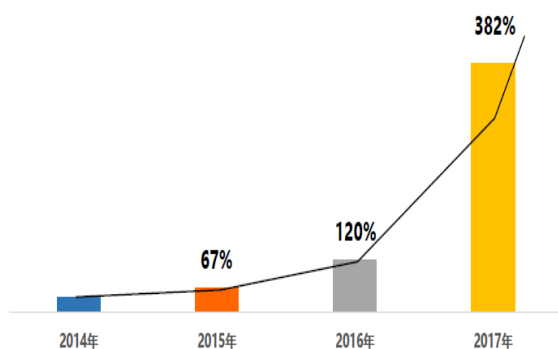
作为京东商城和京喜的流量导入口，芬香近期维持原有社交电商及流量裂变的方式为京东

持续导入新注册用户。截至 2020 年 4 月，芬香社交电商共拥有推手超过 100 万人，累计微信购物群超过 100 万个，覆盖微信社群用户超过 5,000 万个。依托强大的粉丝基础和快速的传播方式，芬香再次发力推出芬香直播。4 月 21 日，芬香社交电商“自看省钱、分享赚钱”的私域流量直播结束，本次直播超过 73 万人观看，收到 6,500 万点赞，通过直播领取优惠券的形式，精准挖掘私域流量用户的消费潜力。

线下渠道增加下沉渠道用户触点。从 2019 年以来，京东在包括乡镇级的低线市场布局了 12,000 多家京东家电专卖店、2,000 多家京东专卖店、160 余家京东电脑数码专卖店。此外，京东还通过投资彩生活、五星电器、迪信通和国美，丰富线下触点。特别是五星电器与迪信通在低线城市拥有分布广泛的线下网点。

平台品类丰富度持续完善，新品类继续拉动物户支出。从过去发展来看，京东在 2014 年-2017 年期间商家商品数量持续快速提升，2017 年商品数量相较 2016 年增长 382%。观察 2016 年至 2018 年三年情况来看，京东平台服饰内衣、个人护理、医药保健等品类销量排名提升，新品类持续拉动平台消费。20Q1 疫情带动下必选消费品类成交额快速提升，禽肉蛋品增长 301%，蔬菜同比增长 207%，清洁用品 333%，粮油调味 79%。总体去看，京东平台年化活跃买家人均年支出稳步提升，2019 年达 5,761 元，过去五年净增近 2,800 元近乎翻倍。

图 43：京东平台商家商品数量增长趋势（2014 年-2017 年）



资料来源：京东数据研究院，天风证券研究所

图 44：2016-2018 年京东平台各一级品类销量 Top10



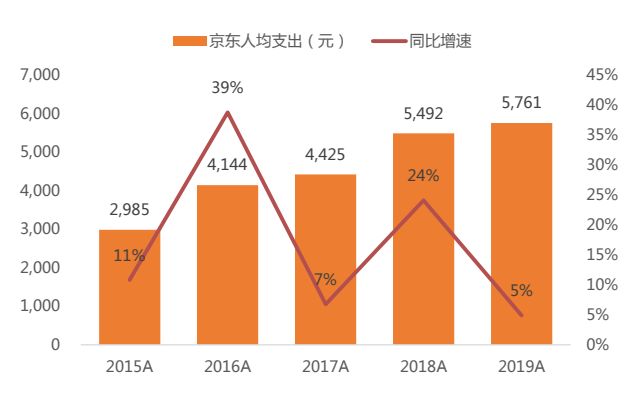
资料来源：京东数据研究院，天风证券研究所

图 45：2016-2018 年京东平台各一级品类下单金额 Top10



资料来源：京东数据研究院，天风证券研究所

图 46：京东人均支出及同比增速（2015A-2019A）

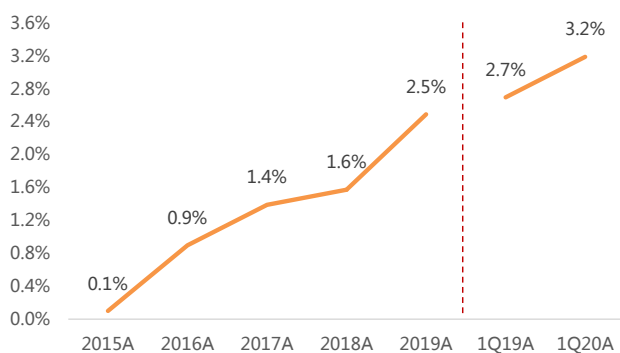


资料来源：公司公告，天风证券研究所

规模效应预计持续带动京东整体利润优化。受益于仓储使用率与人员效率带动下的规模效应，京东零售业务运营效率持续提升。2019 年京东零售业务运营利润率同比提升 0.9pct

至 2.5%，20Q1 进一步提升至 3.2%，。随着物流前期投入逐步减少，规模经济效益下物流使用效率与人员效率有所提升，京东零售业务的盈利水平有望延续上升趋势。与其他可比公司来看，京东的净利率还处于较低水平，可比企业平均净利率为 3.2%，而京东只有 2.1%，亚马逊则高达 4.1%，相较海外线下零售企业有 1-2pct 的效率优势，从可比公司情况来看，京东的利润提升空间仍存。

图 47：京东零售业务运营利润率（2015A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：部分零售企业净利率对比-2019 年



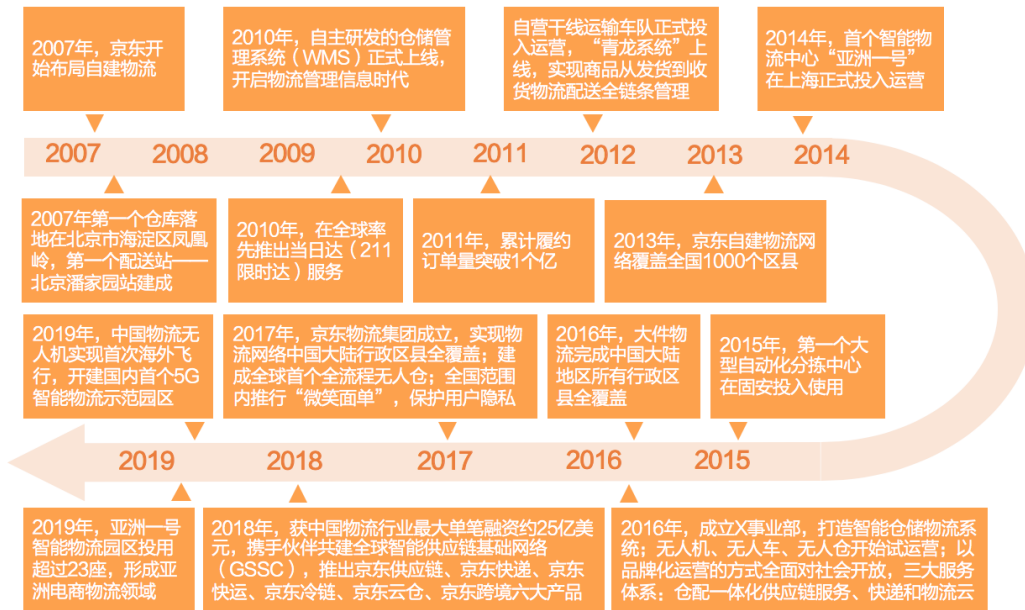
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 京东物流：布局全国，高效协同

2.2.1. 业务分析：对内支持京东商城，对外提供优质配送服务

京东物流在 2007 年创立，创立初期主要为京东商城内部服务。顺延京东商城的发展策略，京东物流在 2016 年首次向社会开放，提供第三方物流服务。截至目前，京东物流已经成为全球唯一拥有六大物流网络的公司，超过 132,200 名配送人员、43,700 名仓储人员和 700 个仓库，总面积达到 1,690 万平方米。京东物流 2018 年完成 A 轮融资，从高瓴资本、红杉中国等多家机构获投 25 亿美金，占股约 18.6%，投后估值达到 134 亿美元。

图 49：京东物流发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：京东物流全国布局



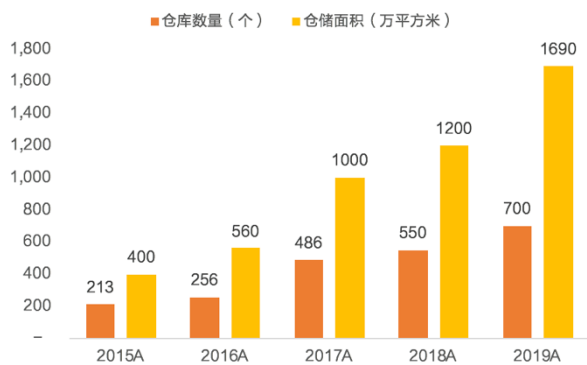
资料来源：亿欧网，天风证券研究所

图 51: 京东物流产品介绍



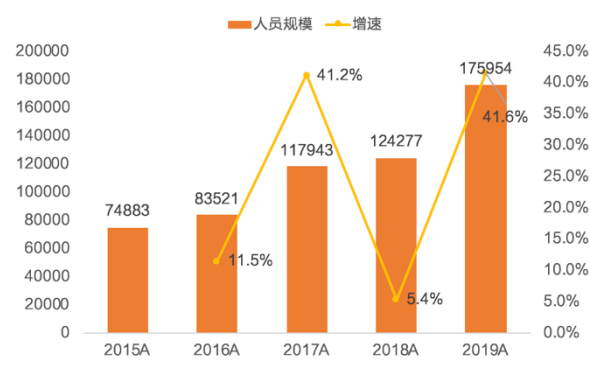
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 52: 京东仓储数量和仓储面积 (2015A-2019A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 53: 京东物流仓储及配送人员规模 (2015A-2019A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

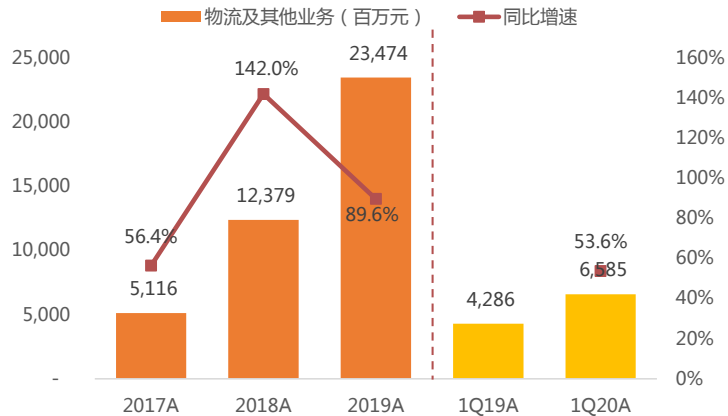
图 54: 京东物流融资轮次

业务	轮次	时间	融资金额	控股占比	投后估值	投资方
京东物流	A	2018年2月14日	25亿美元	18.6%	134.41亿美元	高瓴资本、红杉中国、招商局集团、腾讯、中国人寿、国开母基金、国调基金、工银国际等多家机构

资料来源：企查查，天风证券研究所

京东物流及其他业务收入快速增长，2019 年收入体量突破 230 亿元，同比增长近 90%，保持高于大盘的增速。1Q20 京东物流及其他业务收入超 65 亿元，同比增长 53.6%，在自营物流优势下，疫情期间依然保持快速增长。

图 55：京东物流及其他业务、同比增速（2017A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 未来看点：口碑提升助力第三方商家入驻，本地配送打开增长空间

疫情期间积极表现、提升整体品牌形象。 京东承建湖北应急物资供应链管理平台提供全程可视追踪。2月12日，应湖北省新冠肺炎防控指挥部的紧急需求，京东与湖北省政府展开合作，正式承建其应急物资供应链管理平台。该平台针对抗击疫情急需的防护服、口罩、护目镜等物资的生产、库存、调拨、分配进行全程可视追踪、高效集中管控，助力湖北各地紧缺医疗物资的精准测算、科学调度和合理分配。这是京东连续投入运力、人力、无人设备等多种方式全力支援湖北以来，供应链技术直接参与到政府部门疫情防控工作中。

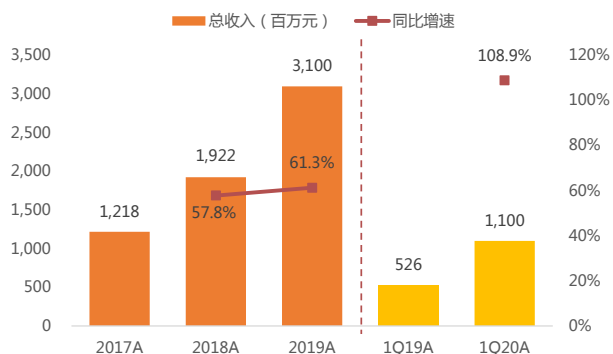
第三方商家接纳度持续提升。 2017年之后，京东第三方商家的主流发展模式为SOP和FBP。SOP定义为商家在京东销售商品，但需要自己负责仓储和物流（也可以选择京东物流来发货），由商家直接开发票给顾客，且不支持顾客的货到付款。FBP定义为卖家在京东销售商品，京东提供仓储来管理所销售商品，京东完成购物订单配送和收款，京东开具发票给消费者。除扣点和保证金外，FBP模式的商家还需要负责发货到京东的运费，从京东退货回来的费用，给京东的仓储费用，给京东的配送费用等。

2020年初，在保持保证金和平台使用费不变的情况下，京东下调了开放平台部分类目资费的费率，如母婴产品从原有2019年的8%降低至5%；汽车用品从6%-8%降低至2%-5%以及医疗保健用品从7%降至3%-5%。针对二手商品交易，京东大幅提高保证金和平台使用费，从以往的4%费率逐渐向普通商品交易对齐，升至5%。除入驻资费外，在平台运营方面，京东提供技术支持帮助商家在微信上生成小程序，扣点为通过商家的开普勒小程序下单购买的商品订单的1%。同时，疫情期间京东启动针对中小企业商家入驻开店的绿色审核通道，针对入驻京东开放平台和京东京喜的商家，可实现最快6小时极速开店。特别在疫情期间，费率的下降，配合更多第三方商家服务平台的上线，从总量上会加大商家入驻的数量。以往多数入驻第三方商家都选择SOP模式，但是在春节疫情期间因多数快递停运，只有选择FBP的商家可以保持高效的配送，从而激励了更多商家从SOP模式转向FBP模式。根据公司20Q1业绩会披露，京东第三方商家贡献收入占比首次超过40%。

收购达达集团，掘金本地生活。 达达成立于2014年，是基于众包和移动互联网，提供同城即时配送服务的平台。2016年4月15日，达达和京东到家共同宣布就合并一事达成最终协议。合并后，京东以京东到家的资产、京东集团的业务资源以及2亿美元现金换取新达达约47.4%的股份并成为单一最大股东。整合后的达达包括旗下两大子集团，达达快送和京东到家。京东到家作为达达集团旗下本地即时零售平台，搭建了从大卖场、便利店到

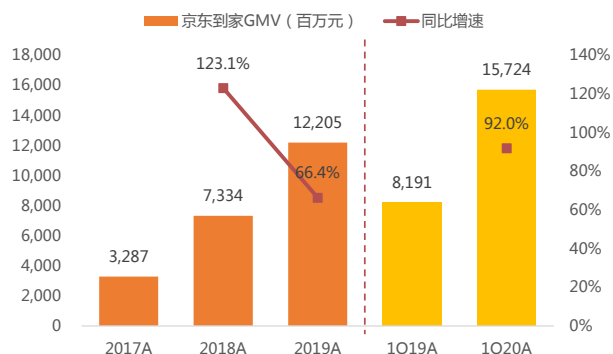
精品超市的多类型、全业态商超矩阵；而作为本地即时配送平台的达达快送，目前也已搭建起由落地配、即时配、个人业务三大板块组成的立体化配送服务体系。落地配为京东物流等平台的末端配送提供综合解决方案，为电商大促“削峰填谷”；即时配为京东到家、沃尔玛、永辉超市等平台和品牌方提供全链路、智能化、定制化的末端履约服务。个人业务则为个人用户提供专业的同城“帮取帮送”及“代买”服务。2019年达达集团实现总收入31亿元，同比增长61.3%，1Q20实现11亿元收入，同比增长108.9%。

图 56：达达集团总收入及同比增速（2017A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）



资料来源：达达集团招股书，天风证券研究所

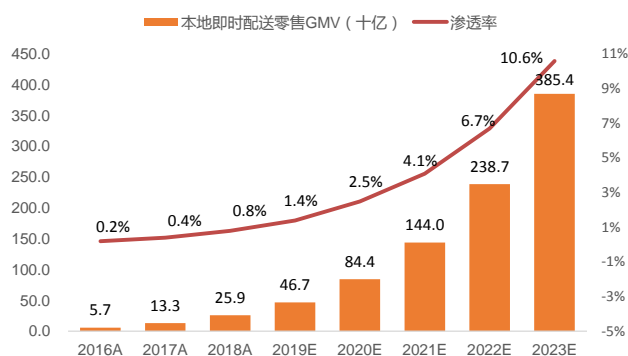
图 57：京东到家 GMV 及同比增速（2017A-2019A；1Q19A vs. 1Q20A）



资料来源：达达集团招股书，天风证券研究所

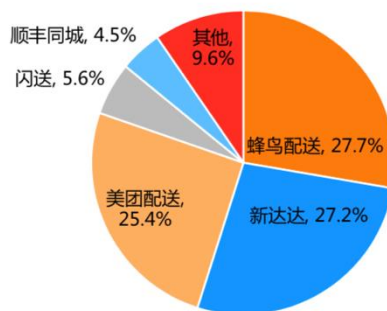
即时配送市场蓄势待发，孕育未来四年超八倍空间。根据达达招股说明书，2019年本地超市即时配送市场 GMV 预计达 467 亿元，同比增长 80.3%，未来四年预计复合增长近 70%至 3,854 亿元，渗透率提升至 10%以上。达达集团有望凭借市场地位在掘金增量市场。

图 58：本地超市即时配送零售成交额及渗透率（2016A-2023E）



资料来源：达达集团招股书，天风证券研究所

图 59：2019Q3 中国即时配送平台订单量市场份额

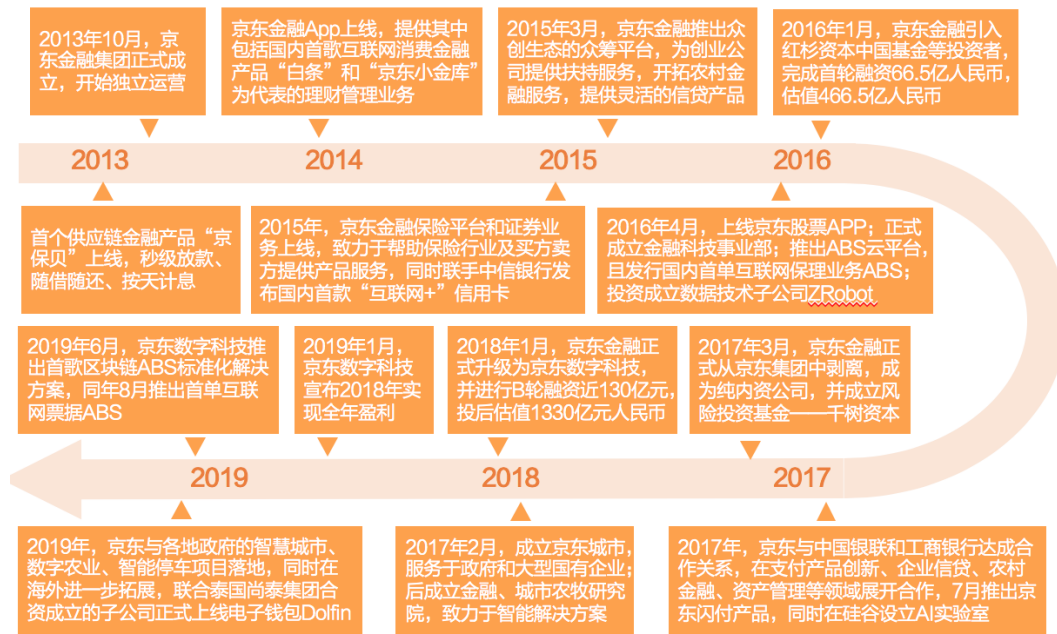


资料来源：比达咨询，天风证券研究所

2.3. 京东数科：立足金融，发力数字科技

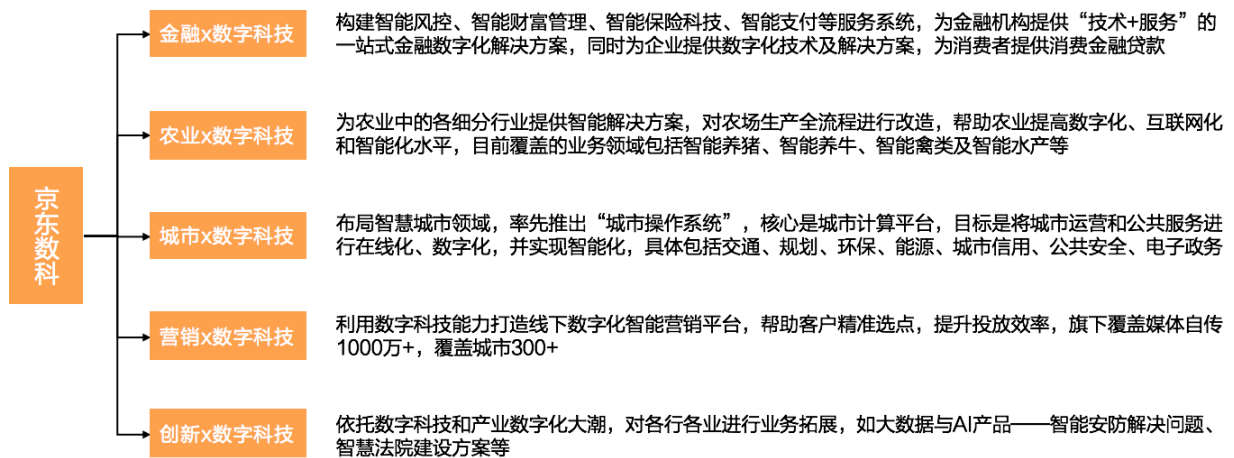
京东数科前身京东金融最初于 2013 年正式成立，初期主打互联网消费金融产品“京东白条”和供应链金融产品“京保贝”，为消费者和供应商提供资金服务。2015 年，京东数科成了在国内第一个提出“金融科技”，第一个提出 B2B2C 服务模式的公司——第一个 B 指京东数科自己，第二个 B 既指金融机构，也包括其他数字化程度相对较高，可直接接入金融服务的公司如互联网平台企业；两 B 合作，为最终的消费者、投资者提供金融服务。随后 2017 年，京东数科开始启动产业数字化服务，包括农牧、线下广告智能化和智慧城市建设。2018 年京东数科实现全年盈利。截至最新一轮估值，京东数科估值达 1,330 亿元。

图 60：京东数科发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 61：京东数科产品介绍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 62：京东数科融资轮次

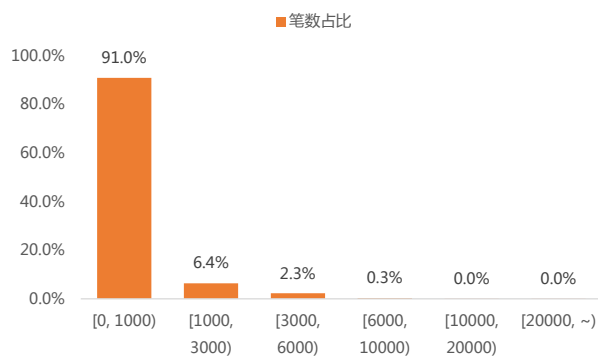
业务	轮次	时间	融资金额	控股占比	投后估值	投资方
京东数科	A	2016年1月	66.5亿元	14.3%	466亿元	红杉资本、嘉实投资、中国太平
京东数科	A+	2017年初	143亿元	28.6%	580亿元	国创开元母基金、刘强东为主的管理层
京东数科	B	2018年7月	130亿元	9.77%	1330亿元	中金资本、东证锦信

资料来源：企查查，天风证券研究所

金融与数字科技结合，京东金融业务稳健发展。京东金融初期以电商平台为核心形成对内的金融变现，主要是针对上游供应商和第三方商家提供供应链金融，和针对下游提供消费金融服务。这个阶段可以说是京东在金融业务战略布局中的第一步，在起步较晚的情况下，利用商城自有客户资源的优势，与商城运营产生协同效应。2018年618期间，京东供应链金融覆盖约60%的合作供应商和平台第三方商家，共计放贷115亿。

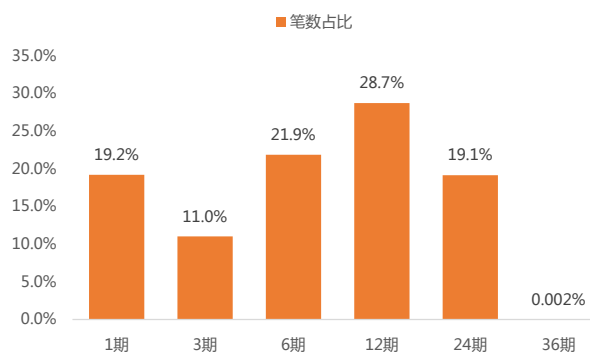
面向2C消费者，京东发展京东白条消费贷来拓展场景消费。京东利用大数据分析进行用户画像分析、并评估信用以决定用户贷款额度、还款周期等。截至2019年上半年，京东白条应收账款余额已增长至411.32亿元。京东白条消费者主要借款额度小于1,000元，借款周期较短，80%以上的借款都小于12个月。

图 63：京东白条单笔借款金额结构



资料来源：京东白条ABS募集说明书，天风证券研究所

图 64：京东白条借款周期结构



资料来源：京东白条ABS募集说明书，天风证券研究所

金融 x 城市科技：着眼智慧城市大机会，从城市计算入手。京东2018年宣布开展子业务智慧城市，依托其强大的数据库和数据处理能力，整合自身在零售、物流、金融、云与智能技术领域的优势，开展“城市计算”业务。2019年12月，京东城市以其核心产品“智能城市操作系统”，向国家提出“国家中心城市数据管控与知识萃取技术和应用系统”项目的研发方案，获得了国家认可，成为国家重点研发项目。

目前，“智能城市操作系统”已经在为数十座城市的智能化建设提供技术支持。京东城市也已经发布智能交通解决方案、智能环保解决方案、智能能源解决方案、智能信用解决方案、智能政务解决方案、智能规划解决方案和公共安全解决方案，应用案例包括：空气质量预测、AI火力发电、信用城市、联通智能选址、AI改进救护车站点选址、城市违章停车检测、管网水质预测等。

京东城市发展的主要策略就是以城市现有的零售、金融、物流仓储等业务为基础，落地产

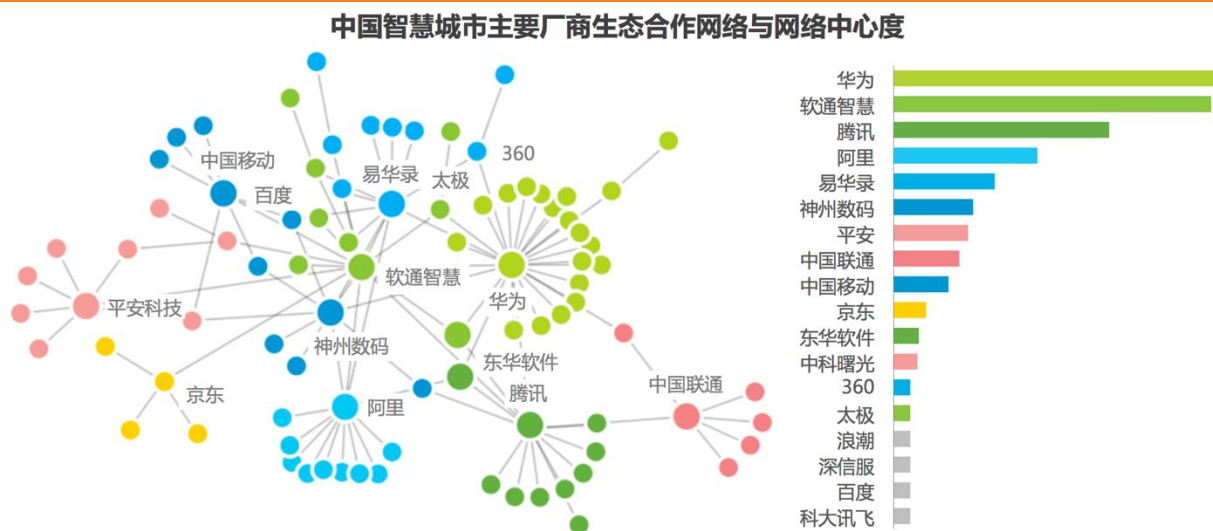
业基金、数字生态、数据平台、运营平台和实体公司，通过本地业务水平拓展的方式，在为城市提供数字化基础设施的同时，加强对相关产业的赋能。例如信用城市，信用城市下包含城市居民信用、企业信用和政府信用。京东帮助建立企业的信用分模型，预测企业风险，基于信用分，针对中小微企业提供诚信贷，间接帮助中小微企业高效获取贷款。

图 65：京东智慧城市竞争策略



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 66：中国智慧城市主要厂商生态合作网络与网络中心度



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

2.4. 京东健康：潜心发展八载，跻身在线医疗第一梯队

2.4.1. 业务分析：连接线上与线下，覆盖健康全场景

京东健康的发展历程京东传统零售业务而诞生，通过连接产业全链条、融合医疗全资源、打通服务全渠道，为用户提供贯穿生命全周期、覆盖健康全场景的产品及服务。京东健康于 2019 年 5 月 10 日正式宣布独立运营，布局于医药健康电商、互联网医疗、健康服务、智慧解决方案四个业务版块，完善“互联网+医疗健康”的产业布局。2019 年 7 月京东健康业务收入超百亿，已处于盈利状态。

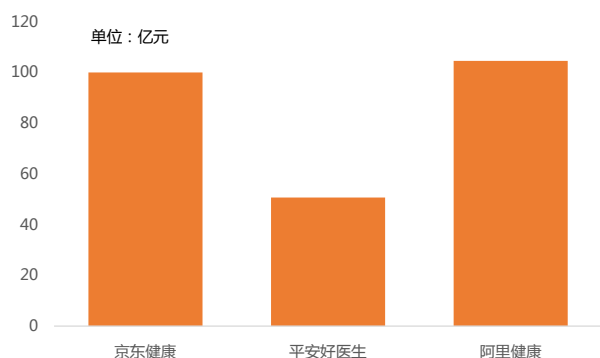
图 67：京东健康发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

京东健康在独立后半年内完成 A 轮融资，估值达 480 亿元人民币。2019 年 5 月 12 日，京东成立“京东健康”子集团。京东同时健康获得了京东、CPEChina Fund、中金资本和霸菱亚洲等机构约 9.3 亿美元的 A 轮优先股融资，投后估值约超 70 亿美金。2020 年 3 月，京东健康以 480 亿估值在 2020 年胡润中国百强大健康民营企业中排名第 24 位。

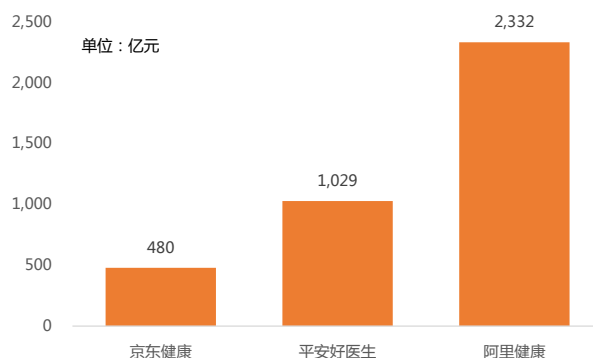
图 68：国内部分互联网医疗平台收入体量对比



资料来源：新浪财经，wind，天风证券研究所

注：京东健康数据披露日期为 2019 年 7 月，平安好医生与阿里健康为 2019 年数据，阿里健康为估计值

图 69：国内部分互联网医疗平台市值体量对比



资料来源：胡润，wind，天风证券研究所

注：平安好医生与阿里健康为 2020 年 5 月 21 日收盘价计算市值，人民币港币汇率采用 1: 0.9168 计算

京东健康 APP 于 2020 年 2 月-3 月分别在安卓、iOS 上线，独立于京东 APP 开展业务，总体发展模式从以零售为主向多元服务型医疗的转型。京东健康目前有四大业务板块：医药电子商务板块、在线医疗保健领域、健康服务以及智慧解决方案。

1. 医药电商板块：

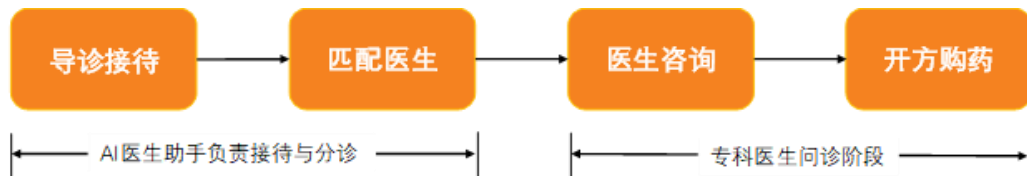
(1) B2C 业务：医药电商 B2C 业务与京东传统业务重合度最高，业务成熟度较高。2013 年京东通过在线销售保健产品开启医药电商业务；2016 年 1 月，京东健康上线第三方药品零售平台，并于同年打造京东大药房，正式进入医疗健康领域。截止到 2019 年 10 月，京东健康零售合计占据医药零售 15%以上份额，超过一半药品被发往三线以下城市。京东大药房药品品类收入 2016 年至 2018 年年复合增长率超过 300%，年活跃用户近 3000 万。

(2) B2B 业务：京东健康药品电商 B2B 业务主要依托“药京采”，该项业务覆盖 21 个省和 400 多个城市，连接线下 10 万+的药店和个人诊所，提供 60 万多种商品。目前药京采的渠道已下沉到镇级，未来将继续下沉。

2. 在线医疗保健领域：

京东互联网医院于 2017 年底开展，提供咨询服务，已成为增速最快的互联网医疗平台之一，并在疫情期间迎来进一步催化。京东互联网医院储备大量的医生资源，作为在线咨询业务的基础。京东健康的医生库中除直接雇用的数百名全职医生外，还包括有超 3 万来自全国 32 省市自治区 327 市的医生，其中 62%来自三甲医院，80%是主治及以上级别，能够围绕患者需求，提供解决方案。90%选择快速在线医疗咨询服务的患者可以在三分钟内得到答。2019 年双十一全天，京东互联网医院问诊量单日峰值超过 12 万，极速问诊订单同比增长 6 倍多，订单总量增长 30 倍，成交额增长 370%。结合京东健康在医药供应链上的优势，能够实现线上“医+药”的闭环。

图 70：京东急速问诊基本流程



资料来源：京东健康官网，天风证券研究所

疫情期间在线医疗咨询业务需求提升明显。自 1 月 26 日，在京东 APP 中推出针对新冠相关症状的免费在线咨询平台，2 月 6 日拓展至所有疾病，3 月中旬推出中英双语版本在线咨询平台。截至到 4 月 7 日，该平台已收到 585 万次观看，并进行了 13 万次海外咨询请求，其中包括 8,100 多次英语咨询。

3. 健康服务

京东健康的健康服务为用户提供包括体检、医美、齿科、基因检测、疫苗预约等在内的消费医疗服务。2019 年双十一期间，健康服务类消费成交额同比增长 10 倍以上。

4. 智慧解决方案

智慧医疗的合作方主要集中于线下实体药店、医院和政府部门等。通过合作京东健康向其提供基于互联网+技术的信息化、智慧化解决方案。2019 年 A 轮 10 亿美元融资将重点投入智慧医疗板块。

(1) 实体药店：京东健康依托供应链优势，与实体药店互利共赢。京东合作药房已经与

金象大药房、万福堂大药房、仁德药房等达成合作。京东健康可以帮助药房了解有关客户偏好和消费习惯的信息，药房可以使用此信息来优化产品选择并通过分支机构来促进销售。京东健康通过在“品牌、供应链、数据科技以及业务经营”四大方面的核心赋能，提升合作药房的客流量、进店率、成交率、客单价、连带率、回头率，使传统药房重获发展动能。

图 71：京东合作药房项目九大核心业务场景



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

(2) 智慧医院：京东健康与多家医院进行合作，在共建智慧医院、AI 辅助诊疗、健康管理等领域展开合作。2019 年 1 月，京东互联网医院首个线下医院赋能项目“京东互联网医院宿迁分院”上线。江苏省宿迁市第一人民医院的患者可以进行在线咨询服，京东开发的智能诊所还可以为宿迁市的药品提供保险支付。

AI 辅助诊疗研究：2019 年 7 月与北京大学第三医院合作，开发人工智能药学知识图谱 PharmCoo，辅助医生的诊断工作。该研究试图 AI 技术整合到医院的信息管理系统中，在药品说明、药物相互作用、禁忌证检查等方面及时提醒医生，防止药物的错误搭配、抗生素滥用等情况的发生；实现不同药师审方标准的一致性、规范性，提升审方环节的工作效率和工作质量。

健康管理：目前京东健康已与多家三甲医院基于其优势专科进行合作，推出“新慢性病防治计划”，逐步建立慢病管理生态体系，构成京东健康的特色布局之一。慢性病防治计划针对以心脑血管、糖尿病以及精神疾病等为代表的慢性病，融合互联网科技与优质医疗资源，开展专病专科的慢病管理。

(3) 健康城市：京东健康已经与江苏泰州、江苏宿迁、福建福州、安徽合肥、江西抚州、陕西西咸新区等城市和地区签署了“健康城市”战略合作协议，合作内容涉及医药零售、互联网医院、线上医保、智慧医疗等多个领域。

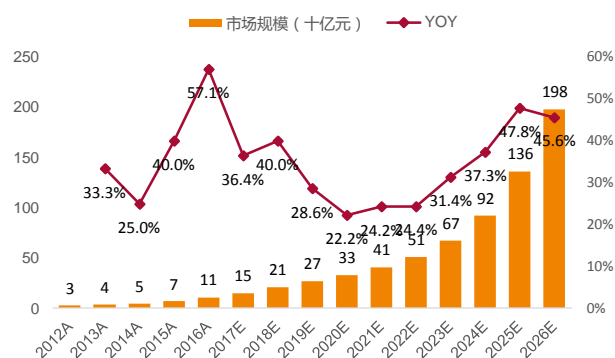
2.4.2. 行业机会：大赛道低渗透，在线医疗前景广阔

中国互联网医疗市场规模随互联网的普及而大幅提升，预计未来十年内有较大增长空间。2016 年互联网医疗市场规模达到 110 亿元，同比增长 57.1%，预计 2026 年将达到 1980 亿，年复合增长率达 33.51%。

就细分市场而言，由于年均可支配收入增加、医疗健康保健意识以及在线药品 B2C 市场渗透率的提升，在线药品 B2C 市场交易总额自 2012 到 2016 年增长近 10 倍，年复合增长率

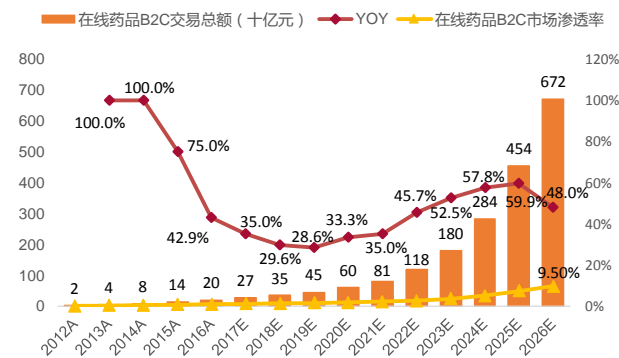
达 77.8%，预计 2026 年规模将达到 6720 亿元，复合增长 25%以上。在线咨询渗透率提升速度快，相较于 2016 年，预计 2026 年在线咨询渗透率将提升 27.4pct 至 29.2%，总咨询数量预计在 2026 年达到 42 亿次；在线医疗健康广告及营销推广市场为互联网医疗平台变现的重要方式之一，2026 年市场收益预计将达 207.7 亿元，预计 2017-2026 年复合增长率为 33%。

图 72：中国互联网医疗市场规模及同比增速（2012A-2026E）



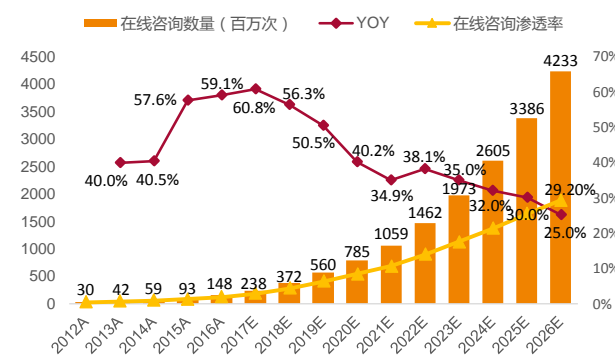
资料来源：弗洛斯特沙利文，天风证券研究所

图 73：在线药品 B2C 交易总额、市场渗透率及同比增速（2012A-2026E）



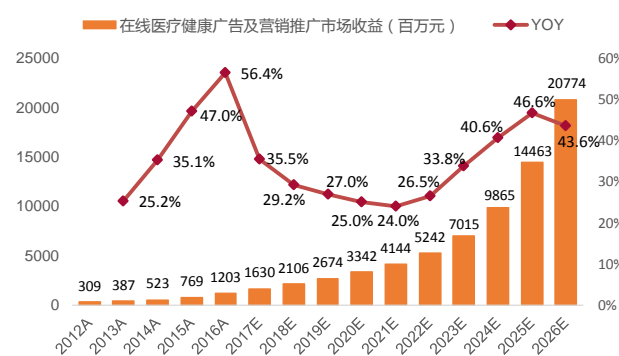
资料来源：弗洛斯特沙利文，天风证券研究所

图 74：在线咨询数量、市场渗透率及同比增速（2012A-2026E）



资料来源：弗洛斯特沙利文，天风证券研究所

图 75：在线医疗健康广告及营销推广市场收益及同比增速（2012A-2026E）



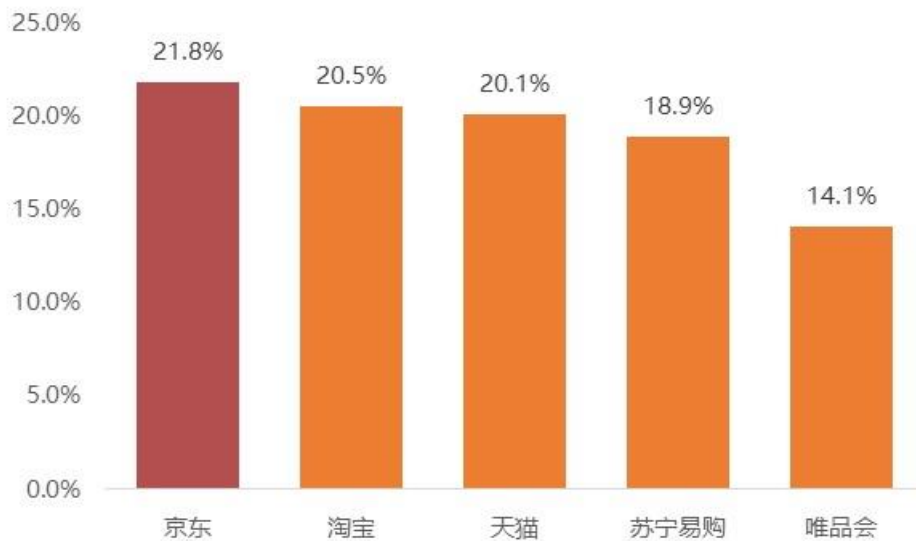
资料来源：弗洛斯特沙利文，天风证券研究所

3. 核心优势：自营体系铸就优质体验，小程序重塑微信流量

3.1. 自营体系：供应链与物流能力共筑最优消费体验

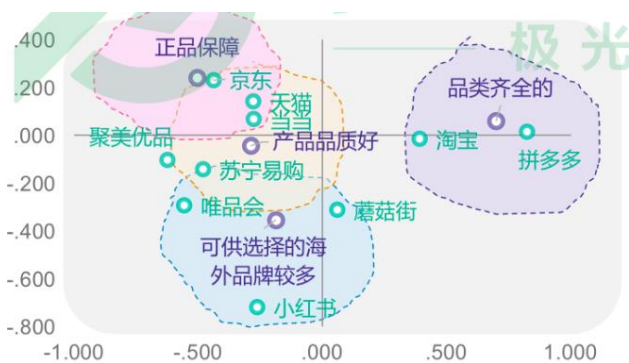
京东拥有较强的供应链能力与独特的自有物流能力。目前，京东与超过 2.4 万供应商建立合作关系，在全国拥有超过 730 个仓库，仓储面积约 1,700 万平米，配送与仓储人员超过 17 万人。供应链能力让用户感知到正品保障，物流设施保障配送速度，从而京东得以实现用户最高的满意度，从极光平台调查的消费者净推荐值来看，2018 年京东以 21.8% 位居全国第一。

图 76：主要电商平台消费者净推荐值-2018 年



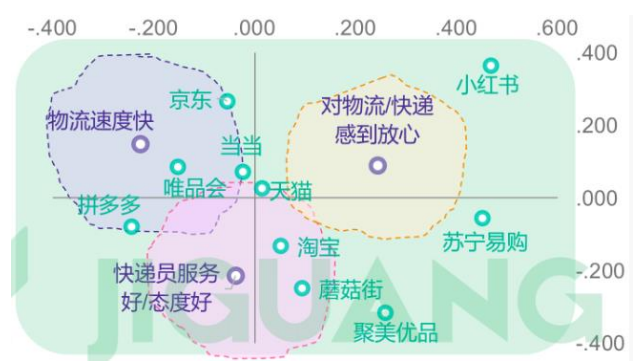
资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 77：主要电商平台产品与品类形象



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 78：主要电商平台物流快递形象



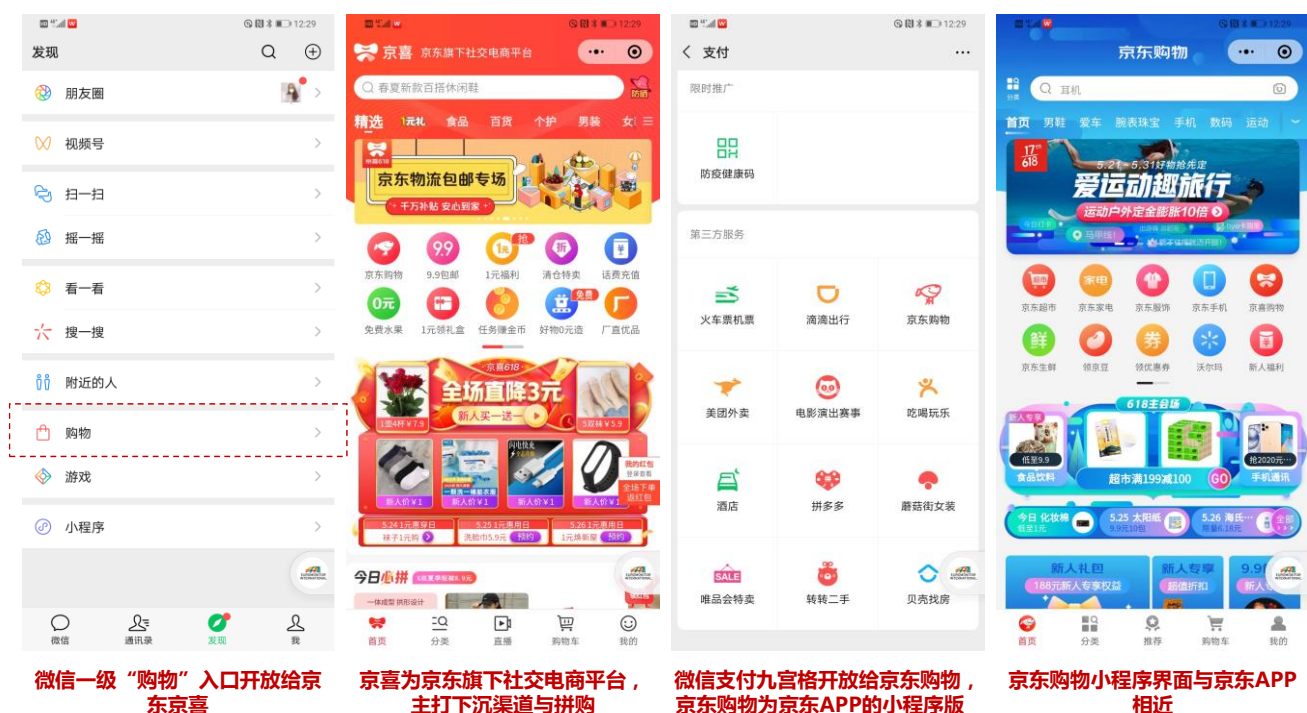
资料来源：极光大数据，天风证券研究所

3.2. 微信合作：小程序矩阵加速掘金微信流量

京东从 2014 年起就与腾讯有较多的战略合作。2019 年 5 月，京东与腾讯续签为期三年的战略合作协议，腾讯将微信的一级和二级入口开放给京东，并且在广告、会员服务等方面进行合作，腾讯将提供微信体系的流量支持及广告服务（京东未来三年需要支付超 8 亿美元）。根据 QuestMobile，2020 年 3 月京东移动端 APP 的 MAU 达 2.7 亿，而同期微信的 MAU 达 9.5 亿，淘宝 MAU 达 6.7 亿，意味着京东可以在微信生态触及到近 3 亿非淘宝用

户。随着小程序普及度提升，京东购物、京喜、京东优惠等小程序持续位列网购小程序前30名，京东购物与京喜位列 Top3，带动整个集团获客效率提升，获客成本持续下降。

图 79：京东与微信的合作



微信一级“购物”入口开放给京东、京喜

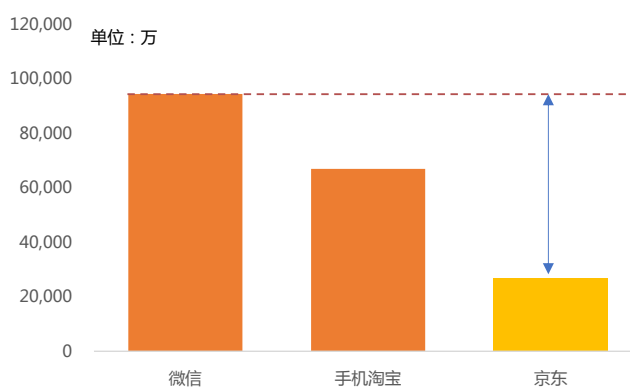
京喜为京东旗下社交电商平台，主打下沉渠道与拼购

微信支付九宫格开放给京东购物，京东购物为京东APP的小程序版

京东购物小程序界面与京东APP相近

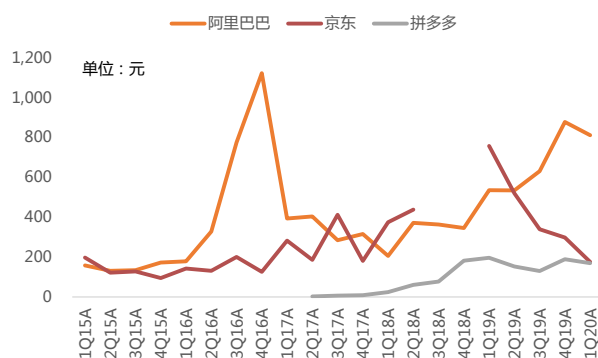
资料来源：微信，天风证券研究所

图 80：2020 年 3 月微信、手机淘宝、京东移动端 MAU



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 81：国内主要电商平台获客成本对比

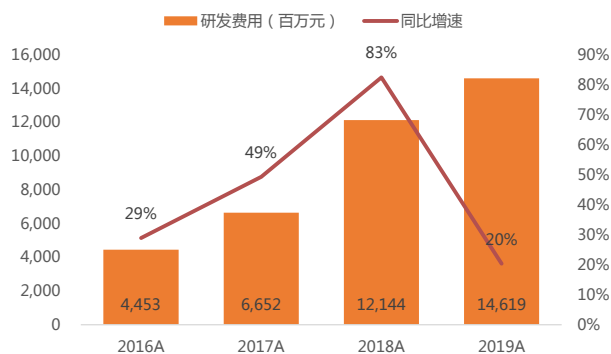


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 技术能力：以 ABC 技术为基础，打造领先智能供应链

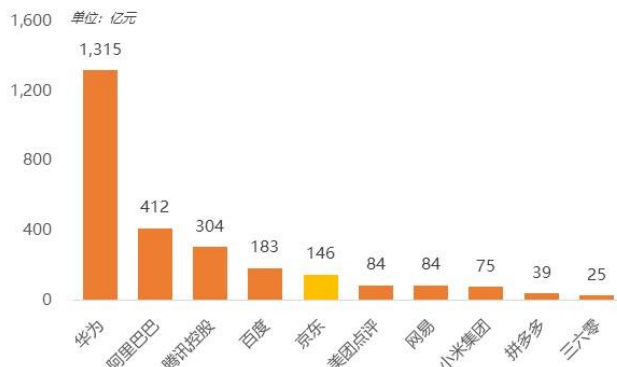
从 2017 年开始京东加大对新技术的研发投入，以 ABC 技术为基础（A：人工智能、B：大数据、C：云技术），打造智能化供应链，借助技术力量提升原有商业模式的运营效率。2017 年起公司研发费用快速增长，三年时间研发费用规模从 44.5 亿元提升至 146.2 亿元，位列互联网公司前列。经过多年技术研发，京东人工智能开放平台已经拥有文字、图像、语音识别等方面的技术能力，结合供应链基础，京东入选国家新一代人工智能开放创新平台名单。

图 82：京东研发费用及同比增速（2016A-2019A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 83：主要互联网公司研发费用对比（2019A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 84：京东人工智能开放平台能力一览

<p>文字识别</p> <ul style="list-style-type: none"> 通用文字识别 热门 驾驶证识别 新品 身份证识别 增值税发票识别 行驶证识别 展开更多 	<p>人脸与人体识别</p> <ul style="list-style-type: none"> 人体检测 热门 人脸口罩识别 新品 人脸对比 人脸搜索 人脸检测与属性分析 展开更多 	<p>图像及视频理解</p> <ul style="list-style-type: none"> 通用图片搜索 新品 车牌识别 新品 垃圾分类 车辆检测 菜品识别 展开更多 	<p>自然语言处理</p> <ul style="list-style-type: none"> 情感分析 热门 评论观点抽取 热门 短文本相似度 热门 词法分析 词义相似度 新品 展开更多
<p>语音技术</p> <ul style="list-style-type: none"> 语音合成 热门 语音识别 声纹识别 新品 语音合成声音定制 	<p>内容审核</p> <ul style="list-style-type: none"> 智能鉴黄 特定人物识别 通用图片审核 期待 文本智能审核 期待 广告检测 期待 	<p>商品理解</p> <ul style="list-style-type: none"> 拍照购 热门 商品图片搜索 热门 通用商品识别 疫情物资识别 新品 酒标识别 	<p>知识图谱</p> <ul style="list-style-type: none"> 药学知识图谱 期待 智能分诊 新品

资料来源：NeuHub，天风证券研究所

图 85：国家新一代人工智能开放创新平台

<p>视觉计算</p>	<p>营销智能</p>	<p>基础软硬件</p>	<p>普惠金融</p>	<p>视频感知</p>
<p>智能供应链</p>	<p>图像感知</p>	<p>安全大脑</p>	<p>智慧教育</p>	<p>智能家居</p>

资料来源：新浪财经，天风证券研究所

4. 投资建议

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司调整后归母净利润将达到 137.7 亿元/188.2 亿元/234.5 亿元，分别同比增长 28.1%/36.7%/24.6%。考虑到公司在电商行业的竞争力、中短期新用户与新品类所带动的增长与效率提升、长期技术赋能空间，我们认为京东的合理市值约为 8,646 亿港元，约合 1,116 亿美元，对应港股每股 278 港元，给予买入评级。

风险提示：宏观及政策监管风险；行业竞争进一步加剧；关联交易；疫情影响。

图 86：京东未来三年盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资产 (百万元)						净收入 (百万元)	462,020	576,888	698,275	812,455	916,518
非流动资产						同比增速	27.5%	24.9%	21.0%	16.4%	12.8%
物业、厂房及设备	21,083	20,654	18,235	19,156	19,730	毛利润 (百万元)	65,954	84,421	102,791	120,498	137,861
无形资产	15,487	15,002	15,002	14,164	13,974	同比增速	29.8%	28.0%	21.8%	17.2%	14.4%
其他非流动资产	67,739	84,973	88,398	91,775	96,134	毛利率	14.3%	14.6%	14.7%	14.8%	15.0%
非流动资产总值	104,309	120,629	121,635	125,095	129,838	营业利润 (百万元)	-2,619	8,995	9,316	12,999	17,084
						同比增速	213.5%	-443.4%	3.6%	39.5%	31.4%
流动资产						营业利润率	-0.6%	1.6%	1.3%	1.6%	1.9%
存货	44,030	57,932	66,312	76,215	84,652	归属股东净利润 (百万元)	-2,492	12,184	11,603	15,130	19,681
应收账款	13,826	6,191	8,308	10,624	13,327	同比增速	1536.5%	-589.0%	-4.8%	30.4%	30.1%
短期投资	2,036	24,603	25,603	26,603	27,603	净利率	-0.5%	2.1%	1.7%	1.9%	2.1%
现金及现金等价物	34,262	36,971	46,436	61,358	81,744	Non-GAAP 归属股东净利润 (百万元)	3,460	10,750	13,768	18,820	23,446
其他流动资产	10,701	13,398	14,582	15,696	16,712	同比增速	-30.4%	210.7%	28.1%	36.7%	24.6%
流动资产总值	104,856	139,095	161,242	190,496	224,038	净利率	0.7%	1.9%	2.0%	2.3%	2.6%
资产总值	209,165	259,724	282,877	315,591	353,876	经调整ROE	5.4%	12.1%	12.8%	15.1%	15.9%
负债及股东权益 (百万元)						现金流量表 (百万元)					
非流动负债						经营活动净现金流	20,881	24,781	21,148	29,345	38,643
非流动负债总值	11,475	19,082	18,907	18,707	18,507	投资活动净现金流	-26,079	-25,349	-11,483	-14,224	-18,057
						融资活动净现金流	11,220	2,572	-200	-200	-200
流动负债						期初现金	29,799	37,502	39,912	49,377	64,299
应付账款	80,201	90,746	95,595	104,112	113,223	期末现金	37,502	39,912	49,377	64,299	84,685
客户存款/预付款	13,018	16,079	16,079	16,079	16,079						
其他流动负债	27,644	33,192	37,595	41,952	46,080	估值					
流动负债总值	120,862	140,017	149,270	162,142	175,382	P/E	187.1	60.2	47.0	34.4	27.6
负债总值	132,337	159,099	168,176	180,849	193,888	P/S	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
						P/B	8.4	6.4	5.6	4.8	4.0
股东权益	76,828	100,624	114,701	134,742	159,987	P/FCF	-1327.8	34.1	45.7	34.5	26.0
						P/GMV	0.39	0.31	0.25	0.21	0.18
负债及股东权益	209,165	259,724	282,877	315,591	353,876	EV/EBITDA	110.8	45.5	29.1	22.4	17.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 87：京东 Forward PE Band



资料来源：Bloomberg (2020 年 6 月 9 日)，天风证券研究所

图 88：全球主要电商行业估值对比表

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
				FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21
阿里巴巴	USD	219.6	588,992	29.6	27.4	21.1	8.3	6.4	4.8	8.5	6.7	5.3	1.5	1.3	1.0
美团点评	HKD	154.8	116,406	448.5	260.2	52.9	8.4	7.1	4.9	8.6	7.4	5.2	3.0	1.8	0.4
京东	USD	59.0	87,302	58.8	45.3	30.1	1.0	0.8	0.7	1.1	0.9	0.7	1.6	1.2	0.8
拼多多	USD	69.7	83,475	n.a.	n.a.	123.9	17.9	11.5	7.1	19.3	12.3	7.8	n.a.	n.a.	n.a.
小米集团	HKD	12.9	39,876	25.3	24.7	19.1	1.2	1.1	0.9	1.4	1.2	1.0	1.3	1.3	1.0
唯品会	USD	18.0	12,083	19.3	14.1	11.7	0.9	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.
壹网壹创	CNY	176.0	3,589	n.a.	78.9	57.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	9.7	n.a.	n.a.	n.a.
星期六	CNY	24.6	2,566	99.1	61.8	32.6	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	6.9	5.3	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	USD	34.6	2,178	38.7	27.9	19.5	2.1	1.7	1.3	2.1	1.7	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
中国有赞	HKD	0.9	1,940	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.6	4.1	11.3	6.8	4.2	n.a.	n.a.	n.a.
值得买	CNY	173.3	1,307	n.a.	60.3	48.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
云集	HKD	3.4	711	n.a.	n.a.	16.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.4	n.a.	n.a.	n.a.
中国电商				90.5	60.4	39.4	5.7	4.5	3.0	6.8	5.7	4.2	1.4	1.3	0.9
Amazon	USD	2,483.0	1,238,461	76.4	75.6	47.6	4.5	3.7	3.2	4.4	3.6	3.0	2.9	2.9	1.8
沃尔玛	USD	121.6	344,252	25.1	24.4	24.2	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	5.0	4.9	4.9
好市多批发	USD	312.0	137,773	38.5	36.8	33.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	5.1	4.9	4.5
Shoptify	USD	727.8	87,121	4,183	1,467	1,135	54.4	39.2	29.3	56.0	40.4	30.2	89.8	31.5	24.4
Ebay	USD	48.8	34,305	17.6	14.7	13.4	3.6	3.6	3.2	3.2	3.4	3.1	1.4	1.1	1.0
良品计划	JPY	1,629	4,177	12.0	128.0	21.8	1.0	2.4	1.0	1.1	2.4	1.0	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：Bloomberg（2020年6月8日），天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com