



商流加持的物流巨头：菜鸟 VS 京东物流

投资要点

- **零售赛道的分化引起物流业态迭代，从点对点运输及仓配一体运输，再拓展到即时配送，物流服务于电商业务，边界不断拓展。**随着顺丰起“丰网”下沉电商件市场，京东起“京喜”加盟制新网实现产品线下沉，物流服务商均通过丰富产品线方式提升综合竞争力。
- **菜鸟定位为基于阿里零售平台的社会物流整合者。**菜鸟网络通过整合快递公司、路线运输企业，辅以大数据支持，补上了阿里履约网络中重要的一环。菜鸟是阿里链接商流与物流、降低物流环节成本的运作主体，是阿里为了应对消费者多样化的运送需求，商家线上、线下供应链整合的需要，以及克服物流效率的瓶颈而创立的。从战略上看，菜鸟网络协助整合社会化资源，助力阿里生态的布局。
- **京东物流定位为综合物流服务商。**京东物流以仓配一体模式奠定了自身的供应链服务优势，用户体验成为其核心竞争力。随着京东平台业务的扩展，京东物流发展出快递、供应链、快运、大件、服务+、到仓、跨境、冷链等八大业务模块。
- **资产建设方面，京东仓储建设进度领先，但菜鸟的社会物流仓储资源整合范围更加广泛。**京东仓储建设规模领先于通达系快递公司，且绝大多数属于自营，仓配核心能力壁垒高。京东物流2020年Q3仓库总面积达2000万平方米，自有土地（仓库、办公楼等）总面积1100万平方米，菜鸟自建物流园区区仅为315万平方米，但加盟仓储联盟与入驻菜鸟物流市场的服务商仓储面积合计达6645万平方米，体现出极强的资源整合能力。
- **投资策略：重视产业资本的定价权。**电商系物流公司与顺丰/通达等第三方物流公司长期处于竞合的状态，现阶段快递行业价格战压制行业盈利，我们认为二级市场更关注利润表的估值体系并不能充分衡量上市快递公司的价值，反观菜鸟/京东在物流领域持续的高额投入，可见在电商巨头眼中供应链稳定性（履约能力）的价值。因此长期经营、服务进化迭代的能力才是快递行业核心价值，稳健的资产负债表+优秀的融资能力才能扛过快递业出清的发展阶段。
- **风险提示：**快递件量增速放缓，人工成本上升，拼多多自建物流的风险。

重点公司盈利预测与评级

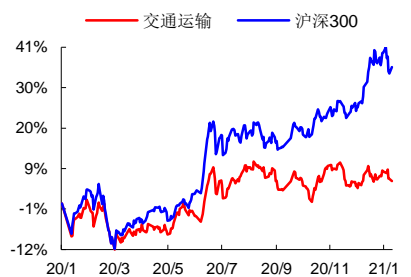
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002120.SZ	韵达股份	18.39	买入	0.91	0.68	0.83	20.2	27.0	22.2
600233.SH	圆通速递	11.95	买入	0.53	0.67	0.74	22.5	17.8	16.1
002352.SZ	顺丰控股	107.0	买入	1.27	1.59	2.04	84.3	67.3	52.5
002468.SZ	申通快递*	9.83	-	0.92	0.24	0.49	10.7	41.0	20.1
603056.SH	德邦股份*	15.15	-	0.34	0.53	0.69	44.6	28.6	22.0

数据来源：聚源数据，西南证券，加*号上市公司ESP预测来自于Wind一致预期

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林
执业证号：S1250518110001
电话：13916801840
邮箱：chzh@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	120
行业总市值(亿元)	27,856.66
流通市值(亿元)	25,902.84
行业市盈率 TTM	19.06
沪深300市盈率 TTM	16.6

相关研究

1. 快递行业12月份数据点评：价格战激烈，行业ASP降幅扩大至12.7% (2021-01-19)
2. 快递行业11月份数据点评：电商渗透率突破30% (2020-12-20)
3. 快递行业10月份数据点评：行业增速超40%，韵达增速继续领跑 (2020-11-22)
4. 交通运输行业2021年投资策略：流量重构，回归周期 (2020-11-04)
5. 快递行业9月份数据点评：韵达增速领跑，顺丰保持高增长 (2020-10-22)
6. 快递行业8月份数据点评：顺丰韵达增速领跑，行业ASP降幅扩大 (2020-09-21)

目 录

1 零售赛道分化催化物流业态迭代	1
1.1 零售赛道的分化重构供应链	1
1.2 商流与物流协同发展	2
1.3 物流的价值量	4
1.4 电商与物流行业巨头新动态	7
2 三大电商巨头的底层逻辑	12
2.1 阿里：活跃流量平台，巨型“购物中心”	12
2.2 京东：以用户体验为核心的带有互联网属性的“百货商店”	12
2.3 拼多多：以算法升级与供应链改造为核心的“小商品城”	13
3 菜鸟——阿里生态下社会物流的整合者	14
3.1 菜鸟的物流生态投资与融资整合史	14
3.2 菜鸟的两大服务网络	18
4 京东物流——综合物流服务商	22
4.1 以仓储建设为核心的物流服务升级	22
4.2 围绕京东平台向外延伸的物流服务	27
5 商流加持下物流巨头的比拼	32
5.1 菜鸟的整合模式 VS 京东物流的自营模式	32
5.2 菜鸟的弹性与京东的稳定性	33
5.3 流量之争与盈利前景的变数	35
5.4 快递公司 vs 电商物流公司的未来：机遇与挑战并存	38
6 风险提示	38

图 目 录

图 1: 电商促进供应链扁平化	1
图 2: 零售渠道迁移	2
图 3: 商流边界延伸拓展物流边界	3
图 4: 快递运输模式示意图	3
图 5: 快递与即时配送的规模与增速	4
图 6: 2020 年快递市场格局	4
图 7: 即时物流市场格局	4
图 8: 中国与欧美发达国家社会物流费用占 GDP 的比重	5
图 9: 电商产业链	5
图 10: 淘宝双十一客单价与物流成本	6
图 11: 京东订单履约费用率	6
图 12: 美团外卖、京东到家客单价与物流成本	6
图 13: 各品类商品电商渗透率	7
图 14: 电商渗透率不断提高	7
图 15: 消费者对物流的需求不断升级	7
图 16: 顺丰与通达系快递市场占有率	8
图 17: 顺丰时效件营业收入规模与增长率	8
图 18: 天猫主要品类的线上渗透率	8
图 19: 天猫双十一客单价 (元)	8
图 20: 京东纯配特惠件与通达系业务规模差距 (件/天)	9
图 21: 达达收入结构-业务	10
图 22: 达达收入结构-对象	10
图 23: 达达盈利情况 (亿元)	10
图 24: 达达营业成本结构	10
图 25: 京东到家骑手成本比重	10
图 26: 达达订单 (TTM)	10
图 27: 京东到家 GMV 与活跃用户	11
图 28: 流量运营模式	12
图 29: 平台营销模式	12
图 30: 本地即时零售市场-超市	13
图 31: 京东到家 GMV 与活跃用户	13
图 32: 拼多多消费链路	13
图 33: 菜鸟网络成立日的股权结构	14
图 34: 浙江驿栈 (菜鸟驿站运营) 股权结构	14
图 35: 核心资产布局逻辑图	15
图 36: 核心服务网络	18
图 37: 点对点模式	19
图 38: 菜鸟经手阿里巴巴中国零售市场产生的物流订单 (亿件)	19
图 39: 浙江驿栈 (菜鸟驿站运营) 股权结构	20
图 40: 菜鸟驿站	20

图 41: 仓配式履约逻辑对比	21
图 42: 零售通仓储布局模式	21
图 43: 丹鸟服务对象及服务模式	22
图 44: 京东物流建设历程	22
图 45: 京东物流设施布局 (2020Q3)	24
图 46: 京东仓储建设情况	25
图 47: 平均仓储面积	25
图 48: 京东固定资产累积强于顺丰 (亿元)	25
图 49: 京东在建工程量领先通达系快递公司 (亿元)	25
图 50: 京东物流仓储设施账面原值 (亿元)	25
图 51: 物流服务时效演进图	26
图 52: 京东物流核心服务产品	26
图 53: 2018 年京东物流组织架构	27
图 54: 2020 年京东物流组织架构	27
图 55: 京东供应链服务	28
图 56: 京东供应链服务示意图	28
图 57: 京东云仓模式	29
图 58: 京小仓	29
图 59: 跨境口岸	30
图 60: 当地运营网路	30
图 61: 跨境直邮	30
图 62: 保税备货	30
图 63: 京东大件	30
图 64: 京东快运	31
图 65: 京东服务+服务对象	31
图 66: 纯配	32
图 67: 仓配	32
图 68: B2B 服务	32
图 69: 原产地生鲜产品服务	32
图 70: 菜鸟与京东物流的定位	33
图 71: 菜鸟与京东物流仓配模式对比	33
图 72: 点我达与丹鸟服务的主要客户	34
图 73: 达达服务主要客户	34
图 74: 2019 年中国电商市场份额	35
图 75: 电商巨头年度 GMV 与增速 (十亿元)	35
图 76: 拼多多季度 GMV 及增速 (亿元)	35
图 77: 电商巨头季度活跃用户数量及增速 (百万人)	36
图 78: 菜鸟社会化收入提升	36
图 79: 2014-2016 年菜鸟持续亏损	36
图 80: 京东物流业务社会化后, 收入增长显著	37
图 81: 京东物流订单履约费用摊薄	37
图 82: 2019 年主要物流企业快递业务收入 (亿元)	37

表 目 录

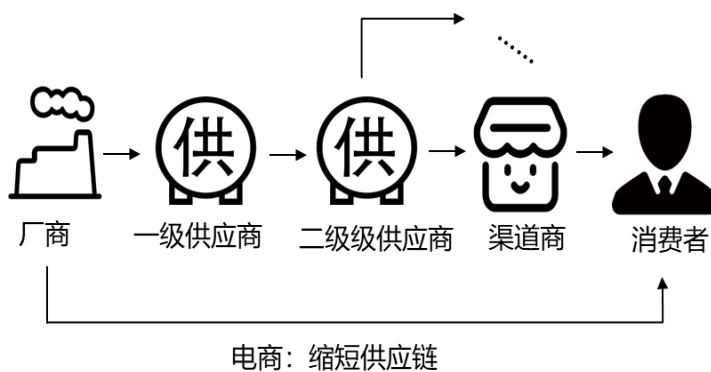
表 1: 菜鸟融资历程.....	14
表 2: 阿里/菜鸟投资领域-快递.....	15
表 3: 阿里/菜鸟投资领域-即时物流.....	16
表 4: 阿里/菜鸟投资领域-其他物流服务商.....	16
表 5: 阿里/菜鸟投资领域-供应链与物流服务.....	17
表 6: 阿里/菜鸟投资领域-其他.....	17
表 7: 物流全过程精细化服务.....	19
表 8: 仓配网络搭建模式.....	20
表 9: 京东/京东物流投资.....	23
表 10: 京东云仓.....	28
表 11: 京东快递与同行价格对比.....	29
表 12: 京东、菜鸟、顺丰资产建设.....	32
表 13: 物流服务能力对比.....	34

1 零售赛道分化催发物流业态迭代

1.1 零售赛道的分化重构供应链

电商的出现促进零售供应链向扁平化发展。中国零售供应链体系繁杂、冗长，而区域间分割的流通体系更是加大了实体零售商的扩张难度。电商的出现缩短了供应链，缩小了层层加价的空间，商品的价格变得更加透明，消费者因此能以更低的价格获得同样的商品。同时，因实体零售业扩张缓慢、导致低线城市商品的品类相对单一，电商平台使得处于不同发展层次的城市的消费者拥有同等的消费选择余地。

图 1：电商促进供应链扁平化



数据来源：西南证券整理

供应链的话语权从厂商转向渠道商，再转向电商平台。零售赛道的分化，使得供应链的重心发生迁移，主要分为三个阶段：

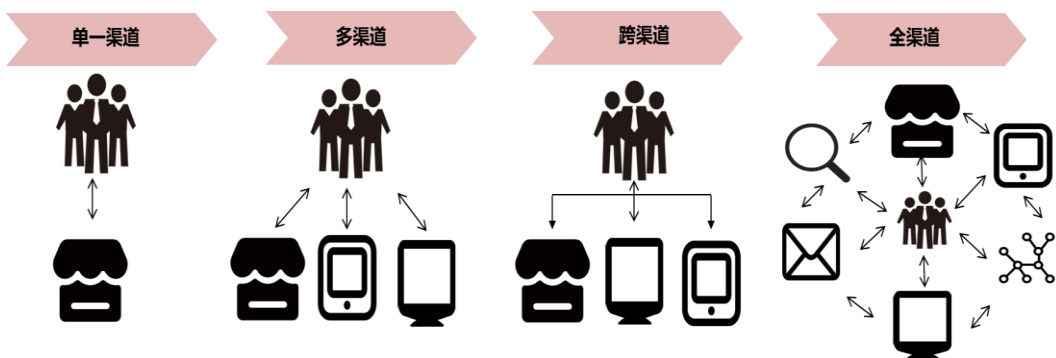
①第一代：供应商-工厂-批发商-零售商-消费者。厂商将产品分销至大型批发市场，长途物流借助铁路/公路卡车，本地则自建物流。主要的零售商小型夫妻店前去选购，消费者上门购买。

②第二代：供应商-工厂-批发商-连锁专卖店/仓储式超市-消费者。连锁专卖店和仓储式超市实行计划性采购，通过外包运力（个体司机/合同物流）直接配送到门店。消费者仍然上门完成采购，自提为主（大件使用人力车，类似落地配）。

③第三代：供应商-工厂-电商平台-消费者。电商卖家实行计划性采购，通过外包运力（个体司机/合同物流）配送到仓。消费者线上下单后由网络化快递/落地配完成货到人的配送服务。

零售渠道迁移，从单一走向全渠道，促进了线上线下供应链的整合。零售从单一渠道（实体店-个人），到多渠道（实体店-个人/电商-个人），到跨渠道（实体+电商-个人，O2O 闭环），到全渠道（社交媒体全渠道），使得线上渠道与实体渠道之间的界限不断模糊。以亚马逊、阿里巴巴为代表的线上巨头依托其技术和数据优势，布局线下，结合线下与线上增强客户粘性；以大润发超市与沃尔玛为首的传统线下企业，利用其线下资源与入口，将消费者引流至线上，全面升级消费者体验。零售渠道的多样化发展促进了供应链的整合，提升供应链运行的效率。

图 2：零售渠道迁移



数据来源：西南证券整理

1.2 商流与物流协同发展

商流与物流协同发展，电商边界的延伸拓展了物流的边界。电商行业从最初淘宝的 C2C 模式拓展到京东的 B2C 模式，再到美团、饿了么和京东到家的即时零售模式，都伴随着物流行业的协同发展。

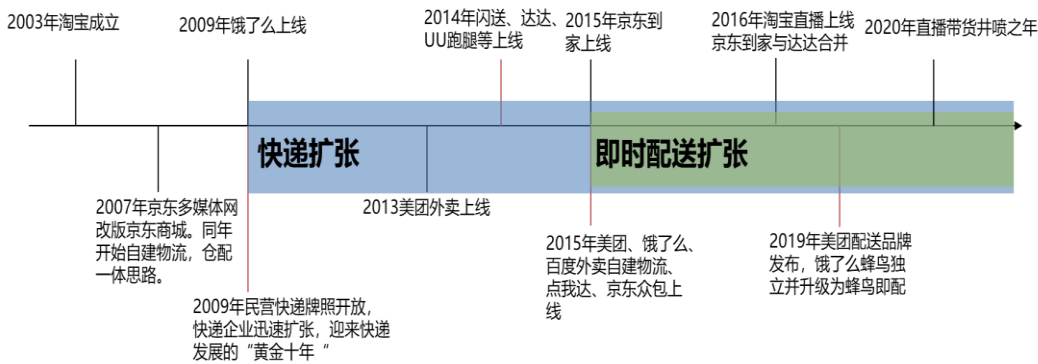
①2003 年淘宝成立，其凭借 C2C 的模式小卖家依托平台销售商品，催生了大量快递业务需求，此时快递行业内企业基本以点对点模式运输。

②2007 年京东多媒体网改版为京东商城，作为具有强零售属性的电商，京东以 B2C 模式自营零售，将采购、分拣、配送一体化，实现标品提前入仓，根据消费者收货地址就近发货以提升物流时效。仓配一体的模式对于超级零售商京东而言，减少了货物的搬运次数，并且通过前置仓大大提升了货物的运输时效。

③随后电商渗透本地生活领域，2009 年的饿了么，2010 年的美团（2013 年美团外卖），2015 年的京东到家，本地即时零售行业兴起，对即时物流的需求提升，由于即时物流为点对点运输，不经过中转，及时性要求高，订单密度相对更低，传统快递公司重中转站的资产配置模式以及加盟制的组织模式不适用于即时物流领域，美团专送、蜂鸟专送、达达这类即时物流服务商应运而生，通过招聘大量的骑手，使用更为轻便、灵活的交通工具（摩托车、电瓶车等）实现商品的短距离运输。

④2016 年，淘宝上线淘宝直播，随后迎来了直播带货井喷之年，网红主播通过与工厂对接以 C2M 模式卖货，由于直播引爆单品，对于供应链的承接能力要求极高，进一步增加商家对末端物流的需求，尤其是品牌商对高端物流的需求。

图 3：商流边界延伸拓展物流边界



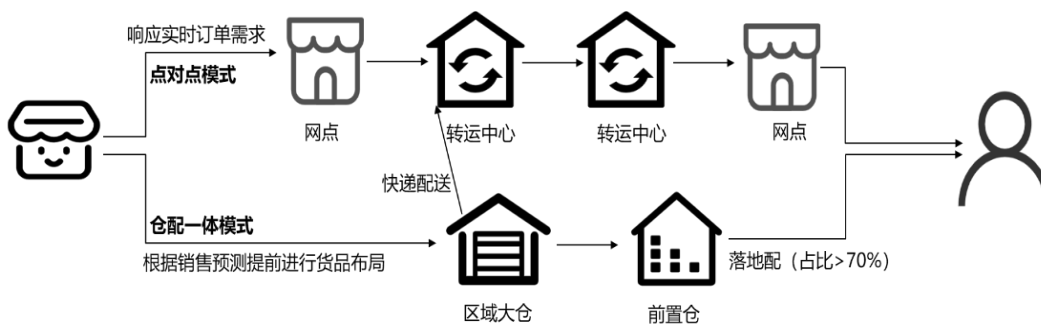
数据来源：西南证券整理

电商兴起促进快递发展迈向成熟。随着电商的兴起，电商平台涌现各类小卖家，网络化快递以传统点对点的运输模式为主，随着行业逐渐走向出清，小型快递企业纷纷退场，加盟制的龙头企业中通、韵达、申通、圆通、百世和直营制的顺丰凭借优秀的管理能力实现规模效应，显著降低成本，瓜分了主要的市场份额（2020年CR6达84.0%）。

超级零售商模式催生仓配物流。自营超级零售商拥有广泛的客户群体及独一无二的商流数据作为依托，且商品更多呈现标品的形式，产品前置化成为可能，因此仓配一体模式更适用于京东以及天猫超市这类自营超级零售商，通过将商品前置，就近配送的方式提升物流时效。超级零售商模式催生了京东物流这样的仓配物流公司。

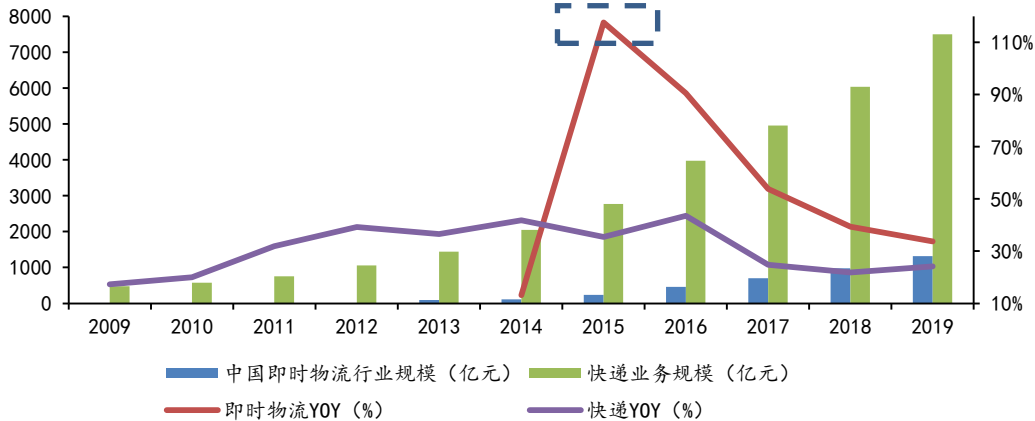
即时零售模式促进即时城配发展。电商布局本地生活领域，传统的快递企业的运输模式不再适用，物流需求引发行业新业态的产生，即时配送兴起。目前快递业务历经十年的黄金发展期，增速已经逐渐换挡至20%-25%的增速区间，而即时物流领域在2015年外卖O2O业务高速发展迎来业务井喷之后，增速也逐渐放缓，基本处于快递业务2016-2017年水平，但体量只有快递业务的六分之一，市场基本为双寡头竞争的格局，美团与饿了么依托上游平台，占据了超过半数的市场份额。

图 4：快递运输模式示意图



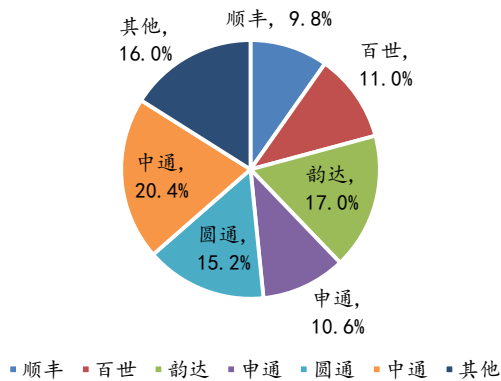
数据来源：西南证券整理

图 5：快递与即时配送的规模与增速



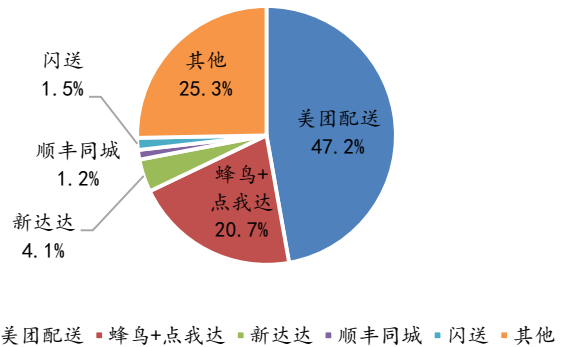
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 6：2020 年快递市场格局



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 7：即时物流市场格局



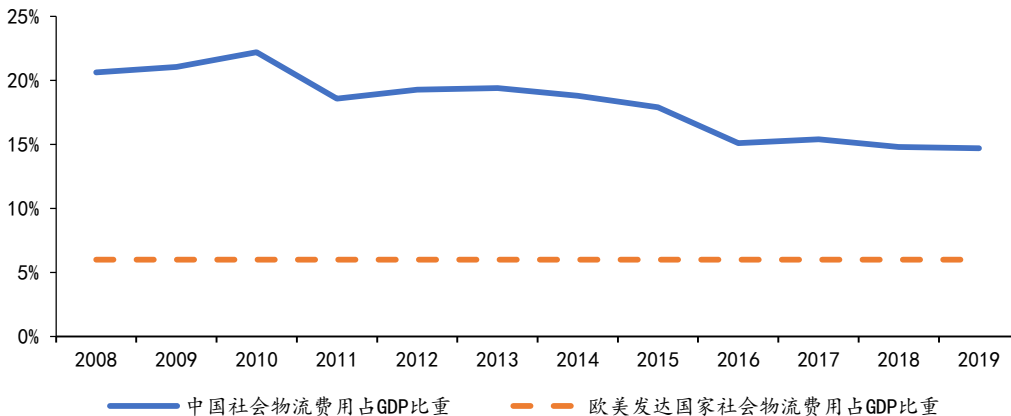
数据来源：西南证券整理

1.3 物流的价值量

物流成本上：中国物流成本同欧美发达国家相比总体偏高。

我国 2019 年社会物流总费用与 GDP 比率为 14.7%，远高于欧美发达国家的 6%~7% 的水平。近年来物流行业降成本颇具成效，主要是以电商发展缩短供应链以及物流公司规模效应两方面降低成本。从物流费用来看，我国物流行业“降成本”取得了非常显著的效果，社会物流总费用与 GDP 的比率从 2008 年的 20.6% 下降至 2019 年的 14.7%，每万元 GDP 所消耗的社会物流总费用约为 1470 元，但相比欧美发达国家的 6%~7%（日本仅为 5%），我国物流效率和成本仍有较大提升空间，尤其在产业结构、基础设施、管理能力等方面。

图 8：中国与欧美发达国家社会物流费用占 GDP 的比重

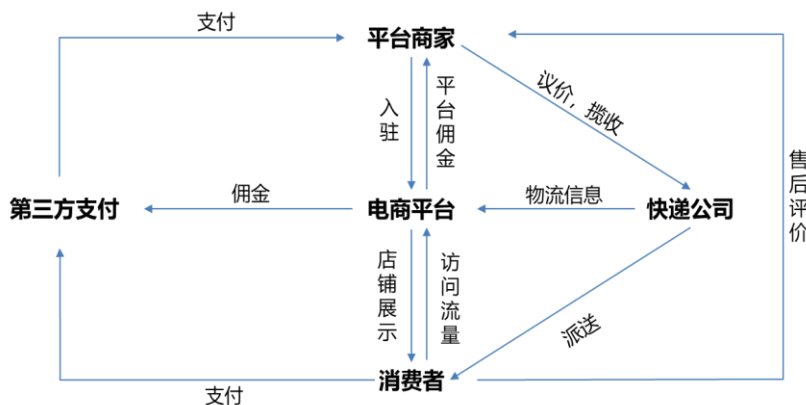


数据来源：国家统计局，西南证券整理

电商通过缩短供应链、促进供应链整合降低了社会化物流成本。电商平台为电商卖家提供流量平台，主导促进了供应链整合，传统的多级供应商模式逐渐消弭，缩短了供应链，从而实现了社会化物流成本的降低。

电商模式对供应链的重构降低了物流在商品销售中的成本，同时其在产业链中核心地位也进一步压制快递盈利能力，末端物流在客单价中占比较低。电商产业链由上游平台商家、电商平台、终端的消费者以及负责运输的物流服务商与第三方支付载体构成，并且电商平台居于产业链核心地位。电商平台掌握用户流量入口，其背后衍生出的物流需求直接影响着快递公司的业务规模。电商平台商家的包邮政策使得商家替代消费者成为真正参与议价的一方，电商平台的商家面对快递公司提供相对同质化的商品，转换成本较低，快递公司呈现低议价能力。快递公司为争夺市场，不得不给予大型商家价格优惠，以“薄利多销”的方式获得稳定的客户及实现利润，以低价格换取件量规模。目前在三大电商巨头激烈竞争的格局之下，快递业务盈利被极大压制，快递公司不得不将降低成本视为竞争核心，结果是单票快递成本在客单价中占比较低。以双十一包裹为例，阿里近年来客单价 200 元以上，单票快递成本的均价在 5-6 元，客单价/包裹单价不足 3%。而京东的订单履约费用率（履约成本/商品销售收入）约为 7.6%。

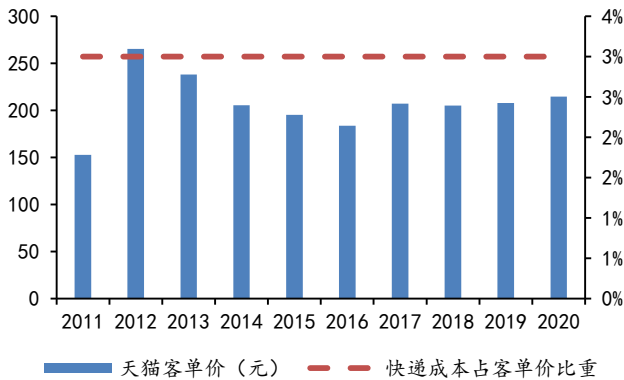
图 9：电商产业链



数据来源：西南证券

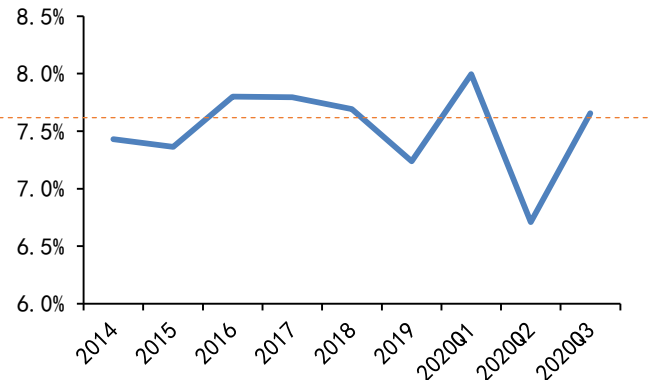
即时配送由于及时性要求高，订单密度低，通过规模效应降低成本的潜力低于快递，成本相对较高，占客单价的比重更高。2019年骑手成本约占美团外卖客单价的15%，占京东到家客单价的8%（注：达达有京东到家平台外业务，假设骑手成本按两大业务的营收占比分配）。由于即时配送服务性质特殊，其难以简单复制快递的模式充分发挥规模效应以降低物流成本，所以骑手成本占客单价的比重更高。

图 10：淘宝双十一客单价与物流成本



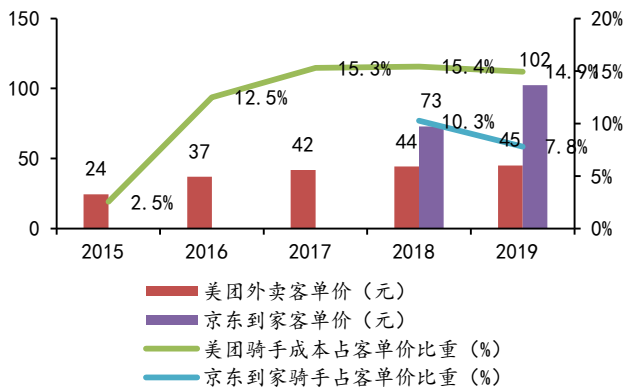
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 11：京东订单履约费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：美团外卖、京东到家客单价与物流成本



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

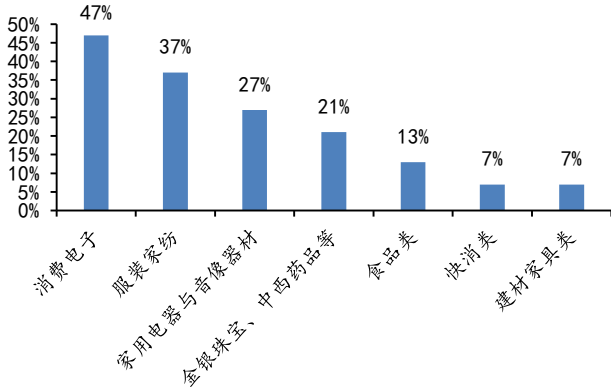
物流需求上：消费市场升级，对物流的需求提升。

消费产品线上销售品类扩大化，快消食品类及建材家居都有较高的提升空间，疫情加速了电商渗透率的提升。近些年来，实物商品网上消费的品类不断扩大，其中由于商品自身特点，消费电子、服装家纺电商渗透率提升明显；快消与食品类是传统线下商超及大卖场的主力品类，即时性需求较强，建材家居类等大件商品由于其特殊的产品特性和运输难度，电商渗透率较低，有较大的提升空间。疫情催生“宅经济”，加速了线下购物向线上网购的转化，电商渗透率不断提高，2020年末电商渗透率已经达到了25%。

消费端对包括物流在内的整体消费体验有了更多元、更具象化的升级需求。包括以消费者为中心的消费模式、品质更好的消费商品、体验更佳消费过程、更高的性价比以及更快的物流。例如，家电产品消费，能够提供大件运输，运装一体的服务；服饰消费则能提供更

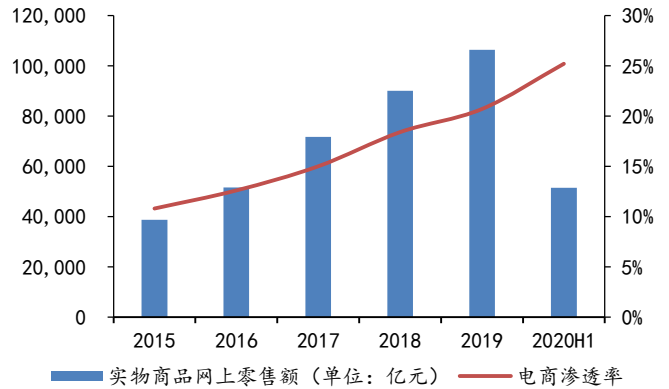
便捷的逆向物流；3C 产品则是提供更有安全性保障的运输服务；生鲜产品则能提供标准化的冷链运输服务等等。

图 13：各品类商品电商渗透率



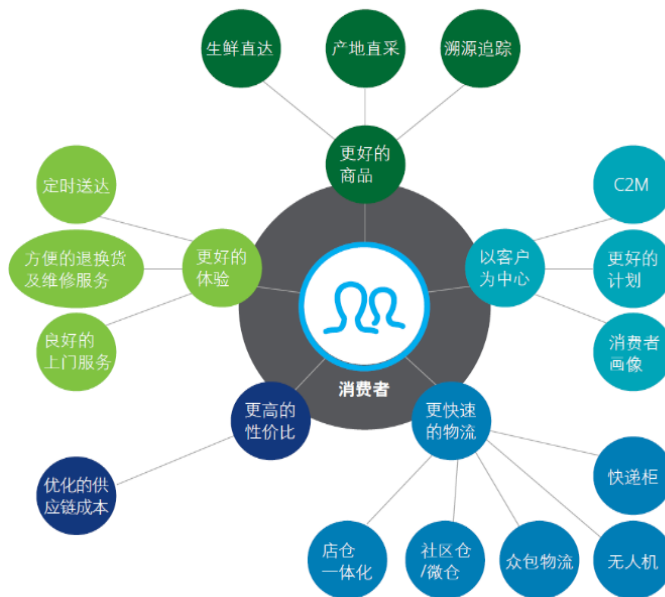
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 14：电商渗透率不断提高



数据来源：德勤咨询，西南证券整理

图 15：消费者对物流的需求不断升级



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

随着电商行业增速逐渐放缓，电商巨头间的竞争不断加剧，对物流的综合性需求提升，物流作为履约过程中的一环重要性不断提升。快递行业内通过规模效应降低成本已经筑成了较高的壁垒，二三线快递公司纷纷退场或转型，龙头企业通过建设自营转运中心和加盟商管理提升运输效率，降低运输成本提升竞争力。电商行业进入存量竞争，电商巨头对快递公司管理能力的依赖性在一定程度上提升，电商巨头需要快递公司持续以较低的成本输出更稳定、高质量的服务来保证自身订单履约能力，因此电商对末端物流的把控意愿升级。

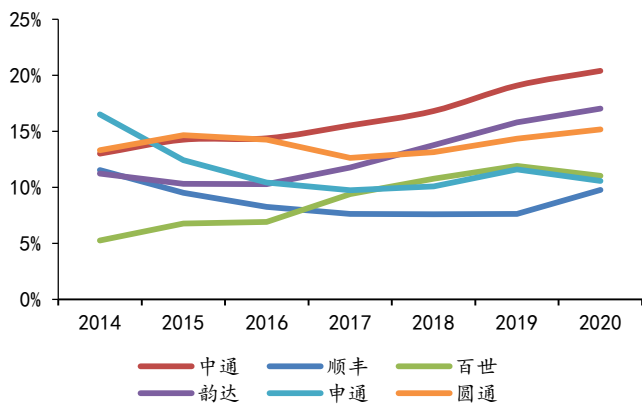
1.4 电商与物流行业巨头新动态

顺丰逆势而动争夺低价电商件市场。

顺丰 2019 年 5 月起针对电商大客户（日均票量在 1000 票以上）的电商客户，推出单票价格 5-9 元的特惠产品，进一步下沉至原有电商特惠和通达系淘宝件之间。不到 1.5 年的时间已经达到了日均 1000 万件的规模。同时从 2020 年下半年，顺丰启动了雄心勃勃的“丰网”计划，拟用一年时间打造出一张低价、加盟制快递网络。

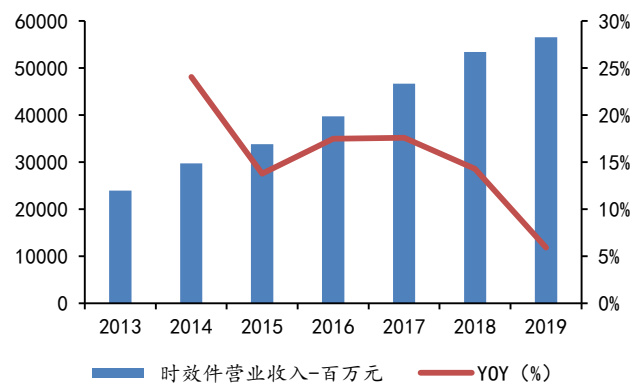
顺丰核心业务增速稳定，探索电商件业务是寻找新的增长极。电商件占快递的比重约为 80%，是快递规模增长的主要原因，顺丰因自身定价较高，已经错失快递高速增长红利，2013 年至 2020 年，顺丰市占率从 11.9% 萎缩至 9.8%，市场份额被通达系不断挤压。核心业务时效件增长乏力，将放大航空成本高昂的劣势，重新布局电商件市场是创造新的增长点。

图 16：顺丰与通达系快递市场市占率



数据来源：公司公告，西南证券整理

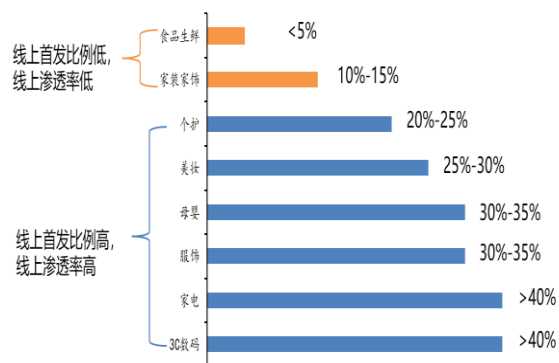
图 17：顺丰时效件营业收入规模与增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

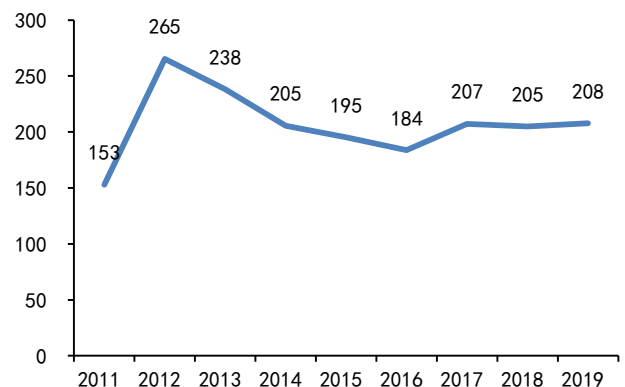
顺丰进入低价电商件市场弥补价格短板，丰富产品布局。据《2020 中国新品消费趋势报告》显示，天猫旗舰店中新品已占整体销售额的 35+%，线上渗透率高的品类如家电、3C 数码、服饰、母婴等品类线上首发率更高，新品销售成为电商销售增长的引擎。淘宝近年来客单价基本稳定在 200 元左右，此区间物流成本不足客单价的 3%，以顺丰目前 15 元左右的价格，客单价需达 500 元以上，而 5-10 元的特惠则能覆盖客单价中枢为 200 元的品类如线上新品销售较热门的服饰、美妆等品类。在不新增投入的情形下，充分利用过去的产能，以“填仓”的模式，提升装载率，边际成本较低，有能力实现有竞争力的报价。

图 18：天猫主要品类的线上渗透率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：天猫双十一客单价 (元)



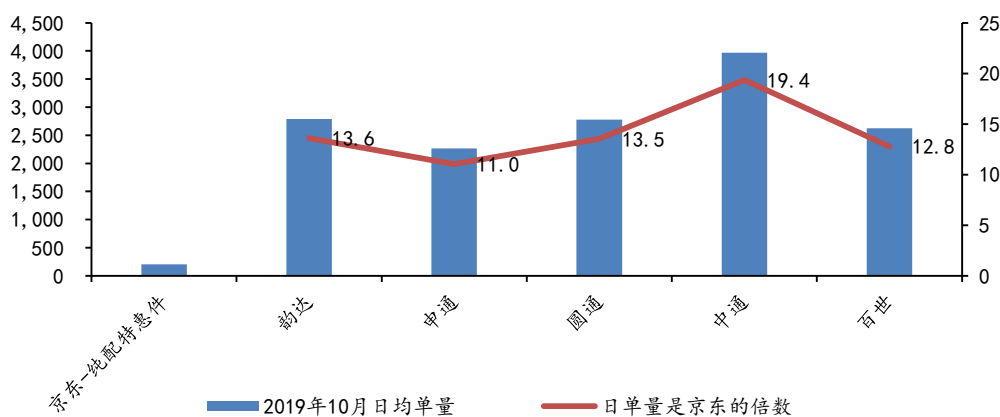
数据来源：公司公告，西南证券整理

京东另起新网提升末端把控能力，瞄准线下门店提升服务品质，加快同城零售的布局。

2020年1月京东推出名为“众邮快递”的快递公司，后改名为京喜事业部，是专注3kg以内的经济快递加盟平台网络，陆续在全国注册公司，计划三年左右的规划周期来打造。京东尝试以加盟制低成本扩张方式满足增长的外单需求，并与顺丰抢夺低价电商件市场。

另起新网可满足平台第三方卖家对物流需求，削弱其对阿里系快递公司的依赖。京东平台第三方卖家因京东物流较高的定价仍大量依赖通达系快递公司，随着阿里不断加大对通达系快递公司的投资力度，京东希望通过新网来消化平台内部的物流需求，逐渐降低通达系对平台卖家的吸引力。

图 20：京东纯配特惠件与通达系业务规模差距（件/天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

京东瞄准线下门店提升服务品质，深耕低线市场。京东于2020年5月28日，斥资1亿美元（折合人民币约7.16亿元）认购国美可转债。可转债初步转换价为每股1.255港元，该部分若转换为新股占公司于公告日期现有已发行股本约2.88%，及公司扩大后的已发行股本约2.80%（假设公司已发行股本并无其他变动）。

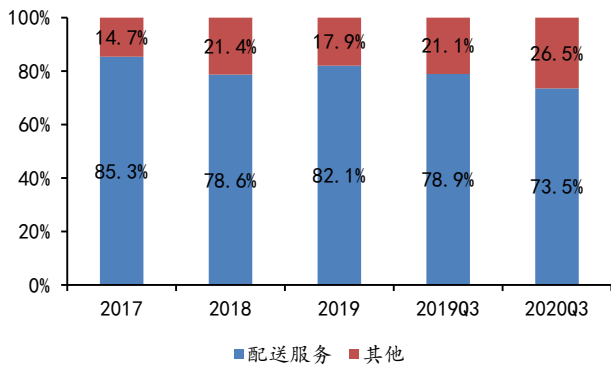
京东陆续开设了京东家电、京东便利店、京东电脑数码等线下门店，既是通过开设门店进一步布局低线市场，也弥补线上销售服务方面的短板。根据国美2019年年报显示，截至当年年末，国美在全国776座城市中拥有2602家门店，其中县域地区店面达1026家。国美兼备的“线下和下沉”，正是京东目前探索的重点，投资国美正是京东强化以提升用户体验为核心的企业标签，同时服务于京东的市场下沉战略。

加快同城零售领域布局。2020年6月6日达达于纳斯达克挂牌交易，总市值约为45亿美元，上市前京东持股51.4%，上市后京东认购4160万美元。

作为即时零售第一股，达达核心业务为配送服务（京东到家平台商家、平台外商家及个人）以及佣金、商品售卖等业务。2020年Q3配送服务占收入比重高达73.4%，其他服务占26.5%。据其招股说明书，达达收入过半来源于与京东和沃尔玛的关联交易，2020年Q1财报显示与京东的关联交易占净收入的37.8%，沃尔玛占14.6%，合计关联交易共占净收入的52.7%。2020Q1（TTM）京东到家平台GMV为157.2亿元，活跃用户为2760万人，日均订单37万，占达达总订单量的16.4%，平台配送的单票收入约为5.3元，货币化率约为9.0%，按照业务营收比重划分，骑手成本占客单价的比重为7.6%，按照订单量划分，骑手成本占客单价的比重为3.2%。占总订单83.6%的平台外配送单票收入约为3.2元。整体来看，达

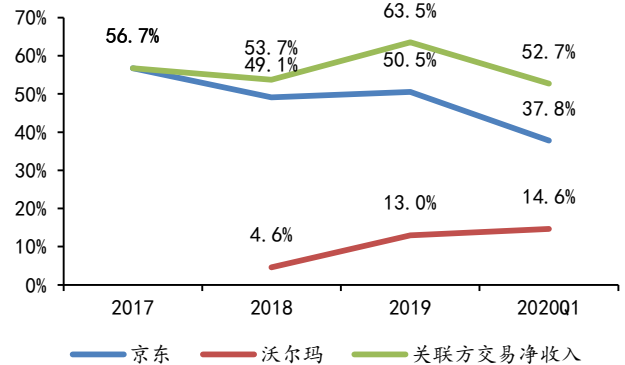
达单票营收为 4.1 元，每单营业成本为 3.8 元，其中超过 90% 的营业成本为骑手成本，每单毛利仅为 0.3 元，扣除高昂的营销费用以及行政开支等每单净亏损 2.2 元。

图 21：达达收入结构-业务



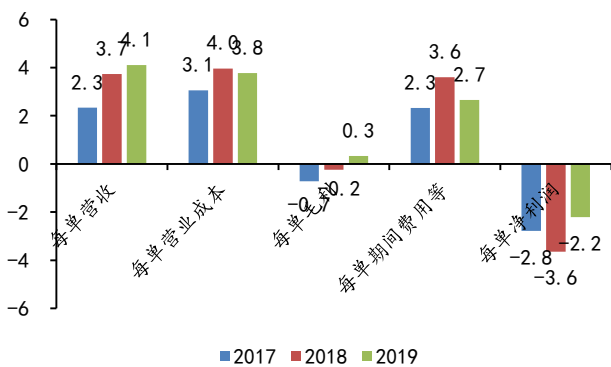
数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

图 22：达达收入结构-对象



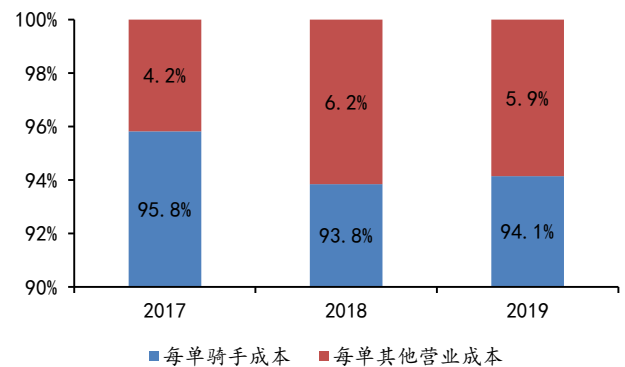
数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

图 23：达达盈利情况 (亿元)



数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

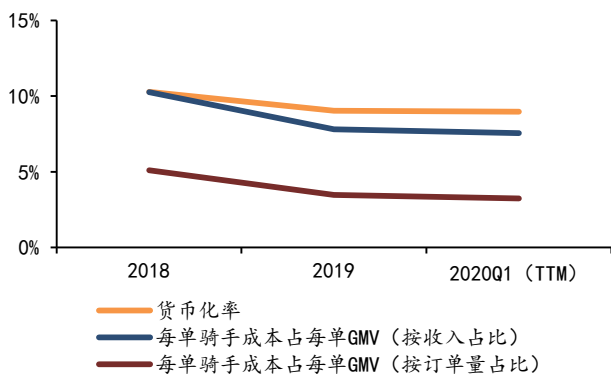
图 24：达达营业成本结构



数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

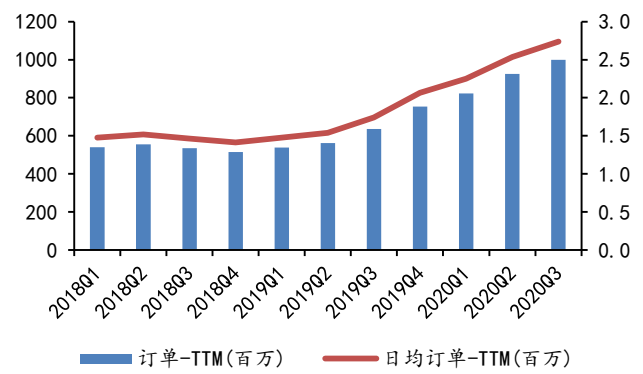
达达目前仍处于业务快速扩张阶段，暂未实现盈利。随着京东到家在低线城市覆盖率提升，达达与京东、沃尔玛的合作深化，其业务规模将不断扩大，达达将成为京东在同城零售领域的重要平台与物流基础。

图 25：京东到家骑手成本比重

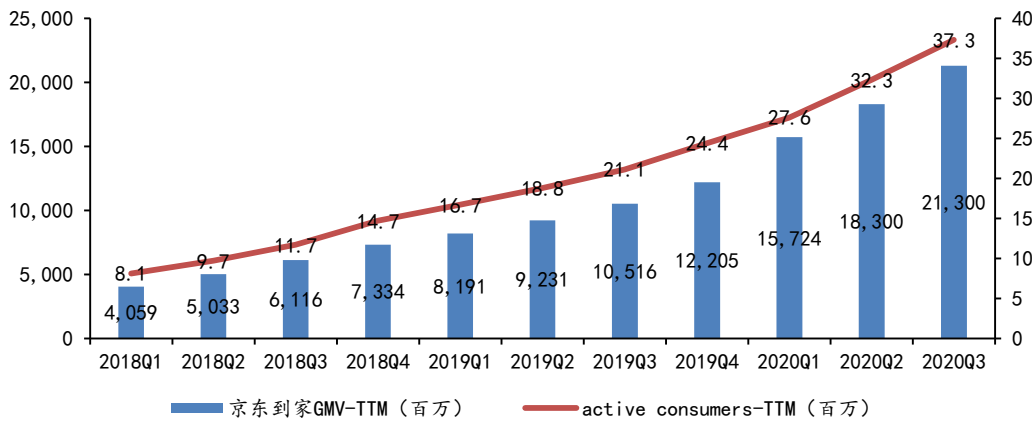


数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

图 26：达达订单 (TTM)



数据来源：达达招股说明书，西南证券整理

图 27：京东到家 GMV 与活跃用户


数据来源：公司公告，西南证券整理

阿里扩大物流领域投资版图

阿里在物流领域投资力度加大，对物流的控制力提升。在控股菜鸟网络两年之后，2019年11月8日阿里巴巴完成对菜鸟的新一轮增资。阿里通过增资和购买老股的方式，投入人民币233亿元（约合33亿美元），对菜鸟的持股比例从约51%增至约63%，菜鸟其他现有股东也参与了新一轮融资。2020年4月韵达披露阿里投资，持股2%。至此，阿里投资触角已遍布通达系快递公司，民营快递行业六大公司（顺丰、申通、圆通、中通、韵达和百世），仅有顺丰未被投资。阿里与通达系的合作加深，对物流领域的渗透加强。

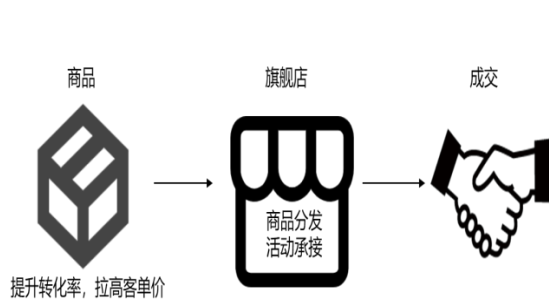
电商与物流企业的新动作体现了电商面对平台间激烈的竞争对物流网络的把控正在不断升级，物流服务商在快递业务增长趋缓的背景下通过丰富产品线来提升用户覆盖范围，提升竞争力。

2 三大电商巨头的底层逻辑

2.1 阿里：活跃流量平台，巨型“购物中心”

阿里巴巴是各大品牌的聚集地，类似巨型的“购物中心”，为卖家提供平台，并创造流量，高质量的输出模式造就了阿里庞大的体量。作为巨型零售平台，阿里巴巴通过聚集各大品牌与新品，运用多样化的营销方式，源源不断地创造流量，多维度经营实现流量变现。阿里的入口端吸引各大品牌入驻，品类丰富上到国际奢侈品，下到普通农产品，并利用平台优势命令本地化品牌二选一，提升平台品牌覆盖率。平台利用算法调整流量分发路径，提升客户与产品匹配度，并通过平台内设各类营销工具、内容推广频道提升品牌客户流量，促成交易。高品牌覆盖率叠加多样化流量输出模式最终造就了阿里庞大的年度活跃用户与 GMV 体量。

图 28：流量运营模式



数据来源：西南证券整理

图 29：平台营销模式



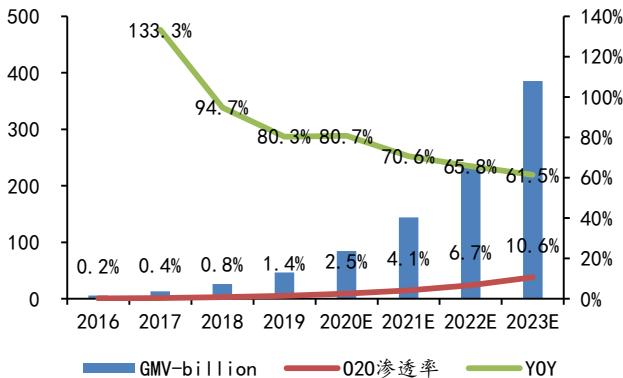
数据来源：贝恩，西南证券整理

2.2 京东：以用户体验为核心的带有互联网属性的“百货商店”

京东自带强零售属性，线上稳定流量收益，线下拓展门店优势。成立以来京东一直保持着强零售属性，其下辖自营和开放平台两大类业务，自营业务是公司的业务基础和流量的来源，平台业务则作为公司变现利器。2019 年，京东自营贡献 89% 收入；京东的开放平台业务助力广告流量变现，2019 年平台服务（主要为广告佣金）贡献 427 亿元毛利，占比过半，京东自营做到从商品到物流到售后的全链路自营，将低价正品和优质用户体验作为自身差异化标签。近年来，京东更是通过投资迪信通、五星电器、联想来酷、国美等 3C 与家电零售企业，加速布局线下，不仅是拓宽销售渠道，加速市场下沉，同时利用线下门店优势，提升用户体验。

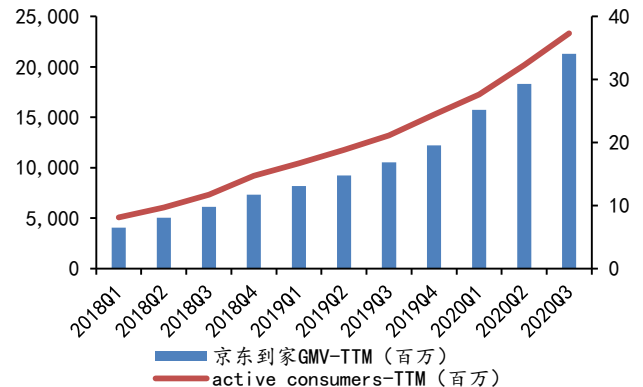
京东拓展生态体系，提升用户粘性。京东积极参与本地生活领域布局，扩展零售网络，将用户生活的更多领域纳入公司业务布局，提升用户粘性。根据艾瑞咨询报告，2019 年本地即时零售市场（超市部分）GMV 已经达到 467 亿元，O2O 渗透率达 1.4%，未来将以 69% 的年复合增速高速增长，京东到家已成为最大的本地超市即时零售平台，2020Q3（TTM）GMV 已达 213.0 亿元，活跃用户达 3730 万。随着即时配送服务向高效、便捷发展，本地即时零售市场规模将不断扩大，京东将更广泛地渗透用户日常生活。

图 30: 本地即时零售市场-超市



数据来源: 京东年报, 西南证券整理

图 31: 京东到家 GMV 与活跃用户



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

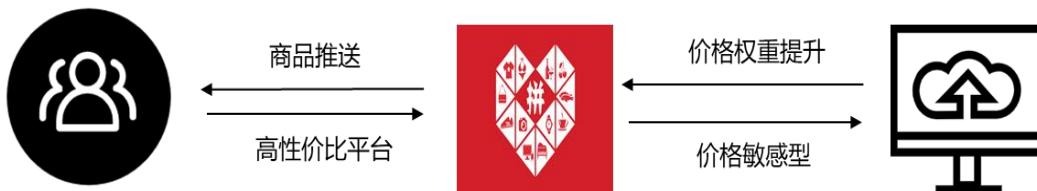
2.3 拼多多: 以算法升级与供应链改造为核心的“小商品城”

拼多多的商业模式类似淘宝, 基于精准的算法并利用微信作为流量土壤, 凭借微信切入低线市场, 利用微信无门槛的便捷支付, 最终实现用户高速增长。拼多多将流量分为自然流量和付费流量两大类, 其中自然流量基本完全基于算法, 基于对消费者在平台的行为观测, 通过 AI 算法构建精准的推送模型, 对消费者实现千人千面的商品推送。付费流量与其他电商平台相似。消费链路为算法推动用户选择, 计算用户价格敏感程度, 提升价格权重, 促成交易, 拼多多作为高性价比平台实现消费者喜爱度提升, 消费者复购率提升。

C2M 模式为消费者提供高性价比产品。 C2M 模式中, 需求侧, 拼多多以“高性价比”为商品核心卖点, 通过算法精准定位目标客户, 实现“货找人”, 并结合社交拼团、邀请砍价等方式, 短期内扩大订单规模; 供给侧, 拼多多将下游需求直接反馈至上游工厂, 使工厂尽可能快速地实现大批量生产通过拼多多直接销售至消费者。C2M 模式缩短了供应链, 消减了品牌溢价, 尽可能地降低产品定价, 凸出高性价比的平台卖点。

拼多多主要变现模式为广告与佣金。广告收入方面, 拼多多平台抽成更少、定位更偏向性价比品牌和白牌商品。同时利用 C2M 模式提升供应链效率, 包销定制性价比产品, 赚商品买卖的钱。

图 32: 拼多多消费链路



数据来源: 西南证券整理

3 菜鸟——阿里生态下社会物流的整合者

菜鸟网络建设的初衷是为阿里生态内用户提供更低成本、更高效的物流服务。菜鸟网络通过整合路线运输公司，辅以大数据支持，注入阿里零售平台海量订单，链接商流与物流，降低物流环节成本，为商家及消费者提供更加实惠、高效的服务。这是阿里为了应对消费者多样化的运送需求，商家线上、线下供应链整合的需要，以及克服物流效率的瓶颈而创立的。从战略上看，菜鸟网络协助整合社会化资源，助力阿里生态的布局。

3.1 菜鸟的物流生态投资与融资整合史

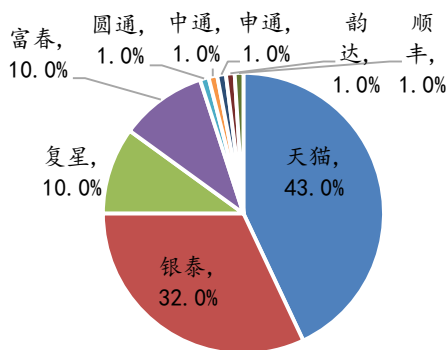
菜鸟网络的融资由阿里主导，其他物流伙伴公司广泛参与，根据最近一次融资估值约为1942亿元。菜鸟在成立之初，由阿里持股43%，银泰集团持股32%，复星集团持股10%，申通、圆通、中通、韵达、顺丰各持1%。随后阿里两次增持，持股权已达63%。菜鸟旗下子公司浙江驿栈网络科技有限公司（菜鸟驿站的运营方）通过A轮融资，获得通达系所有公司投资，而菜鸟子公司浙江菜鸟供应链管理集团有限公司仍保留其控股股东地位。菜鸟网络及其子公司获得物流公司及其大型集团投资，标志阿里与通达系合作进一步深入，但阿里在菜鸟体系中处于控制地位。菜鸟的建立透露出阿里对加大物流行业中的话语权与控制力的强烈愿望。

表 1：菜鸟融资历程

时间	大事件	关键信息
2013.5	菜鸟网络在深圳宣布成立	定位：智能骨干网，即平台。实现实现“无论何地、物品24小时送达”的物流目标。 股权结构：天猫+物流+地产+投资公司
2013.8	天使轮融资	云峰基金参与天使轮融资
2016.3	A轮	GIC 新加坡政府投资公司、Temasek 淡马锡、马来西亚国库控股公司(Khazanah)、春华资本等多家国内外著名投资机构，投资金额100亿人民币。
2017.9	战略融资	阿里增持，再投资53亿人民币，持股51%，同时宣布未来5年继续投入1000亿元发展菜鸟网络。
2018.6	子公司浙江驿栈网络科技有限公司A轮融资	融资额共31.7亿人民币，其中其子公司浙江菜鸟供应链管理集团有限公司持股55.8%，圆通6.28%，宁波圆泽股权投资持股8.72%，中通持股15%，韵达持股10%，申通、百世、上海云锋麒麟泰各持股1.4%。
2019.11	战略融资	阿里增资和购买老股，斥资233亿人民币，持有股权从约51%增加到约63%。

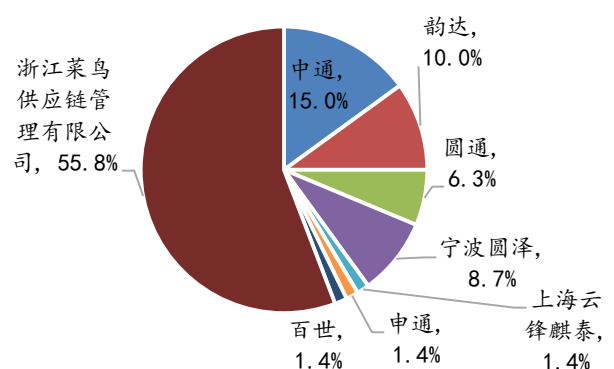
数据来源：西南证券整理

图 33：菜鸟网络成立日的股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

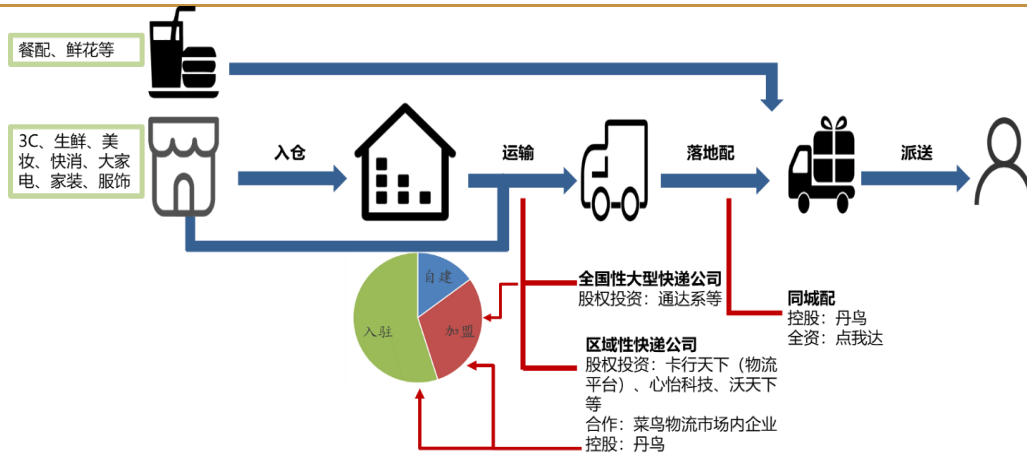
图 34：浙江驿栈（菜鸟驿站运营）股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

菜鸟资产布局的逻辑遵循着清晰的脉络，主要包括投资主要物流企业，布局仓库，以及掌握销售与物流大数据三方面。菜鸟通过投资主要物流企业及区域物流服务商，增强物流运输环节的控制力；此外，菜鸟以自建、加盟和平台入驻的形式布局仓库，为商品销量较大、出货频率高的品牌提供仓库；最后，菜鸟掌握入驻品牌库存销售及物流企业运输大数据，完成入仓-数据管理-运输-落地配全过程，同时为不入仓的商家提供物流面单平台，为物流服务商接入订单。无论何种形式，菜鸟资产布局的最终目的是提升阿里平台众品类商品的交易效率。

图 35：核心资产布局逻辑图



数据来源：西南证券

菜鸟在物流企业方面的布局主要包括投资了快递、即时物流、其他物流服务商及供应链服务商四个部分。由于背靠阿里，菜鸟投资路径与阿里在快递领域的投资路径互相交织，2010年-2020年间，阿里喝菜鸟布局快递物流领域投资，持有了主要“通达系”快递公司的股票以及主营落地配，小包裹速递公司。在即时物流方面，菜鸟于2020年全资收购了点我达，为饿了么的配送需求提供了便利的即时物流平台。在其他物流服务商方面及综合供应链服务方面，菜鸟都参与其中，助力阿里进行物流布局。

表 2：阿里/菜鸟投资领域-快递

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
快递	百世集团	民营快递公司	2008.5	阿里参与天使轮融资，投资人民币 1500 万元
			2008.6	阿里参与 A 轮融资，与富士康合计投资 1500 万美元
			2011.1	阿里参与 C 轮融资，与汉能投资等投资 2000 万美元
			2014.1	阿里参与 E 轮融资，与 IDG 资本等投资 1.38 亿美元
			2015.1	阿里参与 F 轮融资，投资 1.33 亿美元
			2016.2-4	菜鸟参与 G 轮融资，与中信产业基金等投资 7.6 亿美元；上市前，阿里持有百世 23.4% 股权，菜鸟持有 5.6% 股权
			2019.9	发行 1.75 亿美元可转换债，阿里认购 1 亿美元
	星晨急便	国内小件包裹速递服务	2010.3	阿里参与 A 轮融资，投资人民币 7000 万元
	全峰快递	民营快递公司	2014	马云参与的云锋基金参与 C 轮融资
	圆通快递	民营快递公司	2015.5	马云参与的阿里创投和云锋新创合计投资人民币 25 亿元，持股 20% 股权
中通快递	民营快递公司	2018.5	阿里和菜鸟投资 13.8 亿美元，持股约 10%	

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
	申通快递	民营快递公司	2019.3	阿里斥资人民币 46.6 亿元，持股申通，间接持有申通 14.65% 股权
			2019.7	阿里获得未来 3 年内以人民币 99.8 亿元获得申通 31.35% 股权的权利
	韵达快递	民营快递公司	2020.4 季报披露	阿里持股 2%
	万象物流	落地配	2012.6	阿里参与 A 轮融资，投资数千万元
			2016.2	阿里、菜鸟、复星等参与 B 轮融资，投资数亿元
	晟邦物流	民营快递公司	2013.5	阿里参与 A 轮融资，投资 1 亿元
			2014	阿里参与投资，持股约 29%
			2016	阿里和菜鸟参与增资，股权比例上升至约 50%

数据来源：西南证券整理

表 3：阿里/菜鸟投资领域-即时物流

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
落地配	黄马甲		2015	菜鸟参与融资，持股约 40% 股权
	东骏快捷物流		2016.1	菜鸟参与融资，持股约 29%
			2018.3	菜鸟参与增资，股权比例上升至约 58%
	芝麻开门	近期改名丹鸟物流	2017	菜鸟先后两次投资公司，合计获得约 51% 股权
	生活半径	直营类即时配平台	2015.8	阿里参与 C 轮融资，投资人民币 3 亿元
即时配	点我达	众包类即时配平台	2015.9	蚂蚁金服和乔景资本参与 C 轮融资，投资人民币 1 亿元
			2016.7	阿里和饿了么参与战略融资，投资人民币 10 亿元
			2018.7	菜鸟参与战略融资，投资 2.9 亿美元
			2020.3	菜鸟全资收购

数据来源：西南证券整理

表 4：阿里/菜鸟投资领域-其他物流服务商

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
品牌物流端	日日顺	海尔旗下从事大件物流服务	2013.12	阿里投资海尔电器 18.57 亿港元，其中 5.41 亿港元认购日日顺物流 9.9% 股权；13.16 亿港元认购特殊实体可转换债券，未来可转换成日日顺物流 24.1% 股权；9.65 亿港元认购海尔电器 2% 股权
			2017.5	阿里此前投资的日日顺物流 13.16 亿港元债转股生效，共持股 34%
非大陆物流	冠庭国际物流（新加坡）	区域性物流服务供应商	2015.7	阿里参与战略融资，投资 6785 万美元
	Xpressbees（印度）	印度电商物流公司	2018.1	阿里参与 C 轮融资，投资 3500 万美元
	Pickupp（香港）	为香港地区提供点对点即日送货服务，4 小时时效性保证	2018.12	阿里创业者基金参与 Pre-A 轮融资
	Singapore Post（新加坡）	新加坡物流企业	2014.5	阿里参与战略融资，投资 2.49 亿美元，持股 10.35%
			2015.7	阿里追投 1.38 亿美元，持股 14.51%
	GoGoVan（香港）	亚洲首个手机端货运服务平台，2017 年与内地最大同城货运平台 58 速运合并	2014.11	阿里创业者基金和人人公司参与 B 轮融资，投资 1000 万美元
2016.5			阿里和新天域资本等参与 C 轮融资	
2018.7			菜鸟和 58 同城等参与 D 轮融资，投资 2.5 亿美元	

数据来源：西南证券整理

表 5: 阿里/菜鸟投资领域-供应链与物流服务

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
供应链 与物流服务	卡行天下	为中小物流企业提供服务的交易网络平台。建立平台连接物流需求主体与中小物流企业，整合社会运力，完成物流运输。	2014.5	菜鸟和九州通参与 B 轮融资
			2015.9	菜鸟和德邦物流等参与 C 轮融资
			2019.1	菜鸟和普洛斯参与战略融资
	心怡科技	仓配一体的供应链服务商。是天猫超市核心仓储服务商，并为阿里零售通提供仓配服务。	2014.6	阿里参与 A 轮融资
			2016.11	菜鸟携手云峰基金参与 B 轮融资
	沃天下	仓配一体的供应链服务商。是天猫超市核心仓储服务商，拥有十大天猫超市运营中心，含上海奉贤、广州、天津、苏州、成都、武汉、济南、上海松江、福建、南京等。	2015.6	阿里和云峰基金等参与天使轮融资，投资人民币 550 万元
	北领科技物流	B2C 供应链管理		菜鸟出资人民币 1000 万元，持股 47%
	快仓	全球第二大的智能仓储机器人系统解决方案提供商	2017.3	菜鸟和软银中国参与 B 轮融资，加上债券融资共人民币 2 亿元
中交兴路	公路货运行业提供综合服务	2018.2	蚂蚁金服和北京紫金道合参与战略融资，投资人民币 7 亿元	
汇通达	农村商业数字化服务平台	2018.4	阿里参与战略投资，投资人民币 45 亿元，持股 20%	
快递柜	速递易	24 小时快递自助服务品牌	2017.7	菜鸟、中邮资本和复星参与股权转让，投资人民币 4.8 亿元，其中菜鸟持有 10% 股权

数据来源：西南证券整理

表 6: 阿里/菜鸟投资领域-其他

投资领域	投资企业	简介	投资时间	投资情况
企业	苏宁易购	国内领先的 O2O 智慧零售商	2015.8	阿里投资苏宁易购人民币 283 亿元，持股 19.9%，成为第二大股东，其中人民币 95 亿元用于物流平台建设
地图	高德地图	地图、导航、位置服务	2013.5	阿里参与战略融资，投资 2.94 亿美元，持股 28%
			2014.2	阿里 11 亿美元收购高德地图，持股 100%

数据来源：西南证券整理

菜鸟在仓库建设方面采取以整合为主，以自建为辅的策略。菜鸟的整合策略主要涵盖了加盟制与入驻形式两种。加盟制的菜鸟仓储联盟已接入 21 个省份，72 个城市，共有 353 座仓库，建筑面积达 619 万平方米；入驻形式的菜鸟物流市场已接入 30 个省份，157 个城市，4353 座仓库，面积达 6026 万平方米，共有 1735 家物流商入驻。在自建仓库方面，菜鸟目前已在物流作业集中、交通便利的地区自建物流园区 22 座以承接电子商务及传统商业对物流的需求，约三分之一的园区设在物流服务需求旺盛的华东地区，总占地面积达 315 万平方米。园区建设基于 IoT、边缘计算和人工智能等高科技，是菜鸟尝试最新科技改善物流服务的主要试验区。

菜鸟通过加盟和入驻的模式整合社会仓配资源，通过制定仓库内部建设规范与服务标准筛选合格仓配企业加盟，针对未加盟企业，菜鸟打造了免费平台吸引中小仓配企业入驻，卖家根据需求选择合适的仓配商，既可以是品牌背书的加盟认证企业，也可选择平台上其他服务商。菜鸟通过平台引流的方式为中小物流企业创造订单。

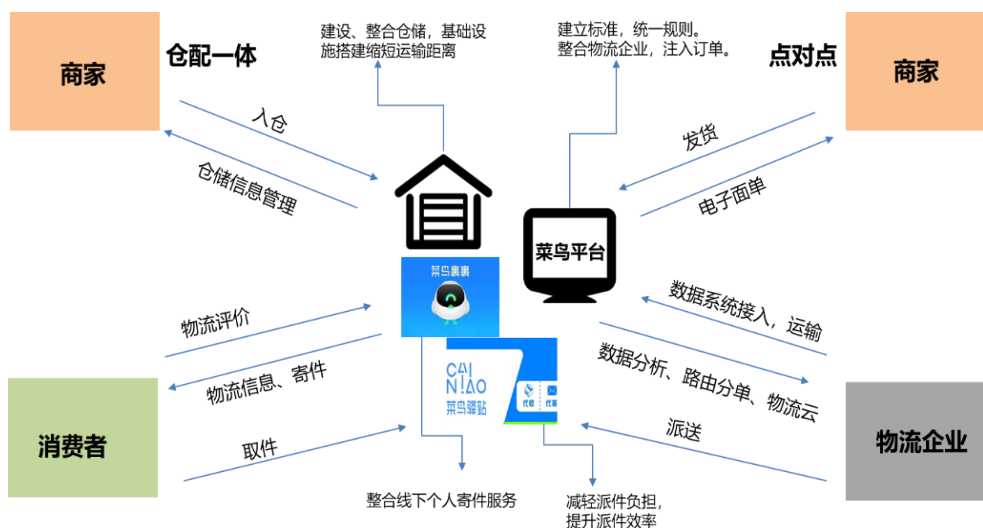
3.2 菜鸟的两大服务网络

菜鸟共有两大服务网络，分别为以点对点模式为核心的快递平台以及仓配一体的供应链服务。

针对快递平台服务，在运输的始端，菜鸟主要经手阿里巴巴零售平台的订单为合作的物流企业注入。通过菜鸟平台的大数据分析，提供路由分单、物流云等各项服务提升物流企业运输效率，并建立服务标准衡量企业服务情况。在运输的最后 100 米，通过菜鸟驿站的网点接收快递，减轻派送压力。全过程中菜鸟裹裹为物流信息的需求方如消费者提供物流信息以及快递寄件服务。实现从发货到接收全过程的参与，通过掌握流量入口，制定行业标准，控制数据系统，不直接参与物流的运输，但在全过程中保持各环节不同程度的控制力。

针对仓配一体供应链服务，菜鸟则通过建设、整合仓储资源的方式将商家产品提前入仓，以商品前置，缩短运输距离，提升物流企业运输效率。

图 36：核心服务网络



数据来源：西南证券整理

快递平台——提升全过程物流服务质量

1) 针对点对点物流服务，菜鸟通过科技赋能与服务标准输出提升物流服务的效率。

点对点模式下，菜鸟网络负责物流信息流转以及输出标准，增强交易过程中的物流效率。菜鸟通过电子面单、路由分单、物流云、菜鸟指数等服务深刻影响运输过程。依靠阿里在中国零售市场的巨头地位，2019 年承接订单量达 251 亿单，2017 年-2019 年复合增长率达 23%，为阿里赋能物流服务。

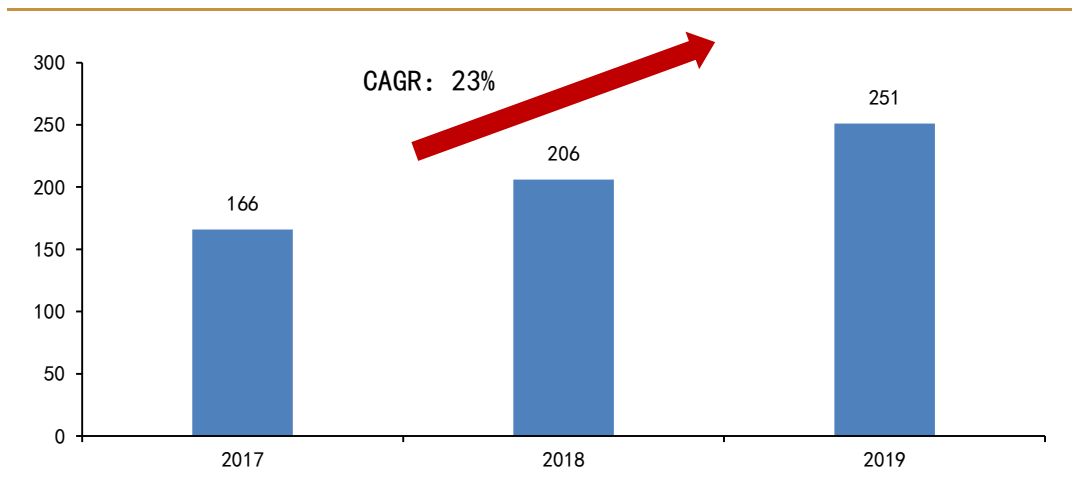
表 7：物流全过程精细化服务

主要服务	方式	优点
电子面单	商家申请后，经快递公司审核，提供热敏纸，软件生成面单，打印（机器自行购买或与网点协商）交付给快递公司。	地址信息标准化，节约了录单时间,更环保
路由分单	快递公司将从分拨中心、网点基础数据上传校验	基于大数据系统和阿里云计算系统，分拣效率、准确性、稳定性提升。
物流云	通信（短信：发送发货、派送、取件短信；语音：预约派送、回访）、物流算法（智能调度）、地址标准化、货运导航	制定物流标准，提升物流效率
菜鸟指数	根据菜鸟的物流服务评价体系为合作物流方服务进行评价打分	

数据来源：菜鸟官网，西南证券整理

图 37：点对点模式


数据来源：西南证券整理

图 38：菜鸟经手阿里巴巴中国零售市场产生的物流订单（亿件）


数据来源：菜鸟投资者日报告，西南证券整理

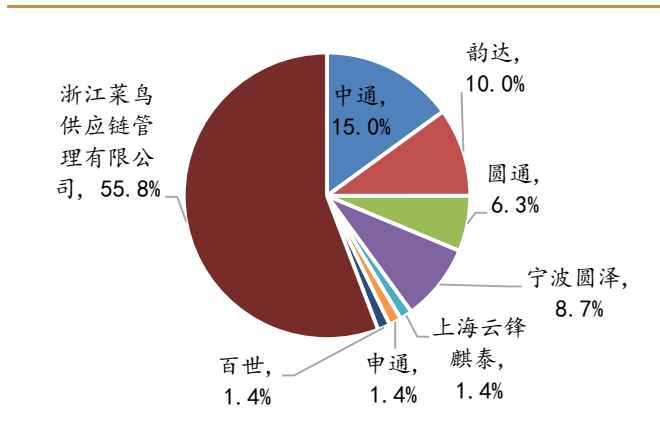
2) 针对线下个人寄件服务，菜鸟推出众包包裹运送平台菜鸟裹裹

菜鸟裹裹以众包模式，整合现成的运输能力，辅以 APP 信息服务，为个人寄件业务提供平台，为快递企业注入订单。根据菜鸟发布的 2019 年快递服务报告，2019 年菜鸟裹裹年度用户破 2 亿，覆盖全国 2800 多个区县。在阿里巴巴中国零售平台上消费产生的逆向物流 38% 使用了菜鸟裹裹。

3) 优化最后 100 米，菜鸟驿站提升快递寄递效率

通达系物流合作伙伴与菜鸟共建菜鸟驿站，为快递员派件提供便利（免费代收，淘宝补贴站点）、提供代寄服务。针对服务对象，分为社区驿站与校园驿站，皆采用加盟制。截至 2020 年 12 月 31 日，驿站数已破 4 万个，超过 60% 的包裹来自阿里中国零售市场。菜鸟驿站先后获得通达系等公司的投资，未来菜鸟驿站的建设将进一步铺开。菜鸟驿站的建设为快递物流公司优化了最后 100 米服务，提升了快递寄递效率。

图 39：浙江驿栈（菜鸟驿站运营）股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：菜鸟驿站



数据来源：菜鸟官网，西南证券整理

仓配——一体的供应链服务

菜鸟的仓配服务主要包括了 B2C 履约网络、B2B 履约网络及落地配服务。

1) B2C 履约网络

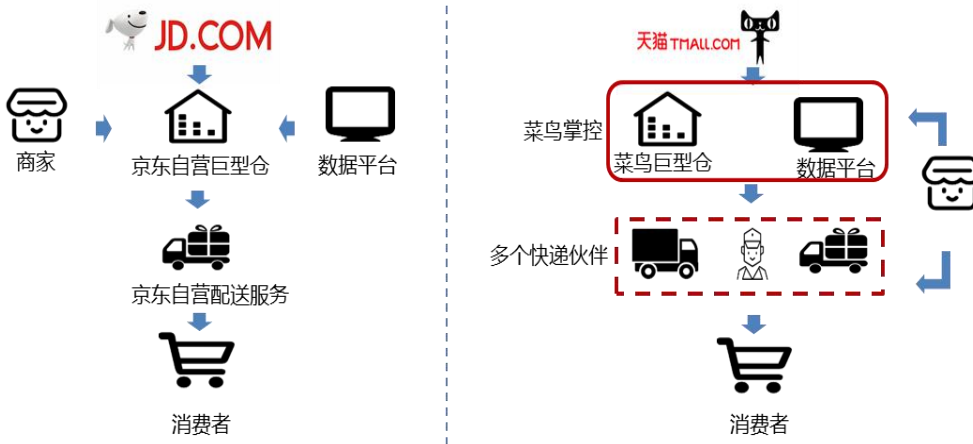
菜鸟负责联通全国仓储网络、配送网络和末端驿站等节点，帮助社会物流资源得到有效调配。菜鸟搭建仓储中心（自建、加盟、入驻），各仓储中心之间的货物运输则由第三方快递公司负责。菜鸟履约网络呈现平台化特点，即与物流商合作，不直接参与运输。通过智能分单、路由规划、菜鸟驿站、仓储服务（自建+整合仓储资源）等环节影响产业链运行。对比之下，京东物流则呈现体系化，以自营仓储（自建+整合）并雇佣大量的快递员，围绕京东商城完善其物流配送体系。

表 8：仓配网络搭建模式

仓配网络	服务	建设方式
菜鸟物流园区	依靠优越的地理位置和科技为商家提供仓储服务	自建
菜鸟仓储联盟	为物流服务商提供平台，扩大客户源。为商家提供仓储服务选项	加盟制：需要单仓缴纳 5 万元保证金，30 万封顶，业务退出时退还，所有服务商经菜鸟资质认证
菜鸟物流市场		入驻：一般服务商免费

数据来源：菜鸟官网，西南证券整理

图 41：仓配式履约逻辑对比



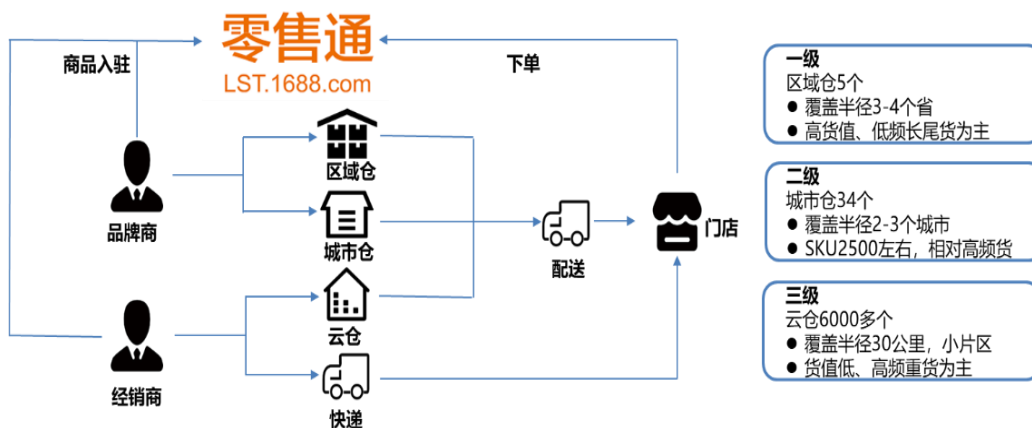
数据来源：西南证券整理

2) B2B 履约网络

菜鸟为阿里零售通在物流环节提供支持。阿里零售通依托阿里大数据的支持，搭建分销平台，连接国内外品牌商、全国百万家小店业主，以及分销商伙伴，菜鸟则为其中的物流运输环节提供支持。

零售通建仓方式包括自建与整合两种方式，以货物的需求频率和价值为依据进行货物分层入仓。截至 2021 年 1 月，菜鸟架构了五个区域仓、34 个城市仓，为零售通货物分销提供便利。菜鸟提供的支持包括前置仓仓储服务，协调第三方物流服务或直接参与物流运输（丹鸟等）。

图 42：零售通仓储布局模式

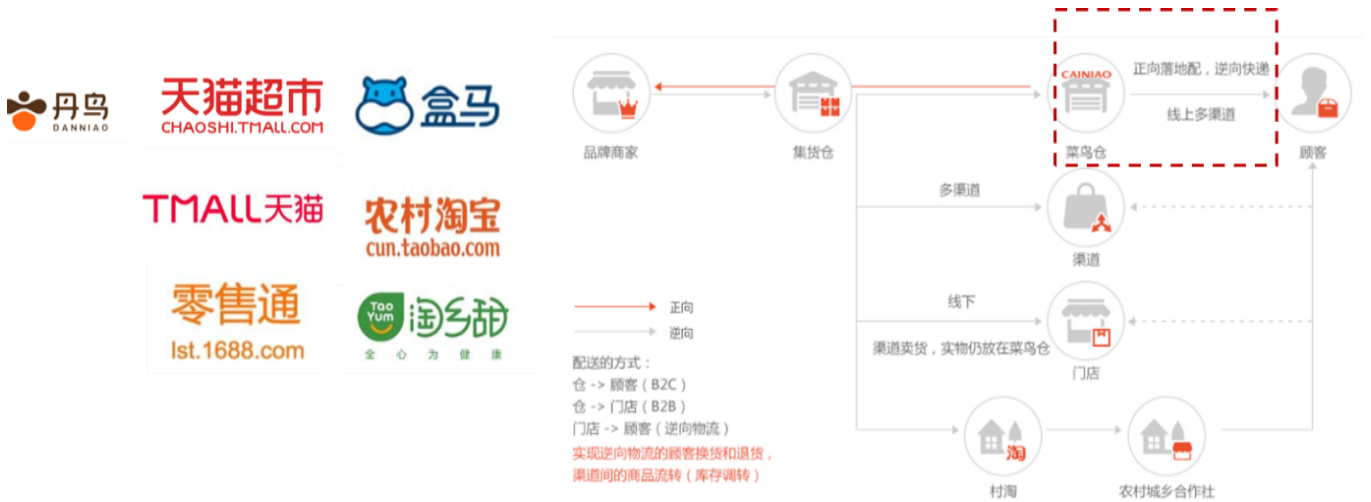


数据来源：运联传媒，西南证券整理

3) 落地配服务

针对区域化、本地化物流配送服务，菜鸟整合若干落地配企业并推出丹鸟，定位中高端电商件市场的仓配型快递和即时配送企业。主要服务对象为天猫超市、生鲜、鲜花、母婴、家电等中件服务。服务模式为以前置仓加城配服务 B2C、O2O。

图 43：丹鸟服务对象及服务模式



数据来源：菜鸟官网，西南证券整理

4 京东物流——综合物流服务商

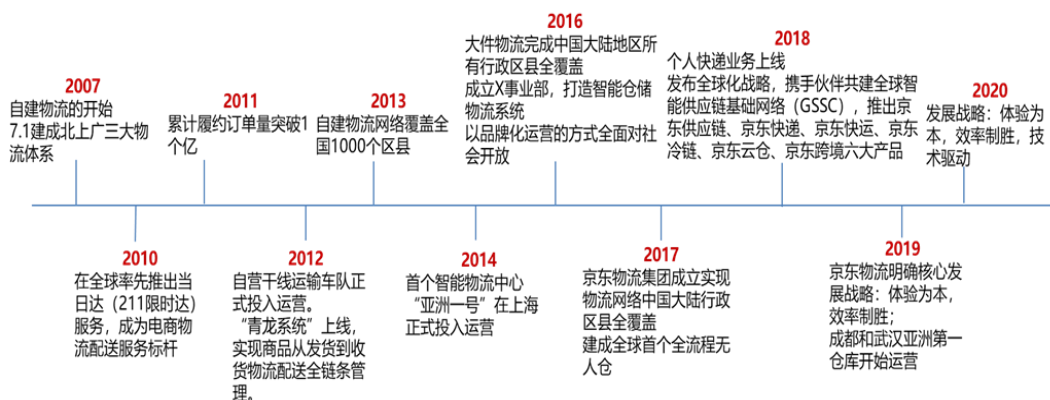
4.1 以仓储建设为核心的物流服务升级

京东物流成立于 2007 年，在成立之初，京东物流作为京东的重要职能部门，围绕京东的产品布局不断拓展服务网络，全力支持京东平台的用户体验。

2017 年 4 月京东物流子集团成立，京东物流开始拥有独立的经营权和决策权。

2018 年 2 月京东物流进行战略融资，融资额 25 亿美金，投资方包括高瓴资本、红杉资本中国、招商局资本、腾讯产业共赢基金/腾讯、中国人寿、国创开元母基金、中国国有企业结构调整基金、工银国际、凯辉基金，第三方持股 19%，公司估值约为 847 亿元。

图 44：京东物流建设历程



数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

京东物流以仓配一体模式奠定了自身的供应链服务优势，用户体验成为其核心竞争力。京东的投资布局逻辑彰显着京东的生态扩张规划，资产建设逻辑则围绕着仓配一体的服务模式，仓储建设以自营为主，整合（云仓）为辅。

京东投资布局涵盖了超市平台、物流企业及地产开发三个方面，其相关投资布局彰显京东生态扩张的规划。投资超市与平台，获得稳定的供货商及线上流量；投资物流企业，为京东履约服务补充运力；投资地产开发企业，加速物流基础设施搭建。

表 9：京东/京东物流投资

投资领域	公司	公司简介	时间	投资额	持股/董事席位
物流	新宁物流	以电子元器件保税仓储为核心，并为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供第三方物流服务的物流服务商	2019.5	¥ 3.76 亿	宿迁京东振越企业管理有限公司（实际控制方：京东物流）持股 10%，第二大股东（两个董事席位提名）
	达达	短途配送众包平台+即时零售	2016.04	\$2 亿现金 +注入京东到家	2017 年底持股 49.3%，2018 年 8 月与沃尔玛投资新达达 5 亿美元；新达达总裁为原京东到家总裁王志军
			2020.06	\$4160 万	2020 年 6 月纳斯达克 IPO 上市，上市前京东持股 51.4%。
地产开发	中国物流资产	主要于中国从事开发、经营及管理物流设施，于日常一般业务过程收购地块用于开发物流园。	2018.4	HK\$8.98 亿	京东持股 9.89%（一个董事席位）
	万达	中国商业地产龙头	2018.01	¥ 50 亿	与腾讯等一同参与私有化
超市	步步高	全国性超市及购物中心	2018.02	¥ 7.4 亿	持股 5%
	1 号店	在线超市	2016.06	\$14.35 亿 +沃尔玛入股京东 5%	收购
	永辉超市	全国性超市龙头	2015.08	¥ 42.3 亿	持股 10%
平台	唯品会	服装自营电商	2017.12	累计\$3.8 亿	2018 年 6 月增持后持股 6.8%（一个观察席位）
	Farfetch	全球时尚精品购物平台	2017.06	\$3.97 亿	持股 14.5%（刘强东加入董事会）
	途牛	旅游、酒店机票业务	2015.05	\$2.5 亿	持股 20%（一个董事席位）
	易车商城	在线汽车交易平台	2015.02	\$4 亿	已在 YSE 上市，目前持股 25%（一个董事席位）
3C 与家电零售企业	迪信通	国内最大的线下移动通信连锁零售商	2019.7	HK\$2.1 亿	港股上市，持股 9%
	五星电器	中国家电零售连锁企业	2019.4	¥ 12.7 亿	持股 46%
	联想来酷	3C 零售	2019.5	未披露	战略投资
	国美	家电零售连锁企业	2020.5	\$1 亿元	可转债，转股后持股 2.8%
其他	中国联通	中国三大运营商之一	2017.08	¥ 50 亿	与腾讯等参与混改定增，持股 2.36%
	易鑫车贷	汽车贷款	2016.08	\$1 亿	属易车、腾讯、京东三家公司合资成立的易鑫资本旗下；已在联交所上市，直接持股 11%（直接、间接持股合计 13%左右）

数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

京东物流资产建设逻辑围绕着仓配一体的服务模式。依据物流活动的频率，京东分别建立了七大物流中心，覆盖全国各省市自治区、直辖市，70个城市布局大件仓库，31个城市布置前置仓。18个城市布局28个亚洲一号仓储中心，所有亚洲一号单体仓库的订单日均处理能力都在10万单以上，广州、武汉、昆山、成都等智能仓库的日处理能力达到百万量级。通过大量的仓库建设，实现仓配一体的运输模式，提升京东物流的履约效率。

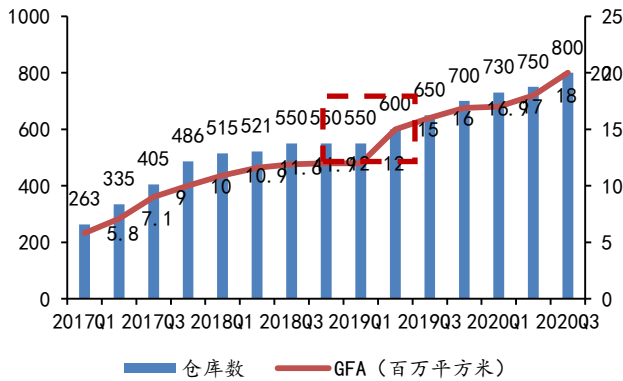
图 45：京东物流设施布局（2020Q3）



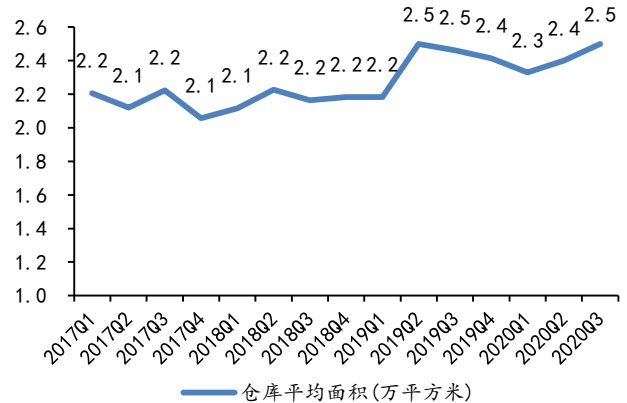
数据来源：京东年报，西南证券整理

仓储建设以自营为主，整合（云仓）为辅。京东主要通过自营仓储（购买和租赁）的方式进行物流设施布局，辅以整合区域中小物流企业，通过输出技术及标准（企业需付费），提升其服务品质，为其背书及引流（京东物流打标）。

近年来京东物流仓储建设一直稳步进行。2019年2月JDPM与新加坡主权财富基金GIC共同设立京东物流地产核心基金(JD LPC)，京东持股20%，出售部分物流设施，金额达109亿元，采用租赁的方式继续使用。自此仓储建设步伐有所加快，2020年第三季度京东仓库数达800个，总面积2000万平方米，仓库平均面积2.5万平方米。京东物流仓储总面积增长速度超过新开仓库，新建仓库面积大于老仓库平均面积。随着京东物流向社会全面开放，订单量增长，为了保证物流时效，仓储作为物流基础设施建设进度不断加快。

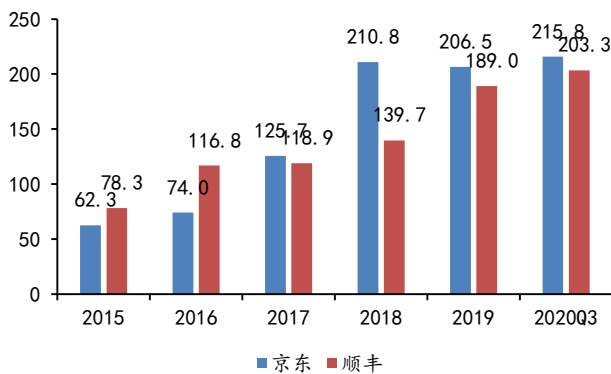
图 46: 京东仓储建设情况


数据来源: 京东年报, 西南证券整理

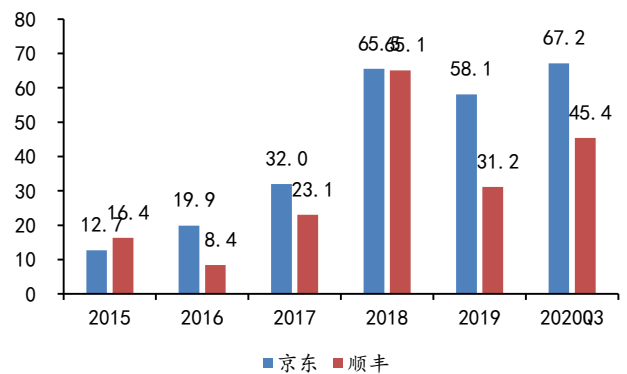
图 47: 平均仓储面积


数据来源: 京东年报, 西南证券整理

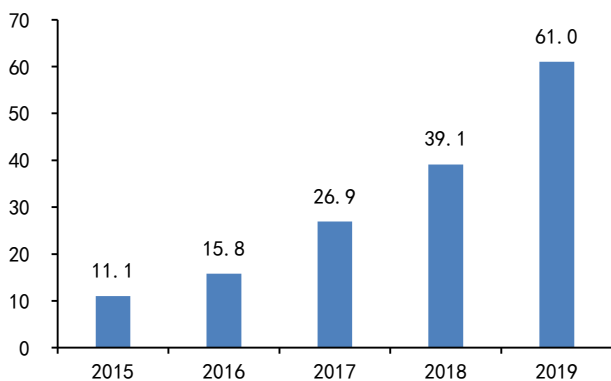
京东物流资产建设耗费巨大。为落实京东仓配一体的物流建设思路, 京东固定资产与在建工程体量区别于一般物流企业。2019年, 京东物流仓储设施账面原值为61亿元, 2020年Q3其固定资产规模达215.8亿元, 在建工程规模达67.2亿元。大量的资金投入, 使得其仓储面积领先于同类企业。(注: 2019年2月京东剥离了部分物流基础设施, 以租赁方式继续使用, 公司账面固定资产降低。顺丰固定资产中飞机占比高。)

图 48: 京东固定资产累积强于顺丰 (亿元)


数据来源: 京东年报, 西南证券整理

图 49: 京东在建工程量领先通达系快递公司 (亿元)


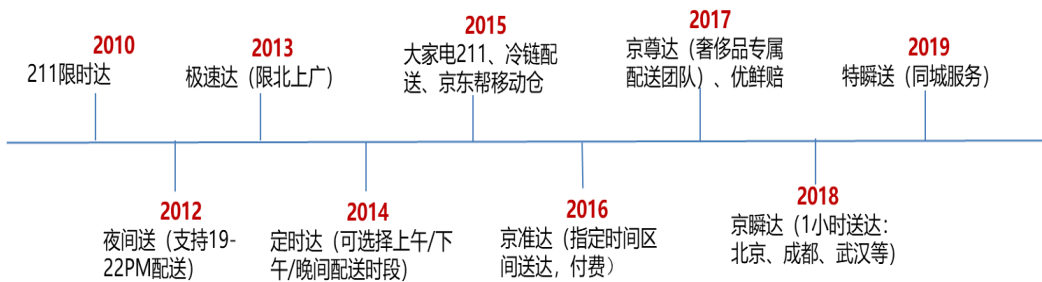
数据来源: 京东年报, 西南证券整理

图 50: 京东物流仓储设施账面原值 (亿元)


数据来源: 京东年报, 西南证券整理

广泛的仓储布局使得京东物流服务能力不断提升，为物流服务时效屡屡推出新标准，持续改善京东物流服务体验打下基础。从 2010 年推出 211 限时达（当日上午 11:00 前提交的现货订单当日送达；当日 23:00 前提交的现货订单，次日 15:00 前送达）以来，京东陆续推出时效更高的极速达、京瞬达，运送时效精准的定时达，针对不同商品价值的京尊达，以及针对同城的特瞬送，不断将物流服务精细化。

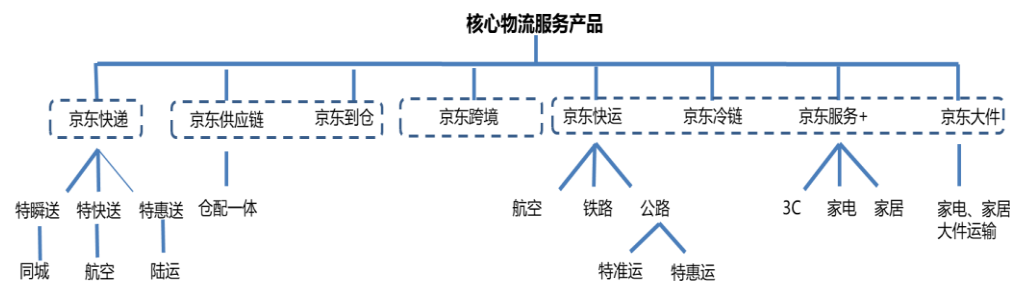
图 51：物流服务时效演进图



数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

物流服务范围拓展，配合京东商城发展衍生众多物流服务产品。从针对生鲜食品的京东冷链，到服务于 3C、家电、家居产品运输的京东大件以及售后服务的京东服务+，到配合京东海外进出口业务推出的京东跨境，充分体现京东物流对京东商城消费体验升级的支持作用。

图 52：京东物流核心服务产品



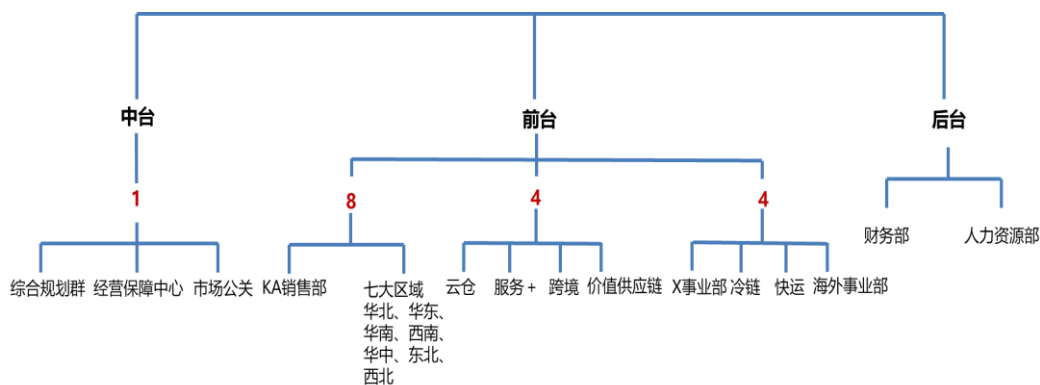
数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

物流服务网络下沉。偏远地区覆盖率提升。2017 年第四季度京东物流完成全国县级行政区 100% 覆盖。低线城市物流服务时效提升。2019 年京东物流发起“千县万镇 24 小时达”时效提升计划，内部称之为“4624”，即四到六线城市，24 小时内送达，着力提升低线城市物流服时效。京东物流通过广泛的覆盖与不断提升的时效助力京东电商市场下沉战略。

京东物流组织地位提升，结构逐渐灵活化。年京东物流的组织架构由京东运营体系负责人下辖运营管理部及办公室及九大部门构成，分别是物流开放业务部、物流规划发展部、仓储物流部、大件物流部、配送部、客服部、售后部、国际供应链部、运营研发部 JDX。作为部门，京东物流能够获取的资源比较有限，相关的部门仍以服务京东电商平台为主。

2018 年年初和年底两次调整架构，引入中台架构概念，推进“小集团，大业务”的打法，以盘活资源，发挥组织的活力，形成自由度更高的模块化、积木式的单元。

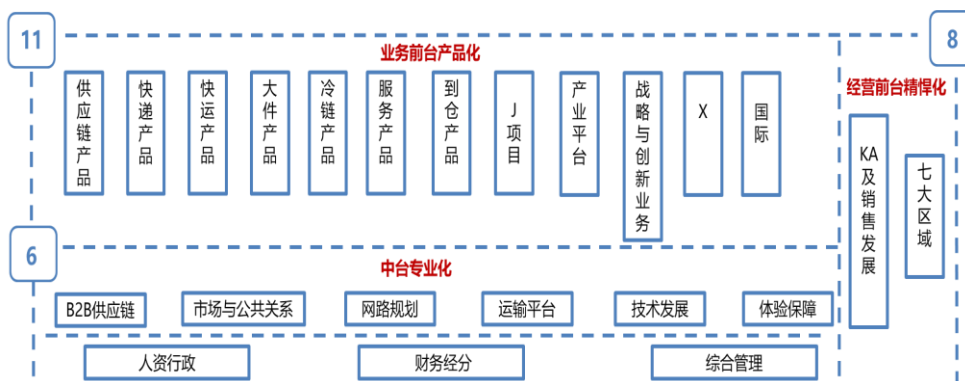
图 53：2018 年京东物流组织架构



数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

2020 年京东物流再次调整组织架构，由原来的“1844”组织架构调整为“6118”组织架构。将原来的 1 个中台升级为 6 个中台职能，强化中台的专业性能力；11 为产品化的业务前台包括 7 个产品（供应链产品、快递产品、快运产品、大件产品、服务产品、到仓产品）、3 个技术业务（产业平台、战略与创新业务、X）和 1 个国际业务；8 为精悍化的经营前台。

图 54：2020 年京东物流组织架构



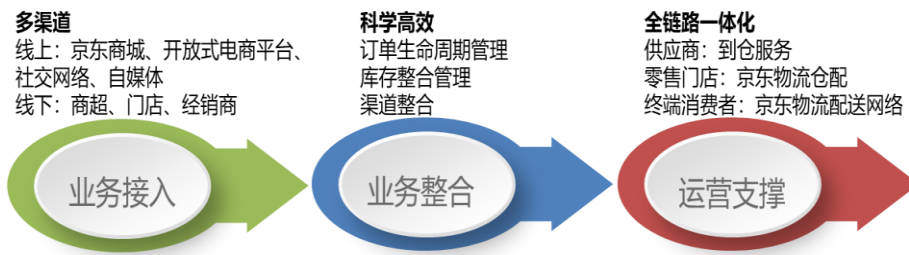
数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

4.2 围绕京东平台向外延伸的物流服务

1) 京东供应链

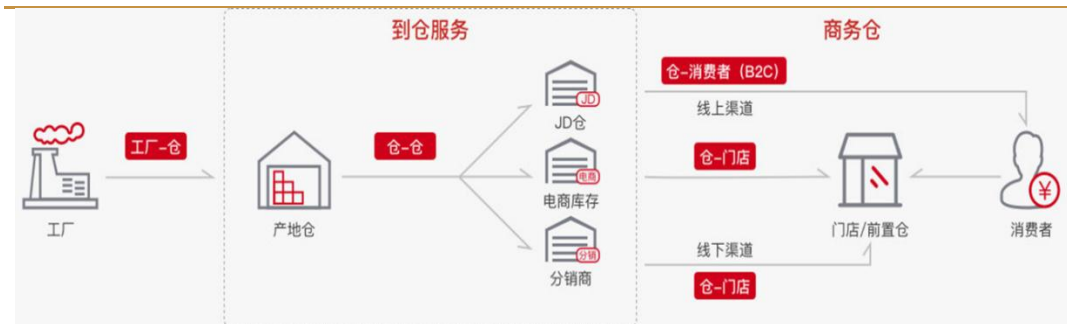
京东供应链服务是基于京东电商平台上物流各产品的集成与优化，通过向社会广泛开放业务平台，科学高效地整合了业务，并为客户提供运营支撑。实现仓储-运输-配送-客服-售后全链路管理。

图 55: 京东供应链服务



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 56: 京东供应链服务示意图



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

2) 京东“到仓”

京东“到仓”服务包括了京东云仓及京小仓两部分业务。

京东云仓以整合共享为基础, 以系统和数据为核心开展业务, 从而输出标准化物流运作, 赋能商家与物流合作商, 提升商品流通效率。对于商家, 入仓后享受京东物流打标, 有京东物流标识可提升转化率。对于物流商, 京东提供云仓平台+WMS+TMS+库内仓储作业规划, 而合作方负责提供仓库与仓内运营设备和团队。经过京东物流的运营培训, 按照京东服务标准, 享受京东物流打标背书, 开拓客户源。

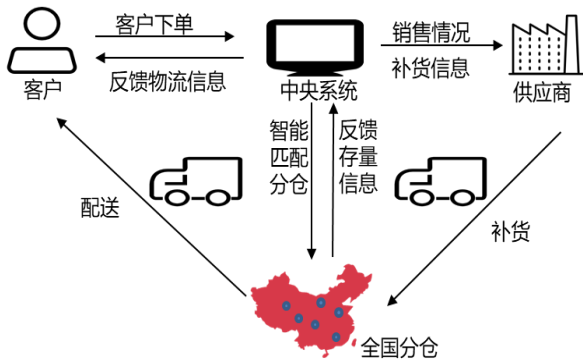
2019 年京东物流推出京小仓服务。针对个人用户, 京小仓提供个人爱好物品、收藏品以及日常生活用品等的寄存服务, 如用户可将换季衣物存储在京小仓中。针对企业用户, 京小仓提供办公物资及展会物资等的寄存服务, 包括档案文件、宣传物料和礼品物资等。

表 10: 京东云仓

生产要素	库内操作系统	运营监控和标准制定	库内规划设计	库内销售订单来源	作业团队	库房资源及库内设备	面积
提供方	京东	京东	京东	京东或合作商	合作商	合作商	250 万平方米 (2019Q2)

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 57：京东云仓模式



数据来源：运联传媒，西南证券整理

图 58：京小仓



数据来源：京东官网，西南证券整理

3) 京东快递

2018 年 10 月 18 日，京东物流正式宣布进军个人快递市场。

京东快递的主要产品分为特瞬送、特惠送、特快送。特瞬送为客户提供同城最快半小时以及跨城当日达的极速快递服务。特惠送主要提供经济型、高性价比的快递服务。特快送时效稳、速度快、价格优惠的产品。从同行业竞争对手的情况来看，特惠送时效瞄准顺丰特惠，价格介于韵达与顺丰特惠之间。特快送瞄准顺丰标快业务，价格与时效性价比高于顺丰标快。特瞬送目标同城送，同业已有 UU 跑腿、点我达、达达、闪送等强敌。由于进入赛道时间晚，C2C 业务完全无法发挥京东仓配一体的优势，竞争相对激烈。

表 11：京东快递与同行价格对比

价目参考（上海浦东-北京朝阳，1kg 内）		
特惠送	顺丰特惠	韵达
16	18	13
特快送	顺丰标快	
18	23	

数据来源：公司官网，西南证券整理

4) 京东跨境

京东物流通过在全球构建“双 48 小时”通路，帮助中国制造通向全球，全球商品进入中国。同时，为商家提供一站式跨境供应链服务。

图 59: 跨境口岸



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 60: 当地运营网路



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 61: 跨境直邮



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 62: 保税备货



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

5) 京东大件

京东大件业务聚焦家电与家居物流。将仓储网、运输网、配送网、信息网、安装网、农村网六网融合, 支撑大件业务城市到农村/偏远山区的全境覆盖。针对入仓商家提供仓配一体运输服务, 未入仓商家提供纯配服务。针对消费者, 提供商品上门安装及便利的逆向物流服务。

图 63: 京东大件



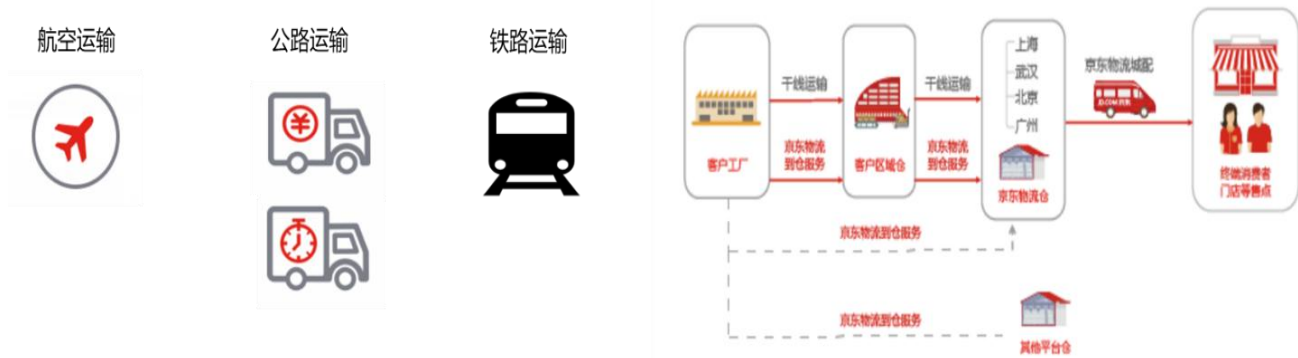
数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

6) 京东快运

京东快运布局全国 30 个普货转运中心, 7 大生鲜冷链转运中心, 7 个大件转运中心。分为整车与零担业务, 主要向客户提供到仓服务。末端由京东城配负责。拥有次日达、隔日达、四日达等多种时效产品以及航空运输、公路运输、铁路运输三种主要运输方式。整车业务主

要是整车从商家仓直接运输至京东对应品类仓，可根据供应商入仓货量及商品规格，选择最合适车型进行运输，并提供装卸服务。零担业务包含商家自送与京东上门提货业务，可提供门到仓到门服务。

图 64：京东快运



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

7) 京东服务+

京东服务+将服务商品化，针对消费者、商家、企业提供多样化的服务。

2C：对消费者提供安装/调试、检测/维修、清洗/保养等家庭服务。

2B：针对 3C、家电、家具厂商的售后解决方案。

企业客户：对企业用户提供综合场景的安装部署、运营维护等企悦服务解决方案。

图 65：京东服务+服务对象



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

8) 京东冷链

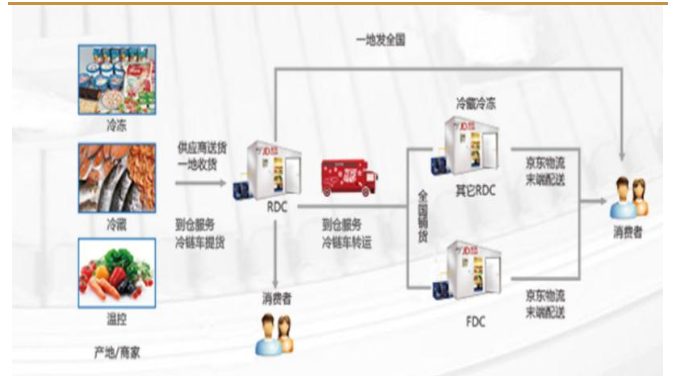
京东物流早在 2014 年开始打造冷链物流体系，2018 年正式推出京东冷链。京东冷链专注于生鲜食品、医药物流，依托冷链仓储网、冷链运输网、冷链配送网“三位一体”的综合冷链服务能力，覆盖深冻、冷冻、冷藏、控温、常温五大温层，以产品为基础，以科技为核心，通过构建社会化冷链协同网络，打造全流程、全场景的 F2B2C 一站式冷链服务平台，实现对商家与消费终端的交付。

图 66: 纯配



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 67: 仓配



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 68: B2B 服务



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

图 69: 原产地生鲜产品服务



数据来源: 京东物流官网, 西南证券整理

5 商流加持下物流巨头的比拼

5.1 菜鸟的整合模式 VS 京东物流的自营模式

从主要资产仓库建设的情况来看, 菜鸟仓储建设进度落后于京东, 但区域物流整合范围更加广泛。为落实京东仓配一体的物流建设思路, 京东进行了大量的资金投入, 使得其仓储面积领先于同类企业, 菜鸟作为平台, 自营仓储设施建设进程稍缓, 但其整合社会仓储资源的能力极强。京东物流 2020 年 Q3 仓库总面积达 2000 万平方米, 自有土地 (仓库、办公楼等) 总面积 1100 万平方米, 菜鸟自建物流园区仅为 315 万平方米, 但加盟仓储联盟与入驻菜鸟物流市场的服务商仓储面积合计达 6645 万平方米。

表 12: 京东、菜鸟、顺丰资产建设

	京东	菜鸟	顺丰
仓库面积 (平方米)	2020 年 Q3 为 2000 万, 京东自有土地 (仓库+办公楼等) 共 1100 万平方米	2020 年 5 月, 315 万 (物流园区)+619 万 (菜鸟仓储联盟)+6026 万 (菜鸟物流市场)	2020H, 234 万
快递员	9.5 万	160 万	各种用工合计约 32.0 万

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

5.2 菜鸟的弹性与京东的稳定性

1) 服务模式差异：菜鸟整合社会化资源为阿里平台提供更高效的物流服务，京东物流是以京东平台为基础建设的综合物流服务商。

菜鸟整合社会化资源为阿里平台提供更高效的物流服务。菜鸟将电商物流各环节的企业拉入其搭建的物流仓储平台及物流信息平台，然后以大数据作为支撑，调控仓储、配送等环节，打通物流与商流的节点，以更具弹性的方式为阿里电商平台服务。

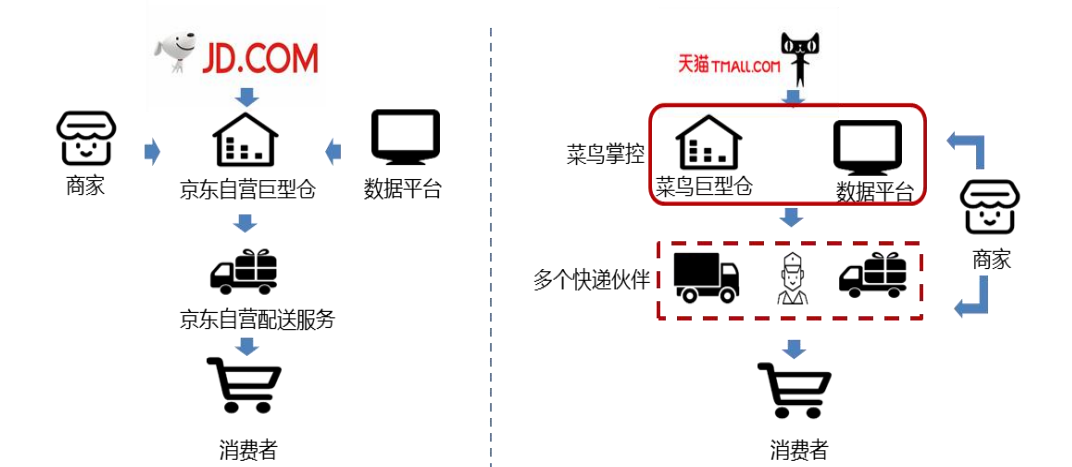
图 70：菜鸟与京东物流的定位



数据来源：西南证券整理

京东物流是综合物流服务商。京东物流在对社会化开放之前，主要服务上游京东商城品牌商和大型企业，在采购-仓储-运输-配送四大环节采用直采或自营方式，提供全链路封闭式物流服务，强化供应链掌控能力。京东物流社会化后，逐渐扩展为更广泛的用户提供供应链服务。除提供仓配一体的供应链服务、快递、跨境服务外，围绕京东平台的服务提供细分市场的物流产品，如京东大件、京东冷链等。服务对象从自营走向社会化客户，服务产品从仓配一体供应链服务走向包含丰富细分市场产品综合物流服务商。

图 71：菜鸟与京东物流仓配模式对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

2) 服务能力差异：时效方面，由于菜鸟自营仓储布局落后于京东，使得其物流时效暂时落后于京东。

菜鸟 2018 年中当日达/次日达覆盖区县仅为 1500 个，约为京东 2017 年初水平，京东通过长期的物流布局，2017Q4 已经实现全国 2851 个县级行政区全覆盖，并在 2018 年底实现当日达/次日达覆盖区县 2146 个。菜鸟物流设施建设进一步铺开需要一定时间，京东的时效优势将继续存在。

表 13：物流服务能力对比

	京东	菜鸟	顺丰
仓库面积（平方米）	2020 年 Q3 为 2000 万，京东自有土地（仓库+办公楼等）共 1100 万平方米	2020 年 5 月，315 万（物流园区）+619 万（菜鸟仓储联盟）+6026 万（菜鸟物流市场）	2020 上半年，仓库面积达 234 万平方米
单量（亿票）	25.0（2019 年测算）	251（2019FY 承接阿里巴巴订单）	81.37（2020 年） 48.41（2019 年）
当日达/次日达覆盖区县	2146	1500	各项时效标准第一
快递员	9.5 万	160 万	各种用工合计约 32.0 万

数据来源：公司官网，西南证券整理

3) 即时配送领域的直接竞争

从即时配送领域的直接竞争看，菜鸟利用旗下控股的即时配送品牌丹鸟、点我达与京东快递、达达进行竞争，两者分别服务于阿里与京东在同城零售领域的布局。菜鸟（点我达+丹鸟）与京东物流（京东快递、达达）为阿里系与京东系平台及合作伙伴提供即时配送服务。超市 O2O 业务，菜鸟（点我达+丹鸟）服务与天猫超市、盒马生鲜以及大润发等合作伙伴，京东物流（京东快递、达达）服务于京东超市、京东专卖店、沃尔玛、京东到家等自营商超及第三方合作伙伴。物流末端的运力支持，两者在大型电商促销日（双十一、618 等）提供运力补充。

点我达是众包模式的即时物流平台，成立先后获得蚂蚁金服、阿里巴巴、饿了么、菜鸟网络等战略投资和资源注入，目前为阿里控股，主要负责阿里系平台的即时物流服务。

达达是众包模式的即时物流平台，先后获得了红杉、DST、京东、沃尔玛等顶级基金和战略合作伙伴的投资，2020 年 6 月纳斯达克 IPO 上市，上市前京东持股 51.4%，而后又认购 4160 万美元。主要负责京东系平台及京东合作伙伴的即时物流服务。

图 72：点我达与丹鸟服务的主要客户



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 73：达达服务主要客户



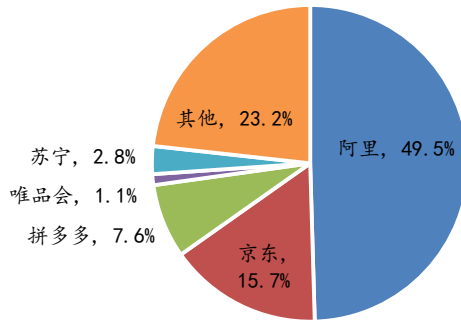
数据来源：西南证券整理

5.3 流量之争与盈利前景的变数

1) 物流服务商背后的平台流量：菜鸟网络背靠阿里拥有充足的流量。

作为物流订单的主要来源，电商市场格局深刻影响了其背后的物流平台格局。

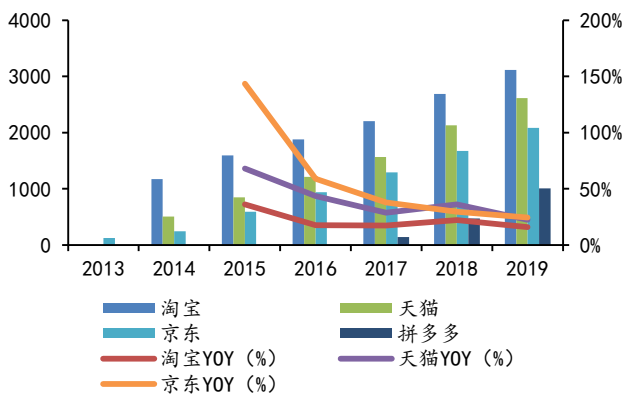
图 74：2019 年中国电商市场份额



数据来源：公司官网，商务部，西南证券整理

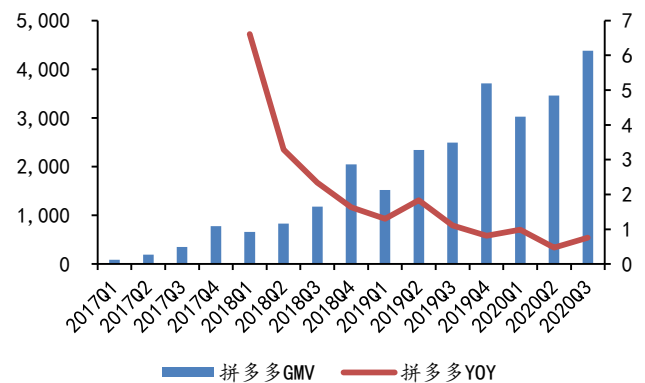
三大电商年交易额与年度活跃买家数增长步伐进一步放缓，存量的竞争将更加激烈。2019 年，阿里与京东 GMV 增速已下滑至 20% 左右，年度活跃用户增速也已换挡至 10%~20%。拼多多异军突起，经历了前期的迅猛增长，但在 2020 年 GMV 整体增速放缓，2020 第三季度年度活跃买家增速仅为 20%。随着国内电商平台之间竞争加剧，如部分电商平台采用二选一策略，导致商户必须做出选择，流量转移，而随之产生的电商件也将深刻影响菜鸟与京东物流的业务格局。

图 75：电商巨头年度 GMV 与增速（十亿元）



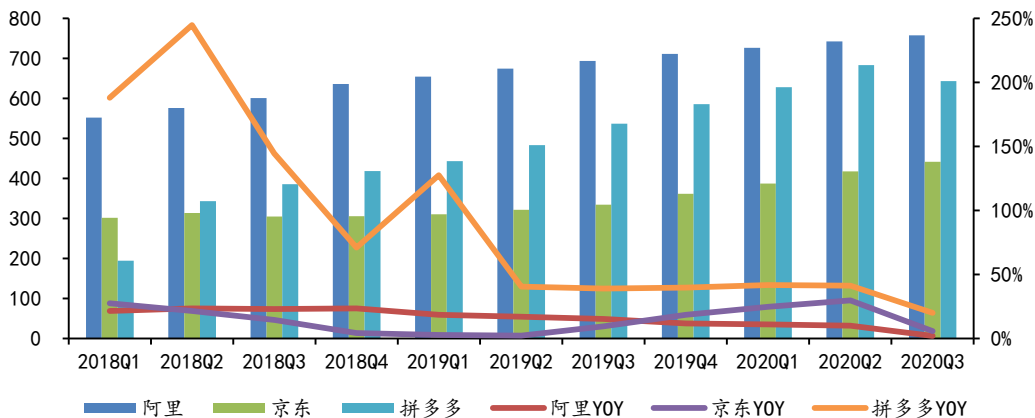
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 76：拼多多季度 GMV 及增速（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 77：电商巨头季度活跃用户数量及增速（百万人）

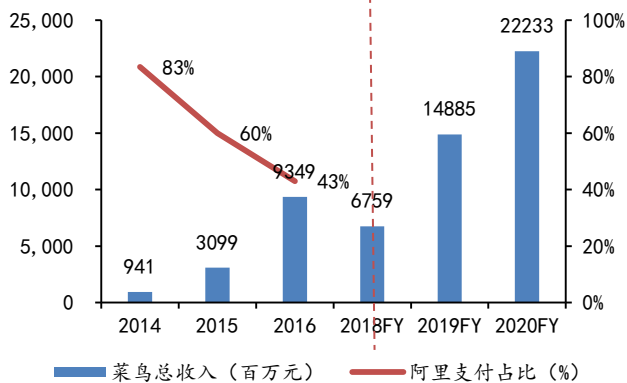


数据来源：公司年报，西南证券整理

2) 盈利前景：菜鸟持续烧钱，京东物流由成本中心向利润中心转化过程充满变数。

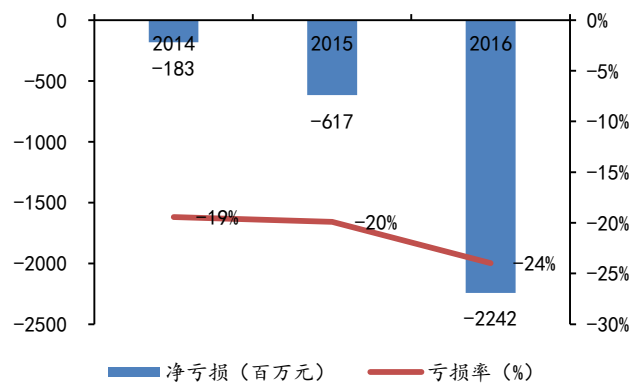
菜鸟社会化收入不断提升,但运营持续亏损。菜鸟网络的阿里支付占比从 2014 年的 83%，降到了 2016 年的 43%，社会化收益占比持续提升。但运营持续亏损，2016 年亏损额达到 22.4 亿亏损率达 24%。2017 年菜鸟旗下全资子公司浙江菜鸟供应链管理公司亏损达 13.5 亿元，浙江驿栈（运营菜鸟驿站）亏损达 2.9 亿元。（注：2017 年纳入阿里合并报表，采用阿里的核算年度，不再披露盈利情况与内部交易）

图 78：菜鸟社会化收入提升



数据来源：西南证券整理

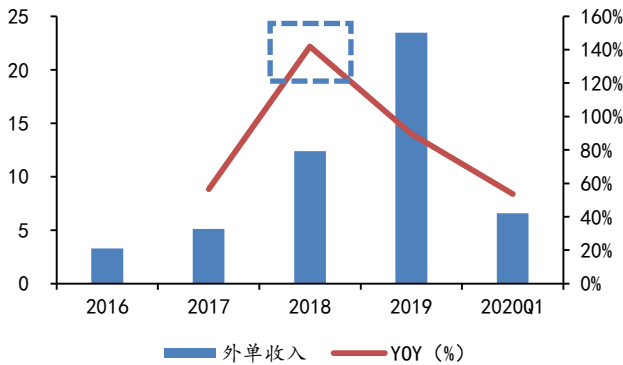
图 79：2014-2016 年菜鸟持续亏损



数据来源：西南证券整理

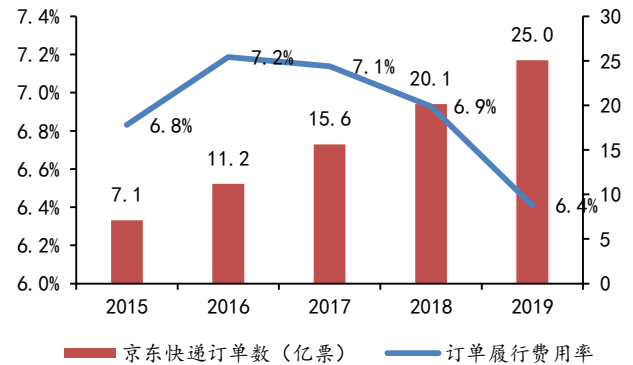
京东盈利前景不明，主要原因包括：京东物流规模效应暂未体现经济性且人力成本是京东物流成本中的大头。2017 年京东开放物流社会化运营，京东物流收入增长明显。随着订单密度增加，摊薄订单履约费用，京东的订单履约费用率已降至 6.4%，领先于苏宁。2019Q2，京东财报电话会议透露，京东物流已实现盈亏平衡。2019Q3，京东物流不断扩张，第三方服务外部收入占其总收入的 40%。京东物流为实现盈利，实行开源节流的方式。京东进一步开放了个人快递业务，扩大物流订单来源，并取消底薪和下调公积金，以及增加收件任务，降低了京东物流的人力成本。京东为此做出种种削减成本，违背原先宣传的对京东快递员福利待遇的承诺，以此换来近期盈亏堪堪平衡，未来盈利充满变数。

图 80: 京东物流业务社会化后, 收入增长显著



数据来源: 京东年报, 西南证券整理

图 81: 京东物流订单履约费用摊薄



数据来源: 京东年报, 西南证券整理

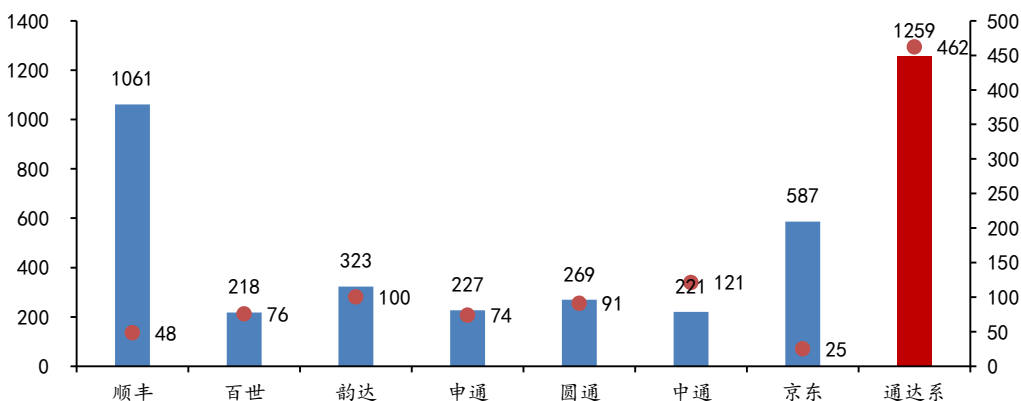
京东物流规模效应暂未体现经济性。京东物流收入不到通达系收入总和的一半, 订单数更不到通达系的十五分之一, 在仓储建设速度加快, 推进低线城市物流时效升级的策略下, 将大大提升履约成本。低线城市物流价格敏感性较高, 为提升时效付出的高额成本必然需要密集的订单和相对高的价格予以冲减, 淘宝在通达系显著的规模效应支持下, 提供价格低廉的物流服务。京东物流的价格吸引力不足, 直接影响订单量, 难以实现规模效应创造盈利。

人力成本是京东物流成本中的大头。虽然京东已通过削减公积金、降低底薪等方式削减人力成本, 但自营模式下为保持较高的服务质量, 人力成本规模较大, 加之人力成本自然增长的特点, 将是京东物流盈利不容小觑的关键因素。

另起一张加盟制新网(众邮快递, 2020 年末改名为京喜事事业部)正好是京东物流降低成本, 布局低价电商件市场以扩大外单, 提升收益的新思路。通达系快递公司的成功证明了以加盟制能实现快速扩张, 通过网络管理、产能投资降低成本, 逐渐形成规模效应。新成立的加盟制快递公司既能以更低成本满足平台外单的需求, 也能保护京东物流品牌独立性。

(注: 履约费用主要包括(i)运营履约中心, 客户服务中心和实体店所发生的费用, 包括人员成本以及与购买, 接收, 检查和仓储库存, 拣配, 包装以及准备运输客户订单有关的费用, 处理付款和相关交易成本, (ii)第三方快递公司为配送和交付京东的产品而收取的费用, 以及(iii)租赁仓库, 交付和提取站以及实体商店的租金支出。)

图 82: 2019 年主要物流企业快递业务收入 (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 假设 2019 年外单占京东物流总收入的 40%。订单量按 GMV 增速估算, 第三方订单占比根据 17 年披露的数据做一定调整。

5.4 快递公司与电商物流公司的未来：机遇与挑战并存

1) 格局。中国电商行业竞争进入阿里、拼多多、京东三巨头阶段，映射到快递行业：阿里系、极兔、京东物流、以及相对独立的第三方物流如顺丰之间的竞争。

2) 节奏。电商行业的竞争难言终局，映射到快递行业，价格战的进程也难言适可而止，背后的实质是在价格与服务之间寻找平衡。菜鸟和京东为代表的电商物流公司有流量禀赋、相对更重的资产，我们能明显看出在网络化配送能力上电商系物流公司略逊于顺丰/通达等第三方物流公司。但动态来看，物流巨头之间并没有泾渭分明的势力范围。因此菜鸟、京东与顺丰/通达将长期处于竞合的状态

3) 投资策略。重视产业资本的定价权。快递行业长期价格战体现着价值毁灭的行业特征，但反观菜鸟/京东在物流领域持续高额投入，可见在电商巨头眼中供应链的稳定性（履约能力）的价值。我们认为二级市场更关注利润表的估值体系并不能充分衡量上市快递公司的价值，长期经营、服务进化迭代的能力才是行业核心价值，稳健的资产负债表+优秀的融资能力才能扛过快递业出清的发展阶段。

6 风险提示

1) **快递件量增速大幅放缓的风险**。快递件量增速与宏观经济景气度、居民线上消费倾向相关，若件量增速大幅放缓，会对行业整体盈利能力造成影响。

2) **人工成本上升的风险**。因劳动保障政策、人口老龄化等原因带来的人力成本提升，若不能及时传导，会导致快递企业当期毛利率下滑。

3) **拼多多自建物流的风险**。目前拼多多是以扶持极兔作为其在物流领域的布局。随着拼多多包裹量迅速增长及对物流的需求提升，不排除其斥重金打造自由物流体系的可能性，行业供给将进一步增加。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn