

京东物流的天花板在哪里？

投资要点

- **核心逻辑：**①我们看好电商大国的大国物流集约化水平提升：中国物流效率的优化依仗 3PL 渗透率的提升，从 2020 年渗透率为 43.9%到预计 2025 年渗透率达到 47.8%，对应 3PL 市场规模的增量系 2.7 万亿人民币。同时 3PL 中的一体化供应链市场从 2020 年的 2 万亿元增长至 2025 年将达到 3.2 万亿元，5 年期复合增长率达 10%。②京东物流的短期依仗集团的流量，中期依仗物流模块的扩张，我们看好 JDL 成长为第三方科技物流服务公司的长期愿景。③物流行业具备空间大、利润率低的“长坡薄雪”特征，京东物流股东的长期超额收益来自于管理层企业家精神：在产业升级的浪潮中始终交出最优质客户体验的物流产品答卷。
- **物流行业：物流行业整体存在优化空间。**2020 年全国物流支出约 14.9 万亿元，占 GDP 比重达到 14.7%，相较于美国的 7.6%仍具备优化空间，与之匹配的是外包物流渗透率的提升。2020 年中国一体化供应链物流总支出接近 2 万亿元，渗透率为 31%；预计在 2025 年支出将达到 3.2 万亿元，渗透率提升至 34.6%。从供应链类型的角度看，我们测算 2020 年消费供应链规模占物流总费用的 26.4%，而其中的电商物流的履约模式包括仓配一体化、网络化快递和即时配送，三种履约模式最大的区别在于基础设施构建方式，同时仓配模式对商流信息的要求更高。2020 年快递业务总收入达 8795.4 亿元，占供应链市场的 43.4%，作为仓配一体化物流模式代表的京东物流在 2020 年的收入为 733.3 亿元，是快递行业收入的 8%，占整个一体化供应链市场的 4%。
- **京东物流的长期愿景是成为第三方科技物流服务公司。**判断京东物流发展路径，①短期看公司是否把握京东零售带来的流量红利。商流决定物流，物流驱动商流是供应链的核心逻辑，京东经营线路拓展及 GMV 增长带动京东物流订单量增长，京东 GMV 增长及市占率不断提高将系京东物流的直接红利。②中期关注京东物流对供应链模块的整合能力。JDL 以仓配业务为核心不断从温度、地域、重量和模式方面进行扩张和供应链整合。③长期关注公司通过供应链业务标准化、数字化和产品化为基础，打造行业科技解决方案，为外部企业提供独立第三方的大数据和物流科技解决方案。
- **长坡薄雪，苦尽甘来。**对标以上短/中/长期的发展路径，京东物流发展的不确定性归结于①京东集团自身的发展的波动；②新业务的拓展的市场风险；③现在与未来、现金流与资本开支的错配。物流行业长坡薄雪，企业长期发展依赖管理层的企业家精神以及平衡新旧业务、把握产能投放节奏的管理能力，JDL 仓配模式优质的客户体验与中国电商零售消费升级的趋势相匹配，将成为电商大国不可或缺的基础设施。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1112.6、1640.1 和 2130.2 亿元。参考顺丰的预测和估值，结合我们对行业前景的判断，我们给予京东物流 2023 年 1.45 倍目标 PS。基于 2023 年预估京东物流 2130 亿元人民币的营业收入，得到公司合理市值 3706 亿港元，以目标投资回报率 10%为折现率，得到 2021 年末目标市值 3063 亿港元，对应目标股价 50.28 港元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**包裹件量大幅放缓、人工成本上升、新业务培育不及预期、电商竞争激化等风险。

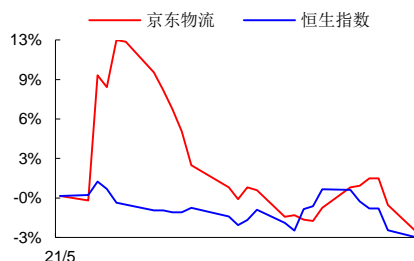
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	73374.7	111259.7	164014.2	213020.1
增长率	47.2%	51.6%	47.4%	29.9%
归属母公司净利润 (百万元)	-4134.00	-1932.29	-364.31	385.55
增长率	-85.1%	53.3%	81.1%	205.8%
每股收益 EPS (元)	-0.67	-0.31	-0.06	0.06
净资产收益率 ROE	80.4%	-8.8%	-1.7%	1.8%
PE	-61.92	-132.47	-702.64	663.92
PB	-49.78	11.67	11.87	11.66

数据来源：公司公告，同花顺 iFinD，西南证券

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	40.5-47.0
3 个月平均成交量(百万)	17.69
流通股数(亿)	61.83
市值(亿)	2,504.11

相关研究

目 录

1 京东物流：以仓配一体化为主导	1
1.1 脱胎于京东集团，以仓配起家的供应链一体化服务商	1
1.2 业务模式：以仓配一体化为主	2
1.3 经营概况：一体化供应链客户收入为主	5
1.4 资产禀赋：京东物流 VS 顺丰，资产建设各有千秋	8
2 行业趋势：物流行业整体存在优化空间	11
2.1 一体化供应链市场空间大	11
2.2 电商物流履约模式：网络化、仓配一体及即时配送	13
2.3 电商供应链中网络化快递市场最为成熟	14
3 从短期、中期、长期出发看京东物流的天花板	15
3.1 短期：把握京东集团带来的流量红利	15
3.2 中期：京东物流对供应链业务模块的整合	16
3.3 长期：成为类 SaaS 物流科技公司	20
4 京东物流“成长的烦恼”	21
4.1 京东自身发展影响京东物流的发展	21
4.2 新业务高速扩展过程中的管理风险	22
4.3 市场竞争风险	23
4.4 长坡薄雪，苦尽甘来	24
5 盈利预测与估值	25
5.1 如何看待京东物流的估值	25
5.2 盈利预测	28
5.3 相对估值	29
6 风险提示	29

图 目 录

图 1: 京东物流建设历程	1
图 2: 京东集团组织结构	1
图 3: 京东物流 6118 组织架构	1
图 4: 京东物流股权结构	2
图 5: 京东物流的物流模式	2
图 6: 京东物流的仓配一体化模式	2
图 7: 京东仓配服务流程	3
图 8: 京东物流快消品供应链服务模式	4
图 9: 京东物流服装行业供应链服务模式	4
图 10: 京东物流家具及家电行业供应链服务模式	5
图 11: 京东物流营业收入 (单位: 亿元)	5
图 12: 京东物流营业收入拆分	5
图 13: 京东物流营业成本 (单位: 亿元)	6
图 14: 京东物流营业成本拆分	6
图 15: 京东物流营业成本占总营业收入的比例	6
图 16: 京东物流费用率情况	7
图 17: 京东物流研发投入情况 (单位: 亿元)	7
图 18: 京东物流毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元)	7
图 19: 京东物流净亏损及净亏损率情况 (单位: 亿元)	7
图 20: 京东物流经营性现金流 (单位: 亿元)	8
图 21: 京东物流资本开支情况 (单位: 亿元)	8
图 22: 京东物流经营租赁资产来源	8
图 23: 2020 年京东物流非流动资产构成	8
图 24: 京东仓库数量	9
图 25: 2020 年京东物流固定资产拆分	9
图 26: 京东物流及顺丰物流相关资产账面价值 (单位: 亿元)	9
图 27: 京东物流及顺丰固定资产账面价值拆分比较 (单位: 亿元)	9
图 28: 2020 京东物流及顺丰资产周转率对比	10
图 29: 京东物流测算快递件量 (亿件)	11
图 30: 2015-2025 年中国物流支出情况 (万亿元)	11
图 31: 中美社会物流费用占 GDP 比重	11
图 32: 供应链分类及占比	12
图 33: 2015-2025 年外包物流支出及渗透率 (十亿元)	12
图 34: 2015-2025 年外包物流支出及渗透率 (十亿元)	12
图 35: 2015-2025 年中国一体化供应链物流支出情况 (十亿元)	12
图 36: 电商物流业务模式	13
图 37: 主流电商 GMV 情况 (单位: 十亿元人民币)	14
图 38: 美团外卖交易金额	14
图 39: 全国快递件量	15

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

图 40: 全国快递业务收入	15
图 41: “通达系”快递公司毛利水平逐年下降 (元/每单)	15
图 42: 京东实物订单数量	16
图 43: 京东集团实物商品销售营业收入拆分	16
图 44: 按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长率	16
图 45: 京东物流的业务扩张产品矩阵图谱	17
图 46: 京东物流冷链业务模块及服务优势	17
图 47: 京东物流国际业务布局	18
图 48: 京东物流快消品供应链解决方案	19
图 49: 京东物流服装行业供应链解决方案	19
图 50: 京东物流家具及家电行业供应链解决方案	20
图 51: 最终愿景是综合物流科技服务提供商	20
图 52: 立足标准化、产品化、数字化	21
图 53: 大数据决策、智慧供应链、全渠道经营	21
图 54: 京东、阿里、拼多多活跃用户增速对比 (单位: 百万)	22
图 55: 京东物流资本开支情况 (单位: 亿元)	22
图 56: 京东物流现金及现金等价物账面价值 (单位: 亿元)	23
图 57: 京东物流经营性现金流情况 (单位: 亿元)	23
图 58: 全国快递申诉率 2021 年 5 月 (申诉件数/百万件快件业务量)	24
图 59: 公司规模扩大, 趋向熵增, 管理成本扩大	25
图 60: 资本开支同比增长率	25
图 61: 中国主要物流细分市场构成	25
图 62: 国内物流公司市值及 PE 情况	26
图 63: 国外物流公司市值及 PE 情况	26
图 64: 国内外可比公司 PS (均值为 16)	27
图 65: 国内外 SaaS 云服务公司市值 (亿元)	27

表 目 录

表 1: 京东物流及顺丰资产建设对比	10
表 2: 三种履约模式对比	13
表 3: 物流行业及细分赛道主要公司市值情况	26
表 4: 分业务收入、成本及毛利率 (单位: 亿元)	28
表 5: 快递板块同类公司估值比较	29
附表: 财务预测与估值	30

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

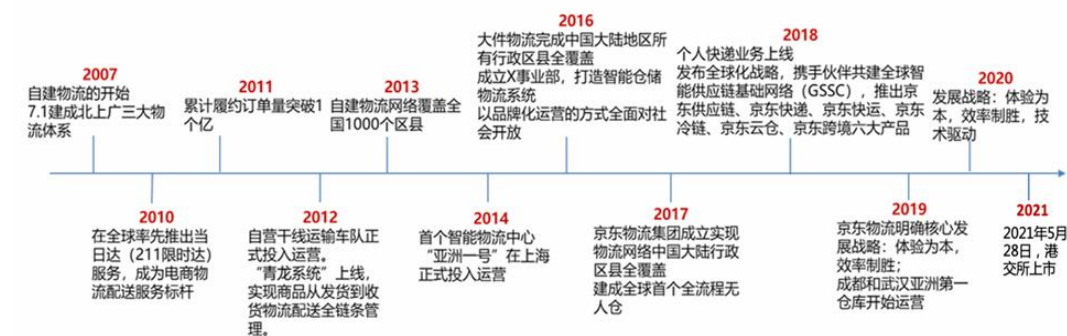
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

1 京东物流：以仓配一体化为主导

1.1 脱胎于京东集团，以仓配起家的供应链一体化服务商

京东物流萌芽于京东集团，是京东集团三大事业部之一。2007 年，京东宣布成立京东物流子集团，设立为京东旗下内部物流服务部门，建立初期旨在为京东商城自营店铺提供专业的物流解决方案；2017 年宣布社会化运营，开始作为京东集团的独立业务分部运营供应链解决方案及物流服务，并开始为外部客户提供服务；2018-2019 年间京东物流多次获得各路资本青睐，于 2021 年 5 月港股上市。

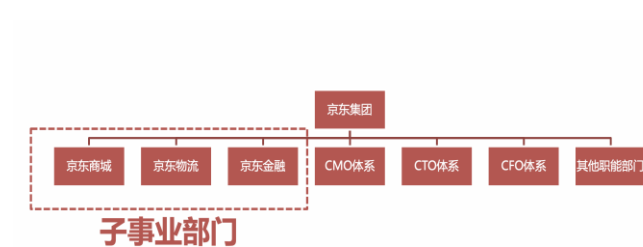
图 1：京东物流建设历程



数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

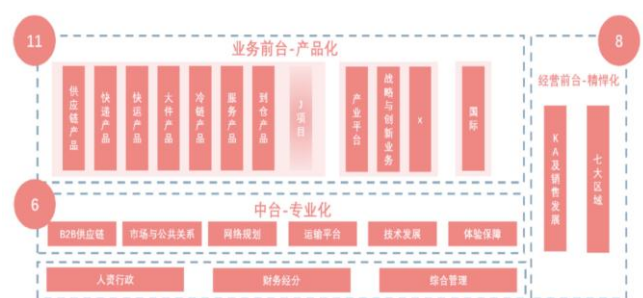
京东物流不断优化组织结构。2020 年 4 月，公司宣布将组织结构从“1844”业务体系升级为“6118”组织结构；我们认为升级后的公司组织架构更加灵活化和专业化，因为依据产品划分的业务前台部门将提供更加直接的产品服务，而更加专业的中台部门为前台部门提供技术支持。

图 2：京东集团组织结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

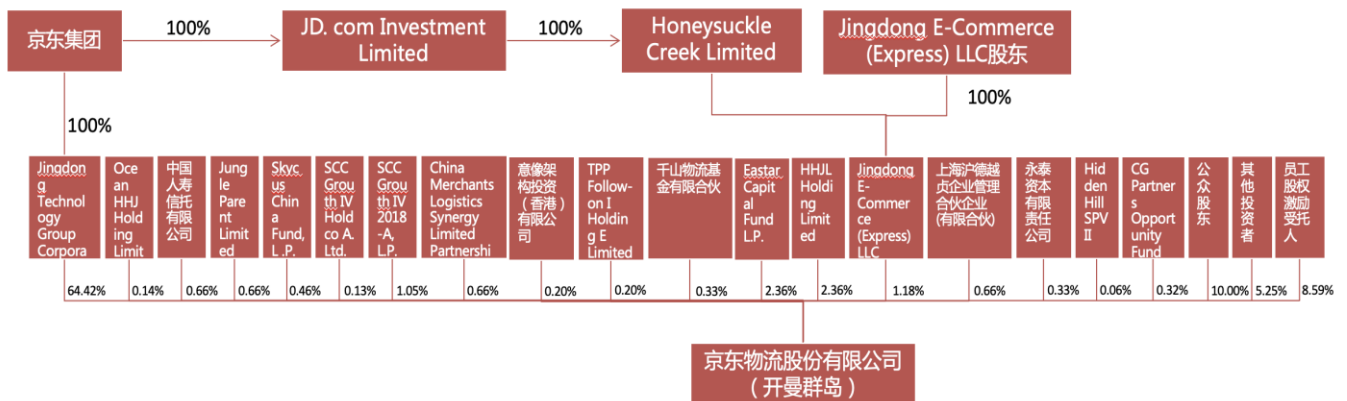
图 3：京东物流 6118 组织架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

京东集团是京东物流的主要股东。京东集团持有 65.6% 京东物流的股份，此外，腾讯旗下的意像架构及 TPP Follow-on I Holding D Limited 均有持股。

图 4：京东物流股权结构

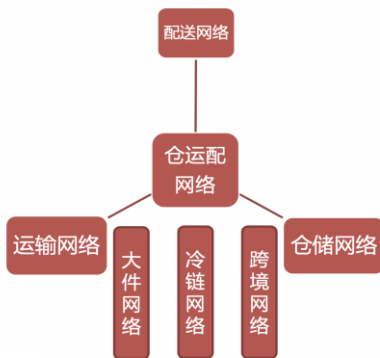


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 业务模式：以仓配一体化为主

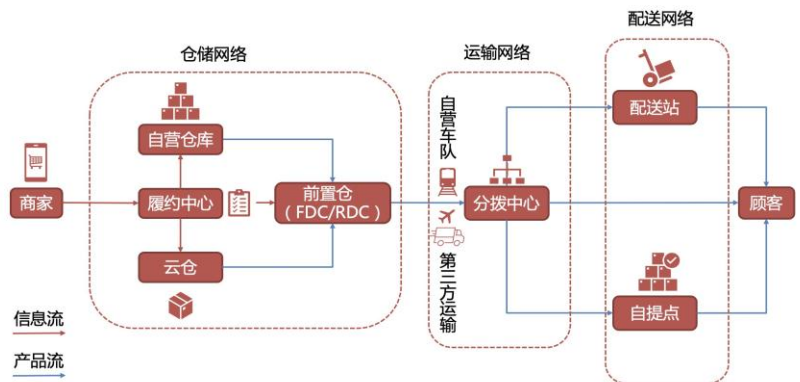
京东物流的业务网络由仓运配网络为主，辅以大件网络、冷链网络及跨境网络。仓运配网络由仓储、运输和配送三大网络配合建成，以此形成京东物流的物流矩阵的基础；配合大件、冷链和跨境业务，京东物流构造了相对独立的大件、冷链和跨境网络。

图 5：京东物流的物流模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：京东物流的仓配一体化模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

仓储网络：强大的数据算法准确预测销售趋势，高度自动化提高订单履约效率。京东物流的仓储设施建设以区域配送中心（RDC）及前端配送中心（FDC）为核心，布局及运营超过 900 座仓库和 1400 座云仓以及遍布 18 个城市的 28 座超高自动化的“亚洲一号”仓库。仓储运营的本质是对上游商流沉淀下的数据进行分析，以此为依据及时调整 SKU 及仓储备货。RDC 可以依据用户购买大数据信息提前储存更多的 SKU，FDC 则相对“小而精”，储存的 SKU 少但是每个 SKU 的需求量较高。此外，京东物流仓储网络的自动化程度高，亚洲一号大型智能仓库配备先进的包裹及货物自动存取系统，同时广泛应用了自动引导及机器人技术，提高了配送效率。

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 7：京东仓配服务流程



数据来源：公司官网，西南证券整理

运输网络：自营分拣中心及运输卡车布局运输网络，航运铁路运输并驾齐驱，夯实货运能力。公司的综合运输网络包括直接运营的分拣中心及连接仓库、分拣中心及配送站的干支线网络。截至 2020 年 12 月，公司共运营 200 家分拣中心，7500 辆自营卡车；同时，公司于 2020 年 8 月收购了主营零担的跨越速运公司的控股权益，以此提升公司的货运能力；此外，公司在航运及铁路运输网络上布局，截至 2020 年 12 月，公司拥有约 620 条航空货运航线，同时与中国铁路总公司合作使用 250 条铁路路线(其中 137 条为高速铁路路线)。

配送网络：京东物流配送网络由其自有配送团队、配送站、服务站点及自提柜组成。截至 2020 年 12 月，公司拥有一支逾 19 万自有配送人员的团队，运营覆盖 32 个省份 444 个城市的 7280 家配送站，以及 8000 个服务点及自提柜；同时京东物流同达达合作，将其作为高峰时期运力补充。

大件网络：针对大件商品仓储、履约及货运打造的物流网络。截至 2020 年 12 月，公司于 74 个城市拥有能够进行大件及重货仓储的 86 个仓库及 102 个分拣中心，总管理面积约 280 万平方米；同时公司依托京东帮向用户提供上门安装等增值服务。

冷链网络：目前京东物流建成针对冷链的物流基础设施，其中包括冷链仓储、冷链运输及冷链终端配送，同时公司也逐渐增强药品的仓储能力，在全国范围内运营超过 20 个专为药品及医疗器械设计的仓库。

京东物流基于其完备的物流模式和强大的业务体系，开发了针对特定行业的供应链解决方案。供应链综合解决方案整合了公司的业务体系，满足了行业垂直领域的特定物流需求，在快消、服装、家电及家具等行业提出了针对性的物流解决方案。

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

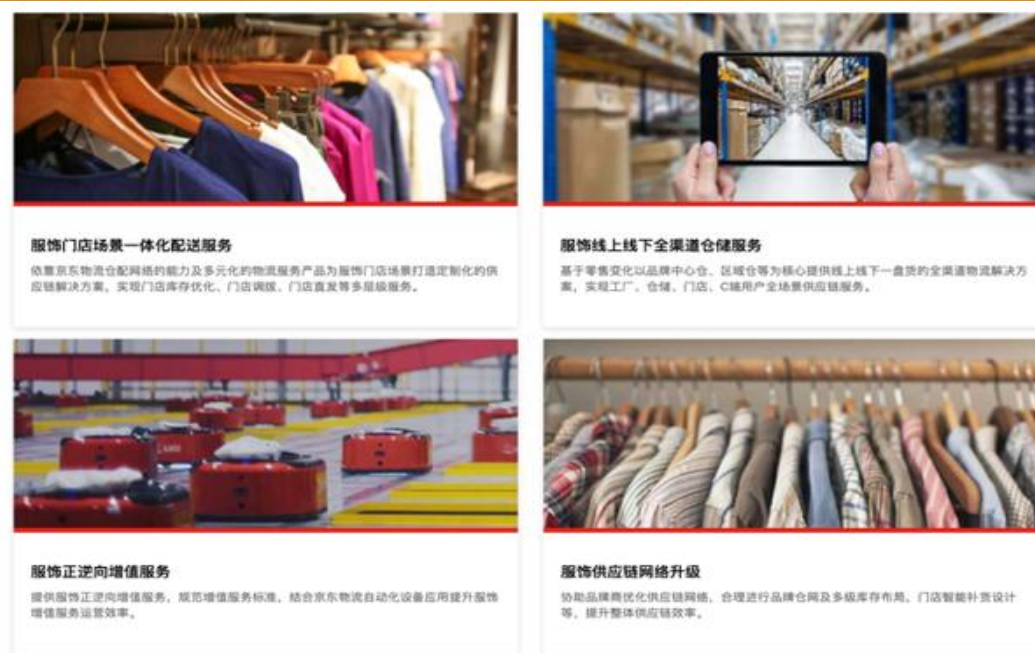
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 8：京东物流快消品供应链服务模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：京东物流服装行业供应链服务模式



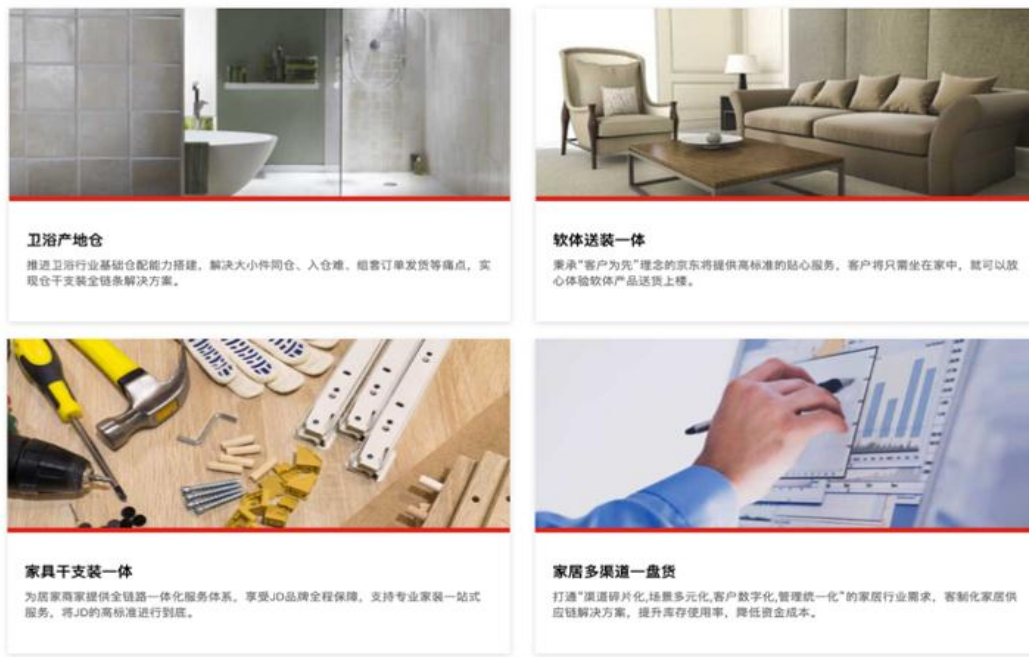
数据来源：公司官网，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

图 10: 京东物流家具及家电行业供应链服务模式

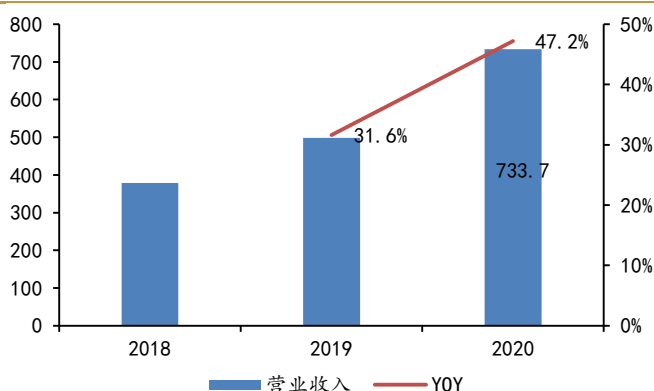


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

1.3 经营概况: 一体化供应链客户收入为主

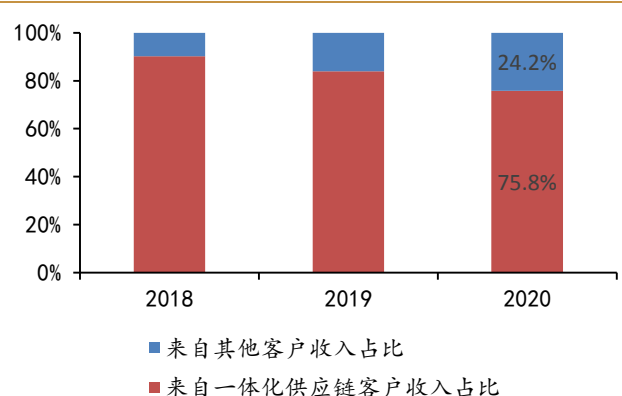
京东物流总营业收入提升, 来自一体化供应链客户的收入占比更高。在京东物流的客户中, 使用过仓配服务的客户是一体化供应链客户。2020 年京东物流营业收入总额为 733.7 亿元, 同比上升 47.2%, 其中来自一体化供应链客户的收入占比为 75.8%; 2019 年全年实现营业收入 498.5 亿元, 同比上升 31.6%, 其中来自一体化供应链客户的收入占比达到 83.9%。

图 11: 京东物流营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 京东物流营业收入拆分

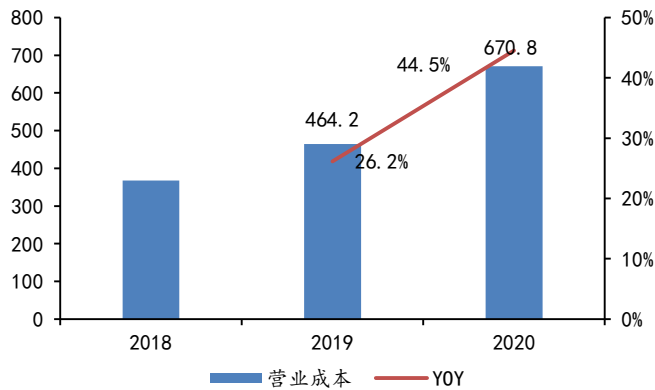


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

京东物流总成本中人力成本及外包成本占比大, 人力成本优化是京东物流盈利情况改善的主要原因。京东物流 2020 年总成本 670.8 亿元, 同比上升 44.5%。京东物流总成本中占比高的是员工福利成本和外包成本, 2020 年全年占比分别达到 38.8% 和 38.9%; 租金成本、

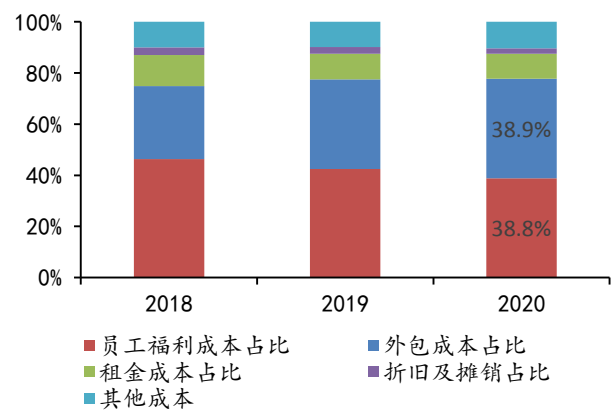
折旧及摊销成本和其他成本占比较小。2020 年营业成本中下降最多的是人力成本，占总营收比重下降 4%，人力成本包括涉及仓储、分拣、拣配、包装、运输及配送的员工的工资，这部分成本下降是毛利得到改善的原因之一。

图 13: 京东物流营业成本 (单位: 亿元)



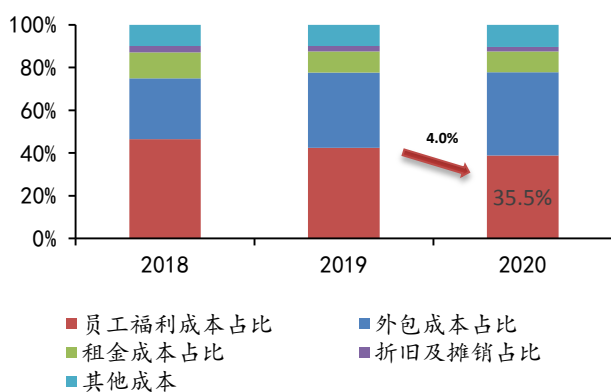
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 京东物流营业成本拆分



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

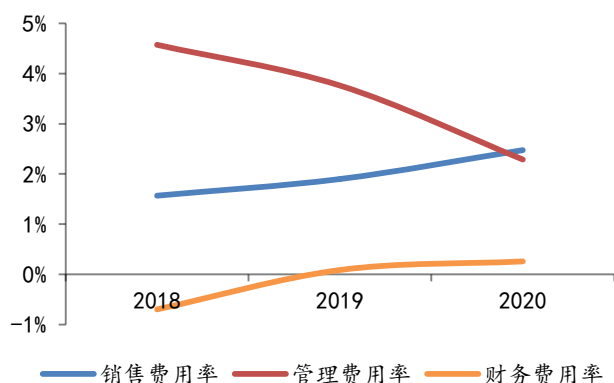
图 15: 京东物流营业成本占总营业收入的比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

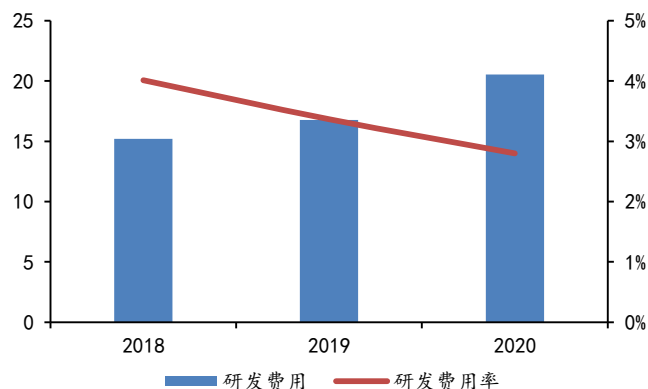
科技研发投入助力管理费用率下降。京东物流管理费用率呈现下降趋势，2020 年管理费用率 2.3%，2019 年为 3.8%，2018 年为 4.6%，而销售费用率上升非常明显，财务费用率保持平缓上升。京东的研发费用率有所下降，这主要是京东营业收入上升造成的，从绝对值看，京东物流的研发投入逐年提升，2020 年研发费用达到 20.5 亿元。研发投入提升了公司的科技实力，提高了公司的经营效率，在一定程度上影响了管理费用率。

图 16: 京东物流费用率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

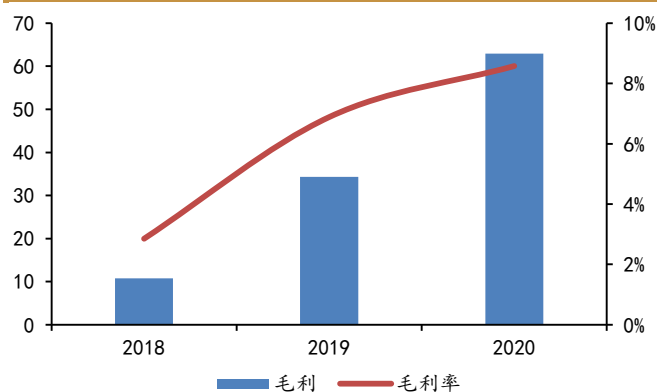
图 17: 京东物流研发投入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

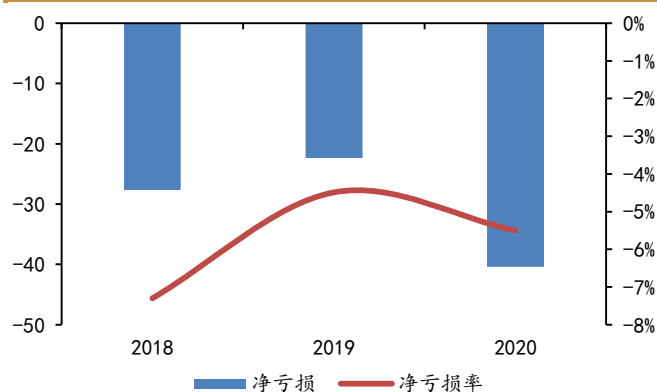
京东物流毛利润逐年提高。京东物流 2020 年毛利润达到 62.9 亿元, 毛利率 8.6%, 比 2019 年上升 1.7 个百分点。2018 年以来, 公司处于亏损状态, 2020 年亏损 40.4 亿元。

图 18: 京东物流毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

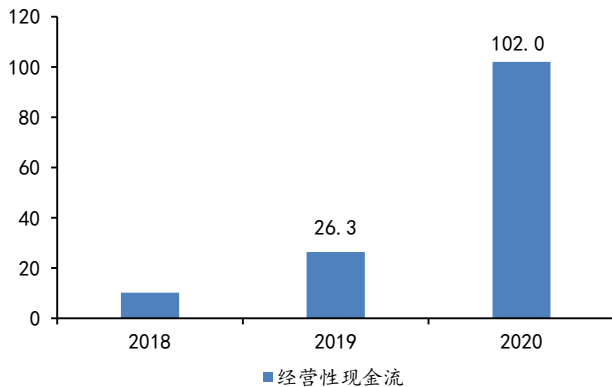
图 19: 京东物流净亏损及净亏损率情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

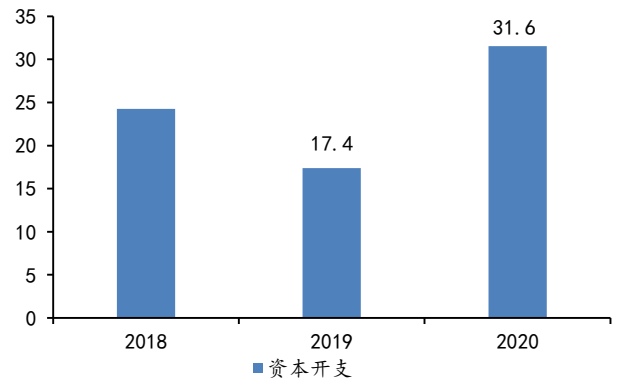
盈利情况有所改善, 支撑京东物流进一步扩充规模。尽管公司净亏损情况加剧, 从经营性现金流角度看, 盈利状况得到改善。公司经营性现金流提高, 支撑其进行下一步的资本开支和产能投入扩张。2020 年全年经营性现金流 102 亿元; 资本开支 2020 年达到 31.6 亿元, 其中设备付款占最主要部分。

图 20: 京东物流经营性现金流 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 京东物流资本开支情况 (单位: 亿元)

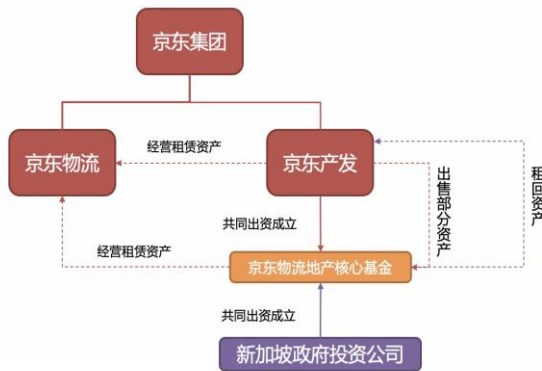


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.4 资产禀赋: 京东物流 VS 顺丰, 资产建设各有千秋

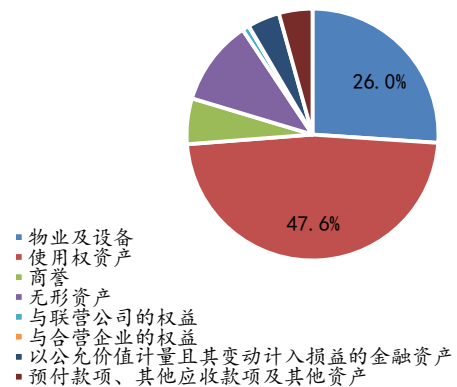
京东物流资产建设主要依赖经营租赁, 自有物流资产占比低于经营租赁。2020 年, 京东物流使用权资产占比高于固定资产占比, 使用权资产占比达到 47.6%, 固定资产占比为 26%, 京东物流主要依赖经营租赁的方式进行产能投入。京东物流资产建设依赖从京东产发及京东集团下设的物流地产基金进行租赁。通过经营租赁方式投入的资产在京东物流的报表上体现为使用权资产, 其中主要包括京东物流运营的仓库、配送站、办公室等。公司的物流及设备(固定资产)主要包括物流设备、车辆、电子设备等。

图 22: 京东物流经营租赁资产来源



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 2020 年京东物流非流动资产构成

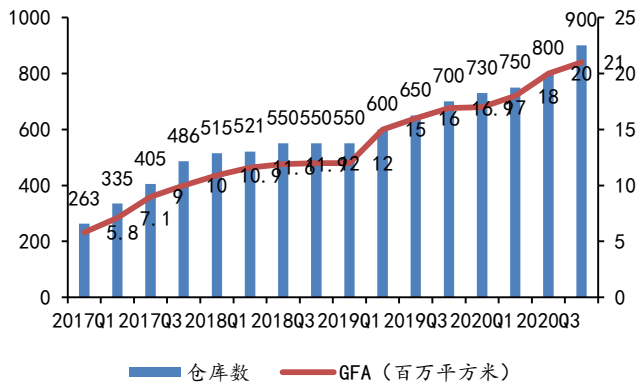


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

仓库、配送站等设施主要依赖经营租赁。根据京东年报, 截至 2020 年四季度, 京东履约中心数量达到 7 家, “亚洲一号”仓库 32 座覆盖 22 个城市, 拥有仓库数量达到 900 家, 总占地面积达到 2.1 千万平方米。

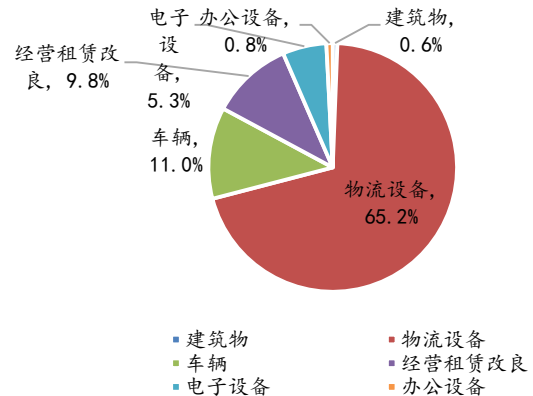
在京东物流自有固定资产中, 物流设备是京东物流的主要投入资产。2020 年, 京东物流的物流设备账面价值占总固定资产比例最高, 为 65.2%, 其次为车辆, 占比达到 11%。

图 24: 京东仓库数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

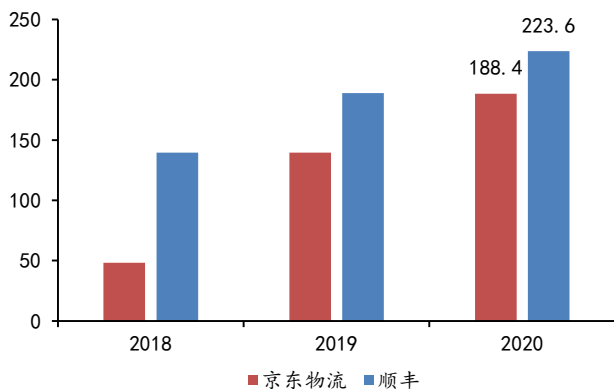
图 25: 2020 年京东物流固定资产拆分



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

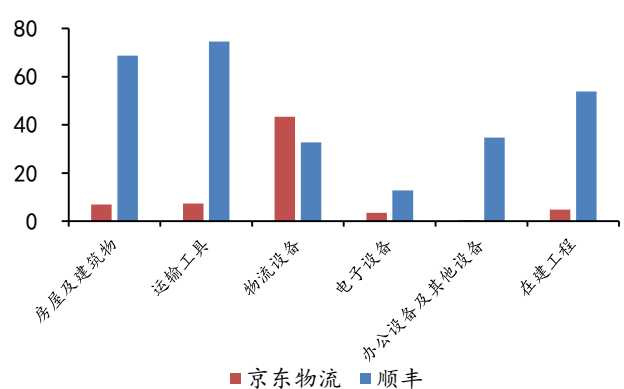
京东物流固定资产账面价值较顺丰少，但不能掩盖京东物流重资产实质，JDL 资产周转速度略高于顺丰。整体上看，京东物流 2020 年固定资产账面价值在 66.5 亿元，经营租赁产生的使用权资产为 121.9 亿元，合计 188.4 亿元，顺丰为 223.6 亿元。从拆分上看，京东物流的自有资产建设更多关注在物流设备建设上，而房屋及建筑物的账面价值远低于顺丰。这主要与京东物流通过经营租赁从京东集团处获得仓库、配送站、办公室和员工宿舍相关。尽管目前京东物流主要通过经营租赁的方式从京东租赁相关资产，但其运营采用的重资产形式的实质不可忽略。在资产周转率方面，京东物流资产周转率为 1.55，顺丰为 1.50，两者资产周转率差距不大，京东物流整体资产周转速度稍快于顺丰。

图 26: 京东物流及顺丰物流相关资产账面价值 (单位: 亿元)



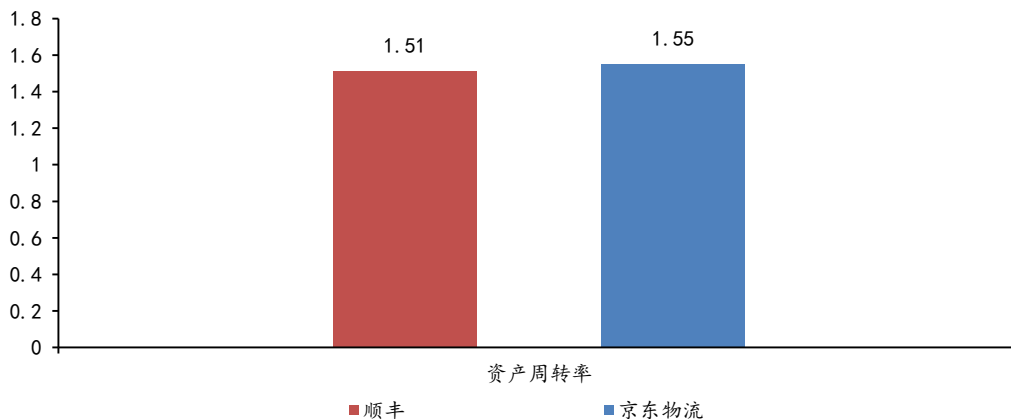
数据来源: 公司公告, 西南证券整理; 注: 顺丰为固定资产期末账面价值, 京东物流为物流设备及使用权资产总和

图 27: 京东物流及顺丰固定资产账面价值拆分比较 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28：2020 京东物流及顺丰资产周转率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

从资产实际建设看，京东为落实其仓配一体化建设，京东物流资产主要聚焦仓储设施建设。京东物流仓储网路建设情况明显优于顺丰，而顺丰的优势在于点对点网络化运输，其运输网络建设状况领先于京东物流。配送网络：规模上顺丰领先，质量上京东物流更胜一筹；京东物流自有配送人员共 19 万人，顺丰配送人员则各类用工形式混合共 35 万人，自有的配送人员在一定程度上有利于京东物流提供较稳定的一致性服务。

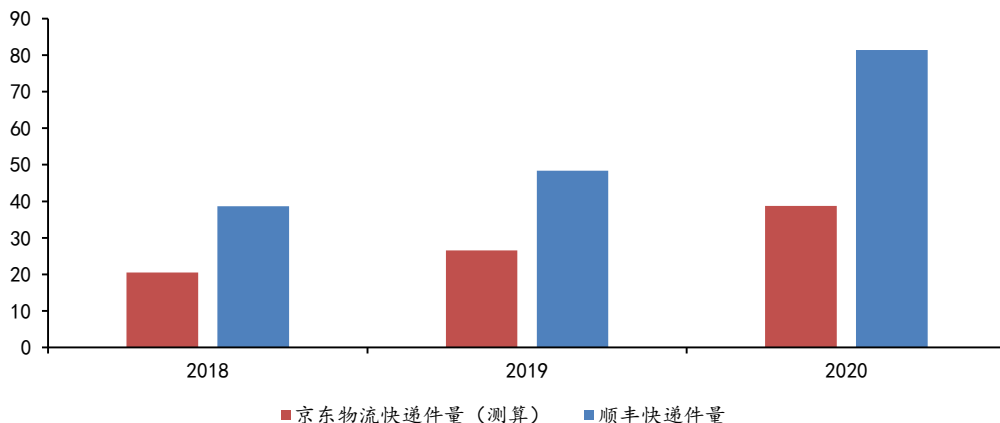
表 1：京东物流及顺丰资产建设对比

对比	项目	京东物流	顺丰
仓储网络	仓库数量	超过 900 家仓库，包括区域配送中心和前端配送中心； 32 座“亚洲一号”仓库； 1400 座云仓。	总计 194 家仓库，包括 129 座电商仓库， 59 座食品仓库，6 座医药仓库
	面积	仓库及云仓总面积 2 千万平方米	总计 234 万平方米
运输网络	分拣中心	200 座分拣中心	拥有 9 个枢纽级中转场，36 个航空、铁路 站点，130 个片区中转场（含顺心快运）
	运输车辆	自营车队拥有 7500 辆卡车； 2020 年 8 月收购了主营零担的跨越速运的控股权益。	4.5 万台干支线车辆
	货运线路	620 条航空货运线路； 250 条铁路货运线路	2004 条航空货运线路； 超过 114 条铁路货运线路
配送网络	配送人员	19 万名自有配送员工	35 万各种用工模式配送人员
	配送站点	7280 个配送站点，覆盖全国 32 个省，444 个城市	1.8 万个自营网点

数据来源：公司公告，西南证券整理

京东物流快递件量及市占率约为顺丰的一半。京东物流与顺丰单件快递收入接近（顺丰 2020 年度 ASP 为 16.40 元/票），我们测算京东物流快递量约 39 亿件，市占率约为顺丰的 50%。

图 29: 京东物流测算快递件量 (亿件)



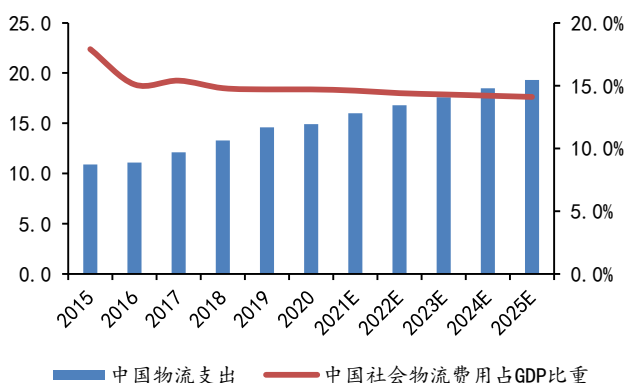
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 行业趋势: 物流行业整体存在优化空间

2.1 一体化供应链市场空间大

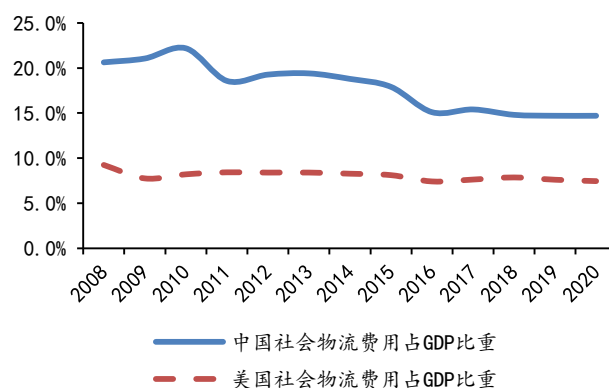
物流大国, 产业效率存在提升空间。2020 年全国物流支出大约 14.9 万亿元, 占 GDP 比重达到 14.7%, 相较于美国的 7.5%, 我国物流效率仍具备优化空间, 这就为物流服务供应商通过一体化供应链服务提高物流效率提供了机会。灼识咨询预计到 2025 年, 我国物流支出为 19.3 万亿元, 占总 GDP 比重将下降至 14.1%。

图 30: 2015-2025 年中国物流支出情况 (万亿元)



数据来源: 灼识咨询, 公司公告, 西南证券整理

图 31: 中美社会物流费用占 GDP 比重



数据来源: Choice, statista, 西南证券整理

消费供应链占比不到 30%, 京东物流向产业供应链深度拓展机会大。纵观物流市场, 我们将之拆分为原材料供应链、制造业供应链以及消费供应链三部分, 我们可以将原材料及制造业供应链统一看作非消费供应链, 作为对应, 消费供应链则可以进一步划分为电商物流供应链和非电商物流供应链。电商物流供应链中主要的物流履约方式包括网络化快递、仓配一体化及即时配送物流。据邮政局官网统计, 2020 年我国规模以上快递业务收入达 8795.4 亿元; 京东物流 2020 年营业收入 733 亿元, 其中仓配服务占比达 70%, 我们以此测算 2020

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

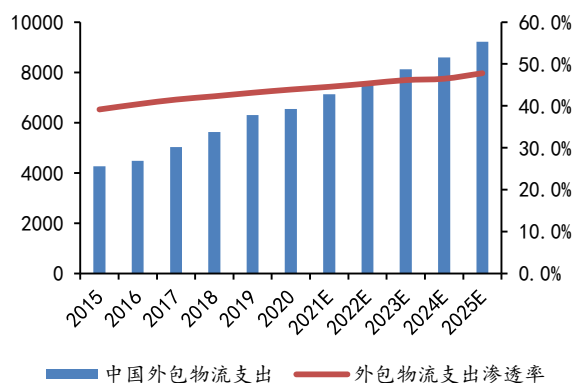
年仓配一体化行业整体产生的收入 1282.8 亿元；最后，根据艾瑞咨询预测，2020 年即时配送市场规模为 1701 亿元，我们合计得到 2020 年电商物流收入为 1.2 万亿元，2020 年我国网购渗透率为 30%，预估消费供应链收入占物流总费用(对于物流公司是收入)比重为 26.4%。

图 32：供应链分类及占比



数据来源：灼识咨询，公司公告，西南证券整理

图 33：2015-2025 年外包物流支出及渗透率（十亿元）

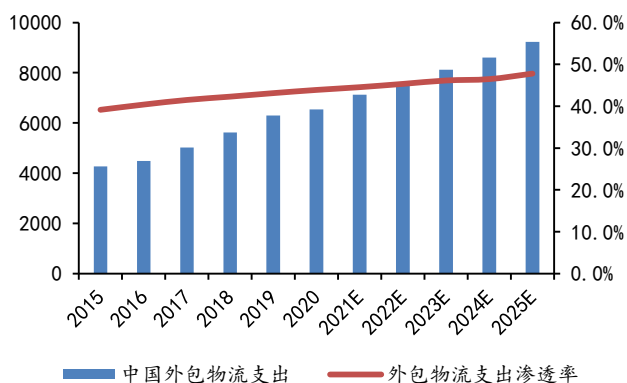


数据来源：灼识咨询，公司公告，西南证券整理

外包物流渗透率仍然具备提升空间。从物流履约的提供方看，第一方物流是买卖双方自行解决运输物流活动的物流形态，而外包物流即第三方物流则是将物流服务外包给第三方服务商，这样做能够使得企业接受更加专业和有效率的物流服务，同时更专注于其核心事业。2020 年我国外包物流支出为 6.5 万亿元，外包物流支出渗透率 43.9%，预计到 2025 年支出将达 9.2 万亿元，渗透率将达到 47.8%。

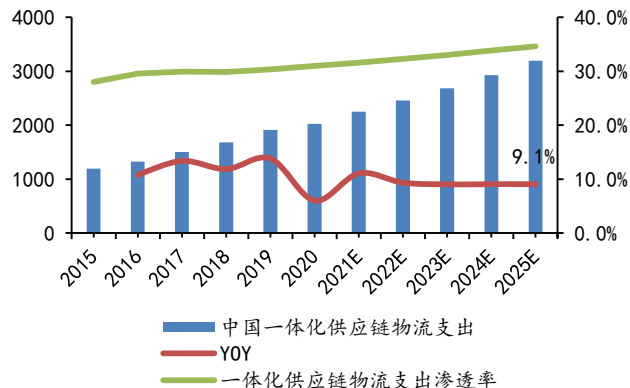
中国一体化供应链市场空间大，发展的驱动因素明显。2020 年中国一体化供应链物流总支出接近 2 万亿元，渗透率为 31%；预计在 2025 年支出将达到 3.2 万亿元，渗透率提升至 34.6%。随着不同垂直领域商业环境的变化，由此对供应链服务的需求更复杂，体量也变多；除了商业变化引起的物流需求外，制造业端的发展也需要供应链服务助力，也将催生对供应链服务的需求。物流背靠商流，在物流之下还涌动着丰富的信息流和数据流，这些数据信息将能够更加容易地服务于商业公司改善生产经营，一体化供应链服务提供商更有能力提供数据洞察及辅助增值服务。

图 34：2015-2025 年外包物流支出及渗透率（十亿元）



数据来源：灼识咨询，公司公告，西南证券整理

图 35：2015-2025 年中国一体化供应链物流支出情况（十亿元）



数据来源：灼识咨询，公司公告，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

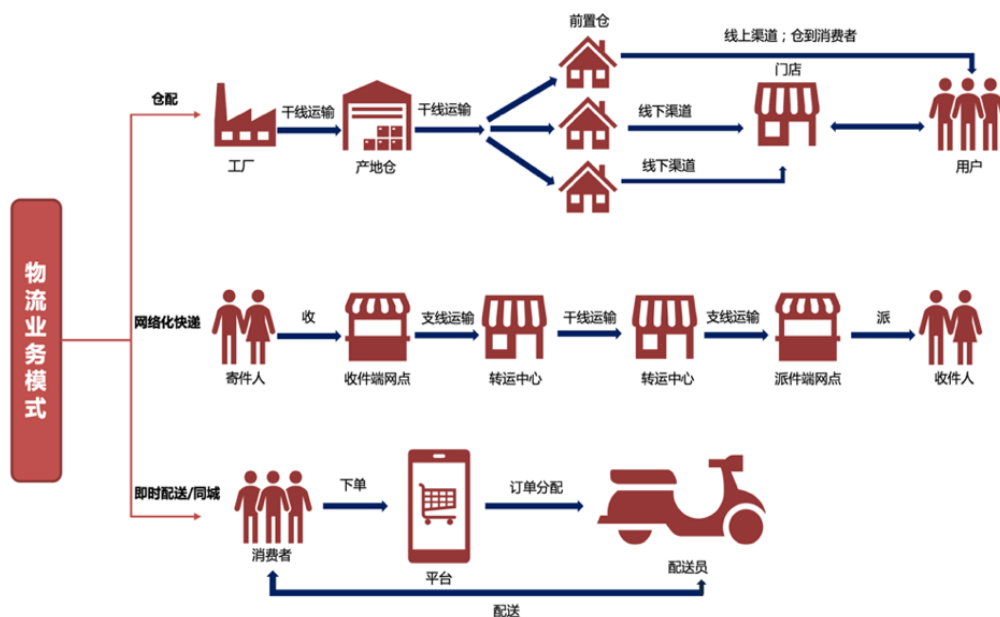
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2.2 电商物流履约模式：网络化、仓配一体及即时配送

如果将供应链聚焦在电商物流履约，我们将看到网络化、仓配一体及即时配送三种主要方式。从空间维度上看，可以将即时配送看作近场电商物流履约方式，而网络化和仓配一体化则服务于非近场电商。

图 36：电商物流业务模式



数据来源：西南证券整理

仓配模式对仓储建设要求更高，网络化快递模式对运输网络建设要求更高，即配则更加侧重运输资产（骑手）的建设。仓配一体化模式是以仓储网络为核心，以履约中心为基础形成的物流模式；电商平台的商家通过对履约中心下单传递物流信息，并提前在物流服务商的自营仓库/云仓存储相关商品，待到买家下单后，履约中心处理相关物流信息并下达指令将货物从自营仓库/云仓运送至离买家最近的前置仓，而后通过运输网络和配送网络运送至买家手中。不论是加盟制快递还是直营快递，网络化快递的业务模式最主要依赖转运中心和干线运输形成快递网络；在快递网络中，密集的收派件网点服务于首端和终端用户，货物通过转运中心和干线运输流转至距终端用户最近的网点并最终运送至用户手中。即时配送对时效履约要求高，同时更侧重 5 公里内短途运输，对应的公司更加侧重运输资产的建设。

表 2：三种履约模式对比

项目	网络化模式	仓配一体化模式	即时配送
时效履约	一般	稍强	强
履约方式	依赖收、转、运、派四环节的点对点运输	依赖前置仓储的集中履约	点对点即时履约
资产建设	重视转运中心和运输资产的建设	重视仓储设施建设	运输资产建设
运力	快递员	快递员	众包和自建
订单配送方式	网点、快递柜、驿站自取和送货上门	网点、快递柜、驿站自取和送货上门	并单配送和专人专送

数据来源：西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

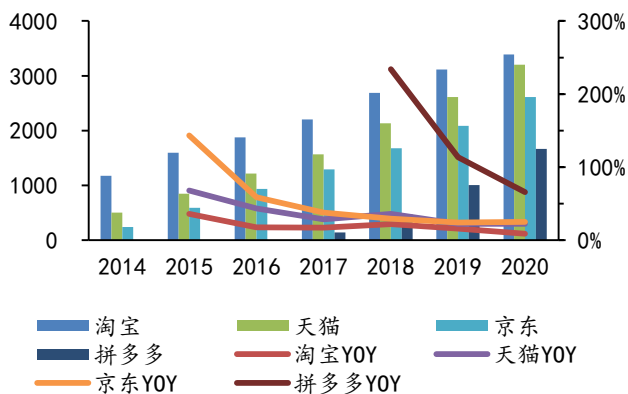
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

对比非近场物流的两种履约方式，仓配模式对商流信息要求更高，并且更加能保证履约时效。仓配模式的核心包括仓储，要做到提前仓储，选择恰当的仓储地和仓储量，这些都需要大量的商流信息数据指导备货，以提前做好库存规划。网络化快递模式通常是点对点运输，对库存备货的要求不高，对商流信息要求不高，对路由规划要求高，因为良好的路由规划能助力成本降低。仓配模式通常将货物提前存储在离买家最近的仓库中，买家下单后，商品将能够快速从仓库运输至消费者手中。

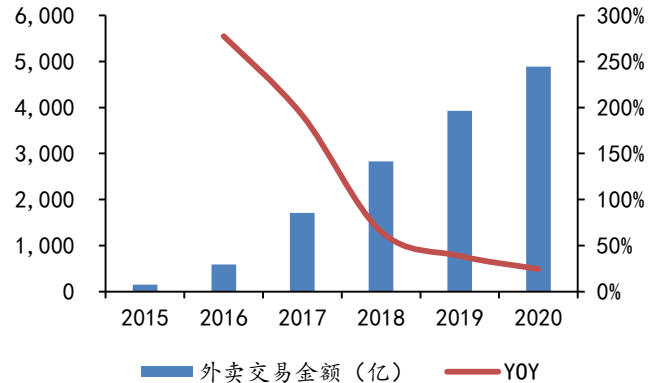
三种履约模式对应的商流各有差异，但其中仍然有交叉。网络化快递履约和仓配履约对应上游电商以阿里系、拼多多系和京东为主，此外也包括一些垂直电商和直播电商等。2020 财年淘宝 GMV 为 3.4 万亿，同比上升 8.7%，天猫总 GMV 为 3.2 万亿，同比上升 22.6%；2020 年全年京东 GMV 为 2.6 万亿，同比上升 25.3%，拼多多 GMV 在 1.7 万亿，同比上升 65.7%。即时配送的上游商流通常为大型本地生活平台，以美团及饿了么为主。2020 年美国外卖业务交易金额 4888.5 亿元，同比上升 24.5%。

图 37：主流电商 GMV 情况（单位：十亿元人民币）



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：淘宝及天猫均为财年数据

图 38：美团外卖交易金额



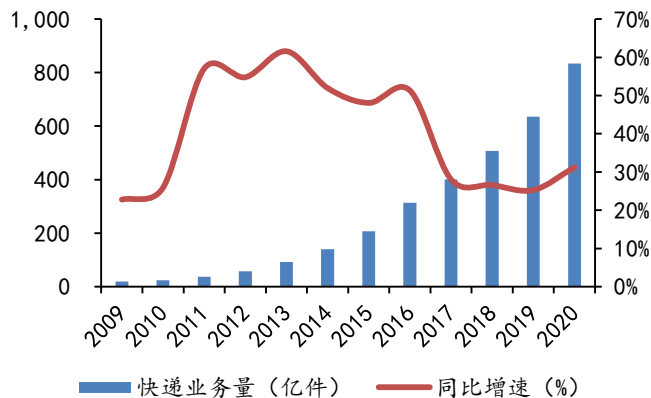
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 电商供应链中网络化快递市场最为成熟

非近场物流的需求端增长保持中高速，供给端竞争激烈，整体盈利状况恶化。2020 年全年实现快递件量 833.6 亿件，同比上升 31.2%，快递业务收入 8795.4 亿元，同比上升 17.3%，整体保持中高速增长。网络化快递模式下供给端整体体现出竞争激烈，产能过剩，存在强新进入者的胶着状态，激烈的竞争导致企业不断进行价格战以压制对手，快递的单票价格以及公司的盈利水平持续走低，2020 年中通单票毛利下降至 0.47 元，韵达下降至 0.17 元，圆通单票毛利下降至 0.16 元，申通仅为 0.06 元；此外，行业中仍然存在新进入者，极兔速递 2020 年 3 月正式进军国内市场，不断抢夺原有“通达系”快递公司的市场份额。

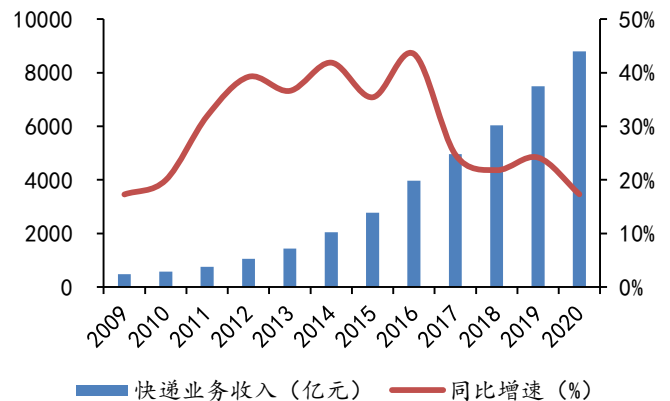
快递业务总收入占整个供应链市场的 43.4%，作为仓配一体化物流模式代表的京东物流的收入为快递业务收入的 8.3%，占整个一体化供应链市场的 4%。

图 39: 全国快递件量



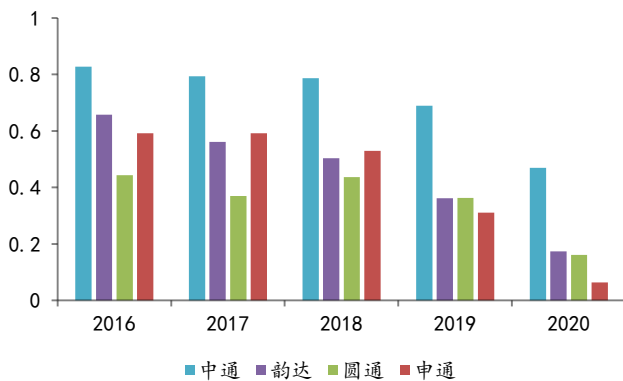
数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

图 40: 全国快递业务收入



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 41: “通达系”快递公司毛利水平逐年下降 (元/每单)



数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

3 从短期、中期、长期出发看京东物流的天花板

3.1 短期: 把握京东集团带来的流量红利

商流决定物流, 物流驱动商流是供应链的核心逻辑, 京东经营线路拓展及 GMV 增长带动京东物流订单量增长。京东物流由京东集团内部物流部门发展而来, 依靠京东电商平台带来的商流, 京东 GMV 增长及市占率不断提高将为京东带来源源不断的红利。如上图 37, 2020 年京东全年 GMV 达到 2.6 万亿元, 同比上升 25.3%; 以此带动 2020 年京东全年实物订单量 44.7 亿, 同比上升 25.3%。

京东物流短期要点在于把握来自京东零售的扩张和发展。从经营方式上, 京东不断拓展下沉市场和开辟新渠道。在一线城市, 高端电器为主要的增量市场, 在三四线城市, 3C 家电销售仍然存在增量空间, 京东近年来尝试下调 3C 产品扣点、开辟京喜事业部以不断获取下沉市场增量份额。从经营品类上, 京东集团 3C 家电是京东起家时开始销售的商品品类, 也是其营收增长的核心动力; 但是, 家电产品销售受渠道格局影响较大, 阿里同苏宁结盟后, 其全渠道家电交易规模超越京东。为此, 京东不断拓展其他产品品类, 2019 年京东自营 3C

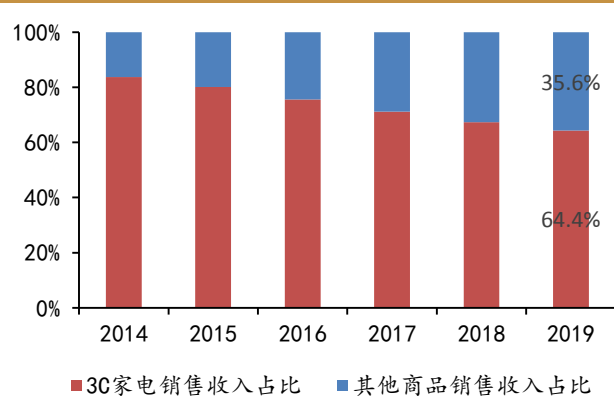
电器销售占总实物产品营收下降至 64.4%。从供应链市场可以看到，未来生鲜、快消、服饰领域将高速增长，快消和服饰预计市场规模也将超过 3C 电子，京东以 3C 电子产品销售为主不断拓展其他品类运营策略将能够为公司带来利润增长，京东扩张将带动京东物流规模扩大。

图 42：京东实物订单数量



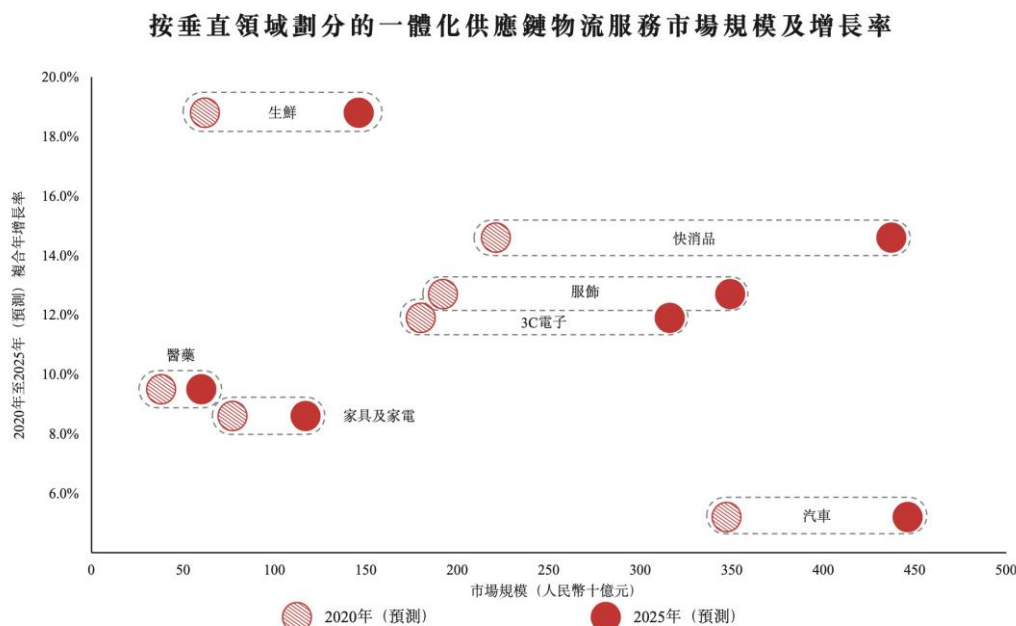
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：京东集团实物商品销售营业收入拆分



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长率

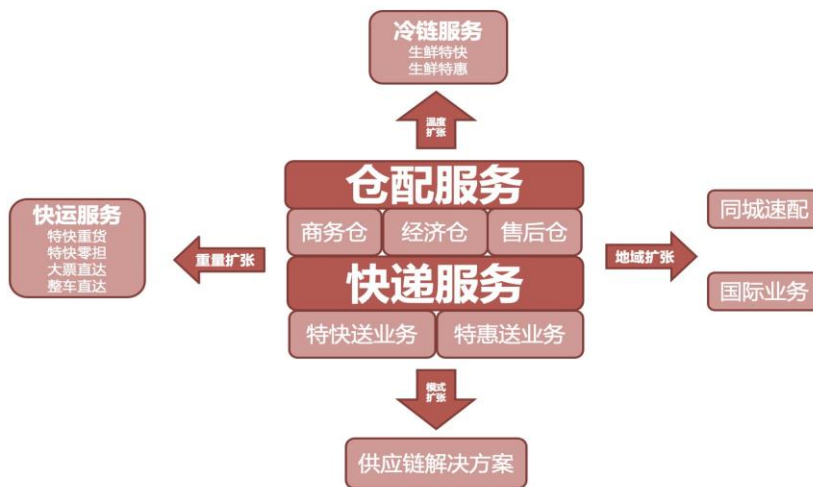


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 中期：京东物流对供应链业务模块的整合

京东物流中期要点集中在其是否能实现对供应链业务模块进行整合。当前京东物流正在围绕仓配服务和快递服务两方面，分别从重量、温度、地域及模式四个方面拓展其业务线。

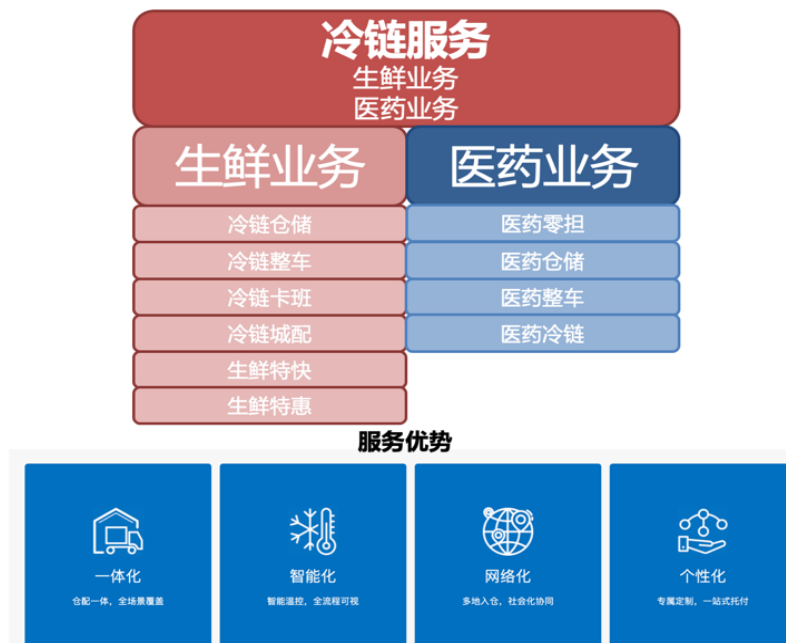
图 45：京东物流的业务扩张产品矩阵图谱



数据来源：西南证券整理

从温度扩张上，京东物流拓展冷链业务，其中主要包括生鲜冷链物流及医药物流。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，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，其生鲜特快业务以公铁空“三位一体”运输网络提供快时效服务，生鲜特惠业务也通过专业的生鲜定制包装方案，最大限度保障货物的新鲜送达。

图 46：京东物流冷链业务模块及服务优势



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

从地域扩张上，公司也在同城速配和国际跨境业务布局产能。京东物流同城速配已经能够实现最快 30 分钟送达。在国际业务布局方面，公司布局跨境进口、跨境出口、海外物流及国际运输业务，不断升级业务模式，公司提供出海商流、跨境物流、本地配送及售后一站式解决方案，并通过区块链技术、物联网技术、大数据技术进行跨境商品全流程跟踪溯源，设置进出中国双向通道一站式进出口服务，建立订单履约平台、仓储平台、运输平台、库存平台、零售平台及大数据平台形成智能物流系统。在国际业务的产能布局上，除了跨境仓库，公司还同合作伙伴建立了覆盖逾 220 个国家及地区的国际航线，加大产能投入，提高业务履约效率。

图 47：京东物流国际业务布局

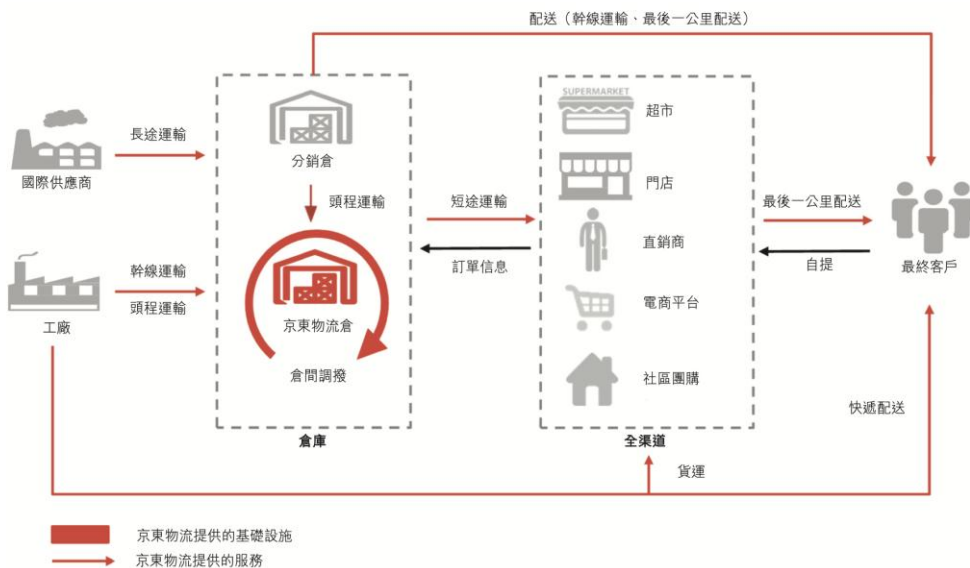


数据来源：京东物流官网，西南证券整理

在重量扩张上，京东物流从传统的快递业务网络拓展出快运业务网络，覆盖针对不同重量货物并提供如：特快重货、特快零担、大票直达及整车直达等业务。

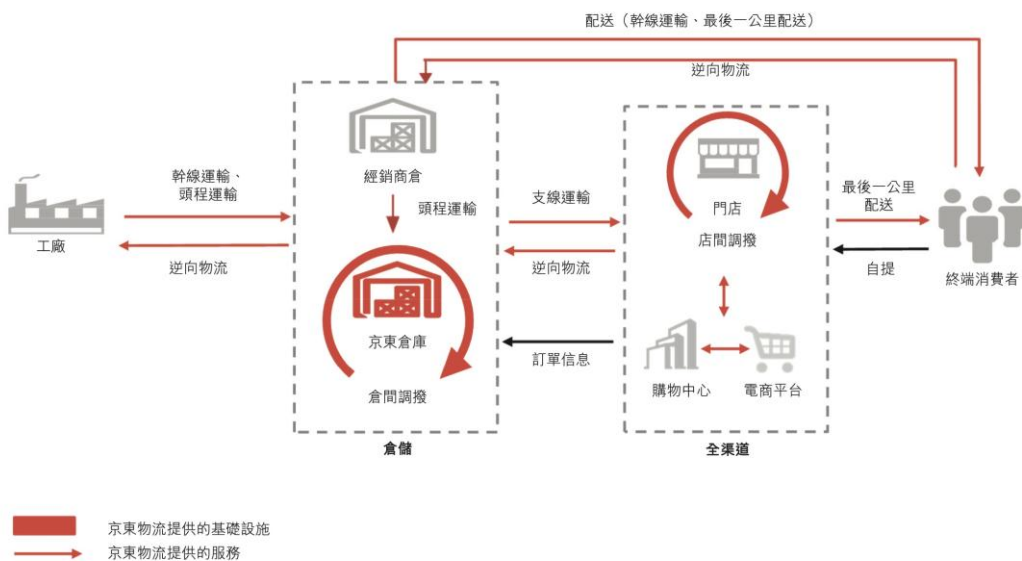
在模式扩张方面，京东物流提出了更加综合化供应链解决方案，分别针对快消品、服装、家具家电三行业的解决方案。未来京东物流的中期看点将集中在这四个拓展维度上，在冷链、同城、国际、快运及综合解决方案业务上的产能投入将影响中期京东物流的发展状况。

图 48: 京东物流快消品供应链解决方案



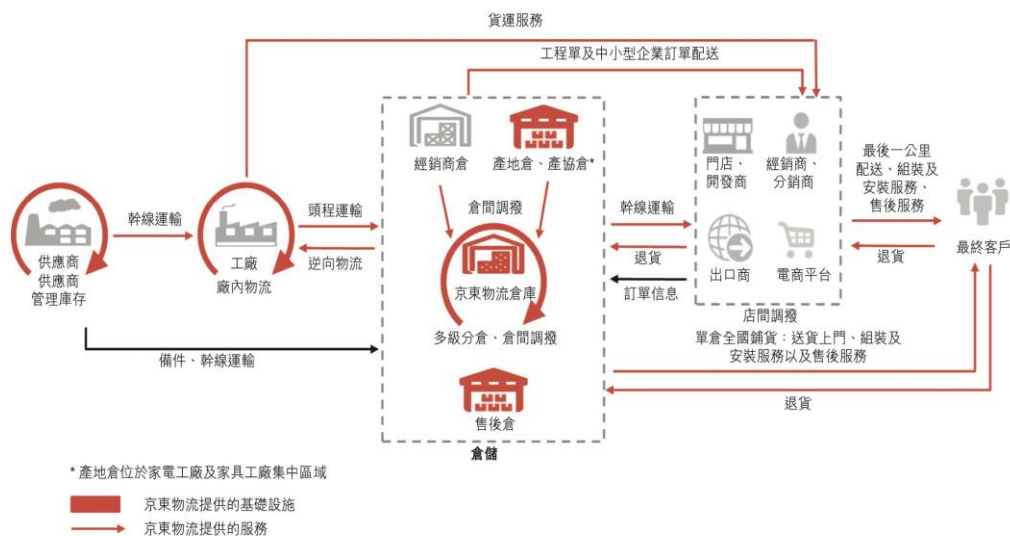
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 49: 京东物流服装行业供应链解决方案



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 50：京东物流家具及家电行业供应链解决方案

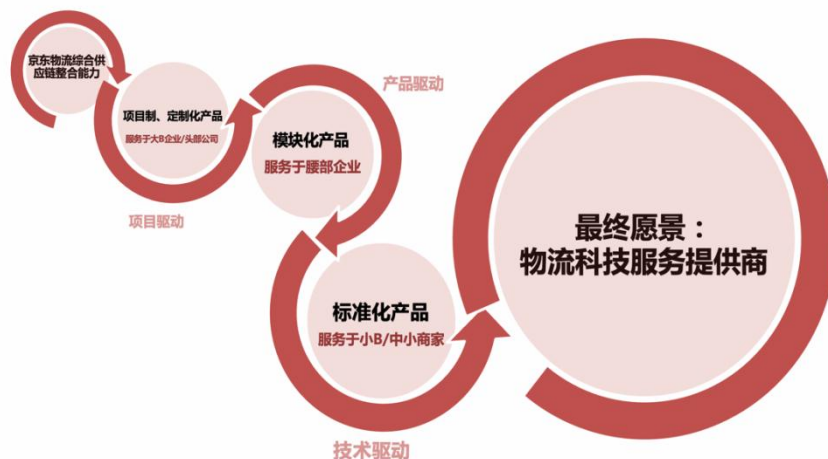


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 长期：成为类 SaaS 物流科技公司

京东物流的长期愿景或将是第三方物流科技服务公司。京东物流整合供应链服务的各个模块之后，将具备提供定制化供应链项目的能力，这部分能力在项目驱动下，京东物流将针对大 B 公司及头部企业提供项目制、定制化的服务；随着定制化业务的发展，在产品驱动下，未来京东物流将衍生出针对腰部企业的模块化产品；进一步在技术驱动下，公司未来的发展战略将聚焦于小 B 商家，以为其提供标准化产品服务为主。

图 51：最终愿景是综合物流科技服务提供商



数据来源：西南证券整理

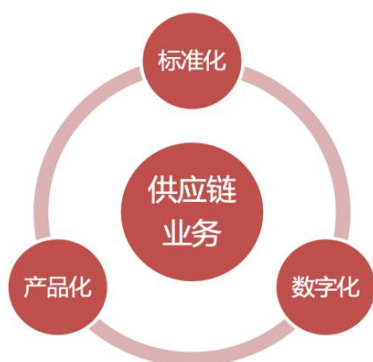
请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

京东物流的长期看点将集中在通过供应链业务标准化、数字化和产品化为基础，打造一体化智能科技产品及解决方案，为外部企业提供独立第三方的大数据和科技行业服务。公司已经形成了科技产品，解决方案和供应链生态三大板块，覆盖物流全链条，全场景，其中科技产品覆盖了从园区仓储分拣，到运输、配送、供应链各个环节的智能产品，基于 5G、物联网、人工智能、智能硬件等关键技术使物流各个环节具备自感知、自学习和自决策能力，从而全面提升系统预测、决策和智能执行的能力，通过供应链中台、数据算法中台和云仓物流供应链生态，形成一体化供应链解决方案。在未来，京东物流依托其供应链网络的优势，将公司业务从订单确认、包装、运输，交付等业务流程、工序及环节进行标准化处理，同时建立相关供应链系统平台对关键供应链环节进行实时监控，并最终整合成能够应用到特定场景的产品和服务。

图 52：立足标准化、产品化、数字化



数据来源：西南证券整理

图 53：大数据决策、智慧供应链、全渠道经营



数据来源：公司官网，西南证券整理

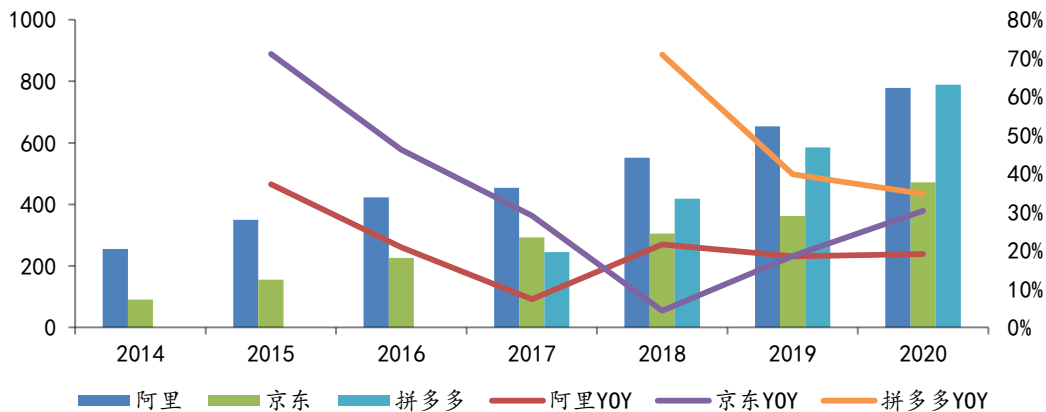
4 京东物流“成长的烦恼”

京东物流存在成为“苦尽甘来”型公司的可能性。当前京东物流所处的竞争环境和其自身发展的需求均呈现出“苦”的特征，从 JDL 对京东集团流量的依赖、对新业务的拓展、激烈的市场竞争以及现金流和资本开支四个方面，京东物流都面临物流行业大玩家的共同痛点。

4.1 京东自身发展影响京东物流的发展

在短期，京东物流将面对京东商流带来的影响，京东自身面临的困境将直接影响到京东物流本身。目前，京东所面临的困境在于经营品类的拓展以及同垂直领域的战略合作。3C 家电是京东的起家品类，而电器、快消和服装家纺是京东的三个核心品类，但是京东目前缺乏支撑未来成长的核心类目，并且未来更多的增量空间将在于快消品以及生鲜，如果京东不及时对品类拓展，这将影响到京东物流的拓展和市场竞争能力。此外，京东同垂直电商的合作情况也将影响到京东流量情况，相对于淘宝同苏宁易购及当当网的合作，京东引入了 Farfetch 和唯品会等垂直电商。

图 54: 京东、阿里、拼多多活跃用户增速对比 (单位: 百万)



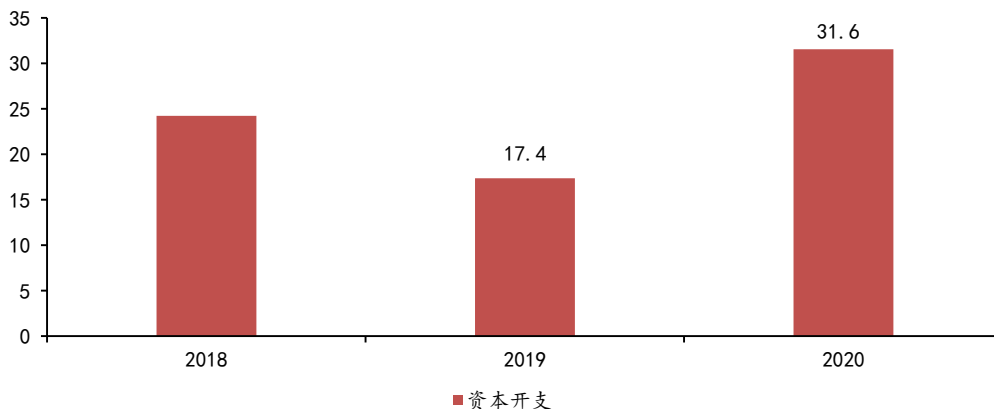
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.2 新业务高速扩展过程中的管理风险

新业务高速扩展过程中的管理风险主要存在于近期与未来产能投入分配、新业务和旧业务发展的平衡以及需求端和供给端匹配三方面。近期与未来产能开支分配是指公司在进行业务拓展的时候, 应当寻找成本最优的资本开支投放时机。新业务和旧业务发展的平衡也将是对公司管理发起的最大挑战, 在新业务拓展期间, 会影响旧业务的利益, 如何平衡新旧业务利益将对公司管理情况发起挑战。需求端和供给端匹配方面, 主要是公司应当找到最合适的资本开支的投放节奏, 以适应快递业务的发展。

能否选择性价比最高的时机进行资本开支将挑战公司的综合管理能力。公司在进行新业务拓展时, 必将扩大资本开支进行厂房及设备的购置, 若近期购置资产的成本低于未来购置资产的成本, 提前购置将有助于企业节省成本和未来资本开支走平; 如果未来购置成本较低, 那么在未来进行资本开支将体现公司的后发优势。因此在择时进行资本开支上, 将考验公司的管理能力。京东物流在以仓配和快递网络为核心, 不断进行资本拓展的过程中, 资本开支不断增大, 可以看到 2020 年资本开支接近 2019 年资本开支金额的两倍, 在能否选择性价比最高的时机进行资本开支将挑战公司的综合管理能力。

图 55: 京东物流资本开支情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

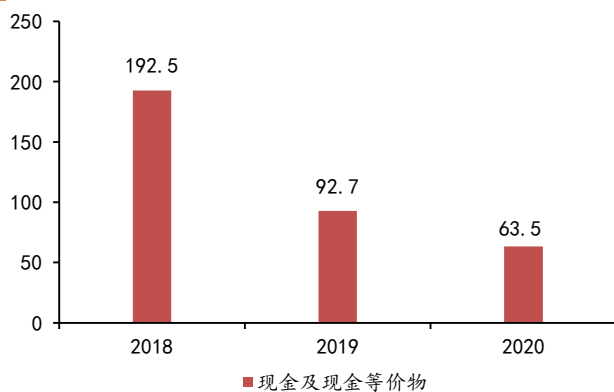
 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

新旧业务整合将挑战公司的管理能力。京东物流在进行业务拓展时,主要从重量、温度、地域及模式四个方面进行拓展,拓展中,不仅会利用原有快递和仓配网络资源,还有可能会从原有盈利高的业务处分流经营资源,这都将影响原有旧业务的利益;此外,在整合新旧业务中,会存在新旧业务属性不同强行整合存在困难的问题,因此在这一部分也将考验到公司的管理能力。

合适的资本投放节奏考验公司的管理能力。在进行新业务拓展中,实现前端和后端匹配,也即是实现需求端和供给端匹配非常重要。快递行业中整体存在产能过剩的情况,但如果从单个公司的角度看,如果公司没有在适当的时期扩展产能,将直接影响到公司的市占率,公司的市场份额会容易被其他快递公司蚕食。

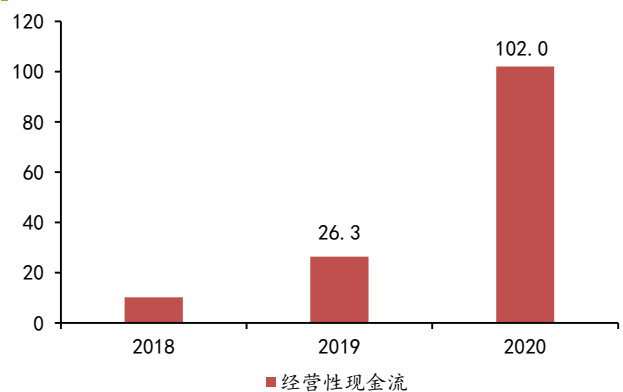
京东物流的日常经营和业务拓展都需要大量的资本开支,这将直接挑战京东物流的账面资金和现金流。2020 年京东物流经营性现金流达到 102 亿元,接近 2019 年的 4 倍,而 2020 年净亏损 40.7 亿,2020 年可转换可赎回优先股的公允价值变动对现金流和净亏损的影响大,在公司对这类优先股的公允价值进行测算时,其关键性假设中的贴现率和 DLOM 降低是公允价值降低的主要原因。

图 56: 京东物流现金及现金等价物账面价值 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 57: 京东物流经营性现金流情况 (单位: 亿元)

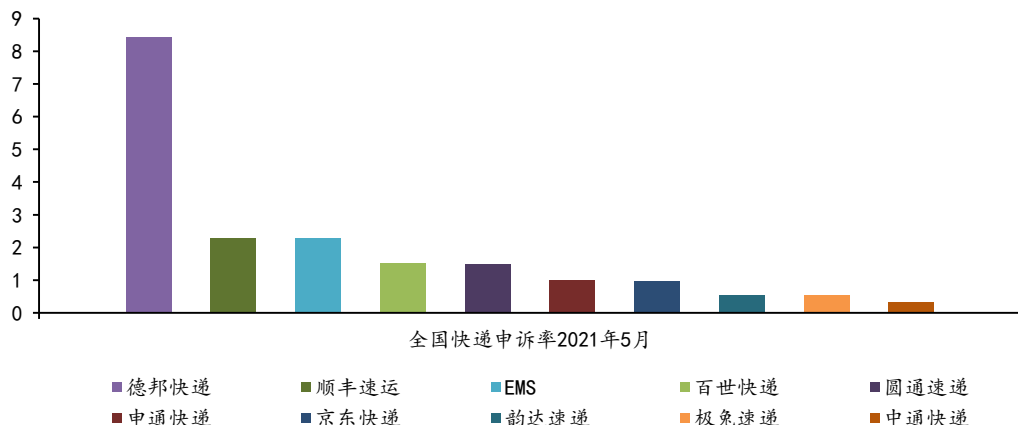


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.3 市场竞争风险

极兔对快递业的搅动是 2020 年以来行业最大基本面变化。极兔速递于 2015 年在东南亚成立, 2020 年进军中国市场, 截至 2021 年 1 月, 公司在全球拥有超过 240 个大型转运中心、600 组智能分拣设备、8000 辆自有车辆, 同时还运营超过 23000 个网点, 员工数量近 35 万人。极兔 2020 年双十一实现日均单量 2000 万件, 在高快递日均件量的情况下, 极兔仍然保持着较好的快递服务质量。截至 2021 年 5 月, 极兔速递快递业务申诉率为 0.53 (申诉件数/百万件), 属于行业内较低水平; 同时, 快递行业集中度 CR8 自 2020 年 2 月起下降, 直至 2021 年 3 月回升, 可以判断系是极兔速递依靠挤压其他同行市场份额成功站上快递业务前八强。

图 58：全国快递申诉率 2021 年 5 月（申诉件数/百万件快件业务量）



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

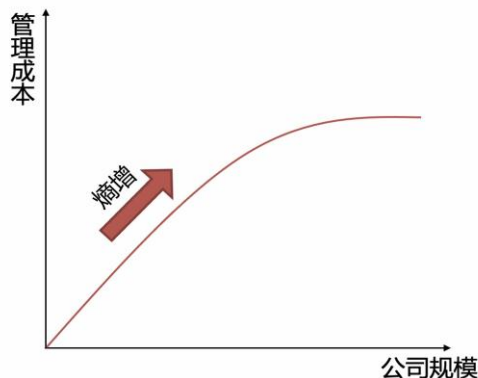
极兔面临的管理风险相对于传统“通达系”、京东物流和顺丰较低。以京东物流为代表的快递公司在业务经营和拓展的过程中，将面临资本开支时机、新旧业务平衡及需求供给匹配的管理问题；而极兔在当前发展阶段面临的管理问题可以化简为产能投入是否充分，因此管理风险大大降低。

4.4 长坡薄雪，苦尽甘来

“甘”从优秀的管理中来。物流行业虽然行业空间大但却具备资本开支高和利润率低的特征，京东物流并不是“坐地收钱”的企业，我们更偏向于将之总结成“长坡薄雪”的赛道。但是我们仍应当给予这样勇于披荆斩棘、待到“苦尽甘来”的公司正面估值。从公司拓展的角度来讲，京东物流面临的“熵增”问题可以总结为：如何抵御恶化的竞争环境？如何平衡新旧业务发展？如何把握产能投放节奏？解决这些问题的关键是看创始人团队的管理能力和企业家精神。

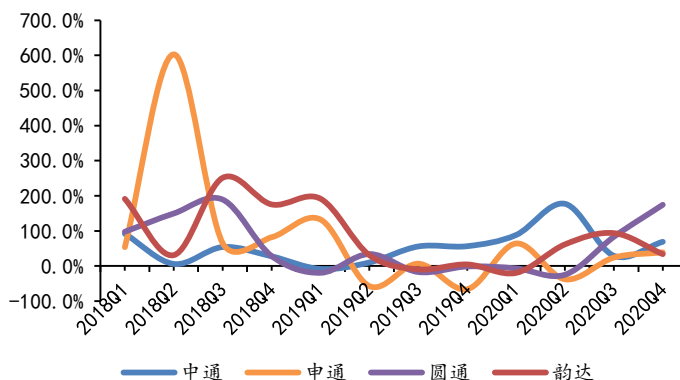
例如中通创始人赖梅松开创的“同建共享”文化，很可能就是中通所拥有最平衡的加盟网络的文化基因。而极兔快递高举高打、闪击战的形式在三个季度内里就抢占接近 10% 的市场份额，亦很难为同行所模仿。当下的快递物流行业格局仍不稳定，即使有规模、有品牌的顺丰亦在新旧业务整合和平衡方面遭遇挫折，“前途光明而道路曲折”可能是具备规模效应的大物流行业的深沉的底色。

图 59: 公司规模扩大, 趋向熵增, 管理成本扩大



数据来源: 西南证券整理

图 60: 资本开支同比增长率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 如何看待京东物流的估值

传统物流企业估值的关键性因素包括公司业务规模、盈利能力和未来成长性。传统物流受到商流、信息流、资金流的共同影响，在针对公司划分赛道时，我们可以参考主营业务对物流行业公司进行划分：快递、快运、大票零担、整车及货运代理公司。由于公司组织形式及成本特征，快递赛道更容易诞生高规模、高市值企业。

图 61: 中国主要物流细分市场构成



数据来源: 西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

表 3：物流行业及细分赛道主要公司市值情况

项目	代码	名称	市值	PE (TTM)	PS (TTM)
行业整体	851781.SWI	物流行业	7941.4	19.7	0.4
快递赛道	002352.SZ	顺丰	3034.3	55.9	1.9
	02057.HK	中通	1631.8	37.4	6.0
	002120.SZ	韵达	379.2	29.3	1.1
	600233.SH	圆通	307.5	16.5	0.8
快运赛道	603056.SH	德邦	105.2	16.9	0.4
	002010.SZ	传化智联	262.2	14.8	1.0
大票零担	00598.HK	中国外运	194.3	6.0	0.2
货运代理	603128.SH	华贸物流	178.3	27.0	1.1

数据来源：Choice，行业数据选自申万三级，西南证券整理

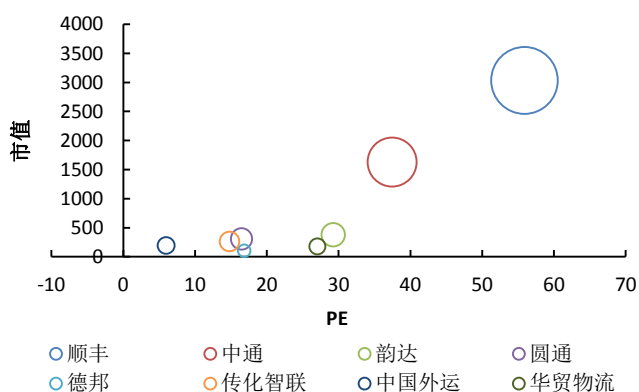
在快递赛道中，需求端整体处于中高速增长阶段，剔除疫情影响，社零增速维持在 7% 左右，线下购物呈现线上化趋势，电商渗透率不断提升，带动快递需求呈现中高速增长；快递行业供给端竞争激烈，受淘系、拼系等商流影响的电商件快递尤甚，前有新进入者极兔速递，后有“通达系”不断深化价格战以及顺丰进行特惠件快递下沉；京东物流商业模式与传统快递公司相似但不尽相同，主要区别在于京东物流拥有京东商流给予的稳定流量。顺丰和中通分别在时效件快递和电商件快递赛道中处于龙头地位，目前在国内物流公司中享有相对高的市值及高估值（顺丰 56 倍 PE (ttm)，中通 37 倍 PE (ttm)）。

在快运和零担赛道中，整体市场呈现出市场空间大，规模效应弱于快递的特征，德邦市值 105 亿元（17 倍 PE (ttm)）。

在货运代理赛道中，需求端受跨境物流需求以及政策驱动影响，催生物流增量，空运代理尤甚。在该赛道的代表系国家队中国外运，当下市值 194 亿元（6.0 倍 PE (ttm)）。

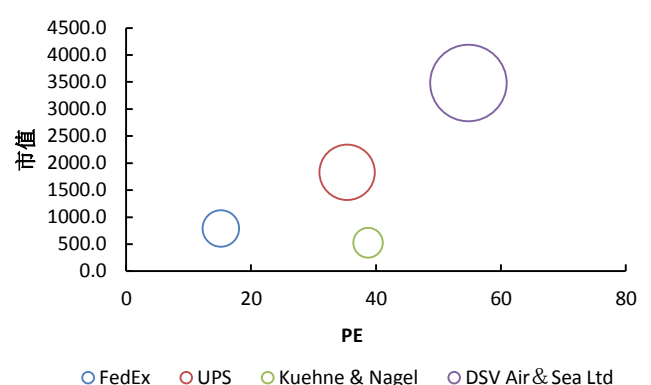
国外也呈现出同样的趋势，快递赛道诞生出更高市值的公司，主营快递业务的 FedEx 和 UPS 的市值高于主营货运代理业务的德讯和 DSV。

图 62：国内物流公司市值及 PE 情况



数据来源：Wind，Choice，西南证券整理

图 63：国外物流公司市值及 PE 情况



数据来源：Yahoo finance，Choice，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

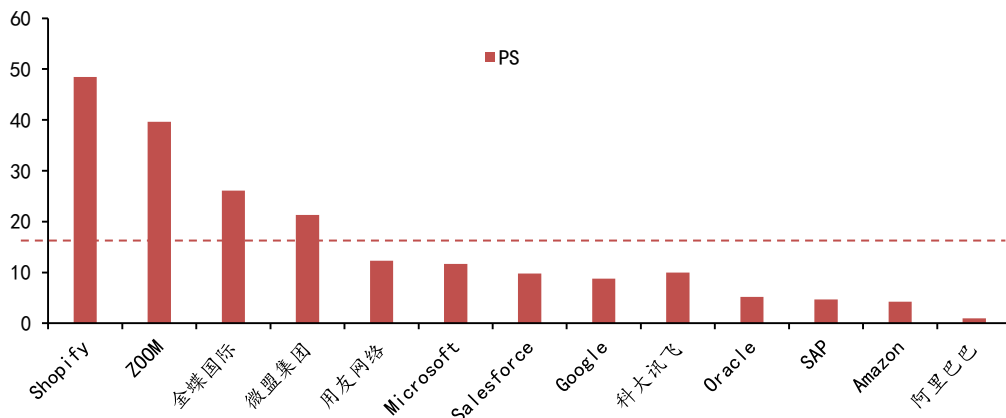
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

京东物流长期发展愿景或将是具备 SaaS 云服务属性的第三方物流科技公司。我们认为 JDL 长期价值将聚焦于标准化物流流程，为中小商家提供标准化物流服务，最终愿景为物流科技服务提供商，在京东物流攻克各个阶段的主要矛盾后将有机会实现这一愿景。

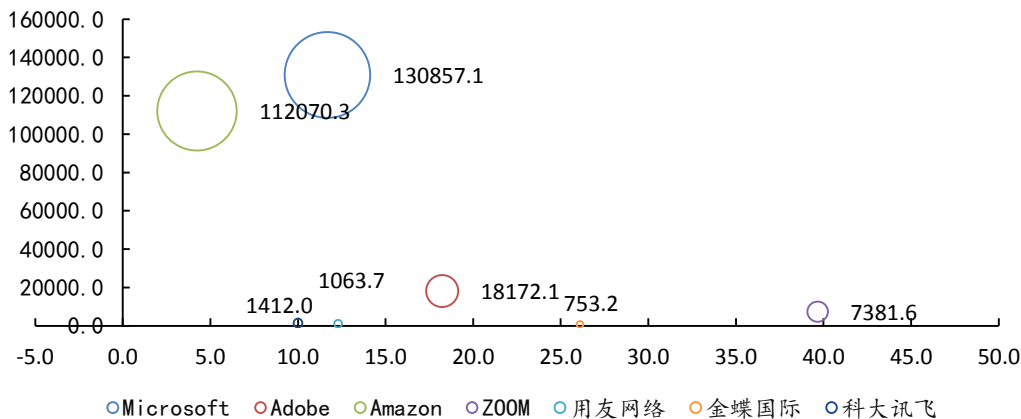
提供纯 SaaS 服务的公司，因为所在行业大空间、业务高增长，虽然当前低盈利甚至亏损但是市场仍给予之最乐观的 PS 估值，非纯 SaaS 公司的估值更多依据业务占比情况选择不同的估值方式。我们选择 PS 估值的公司的估值情况作为京东物流估值上限的参考指标，因此，选择具有代表性的公司 Microsoft、Adobe、Zoom、SAP、Oracle、Shopify、Amazon、salesforce、微盟集团、金蝶国际、用友网络、科大讯飞作为参考，其 PS 的均值为 16 倍。

图 64：国内外可比公司 PS（均值为 16）



数据来源：Choice, Yahoo finance, 西南证券整理

图 65：国内外 SaaS 云服务公司市值（亿元）



数据来源：Wind, Choice, 西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

5.2 盈利预测

关键假设:

假设 1: 2021-2023 年来自一体化供应链客户的收入增速分别为: 33%、32%、23%; 来自其他客户的收入分别为: 110%、78%、40%; 整体营业收入增速分别为: 51.6%、47.4%、29.9%。

假设 2: 2021-2023 年员工福利成本增速分别为: 45%、43%、25%; 外包成本增速分别为: 54%、51%、32%; 租金成本增速分别为: 52%、50%、32%; 折旧及摊销所涉成本增速分别为: 30%、28%、15%; 其他成本增速分别为: 45%、45%、38%。

假设 3: 2021-2023 销售费用率分别为: 5.0%、4.0%、3.8%; 管理费用率分别为: 5.0%、4.8%、4.4%; 所得税率均为 20%。

表 4: 分业务收入、成本及毛利率 (单位: 亿元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	733.7	1112.6	1640.1	2130.2
YOY	47.2%	51.6%	47.4%	29.9%
来自一体化供应链客户	556.2	739.7	976.5	1201.0
YOY	32.9%	33.0%	32.0%	23.0%
来自其他客户	177.6	372.9	663.7	929.2
YOY	121.7%	110.0%	78.0%	40.0%
营业成本	670.8	998.6	1466.4	1902.6
YOY		26.2%	44.5%	48.9%
员工福利	260.6	377.9	540.4	675.5
YOY		45.0%	43.0%	25.0%
外包成本	260.9	401.7	606.6	800.8
YOY		54.0%	51.0%	32.0%
租金成本	65.9	100.2	150.2	198.3
YOY		52.0%	50.0%	32.0%
折旧及摊销	14.2	18.5	23.6	27.2
YOY		30.0%	28.0%	15.0%
其他成本	69.2	100.4	145.6	200.9
YOY		45.0%	45.0%	38.0%
毛利	62.9	114.0	173.7	227.6
毛利率	8.6%	10.2%	10.6%	10.7%
YOY	83.0%	81.0%	52.0%	31.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1112.6、1640.1 和 2130.2 亿元, 整体毛利分别为 114、174、228 亿元, 毛利率分别为 10.2%、10.6%及 10.7%, 归母净利润分别为-19.3、-3.6 和 3.8 亿元人民币。

5.3 相对估值

我们采用 PS 相对估值法进行估值。根据盈利预测得出 2021-2023 年营业收入分别为 1112.6、1640.1 和 2130.2 亿元，对应当前 PS 分别为 1.9、1.3、1.0 倍。

参考业务构成与体量最可比的顺丰控股，结合我们对行业前景的判断，我们给予京东物流 2023 年 1.45 倍目标 PS。基于 2023 年预估京东物流 2130 亿元人民币的营业收入，得到公司 2023 年合理市值 3706 亿港元；以目标投资回报率 10% 为折现率，得到 2021 年末目标市值 3063 亿港元，对应目标股价 50.28 港元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：快递板块同类公司估值比较

代码	名称	当前股价	营业收入				PS				当前 市值
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
2618.HK	京东物流	42.1	733.7	1112.6	1640.1	2130.2	2.9	1.9	1.3	1.0	2564.6
002352.SZ	顺丰控股	66.6	1539.9	1910.3	2385.2	2907.7	2.0	1.6	1.3	1.0	3034.3
FDX	FedEx	299.12	692.17	827.3	910.2	955.4	1.1	1.0	0.9	0.8	793.7
UPS	UPS	210.22	846.28	938.1	968.8	-	2.2	2.0	1.9	-	1830.0

数据来源：Choice，Yahoo Finance，西南证券整理。A 股及港股股价为 2021 年 7 月 2 日收盘价，美股为 2021 年 7 月 1 日收盘价；京东物流股价与市值均为港币计价，FedEx 和 UPS 所有项目单位为美元，其他为人民币计价

6 风险提示

1) 包裹件量大幅放缓。受宏观经济景气程度、居民线上消费习惯影响，公司包裹件量大幅放缓，对公司整体盈利能力造成巨大影响。

2) 人工成本上升风险。公司处于劳动密集型产业中，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，会导致当期毛利率下滑。

3) 新业务培育风险。公司培育新业务，扩大客户群将涉及更多的财务及管理资源，可能会无法达到预期效果。同时存在现有网络及设施无法充分适应新业务或客户的可能性。

4) 电商竞争激化风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	73374.7	111259.7	164014.2	213020.1	税后经营利润	552.6	43.1	1288.3	1960.2
销售成本	67081.1	99863.8	146644.4	190259.9	折旧与摊销	5196.4	10007.8	18091.1	26821.1
其他费用	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	190.4	216.0	1326.3	2842.2
销售费用	1815.8	5563.0	6560.6	8094.8	其他经营资金	4261.7	-5296.7	-400.3	-359.1
管理费用	3733.2	5563.0	7872.7	9372.9	经营性现金净流量	10201.1	4970.3	20305.4	31264.5
财务费用	190.4	216.0	1326.3	2842.2	投资性现金净流量	-8770.5	-41961.1	-51649.9	-55577.5
营业利润	554.3	53.9	1610.3	2450.3	筹资性现金净流量	-3732.9	41713.2	36619.9	29213.7
其他非经营损益	-4603.6	-1971.9	-1971.9	-1971.9	现金流量净额	-2302.3	4722.4	5275.4	4900.6
税前利润	-4049.3	-1918.0	-361.6	478.4					
所得税	-12.0	-0.0	-0.0	95.7					
税后利润	-4037.3	-1918.0	-361.6	382.7					
归属于非控制股东利润	96.7	14.3	2.7	-2.9					
归属于母公司股东利润	-4134.0	-1932.3	-364.3	385.5					
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6403.6	11126.0	16401.4	21302.0	成长能力				
应收账款	5371.3	9144.6	13480.6	17508.5	营收额增长率	47.2%	51.6%	47.4%	29.9%
预付款项、按金及其他应收款项	12376.8	27433.9	40441.9	52525.5	EBIT 增长率	-82.4%	55.9%	156.7%	244.2%
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA 增长率	-26.4%	521.0%	129.4%	58.2%
存货	393.1	584.1	857.8	1112.9	税后利润增长率	-80.4%	52.5%	81.1%	205.8%
其他流动资产	4595.0	2851.5	3754.2	4592.8	盈利能力				
流动资产总计	29139.9	51140.2	74935.9	97041.7	毛利率	8.6%	10.2%	10.6%	10.7%
长期股权投资	231.8	231.8	231.8	231.8	净利率	-5.5%	-1.7%	-0.2%	0.2%
固定资产	6652.4	22476.9	39384.7	54062.5	ROE	80.4%	-8.8%	-1.7%	1.8%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-7.6%	-1.8%	-0.2%	0.2%
无形资产	14993.4	29161.2	44162.3	56663.4	ROIC	-11.9%	-5.9%	7.4%	6.3%
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	估值倍数				
其他非流动资产	3705.6	3705.6	3705.6	3705.6	P/E	-61.92	-132.47	-702.64	663.92
非流动资产合计	25583.2	55575.4	87484.3	114663.2	P/S	3.49	2.30	1.56	1.20
资产总计	54723.1	106715.7	162420.3	211705.0	P/B	-49.78	11.67	11.87	11.66
短期借款	0.0	413.2	27373.4	50665.2	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5811.6	8122.3	11927.1	15474.5	EV/EBIT	-59.15	-158.77	319.45	102.46
其他流动负债	20527.4	30198.1	44513.2	57811.9	EV/EBITDA	170.68	32.53	16.17	11.29
流动负债合计	26339.1	38733.5	83813.7	123951.6	EV/NOPLAT	301.92	1191.63	115.36	73.51
长期借款	0.0	12514.0	23499.9	32264.0					
其他非流动负债	31277.7	31277.7	31277.7	31277.7					
非流动负债合计	31277.7	43791.7	54777.6	63541.7					
负债合计	57616.7	82525.1	138591.4	187493.4					
股本	5482.4	6183.0	6183.0	6183.0					
储备	-5142.3	23159.3	23159.3	23159.3					
留存收益	-5481.8	-7414.1	-7778.4	-7392.9					
归属于母公司股东权益	-5141.7	21928.2	21563.9	21949.4					
归属于非控制股东权益	2248.0	2262.3	2265.0	2262.2					
权益合计	-2893.6	24190.5	23828.9	24211.6					
负债和权益合计	54723.1	106715.7	162420.3	211705.0					

数据来源：同花顺 iFinD, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

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

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

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
上海	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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>