

商业贸易

深度 | 京东 自营为主平台为辅的电商龙头，社会化

物流服务开启第二成长曲线

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

吴慧迪

联系人

wuhuidi@tfzq.com

京东是基于自营为主平台为辅的电商业务，发展开放物流平台综合互联网公司。①当下，京东电商业务以自营业务为主，以平台业务为辅。在自营业务模式下，京东以批发价购入商品，以零售价卖出商品，赚取差价，承担存货风险，同时提供售后服务。自营业务下，公司收入主要来自于电子家电产品，并不断提高其他品类商品占比。平台业务下，公司收入主要来自平台广告服务。②京东以重资产方式自建物流业务，完成中国大陆地区所有行政区县全覆盖，京东物流以品牌化运营方式全面对外开放。2019 年底，京东物流在 89 个城市运营 700 多个仓库，总建筑面积约 16.9 百万平方米，配送人员 132200 多名，仓储员工 43700 多名。物流基础设施由自主研发的智能物流和自动化技术支持，还强化了无人配送车的功能和操作。

公司物流初期服务自营，后期全面向社会开放。京东为保证自营商品时效性和安全性建立物流，现已全面对外开放。为实现较高的物流时效和京东上较高单价商品的安全，京东在 07 年开始逐步建立自己的物流体系。期初京东物流只为京东自营商品提供物流支持服务，但随着京东物流第三方卖家份额占比持续提高，京东物流逐渐开始为其第三方平台上的商家提高物流服务，并在 16 年开始对外承接社会化订单。

京东物流运营模式为仓到端物流模式，商品离顾客更近，保证时效性。①京东物流仓到端的物流模式强调将货尽量放到离消费者近的地方，采取“区域仓+前置仓+末端配送”的仓储配送模式，提高物流时效与用户体验。京东仓配模式省却了商家发货到分拣中心的流程，减少了大量物流运输时间保证时效性。②运输速度相比菜鸟依然有一定优势，但菜鸟发展迅速。此前京东与淘宝天猫在物流方面的差异主要在京东为自建仓储物流，淘宝天猫外包物流服务给四通一达等专业第三方快递公司。京东仓配一体化模式的优势包括：节省仓储成本和运输成本，提高存货周转效率，改善客户体验。菜鸟利用实体仓储网络与庞大的虚拟数据库，标准化物流服务/物流仓储设施，提升商家/物流公司对用户特定需求的服务能力，阿里系电商件逐步实现仓配一体化，提升了物流服务体验。③渠道下沉和品类扩张使得京东物流履单成本方面并未体现出规模效应，并且在短中期难以看到履单费用明显下降，从长期来看，京东履约费用率有下降空间。

京东未来的增长来源于哪些方面？①人：下沉低线市场，获取新用户。京东针对下沉市场打造京喜。京东家电专卖店、京东电脑数码专卖店等展开在下沉新兴市场的布局。2020 年京东物流会在把更多的仓库向低线市场去下沉，让更多的商品接触到到低线市场的客户，也让客户体验到更好的集中物流服务。②货：积极推进品类扩张。自营业务新品类的扩张是京东的重要增长来源，将有效提升京东自营毛利率，但自营业务主要的品类 3C 家电未来线上增速预期收敛。第三方平台业务增长的关键是品类的扩张，但过程中面临阿里挑战。③场：布局线下，促进供应链开放。收购五星电器，布局线下。与快手合作，输出供应链能力、商品的质量、服务体验，为快手电商业务带来一定改变。

风险提示：疫情后消费复苏不及预期，宏观经济下行，网上零售额增速不达预期

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



内容目录

1. 电商立足电子家电拓展全品类商品，物流金融协同成长	4
2. 物流时效性为公司核心优势	5
2.1. 京东物流复盘：从服务自营到全面向社会开放	5
2.2. 京东物流运营模式：仓到端物流模式，商品离顾客更近，保证时效性	6
2.3. 运输速度：相比菜鸟依然有一定优势，但菜鸟发展迅速	7
2.4. 物流成本：渠道下沉和品类扩张使得京东物流履单成本方面并未体现出规模效应，并且在短中期难以看到履单费用明显下降。	8
3. 京东未来的增长来源于哪些方面？	8
3.1. 人：下沉低线市场，获取新用户	9
3.2. 货：积极推进品类扩张	9
3.2.1. 自营业务新品类的扩张是京东的重要增长来源，将有效提升京东自营毛利率，但自营业务主要的品类 3C 家电未来线上增速预期收敛	9
3.2.2. 第三方平台业务增长的关键是品类的扩张，但过程中面临阿里挑战	9
3.3. 场：布局线下，促进供应链开放	9
3.3.1. 3C 家电未来线上增速预期收敛，京东开始布局线下	9
3.3.2. 持续促进供应链开放	10
4. 财务分析：20Q2 家电销售回暖，下沉效果明显活跃用户持续增长	10
4.1. 营业收入&Non-GAAP 归母净利	10
4.2. 毛利率	11
4.3. 费用端	12
4.4. 利润端：运营利润快速增长	12
4.5. 现金流	13
4.6. 周转情况：物流效率提升，存货周转加快	14
4.7. 运营数据：下沉市场表现优秀，用户数持续增长	14

图表目录

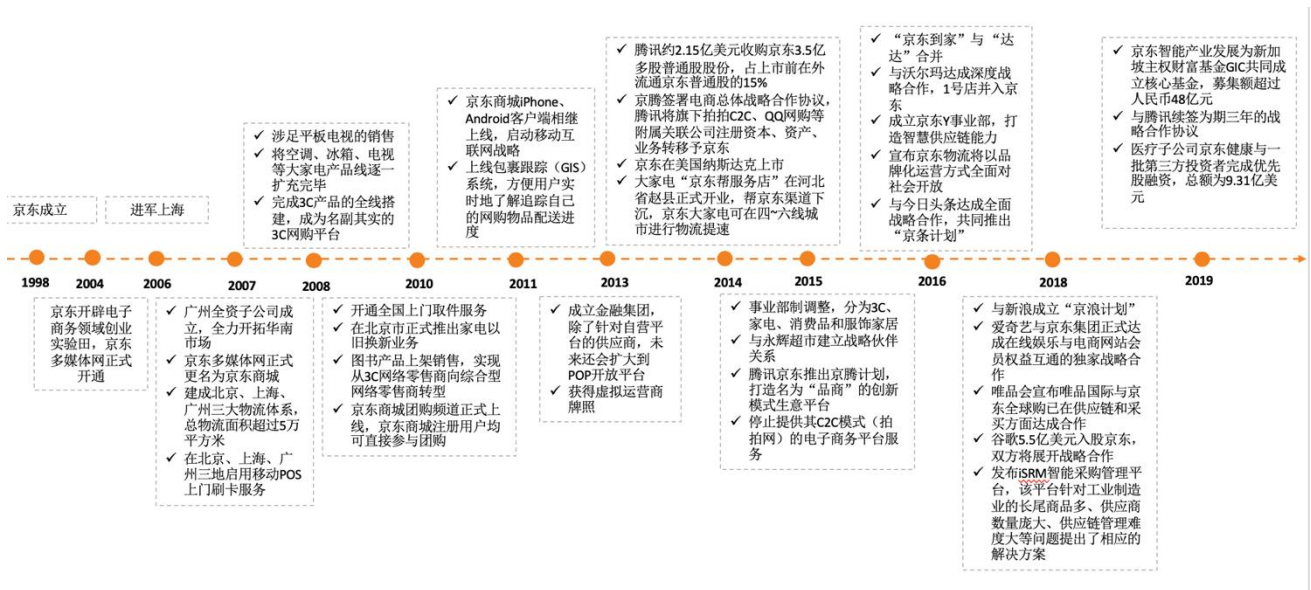
图 1：京东发展历史	4
图 2：京东盈利模式	4
图 3：京东股权结构（截至 2020Q1，持股占比超 5%）	5
图 4：京东物流历史沿革	6
图 5：京东物流采取“区域仓+前置仓+末端配送”的仓储配送模式	6
图 6：京东消费者可以选择配送方式及时间段	6
图 7：菜鸟网络发展历程	7
图 8：履约费用率（%）	8
图 9：CY20Q2 实现营业收入为 2010.54 亿元，同比增长 33.79%	10
图 10：CY20Q2 商品收入占比 88.63%，服务收入占比 11.37%	10
图 11：CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元，同比增长 66.09%	11
图 12：CY20Q2 京东毛利率为 14.24%，同比降低 0.48pct	11

图 13: CY20Q2 履单/销售/研发/管理费用率为 5.95%/3.38%/1.79%/0.71%	12
图 14: CY20Q2 实现经营利润 50.44 亿元, 同比增长 122.54%	12
图 15: CY20Q2 经调整经营利润为 55.94 亿元, 同比增长 73.85%	12
图 16: CY20Q2 归母净利 164.47 亿元, 同比增长 2557.75%	13
图 17: CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元, 同比增长 66.09%	13
图 18: 京东现金流情况	13
图 19: CY20Q2 未现金及现金等价物为 715.72 亿元, 限制性现金为 57.43 亿元, 短期投资为 487.30 亿元	13
图 20: CY20Q2 京东存货周转天数/应付账款周转天数/应收账款周转天数	14
图 21 : CY20Q2 年度活跃消费者账户达到 4.17 亿	14
图 22: 京东商城利润率	15
 表 1: 收入按产品拆分	 10

1. 电商立足电子家电拓展全品类商品，物流金融协同成长

京东是基于自营为主平台为辅的电商业务，发展开放物流平台综合互联网公司。京东成立于1998年，2004年正式转向电商领域，2007年布局物流建成北京、上海、广州三大物流体系，2008年完成3C产品的全线搭建，2010年实现从3C网络零售商向综合型网络零售商转型，2011年启用客户端，2013年布局金融成立金融集团。2014年，腾讯收购京东流通股15%，并将拍拍C2C、QQ网购转移给京东；同年，京东赴美上市。2015年，京东与腾讯推出“京腾计划”，关闭C2C平台拍拍网。2016年，“京东到家”与“达达”合并，京东与沃尔玛深度合作合并1号店，开放京东物流，推出“京条计划”。2017年京东金融剥离出表。2018年京东发布“京浪计划”，并与爱奇艺合作。2019年，京东与腾讯续签为期三年的战略合作协议。

图 1：京东发展历史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

京东主要表内业务由电商、物流两部分组成。①当下，京东电商业务以自营业务为主，以平台业务为辅。在自营业务模式下，京东以批发价购入商品，以零售价卖出商品，赚取差价，承担存货风险，同时提供售后服务。自营业务下，公司收入主要来自于电子家电产品，并不断提高其他品类商品占比。平台业务下，公司收入主要来自平台广告服务。

图 2：京东盈利模式

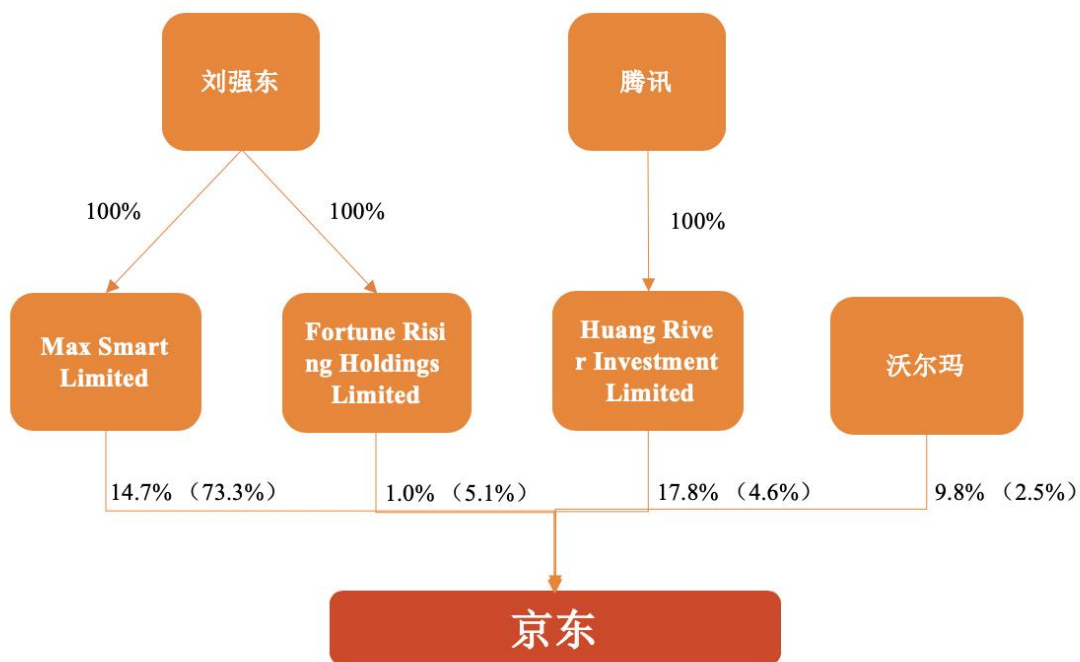


资料来源：公司公告，天风证券研究所

②京东以重资产方式自建物流业务，完成中国大陆地区所有行政区县全覆盖，京东物流以品牌化运营方式全面对外开放。2019 年底，京东物流在 89 个城市运营 700 多个仓库，总建筑面积约 16.9 百万平方米，配送人员 132200 多名，仓储员工 43700 多名。物流基础设施由自主研发的智能物流和自动化技术支持，还强化了无人配送车的功能和操作。

京东投票权非常集中，刘强东拥有对京东绝对的控制权。京东实际控制人为刘强东，合计控股 15.7%，合计持有投票权 78.4%。公司第二大股东为腾讯，控股 17.8%，持有投票权 4.6%，腾讯拥有京东大额股权保障京腾合作。公司第三大股东为沃尔玛，控股 9.8%，持有投票权 2.5%，保障京东与沃尔玛的合作。

图 3：京东股权结构（截至 2020Q1，持股占比超 5%）



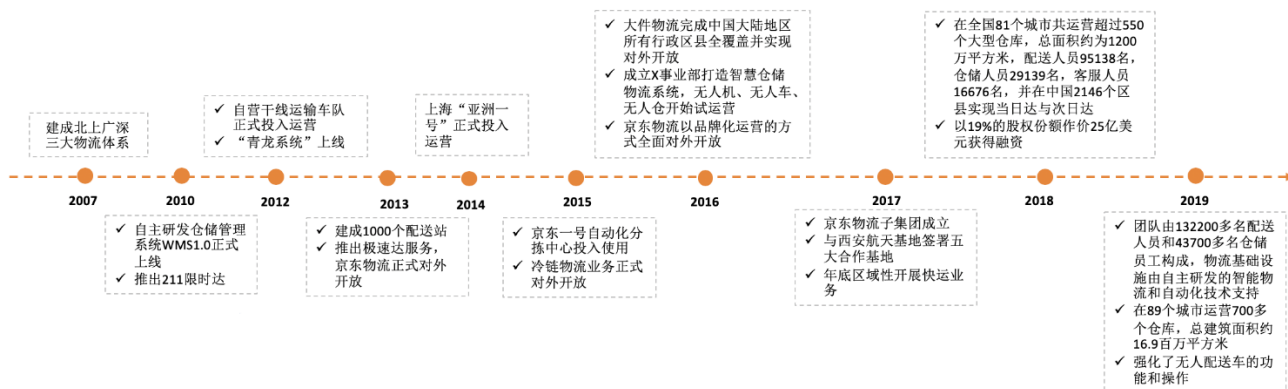
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 物流时效性为公司核心优势

2.1. 京东物流复盘：从服务自营到全面向社会开放

保证自营商品时效性和安全性建立物流，现已全面对外开放。为实现较高的物流时效和京东上较高单价商品的安全，京东在 07 年开始逐步建立自己的物流体系。期初京东物流只为京东自营商品提供物流支持服务，但随着京东物流第三方卖家份额占比持续提高，京东物流逐渐开始为其第三方平台上的商家提高物流服务，并在 16 年开始对外承接社会化订单。2017 年 4 月，京东对外宣布成立物流子公司，京东物流业务正式独立运营。于 2018 年 10 月，京东物流向消费者开放其领先的物流网络，为若干地区的用户提供包裹配送服务。2019 年 4 月，京东物流推出新的冷链服务，利用行业闲置产能提供冷链运输服务。结合此前推出的冷链服务，京东物流已建立一站式厂家至商家至消费者(F2B2C)的冷链配送系统，以满足制造商、第三方商家及消费者的需求。

图 4：京东物流历史沿革



资料来源：京东物流官网，天风证券研究所

2.2. 京东物流运营模式：仓到端物流模式，商品离顾客更近，保证时效性

京东物流仓到端的物流模式强调将货尽量放到离消费者近的地方，提高物流时效与用户体验。京东物流重视仓储的物流枢纽连接作用，通过在全国构建多层次的仓储网络，将自营和第三方商家商品运送到离消费者最近的仓库中，从而提升物流的时效性和用户体验。

京东物流采取“区域仓+前置仓+末端配送”的仓储配送模式。具体操作步骤为：1、京东通过系统分析预判各类商品在各地区的需求情况，然后根据预判结果将商品运往公司在全国搭建的前置仓中；2、用户在京东商城下单，京东向用户所在区域前置仓派单；3、用户商品直接从前置仓运送至最近的京东派件网点，由京东快递员完成最后一公里的派送。

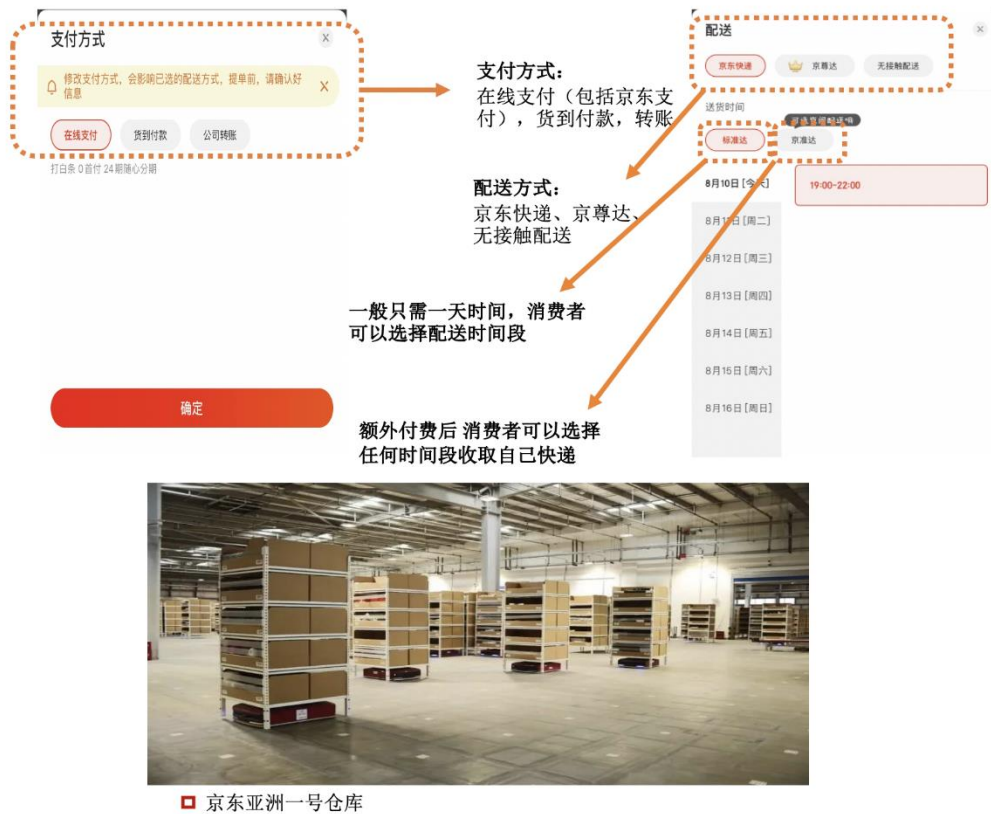
图 5：京东物流采取“区域仓+前置仓+末端配送”的仓储配送模式



资料来源：京东官网，天风证券研究所

京东仓配模式省却了商家发件到分拣中心的流程，减少了大量物流运输时间保证时效性。与传统的端到端物流运输模式相比，京东物流京东仓配模式省却了商家发件到分拣中心的流程，从而可以保证时效性，能够实现京东 211 限时达和精准达。

图 6：京东消费者可以选择配送方式及时间段



资料来源：京东 APP，天风证券研究所

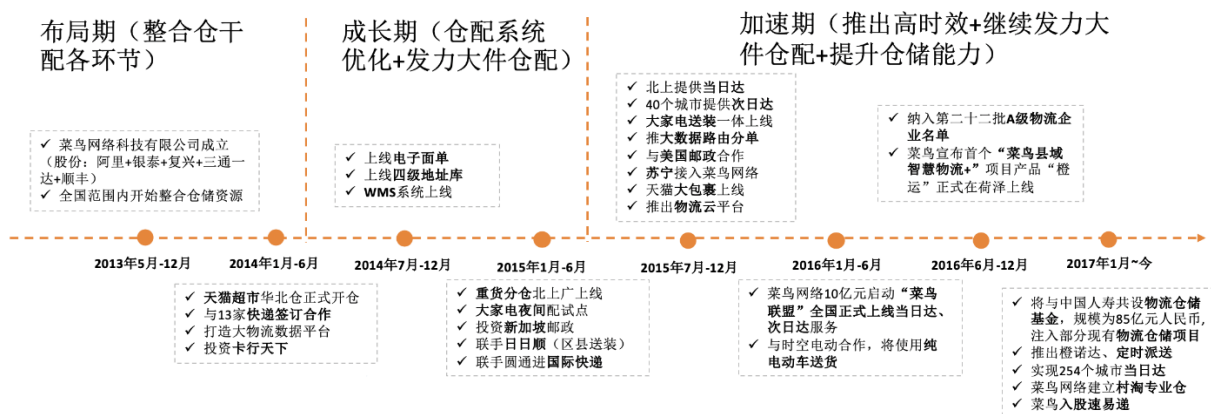
2.3. 运输速度：相比菜鸟依然有一定优势，但菜鸟发展迅速

此前京东与淘宝天猫在物流方面的差异主要在京东为自建仓储物流，淘宝天猫外包物流服务给四通一达等专业第三方快递公司。就业务流程看，二者产品最大的区别是否提供仓储服务。京东主要提供的物流是仓配一体化服务，为自营平台产品和第三方卖家提供仓储配送一体化服务。专业快递公司主要提供物流服务是配送服务，而客户则自行另选仓储服务。

京东仓配一体化模式的优势：节省仓储成本和运输成本，提高存货周转效率，改善客户体验。首先，通过卖家货物的集中存放，可以实现仓储成本的规模经济；其次，货物出仓后的统一配送成本低于卖家从单个仓库统一发货。

菜鸟利用实体仓储网络与庞大的虚拟数据库，标准化物流服务/物流仓储设施，提升商家/物流公司对用户特定需求的服务能力，阿里系电商件逐步实现仓配一体化，提升了物流服务水平。2013 年阿里巴巴为提升物流体验，成立菜鸟网络，提出希望在 5-8 年的时间，努力打造遍布全国的开放式、社会化物流基础设施，建立一张能支撑日均 300 亿(年度约 10 万亿)网络零售额的智能骨干网络，实现国内 24 小时必达、国际 72 小时必达。菜鸟网络本质是一个平台，菜鸟利用实体仓储网络与庞大的虚拟数据库，标准化物流服务/物流设施，提升商家/物流公司对用户特定需求的服务能力，提供包括当日达、次日达、定时达等物流服务。目前菜鸟已在全国设立了八个大型仓储物流基地，随着主要的仓储物流基地的建立，阿里系电商件也能逐步实现仓配一体化，提高时效性。

图 7：菜鸟网络发展历程



资料来源：菜鸟物流官网，天风证券研究所

2.4. 物流成本：渠道下沉和品类扩张使得京东物流履单成本方面并未体现出规模效应，并且在短中期难以看到履单费用明显下降。

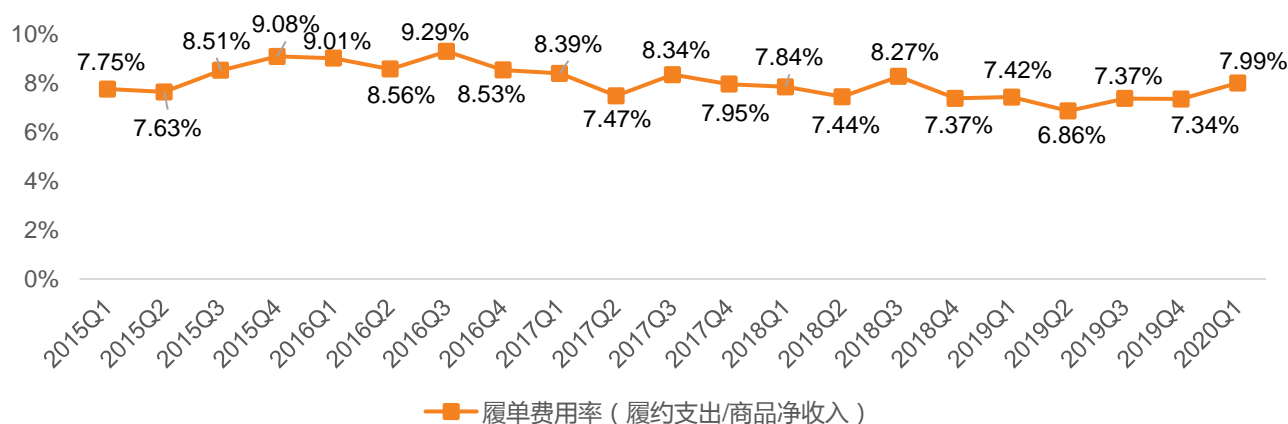
在整个履约流程中，主要有三个环节：信息化、仓储、及配送相关服务，最主要的，也是占履约成本比重最大的两个环节就是仓储和配送。配送成本（包含分拣）一般来说比仓储高，主要原因在于仓储可以大规模的机械自动化提升效率，而配送只能靠人一单一单地送，只能通过订单密度降低配送成本。

渠道下沉和品类扩张使得京东物流履单成本方面并未体现出规模效应，从中短期维度观测，京东履单费用率难以降低。从京东单位订单履单费用上来看，订单履单费用呈现波动状，总体略微向下，但趋势并不明显；从总体履单费用率上，履单费用率总体保持相对平稳。

从中短期来看，京东履约费用率较难下降，主要是由于公司渠道下沉过程中，中低线城市订单密度跟不上，人效仓效拉低平均水平；同时京东仍然在持续的扩张品类，新品类比如较 3C 家电客单价明显要低，体现到履约费用端偏高。从长期来看，京东履约费用率有下降空间。

从长期来看，京东履约费用率有下降空间：随着中低线城市订单密度的上升，规模效应下人效仓效逐渐提升。

图 8：履约费用率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 京东未来的增长来源于哪些方面？

3.1. 人：下沉低线市场，获取新用户

积极布局下沉市场，获取中低线城市新用户。①京东针对下沉市场打造京喜，京东家电专卖店、京东电脑数码专卖店等展开在下沉新兴市场的布局。②京东物流将全国仓储布局，提升效益，降低履约成本。2020 年京东物流会在把更多的仓库向低线市场去下沉，让更多的商品接触到低线市场的客户，也让客户体验到更好的集中物流服务。

打造主要针对下沉市场的“京喜”。①**平台：**在京东主站外另起炉灶打造“京喜”。京东品牌定位以及服务偏中高端，将高中低档产品全部呈现在主站上，一定会影响主流消费者的消费体验，因此，京东决定“另起炉灶”，专门打造了主要针对下沉新兴市场的“京喜”。②**渠道：**京喜布局通过包括手机 QQ 和“微信-发现-购物”两大亿级流量入口在内的六大移动端渠道，已经被越来越多用户接受。

2020Q2 京喜用户增长。2020Q1 受疫情影响，京喜经历了一个低迷时期。二季度京喜用户得到了增长，贡献度有所提升。在经过一段使用后，京喜的一些客户会转向京东。京喜的主站商家活跃度是高于京东的主站商家活跃度。

活跃用户数持续增长，低线城市拓展顺利。CY20Q2 年度活跃消费者账户达到 4.17 亿，本季度增长 3000 万，京东年度活跃消费者账户持续增长。

3.2. 货：积极推进品类扩张

3.2.1. 自营业务新品类的扩张是京东的重要增长来源，将有效提升京东自营毛利率，但自营业务主要的品类 3C 家电未来线上增速预期收敛

京东开启多品类战略后，自营主要的 3C 家电 GMV 占比逐渐下降。京东商城以自营业务起家，品类先后从电子产品、家电扩张至服装鞋帽、图书等等百货类产品。自营业务即“自己进货自己销售，赚取差价”。其毛利率虽低，但核心在于能够以京东的信用为背书，保证正品；是保证客户体验和满意度、提升用户粘性的重要因素。京东 2010 年就开启多品类零售战略，当年就开始拓展服装、图书、奢侈品等百货品类。丰富的品类也是京东引流的重要因素。

品类结构变化助推京东毛利率提升。京东家电 3C 的 GMV 占比从 14 年的 57.2% 逐渐下降至 16 年的 49.8%，相应毛利较高的百货品类占比提高。17 年后由于 618 电商节折扣影响以及二选一对第三方平台收入影响，导致毛利率下降。

3.2.2. 第三方平台业务增长的关键是品类的扩张，但过程中面临阿里挑战

京东提供多种商家入驻方式：2010 年底，京东推出第三方平台业务，主要面向非标准化产品，目前开放平台包含的一级类目有近百种。第三方业务商家有四种入驻方式：FBP、LBP、SOPL、SOP。FBP 模式类似京东自营，商家提前备货到京东，之后京东全托管，即仓储/配送/客服都由京东完成，商家要为京东开具增值税发票。LBP 模式和 SOPL 模式，商家无需提前在京东备货，只是订单产生后将货品发至京东；二者区别是 LBP 模式中商家需要将京东开具增值税发票，而 SOPL 模式不用。SOP 模式则是纯粹第三方模式，京东只提供销售平台和支付，所有服务均由商家完成，且不向京东开具增值税发票。

服装是 POP 平台重点扩张品类，但京东平台面临淘宝天猫平台服装等品类“二选一”阻碍。2017 年电商行业出现“二选一”现象，京东第三方平台尤其是第三方平台中的服装品类严重受伤。

3.3. 场：布局线下，促进供应链开放

3.3.1. 3C 家电未来线上增速预期收敛，京东开始布局线下

线上增速回归常态&线下竞争回归理性，零售线下价值再次凸显。随着零售业不断发展，中国零售业线上线下渠道格局逐步发生变化。线上渠道进入常态增速并向均值回归。随着线上流量红利消退，线上获客成本不断增加，线上逐步回归常态。线下方面，以盒马为代表的新零售业态从之前采取快速扩张战略，现在精细化管理、精细化运作成为当下的核心，线下商业回归理性竞争。随着线上增速回归常态&线下竞争回归理性，线上线下市场开始

趋于稳定。

收购五星电器，布局线下，或再造一个京东。3C 家电品类是京东的起家领域，也一直是京东牢牢占据的阵地。但随着线上增速逐渐收敛，线下超过七成的份额是京东不得不参与的部分。根据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心今年 2 月发布的《2018 年中国家电行业年度报告》表示，2018 年线下渠道整体占比 7 成左右，仍旧是家电市场的主流渠道，其中苏宁占比为 17.5%，位列第一，远超第二名国美，后者占 9% 份额，五星家电排名第三，占比 2%。京东此前线下布局成效不明显，主要在整体占比 3 成的线上市场争抢份额，此番收购后有望线下的实现新客获取和渠道下沉。

3.3.2. 持续促进供应链开放

继续促进供应链的开放。2020 年 5 月 27 日，京东零售集团与快手科技正式签署战略合作协议。双方将在快手小店的供应链能力打造、品牌营销和数据能力共建等方面展开深入合作，共同打造短视频直播电商新生态。京东零售将优势品类商品提供给快手小店，双方共建优质商品池，由快手主播选品销售。快手用户将可以在快手小店直接购买京东自营商品，并能享受京东优质的配送、售后等服务。

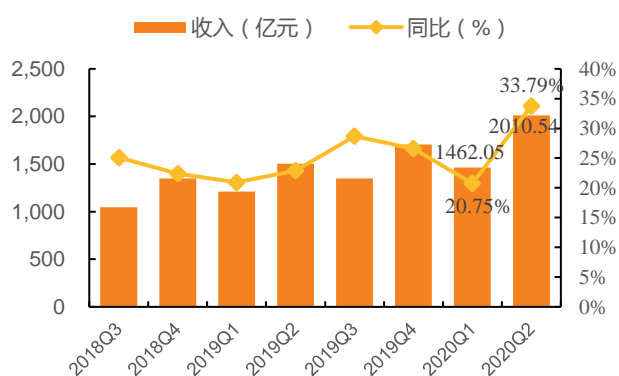
此外，双方将加强品牌营销能力共建。快手进行主播直播及短视频营销推广，京东零售提供联合营销及履约能力，提升双方品牌核心竞争力。双方还将基于京东零售对购物行为数据以及快手对短视频、直播、直播电商行为数据的理解，共同探索精准营销能力共建。

4. 财务分析：20Q2 家电销售回暖，下沉效果明显活跃用户持续增长

4.1. 营业收入&Non-GAAP 归母净利润

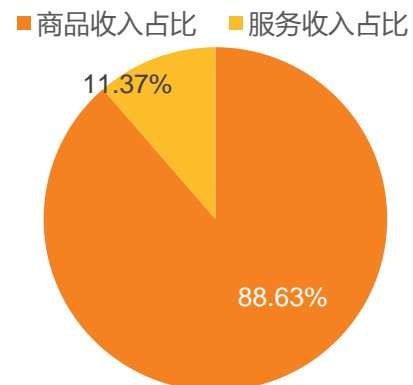
- ① **营业收入：**CY20Q2 实现营业收入为 2010.54 亿元，同比增长 33.79%，增速环比增加 13.04pct。其中商品收入 1781.87 亿元，占比 88.63%，同比增长 33.46%；服务收入 228.67 亿元，占比 11.37%，同比增长 36.40%。

图 9：CY20Q2 实现营业收入为 2010.54 亿元，同比增长 33.79%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：CY20Q2 商品收入占比 88.63%，服务收入占比 11.37%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入按品类拆分：家电品类恢复增长，非电品类占比同比提升，品类结构持续改善；CY20Q2 **电子产品及家用电器商品实现营收 1141.47 亿元，实现同比 27.6% 的增长**，增速环比增加 17.8pct，占比商品收入 64.06%，**同比减少 2.96pct**；**百货实现营收 640.40 亿元，实现同比 45.4% 的增长**，增速环比增加 7.2pct，占比商品收入 35.94%，**同比提升 2.96pct**。

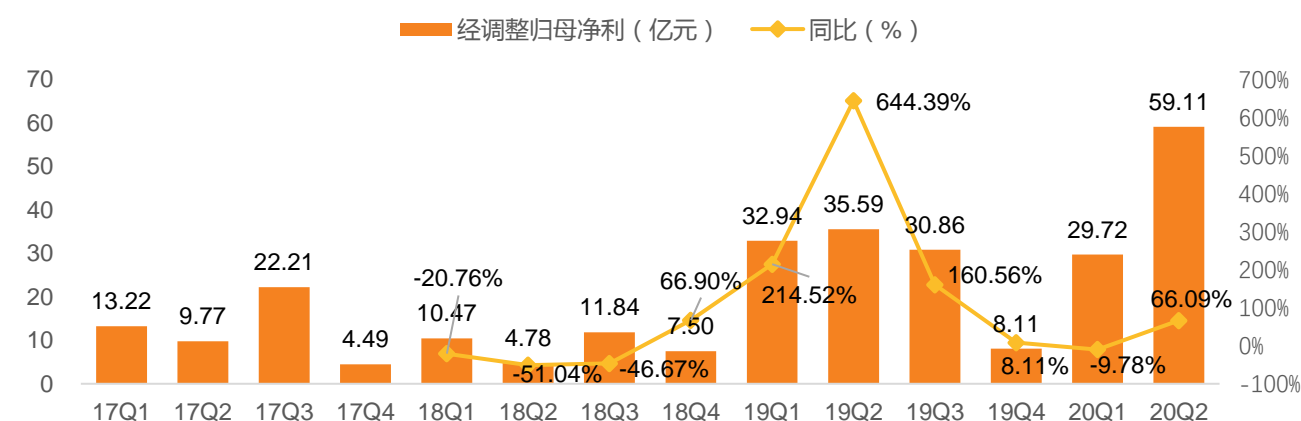
表 1：收入按产品拆分

(亿元)	18Q3	19Q3	19Q3 yoy	18Q4	19Q4	19Q4 yoy	19Q1	20Q1	20Q1 yoy	19Q2	20Q2	20Q2 yoy
电子产品及家用电器商品收入	621.57	757.84	21.9%	785.73	927.31	18.0%	707.02	776.31	9.8%	894.87	1141.4	27.6%
日用百货商品收入	317.33	430.70	35.7%	416.59	569.81	36.8%	379.50	524.62	38.2%	440.30	640.40	45.4%
商品收入	938.90	1188.54	26.6%	1202.32	1497.12	24.5%	1086.5	1300.93	19.7%	1335.16	1781.8	33.5%
平台及广告服务收入	77.52	99.86	28.8%	104.58	134.73	28.8%	81.44	95.27	17.0%	110.78	140.53	26.9%
物流及其他服务收入	31.26	60.02	92.0%	41.43	74.99	81.0%	42.86	65.85	53.6%	56.87	88.14	55.0%
服务收入	108.78	159.88	47.0%	146.01	209.72	43.6%	124.30	161.12	29.6%	167.64	228.67	36.4%
总收入	1047.68	1348.43	28.7%	1348.33	1706.84	26.6%	1210.8	1462.05	20.7%	1502.81	2010.5	33.8%
							1				4	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

② **Non-GAAP 归母净利**：CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元，同比增长 66.09%。

图 11：CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元，同比增长 66.09%

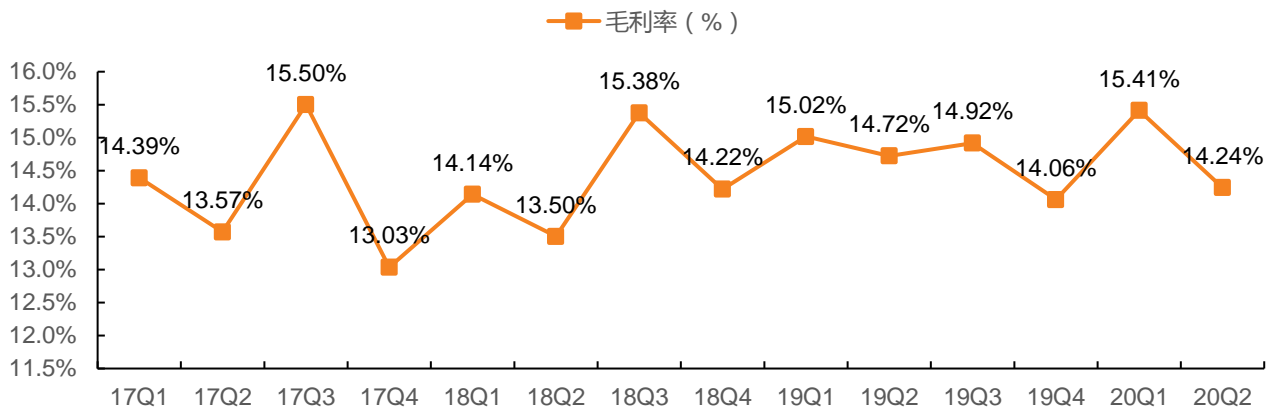


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 毛利率

CY20Q2 京东毛利率为 14.24%，同比降低 0.48pct。

图 12：CY20Q2 京东毛利率为 14.24%，同比降低 0.48pct



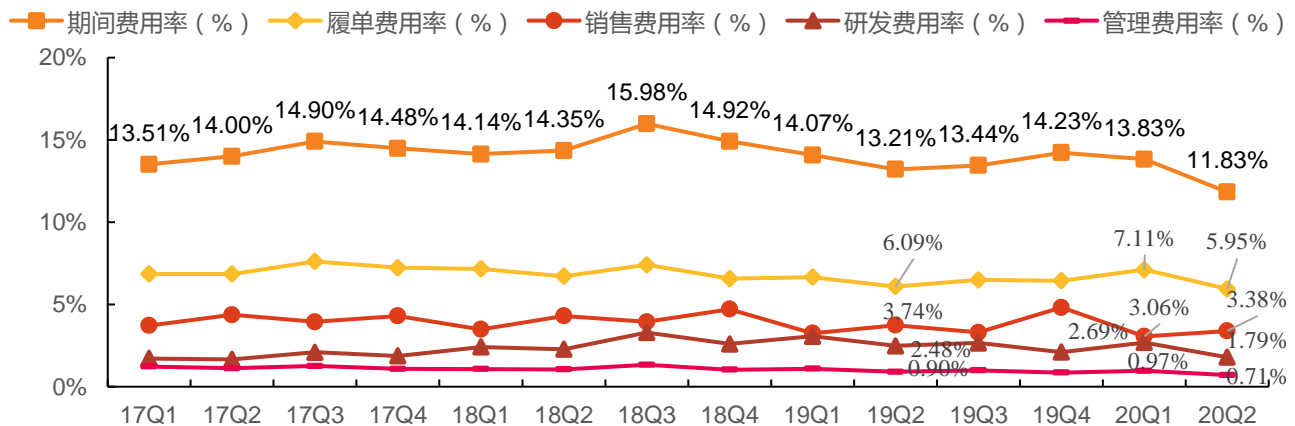
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 费用端

CY20Q2 京东费用端表现：

- ① 履约费用为 119.56 亿元，履约费用率为 5.95%，同比降低 0.15pct；
- ② 销售费用为 68.04 亿元，销售费用率为 3.38%，同比下降 0.36pct；
- ③ 研发费用为 36.04 亿元，研发费用率为 1.79%，同比下降 0.69pct；
- ④ 管理费用为 14.23 亿元，行政管理费用率为 0.71%，同比下降 0.19pct。

图 13：CY20Q2 履约/销售/研发/管理费用率为 5.95%/3.38%/1.79%/0.71%



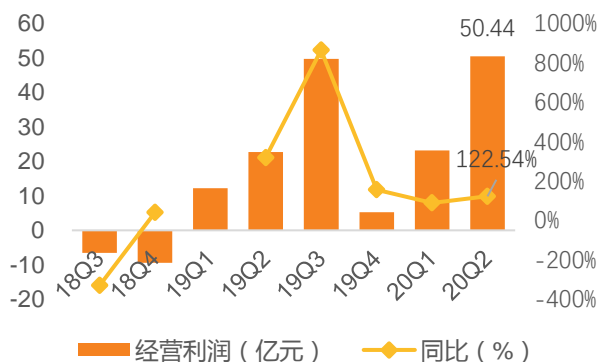
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 利润端：运营利润快速增长

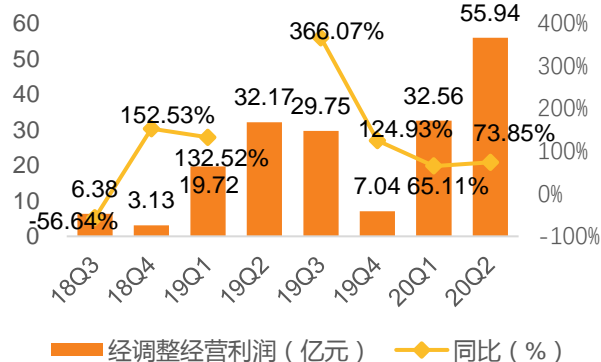
- ① 经营利润&经调整经营利润：CY20Q2 实现运营利润 50.44 亿元，同比增长 122.54%。CY20Q2 经调整经营利润为 55.94 亿元，同比增长 73.85%。

图 14：CY20Q2 实现经营利润 50.44 亿元，同比增长 122.54%

图 15：CY20Q2 经调整经营利润为 55.94 亿元，同比增长 73.85%



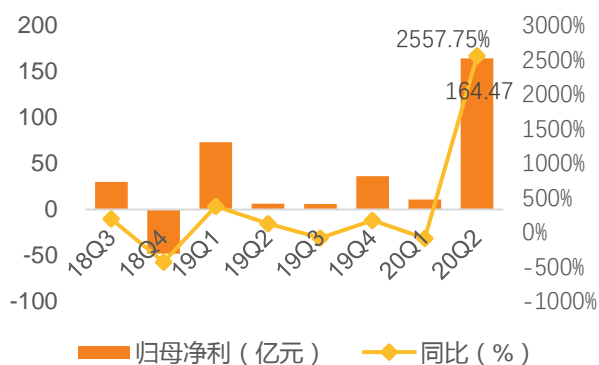
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

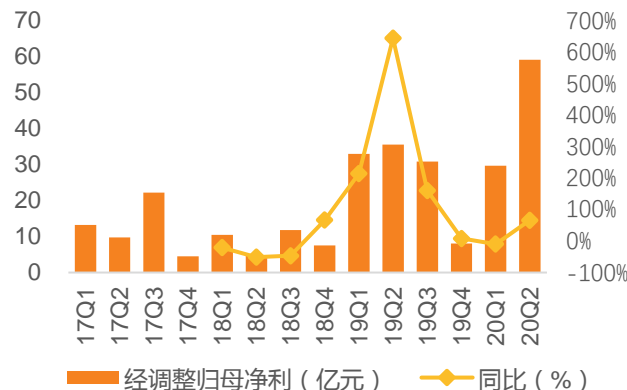
- ② **归母净利&经调整归母净利**: CY20Q2 归母净利 164.47 亿元，同比增长 2557.75%；CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元，同比增长 66.09%。

图 16：CY20Q2 归母净利 164.47 亿元，同比增长 2557.75%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：CY20Q2 实现 Non-GAAP 归母净利 59.11 亿元，同比增长 66.09%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

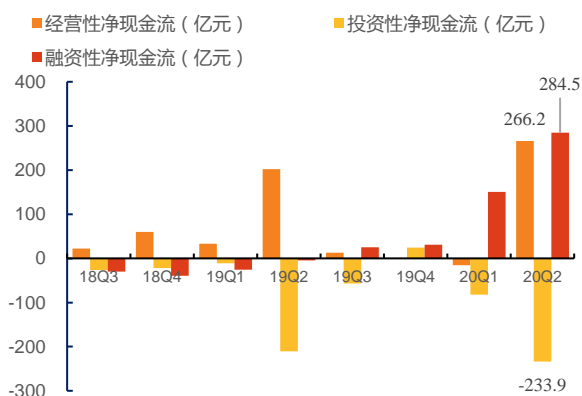
- ③ **经调整 EBITDA**: CY20Q2 经调整 EBITDA 69 亿元，同比增长 55.78%。
- ④ **稀释后 EPS&经调整稀释后 EPS**: CY20Q2 稀释后 EPS 10.47 元；经调整稀释后 EPS 3.51 元。

4.5. 现金流

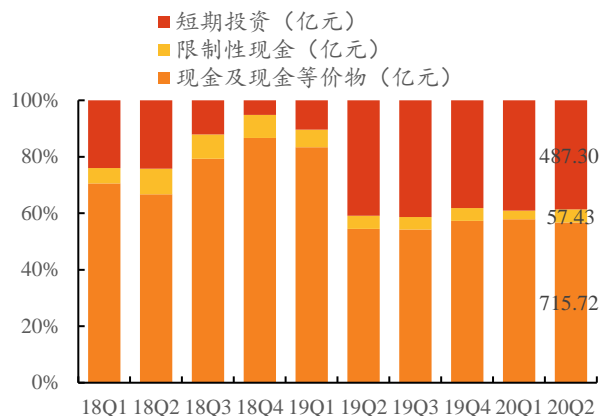
- ① **现金流**: CY20Q2 实现经营活动产生的净现金流 266.2 亿元，去年同期净现金流 201.9 亿元；投资活动产生的净现金流-233.9 亿元，去年同期净现金流-210.3 亿元；融资活动产生的净现金流 284.5 亿元，去年同期净现金流-4.5 亿元。
- ② **货币资金**: CY20Q2 末现金及现金等价物为 715.72 亿元，限制性现金为 57.43 亿元，短期投资为 487.30 亿元。

图 18：京东现金流情况

图 19：CY20Q2 末现金及现金等价物为 715.72 亿元，限制性现金为 57.43 亿元，短期投资为 487.30 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

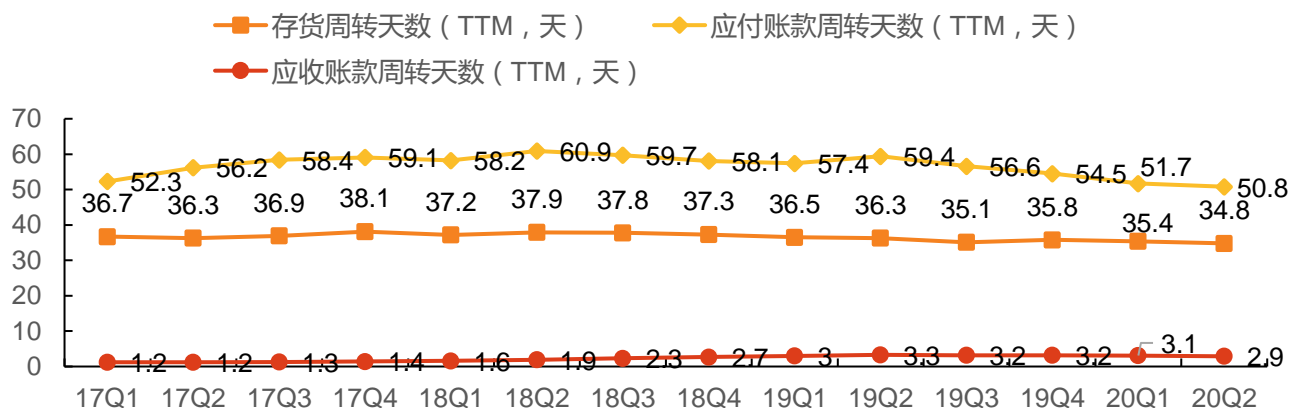


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.6. 周转情况：物流效率提升，存货周转加快

- ① **存货周转天数**：CY20Q2 京东存货周转天数 34.8 天，同比减少 1.5 天。
- ② **应付账款周转天数**：CY20Q1 京东应付账款周转天数 50.8 天，同比减少 8.6 天。
- ③ **应收账款周转天数**：CY20Q1 京东应收账款周转天数 2.9 天，同比减少 0.4 天。

图 20：CY20Q2 京东存货周转天数/应付账款周转天数/应收账款周转天数

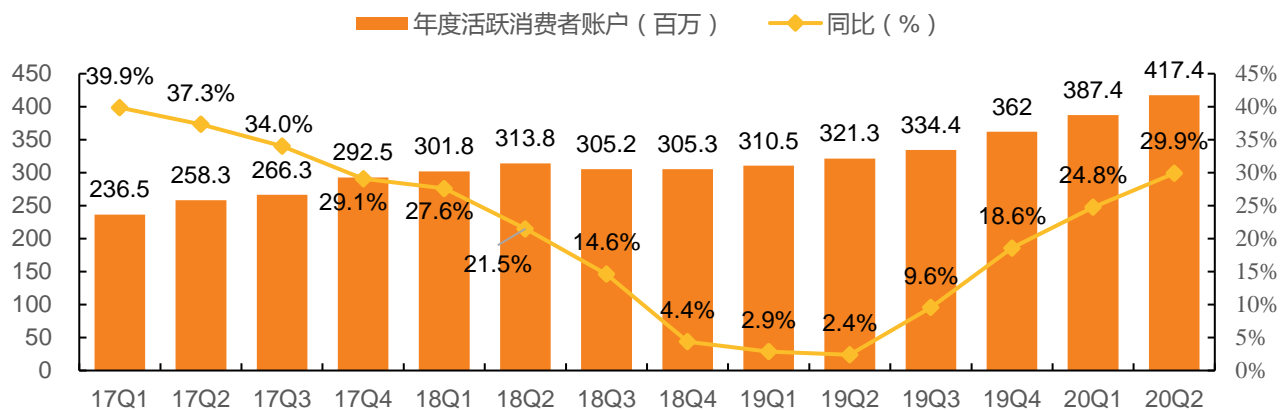


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.7. 运营数据：下沉市场表现优秀，用户数持续增长

年度活跃消费者账户：CY20Q2 年度活跃消费者账户达到 4.17 亿，本季度增长 3000 万，京东年度活跃消费者账户持续增长。

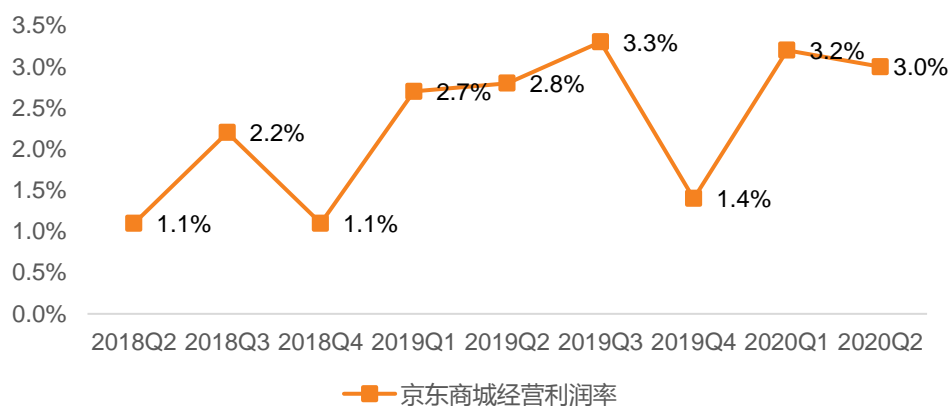
图 21：CY20Q2 年度活跃消费者账户达到 4.17 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所

京东商城经营利润率进一步提高：2020Q2，京东零售（前京东商城）的经营利润率达到3.0%，较去年同期提升了0.2pct。

图 22：京东商城利润率



资料来源：公司公告，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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告