

京东 (JD US)

电子商务领域的优质品牌

- 优质的品牌形象加上良好的质量控制和强大的供应链能力，令公司在消费电子和家用电器网上销售领域处于领先地位
- 强大的物流基础设施具有高订单履行能力，令其受疫情影响较轻
- 通过新的社交电子商务平台京喜进一步渗透到中低线城市
- 由于运营效率和规模经济效应提高，令利润率持续扩张
- 维持买入评级，目标价为 49 美元

电子商务领域的优质品牌。我们认为，京东的直销业务模式，良好的质量控制和强大的物流基础设施是其核心竞争优势，令公司在消费者心目中建立了优质的品牌形象。它在 3Q19 在手机/笔记本电脑/台式电脑/数码相机/家用电器的在线销售中占据了 54%/ 75%/ 88%/ 62%/ 61% 的市场份额，并已成功复制其成功模式在部份快速消费品。

新冠肺炎影响较轻。2020 年 1-2 月消费市场受疫情影响明显，其间社会消费品零售总额同比名义下降 20.5%，实物商品网上零售额增长 3.0%。在这大环境下，京东预计 1Q20 的收入仍有至少 10% 同比增长。我们认为，这可以归因于其强大的物流基础设施具有高订单履行能力，令其受疫情影响较轻。

京喜 - 未来新星。我们认为最近推出的社交电子商务平台京喜将公司在供应链中的优势与针对中低线城市消费者的商业模式结合，自推出以来就获得了良好的吸引力，日均下单量达百万以上，可以在未来几年帮助公司进一步渗透到中低线城市。

利润率扩张中。公司最近几个季度的利润率一直在增长，其中京东商城的核心业务和新业务均有所改善，主要受惠于规模经济效应改善，物流利用率提高等。我们预计这种趋势将在未来几年继续。我们认为京东已经过了利润率拐点，类似于几年前亚马逊的情况，这意味着京东的利润率在中长期还有很大的提升空间。我们总体预计核心净利润率将在 2021 年达到 2.3%，而 2019 年为 1.9%。

维持买入评级。我们基于 SOTP 的目标价为 49 美元。维持买入评级。我们总体上将京东视为电子商务领域的优质品牌。

财务数据与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E
收入 (百万元人民币)	462,019	576,888	668,965	797,852
增长 (%同比)	27.5	24.9	16.0	19.3
净利润 (百万元人民币)	-2,492	12,184	9,996	15,789
增长 (%同比)	-2,239.3	-588.8	-18.0	57.9
非通用会计准则利润 (百万元人民币)	3,460	10,750	13,049	18,627
增长 (%同比)	-30.4	210.7	21.4	42.7
基础每股收益 (人民币)	-1.7	8.2	6.7	10.6
增长 (%同比)	-2,188.2	-580.3	-18.0	57.9
核心每股收益 (人民币)	2.4	7.2	8.8	12.6
增长 (%同比)	-30.4	204.9	21.4	42.7
核心市盈率 (x)	120.9	39.7	32.7	22.9
市销率 (x)	0.9	0.7	0.6	0.5
股东权益平均回报率 (%)	-4.4	16.7	10.9	14.7
资产平均回报率 (%)	-1.3	5.2	3.5	4.9

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2020年3月26日
 评级: 买入
 目标价: 49 美元

分析员: 周秀成
 电话: (852) 2147 8809
 电邮: stevechow@abci.com.hk

股价 (美元)	41.35
预测股价回报	18.5%
预测收益率	NA
预测总回报	18.5%
此前评级及目标价	BUY/US\$49
此前报告日期 (英文版)	2020年3月13日

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低(美元)	45.3/25.4
发行股份 (百万)	2,912
市值 (百万美元)	60,206
3 个月平均每日成交额(百万美元)	813

主要股东 (%)

刘强东	投票权 79.0%
腾讯	4.5%
沃尔玛	2.5%

来源：彭博、农银国际证券

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	3.6	13.6
3 个月	14.1	25.3
6 个月	39.8	40.2

*相对于 MXCN

来源：彭博、农银国际证券

股价表现 (美元)



来源：彭博、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

京东(JD US)
互联网媒体和消费行业
2020年3月26日

内容

电子商务领域的优质品牌.....	3
同业比较.....	13
行业趋势.....	18
财务分析.....	20
维持买入评级.....	27
风险因素.....	29
免责声明.....	34



电子商务领域的优质品牌

优质品牌

我们总体上将京东视为电子商务领域的优质品牌。我们认为，与其他电子商务平台相比，其独特的直销业务模式和强大的物流基础设施带来了更好的质量保证和服务，从而帮助公司在消费者中树立了优质的品牌形象。

另一方面，主要同行包括阿里巴巴（BABA-US）和拼多多（PDD-US）采用轻资产、平台的商业模式，这些模式没有自有库存和物流设施。

事实上，近几年来，投资者更青睐京东的商业模式。例如，京东股价自2018年底以来上涨了97.6%，而同期阿里巴巴和拼多多的股价分别上升37.6%和66.0%。此外，自2019年底以来，京东股价上涨了17.4%，而阿里巴巴和拼多多的股价分别下跌了11.1%和1.5%。

图表 1: 股价表现

	自 2018 年底	自 2019 年底
阿里巴巴 (BABA US)	37.6%	-11.1%
京东 (JD US)	97.6%	17.4%
拼多多 (PDD US)	66.0%	-1.5%
纳斯达克 100 指数	18.8%	-14.8%

*截至 2020 年 3 月 25 日

来源: 彭博、农银国际证券; 备注: 京东是纳斯达克 100 指数成员

冠状病毒影响可控

2020年1-2月消费市场受疫情影响明显，其间社会消费品零售总额同比名义下降20.5%，实物商品网上零售额增长3.0%。

在最近冠状病毒的影响下，京东预计1Q20收入同比增长仍有至少10%，反映其强大的运营实力可抵御冠状病毒的影响。我们认为，这可归因于其直销模式和内部物流系统，使其拥有强大的订单履行能力。管理层称京东在春节后很快恢复了全面运营。

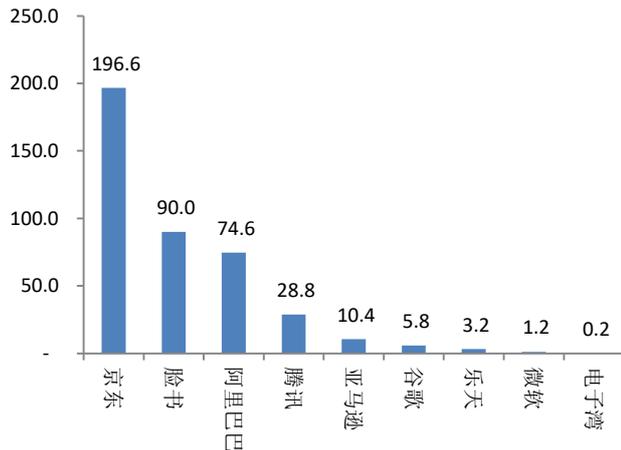
另一方面，阿里巴巴则暗示其淘宝和天猫平台可能在1Q20影响较大，因为春节后供应链中断，影响其订单履行能力。



过去10年实现快速增长

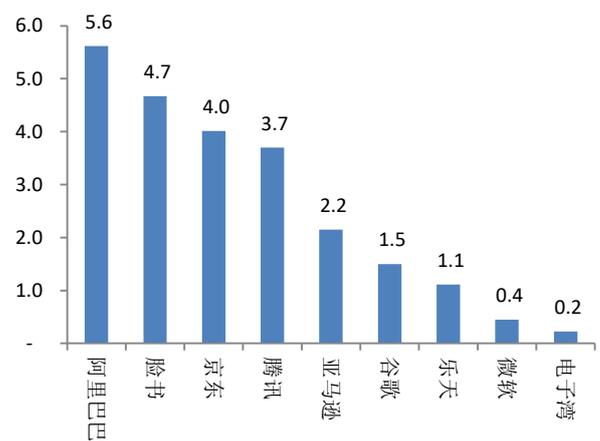
京东在过去十年中实现了快速增长，过去10年（2009-19年）的收入增长了196.6倍，超过了包括脸书，亚马逊，谷歌等在内的多家全球科技公司。在5年内（2014-2019年），京东的收入增长了4.0倍，在全球科技公司中排名第3。

图表 2：过去 10 年（2009-19 年）的收入增长（倍）



来源：彭博、农银国际证券

图表 3：过去 5 年（2014-19 年）的收入增长(倍)

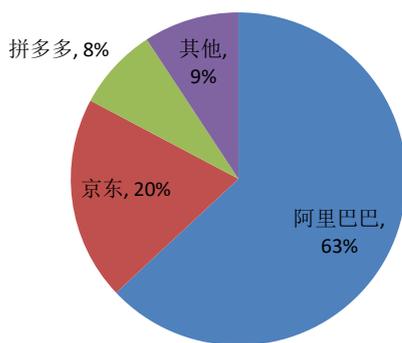


来源：彭博、农银国际证券

尽管来自阿里巴巴和拼多多的竞争不断，但其独特的商业模式使其得以确保其作为中国第2大电子商务平台的地位。

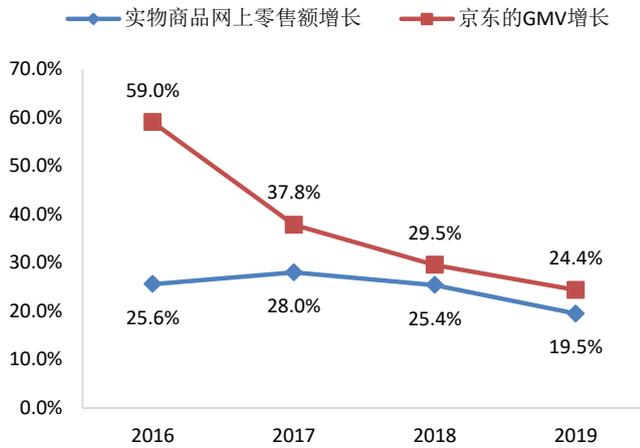
2019年，集团录得2.1万亿元人民币的商品总值（GMV）。我们估计其2019年市场份额约为20%，而阿里巴巴为63%，拼多多为8%。

图表 4：在线销售市场份额（2019）

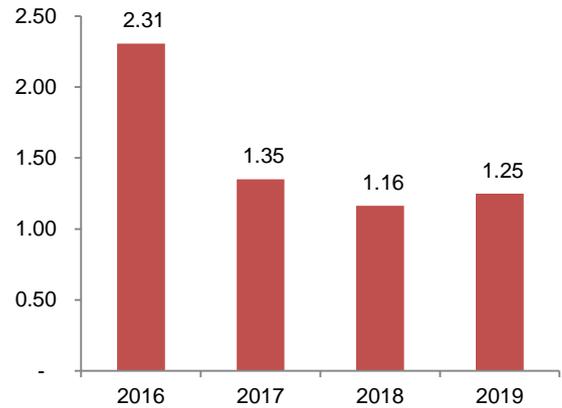


来源：公司、农银国际证券预测

近几年，京东的商品总值(GMV)增长率超过了整个行业的增长率，而弹性（京东GMV增长/行业增长）在2017-2019年期间保持在1.16-1.35倍。

图表 5: 京东的 GMV 增长与行业增长


来源: 公司、国家统计局

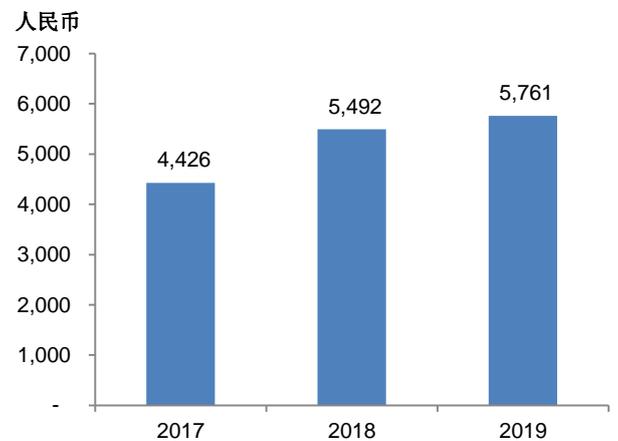
图表 6: 弹性分析 (京东 GMV 增长/行业增长)


来源: 农银国际证券

截至2019年底,集团的年度活跃客户为3.62亿。此外,由于持续向中低线城市扩展,持续的产品扩展以及新业务计划的推动,最近几个季度客户增长速度加快。此外,每位客户的年均支出已从2017年的4,426元人民币增加到2019年的5,761元人民币。

图表 7: 年度活跃客户


来源: 公司、农银国际证券

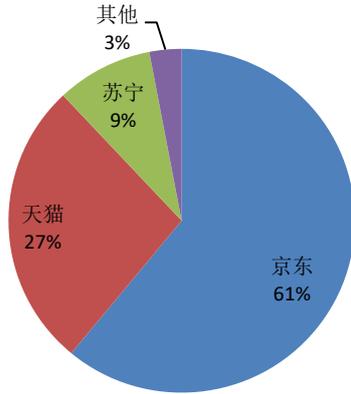
图表 8: 客户的年均支出


来源: 公司、农银国际证券

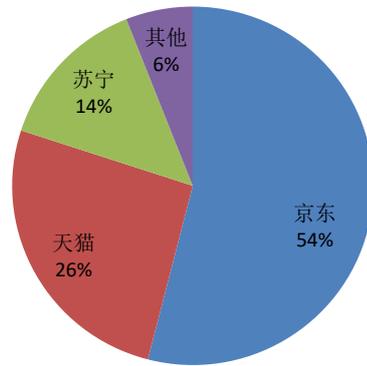
消费电子和家用电器的领先地位

传统上，公司在电子和家用电器产品中拥有强大的领先地位，而这些产品占2019直接销售收入的**64%**。我们认为，客户更愿意在京东购买价格较高的商品，例如消费电子产品，并获得更好的质量和保证。

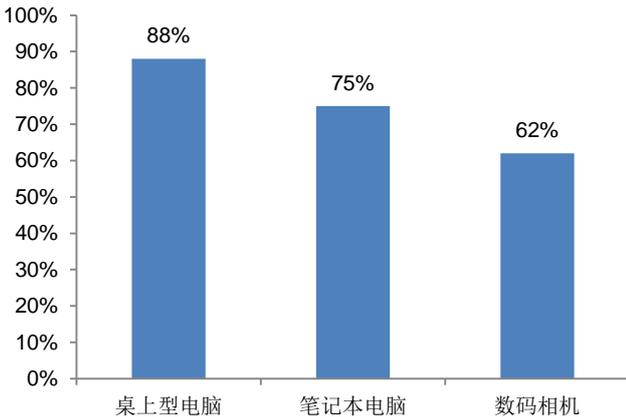
根据中国市场信息调查业协会的数据，在**3Q19**，京东在手机在线销售中占据**54%**的市场份额，是天猫**26%**的两倍有多。此外，京东分别在**3Q19**在笔记本电脑，台式电脑，数码相机和家用电器的在线销售中占有**75%/ 88% / 62% / 61%**的市场份额。

图表 9：网上销售家电市场份额 (3Q19)


来源：中国市场信息调查业协会、农银国际证券

图表 10：网上销售手机市场份额 (3Q19)


来源：中国市场信息调查业协会、农银国际证券

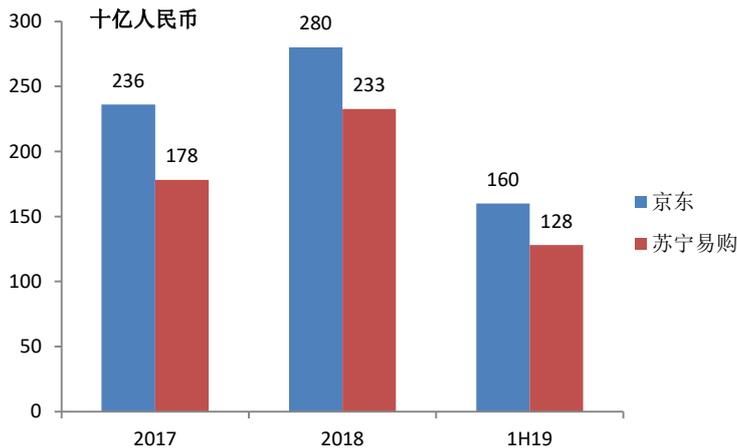
图表 11：京东在其他消费电子产品上在线销售市场份额 (3Q19)


来源：中国市场信息调查业协会、农银国际证券

我们注意到，在过去几年里，京东的电子和家电在线销售已经超过了苏宁的零售收入（线上加线下）。我们认为，这一规模效益有助于京东与供应商的价格谈判，从而降低采购成本，增强价格竞争优势。

另一方面，阿里巴巴和拼多多采用平台模式，没有自身库存，需要依靠个体商户（通常规模较小）来获得低成本产品。或者，他们可能需要在促销期间向商家提供巨额补贴。

图表 12：京东的电子和家电在线销售与苏宁的零售收入比较



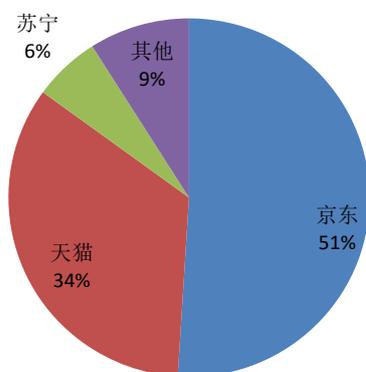
来源：公司、农银国际证券

不断进行的产品扩展

近年来，公司一直善用其高级品牌形象扩展其他产品类别。结果，近年来服装，食品等日用百货的贡献逐渐增加，在2019这些产品占直接销售收入的36%（2017年为29%）。

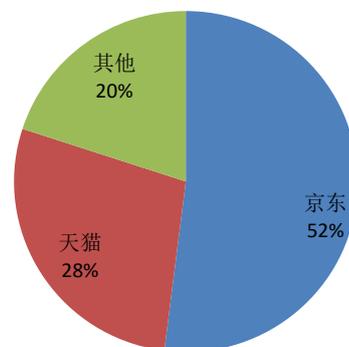
总体而言，该策略已在某些类别中取得成功。例如，根据中国市场信息调查业协会的数据，京东在3Q19占据了婴儿配方奶粉，食用油和中国白酒在线销售的58%/51%/52%的市场份额。

图表 13：网上销售食用油市场份额 (3Q19)



来源：中国市场信息调查业协会、农银国际证券

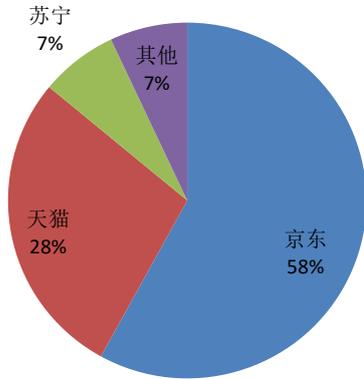
图表 14：网上销售中国白酒市场份额 (3Q19)



来源：中国市场信息调查业协会、农银国际证券



图表 15: 网上销售婴儿配方奶粉市场份额 (3Q19)

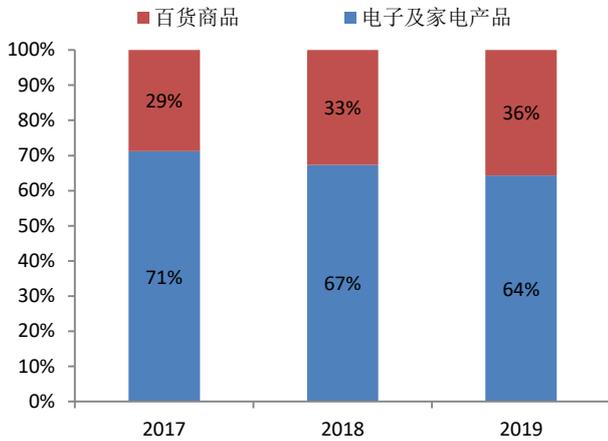


来源: 中国市场信息调查业协会、农银国际证券

除直接销售外,集团还通过不断扩展其第三方平台业务,扩大了产品范围,现时其平台拥有超过220,000个商家,其中包括国际奢侈品牌,如Prada, Miu Miu, DKNY, Tissot, ORIS等。这导致了近年服务收入增加,包括市场服务收入。

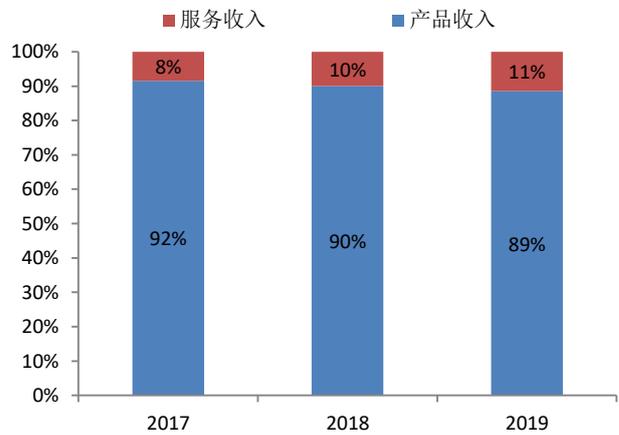
此外,集团利用其AI功能和数据集为商家提供各种营销服务,例如针对性产品推荐等。

图表 16: 收入组合-按产品类别划分



来源: 公司、农银国际证券

图表 17: 收入组合-产品与服务



来源: 公司、农银国际证券



通过对消费者的独特洞察力实现产品差异化

集团一直在利用其数据分析能力，以洞察力消费者的潜在需求。最近它正透过“从消费者到制造商”(C2M)计划，帮助品牌定制其产品，以满足消费者的潜在需求。总的来说，这可以缩短产品开发周期。

目前，集团已与140多个家电品牌合作，以创新产品。例如，集团已与TCL合作推出了三款新的定制智能设备和与雀巢合作推出了两种定制产品。

我们认为，这有助于集团提供与消费者需求紧密匹配的差异化产品，从而使其在其他电子商务平台的竞争中脱颖而出。

新社交电子商务平台-京喜：扩展中低线城市

在2019年9月，公司推出了社交电子商务平台京喜，专注于中低线城市。总体而言，京喜通过社交媒体平台和京喜应用程序将消费者与制造商联系起来，使消费者能够直接与制造商进行交流，以探索物有所值的产品。

例如，它以便宜的价格提供快速销售交易和商品。消费者可以在与朋友共享商品时，或通过在应用程序上进行团购交易来享受大幅折扣。更重要的是，它已与腾讯合作得到微信的流量入口以充分利用微信的流量。

在2019年11月的双十一促销期间，京喜的新用户中约有75%来自中低线城市。

我们认为，这与拼多多的商业模式相似，后者在中低线获得了巨大成功。因此，这项新举措将公司的优质品牌形象和针对中低线城市消费者的商业模式相结合，可以使公司更有效地与拼多多竞争。

現時，京东的新用户中有70%以上来自中低线城市。

图表 18: 京喜 -将消费者与制造商联系



来源: 公司应用程序、农银国际证券

图表 19: 京喜-团购交易



来源: 公司应用程序、农银国际证券

京东物流-掌上明珠

毫无疑问, 供应链能力是公司最大的资产之一, 因为公司自运营之初就采用了独特的商业模式来建立和运营自己的仓库和物流系统。

目前, 司通过其物流部门-京东物流, 运营着先进的全国性仓库和物流系统, 拥有650多个仓库, 总面积约1600万平方米。在人工智能驱动技术的支持下, 公司能够在24小时内在中国交付约90%的直销订单。

京东物流成立于2017年4月, 旨在利用京东的先进技术和物流专业知识, 为各行业提供供应链和物流服务。2018年2月, 京东物流通过出售19%的股权, 从第三方投资者手中筹集了25亿美元。因此, 京东的持股比例降至81%。

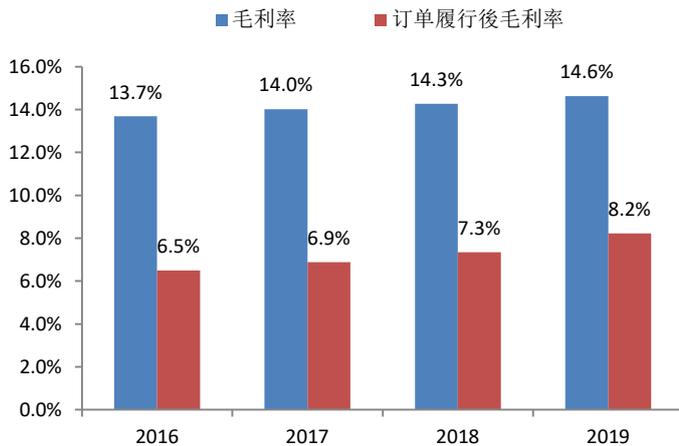
在我们看来, 京东物流主要优势之一是交货速度。例如, 它早在2010年就已推出了“211”计划, 即上午11时之前收到的订单将在当天送达, 而晚上11时之前收到的订单将在次日下午3时之前送达。此外, 它还在部分城市提供定时送货服务, 消费者可以选择两小时内的送货窗口收货。

京东物流在2Q18推出了“快速送货”计划, 为某些地区的特定商品提供了几分钟到一小时不等的送货时间。

此外, 京东物流最近推出了新的冷链服务, 该服务利用行业中的闲置容量来提供冷链运输服务, 并吸引了美国品牌Dairy Queen (透过香港合兴(47 HK)做独家分销于中国)将其服务用于冰淇淋产品。京东物流也是中信银行提供的独家物流服务商, 用于向银行客户交付礼品。

在3Q19, 外部收入约占京东物流总收入的40%。

京东物流的成功推动了2019年订单履行後毛利率(毛利率减去物流费用/收入)提高0.9个百分点至8.2%, 同期毛利率提高0.3个百分点至14.6%。物流服务成本效率的提高有助于降低物流服务/收入占比, 进而提高订单履行後毛利率。

图表 20: 毛利率与订单履行後毛利率比较


来源: 公司、农银国际证券

物业管理基金释放物业价值。

京东于2018年成立了物业管理集团(JDPM)，该集团拥有、开发和管理其物流设施和其他房地产物业。JDPM于2019年2月与新加坡主权财富基金GIC共同成立了物业管理基金，承诺资金总额超过48亿元人民币。京东担任普通合伙人，并已承诺出资总额的20%，而GIC出资其余80%。

此外，京东于2019年2月把部分物流设施出售给物业管理基金，总资产总值109亿元人民币，以从资产负债表中释放价值。之后京东将这些设施回租用于运营目的。因此，京东在2019年录得39亿元人民币的物业销售收益。

目前，京东物业管理的总建筑面积超过1000万平方米。

与腾讯的战略合作

腾讯自2014年以来一直是京东的主要战略合作伙伴关系。作为该战略合作伙伴关系的一部分，腾讯同意在其移动应用程序微信和移动QQ中提供京东一级接入点，并为京东提供流量和其他主要平台的其他支持。

总的来说，一级接入点是指腾讯用户在点击腾讯手机应用的主界面后，可以在将要启动的界面上直接访问京东的的条目和链接。因此，京东可以利用腾讯庞大的用户群。

其他战略伙伴关系/业务计划

除上述之外，京东还拥有各种战略合作伙伴关系/业务计划。总体而言，它们是京东生态系统的一部分，具有多种协同作用。有关更多详细信息，请参阅下表。



图表21：京东战略合作伙伴

	详情
沃尔玛 (WMT US)	2016年6月，京东与沃尔玛达成战略合作关系。截至2019年2月28日，沃尔玛持有京东约9.9%。作为与沃尔玛战略联盟的一部分，京东收购了一号店在线市场平台的所有权。京东与沃尔玛在电子商务方面进行了合作，包括在京东平台上推出山姆俱乐部旗舰店、沃尔玛中国旗舰店、和阿斯达旗舰店，并通过京东到家在沃尔玛的部分门店提供一小时送货服务，以及利用彼此的供应链为中国各地的客户增加产品选择。
谷歌 (GOOGL US)	2018年6月，谷歌在京东投资5.5亿美元，两家公司将共同努力，利用京东的供应链和物流专业知识以及谷歌的技术优势，探索广泛的可能性。2019年初，京东加入谷歌购物平台，为美国消费者提供精选的优质产品。
易车 (BITA US)	京东持有美国上市汽车业在线平台易车约26%的股份。
易鑫 (2858 HK)	京东持有易车在香港上市的子公司易鑫约11%的股份，该公司主要从事汽车融资平台业务。
途牛 (TOUR US)	京东持有在美国上市的在线旅游平台途牛约20.4%的股份。 京东的休闲旅游频道目前由途牛运营。
永辉 (601933 CH)	京东持有中国大型连锁超市永辉约12%的股份。 两家公司已结成战略合作伙伴关系，主要通过联合采购来增强供应链管理能力和探索在线到离线计划中的发展机会。
达达	京东持有中国最大的众包快递公司达达约47.5%的股份。截至2018年12月31日，其合资企业达达京东到家利用达达的众包配送网络，与沃尔玛、永辉、家乐福、华润万家等知名超市品牌的10万多家门店建立了合作关系。达达京东到家是中国领先的按需物流和全渠道电子商务平台。
中国联通 (600050 CH)	京东于2017年8月与中国电信运营商中国联通订立有条件股份认购协议，涉及其约50亿元人民币的投资。 同时，京东还与中国联通签订了战略业务合作协议。
唯品会 (VIPS US)	京东持有中国在线折扣零售商唯品会约7.2%的股份。
万达	京东持有万达集团约2%的股份，万达集团是中国领先的商业地产开发商，所有者和运营商。

来源：公司、农银国际证券

同业比较

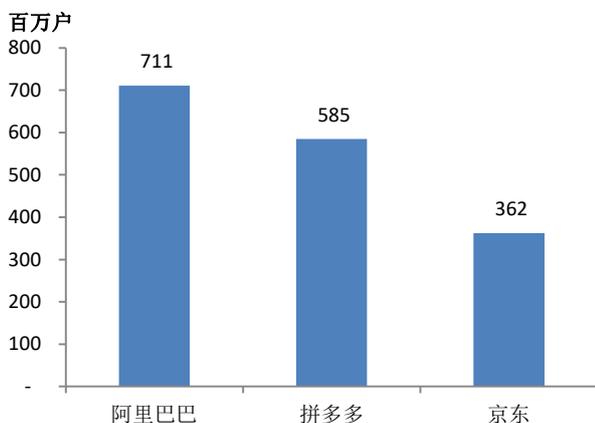
与阿里巴巴和拼多多等主要同行相比，我们估计京东每位客户在2019年的年度消费支出约为5,800元人民币，低于阿里巴巴的9,200元人民币，但比拼多多1,700元人民币高得多。

我们认为，京东的客户年度消费支出低于阿里巴巴，这可能是由于其直销业务模式限制了其产品种类。在这方面，我们认为京东不断扩展其平台业务和C2M计划可以逐步缓解这一弱点。

另一方面，其客户年度消费支出明显高于拼多多，这表明其客户是具有更高购买力和忠诚度的更高质量客户。

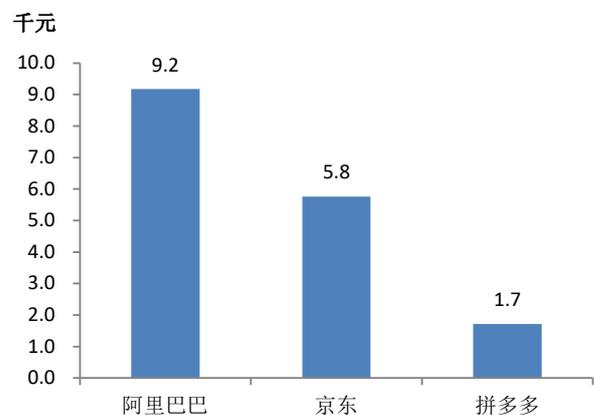
在客户规模方面，京东落后于竞争对手，但可能与公司过去一直更加注重高质增长的策略有关。话虽如此，我们认为其最近的新业务计划“京喜”可能会在客户获取方面有所帮助，尤其是在中低线城市。

图表 22: 年度活跃客户 (2019)



来源: 公司、农银国际证券

图表 23: 客户年度消费支出 (2019)



来源: 公司、农银国际证券

就财务指标而言，京东在2019年的收入为5,768亿元人民币，高于阿里巴巴和拼多多。我们认为这并不能反映真实情况，因为京东采用直销业务，因此将GMV确认为收入，而阿里巴巴和拼多多在其平台模式下仅将销售佣金视为收入。

我们认为，它们的核心净利润规模可能是更好更好的比较基准。在2019年，京东的核心净利润为108亿元人民币，而阿里巴巴为1,387亿元人民币，而拼多多则录得43亿元人民币净亏损。我们认为，尽管京东的利润规模仍远低于阿里巴巴，但其业务至少比拼多多更具可持续性，因拼多多目前仍在遭受巨额亏损。

就利润率而言，京东在2019年的核心净利率为1.9%，明显低于阿里巴巴。我们认为，这归因于京东的直销业务需拥有大量资产和物流设施，它们带来了库存和物流成本。另一方面，阿里巴巴采用轻资产平台业务模式，从而提高了其核心净利率。



图表 24: 业务比较

	京东	阿里巴巴	拼多多
直销业务	截至 2018 年底，直销业务从 1.9 万多供货商采购产品	NA	NA
平台业务	截至 2019 年底，平台拥有超过 270,000 商户	截至 2019 年 3 月，淘宝和天猫拥有超过 20 亿产品和服务清单。 截至 2019 年 3 月 31 日，天猫上已有超过 190,000 个品牌和商户，其中 77% 的消费品牌在《福布斯》杂志 2019 年全球最有价值品牌 100 强中排名。	2018 年有 360 万活跃商户 “团队购买”模式允许客户以低价购买产品
全渠道计划	京东到家-线上到线下超市平台 7FRESH- 24/7 新鲜食品超市 SEVEN FUN-北京的生活空间，提供餐饮和休闲选择 JD E-SPACE - 位于重庆的 5 万平方米体验店，提供创新的电子产品和智能产品 与沃尔玛的合作	盒马鲜生 - 以数据和技术驱动的新零售平台 与包括大润发，星巴克，苏宁，银泰，联华超市，红星美凯龙等在内的各种线下零售商建立合作关系	NA
物流网络	自主物流网络-京东物流 截至 2019 年底，京东物流经营 700 多个仓库，建筑面积约 16.9 百万平方米	在 3/19 财年，菜鸟网络的 15 个战略物流合作伙伴在中国 700 多个城市和 31 个省雇用了超过 160 万名配送人员。 这些合作伙伴共同运营着超过 190,000 个枢纽和分货站，并在 3/19 财年交付了 251 亿包裹。	外部物流合作伙伴
金融科技	JD Digit (前 JD Finance)。 将来有可能转换为 JD Digit 的 40% 股权，但要获得监管部门的批准	蚂蚁金服 (33% 股份)	NA

来源: 公司、农银国际证券



图表 25: 财务比较 (2019)

	阿里巴巴			京东			拼多多		
	2018	2019	YoY	2018	2019	YoY	2018	2019	YoY
年度活跃用户(百万)(期末)	636	711	11.8%	305	362	18.6%	419	585	39.7%
客户年度支出(人民币)	8,742	9,177	5.0%	5,492	5,761	4.9%	1,126	1,721	52.7%
收入(百万元人民币)	345,278	488,895	41.6%	462,019	576,888	24.9%	13,120	30,142	129.7%
毛利(百万元人民币)	161,455	223,420	38.4%	65,953	84,421	28.0%	10,215	23,803	133.0%
营业利润(百万元人民币)	57,540	93,064	61.7%	-2,619	8,994	NA	-10,799	-8,538	-20.9%
核心净利润(百万元人民币)	93,243	138,740	48.8%	3,460	10,750	211.0%	-3,456	-4,266	23.4%
毛利率	46.8%	45.7%		14.3%	14.6%		77.9%	79.0%	
经营利润率	16.7%	19.0%		-0.6%	1.6%		-82.3%	-28.3%	
核心净利率	27.0%	28.4%		0.7%	1.9%		-26.3%	-14.2%	

来源: 公司、农银国际证券

图表 26: 财务比较 (2018)

	阿里巴巴			京东			拼多多		
	FY3/18	FY3/19	YoY	2017	2018	YoY	2017	2018	YoY
年度活跃用户(百万)(期末)	552	654	18.5%	293	305	4.4%	245	419	71.0%
商品总值(10亿元人民币)	4820	5727	18.6%	1,295	1,677	29.5%	141	472	234.0%
客户年度支出(人民币)	8,732	8,742	0.1%	4,426	5,492	24.1%	576	1,126	95.3%
收入(百万元人民币)	250,266	376,844	50.6%	362,332	462,019	27.5%	1744	13,120	652.3%
毛利(百万元人民币)	143,222	169,915	18.6%	50,815	65,953	29.8%	1021	10,215	900.5%
营业利润(百万元人民币)	69,314	57,084	-17.6%	-835	-2,619	213.8%	-596	-10,799	1711.9%
核心净利润(百万元人民币)	85,766	100,731	17.4%	4,968	3,460	-30.4%	-373	-3,456	826.5%
毛利率	57.2%	45.1%		14.0%	14.3%		58.5%	77.9%	
经营利润率	27.7%	15.1%		-0.2%	-0.6%		-34.2%	-82.3%	
核心净利率	34.3%	26.7%		1.4%	0.7%		-21.4%	-26.3%	

来源: 公司、农银国际证券



商业模式比较

总体而言，在线电子商务平台有两种主要的业务模型-自主模式和合作模式。我们认为，对于哪种业务模式更优越，没有正确或错误的答案，因为它们各自具长短处。对于电子商务平台，采用哪种模式更多取决于他们各自的业务策略。

合作模式：阿里巴巴和拼多多运营在线平台，并向商户的销售收取佣金。他们还主要依靠第三方物流公司提供物流。我们认为，这种模式需要较少的固定资产投资和营运资金。此外，由于平台可以利用商户的产品采购能力和物流合作伙伴的物流网络，因此产品和地域扩展也更加容易。另一方面，由于供应链中涉及多方，因此质量控制更加困难，这可能会影响客户忠诚度。

自主模式：京东拥有自己的产品库存和物流网络，是唯一采用自主模式的主要在线电子商务平台。总体而言，这种对产品质量和供应链有更多控制权的商业模式可能会带来更好的质量保证和客户忠诚度。但另一方面，它需要大量的早期投资，这可能会影响公司早期的盈利能力。

图表 27: 合作模式与自主模式比较

	自主模式	合作模式
例子	京东	阿里巴巴, 拼多多
商业模式	直销	市场平台
库存	自有库存	第三方商户库存
物流网络	自建物流网络	第三方物流合作伙伴
产品扩展	由于平台需要自行采购新产品, 所以较需时	因为平台可以利用商户的产品采购能力, 因此更容易
地域扩张	由于需自行建设物流基础设施, 所以较需时	因为平台可以利用物流合作伙伴的物流网络, 因此通常更容易
质量保证	较容易	由于参与方更多而对外部方的控制较少, 因此较困难
利润率	由于较高的固定成本和产品成本, 利润率可能较低	因为平台没有库存及固定成本较低, 故较容易得到较高的利润率。
营运资金需求	较高	较低

来源: 农银国际证券

杜邦分析

我们进行了杜邦分析，以研究三个主要在线电子商务平台（阿里巴巴，京东和拼多多）的资产收益率。

回顾一下，在杜邦模型下：

平均资产收益率（ROA）=核心净利润率（核心净利润/收入）x资产周转率（收入/平均总资产）。

话虽如此，在京东的直销业务模式下，它将直销GMV确认为收入，而阿里巴巴和拼多多在其平台模式下仅将销售佣金确认为收入（仅占GMV的小部分）。因此，我们认为，传统的杜邦公式在这种情况下可能并不完全适用。

为了解决它们的会计处理差异，我们通过公式中用GMV代替收入来调整杜邦公式。因此，修改后的公式变为：

平均资产收益率（ROA）=（核心净利润/ GMV）x（GMV /平均总资产）

阿里巴巴：阿里巴巴的ROA在主要同业中最高（11.6%）。我们认为，这主要是由于其核心净利润/ GMV比率较高，这可以归因于其不承担库存和物流成本的合作商业模式。另一方面，其GMV与平均总资产之比是三者中最低的。

京东：京东的ROA排名第二（2019年为4.6%）。我们认为，主要的拖累是其核心净利润/ GMV比率低至0.5%，这与其库存和物流成本有关。从积极的角度看，其GMV/平均资产比率高于阿里巴巴，这意味着其更有效地利用资产产生GMV。

拼多多：拼多多仍在亏损，且ROA为负数。其核心净利润率/ GMV比率为负，主要是由于其高昂的营销和销售费用（相当于2019年收入的90%和毛利的114%）。如此高的费用部分是由于对商家促销的支持。我们认为，这种以补贴为导向的价格促销策略已导致GMV/平均总资产的比率很高（2019年为16.9倍），但以整体盈利能力为代价。

图表 28: 杜邦分析 (2019)*

	核心净利润率/ GMV (A)	GMV /平均总资产 (B)	平均资产收益率 (AxB)
阿里巴巴	2.3%	5.0	11.6%
京东	0.5%	8.9	4.6%
拼多多	-0.4%	16.9	-7.2%

*阿里巴巴 = FY3 / 20E

来源: 农银国际证券



行业趋势

总体而言，经过多年的发展，中国的在线销售增长已趋于稳定。根据国家统计局的数据，2019年实物商品在线销售同比增长19.5%，占2019年零售总额的20.7%。

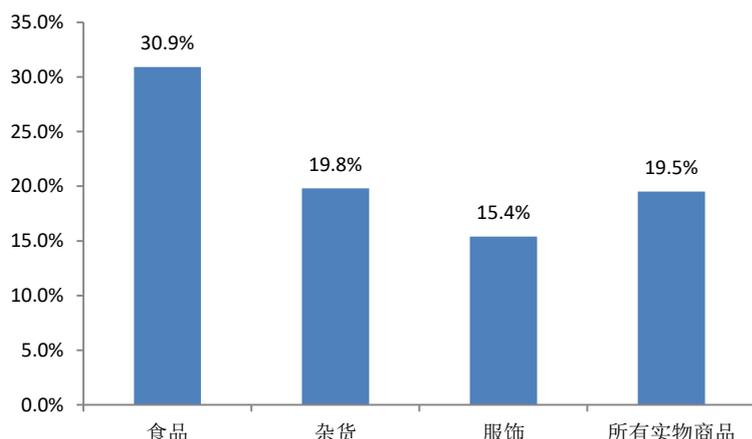
2020年1-2月消费市场受疫情影响明显，其间社会消费品零售总额同比名义下降20.5%，实物商品网上零售额增长3.0%。

从好的角度看，由于实体店的关闭和交通的干扰，最近的新冠肺炎促使更多的消费者使用在线购物，尤其是用于杂货和食品。我们认为，从长远来看，这种消费者行为的改变可以令在线购物的渗透率上升，从而使整个电子商务行业受益。

近年来，我们看到了电子商务领域的一些新兴趋势，这些趋势使在特定领域具有优势的参与者受益。

食品：根据国家统计局的数据，2019年食品的在线销售同比增长30.9%，高于服装和杂货的15.4%和19.8%。我们认为，这在一定程度上是由于物流供应链（尤其是即日交付和冷链服务）的持续改进所致。

图表 29：中国在线销售额增长 - 按类别（2019年）

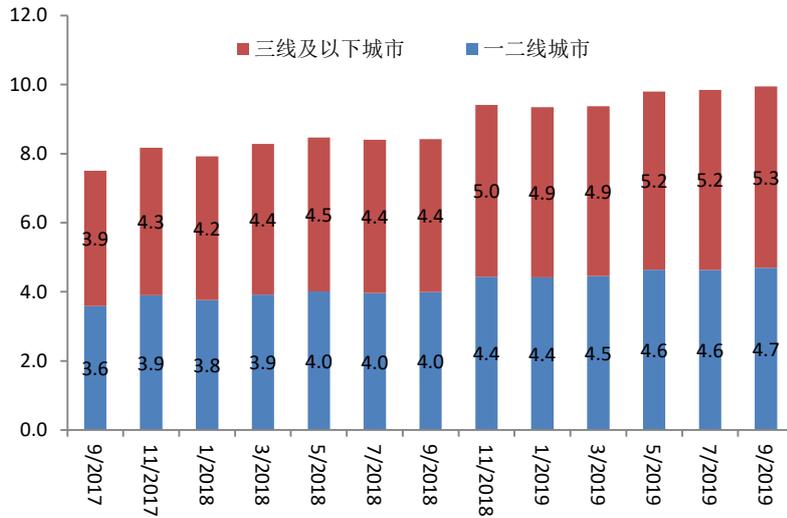


来源：国家统计局、农银国际证券

中低线城市：总体来看，近年来各大电子商务平台都在关注中低线城市的扩张。Questmobile的数据显示，2019年9月，手机购物用户约为10亿，其中约53%的用户来自三线及以下城市。



图表 30: 按城市级别划分的移动购物者数量 (亿)



来源: Questmobile、农银国际证券

社交电子商务: 社交电子商务利用微信等社交网络允许用户与朋友共享产品信息, 已变得越来越流行。消费者在与朋友分享商品, 或通过应用程序上进行持续的团购交易, 都可以享受大幅折扣。

另一个增长趋势是, 越来越多的在线品牌/在线平台与名人或互联网KOL (关键意见领袖) 合作, 提供实况视频或介绍产品的短视频。

例如, 李佳琦, 一位男性关键意见领袖(KOL), 在现场直播节目中销售口红和其他化妆品而闻名, 拥有超过5000万粉丝。此外, 在最近双11音乐节上, 另一个电子商务KOL薇娅的直播节目获得了超过3,000万的客户观看次数。她在2018年双11期间曾创下超过3亿元人民币的日销售额纪录。

财务分析

在活跃用户数量及其相应消费金额的推动下,我们预计2019-2021E销售总值(GMV)的复合年增长率将达到16%,在2021E达到2.8万亿元人民币。

年度活跃客户:截至2019年底,集团拥有3.62亿年度活跃客户。我们认为这还有很大的改善空间,因阿里巴巴在2019年底拥有7.11亿活跃客户,而拼多多在2019年底则拥有5.85亿活跃客户。体而言,集团在进军较中低线城市方面取得了良好进展,在3Q19和4Q19的用户同比增长率分别为10%及19%,比1Q19/2Q19的3%/2%大大改善。展望未来,我们预计到2021E用户将达到4.38亿。

客户每年消费:近年来,活跃客户每年消费呈增长趋势,2019年达到5761元人民币。尽管如此,它仍低于阿里巴巴的9200元人民币,这意味着还有进一步的增长空间。由于产品和用户体验的不断改善,我们预计2021E年将进一步增长至6358元人民币。

图表 31: 主要假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E
活跃用户数量 (百万)	293	305	362	398	438
销售总值 (十亿人民币)	1,295	1,677	2,085	2,411	2,785
每个活跃客户的年度支出(人民币)	4,426	5,492	5,761	6,055	6,358

来源: 公司、农银国际证券预测

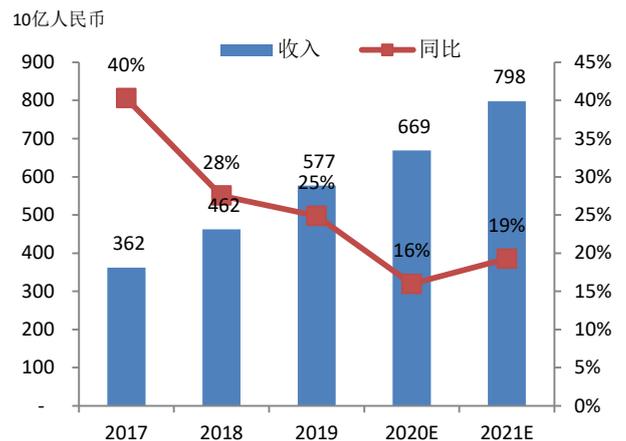
总体而言,我们预计2019-2021E收入将实现18%的复合年增长率,到2021E将达到7,978亿元人民币,这主要是由于销售总值增长以及物流等新业务的持续扩张所致。特别是,我们预计2019-2021E年物流和其他服务收入的复合年增长率将达到45%

图表 32: 销售总值展望



来源: 公司、农银国际证券预测

图表 33: 收入展望



来源: 公司、农银国际证券预测

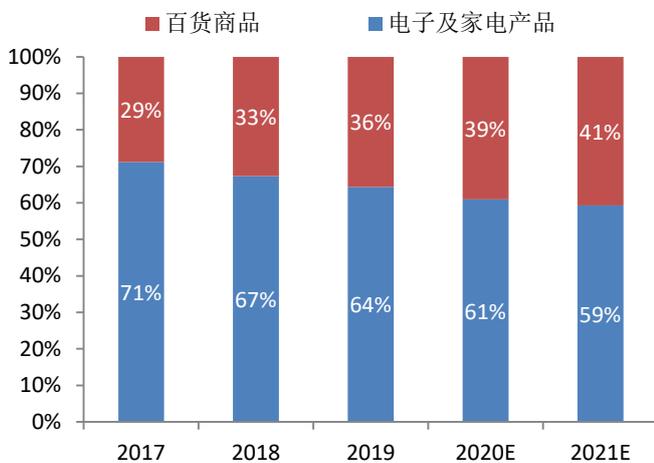
从业务结构来看,产品收入(直接销售收入)占2019年收入的89%,而服务收入占其余11%。展望未来,鉴于持续的增长,我们预计到2021E服务收入的份额将增加到14%。



产品净收入（直销）：对于京东的直销业务，我们预计直销收入将在2021年增至6,881亿元人民币，而2019年为5,110亿元人民币，这意味着2019-2021年的复合年增长率将超过16%。我们认为，这主要是由于一般商品所推动，因为公司正在不断将产品扩展到一般商品中。如下图所示，近年来，普通商品的销售占比不断增加（占产品净收入的百分比）。

服务净收入（平台广告、物流、其他服务）：我们预计2019-2021年净服务收入将以29%的复合年增长率增长。特别是，随着京东物流继续推出冷链等新服务，我们预计物流和其他服务收入在此期间的复合年增长率将达到45%。因此，我们预计2021年服务收入将占总收入的14%，对比2019年的11%。

图表 34：直销收入组合



来源：公司、农银国际证券预测

图表 35：收入组合展望



来源：公司、农银国际证券预测

图表 36：收入预测 (百万元人民币)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
电子及家电	236,269	280,059	328,703	354,999	408,249
一般商品	95,555	136,050	182,031	227,538	279,872
产品净收入	331,824	416,109	510,734	582,537	688,121
市场和广告	25,391	33,532	42,680	51,216	60,435
物流及其他服务	5,116	12,379	23,474	35,211	49,295
服务净收入	30,508	45,911	66,154	86,427	109,730
总收入	362,332	462,019	576,888	668,964	797,851

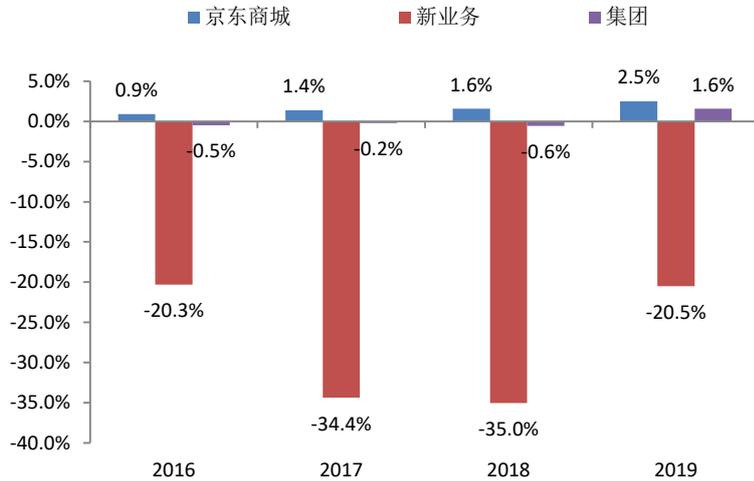
来源：公司、农银国际证券预测



在利润率方面，公司最近几个季度的利润率一直在改善，而京东商城的核心业务和物流及技术等新业务均有所改善。例如，京东商城和新业务的营业利润率在 2019 分别为2.5%和-20.5%，而2017年分别为1.4%和-34.4%。

总体而言，这是由持续的成本控制，新业务规模经济效应以及物流利用率提高和员工生产力上升所驱动的。

图表 37：分部营业利润率



来源：公司、农银国际证券

展望未来，我们预计利润率改善趋势将继续。

毛利率：2019年的毛利率已从2017年的14.0%增至14.6%。展望未来，我们预计到2021年它将进一步提高到15.1%，原因是1) 一般产品的持续扩展为，而这些产品的毛利率通常高于消费者电子产品； 2) 改善服务收入的贡献，该服务收入的毛利率通常高于直销业务。

物流费用：由于规模经济效应和运营效率提高的推动，物流费用/销售额比率从2017年的7.0%改善至2019年的6.3%。展望未来，由于京东物流继续改善规模经济效应，我们预计到2021年该比率将进一步改善至6.1%。

营销费用：2019年营销费用/销售额比率为3.7%，而2018年为3.9%。展望未来，我们预计该比率将在2020-2021年大致持平。

技术与内容支出：技术与内容支出/销售额比率在2019年为2.3%，而在2018年为2.4%。展望未来，由于规模经济效应的改善，我们预计该比率在2020-2021年将有所改善。

一般管理费用：在规模经济改善效应的带动下，我们预计一般管理费用/销售额比率将从2019年的0.6%改善至2021年的0.4%。



图表 38: 成本预测 (百万元人民币)

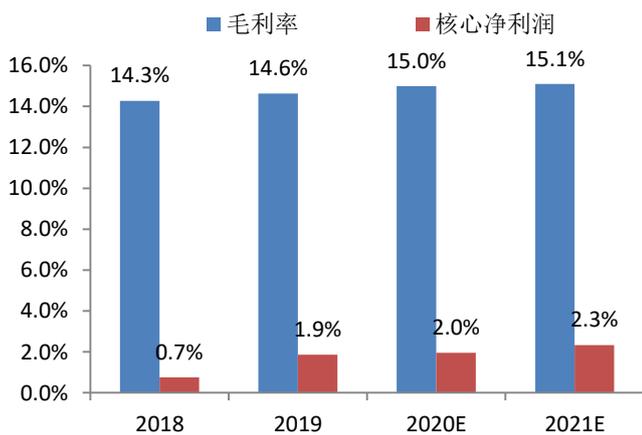
	2017	2018	2019	2020E	2021E
销货成本	311,490	395,994	492,385	568,620	677,376
物流费用	25,275	31,423	36,363	41,476	48,669
营销费用	13,560	17,815	21,338	24,752	28,723
技术与内容支出	5,927	10,883	13,180	14,717	16,755
一般管理费用	2,387	3,036	3,609	3,345	3,191
	358,639	459,151	566,874	652,909	774,714
占销售额比率					
销货成本	86.0%	85.7%	85.4%	85.0%	84.9%
物流费用	7.0%	6.8%	6.3%	6.2%	6.1%
营销费用	3.7%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%
技术与内容支出	1.6%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
一般管理费用	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
	99.0%	99.4%	98.3%	97.6%	97.1%

来源: 公司、农银国际证券预测

*不包括股票薪酬及其他非经营性项目的影响

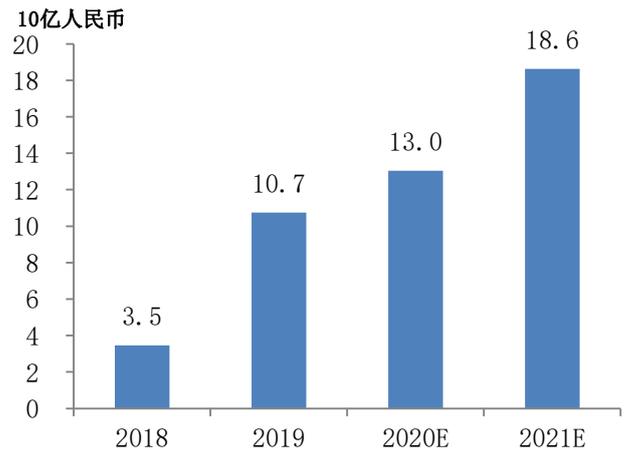
基于毛利率和成本的改善, 我们预计核心净利率(不包括股票薪酬和其他非运营项目的影响) 将从2019年的1.9%增长到2021年的2.3%, 2019-2021E核心净利润的复合年增长率为32%。

图表 39: 毛利率及核心净利率展望



来源: 公司、农银国际证券预测

图表 40: 核心净利展望



来源: 公司、农银国际证券预测



盈利敏感性分析

总体而言，京东的利润前景对其未来的核心净利润率高度敏感，因其2019年的核心净利润率仍很低，仅为1.9%。例如，如核心净利润率提高50个基点，将使其2020E和2021E核心净利润分别增长26%和21%。

图表 41：盈利敏感性分析

核心净利润变动(基点)	核心净利润变动(2020E)	核心净利润变动(2021E)
50	26%	21%
40	21%	17%
30	15%	13%
20	10%	9%
10	5%	4%
-10	-5%	-4%
-20	-10%	-9%
-30	-15%	-13%
-40	-21%	-17%
-50	-26%	-21%

来源：农银国际证券预测

亚马逊的经验对京东的启示

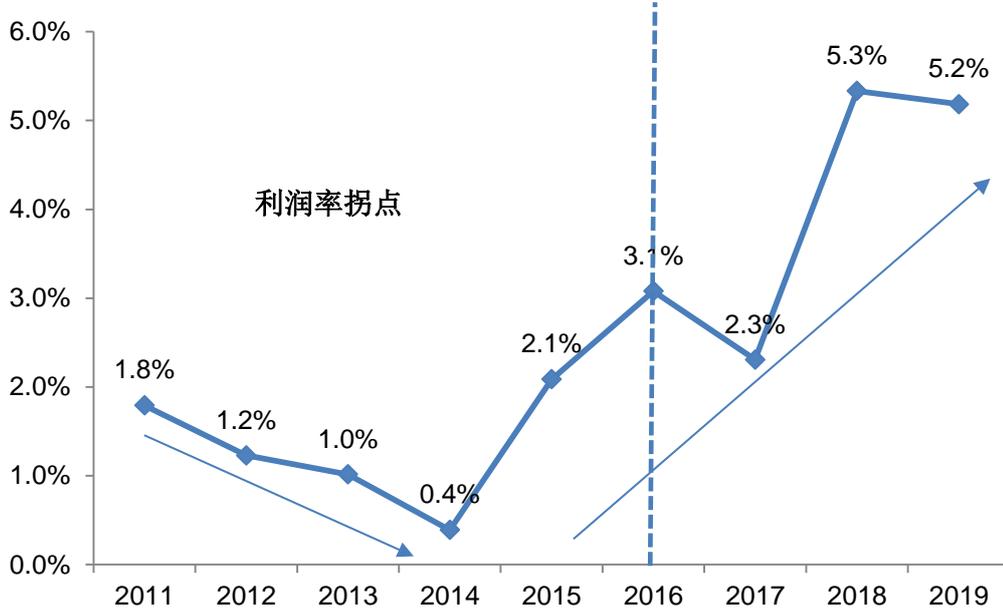
事实上，通过分析亚马逊的历史利润率趋势，我们确实看到了京东进一步提高利润率潜力的空间。总体而言，亚马逊采用与京东类似的资产密集型业务模式，拥有直销和内部物流设施，所以我们认为两者的可比性高。

由于对基础设施的持续投资，亚马逊在2012-2014年期间的息税前利润率持续下降。然而，从2015年开始，情况开始好转，在规模经济效应和不断向服务领域扩展业务的推动下，随后几年利润率明显提高。2019年，其息税前利润率为5.2%，而2014年仅为0.4%。总的来说，从中吸取的教训是一旦公司度过盈亏平衡的拐点，利润率可以在数年间明显提高。

对于京东来说，其息税前利润率在2015年至2018年间一直徘徊在-1.4%至-0.2%之间，但情况开始好转。2019年，京东开始通过盈亏平衡拐点，息税前利润率为0.9%，与亚马逊2014年的情况相似。这意味着，如果京东能够遵循亚马逊的历史模式，不断提高运营效率和规模经济效应，并扩展到服务领域，那么在未来3-5年内，京东的利润率将有明显的上升潜力。

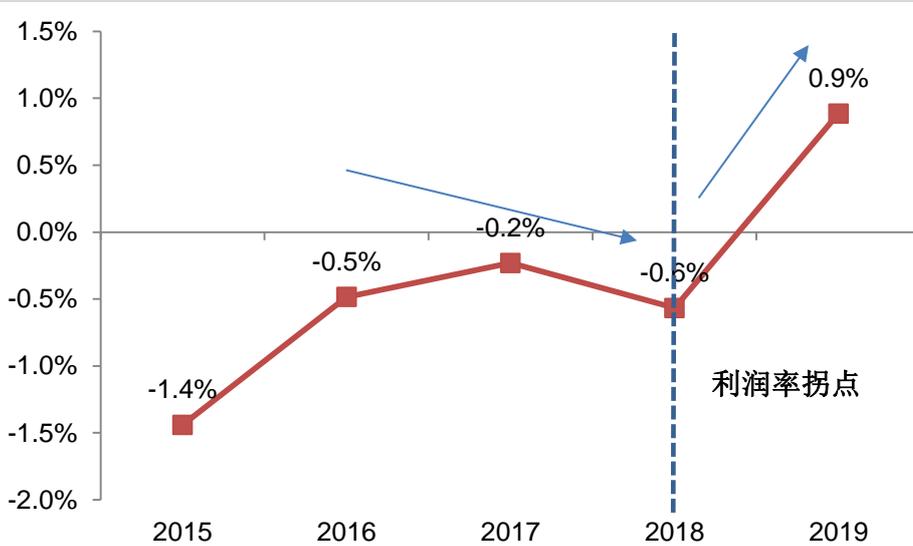


图表 42: 息税前利润率 -亚马逊



来源: 公司

图表 43: 息税前利润率 -京东



来源: 公司



图表 44: 季度财务 (百万元人民币)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
产品净收入	91,498	110,489	93,890	120,232	108,652	133,516	118,854	149,712
服务净收入	8,630	11,802	10,878	14,601	12,430	16,764	15,988	20,972
总收入	100,128	122,291	104,768	134,833	121,081	150,280	134,842	170,684
产品成本	-85,970	-105,777	-88,659	-115,661	-102,897	-128,156	-114,729	-146,686
毛利	14,159	16,514	16,109	19,172	18,184	22,125	20,113	23,998
物流费用	-7,173	-8,215	-7,761	-8,861	-8,064	-9,155	-8,755	-10,995
营销费用	-3,492	-5,261	-4,132	-6,352	-3,940	-5,621	-4,447	-8,226
技术和内容费用	-2,413	-2,781	-3,449	-3,502	-3,717	-3,726	-3,585	-3,592
一般及行政开支	-1,076	-1,291	-1,397	-1,396	-1,321	-1,356	-1,341	-1,472
			-22					
商誉及无形资产减值								
处置收益					83		2,987	815
核心营业利润	1,084	353	878	551	2,204	3,435	3,157	1,029
营业利润	4	-1034	-652	-939	1,226	2,266	4,973	529
应占股权投资利润	-497	-260	-185	-171	-717	-304	-199	-518
利息收入	546	606	576	390	313	376	503	594
利息支出	-229	-240	-241	-145	-187	-155	-163	-220
其他	1,803	-1,186	3,429	-3,951	6,886	-1,199	-3,958	3,647
所得税前利润	1,628	-2,114	2,927	-4,816	7,519	984	1,156	4,032
所得税费用	-151	-163	-52	-61	-280	-439	-605	-479
所得税后利润	1,477	-2,277	2,876	-4,877	7,240	545	551	3,553
非控制权益	-48	-65	-124	-73	-80	-74	-62	-81
非控制权益-夹层		1	1	1	1		1	1
净利润	1,525	-2,212	3,000	-4,805	7,319	619	612	3,634
核心净利润	1,047	478	1,184	750	3,294	3,559	3,086	811
增长率								
产品净收入	31%	29%	23%	20%	19%	21%	27%	25%
服务净收入	60%	51%	49%	46%	44%	42%	47%	44%
总收入	33%	31%	25%	22%	21%	23%	29%	27%
营业利润	-99%	157%	-230%	-41%	26541%	-433%	-863%	-156%
净利润	539%	345%	196%	429%	380%	-133%	-80%	-176%
核心净利润	-21%	-51%	-47%	67%	215%	645%	161%	8%
利润率								
毛利润率 (%)								
息税前利润率 (%)	14.1%	13.5%	15.4%	14.2%	15.0%	14.7%	14.9%	14.1%
净利润率 (%)	0.0%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	1.0%	1.5%	3.7%	0.3%
核心净利率 (%)	1.5%	-1.8%	2.9%	-3.6%	6.0%	0.4%	0.5%	2.1%

来源: 公司、农银国际证券



维持买入评级

我们维持买入评级，目标价为美元 49。鉴于京东的直销业务模型和内部物流网络，我们视京东为电子商务行业的一个优质选择。

对于京东的核心电子商务业务，我们通过DCF方法评估其价值以获取京东的长期价值，因为该集团仍在改善其盈利能力。

我们的DCF方法基于以下假设：

- 基于2.6%无风险利率（参考中国10年期政府债券收益率），1.1倍贝塔值，8.5%股权风险溢价，5%债务成本和10%债务资本比率。
- 终端增长率为3%
- 2029年EBIT利润率为6%
- 2019-2029年核心电子商务收入复合年增长率为11%

下表显示了灵敏度分析。

图表45: : DCF 灵敏度分析

	加权平均资本成本 (WACC)					
		9%	10%	11%	12%	13%
终端增长率	2.0%	41.6	38.7	36.1	33.8	31.6
	2.5%	43.2	40.2	37.4	34.9	32.7
	3.0%	44.9	41.7	38.9	36.3	33.9
	3.5%	46.9	43.6	40.5	37.8	35.3
	4.0%	49.1	45.6	42.4	39.5	36.8

来源: 农银国际证券

对于京东物流，我们参考最新一轮融资的隐含估值。对于战略投资，我们对其最新账面价值。

我们基于SOTP的估值范围为每股45.7美元至54.2美元。我们将目标价设定为49美元，约为该范围的中点。

图表 46: 分类加总估值法 (SOTP) 估值范围 (美元/股)

业务	低端	基本	高端	意见
核心业务	36.1	38.9	42.4	DCF -终端增长率 2%-4%
京东物流	6.8	7.5	8.3	从其 81%股份的 10%折价到 10%溢价
战略投资项目	2.8	3.2	3.5	账面价值采用 0%-20%的持股折扣
	45.7	49.6	54.2	

来源:农银国际证券预测



同业估值分析

京东的可比同行是主要的在线电子商务平台，包括阿里巴巴和拼多多。其中，市场领导者阿里巴巴目前的2021E市盈率为18.1倍。另一方面，新兴企业拼多多目前市场预期的市盈率为2021E 45.0倍。

京东目前的市盈率高於阿里巴巴。我们认为，这可以通过其利润率增长势头来解析，因这可能会导致未来几年更高的利润增长。此外，如上所述，由于京东的利润前景对其利润率趋势高度敏感；如果利润率增长超出预期，则将意味着有更多的上涨空间。

总体而言，我们的目标价相当于0.96倍 2019-21E PEG。

图表47: 同业估值

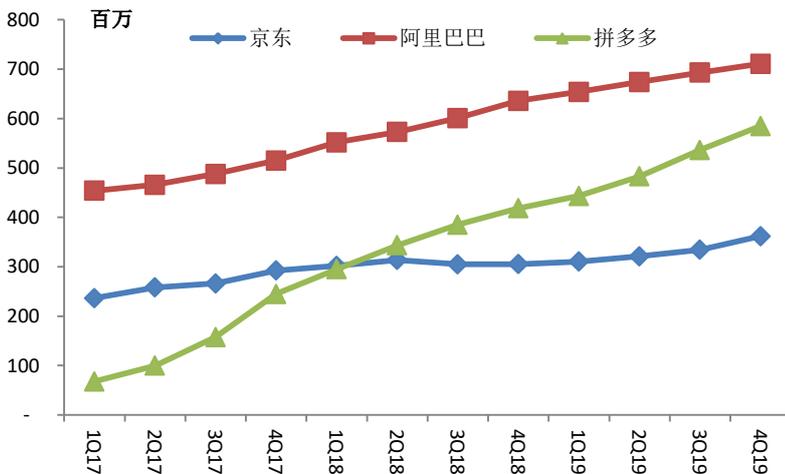
代码	名称	市值 (当地 货币)	价格 (当地 货币)	市销率			市盈率		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
BABA US Equity	阿里巴巴	505,854	188.6	6.9	5.3	4.3	26.5	22.7	18.1
JD US Equity	京东	60,378	41.4	0.7	0.6	0.5	34.4	32.7	21.1
PDD US Equity	拼多多	43,309	37.3	10.0	6.5	4.4	NA	NA	45.0
				5.9	4.1	3.0	30.5	27.7	28.1

来源：彭博、农银国际证券

市场竞争

集团与其他在线电子商务平台竞争，包括阿里巴巴和拼多多。竞争将涉及佣金率，促销折扣，品牌广告，技术投资等。拼多多近年来一直在快速增长，其活跃用户在2019年底达到5.85亿，而2017年第一季度为6,800万。自18年第二季度以来，其活跃用户数量已超过京东。总体而言，由于促销折扣大，拼多多在中低线城市特别受欢迎。

图表 48: 用户数量比较



来源: 公司

电子商务消费放缓

集团业务取决于消费者的支出，因此中国消费的任何显着放缓都会影响财务业绩。从长远来看，我们认为国内市场的增长将与收入的增长趋同，这通常与经济增长保持一致。

没有向普通股股东派息的记录

自上市以来，集团未向普通股股东派发股息。话虽如此，但由于利润率持续增长，在未来几年中其盈利能力继续提高，情况可能会在中表期发生变化。

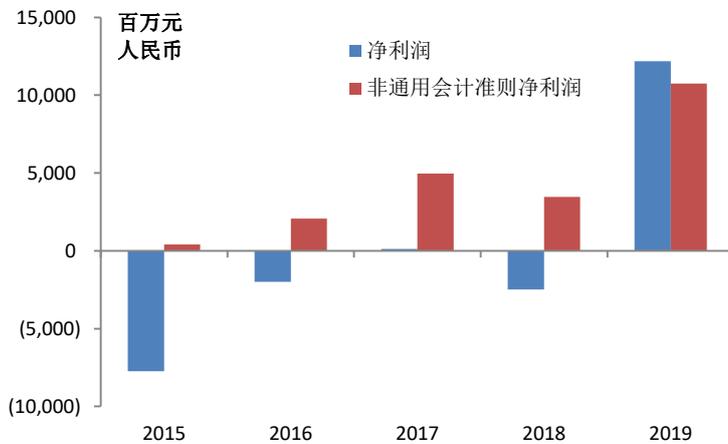
非通用会计准则利润

集团已披露非通用会计准则财务指标，例如非通用会计准则净利润，以补充其财务指标。从历史上看，其非通用会计准则净利润与净利润之间存在重大差异，这是由于后者包括了股权激励支出，减值，投资的公允价值变动以及资产处置收益等项目。

在这些项目中，股权激励支出与各种因素有关，包括普通股的价格变动，预期波动率，无风险利率等。京东的股权激励支出在过去几年中呈上升趋势，从2015年为11亿元人民币，到2019年为37亿元人民币。

尽管投资者在进行分析时倾向于将这些非现金性项目排除在外，但我们认为这些非通用会计准则财务指标应仅作为参考。

图表 49：非通用会计准则净利润与净利润比较



来源：公司、农银国际证券



综合损益表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
产品净收入	416,109	510,734	582,538	688,122
服务净收入	45,911	66,154	86,427	109,731
总收入	462,019	576,888	668,965	797,852
产品成本	-396,066	-492,467	-568,642	-677,396
毛利	65,953	84,421	100,323	120,457
物流费用	-32,010	-36,968	-41,934	-49,109
营销费用	-19,237	-22,234	-25,778	-29,913
技术和内容费用	-12,144	-14,619	-15,284	-17,271
一般及行政开支	-5,182	-5,490	-4,773	-4,514
处置收益	0	3,885	0	0
营业利润	-2,619	8,995	12,554	19,649
利息收入	-1,113	-1,738	-1,600	-1,600
利息支出	2,118	1,786	1,600	1,650
应占股权投资利润	-855	-725	-850	-900
其他	95	5,375	100	100
所得税前利润	-2,374	13,693	11,804	18,899
所得税费用	-427	-1,802	-2,058	-3,361
所得税后利润	-2,801	11,890	9,746	15,539
非控制权益	-309	-293	-250	-250
净利润	-2,492	12,184	9,996	15,789
股份补偿	3,660	3,695	2,163	1,893
摊销	1,806	885	1,338	1,596
减值/投资公允价值变动	808	-745	0	0
其他非核心项目	-321	-5,269	-449	-651
非通用会计准则利润	3,460	10,750	13,049	18,627
增长率				
收入 (%)	27.5	24.9	16.0	19.3
毛利 (%)	29.8	28.0	18.8	20.1
经营利润 (%)	213.8	-443.4	39.6	56.5
净利润 (%)	-2,239.3	-588.8	-18.0	57.9
非通用会计准则利润 (%)	-30.4	210.7	21.4	42.7
财务比率				
营业利润率 (%)	-0.6	1.6	1.9	2.5
净利润率 (%)	-0.5	2.1	1.5	2.0
非通用会计准则利润率 (%)	0.7	1.9	2.0	2.3
股东权益平均回报率 ROAE (%)	-4.4	16.7	10.9	14.7
资产平均回报率 ROAA (%)	-1.3	5.2	3.5	4.9

来源：公司、农银国际证券预测

*自 2020 年 3 月 13 日发布英文版报告后，没有对盈利预测和财务状况预测进行修改



合并资产负债表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
固定资产	38,112	37,352	53,852	70,352
投资	47,258	56,993	56,993	56,993
其他非流动资产	18,939	26,284	29,184	32,084
非流动资产	104,309	120,629	140,028	159,428
现金	37,502	39,912	39,131	44,734
短期投资和投资证券	2,036	24,603	24,603	24,603
存货	44,030	57,932	64,445	76,770
应收账款	11,110	6,191	25,659	30,603
其他流动资产	10,178	10,457	10,457	10,457
流动资产	104,855	139,094	164,294	187,165
总资产	209,164	259,723	304,322	346,594
应付账款	93,003	106,507	137,596	160,837
借款和票据	4,545	0	0	0
其他流动负债	23,314	33,510	33,510	33,510
流动负债	120,862	140,017	171,106	194,347
应付款和应计项目	309	226	226	226
借款和票据	9,874	10,052	10,052	10,052
其他非流动负债	1,291	8,805	8,805	8,805
非流动负债	11,474	19,082	19,082	19,082
负债总额	132,336	159,099	190,188	213,429
夹层股权	15,961	15,964	15,961	15,961
股东应占权益	59,771	81,856	95,616	114,897
非控制性权益	1,096	2,804	2,554	2,304
权益总额	60,866	84,660	98,169	117,201

来源：公司、农银国际证券预测



合并现金流量表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
经营性现金流	20,881	24,782	19,110	24,631
投资现金流	-26,078	-25,349	-25,000	-25,000
融资现金流	11,220	2,573	-	-
汇率影响	1,681	405	-	-
净现金流量	7,704	2,410	-5,890	-369

来源：公司、农银国际证券预测



权益披露

分析员,周秀成,作为本研究报告全部或部分撰写人,作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率
市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)21478863