

联系信息

联系人：贺霞

电话：010-65363607

电子邮件

cy@people.cn

地址：北京市朝阳区金台西路2号人民网财经研究院

邮编：100773

微信公共平台：

金台公司观察



人民网财经简报系列

# 金台公司观察

报告编号：C2013006

执笔：邹光祥 贺霞 责任编辑：邹卫国

2013年3月26日星期二

# 燃烧的京东

1

## 目录

写在前面.....	2
一，京东模式本质：类金融.....	4
二，对京东财务特点的推断.....	6
三，京东模式的支柱（一）：供应商控制力.....	10
四，京东模式的支柱（二）：现金收益模式.....	13
五，风险控制：速度的意义重大.....	15
六，京东的 IPO 问题.....	16
七，总结：京东模式的关键词.....	18

面对近十年风起云涌的电商革命，以及各式所谓创新商业模式，人民网财经研究院进行了深入研究。我们以民众热议的“颠覆者”京东商城为样本，全面系统剖析其商业模式、核心竞争力、管理架构、用户体验等，力图为行业良性发展和有序竞争提供借鉴和经验。

我们研究的主体是：北京京东叁佰陆拾度电子商务有限公司及其业务相关企业，其运营京东商城（www.360buy.com），以下简称京东。作为比照的样本，我们选取了苏宁云商集团股份有限公司（002024.SZ），以下简称苏宁。

我们的研究基本结论是：**京东的基本商业模式并没有摆脱上一代的“类金融模式”的格局**，只不过，电子商务成为了这种新商业模式中的一个新增变量。“类金融模式”的核心商业模式没有变化，目前正在进行的变革，是类金融模式的升级过程。

从商业模式看，**B2C 难以摆脱低毛利陷阱**，走类金融模式，是现有零售电商业者突破的最可能途径。用一句话概况：**B2C 已死，类金融求生**。

**“市场规模大、高标准化、毛利低”**的产品领域，是京东深耕的核心领域。京东商城在运营成本上，并不具备优势，加之产品选择的特点，使得京东商城主业相关毛利长期维持低位，其他业务收入将成为提升利润的主要切入口，但依靠这些收入盈利是小概率事件，我们倾向于认为，京东的现金收益率，是决定京东能否盈利的关键。

关键在于：目前的京东还没有找到足够超越主营业务亏损、高回报的现金使用渠道。与此同时，京东自身特点和行业环境，使得京东商城用户获取成本短期难以下降，良性生态形成还需要巨大的投入，人员急剧膨胀，带来的成本上升及管理挑战无可回避。

京东商城未来或转向“零售+投资”的路径。不过，京东商城的股权结构，其投资业务与京东的估值问题、投资人的变现问题纠缠到了一起，正是由于各种约束的存在，京东的转向存在诸多困难。

京东的销售额连年大幅度上涨，但根据我们的估算，估值水平每年都在大幅下降，估值水平的连年下降，说明投资者对京东的认同程度在下降。

**B2C 已死，类金融求生**

投资者对京东的认同程度在下降

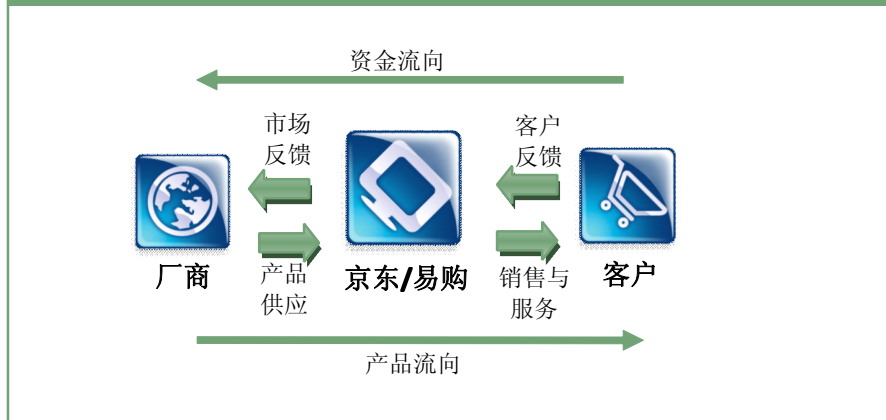
---

作为一个比照的对象，我们判断：苏宁云商的收入将地产化。这家公司基于类金融模式的资金积淀，将在大规模转向商业地产。苏宁云商未来的架构中，零售业务（店商+电商+零售服务商）成为成本中心、资金中心，商业地产业务成为主要利润中心的架构。由此，苏宁云商也将转化为利润的主要来源于地产业务的公司。

一， 京东模式本质：类金融

虽然缺乏透明的数据，但是京东有很多可比的公司，苏宁易购可以作为京东商城业务特点的参考对象。

图示：苏宁易购和京东的业务模式核心是一样的



我们讨论的出发点就基于我们发现的**主要 B2C 厂商的财务特点：负现金流需求**。

我们将“现金流需求”定义为企业为满足业务必需，需要企业另行筹集的现金需求。流动资金供给与需求间的差额反映了公司的净现金需求。

如果现金流需求为负，则企业的经营周期内不仅不需要提供资金，反而会从生产经营中产生一定的富余现金。

作为一个可比照对象，可以发现，苏宁易购的现金流需求就是为负的。

苏宁易购已没有净资本，资金由供应商占款支持

专栏 1：苏宁易购已没有净资本，资金由供应商占款支持

苏宁易购于**2010年12月**成立，注册资本为**5000万元**，其中，苏宁出资**3000万元**，对应**60%**的股权。

苏宁中报显示，苏宁易购少数股东权益为**-2030.2万元**，根据股权比例计算，注册资本已经于**2012年6月30日**前耗尽。

苏宁易购的账面资金来源，应该源于对供应商的占款。**2012年**，苏宁线上业务实现销售收入**152.16亿元**。虚拟产品代售业务规模约**15亿元**。据苏宁**2012年业绩快报**，**2012年半年度报告**

京东相对于苏宁易购（苏宁旗下在线零售平台）而言，是一个领先者，基于苏宁易购的数据比照，我们的判断是：与苏宁易购表现类似，京东

负现金流需求，是这个商业模式能够展开的前提条件，也决定了京东商业模式的本质

---

商城也具有“负现金流需求”的财务特点。京东来自应付款项的资金来源，大大高于生产经营上存货、应收账款等流动资产的资金占用。

负经营现金流需求，是这个商业模式能够展开的前提条件，也决定了京东商业模式的本质。

为了让我们更容易理解这个模式，我们将这个模式归类为：类金融模式。这个模式的基本内涵，过去几年有非常多的讨论。苏宁和国美电器是类金融模式的主要开创者。

## 二，对京东财务特点的推断

国美和苏宁急剧扩张之时，关于类金融模式的讨论非常多。类金融模式基本的框架就是：企业利用规模优势和渠道优势，吸纳、占用供应商的资金，通过滚动方式供自己长期使用，从而得到快速扩张、多元发展的经营模式。

类金融模式保证苏宁与国美获得运营资金，并支持了苏宁与国美主营业务的快速发展。总体而言，国美运用类金融模式比苏宁更加激进，后来由于实际控制人黄光裕犯罪问题，国美发展受到重大挫折。苏宁则相对稳健，已经成为中国最大的电器零售集团。

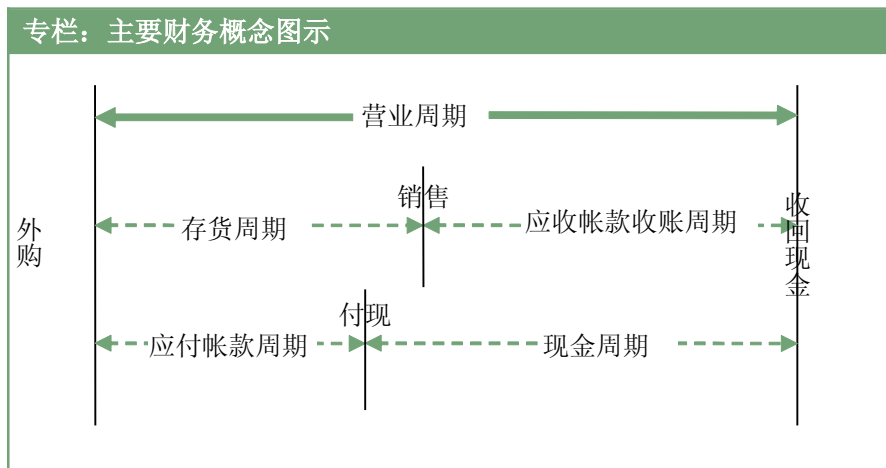
如果从类金融模式来考察企业，苏宁是一个比较好的比照对象。我们推断，京东商城应具有类似特点，并在部分领域会表现得更加极端。

整体上，企业占用供应商资金的基本方式是，加快收款，拖慢付款。在运营中，类金融模式的财务特点主要体现在“五高五低”。

### 1，应付款项高、低银行借款

为了便于理解，我们将主要财务概念图示如下。

类金融模式的财务特点主要体现在“五高五低”。我们推断，京东商城应该都符合类似的特点，而在一部分领域会表现得更加极端



京东的下游是一般网购消费者，采取线上支付的为即时到帐，货到付款则在24小时左右。在上游向供应商或者贸易商采购，收到现金之后，有一段时间的结账周期。若平均帐期45天，则可以获得年销售额的1/8，压款。以京东2012年600亿销售额为例，平均月滚动压款75亿元。

另一方面，公开资料没有显示京东在银行有大量贷款，从企业民营属性、公司连续亏损的企业基本面看，京东应该没有条件从银行取得大量贷款。

因此，总体上，京东体现出应付款项高、低银行借款的财务特点。

## 2， 资产负债率高、有息负债率低或者为零

由于应付款项高，低银行借款。其中，基于京东对供应商的地位，应付款项可能没有利息支出，其带来的现金还会带来利息收入，因此在资金构成中，京东总体的特点是高资产负债率和低有息负债率。

## 3， 利息收入高、利息支出低

由于前述第二个特点，我们预计京东的利息收入高，利息支出低。

另一个方面，这可以从京东创始人、CEO刘强东透露的数据可以看出（2013年3月23日，刘强东在清华大学经管学院的“创业创新领导力论坛”上的讲话）。京东来自金融的收益去年（2012年）达到1.5亿，今年（2013年）至少3.5亿。

## 4， 净现金需求越来越少，亏损越来越大

在初期，由于在线零售冲击了原有销售体系，销售规模也不大，话语权有限，货源存在问题，随着京东销售规模的扩大，净现金需求的趋势是需求越来越少。

我们预计，目前的情况下，京东的净现金需求可能为负，即京东在经营的过程中，现金应该在被不断生产出来。

需要注意的是：虽然现金在经营过程中被不断生产出来，但并不代表企业就会盈利。事实上，对于京东而言，很多现金被以亏损或固定资产投资的方式消耗。这是京东不断补充资本金的重要原因之一。

京东商城在运营成本上，并不具备优势。在此情况下，京东的低价就只能靠超低毛利率和巨额亏损来维持，但是单纯烧钱的方式显然是无法持续的。

**图表：2011年京东和苏宁运营效率对比**

（根据公开资料整理）

	京东	苏宁
成本费率	10.4%	10.5%
其中		
物流	6.6%	0.6%

广告	2.3%	1.29%
其他费用	1.5%	8.61%
实现销售收入	210 亿元	939 亿元
净利润	-10 亿元	48 亿元
应付帐款周期	38 天	36 天
库存周转	35 天	54 天

通过对比可以有如下的结论。

1) 电商与传统实体并无成本和竞争优势，双方运营成本基本相同。京东 2011 年净亏损率达 5% 左右，反映京东在商业运营上的困境。

2) 苏宁基于长期大规模采购所具备的议价能力和采购成本优势，苏宁可能在供应商方面的价格空间更大。

3) 京东需大量投入广告以维持流量增长。没有巨大的广告推广投入，京东将无法获得不断增长的流量。

4) 应付帐款周期：京东的应付账款周期为 38 天，苏宁的为 36 天，京东没有在厂商合作模式上有所突破。

5) 库存周转。京东较之有一定优势，但库存周转并不是单纯运营效率高低的问题，“销售产品越单一，销售地域越集中”，库存周转就具有天然的优势。品类的不断拓展，SKU (Stock Keeping Unit, 最小存货单位) 数量几何增长，长尾商品增多，配送地域也在不断扩大，京东能否保持目前的库存周转，甚至是否能比苏宁做的更好，尚未有定论。从京东早期披露的库存周转在 15 天，到后来公开的 35 天，京东面临巨大挑战。

6) 人员薪资成本。按照前期相关数据简单估算（2 万人，人均按 5 万元/年计算），京东每年估计有 10 亿元以上的人员薪酬成本。

7) 由于主营业务收益空间不大，京东必须找到其他领域的收入来源。由于现金是京东的重要资源，因此走类金融模式是注定的。

### 5, 毛利率较低，其他业务收入走高是趋势

由于类金融模式的特点，高标准化的、低毛利、销售规模大的产业，供应商竞价能力低，是类金融模式最容易切入的领域。我们估计京东未来的毛利率会上升，但幅度有限，并可能在一定时期内保持低毛利率情况。

我们估算，2012 年京东商城的综合毛利在 6% 左右，亏损率 5%。

我们估计京东将长期保持低毛利率的情况



从京东的发展趋势看，主营业务毛利率很低，其他业务收入将成为主要切入口，未来规模走高是必然的趋势。

由于主业相关毛利很低，其他业务收入将成为主要切入口，依靠这些收入能否盈利，存有悬念，我们倾向于认为，京东的现金收益率，是决定京东前途的关键

#### 专栏：京东主业相关的其他收入

*（不完全列举，相关数据根据公开资料整理）*

**利息收入：**沉淀资金形成。通过存款利息和银行理财产品获得。

**毛利保证：**保证京东的总毛利额不低于 100 万元，若低于 100 万元，供应商必须补足。

**品牌服务费：**每个厂商估计 20 万元。

**促销费：**促销活动中供应商需要承担部分成本。

**广告费：**在京东商城网络首页、频道位置的焦点图、Banner 广告位置及多个入口位置对供应商收费。

依靠这些收入能否盈利，存有悬念。我们倾向于认为，京东的现金收益率，是决定京东前途的关键所在。

我们认为，类金融模式有两个支柱：一个是零售业务，解决资金来源、资金周期和成本问题；一个是投资，解决投资收益问题。

京东的零售业务，决定了其能够动用的资金规模、使用时间和资金成本。这个问题的核心是供应商控制力。

京东的另外一个方面就是投资收益问题，这些投资可以进入债权、债券、证券投资、股权投资、房地产投资以及其他投资等，接下来逐个展开。

### 三，京东模式的支柱（一）：供应商控制力

由于资金主要来源于供应商，那么对供应商的控制力越大，才能够享受的信用期越长，来自其他方面的收益也越多。

京东商城的销售规模在其中扮演关键角色：一方面，这是京东对供应商话语权的重要来源；另一方面，销售规模决定了可能的融资规模。

#### 专栏：京东的供应商控制力

目前京东拥有 **13000** 多个 **POP** 平台卖家。从实际情况来看，京东目前以经销为主，开放平台商品数量占总数约两成。

京东商城的 **POP** 平台模式下，商家所有交易额在账期内都在京东账户里。商家与京东采取 **3** 种方式结算，结算周期分别为一个月、半个月和每自然旬，加上 **15** 天对账期，长的账期可达 **45~60** 天。

供应商对于京东的结款周期说法不一。从 **60** 天到 **120** 天不等。若取平均值 **90** 天计，京东 **2012** 年应付货款大约 **148** 亿元。

其中，在提升与供应商的谈判筹码、在决定供应商控制的诸多因素中，如下几个方面比较重要。

#### 1，产品选择

京东的主要产品在 **3C** 领域，这个领域的产品符合“市场规模大、高标准化、毛利低”的特点。高标准化的、毛利低的产业，供应商竞价能力低，这些领域主要分布在家电、**3C** 领域。我们认为，京东将继续在此领域深耕。

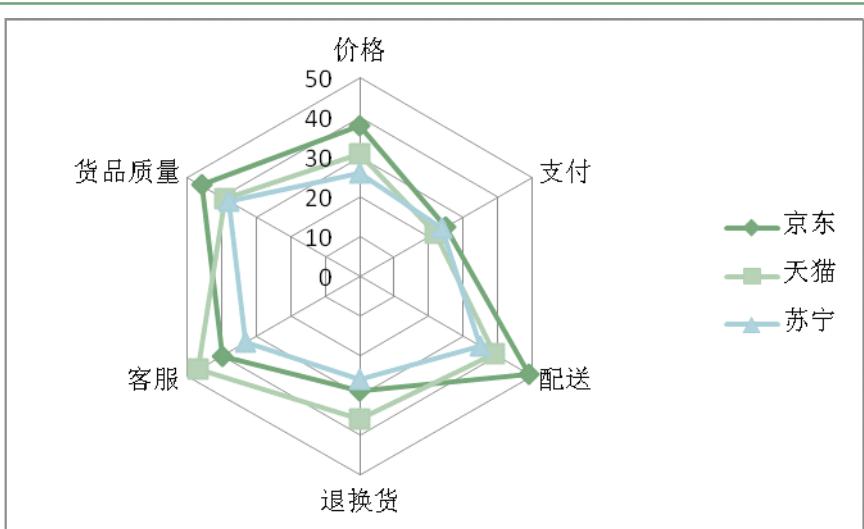
#### 2，对消费者的服务价值

销售的实现必须通过消费者实现，所以如何保持庞大的客户数量，是京东的核心利益。京东必须持续以低价和优质服务吸引消费者，以保持竞争优势。

现阶段，网购用户价格非常敏感，那么用户获取成本就会非常高。电商网站自己贴钱让利，吸引购物的方式是不可持续的，仅仅以价格敏感为驱动力，吸引来的用户，是否具有粘性也是值得怀疑的。

#### 图表：消费者对于网商的购物体验

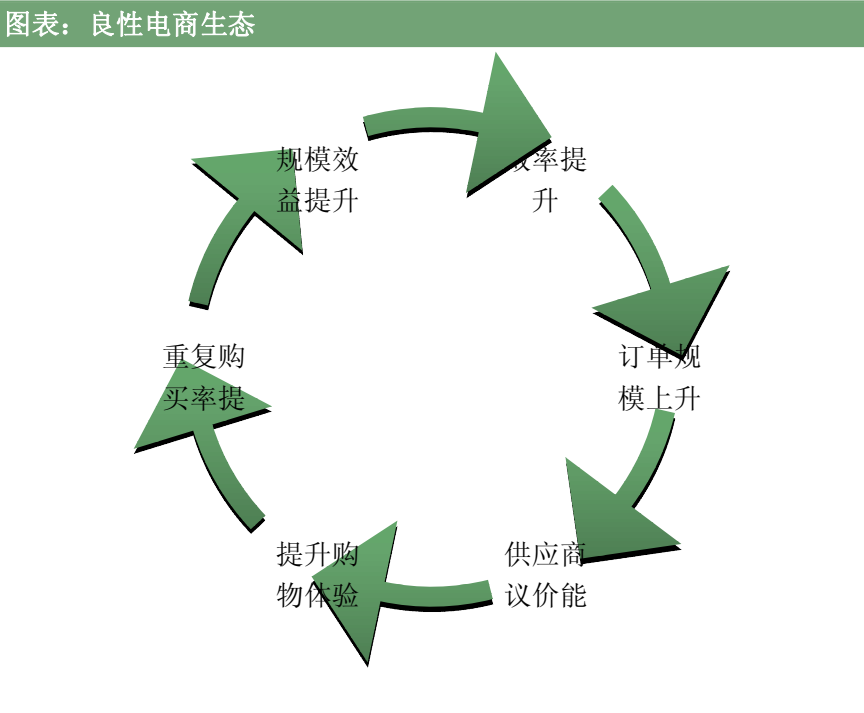
“市场规模大、高标准化、毛利低”的产品领域，是京东深耕的核心领域



注：人民网财经研究做了抽样调查，调查时间为3月22日-3月26日，参与调查者网购年龄最长者10年，最短短3年，平均网购年龄为5.47年。因样本数量有限，调查仅供参考。

京东自身特点和行业环境，使得京东商城用户获取成本短期难以下降，良性生态形成还需要巨大的投入

基于用户价值考虑，京东必须持续投资于物流、IT 系统以提升用户体验。目前，京东在致力于一个良性生态循环。



不过，现阶段京东自身特点和行业环境，使得京东商城用户获取成本短期难以下降，良性生态形成还需要巨大的投入。主要是如下几个方面的理由：

- 1) 竞争，天猫（阿里巴巴集团旗下电商平台，*tmall.com*）平台式电商拥有大规模自有用户，数据丰富，并开始完善物流体系；苏宁、国美在

线上、线下的布局正在完善；以易迅（腾讯旗下平台，51buy.com）为代表的追兵携社交网络之优势，依靠母公司强大的财力支持，都具备超越京东的潜力。

2) 用户习惯。用户对价格敏感，导致价格战、高强度广告营销等现象，这些造成行业性的用户获取成本高，且缺乏粘性。

#### 专栏：用户成本

根据我们的访谈资料调查，网商平均需要花费 **180** 元才能获得一个客户，最低的成本是 **30** 元—**50** 元。另外，目前单个订单金额平均在 **160** 元左右。**80%** 的人只购买 **150** 元—**180** 元的商品。

来源：业内访谈资料

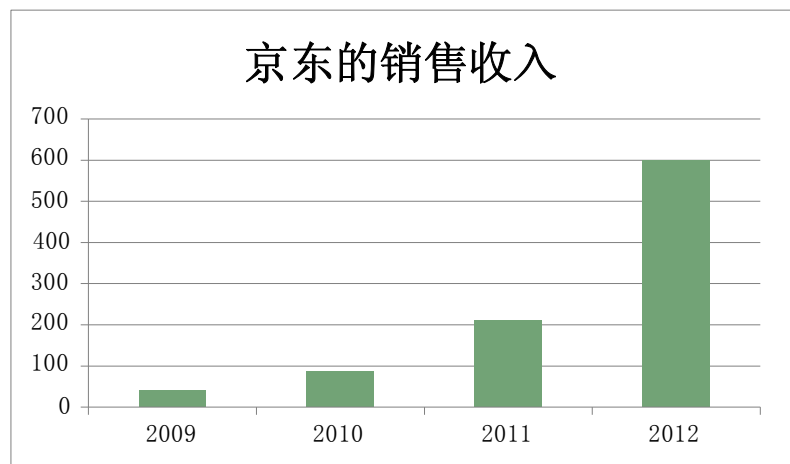
3) 人员成本，京东的员工数量正在急剧增长。人员扩张带来管理成本上升，管理难度上升，效率可能下降。

### 3. 对供应商的渠道价值

网点规模、布局及销售规模是零售企业的主要价值点。京东商城一贯宣传其销售规模及增长，其重要作用之一就包括对供应商的渠道价值影响。事实上，要扩大对供应商的控制力，京东商城必须持续扩大销售规模。

持续扩大销售规模，需要放弃毛利。这就是京东亏损的主要原因。

图表：京东的收入增长



四， 京东模式的支柱（二）： 现金收益模式

自我挖潜， 京东是提升毛利的主要手段， 因此我们推断， 即使零售毛利上升， 但是上升空间非常有限

从付款条件看， 京东再次向供应商挤压的空间已经不大， 自我挖潜， 是提升毛利的主要手段， 因此我们推断， 即使京东零售毛利上升， 上升空间也非常有限。

专栏： 京东的管理问题

依靠 IT 技术提高供应链管理效率是大型零售商普遍采取的方式， 京东近几年开始加大对 IT 技术的重视， 希望利用 IT 技术与供应商实时交换商品销售数据、 运输及订货信息， 提高运营效率， 从而有能力持续实现降价销售。 当然， 京东 IT 系统建设才刚刚开始， 全面通过技术手段提升效率， 还需要时间沉淀下来的经验做铺垫。 除了花费京东大量资金外， 还需大量人力资源投入。 京东在 2012 年就展开了大规模的招聘， 2012 年 3 月， 据 TechWeb 引述京东的消息， 仅在 2012 年前两个月， 就新增员工 4000 余人。 新增人员 80% 进入供应链和服务体系， 主要负责技术研发、 采销系统、 仓储系统、 以及客服系统。 可以预期的是， 人员急剧膨胀， 带来的管理挑战无可回避。

人员急剧膨胀， 带来了管理挑战无可回避

通过零售业务， 京东商城积累了大量的现金， 但也必须为此付出巨大成本。 如果这些现金使用不善， 或者收益率不高， 则会引发重大风险。

目前， 在财务收益方面， 是现金收益模式的重要组成部分。 作为一个对照， 继续在财务收益方面有所突破， 是非常困难的事情。 苏宁的财务费用水平可以做一个参考。

图表： 现金的财务收益

	2012 年	2011 年
京东商城	3 亿元	1.5 亿元
苏宁云商（根据财务费用项目计算）	1.7 亿元	4.0 亿元

根据我们的研究结论， 对于可参照对象的苏宁， 虽然冠以“云商”的帽子， 但其本质依然走的是“零售+地产”模式。

地产业务拥有比零售业高得多的回报率， 因此“零售+地产”的模式， 可以将零售带来的庞大现金流充分利用起来以赚取更多的利润。

我们预计其未来的格局是：随着零售竞争激烈化，零售越来越成为成本中心，但会提供资金支持，作为商业地产利润中心的基础。

#### 专栏：苏宁的房地产投资

截至**2012年6月30日**，苏宁持有的土地使用权原价合计**44.7亿元**，其中**2012年上半年**，新增**7.6亿元**。

苏宁投资性房地产账面金额**2012年三季度末为12亿元**。比年初数增加**68%**。这些增加部分，主要系苏宁将自有物业转租，来源于苏宁的固定资产项目。

数据来源：苏宁**2012年三季报**；**2012年半年报**

14

将现金用于银行理财业务是很多现金富裕的上市公司的共同做法，我们估计这也是京东现金使用的主要方式

京东商城必然转向“零售+投资”的模式，但股权结构决定了京东的资本运作路径，京东自身现金投资业务与京东的估值问题、投资人的变现问题纠缠到了一起，正是由于各种约束的存在，京东的转向受到约束。我们判断，京东账面现金使用局限于主营业务相关的领域。

具体而言，将现金用于银行理财业务是很多现金富裕的上市公司的共同做法，我们估计这也是京东现金使用的主要方式，刘强东透露其在**12年**的金融收入是**3亿元**。按照其可动用现金资产估算，其收益率在年率**5%左右**。

京东不太可能大规模展开房地产投资，若其要上市，不符合投资者的要求。虽然以物流中心建设囤地，可以获得土地增值收入，但这些部分很难变现，并确认为利润。

将占用资金从事股权投资业务，不符合公司定位，投资期间也不匹配。

金融衍生品投资，风险太大，这取决于京东股东的态度。京东拥有比较好的投行关系，不排除在这些方面有所投资的可能性。

从目前的情况看，可以见到的领域是小额贷款和以供应链金融为突破口的金融领域。在我们看来，京东还没有找到足够超越主营业务亏损的高毛利回报的渠道。

#### 专栏：京东的金融业务

供应链金融服务，是以商业企业信用为基础保证，以应收账款做抵押，由银行向商业企业上游供应商提供的一种短期贷款业务。

京东的供应链金融产品已从五大国有银行以及数家股份制银行，申请了总计**50亿元**的授信额度。

此模式下，供应商在完成对京东的送货后即可与京东对账，核对无误后，京东给银行指令，银行将贷款金额提前给供应商结清。待账期规定的结款账期日到达，京东将贷款（本金）还给银行，供应商则将手续费（利息）付给银行，利息计算从供应商得到贷款日开始到京东还款日为止。有报道称，供应商资金成本相当于**7%**的年化利率，京东可

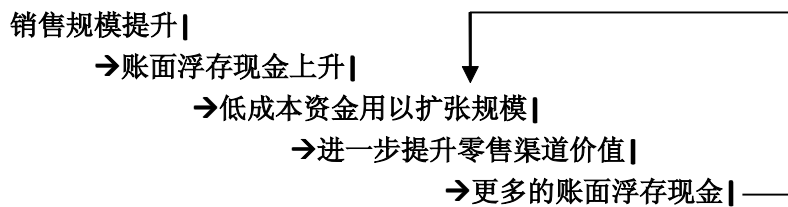
---

从中获得分成。

## 五，风险控制：速度的意义重大

类金融模式的重大风险就是挤兑。一旦“应付款项”受到挤兑，公司就会破产。因此，类金融模式风险的防控，就是通过提升速度，打通资金循环体系。

图表：资金循环体系



从资金循环中可以看出，在提升运营效率的过程中，存货周转要快，高效的营运速度就会使得大量资金沉淀。如果速度放慢，资金积累速度下降，现金积累就会下降，现金的流失，会导致连锁反应，包括竞价地位下降、付款周期变短，进而进一步压缩现金流，最终陷入恶性循环。

京东的关键指标如下表。

图表：京东的现金状况



根据京东 CEO 刘强东公布数据整理



## 六，京东的 IPO 问题

对于京东而言，IPO 是一个不可避免的话题，其股东都是股权投资人，其进入京东的目的，就是希望能够在京东做大以后，高回报退出。

京东上市的首选地是美国等海外资本市场，面对近几年中资概念股的神话褪去，京东若不能实现较好的财务指标（营收、毛利率等），在美国市场 IPO 难度较过去增大不少。

京东已经进行了 4 轮融资，相信推动京东尽早上市成为各方最优选择。基于京东特殊的商业模式，如何给京东估值，成为横亘在上市之门的一道难题。

京东估值的比照对象为亚马逊，由于京东没有实现盈利，以销售收入倍数为基准估值。但是，究竟定价到销售收入的多少倍，是一个争议问题。

一般的比较看，亚马逊毛利率达 20%，是高速发展的盈利企业，而京东净亏损，依照京东的情况，股值标准会有所折扣。如果定价为销售额的 0.5 倍，京东商城预计 2013 年销售收入 700 亿元，则京东商城的估值为 350 亿元。

2011 年京东 C 轮融资时，俄罗斯亿万富豪乌斯马诺夫投资 5 亿美元获得 5% 股份，若 5 亿美元完全用于增资扩股的话，则京东彼时估值 100 亿美元，市销率约 3 倍。也有业内当时称当时的估值是 72.5 亿美元，按此计算的市销率为 2.2 倍。

2012 年 5 月，京东在香港召开上市前的推介会。会后传出的消息显示，京东希望获得的估值为 100-120 亿美元，但投行估值则为 60 亿美元，2011 年销售收入 210 亿元，对应的市销率约 1.5 倍。

目前的 D 轮融资时，2012 年销售额是 600 亿元，估值 72 亿美元。此时，估值水平是市销率约 0.7 倍。

京东能否顺利上市，不仅取决于自身的盈利，更取决于美国等海外投资者对京东的认同，销售额在上涨，但估值水平每年下降一半，说明了投资者对京东的认同程度在下降。

无论如何，如果京东要赢利的话，取决于几个变量：营收的规模；可自由动用的现金占营收的比例；亏损率和现金的年回报率。

销售额在上涨，但估值水平每年下降 50%，估值水平的连年下降，说明了投资者对京东的认同程度在下降

表格：最低现金回报率的测算			
主营业收入	100	100	100
可使用现金 (占收入比重)	1/6	1/12	1/24
亏损率	1%	1%	1%
要求最低年收益率	6%	12%	24%

上表分别设定了可投资用现金占总营收的 1/6，1/12，1/24 的情况，分别对应完全使用供应商 2 个月、1 个月和半个月的压款，在这三种情况下，亏损率每变动 1 个百分点，要求的年现金回报率分别要变动 6%，12%和 24%。

综合各种信息来源判断，目前京东的亏损率在 5%以上，从这个简单测算可以看出，若要补偿这个亏损，若使用供应商压款 2 个月的资金，则现金收益率要达到 30%，显然，大多数行业的收益率太低，并不足以补偿这个亏空。

我们用几组关键词来概括京东商业模式的关键。

### 1) 类金融，商业模式无根本性创新

与传统零售企业相比，京东商城在商业模式上并无根本性创新，目前也并不具备被市场一致认可的“成本优势”。京东商城或许会转向“零售+投资”的路径。不过，京东商城的股权结构，其投资业务与京东的估值问题、投资人的变现问题纠缠到了一起，正是由于各种约束的存在，京东的转向存在诸多困难。

### 2) 长期低毛利

“市场规模大、高标准化、毛利低”的产品领域，是京东深耕的核心领域。京东商城在运营成本上，并不具备优势，加之产品选择的特点，使得京东商城主业相关毛利长期维持低位，另外，基于迅速打开规模的考虑，确保资金池安全以及历史路径依赖，京东必须持低毛利策略。

### 3) 估值水平遽降

根据公开的数据计算，京东的销售额连年大幅度上涨，但估值水平每年下降一半，估值水平连年下降，说明了投资者对京东的认同程度在下降。

### 3) 现金使用是关键

其他业务收入将成为提升利润的主要切入口，但依靠这些收入能否盈利，存有悬念。因为投资和货款结算周期的原因，京东商城账目现金积累较多。筹划账面现金与账期匹配的投资可以获得收益。这也决定了京东最终能否盈利，能否可持续发展。**我们倾向于认为，京东的现金收益率，是决定京东投资价值的关键因素。**

### 4) 燃烧的京东

京东还没有找到足够超越主营业务亏损的高毛利回报的现金使用渠道。与此同时，京东自身特点和行业环境，使得京东商城用户获取成本短期难以下降，良性生态形成还需要巨大的投入，人员急剧膨胀，带来了管理挑战无可回避。

京东的现金收益率，是决定京东的投资价值

---

**总体结论：**京东商城的商业模式没有根本创新，成本没有显著优势。京东仍然面临着巨大的挑战：良性商业生态形成、IT 技术、物流体系仍需大量投入。苏宁云商、易迅等极具挑战的竞争，甚或被超越。京东未来仍需大量资本注入。投资者需要为下一轮融资做准备，其海外上市存在诸多不确定性。

本报告是基于研究员认为可靠的已公开信息，并已落实内部信息核实流程，但本单位不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅供参考。