2019. 6. 4

징동닷컴(JD.com) (JD US)

이커머스 2인자의 재도약

황선명
Analyst
sm8.hwang@samsung.com
02 2020 7515

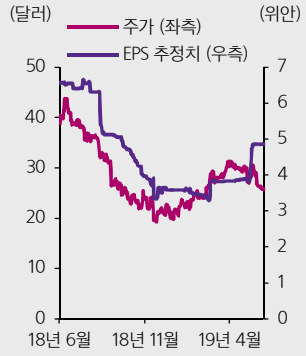
AT A GLANCE

현재주가	25.8 USD
블룸버그 평균목표주가	34 USD
시가총액 (달러)	37.5 십억 달러
시가총액 (원)	44.2 조원
52주 최저//최고	19.2 / 45.2 달러
90 일-평균거래대금	0.5 십억 달러
국가	CH
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Internet

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
JD.com (%)	(14.3)	20.1	(32.5)
Nasdaq 대비 (%pts)	(4.1)	17.7	(28.9)

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

WHAT'S THE STORY

재도약을 시작하는 2위 기업: 징동닷컴은 전자상거래 시장점유율 19%의 2위 기업으로 가전제품 판매의 강자로 성장. 2018년 GMV는 1.67조 위안으로 업계 2위를 유지했으나, 연간 구매고객 수는 핀둬둬에 밀려 업계 3위가 되면서 시장의 우려를 일으킴. 하지만 징동닷컴은 지난 5월 텐센트와 3년간 전략적 협력 갱신으로 위챗 플랫폼을 통한 고객 유입 강화, 이 외에도 수익성 개선을 위한 다양한 시도를 진행하고 있어 우려보다는 긍정적 시각으로 개선 추세의 확인이 필요.

수익강화 전략 1) 수익성 중심으로 비즈니스 모델 전환: 징동닷컴의 전자상거래 사업 모델은 고가 가전 중심의 직매입과 전국 배송망 구축을 중심으로 성장. 하지만 중국 전자상거래 산업이 중개서비스(마켓플레이스)와 소셜커머스 중심으로 발달함에 따라, 징동닷컴도 가전제품 직매입 중심에서 마켓플레이스 사업 강화, 제품 다양화 등을 추진. 더불어 럭셔리, 신선식품, 공동구매 등 전자상거래 세부섹터의 강화로 2위 기업의 입지를 강화.

수익강화 전략 2) 글로벌 선두기업들과의 협력: 텐센트, 월마트, 구글 등 글로벌 선두 기업들이 징동닷컴에 지분 투자로 전략적 제휴를 강화. 이들은 중국에서 유일하게 알리바바에 대응할 수 있는 유통 생태계를 모두 갖춘 징동닷컴의 잠재력을 높이 평가. 향후 텐센트의 스마트 리테일 선봉장, 월마트의 중국 이커머스 운영과 배송 지원, 구글 쇼핑과 협력 등의 시너지 효과 기대.

수익강화 전략 3) 유통의 경계를 지우다: 징동닷컴은 유통의 한계를 타파하여 서비스의 범위를 확대하는 전략을 선언. 유통 인프라 현대화로 제 3자 배송 서비스 개시, 소비자들이 온·오프라인의 제한 없이 소비하는 무경계 유통 전략 추진, 유통 경험을 컨설팅하는 리테일 서비스 업자로 新사업 청사진 제시. 향후 이러한 노력이 수익성 개선으로 이어질지 여부가 올해 투자가치를 결정하는 주요 포인트임.

밸류에이션 및 투자의견: 징동닷컴의 1분기 실적이 컨센서스를 상회하면서 현재 진행중인 수익강화 전략의 가능성을 입증. 단, 2019년 예상 P/E는 37배로 동종업계 대비 밸류에이션 부담이 존재. 따라서 수익성 향상에 따른 밸류에이션 부담 축소가 확인되기 전까지는 트레이딩 전략으로 대응하기를 권유.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018	2019E	2020E
매출액 (십억위안)	362.3	462.0	556.9	651.7
순이익 (십억위안)	(0.2)	(2.5)	7.0	10.6
EPS (adj) (위안)	(0.1)	(1.7)	4.8	7.0
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	흑전	45.0
EBITDA margin (%)	0.9	0.6	1.8	2.5
ROE (%)	(0.4)	(4.5)	8.6	6.2
P/E (adj) (배)	-	-	36.7	25.3
P/B (배)	7.4	3.5	3.8	3.5
EV/EBITDA (배)	111.5	68.2	24.3	14.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

기업 개요 - History

중국 전자상거래 2위 기업

징동닷컴은 전자상거래 시장점유율 19%의 2위 기업으로 고가 가전제품 판매의 강자이나, 직매입 모델의 저마진과 물류 비용 증가로 수익성이 부진했다. 기존에는 적자에도 불구하고 업계 2인자로 가치를 인정받았으나, 최근 유통의 변화 흐름에서 위기에 직면하고 있다. 2018년 GMV 1.67조 위안으로 업계 2위를 유지했으나, 연간 구매고객 수는 신생기업 핀둬둬에 밀려 업계 3위로 뒤쳐졌다. 이에 동사는 수익성 개선을 위해 다양한 시도를 진행하고 있으며, 1분기 실적이 컨센서스를 상회하면서 전략의 가능성을 입증했다.

수익성 강화 전략으로 기지개를 펴는 전자상거래 2위 기업

징동닷컴은 전자상거래 시장 점유율 19%의 2위 기업이다. 1999년 전자부품 대리상으로 시작하여 2004년 전자상거래 B2C 사업을 확장하며 성장했다. 소비자 가전, 생활 가전 등 고가 제품 판매에 강점이 있으며, 서비스 제고를 위한 자체 물류망 구축에 주력하여 중국의 대부분의 도시를 당일 배송으로 커버한다.

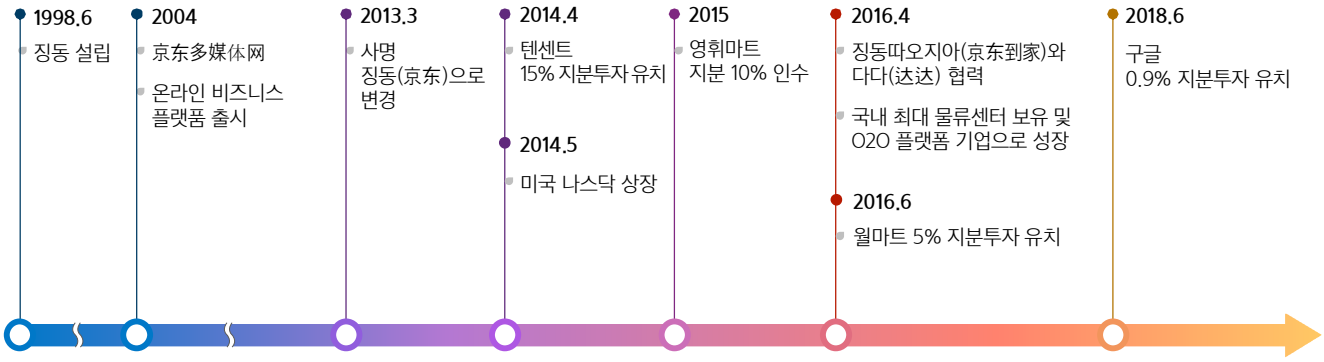
주요 주주로는 텐센트와 월마트가 있다. 텐센트는 2014년에 동사에 지분투자 후 투자 비중을 늘리며 최대 주주가 되었으며, 창업자인 류창동은 현재 2대 주주이다. 당시 텐센트는 직접 운영하던 전자상거래 플랫폼인 파이파이왕과 QQ 온라인쇼핑몰(QQ网购)을 징동닷컴에 양도했다. 월마트는 2016년에 지분 투자를 통해 주요 주주로 합류했다. 지난 5월, 1분기 실적발표에서 징동닷컴은 텐센트와 3년간 전략적 협력 갱신으로 위챗 플랫폼을 통한 고객 지원 명문화, 월마트 270여개 매장의 배송 전담 등을 공시하며 주요 주주와의 협력 강화를 공시했다.

동사는 소비자 신뢰를 중시하는 비즈니스 전략으로 매출은 고성장을 달성했으나, 직매입 모델의 저마진 구조와 물류비용 증가가 수익 개선의 발목을 잡고 있다. 기존에는 적자에도 불구하고 시장점유율 2인자의 가치를 인정받았으나, 최근 전자상거래 트렌드가 마켓플레이스와 소셜커머스로 전환함에 따라 그 입지가 위태로워지고 있다. 2018년 GMV 1.67조 위안으로 업계 2위 수준을 유지했으나, SNS 발달에 따른 소셜커머스의 부각으로 연간 구매경험 고객수가 핀둬둬에 이은 업계 3위로 밀려났다.

산업 트렌드의 전환, 신규 진입자의 위협, 물류비용 부담 증가 등 다양한 요인이 징동닷컴의 가치를 저하시키고 있다. 하지만 중국 소비시장의 성장성과 대주주 텐센트의 지원, 15년간의 전자상거래 사업 노하우, 장기간의 첨단기술 투자 등을 감안하면 2인자의 입지가 쉽게 무너지지 않을 것이라 판단한다. 징동닷컴 역시 위기 의식을 느끼고 마켓플레이스(Marketplace) 매출 확대, 제품 다양화의 노력으로 타개책을 찾고 있는 만큼 수익률 개선세가 확인되고 있다.

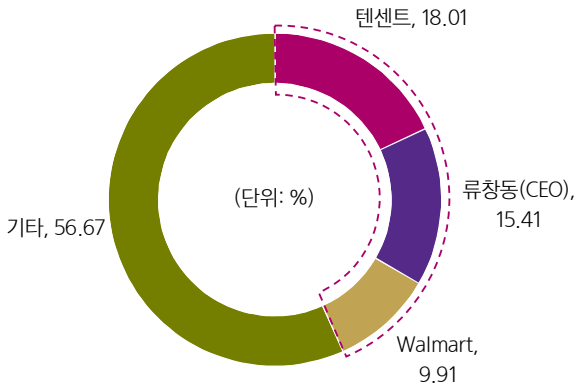
오늘날 중국 전자상거래 산업은 온·오프라인과 첨단기술을 융합하는 신유통 시대로 전환하고 있다. 징동닷컴은 자체적으로 제 3자 배송서비스 개시 및 무경계 유통 전략을 추진함과 동시에, 텐센트 스마트 리테일 전략의 중심축으로서 시장 변화를 선도 할 수 있을 것이라 판단한다.

징동닷컴 주요 연혁



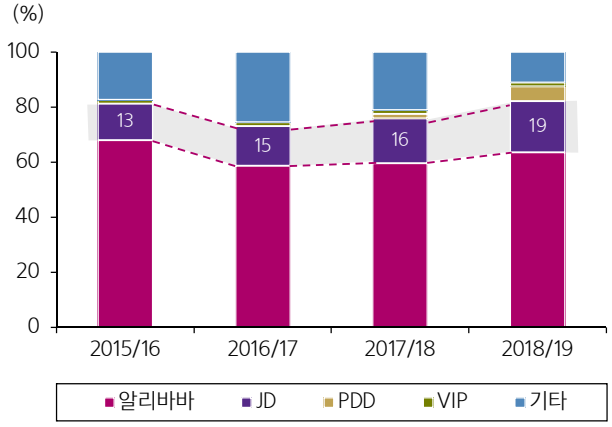
자료: 회사자료, 삼성증권 정리

주요 주주는 텐센트와 월마트



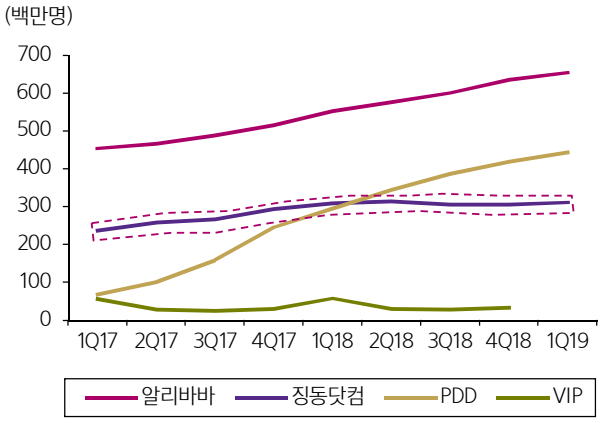
참고: 2019년 1분기 기준
자료: Wind, 삼성증권

2018년 GMV는 업계 2위를 유지하고 있으나



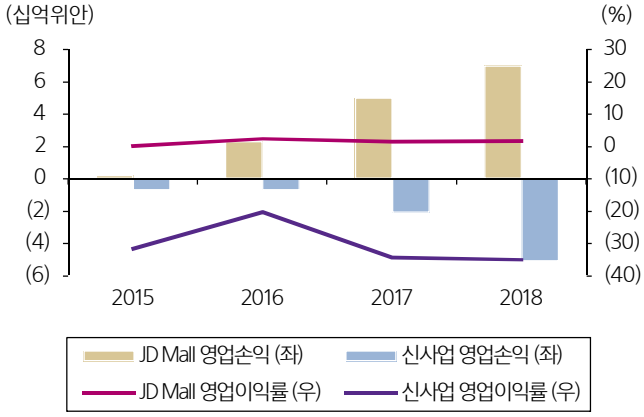
참고: 알리바바 회계연도는 3월 말 기준 (FY2019 → 2019년 3월말 결산)
자료: 각 사, 삼성증권

전자상거래 연간 구매고객 수는 3위로 밀려남



자료: 각 사, 삼성증권

현재 징동닷컴의 과제는 신사업(물류센터 등)의 영업이익 흑자전환



참고: 영업이익 non-GAAP 기준
자료: 징동닷컴, 삼성증권

수익강화 전략 1 - 품질 중시에서

수익성 중심으로 비즈니스 모델 전환

징동닷컴의 전자상거래 사업 모델은 고가 가전 중심의 직매입과 전국 배송망 구축을 중심으로 한다. 하지만 중국 전자상거래 산업이 중개서비스(마켓플레이스)와 소셜커머스 중심으로 발달함에 따라, 징동닷컴도 기존 가전제품 직매입 중심에서 마켓플레이스 사업 강화, 제품 다양화 등을 추진하고 있다. 더불어 럭셔리, 신선식품, 공동구매 등 전자상거래 세부섹터의 강화로 2위 기업의 입지를 강화하고자 노력 중이다.

비즈니스 모델 전환을 위한 절치부심

징동닷컴은 생활 가전/소비자 가전제품 판매 중심의 전자상거래 기업으로, 소비자 신뢰 구축을 위해 직매입과 전국 물류망을 구축하며 성장해 왔다. B2C 사업모델로 중국 전자상거래 시장점유율 19%, B2C시장 점유율 24%를 차지하는 업계 2위 기업이다. 2019년 1분기 기준, 징동닷컴 온라인 플랫폼의 입점 기업 수는 2.2만개에 달한다.

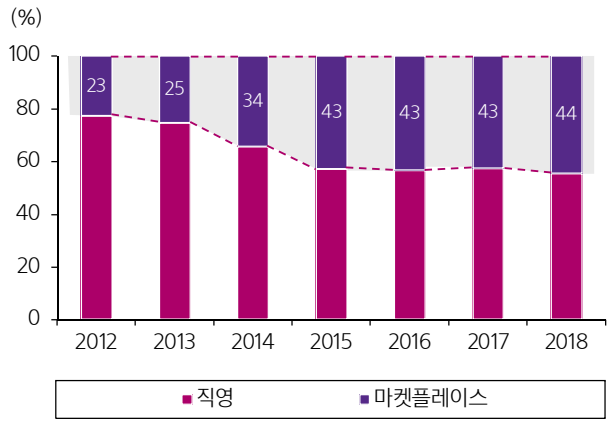
징동닷컴의 사업 모델은 인당 소비금액이 높은 강점이 있지만, 비용 부담으로 전자상거래 중개서비스 중심의 경쟁사대비 수익성이 낮다. 이를 개선하기 위해 징동닷컴은 중개서비스 강화, 취급품목 다양화를 추구하며 비즈니스 모델 전환을 추구하고 있다. 2018년 기준 전체 GMV에서 중개서비스 비중이 44.5%, 전자제품 외 비중이 32.7%로 증가하며 점진적인 개선 추세가 확인된다.

징동닷컴은 자구책에도 불구하고 산업 트렌드 변화에 기민하게 대응하지 못하는 모습을 보이고 있다. 최근 소셜이커머스 부각에 따른 핀둬둬의 등장으로 징동닷컴의 2인자의 지위까지 위협받고 있다. 하지만 선두 기업들이 장기간 구축한 생태계를 신규 시장진입자가 단기간에 복제하기는 어렵기 때문에, 과도한 우려보다는 징동닷컴의 경쟁력에 대한 객관적 분석이 필요하다.

오늘날 중국 소비시장은 소비 업그레이드와 가성비 추구가 동시에 진행 중이다. 징동닷컴은 전자상거래 섹터별 강화 전략으로 시장 변화에 대응하고 있다. 핀둬둬의 급성장에 대응해 징동 공동구매 플랫폼 구축, 가성비 추구에 P2C 모델의 왕이엄선 유치, 여성 화장품/의류 전문 플랫폼 VIP 지분 투자, 신선식품 강화를 위한 7 Fresh 오프라인 매장 오픈, 럭셔리 브랜드 Top life 구축 등으로 소비자 공략이 진행 중이다. 다양한 저변 확대는 취급 품목 다양화, 중개서비스 확대, 고객 충성도 제고 등에 기여할 수 있을 것이다.

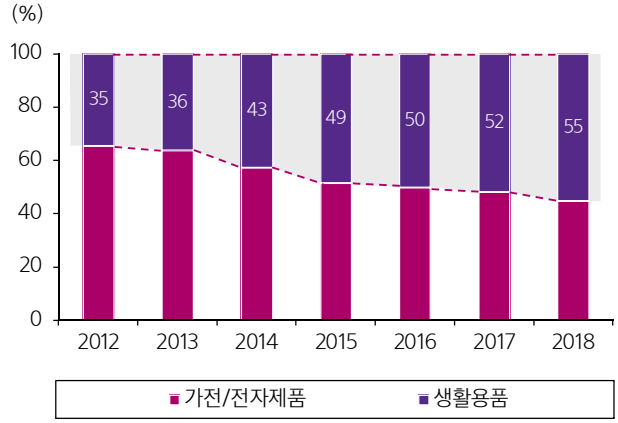
징동닷컴의 전자상거래 개선이 성공적으로 진행된다면, 실적 개선 속도는 다른 사업부와의 시너지 효과로 빠르게 진행될 것으로 기대된다. 또한, 최근 징동 파이낸스와 징동 물류 사업부의 수익 확대를 도모하고 있다. 징동닷컴의 인당 소비금액이 높은 1~2선 도시의 화이트칼라 고객들은 징동닷컴의 장기 청사진인 전자상거래 중심의 물류, 뉴리테일, 금융 사업의 시너지 도모의 근간이 되어 줄 것이다.

징동닷컴 GMV에서 마켓플레이스 기여도 증가와



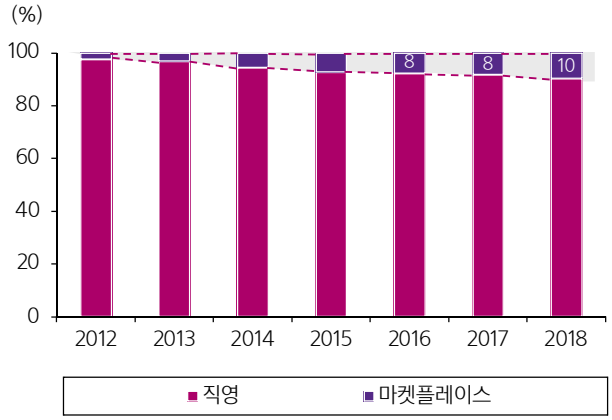
자료: 징동닷컴, 삼성증권

전체 GMV에서 생활용품의 비중 증가는 긍정적



자료: 징동닷컴, 삼성증권

마켓플레이스의 매출 기여도는 점진적으로 증가

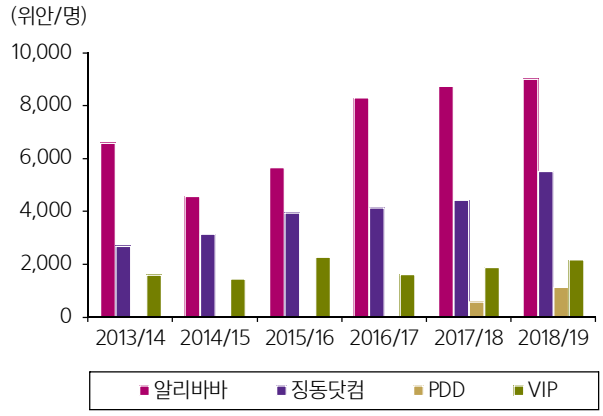


자료: 징동닷컴, 삼성증권

전자상거래 하위 섹터의 완비로 2인자의 입지를 강화

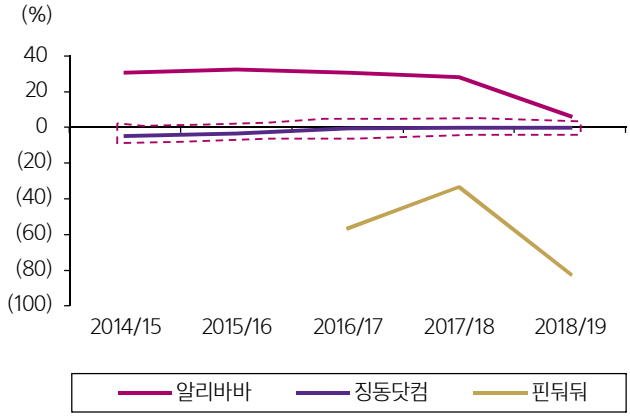
자료: 삼성증권 정리

구매고객 인당 GMV가 알리바바 다음으로 높은 것도 강점이나



참고: 알리바바 회계연도는 3월 말 기준 (FY2019 → 2019년 3월말 결산)
자료: 각 사, 삼성증권

경쟁사 대비 부진한 영업이익률은 여전히 숙제로 존재



참고: 조정 영업이익 기준
알리바바 회계연도는 3월 말 기준 (FY2019 → 2019년 3월말 결산)
자료: 각 사, 삼성증권

수익강화 전략 2 - 텐센트, 월마트, 구글 등

글로벌 선두기업들과 협력 강화

텐센트, 월마트, 구글 등 글로벌 선두 기업들이 징동닷컴과 협력을 강화하고 있다. 이들은 알리바바에 대응할 수 있는 유통 생태계를 갖춘 징동닷컴의 잠재력을 주목하고 있다. 향후 텐센트의 스마트 리테일 선봉장, 월마트의 중국 전자상거래 플랫폼과 배송 지원, 구글 쇼핑 협력 등의 시너지 효과가 기대된다.

글로벌 선두기업이 선택한 징동닷컴의 가치는?

텐센트, 월마트, 구글 등 중국의 전자상거래 발달에 주목하는 국내외 글로벌 선두 기업들이 징동닷컴에 지분투자로 협력을 강화하고 있다. 징동닷컴은 과거 15년간 전자상거래, 금융, 물류 플랫폼을 구축하며, 알리바바의 견고한 전자상거래 생태계에 대응할 수 있는 유일한 2인자로 성장하였다. 향후에도 글로벌 선두기업들이 중국 유통에 진출함에 있어 징동닷컴과 협력을 우선적으로 고려하게 될 것으로 예상되며, 이는 동사의 가치를 높여줄 것이다.

2014년 텐센트는 전자상거래 영역에서 알리바바와의 전면전을 피해 징동닷컴에 지분을 투자하고 자신의 전자상거래 플랫폼을 양도했다. 징동닷컴은 텐센트의 첫 유통 연합군으로서 스마트 리테일의 선봉에서 온·오프라인 수평계열화를 추진하고 있다. 지난 2년간 텐센트와 공동투자로 전자상거래 기업 VIP와 오프라인의 영휘마트, 까르푸, 뿌뿌까오, 완다상업 등의 지분 인수를 통해 생태계를 확장하고 있다.

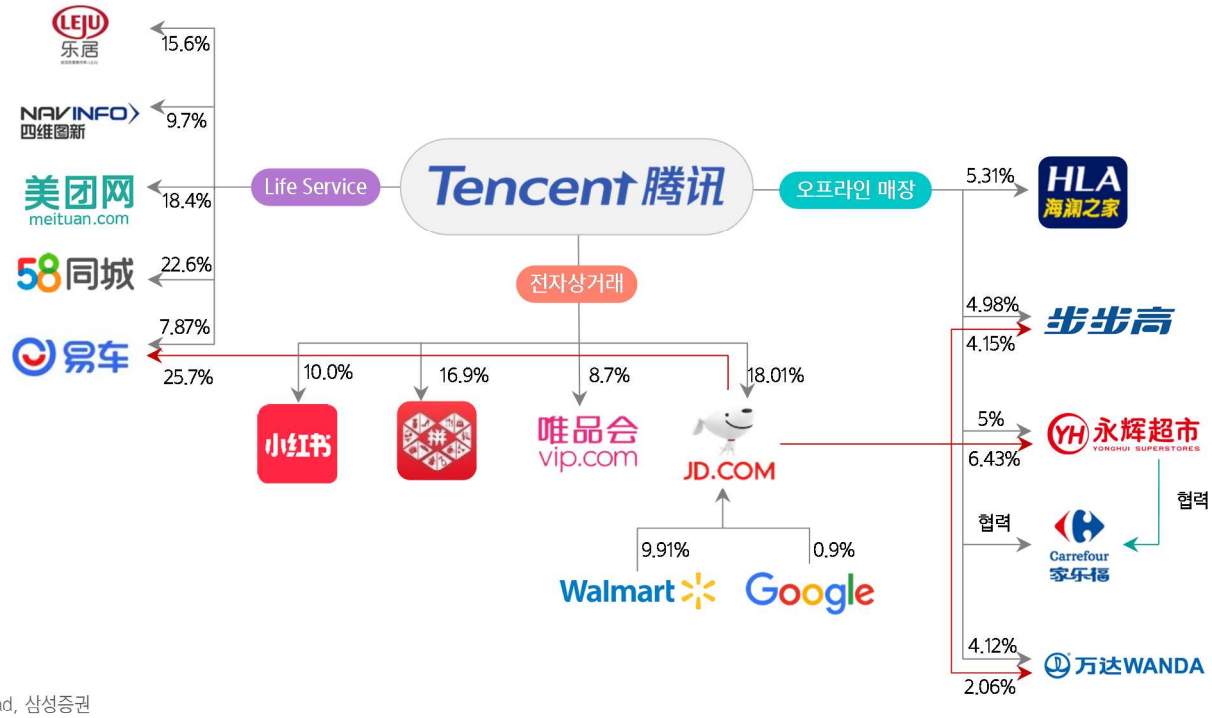
2016년에는 미국 유통 1위 기업인 월마트의 투자를 유치하고 협력관계를 구축했다. 월마트는 1996년 중국 선전에 첫 번째 대형마켓과 샘스클럽을 개점한 뒤 180개 도시에 400여개 매장을 운영하고 있다. 당시 월마트는 중국의 첫번째 온라인 슈퍼마켓인 1호점(一号店) 지분 51.3%을 보유하고 있었다. 징동닷컴은 신주발행으로 월마트에 지분 5%(145백만주)를 양도하고 1) 온라인 슈퍼마켓 1호점 인수, 2) 징동닷컴 전자상거래에 샘스클럽 플래그십 스토어 개점, 3) 징동닷컴 월드와이드에 월마트글로벌 플래그십 스토어 개점, 4) 징동따오지아(京东到家)가 월마트 매장의 배송을 전담 등 전략적 제휴를 맺어 협력을 강화하고 있다.

징동닷컴은 2018년 6월 다시 한번 신주 발행으로 구글의 5.5억 달러 투자 유치(지분율 0.9%, 발행 단가 40.58달러)를 발표했다. 올해 양사는 징동닷컴이 구글 쇼핑(Google Shopping)에서 미국 소비자 대상으로 양질의 제품을 판매하는 방식으로 업무 협력을 개시했다. 구글이 글로벌 소비자를 대상으로 하는 플랫폼을 구축하고 있는 만큼, 향후 양사의 협력 확대가 기대된다.

징동닷컴은 알리바바에 대응할 수 있는 유통 생태계를 구축한 2인자

자료: 회사 공시, 언론보도, 삼성증권 정리

징동닷컴은 텐센트 스마트 리테일 생태계의 선봉장으로 미국의 구글과 월마트의 지원을 받음



자료: Wind, 삼성증권

수익강화 전략 3 - 돈 되는 사업은 다 합니다

유통의 경계를 허물다

징동닷컴은 유통의 경계를 지워 서비스의 범위를 확대하는 전략을 취하고 있다. 유통 인프라 현대화로 제 3자 배송 서비스 개시, 소비자들이 온·오프라인의 시공간의 제한 없이 제품을 구매하는 무경제 유통 전략 추진, 유통 경험을 컨설팅하는 리테일 서비스 업자로의 新사업 청사진을 제시하고 있다.

무경제 유통 전략 + 소매기업 서비스 사업 진출

징동닷컴은 2017년 **무경계 유통(Boundaryless Retail) 전략**을 발표하고 신선식품 매장과 무인점포를 확장하고 있다. 이는 알리바바의 뉴리테일에 대응하는 전략으로, 유통 인프라의 현대화로 소비자들에게 온·오프라인의 제약 없는 소비 환경을 제공하는 것이다. 신선식품은 2017년 12월에 북경에 첫 7fresh 매장을 개점 후, 2019년 3월 기준으로 8개 도시에서 13개 매장을 운영하고 있다. 50여개 국가에서 11만여개의 신선식품을 수입해서 제공하며, 매장에서 QR코드를 통해 원산지 및 유통 과정을 확인할 수 있다. 또한 3㎞ 이내 지역에서 App으로 주문하면 30분 내 배송서비스를 제공한다. 무인점포는 2017년 9월 베이징 본사에 '징동닷컴 무인슈퍼X' 개점을 시작으로 2018년 3월에 11개 점포로 확장, 2018년 내 100개 점포로 확대하겠다는 계획을 수립했다.

올해는 한 걸음 더 나아가 징동닷컴이 장기간 구축한 직매입 유통의 노하우를 상업화 하여 유통 인프라, 기술, 경험을 컨설팅하는 **리테일 서비스업자(Retail as a Service)** 전략을 선언했다. 유통 기업의 내부 물류서비스, 공급망 관리, 스마트 마케팅 방안을 컨설팅하는 사업으로, 주요 파트너사로는 월마트, 네슬레, Fung Retailing 등이 있다. 중국 시장에 진입하는 유통 기업들의 효율적인 초기 정착과 장기적인 기업 운영을 지원하는 측면에서 향후 성장성이 높은 분야이다.

이러한 징동닷컴의 무경제 유통과 리테일 서비스 전략의 중심에는 첨단기술과 배송 역량이 존재한다. 징동닷컴은 장기간의 투자로 무인화, 자동화 기반의 스마트 물류센터를 구축했다. 징동 물류는 2018년, 7개의 풀필먼트(직접 배송 서비스) 센터, 28개 도시에 550개의 창고를 기반으로 중국의 거의 전지역을 당일 배송으로 커버한다. 스마트물류센터, 무인배송(드론, 무인배송차 등)을 필두로 향후 운영 및 비용 효율화가 예상된다. 이를 기반으로 2017년에 **제 3자 배송서비스 사업의 개시**, 2018년 10월에는 개인 택배업무 시장 진입을 알렸다. 기존에 막대한 투자비용을 투하한 물류서비스의 수익성 추구는 향후 실적 개선의 주요 동력이 될 것이다.

징동닷컴 배송의 또 다른 강점은 **라스트 마일 서비스** 역량이다. 2016년 4월에 산하의 징동닷컴 따오지아(京东到家)와 중국 최대의 클라우드소싱(crowd sourcing) 물류 플랫폼인 다다(达达)의 합자로 신다다(新达达)를 설립하며 O2O 역량을 강화시켰다. 징동따오지아는 신선식품, 다다는 마트, 편의점 등 전통 리테일 배송에 주력하며 효율성을 높이고 있다. 2017년 말 신다다는 '4시간' 배송 서비스를 선언하고 중점 도시부터 서비스를 확대하고 있어, 징동닷컴의 제 3자 배송 서비스를 강화 전략과 시너지가 기대된다.

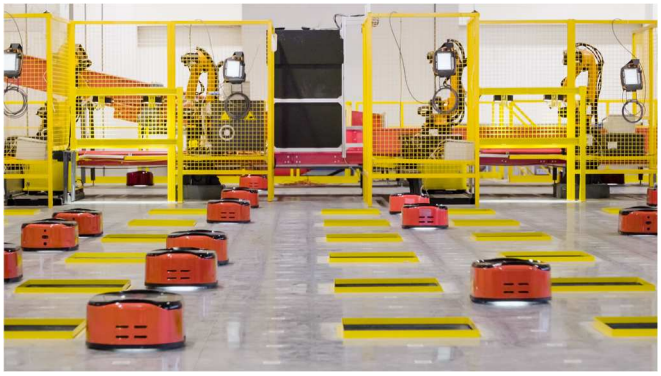
신다다(新达达)는 올해 4월 30일 기준, 월마트 270여개 매장, 영휘마트 700여개 매장, 까르푸 180여개 매장을 포함하여 만여개의 슈퍼마켓 매장과 배송 협력을 체결했음을 공시했다. 향후 징동닷컴의 자체 역량과, 텐센트 스마트 리테일 확대에 따른 라스트 마일 배송 서비스 사업 강화가 기대된다.

올해는 징동닷컴의 가장 큰 과제인 물류비용의 효율화와 수익 사업 전환이 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 우선 제 3자 배송서비스를 공식 선포 후 오프라인 매장과 이커머스 기업들의 배송서비스를 시작했으며, 올해 4월에 성내 특송 서비스를 개시했다. 물류창고 선진화 방면에서는 작년 12월에 국내 최초로 우한의 물류창고(Wuhan Asia No.1 warehouse)에 냉동제품 자동화 시스템을 도입하여 서비스 영역을 넓혔다. 이러한 노력이 수익성 개선으로 이어질지 여부가 올해 투자 가치를 결정하는 주요 포인트가 될 것이다.

징동로지스틱스는 중국 거의 전역을 당일 배송

자료: 징동닷컴, 삼성증권

로봇을 활용한 물류센터 효율화 완비



자료: 징동닷컴, 삼성증권

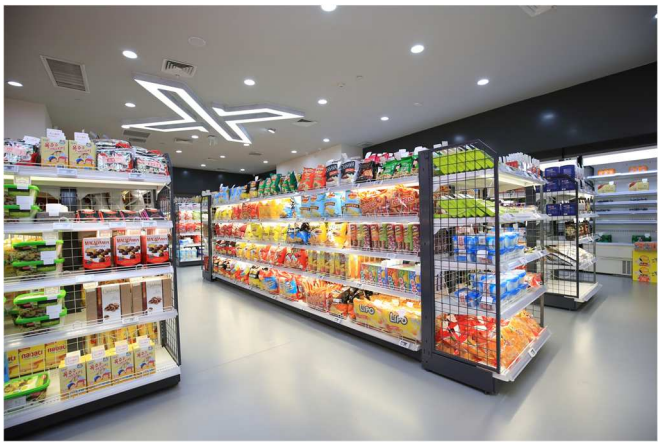
징동닷컴은 유통 선두기업으로써 신유통 흐름 선도

자료: 회사 공시, 언론보도, 삼성증권

2018년부터 New Retail의 신선식품 매장 '7fresh'를 확장

자료: 징동닷컴

2018년 '무인슈퍼X'를 전역에 100개 이상 개설을 목표



자료: 징동닷컴

2019년에는 소매기업을 대상으로 유통 인프라, 기술, 경험의 컨설팅 사업을 시작하며 수익성 향상 추구

유통의 서비스화

- 징동닷컴은 유통 인프라, 기술, 전문성을 서비스로 제공하는 혁신 추진
- 징동닷컴은 플랫폼 외 유통업자들, 산업의 조력자로 사업 범위 확대

파트너사: Oldenburger, Nestlé, sodexo, 旺顺阁, AUDEMARS PIGUET, Walmart, Fung Retailing

첨단 물류망 구축

- 최신식 물류 창고
- 운송 빅데이터화
- 전국 당일 배송
- 높은 배송 이행률

SCM(물류망 혁신)

- 재고 보충 및 배치 효율화
- B2B 조달 빅데이터화
- 수요예측 정확도 제고

AI 스마트 마케팅

- 고객 데이터 기반 마케팅 및 온·오프라인 쇼핑 경험 제고
- 텐센트, 토우티아오, 바이두, 넷이즈, IQiyi와 전략적 제휴를 통한 정확도 제고

적용가능 산업

징동닷컴은 AI, 빅데이터, 로봇 공학을 개발, 다양한 산업에 서비스로 제공

농업 | 제조업 | 헬스케어 | 음식 서비스 | 자선사업 | 재난구조

자료: 회사 공시, 언론보도

Part 5 - Risk & Valuation

실적 개선 확인이 필요

징동닷컴의 1분기 실적이 컨센서스를 상회하면서 현재 진행중인 환골탈태 전략의 가능성을 입증하고 있다. 단, 2019년 예상 P/E는 53배로 동종업계 대비 밸류에이션 부담이 존재한다. 따라서 수익성 향상에 따른 밸류에이션 부담 축소가 확인되기 전까지는 트레이딩 전략으로 대응하기를 권유한다.

Risk 요인

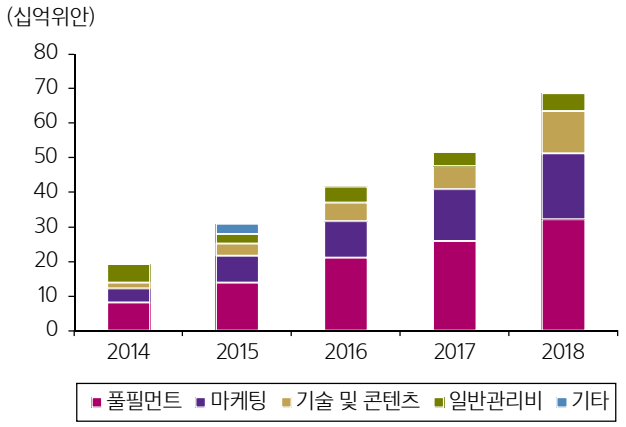
징동닷컴의 리스크 요인으로는 1) 산업 트렌드 변화, 2) 물류비용 증대, 3) 수익성 부진의 한계를 꼽을 수 있다.

소셜커머스와 왕홍경제가 중국 전자상거래의 새로운 트렌드로 부각되면서 소비자 수요 중심으로 제품 변화가 빠르게 진행되고 있다. 이는 직매입, 생산자 중심의 징동닷컴 B2C 플랫폼이 기민하게 대응하기 어려운 흐름이다. 이는 소셜커머스의 대장인 핀둬둬 고객수가 징동닷컴을 추월한데서 이미 입증되었으며, 시장에서는 향후 GMV마저 추월당하는 것은 아닌지 우려하고 있다.

물류비용 부담 역시 징동이 해결해야 할 주요 과제이다. 현재 물류센터의 자동화 구축, 제 3자 배송 서비스 개시로 향후 수익 창출이 기대되나, 실적에 반영되기 전까지는 시장의 우려가 지속될 것으로 예상된다.

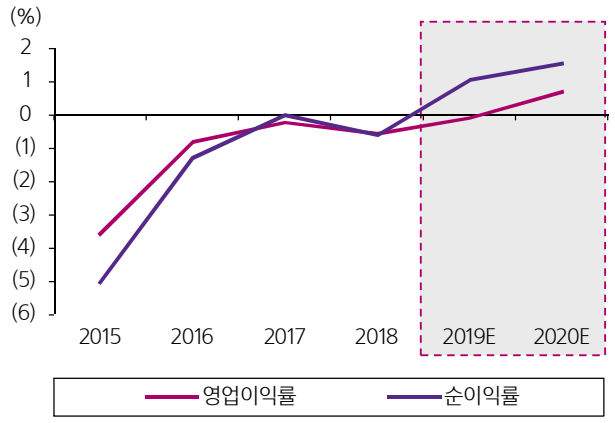
흑자 전환을 가정하더라도 징동닷컴의 2019년 예상 P/E는 37배로 동종업계 대비 밸류에이션 부담이 존재한다. 따라서 수익성 향상에 따른 밸류에이션 부담 축소가 확인되기 전까지는 트레이딩 전략이 더 적합할 것으로 판단된다.

징돗닷컴 영업비용 추이



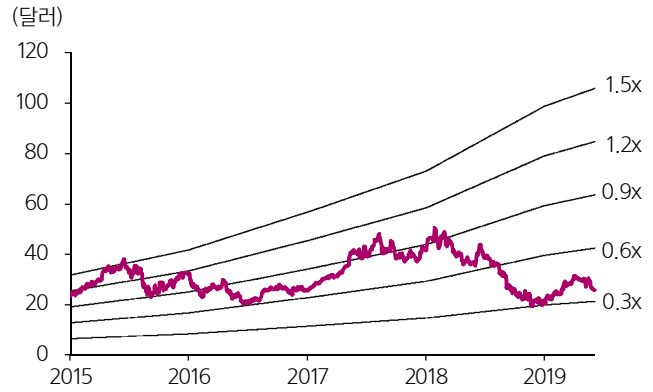
자료: 징동닷컴, 삼성증권

영업이익률 및 순이익률 추이



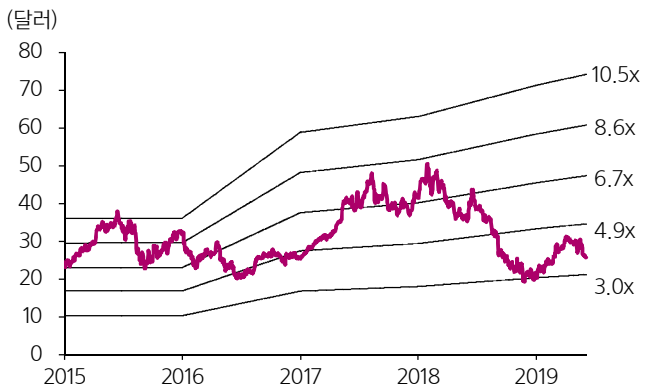
참고: 영업이익, 순이익 조정 기준
자료: 징동닷컴, Bloomberg, 삼성증권

P/S 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

P/B 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

분기 및 연간 실적

(백만위안)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
GMV (십억위안)	**234.9**	**306.3**	**274.3**	**355.8**	**302.5**	**376.2**	**334.1**	**426.8**	**908.1**	**1,176.0**	**1,439.6**	**1,694.7**
성장률 (% YoY)	27.6	30.5	30.6	27.6	28.8	22.8	21.8	19.9	38.0	29.5	22.4	17.7
1P GMV	114,686	178,759	148,548	154,404	167,890	169,034	170,370	213,393	522,400	642,000	730,410.0	840,713.0
3P GMV	94,508	125,580	125,678	167,228	134,615	167,414	163,688	213,393	377,868	514,804	721,875.0	872,453.0
매출액	**100,127**	**122,291**	**104,768**	**134,832**	**121,081**	**147,607**	**126,785**	**162,112**	**362,331**	**462,019**	**555,776**	**651,056**
성장률 (% YoY)	31.4	31.2	25.1	22.4	20.9	20.7	21.0	20.2		27.5	20.3	17.1
Online Direct	91,498	110,488	93,890	120,232	108,651	130,848	111,203	141,704	331,824	416,109	491,864	566,736
성장률 (% YoY)	60.8	56.0	40.4	20.1	18.7	18.4	18.4	17.9	39.6	25.4	18.2	15.2
Electroinics Products	-	76,200	58,700	-	68,834	-	-	-	244,458	280,059	324,091	376,848
General Merchandise Products	-	34,200	35,200	-	38,719	-	-	-	87,354	136,050	174,020	230,712
Services and Others	8,630	11,802	10,878	14,601	12,430	16,550	15,199	20,150	30,507	45,911	64,246	83,395
성장률 (% YoY)	48.8	23.2	26.5	45.7	44.0	40.2	39.7	38.0	35.7	50.5	39.9	29.8
매출원가	85,970	105,777	88,659	115,661	102,897	126,454	106,155	138,314	311,516	396,066	474,860	549,672
매출총이익	**14,158**	**16,514**	**16,110**	**19,172**	**18,184**	**21,153**	**20,630**	**23,798**	**50,815**	**65,953**	**80,916**	**101,384**
성장률 (% YoY)	15.7	30.6	24.1	33.5	28.4	28.1	28.1	24.1	28.7	29.8	22.7	25.3
매출총이익률 (%)	14.1	13.5	15.4	14.2	15.0	14.3	16.3	14.7	14.0	14.3	14.6	15.6
영업이익 (non-GAAP)	**848**	**113**	**638**	**313**	**1,972**	**865**	**1,921**	**1,205**	**2,886**	**1,913**	**4,960**	**10,417**
성장률 (% YoY)	(49.1)	(80.5)	(56.6)	흑전	132.5	664.2	201.0	285.0	201.9	(33.7)	159.3	110.0
영업이익률 (%)	0.8	0.1	0.6	0.2	1.6	0.6	1.5	0.7	0.8	0.4	0.9	1.6
세전이익 (non-GAAP)	**1,151**	**(457)**	**2,020**	**739**	**3,495**	**1,055**	**2,085**	**1,230**	**121**	**(2,374)**	**8,542**	**12,631**
성장률 (% YoY)	(23.0)	적전	(9.9)	73.1	203.7	흑전	3.2	66.4	흑전	적전	흑전	47.9
세전이익률 (%)	1.1	(0.4)	1.9	0.5	2.9	0.7	1.6	0.8	0.0	(0.5)	1.5	1.9
순이익 (non-GAAP)	**1,047**	**478**	**1,184**	**750**	**3,294**	**757**	**1,826**	**1,311**	**4,968**	**3,500**	**7,154**	**10,361**
성장률 (% YoY)	(28.3)	(51.0)	(46.7)	66.9	214.5	58.4	54.2	74.8	372.3	(29.6)	104.4	44.8
순이익률 (%)	1.0	0.4	1.1	0.6	2.7	0.5	1.4	0.8	1.4	0.8	1.3	1.6
희석 EPS (위안, non-GAAP)	**1.04**	**0.33**	**0.80**	**0.51**	**2.23**	**0.54**	**1.27**	**0.92**	**3.4**	**2.4**	**4.7**	**7.1**

참고: 추정치는 컨센서스 기준
자료: 징동닷컴, FactSet, 삼성증권

중국 인터넷 플랫폼 기업 valuation

기업명	종목 코드	시가총액 (조원)	매출액 (십억 위안)		영업이익 (십억 위안)		EPS (위안)		P/E		P/S		EV/EBITDA	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
대형 플랫폼														
Alibaba	BABA US	457.8	511.7	666.3	83.8	116.2	45.7	58.5	22.7	17.7	5.2	4.0	17.5	13.0
Tencent	700 HK	469.9	396.5	502.5	122.7	144.3	9.8	12.2	29.5	23.6	6.9	5.5	20.4	16.3
Baidu	BIDU US	44.6	110.8	129.3	5.2	12.6	34.5	53.8	21.6	13.8	2.4	2.0	11.4	7.1
NetEase	NTES US	37.0	81.3	95.7	10.4	11.9	78.4	92.5	21.6	18.3	2.7	2.3	14.1	11.4
Sohu.com	SOHU US	0.6	2.0	2.1	(0.1)	(0.1)	(4.7)	(3.9)	n/a	n/a	0.3	0.3	49.4	12.9
온라인 광고														
Sina	SINA US	3.2	2.2	2.5	0.6	0.7	2.7	3.2	14.9	12.5	1.2	1.1	3.8	2.3
58.com	WUBA US	9.8	15.7	18.4	3.1	3.9	19.4	24.6	20.0	15.7	3.7	3.1	16.2	11.2
Sogou	SOGO US	2.0	1.3	1.4	0.1	0.1	0.2	0.3	17.3	12.7	1.3	1.2	8.7	5.4
Weibo	WB US	10.9	1.9	2.2	0.6	0.8	2.7	3.2	15.2	12.7	4.9	4.3	11.4	8.7
전자상거래														
JD.com	JD US	44.2	556.9	651.7	1.5	6.3	4.8	7.0	36.7	25.3	0.5	0.4	24.3	14.5
VIP	VIPS US	6.0	89.3	94.3	3.6	4.3	4.7	5.6	11.2	9.3	0.4	0.4	6.6	4.8
PDD	PDD US	26.1	28.5	47.7	(6.9)	3.6	(3.3)	4.1	n/a	32.1	5.4	3.2	n/a	133.7
Baozun	BZUN US	2.6	7.3	9.5	0.7	1.0	9.6	14.3	27.1	18.2	2.1	1.6	19.2	12.1
온라인 여행사														
Ctrip	CTRP US	22.2	36.8	43.7	6.4	8.7	10.0	12.4	23.4	19.0	3.5	3.0	26.6	17.2
게임&엔터테인먼트														
IGG	799 HK	1.7	0.8	0.9	0.2	0.3	0.2	0.2	7.2	6.5	1.7	1.6	4.4	4.2
YY	YY US	6.3	24.5	30.7	1.8	2.8	35.2	46.0	13.3	10.1	1.5	1.2	11.0	6.4
Momo	MOMO US	6.7	16.5	19.3	3.6	5.1	18.0	21.7	10.6	8.8	2.4	2.0	8.5	5.5
차량공유														
AutoHome	ATHM US	11.9	8.8	10.4	3.5	4.2	31.0	36.5	19.0	16.1	7.9	6.7	16.7	13.1
Bitauto	BITA US	0.9	11.5	12.9	1.2	1.5	10.0	12.4	7.5	6.0	0.5	0.4	31.2	25.4

참고: 6월 3일 기준, 알리바바는 3월말 결산으로 2019E→FY2020, 2020E→FY2021의 추정치
자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(백만위안)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**115,002**	**181,275**	**258,290**	**362,332**	**462,020**
매출원가	101,631	157,008	222,935	311,517	396,066
매출총이익	**13,371**	**24,267**	**35,355**	**50,815**	**65,954**
판매관리비	9,270	10,613	13,595	19,133	24,396
R&D비용	1,836	3,454	4,453	6,652	12,144
기타영업비용	8,067	16,671	18,560	25,865	32,032
EBITDA	**(4,152)**	**(3,852)**	**2,169**	**3,357**	**2,941**
유무형자산상각비	1,651	2,619	3,420	4,193	5,560
영업이익	**(5,802)**	**(6,471)**	**(1,252)**	**(835)**	**(2,619)**
영업외손실	(825)	2,661	630	(956)	(245)
세전이익 (조정)	**(4,977)**	**1,931**	**(838)**	**200**	**(1,655)**
비경상손실	0	11,062	1,044	79	718
세전이익 (GAAP)	**(4,977)**	**(9,132)**	**(1,882)**	**121**	**(2,374)**
법인세비용	19	(14)	166	140	427
비지배지분귀속 순익	0	(10)	393	141	(309)
당기순이익 (GAAP)	**(4,996)**	**(9,108)**	**(3,807)**	**(152)**	**(2,492)**
EPS (GAAP, 위안)	**(10.7)**	**(6.7)**	**(2.7)**	**(0.1)**	**(1.7)**
희석 EPS (위안)	**(10.7)**	**(6.7)**	**(2.7)**	**(0.1)**	**(1.7)**

재무상태표

12월 31일 기준(백만위안)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산 총계	**49,942**	**58,468**	**106,932**	**115,029**	**104,856**
현금 및 현금성자산	29,076	20,644	22,115	34,276	36,298
매출채권	2,436	8,194	16,141	16,359	11,110
재고자산	12,191	20,540	28,909	41,700	44,030
비유동자산 총계	**16,551**	**26,547**	**53,441**	**69,026**	**104,309**
순 유형자산	4,337	7,500	9,016	15,771	27,637
기타 비유동자산	11,780	18,041	43,366	43,228	60,771
자산 총계	**66,493**	**85,015**	**160,374**	**184,055**	**209,165**
유동부채 총계	**28,995**	**48,983**	**104,740**	**118,251**	**120,862**
매입채권	21,912	37,101	57,114	90,114	101,103
단기차입금	1,891	3,620	11,109	12,885	4,545
기타 유동부채	5,193	8,262	36,517	15,252	15,214
비유동부채 총계	**0**	**5,311**	**14,414**	**13,416**	**11,475**
장기차입금	0	2,754	9,149	10,923	6,786
기타 비유동부채	0	2,558	5,264	2,493	4,689
부채 총계	**28,995**	**54,294**	**119,154**	**131,666**	**132,337**
보통주자본금/주식발행초과금	47,132	48,393	59,259	76,255	82,833
이익잉여금	(9,272)	(18,421)	(21,860)	(22,235)	(24,038)
자본 총계	**37,498**	**30,721**	**41,220**	**52,389**	**76,828**
부채 및 자본 총계	**66,493**	**85,015**	**160,374**	**184,055**	**209,165**

현금흐름표

12월 31일 기준(백만위안)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동에서의 현금흐름	**1,015**	**1,696**	**8,767**	**26,857**	**20,881**
당기순이익	(4,996)	(9,108)	(3,807)	(152)	(2,492)
감가상각비&무형자산상각비	1,651	2,619	3,420	4,193	5,560
비현금항목	3,895	6,537	5,306	4,223	5,668
비현금 운전자본 변동	466	1,649	3,708	21,086	12,145
투자활동에서의 현금흐름	**(13,203)**	**(5,791)**	**(48,269)**	**(39,815)**	**(26,079)**
고정&무형자산 변동	(1,866)	(3,759)	(2,870)	(11,356)	(14,011)
인수&사업매각	1,260	(290)	(616)	(161)	(20)
기타	(12,598)	(1,741)	(14,223)	(2,603)	(7,487)
재무활동에서의 현금흐름	**18,392**	**4,700**	**40,699**	**19,235**	**11,220**
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	944	4,478	14,276	3,954	(9,090)
자본금의 증가(감소)	17,448	76	(5,256)	136	19,333
기타	0	146	(370)	1,091	977
현금증감	6,102	949	1,908	5,635	7,704
기초현금	10,812	16,915	17,864	24,164	29,799
기말현금	16,915	17,864	15,567	25,688	34,262
Free cash flow	**(410)**	**(1,131)**	**6,626**	**20,295**	**11,138**

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2014	2015	2016	2017	2018
증감률 (%)					
매출액	65.9	57.6	42.5	40.3	27.5
영업이익	902.4	11.5	(80.7)	(33.3)	213.5
순이익	9,912.9	82.3	(58.2)	(96.0)	1,536.5
희석 EPS	263.9	(37.8)	(59.2)	(96.1)	1,525.5
주당지표					
희석 EPS	(10.7)	(6.7)	(2.7)	(0.1)	(1.7)
BPS	27.5	22.3	23.9	36.5	41.3
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B*	5.2	9.4	7.4	7.4	3.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	116.9	111.5	68.2
비율					
ROE (%)	(65.6)	(26.8)	(11.8)	(0.4)	(4.5)
ROA (%)	(10.8)	(12.0)	(3.1)	(0.1)	(1.3)
ROIC (%)	(22.3)	(18.4)	(3.3)	0.2	(3.6)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.