

京东 (JD)：营收和用户增长超预期，规模效应释放

2019年11月15日，京东公布了19财年三季报，营收1348亿元（+28.7%yoy）和活跃账户数增长（+9.57%yoy）大幅超出市场预期，今年以来公司聚焦零售业务并向低线城市下沉的策略双双取得成效，释放规模效应的同时，营业成本也获得了有效控制。本季京东将战略执行上的成功写进了报表。

业绩点评

➤ 收入端：低线下沉策略奏效，支撑规模效应

目前公司仍然采用规模效应优先的策略，一线城市的用户体验优化加上向低线城市下沉，让本季度营收扩张趋势已超过同业。用户增长受益于同期较低的基数、上半年对零售连锁企业的投资，以及微信一级入口策略带来的引流。

利润端：运营效率提升，亏损项目投资放缓

本季度营业费用率持稳，包括京东数科在内的战略投资部分支出放缓，得益于上半年广告投放方式的改善，本季度市场费用率环比下降0.5pct，物流费用率的改善趋势也加大了中期利润前景。

➤ 点评：线上线下相结合，增长值得继续期待

公司线上凭借微信入口以社交化的方式持续向低线城市扩散，线下投资零售企业或达成战略合作，提供高性价比商品，为用户增长续航。从估值看，目前京东19年动态市盈率（36.3）介于阿里（32.5）和亚马逊（55.9）之间，规模成长有效支撑了估值的扩张。

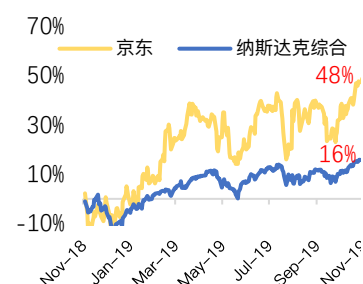
财报短评

京东 (JD)

FY19Q3 财务数据 (T12M)

最新收盘价	33.57
总市值	1277 亿
T12M EPS	2.18
T12M 市盈率	107.94
利润率	1%
毛利率	15%
股息率	NA
52周最高	34.09
52周最低	19.21

过去52周收益率



往期回顾

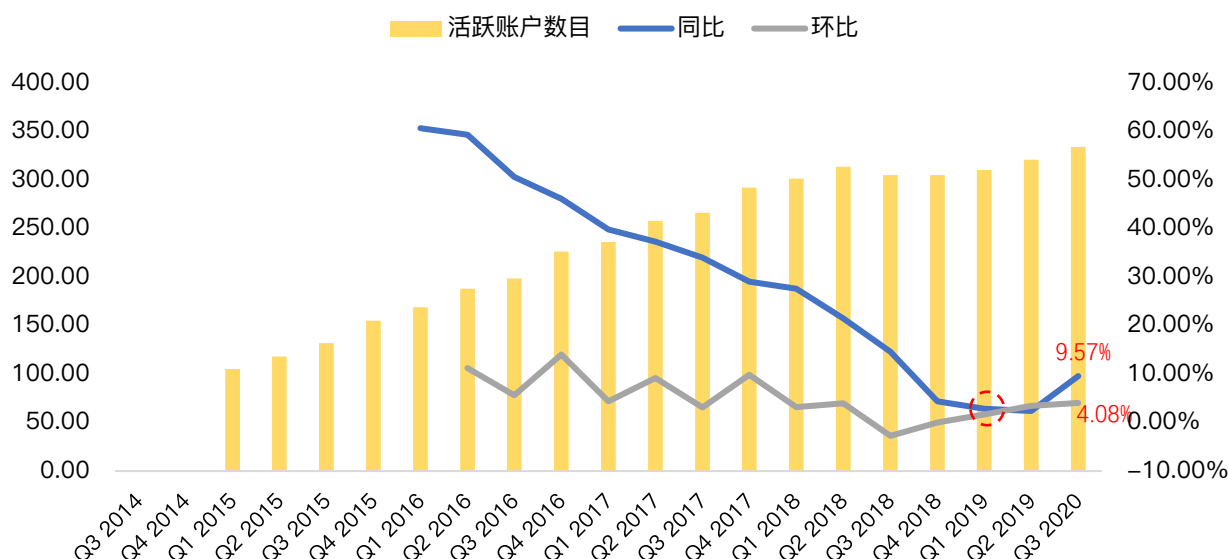
- 《腾讯(700)：游戏业务复苏，支付和云支撑中期前景》20191113
- 《AMD：完成逆袭的芯片龙头》20191028

图 1: 京东 FY19 Q3 业绩与一致预期对比 (调整值)

单位: 百万(EPS 除外)	FY19 Q3 实际值	Q3 彭博一致预期	是否超预期
营业收入 (Revenue)	134842	128404	是
毛利率 (Gross Margin)	14.9%	15.7%	否
每股收益 (EPS)	1.12	1.2	否

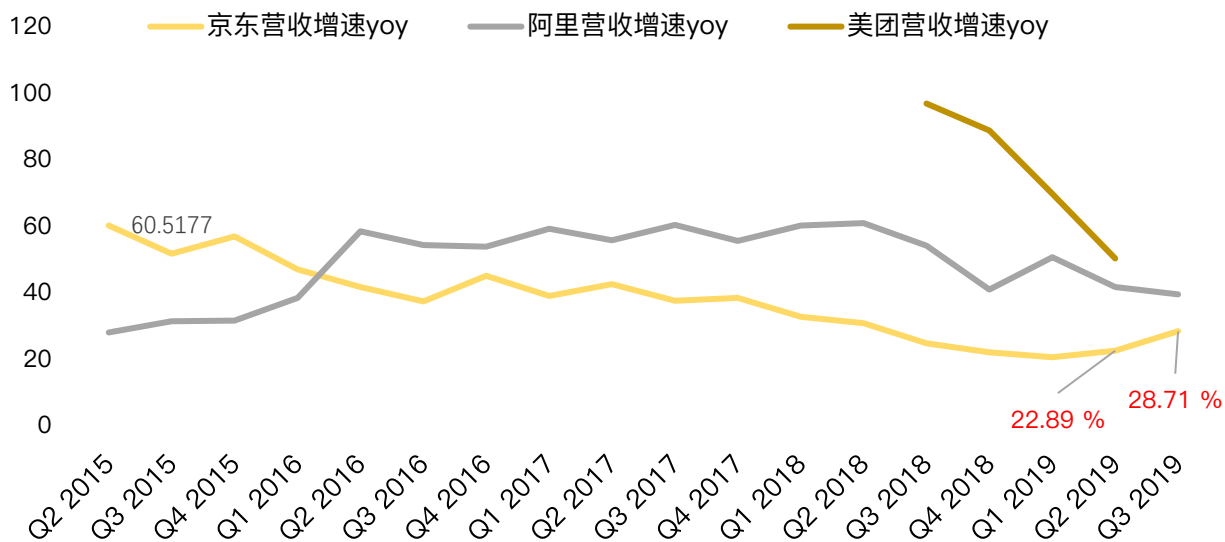
数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

图 2: 活跃账户环比和同比保持回升, 19Q1 以来京东聚焦零售业务战略调整成果持续体现



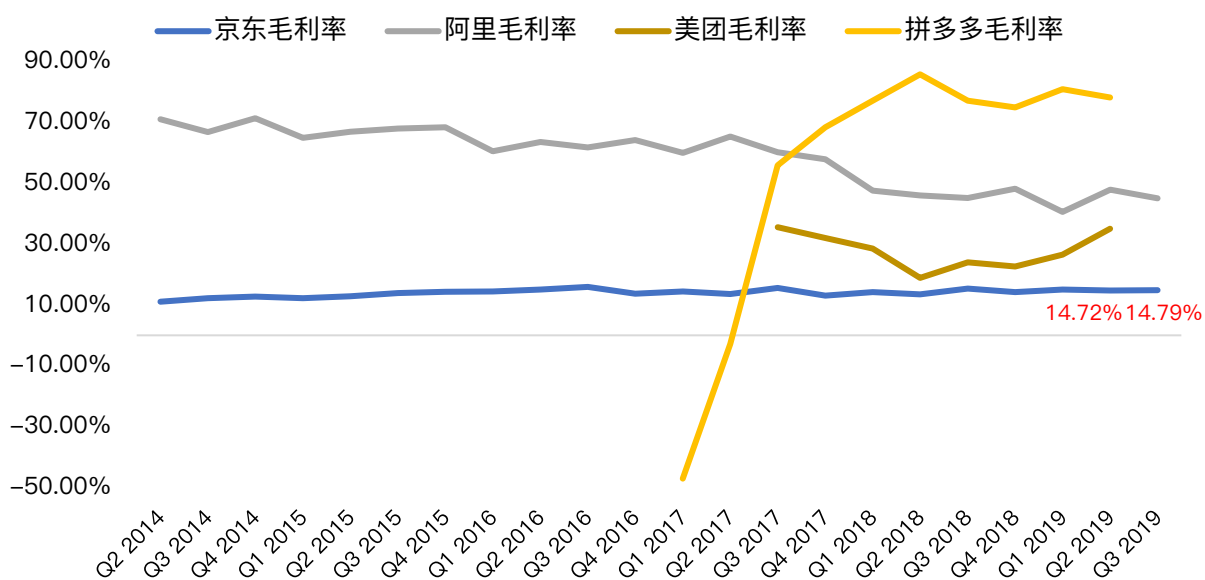
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券整理, 单位: 百万人次

图 3：营收增速同比回升，趋势上比阿里的整体增速变化更加体现出增长韧性



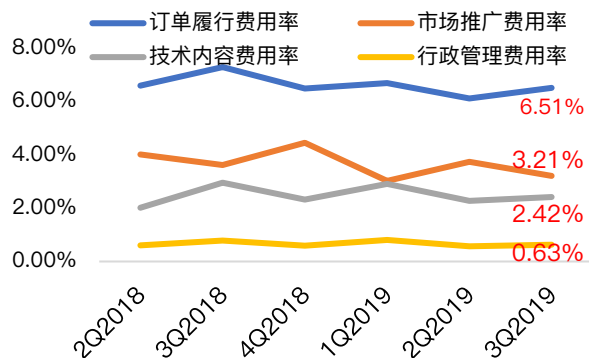
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 4：公司策略仍以规模效应优先，毛利率本季度保持稳定



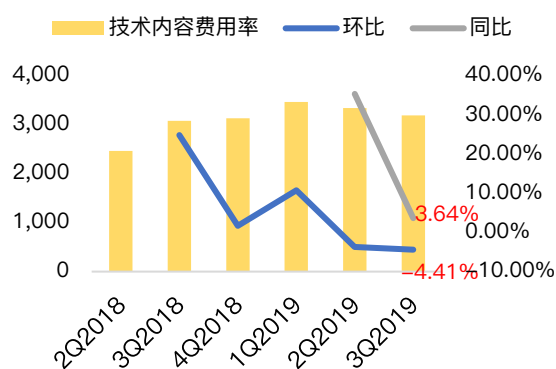
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 5: Q3 营业费用率整体持稳 (12.49%)



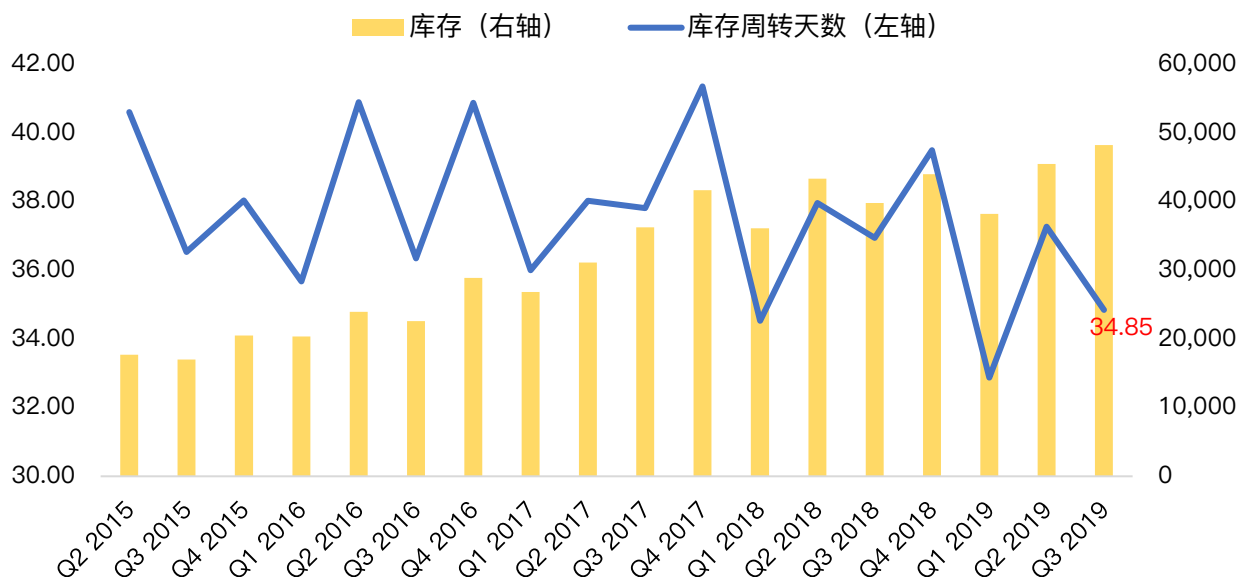
数据来源: Newzoo, 老虎证券整理

图 6: Q3 金融科技的投入放缓



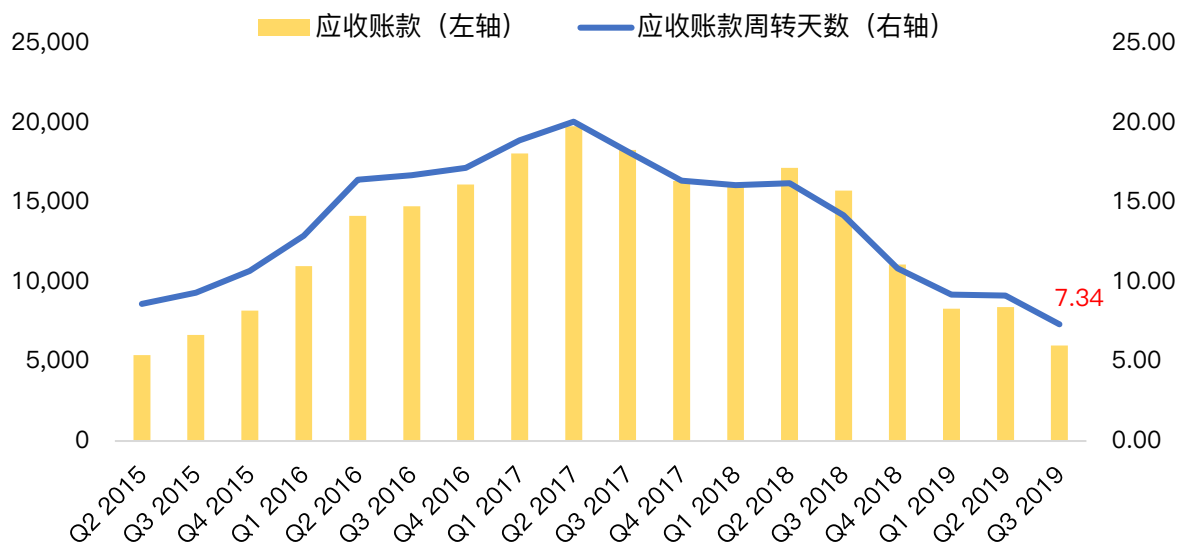
数据来源: Newzoo, 老虎证券, 单位: 百万元

图 7: 营运资本: 存货储备加大, 库存周转天数下降



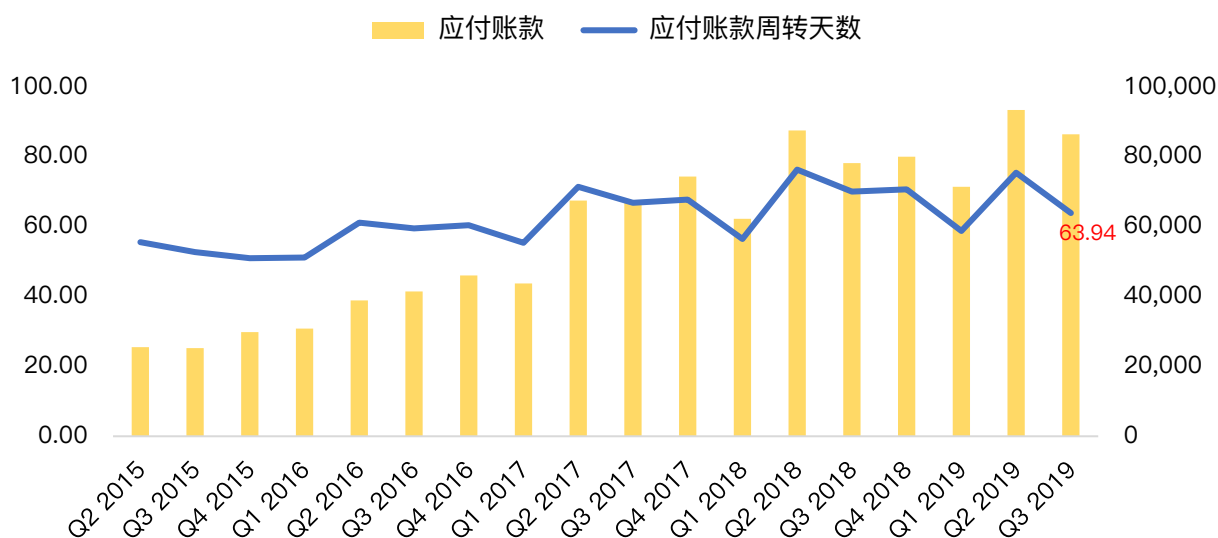
数据来源: 公开市场整理, 老虎证券

图 8： 应收账款和周转天数逐季下降，收款变现速度加快，公司现金管理能力加强



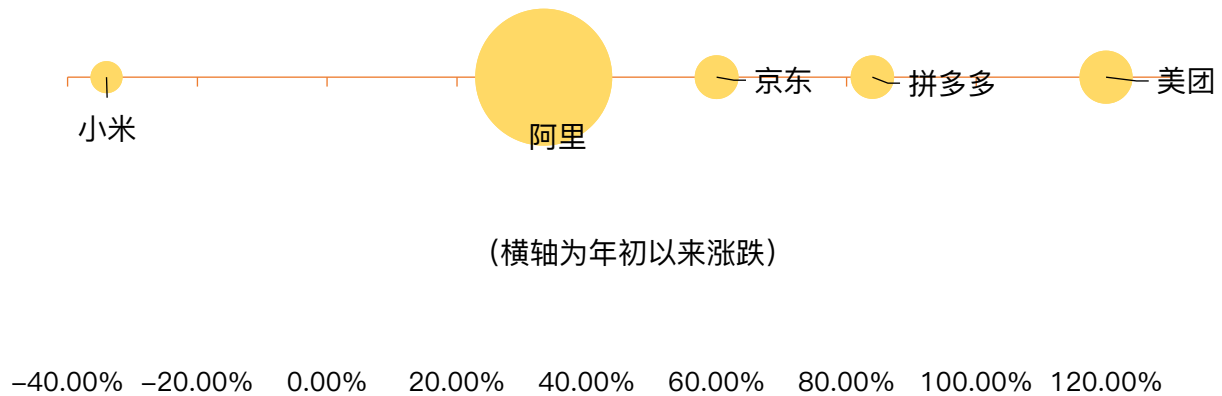
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 9： 应付账款维持高位，公司占用供应商现金充裕，营运资金管理高效



数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 10: 年初以来主要互联网消费股价表现 (气泡大小表市值)



数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

图 11: 京东同业可比估值 (市盈率)

PE	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
京东					36.39	26.76	19.32
唯品会	36.06	21.26	24.74	12.45	13.22	10.96	10.29
阿里巴巴	41.81	41.69	45.99	29.37	32.58	22.08	17.76
亚马逊	537.78	152.70	256.60	74.54	55.96	44.85	30.83
EBAY	17.58	18.13	29.70	16.54	12.62	12.05	10.73

数据来源: Bloomberg 一致预期, 老虎证券整理

风险提示:

- 来自拼多多、阿里的竞争加剧，渠道下沉效果不及预期，营收增长不及预期，
- 物流利润的改善不及预期

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场研判、策略回报会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：

newsletter@itiger.com。