

京东 (JD)：下沉获客再次实现突破，估值复苏可期

2019年3月2日，京东公布了19财年四季报，营收1706亿元 (+26.5%yoy) 和活跃账户数增长 (+18.6%yoy) 继续超出市场预期，业绩增长与我们年底展望《[京东 \(JD\)：下沉市场策略深化，营收保持稳健](#)》中的预期基本一致。今年公司聚焦零售业务并向低线下沉的策略持续兑现规模效应。

业绩点评

➤ 收入端：低线下沉持续释放规模效应

目前活跃用户数已进入快速增长期，一线城市用户体验优化、向低线城市下沉 (70%的增长来自3-6线城市)，加上精细化运营有望驱动营收持续增长。京东自营体系是节后少数能够正常配送的平台，复工采购中的优势，相信有望刺激自营销售和用户增长。

利润端：运营效率提升，现金流改善

京东仍然采用规模效应优先的策略，本季度毛利率窄幅波动，营业费用率整体持稳，现金流达到195亿元，库存周转天数下降、应收帐款周转天数稳定，反应运营效率继续在提升。

➤ 点评：增长进入良性周期，估值有望继续扩张

市场对管理层下调一季度营收同比增长至-10%有一定预期。考虑到京东自营销售在上半年电商竞争中的相对优势，及目前京东26.8的动态PE仍显著低于过去两年均值 (39.2)，我们预计营收稳健和用户数快速增长，有望驱动京东的估值保持复苏势头。

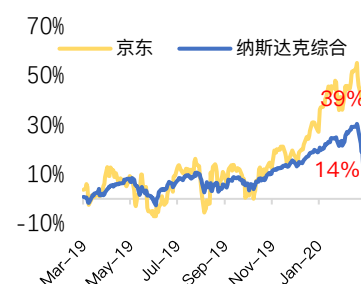
财报短评

京东 (JD)

FY19Q4 财务数据 (T12M)

最新收盘价	38.5
总市值	562.3 亿
T12M EPS	2.05
T12M 市盈率	130.7
利润率	1.2%
毛利率	14.6%
股息率	NA
52周最高	43.09
52周最低	25.08

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 Q4 业绩 vs 一致预期对比 (调整值)

单位: 百万(EPS 除外)	FY19 Q4 实际值	Q4 彭博一致预期	是否超预期
营业收入 (Revenue)	170684	166958	是
毛利率 (Gross Margin)	14.06%	14.00%	符合
每股收益 (EPS)	0.54	0.44	否

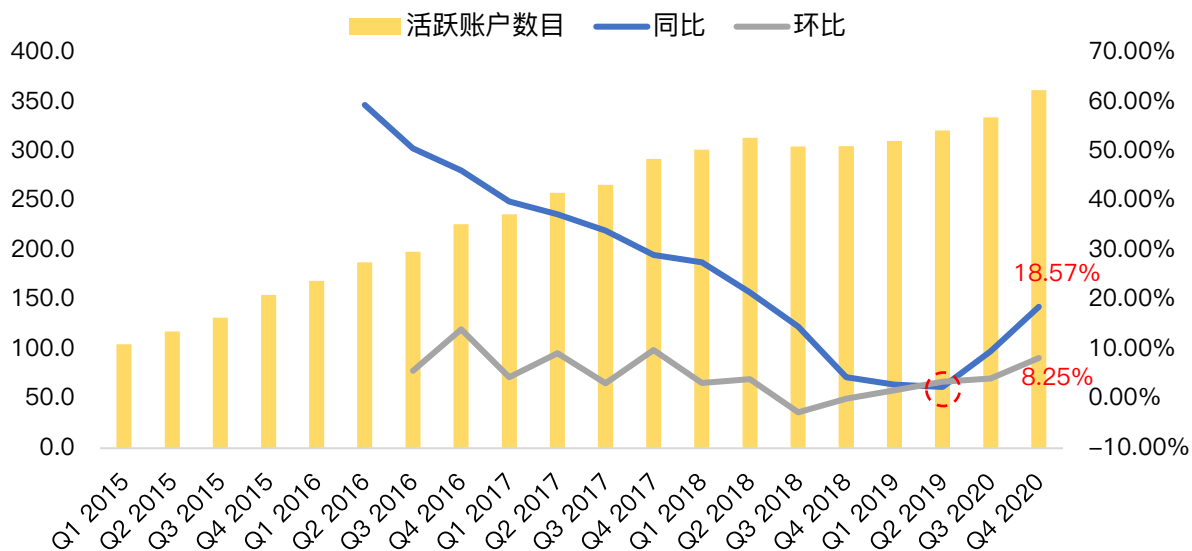
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券整理

图 2: 京东 FY19 Q4 核心财务指标

单位 (百万元)	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019
营收	122,291	104,768	134,833	121,081	150,281	134,843	170,684
YOY	31.2%	25.1%	22.4%	20.9%	22.9%	28.7%	26.5%
产品	110,489	93,890	120,232	108,651	133,516	118,854	149,712
YOY	29.4%	22.8%	20.1%	18.7%	20.8%	26.6%	24.5%
服务	11,802	10,878	14,601	12,430	16,764	15,988	20,972
YOY	51.0%	49.4%	45.7%	44.0%	42.0%	47.0%	43.6%
毛利率	13.5%	15.4%	14.2%	15.0%	14.7%	14.9%	14.1%
订单履行费用率	6.7%	7.4%	6.6%	6.7%	6.1%	6.5%	6.4%
市场推广费用率	4.3%	3.9%	4.7%	3.3%	3.7%	3.3%	4.8%
技术内容费用率	2.3%	3.3%	2.6%	3.1%	2.5%	2.7%	2.1%
行政管理费用率	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%
Non-GAAP 净利润	478	1,184	750	3,294	3,559	3,086	811

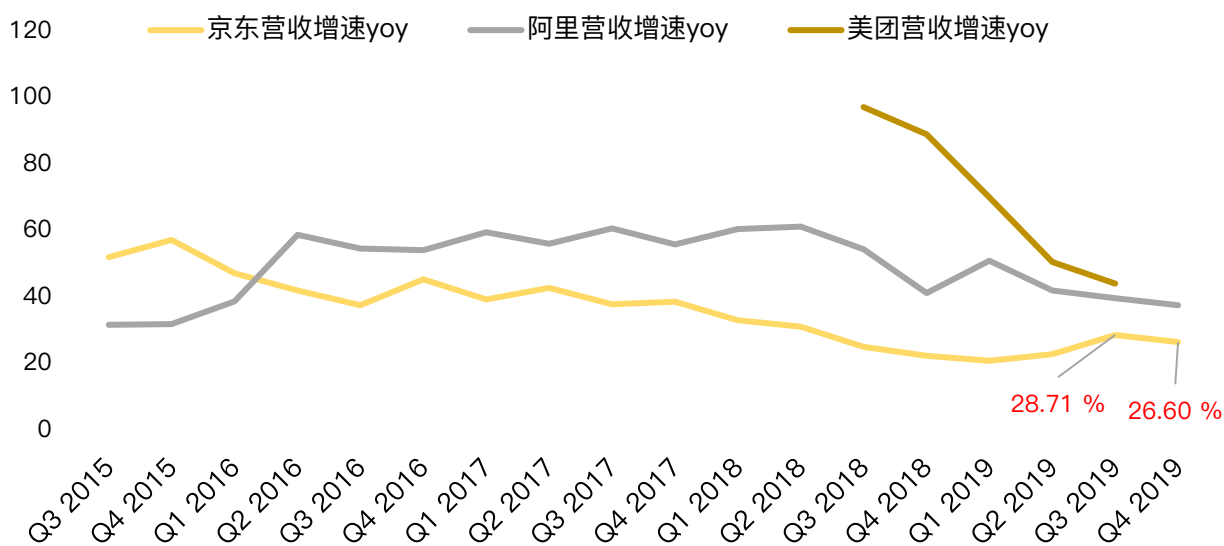
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券整理

图 3: Q4 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



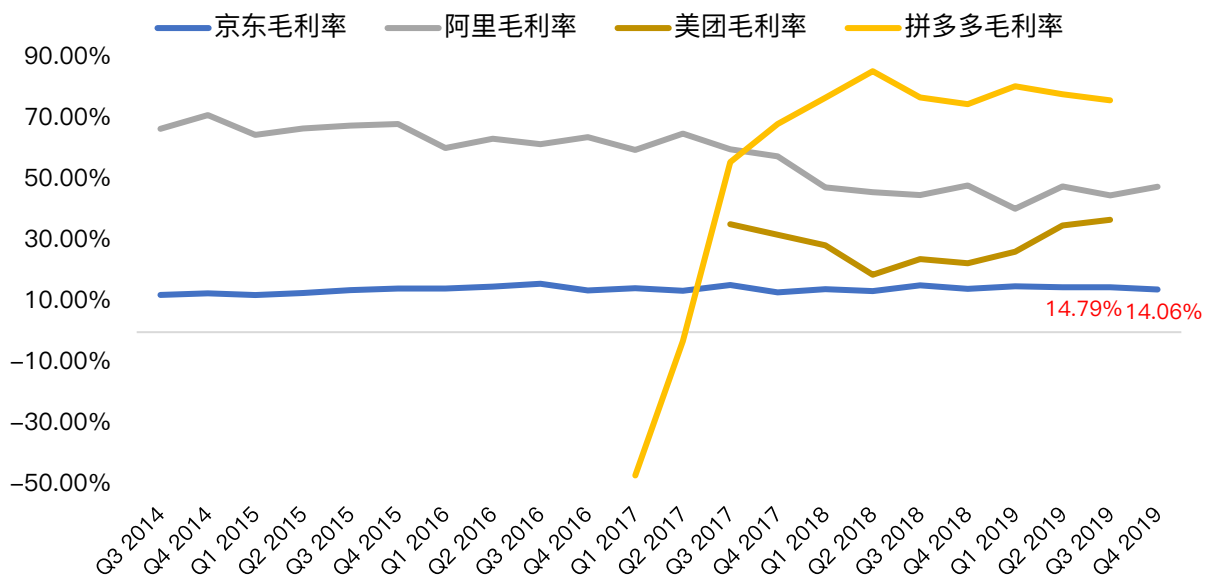
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券整理, 单位: 百万人

图 4: 营收增速较上季度有略有放缓, 但强于市场预期



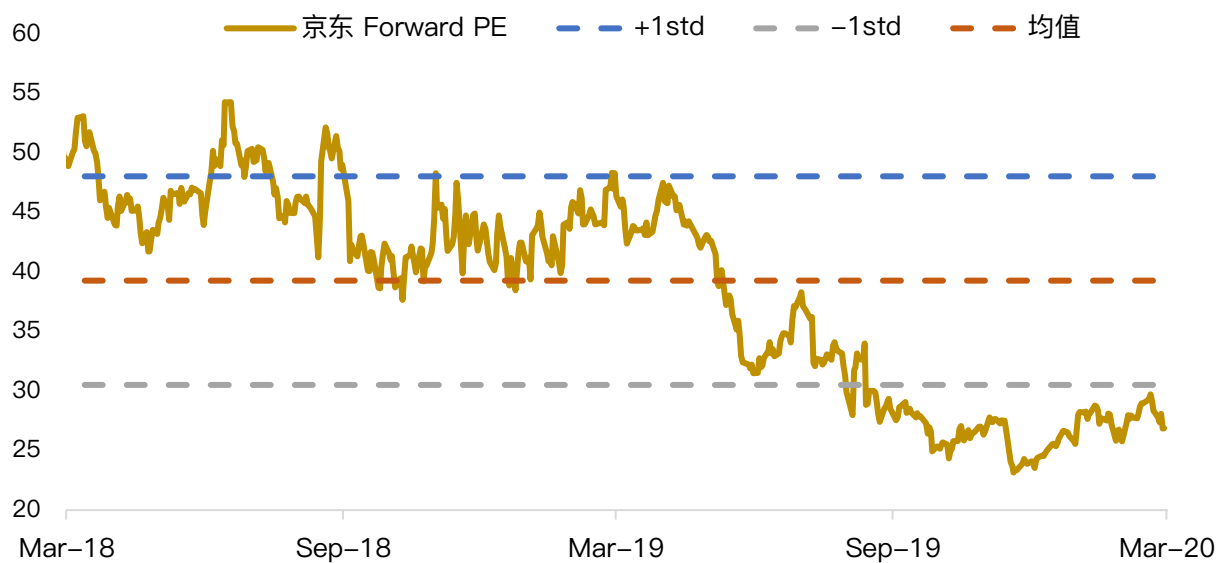
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券

图 5：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 6：京东动态市盈率 (201803-202003)



数据来源：Bloomberg 一致预期，老虎证券整理

风险提示:

- 复工进展缓慢，来自拼多多、阿里的竞争加剧，渠道下沉效果不及预期
- 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。