

互联网	收盘价 港元 9.80	目标价 港元 10.10个	潜在涨幅 +3.1%
-----	----------------	------------------	---------------

2024年5月17日

京东物流 (2618 HK)

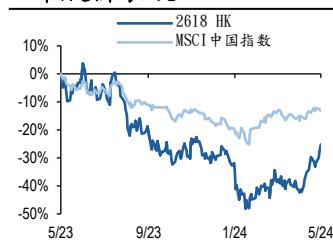
1 季度业绩好于预期，外部一体化增速恢复仍在爬坡阶段

- 2024年1季度业绩：**收入421亿元（人民币，下同），同比增15%，高于我们/彭博市场预期4%。外部收入占收比69%，同环比基本持平，内单增速15%，高于我们此前预期的8%。客户结构调整和规模效应推动毛利率同比提升3个百分点至7.7%。调整后净利润/利润率6.6亿元/1.6%，上市以来首次在1季度实现盈利，得益于业务结构持续优化及运营效率提升，利润大幅超出我们预期的6900万元。
- 业绩要点：**1) 内单加速增长，同比增15%，对比去年4季度11%的增速进一步提升，得益于京东零售业务增长及下调包邮门槛拉动业务量。2) 外部一体化收入增5%，客户数5.6万名，同比恢复正增长至2%，单客户平均收入增3%（去年4季度+15%），增速有所放缓，主要因新增大客户初期合作阶段贡献相对较低产生稀释。3) 其他收入增18%，主要受快递快运业务量增加带动，次晨达等时效件服务聚焦，直播电商合作持续推进。
- 展望及估值：**管理层维持全年收入高个位数增长、调整后净利润率1.7%-2%的指引。我们微调收入预测，基于1季度利润超预期，上调2024年调整后净利润8%，预计调整后净利润率2.2%，我们认为公司通过精细化运营、规模效应，净利润率有望好于指引上限。外部一体化业务收入增长仍然滞后于其他分部业务，新客ARPU提升仍需时间，因此我们维持公司应参照行业平均水平估值的看法，基于2024年15倍市盈率，目标价从9.5港元上调至10.1港元，维持**中性**评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	13.58
52周低位 (港元)	6.80
市值 (百万港元)	64,867.96
日均成交量 (百万)	17.94
年初至今变化 (%)	0.20
200天平均价 (港元)	8.53

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	137,402	166,625	181,444	194,219	207,983
同比增长 (%)	31.2	21.3	8.9	7.0	7.1
净利润 (百万人民币)	866	2,761	3,930	4,922	5,559
每股盈利 (人民币)	0.14	0.44	0.62	0.77	0.87
同比增长 (%)	-158.4	205.0	41.2	24.3	12.1
前EPS预测值 (人民币)			0.58	0.73	0.83
调整幅度 (%)			7.8	5.8	4.4
市盈率 (倍)	62.9	20.6	14.6	11.7	10.5
每股账面净值 (人民币)	7.76	7.68	8.33	9.63	10.95
市账率 (倍)	1.17	1.18	1.09	0.94	0.83

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 1 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国 际预期	差别 (%)	点评
总收入	36,728	47,201	42,137	-11	15	40,467	4	
京东集团	11,213	14,373	12,883	-10	15	12,110	6	内单加速增长，京东零售业务增长及 下调包部门槛拉动业务量
外部收入	25,516	32,828	29,255	-11	15	28,357	3	
-外部一体化供应链客户	7,238	8,640	7,619	-12	5	7,600	0	客户数同比恢复正增长
-其他外部客户	18,278	24,188	21,636	-11	18	20,757	4	
外部客户收入占比 (%)	69	70	69			70		
收入成本	(35,093)	(42,848)	(38,906)	-9	11	(37,816)	3	
毛利	1,636	4,353	3,231	-26	98	2,651	22	
毛利率 (%)	4.5	9.2	7.7			6.6		客户结构调整和规模效应下毛利润率 提升
				3				
营销费用	(1,142)	(1,291)	(1,412)	9	24	(1,227)	15	费用增长因产品推广及相关人员增加
研发费用	(904)	(880)	(862)	-2	-5	(921)	-6	
行政费用	(891)	(869)	(870)	0	-2	(746)	17	
占收入比重 (%)								
营销费用	3.1	2.7	3.3			3.0		
研发费用	2.5	1.9	2.0			2.3		
行政费用	2.4	1.8	2.1			1.8		
运营费用	(2,937)	(3,040)	(3,144)	3	7	(2,894)	9	
运营利润	(1,301)	1,313	88	-93	-107	(243)	-136	
调整后运营利润	(1,050)	1,456	283	-81	-127	69	311	
调整后运营利润率 (%)	-2.9	3.1	0.7			0.2		
调整后净利润	(712)	1,804	663	-63	-193	69	862	超预期得益于业务结构优化及运营效 率提升
调整后净利润率 (%)	-1.9	3.8	1.6			0.2		

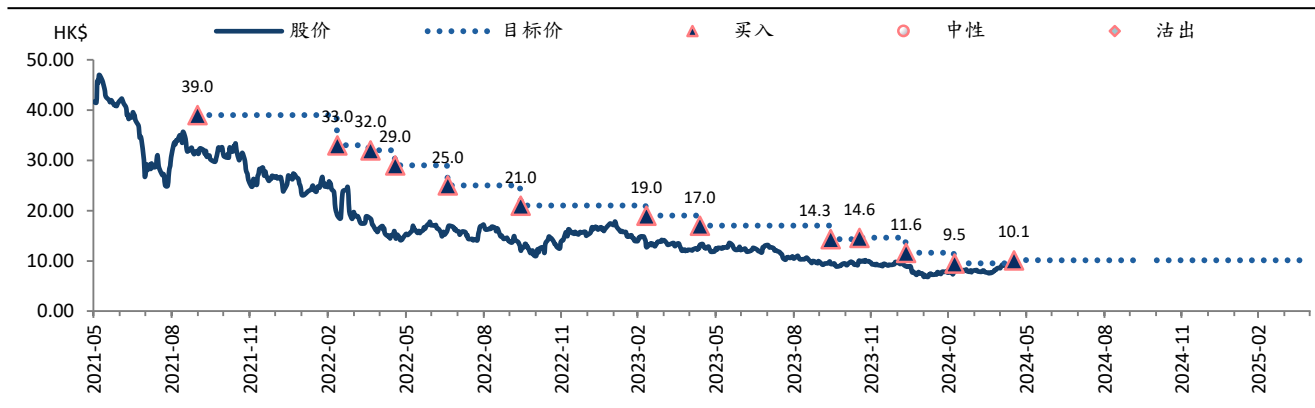
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 2024 年 2 季度预测

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	2Q23	1Q24	2Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	41,033	42,137	45,011	7	10	166,625	181,444	194,219	207,983
京东集团	12,652	12,883	13,411	4	6	50,063	54,588	57,318	60,184
外部收入	28,381	29,255	31,600	8	11	116,561	126,856	136,901	147,800
-外部一体化供应链客户	7,750	7,619	8,138	7	5	31,407	32,996	35,636	38,487
-其他外部客户	20,631	21,636	23,463	8	14	85,154	93,860	101,265	109,313
<i>外部客户的贡献 (%)</i>	69	69	70			70	70	70	71
收入成本	(37,639)	(38,906)	(40,956)	5	9	(153,942)	(165,670)	(176,294)	(188,481)
毛利	3,394	3,231	4,056	26	19	12,683	15,774	17,926	19,502
<i>毛利率 (%)</i>	8.3	7.7	9.0			7.6	8.7	9.2	9.4
营销费用	(1,212)	(1,412)	(1,514)	7	25	(4,999)	(6,050)	(6,586)	(7,171)
研发费用	(921)	(862)	(906)	5	-2	(3,571)	(3,623)	(3,898)	(4,196)
行政费用	(784)	(870)	(829)	-5	6	(3,353)	(3,438)	(3,432)	(3,513)
<i>占收入比重 (%)</i>									
营销费用	3.0	3.3	3.4			3.0	3.3	3.4	3.4
研发费用	2.2	2.0	2.0			2.1	2.0	2.0	2.0
行政费用	1.9	2.1	1.8			2.0	1.9	1.8	1.7
运营费用	(2,917)	(3,144)	(3,249)	3	11	(11,923)	(13,110)	(13,915)	(14,880)
运营利润	478	88	806	819	69	760	2,664	4,010	4,622
调整后运营利润	678	283	1,151	307	70	1,547	3,937	5,524	6,252
<i>调整后运营利润率 (%)</i>	1.7	0.7	2.6			0.9	2.2	2.8	3.0
调整后净利润	826	663	1,030	55	25	2,761	3,930	4,922	5,559
<i>调整后净利润率 (%)</i>	2.0	1.6	2.3			1.7	2.2	2.5	2.7

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 京东物流 (2618 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	112.59	132.00	17.2%	2024年05月17日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	15.49	17.00	9.7%	2024年05月14日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	105.70	104.00	-1.6%	2024年03月01日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.28	13.00	-20.1%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	58.15	75.00	29.0%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	5.79	5.60	-3.3%	2024年01月19日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.11	37.00	8.5%	2024年03月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.07	6.60	8.7%	2024年03月15日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	32.05	29.00	-9.5%	2024年02月21日	文娱内容
JD US	京东	买入	34.27	40.00	16.7%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.70	111.00	28.0%	2024年04月11日	电商
PDD US	拼多多	买入	143.38	180.00	25.5%	2024年01月12日	电商
DAO US	有道	买入	3.94	5.10	29.4%	2024年05月06日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	65.20	89.00	36.5%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	7.99	9.10	13.9%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.04	15.50	18.9%	2024年01月26日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	397.00	457.00	15.1%	2024年05月16日	游戏
NTES US	网易	买入	104.21	127.00	21.9%	2024年04月10日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.40	15.00	21.0%	2024年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	26.80	26.00	-3.0%	2024年03月20日	游戏
3690 HK	美团	买入	125.60	111.00	-11.6%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	26.00	26.00	0.0%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.12	11.30	11.7%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	9.80	10.10	3.1%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.82	1.90	4.4%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	27.35	30.00	9.7%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.10	14.00	26.1%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.30	24.00	12.7%	2024年03月20日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	430.80	440.00	2.1%	2024年02月22日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月16日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	137,402	166,625	181,444	194,219	207,983
主营业务成本	(127,302)	(153,942)	(165,670)	(176,294)	(188,481)
毛利	10,100	12,683	15,774	17,926	19,502
销售及管理费用	(7,219)	(8,352)	(9,487)	(10,017)	(10,684)
研发费用	(3,123)	(3,571)	(3,623)	(3,898)	(4,196)
经营利润	(242)	760	2,664	4,010	4,622
Non-GAAP标准下的经营利润	1,000	1,547	3,937	5,524	6,252
财务成本净额	(545)	(577)	(637)	(655)	(675)
应占联营公司利润及亏损	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
其他非经营净收入/费用	1	1,464	981	683	703
税前利润	(814)	1,619	2,979	4,010	4,622
税费	(276)	(452)	(467)	(602)	(693)
非控股权益	(307)	(551)	(324)	(320)	(320)
净利润	(1,397)	616	2,188	3,089	3,609
作每股收益计算的净利润	(1,397)	616	2,188	3,089	3,609
Non-GAAP标准的净利润	866	2,761	3,930	4,922	5,559

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21,495	17,207	25,818	37,089	48,373
应收账款及票据	20,990	22,154	18,849	19,729	20,676
其他流动资产	15,119	17,297	17,929	18,899	19,966
总流动资产	57,604	56,658	62,595	75,717	89,014
物业、厂房及设备	14,989	16,060	16,943	17,281	17,244
其他有形资产	17,547	17,402	17,952	18,939	19,672
无形资产	11,284	10,652	6,248	5,654	5,077
合资企业/联营公司投资	298	175	361	348	354
长期应收收入	2,355	10,172	6,988	7,215	7,459
其他长期资产	2,621	1,782	1,595	1,557	1,594
总长期资产	49,093	56,243	50,087	50,993	51,401
总资产	106,697	112,902	112,683	126,709	140,415
应付账款	9,100	8,730	9,506	10,175	11,868
其他短期负债	25,146	30,602	29,258	33,002	35,139
总流动负债	34,246	39,331	38,764	43,177	47,007
长期应付账款	2,035	1,217	1,338	1,338	1,338
其他长期负债	17,208	16,980	12,670	13,562	14,523
总长期负债	19,242	18,197	14,008	14,900	15,861
总负债	53,488	57,528	52,772	58,077	62,868
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	46,580	48,157	52,693	61,416	70,330
股东权益	46,581	48,158	52,694	61,417	70,331
非控股权益	6,628	7,216	7,216	7,216	7,216
总权益	53,209	55,374	59,910	68,632	77,547

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(814)	1,619	2,979	4,010	4,622
合资企业/联营公司收入调整	28	28	28	28	28
折旧及摊销	10,016	12,326	11,560	12,462	13,201
营运资本变动	1,568	762	5,832	1,721	721
利息调整	276	(367)	637	655	675
税费	276	452	467	602	693
其他经营活动现金流	1,608	612	857	963	988
经营活动现金流	12,958	15,431	22,360	20,440	20,929
资本开支	(4,846)	(5,332)	(6,399)	(5,771)	(5,904)
其他投资活动现金流	(8,261)	(9,768)	(870)	(881)	(994)
投资活动现金流	(13,107)	(15,099)	(7,270)	(6,652)	(6,898)
负债净变动	2,926	3,460	(4,620)	0	0
权益净变动	6,921	0	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(8,366)	(9,007)	(2,659)	(2,841)	(3,300)
融资活动现金流	1,481	(5,547)	(7,279)	(2,841)	(3,300)
汇率收益/损失	1,885	6	945	475	710
年初现金	17,923	21,495	17,207	25,818	37,089
年末现金	21,495	17,207	25,818	37,089	48,373

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.233)	0.098	0.346	0.485	0.562
全面摊薄每股收益	(0.233)	0.098	0.346	0.485	0.562
Non-GAAP标准下的每股收益	0.144	0.440	0.621	0.772	0.865
每股账面值	7.759	7.675	8.332	9.635	10.947
利润率分析(%)					
毛利率	7.4	7.6	8.7	9.2	9.4
EBITDA利润率	7.1	7.9	7.8	8.5	8.6
EBIT利润率	(0.2)	0.5	1.5	2.1	2.2
净利率	(1.0)	0.4	1.2	1.6	1.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	7.4	7.6	8.7	9.2	9.4
EBITDA利润率	8.0	8.3	8.5	9.3	9.4
经营利润率	0.7	0.9	2.2	2.8	3.0
净利率	0.6	1.7	2.2	2.5	2.7
盈利能力(%)					
ROA	0.9	2.5	3.5	4.1	4.2
ROE	20.9	24.1	24.7	25.6	24.4
ROIC	(0.5)	1.4	4.6	6.2	6.3
其他					
流动比率	1.7	1.4	1.6	1.8	1.9
应收账款周转天数	38.0	33.0	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	22.8	21.1	20.1	20.4	21.3