

互联网	收盘价 港元 7.78	目标价 港元 11.30个	潜在涨幅 +45.2%
-----	----------------	------------------	----------------

2024 年 8 月 16 日

京东物流 (2618 HK)

高质量利润改善好于预期，上调评级至买入

京东物流 (2618 HK) 2 季度利润大幅好于预期，毛利率改善显著推动利润率实现季度历史新高，反映公司精细化运营能力提升，我们认为消费结构变化对收入端的影响已经反映在当前预期内，公司目前估值水平低于行业平均，基于行业平均 13 倍 2024 年市盈率，我们上调公司目标价至 11.3 港元，评级上调至买入。

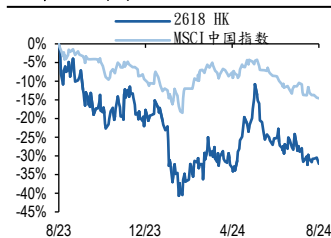
④ 2024 年 2 季度收入符合预期，利润大幅好于预期。收入同比增 8% 至 442 亿元（人民币，下同），其中内部收入/外部一体化/外部其他收入同比增 7%/0%/11%。调整后净利润 24.6 亿元，同比近 2 倍增长，对应净利润率 5.6%，为上市以来季度最高水平，对比我们预期的净利润/净利润率 12 亿元/2.7%。毛利润率同比提升 3.6 个百分点，主要来自外包成本占收比的下降。公司通过精细化管理、优化运输环节车辆算法调度能力（如减少中转次数）、自动化设备投入及产品结构调整实现盈利能力大幅改善。

④ 上调利润预测，上调至买入。我们微调收入预测，预计 2024 年收入同比增 8%，上调 2024 年调整后净利润 16%，对应利润率为 2.8%（此前为 2.4%，高于公司 2.5% 利润率指引上限），公司将继续推进网络结构优化，技术能力提升，实现盈利水平的稳步提升，目标在合理利润率水平下寻求更高收入增长。公司现价对应 2024 年市盈率 10 倍，低于行业平均，我们基于 13 倍 2024 年市盈率不变，目标价从 9.8 港元上调至 11.3 港元，上调至买入。

个股评级

买入↑

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	11.40
52周低位 (港元)	6.80
市值 (百万港元)	51,520.56
日均成交量 (百万)	7.70
年初至今变化 (%)	(20.45)
200天平均价 (港元)	8.19

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	180,640	180,306	0%	193,336	192,961	0%	207,014	206,593	0%
内部收入	54,711	54,715	0%	57,446	57,451	0%	60,318	60,323	0%
外部一体化供应链	32,624	32,996	-1%	35,234	35,636	-1%	38,053	38,487	-1%
其他外部客户	93,306	92,595	1%	100,656	99,875	1%	108,643	107,783	1%
毛利润	16,779	16,190	4%	19,040	18,356	4%	20,668	19,955	4%
毛利率	9.3%	9.0%	0.3ppts	9.8%	9.5%	0.3ppts	10.0%	9.7%	0.3ppts
经调整运营利润	4,727	4,475	6%	6,604	6,088	8%	7,380	6,851	8%
经调整运营利润率	2.6%	2.5%	0.1ppts	3.4%	3.2%	0.3ppts	3.6%	3.3%	0.2ppts
经调整净利润	5,091	4,386	16%	5,839	5,400	8%	6,516	6,065	7%
经调整净利率	2.8%	2.4%	0.4ppts	3.0%	2.8%	0.2ppts	3.1%	2.9%	0.2ppts

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

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

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 2 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预期	差别 (%)
总收入	41,033	42,137	44,207	5	8	43,873	1
<i>彭博一致预期</i>			<i>43,871</i>				
京东集团	12,652	12,883	13,533	5	7	13,537	0
外部收入	28,381	29,255	30,674	5	8	30,336	1
-外部一体化供应链客户	7,750	7,619	7,766	2	0	8,138	-5
-其他外部客户	20,631	21,636	22,909	6	11	22,198	3
外部客户收入占比 (%)	69	69	69			69	
收入成本	(37,639)	(38,906)	(38,955)	0	3	(39,741)	-2
毛利	3,394	3,231	5,253	63	55	4,132	27
毛利率 (%)	8.3	7.7	11.9			9.4	
营销费用	(1,212)	(1,412)	(1,368)	-3	13	(1,432)	-4
研发费用	(921)	(862)	(881)	2	-4	(877)	0
行政费用	(784)	(870)	(794)	-9	1	(807)	-2
占收入比重 (%)							
营销费用	3.0	3.3	3.1			3.3	
研发费用	2.2	2.0	2.0			2.0	
行政费用	1.9	2.1	1.8			1.8	
运营费用	(2,917)	(3,144)	(3,042)	-3	4	(3,116)	-2
运营利润	478	88	2,211	2,421	363	1,016	118
调整后运营利润	678	283	2,252	695	232	1,350	67
调整后运营利润率 (%)	1.7	0.7	5.1			3.1	
调整后净利润	826	663	2,456	271	197	1,197	105
调整后净利润率 (%)	2.0	1.6	5.6			2.7	

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 2024 年 3 季度预测

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	41,663	44,207	44,206	0	6	166,625	180,640	193,336	207,014
<i>彭博一致预期</i>			44,507				181,866	196,402	211,945
京东集团	11,826	13,533	12,772	-6	8	50,063	54,711	57,446	60,318
外部收入	29,836	30,674	31,434	2	5	116,561	125,930	135,890	146,695
-外部一体化供应链客户	7,779	7,766	8,168	5	5	31,407	32,624	35,234	38,053
-其他外部客户	22,057	22,909	23,265	2	5	85,154	93,306	100,656	108,643
外部客户的贡献 (%)	72	69	71			70	70	70	71
收入成本	(38,362)	(38,955)	(40,205)	3	5	(153,942)	(163,862)	(174,297)	(186,346)
毛利	3,300	5,253	4,001	-24	21	12,683	16,779	19,040	20,668
毛利率 (%)	7.9	11.9	9.1			7.6	9.3	9.8	10.0
营销费用	(1,355)	(1,368)	(1,543)	13	14	(4,999)	(6,022)	(6,650)	(7,241)
研发费用	(867)	(881)	(929)	6	7	(3,571)	(3,598)	(3,875)	(4,171)
行政费用	(809)	(794)	(814)	3	1	(3,353)	(3,402)	(3,416)	(3,497)
占收入比重 (%)									
营销费用	3.3	3.1	3.5			3.0	3.3	3.4	3.5
研发费用	2.1	2.0	2.1			2.1	2.0	2.0	2.0
行政费用	1.9	1.8	1.8			2.0	1.9	1.8	1.7
运营费用	(3,030)	(3,042)	(3,287)	8	8	(11,923)	(13,022)	(13,941)	(14,908)
运营利润	270	2,211	714	-68	164	760	3,757	5,099	5,760
调整后运营利润	463	2,252	1,054	-53	128	1,547	4,727	6,604	7,380
调整后运营利润率 (%)	1.1	5.1	2.4			0.9	2.6	3.4	3.6
调整后净利润	843	2,456	947	-61	12	2,761	5,091	5,839	6,516
调整后净利润率 (%)	2.0	5.6	2.1			1.7	2.8	3.0	3.1

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:交银国际互联网及教育行业覆盖公司

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	86.18	129.00	49.7%	2024 年 07 月 17 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	10.97	14.00	27.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.06	4.20	37.3%	2024 年 07 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	44.00	55.00	25.0%	2024 年 07 月 17 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.39	20.00	49.4%	2024 年 07 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	90.80	120.00	32.2%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.78	5.90	-13.0%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.71	33.00	-4.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.55	29.00	18.1%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	27.00	41.00	51.9%	2024 年 08 月 16 日	电商
PDD US	拼多多	买入	145.08	213.00	46.8%	2024 年 05 月 23 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	79.54	111.00	39.6%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.60	13.40	26.4%	2024 年 06 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.31	7.50	74.0%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.99	13.80	53.5%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.65	80.00	49.1%	2024 年 08 月 01 日	教育
DAO US	有道	买入	3.41	5.00	46.6%	2024 年 05 月 24 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	368.40	486.00	31.9%	2024 年 08 月 15 日	游戏
NTES US	网易	买入	90.07	117.00	29.9%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.50	30.00	46.3%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.90	15.00	37.6%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	16.00	24.00	50.0%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	102.40	129.00	26.0%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.78	11.30	45.2%	2024 年 08 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.18	13.50	32.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.31	1.70	29.8%	2024 年 07 月 19 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.10	30.00	42.2%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.76	14.00	30.1%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	12.70	25.00	96.9%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	322.60	509.00	57.8%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2024 年 8 月 16 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	137,402	166,625	180,640	193,336	207,014
主营业务成本	(127,302)	(153,942)	(163,862)	(174,297)	(186,346)
毛利	10,100	12,683	16,779	19,040	20,668
销售及管理费用	(7,219)	(8,352)	(9,424)	(10,066)	(10,738)
研发费用	(3,123)	(3,571)	(3,598)	(3,875)	(4,171)
经营利润	(242)	760	3,757	5,099	5,760
Non-GAAP标准下的经营利润	1,000	1,547	4,727	6,604	7,380
财务成本净额	(545)	(577)	(638)	(656)	(677)
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	1,257	684	705
税前利润	(814)	1,619	4,348	5,099	5,760
税费	(276)	(452)	(541)	(765)	(864)
非控股权益	(307)	(551)	(463)	(320)	(320)
净利润	(1,397)	616	3,344	4,014	4,576
作每股收益计算的净利润	(1,397)	616	3,344	4,014	4,576
Non-GAAP标准的净利润	866	2,761	5,091	5,839	6,516

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21,495	17,207	26,965	39,329	53,898
应收账款及票据	20,990	22,154	18,782	19,656	20,598
其他流动资产	15,119	17,297	17,924	18,894	19,960
总流动资产	57,604	56,658	63,671	77,879	94,456
物业、厂房及设备	14,989	16,060	16,938	17,271	17,229
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	6,958	7,183	7,426
其他长期资产	2,621	1,782	1,594	1,556	1,594
总长期资产	49,093	56,243	50,052	50,951	51,352
总资产	106,697	112,902	113,723	128,830	145,808
应付账款	9,100	8,730	9,464	10,129	11,813
其他短期负债	25,146	30,602	29,253	32,996	37,281
总流动负债	34,246	39,331	38,717	43,125	49,094
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	12,614	13,500	14,455
总长期负债	19,242	18,197	13,952	14,839	15,794
总负债	53,489	57,528	52,669	57,963	64,888
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	46,580	48,157	53,837	63,649	73,703
股东权益	46,581	48,158	53,838	63,650	73,704
非控股权益	6,628	7,216	7,216	7,216	7,216
总权益	53,209	55,374	61,054	70,866	80,920

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(814)	1,619	4,348	5,099	5,760
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	11,559	12,460	13,199
营运资本变动	1,568	762	5,858	1,723	2,868
利息调整	276	(367)	638	656	677
税费	276	452	541	765	864
其他经营活动现金流	1,608	612	480	791	807
经营活动现金流	12,958	15,431	23,453	21,522	24,202
资本开支	(4,846)	(5,332)	(6,399)	(5,765)	(5,896)
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)	(6,646)	(6,890)
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)	(2,603)	(2,836)	(3,294)
融资活动现金流	1,481	(5,547)	(7,223)	(2,836)	(3,294)
汇率收益/损失	1,885	6	945	475	710
年初现金	17,923	21,495	17,207	26,965	39,329
年末现金	21,495	17,207	26,965	39,329	53,898

财务比率					
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	0.529	0.630	0.712
全面摊薄每股收益	(0.233)	0.098	0.529	0.630	0.712
Non-GAAP标准下的每股收益	0.144	0.440	0.805	0.916	1.014
每股账面值	7.759	7.675	8.513	9.985	11.472
利润率分析(%)					
毛利率	7.4	7.6	9.3	9.8	10.0
EBITDA利润率	7.1	7.9	8.5	9.1	9.2
EBIT利润率	(0.2)	0.5	2.1	2.6	2.8
净利率	(1.0)	0.4	1.9	2.1	2.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	7.4	7.6	9.3	9.8	10.0
EBITDA利润率	8.0	8.3	9.0	9.9	9.9
经营利润率	0.7	0.9	2.6	3.4	3.6
净利率	0.6	1.7	2.8	3.0	3.1
盈利能力(%)					
ROA	0.9	2.5	4.5	4.8	4.7
ROE	20.9	24.1	26.3	26.6	25.0
ROIC	(0.5)	1.4	6.5	7.7	7.6

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	20.3	20.5	21.5

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。