

研究所：

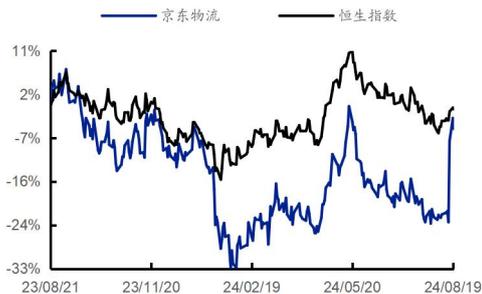
证券分析师：

祝玉波 S0350523120005
zhoub01@ghzq.com.cn

盈利能力大幅改善，重点关注外单成长性兑现

——京东物流（02618）2024半年度业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/20

表现	1M	3M	12M
京东物流	19.5%	-1.6%	-7.6%
恒生指数	0.5%	-10.8%	-2.4%

市场数据

2024/08/20

当前价格（港元）	9.74
52周价格区间（港元）	6.61-11.08
总市值（百万港元）	64,538.04
流通市值（百万港元）	64,538.04
总股本（万股）	662,608.18
流通股本（万股）	662,608.18
日均成交额（百万港元）	163.13
近一月换手（%）	2.13

相关报告

《京东物流（02618）2023年年度业绩公告点评：盈利能力持续改善，外部收入拉动增长（增持）*物流*祝玉波》——2024-03-09

《京东物流（02618）事件点评-港股：外部收入占比近七成，未来成长路径清晰（增持）*物流*祝玉波》——2023-03-17

事件：

2024年8月15日，京东物流发布2024年半年度业绩公告：

2024H1，公司实现营业收入863.45亿元，同比增长11.04%。完成净利润25.67亿元，同比增长585.44%。完成归母净利润22.64亿元，同比增长455.33%。完成非国际财务报告准则利润31.18亿元，同比增长2631.15%。

其中，2024Q1公司实现营业收入421.37亿元，同比增长14.73%。完成净利润3.22亿元，同比增长131.09%。完成归母净利润2.38亿元，同比扭亏为盈。完成非国际财务报告准则利润6.63亿元，同比扭亏为盈。

2024Q2公司实现营业收入442.07亿元，同比增长7.74%。完成净利润22.45亿元，同比增长341.97%。完成归母净利润20.26亿元，同比增长476.04%。完成非国际财务报告准则利润24.56亿元，同比增长197.38%。

投资要点：

■ 外部一体化供应链拉新稳增长，纯配业务为主要增长引擎

2024Q2公司实现营业收入442.07亿元，同比增长7.74%。拆分收入来看，来自京东集团内部营业收入达135.33亿元，同比增长6.97%，占营业收入比重为30.61%，同比下滑0.22pcts；外部营业收入达30.67亿元，同比增长8.08%，占营业收入比重为69.39%，同比上升0.22pcts。公司内外单保持稳健增长，外单为公司主要收入来源。

外部收入拆分来看，2024Q2公司外部收入中由外部一体化供应链客户贡献营业收入77.66亿元，同比增长0.20%，占公司营业收入比重为17.57%，占比下降1.32%。其中客户数量同比增长11.19%至5.79万人，单客户平均收入同比下降9.88%至13.41万元。外部一体化供应链收入主要靠客户数量增长拉动，公司基于客户需求上升实施了有效的销售及市场推广活动。单客户平均收入下降，一方面

受到消费降级下客户结构变化的影响，另一方面受此推广活动影响。

2024Q2 公司外部收入中由其他客户（即纯配业务）贡献营业收入 229.09 亿元，同比增长 11.04%，占公司营业收入比重为 51.82%，占比继续提升 1.54pct，为外部收入及公司营收的主要来源。其中德邦股份贡献收入 91.51 亿元，同比增长 10.58%；非德邦股份贡献营业收入 137.58 亿元，同比增长 11.35%。快运业务方面，公司在包括德邦在内的快运业务货量和收入规模位于领先地位；在快递业务方面，借助京东航空全货机能力提升，公司持续提升产品时效和客户体验，持续扩大了次晨达和次日达的覆盖范围，在生鲜领域提供稳定服务。此外，公司持续深化和拓展多个直播电商平台的合作，保证业务量和收入的持续提高。

■ 技术驱动+精细化管理，外包成本占收入比大幅改善，利润创新高

2024Q2 公司完成净利润 22.45 亿元，同比增长 341.97%。完成归母净利润 20.26 亿元，同比增长 476.04%（剔除德邦后，公司归母净利润 18.57 亿元，同比 699.49%），归母净利率为 4.58%，同比提升 3.73pcts。完成非国际财务报告准则利润 24.56 亿元，同比增长 197.38%，非国际财务报告准则利润率 5.55%，同比提升 3.54pcts，创历史新高。

2024Q2 公司录得毛利润 52.53 亿元，同比增长 54.76%；毛利率为 11.88%，同比增加 3.61pcts。公司盈利能力大幅改善，主要因毛利率大幅修复。此外，2024Q2 公司三费(销售、研发、管理费用之和)共计 30.42 亿元，费用率同比下降 0.23pcts 至 6.88%。其中销售/研发/管理费用率分别同比+0.14pcts/-0.25pcts/-0.12pcts，进一步夯实公司盈利水平。

2024Q2 公司毛利率大幅改善，主要因成本占收入比大幅下降，2024Q2 公司营业成本 389.54 亿元，同比增长 3.50%（增速低于营业收入增速 7.74%），占收入比 88.12%，同比下降 3.61pcts。其中员工福利开支/外包成本/租金成本/折旧与摊销成本/其他成本（包括燃料费、路桥费、包装及其他消耗材料成本）占收入比分别同比+1.50pcts/-3.67pcts/-0.58pcts/-0.18pcts/-0.96pcts，外包成本占收入比大幅下降是成本占收入比下降的主要原因。

外包成本包括第三方运输公司、快递公司及其它服务供应商就分拣、运输、配送及劳务外包服务收取的费用。除规模效应外，公司通过产品及网络结构优化、技术驱动带来的运营效率提升、精细化管控带来的资源使用效率提升带动成本大幅优化。

■ 盈利能力大幅修复，关注景气度恢复下，外单业务的成长性

公司 2024H1 归母净利率 2.62%，完成非国际财务报告准则利润率 3.71%，利润率水平已达到可比同行平均水平。公司通过提供灵活、

高效的一体化供应链解决方案和服务产品，不断满足客户转型升级中持续增长的供应链物流服务需求，在经济延续恢复向好的态势背景下，外单业务有望迎来增长。

- **盈利预测和投资评级** 我们预计京东物流 2024-2026 年营业收入分别为 1815.12 亿元、1958.48 亿元与 2110.22 亿元，同比分别+9%、+8%、+8%；归母净利润分别为 29.51 亿元、38.06 亿元与 42.76 亿元，同比分别+379%、+29%、+12%，对应 EPS 0.45 元、0.57 元、0.65 元；2024-2026 年对应 PE 分别为 20.03 倍、15.53 倍、13.82 倍。公司自我造血能力得到验证，看好后续业绩增长，维持“增持”评级。
- **风险提示** 京东集团控股带来的关联交易风险；市场扩张不及预期；市场竞争加剧风险；需求景气度下滑；并购整合不及预期；宏观环境不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	166625	181512	195848	211022
增长率(%)	21	9	8	8
归母净利润（百万元）	616	2951	3806	4276
增长率(%)	144	379	29	12
摊薄每股收益（元）	0.09	0.45	0.57	0.65
ROE(%)	1	6	7	7
PE	89.58	20.03	15.53	13.82
PB	1.23	1.16	1.08	1.00
PS	0.36	0.33	0.30	0.28
EV/EBITDA	4.01	5.78	5.44	4.48

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：选用 2024 年 8 月 20 日汇率，HKD/CNY=0.9160，货币单位为人民币

附表：京东物流盈利预测表（股价单位为港元，其余货币单位为“人民币元”，汇率选用 HKD/CNY=0.9160）

证券代码:	02618		股价:	9.74	投资评级:	增持	日期:	2024/08/20	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	1%	6%	7%	7%	EPS	0.10	0.45	0.57	0.65
毛利率	8%	9%	10%	10%	BVPS	7.29	7.72	8.30	8.95
期间费率	7%	7%	7%	7%	估值				
销售净利率	0%	2%	2%	2%	P/E	89.58	20.03	15.53	13.82
成长能力					P/B	1.23	1.16	1.08	1.00
收入增长率	21%	9%	8%	8%	P/S	0.36	0.33	0.30	0.28
利润增长率	144%	379%	29%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.52	1.54	1.61	1.62	营业收入	166625	181512	195848	211022
应收账款周转率	11.24	10.79	10.24	8.97	营业成本	153942	165263	176922	190084
存货周转率	242.10	219.13	209.04	189.88	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	4999	5533	5856	6308
资产负债率	51%	52%	47%	51%	管理费用	3353	3472	3947	4251
流动比	1.44	1.52	1.77	1.68	财务费用	-377	-286	-378	-284
速动比	1.39	1.47	1.72	1.64	其他费用/(-收入)	257	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	503	3509	4724	5641
现金及现金等价物	17207	23084	19698	24790	营业外净收支				
应收款项	14709	18947	19288	27780	利润总额	1619	4337	5671	6594
存货净额	624	884	809	1193	所得税费用	452	583	1015	1368
其他流动资产	24118	26862	28228	34103	净利润	1167	3754	4656	5226
流动资产合计	56658	69778	68023	87867	少数股东损益	551	803	850	950
固定资产	16060	16426	16737	17002	归属于母公司净利润	616	2951	3806	4276
在建工程					现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	27531	26642	25797	24995	经营活动现金流	16352	10158	2742	11347
长期股权投资	175	125	75	25	净利润	616	2951	3806	4276
资产总计	112902	123242	120704	139959	少数股东权益	551	803	850	950
短期借款	4620	5120	5620	6120	折旧摊销	11700	4023	4034	4038
应付款项	8730	10834	11340	14243	公允价值变动	2385	616	614	540
预收帐款					营运资金变动	1100	1764	-6562	1543
其他流动负债	25981	29884	21448	31838	投资活动现金流	-15099	-3858	-5680	-5780
流动负债合计	39331	45838	38408	52201	资本支出	-5100	2500	2500	2500
长期借款及应付债券	5345	5545	5745	5945	长期投资	-10300	-2750	-2750	-2950
其他长期负债	12852	12696	12696	12696	其他	301	-3608	-5430	-5330
长期负债合计	18197	18241	18441	18641	筹资活动现金流	-5547	-458	-484	-510
负债合计	57528	64079	56848	70842	债务融资	40	700	700	700
股本	1	1	1	1	权益融资	0	0	0	0
股东权益	55374	59164	63855	69117	其它	-5587	-1158	-1184	-1210
负债和股东权益总计	112902	123242	120704	139959	现金净增加额	-4294	5877	-3387	5093

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

史亚州：交通运输行业研究助理，哈尔滨工业大学经济学学士、应用经济学硕士，主攻快递、快运、跨境电商物流、汽车物流等板块。

【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。