

交通运输

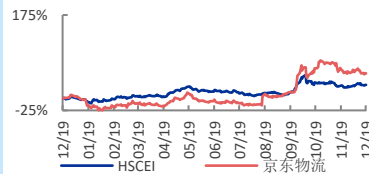
2024 年 12 月 20 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2024 年 12 月 19 日
收盘价（港币）	13.84
恒生中国企业指数	7152.13
52 周最高/最低（港币）	16.84/6.61
H 股市值（亿港元）	917.23
流通 H 股（百万股）	6,627.38
汇率（人民币/港币）	1.0808

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

王易 A0230123050001
wangyi@swsresearch.com
范晨轩 A0230123070006
fancx@swsresearch.com

联系人

王易
(8621)23297818x
wangyi@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

京东物流 (02618)

——大时代大物流，一体化供应链迎来扩张机遇

- **京东物流是国内领先的一体化供应链物流服务商，实现从企业物流到物流企业的转变。**京东物流是京东集团培育的直营一体化供应链服务商，尽享京东集团商流、数据、地产等资源协同优势，外部业务扩张取得骄人成绩。京东物流在商业模式、服务体验、资产结构等方面明显区别于传统快递物流、供应链服务企业，主要得益于其独特的商流+物流的商业模式，能给 C 端和 B 端更全面一体化的物流解决方案。
- **我国供应链物流迎来大发展机遇，一体化供应链在降低物流成本中发挥重要功效。**供应链是基础物流服务上游，特征包括行业空间大、客户粘性高、集中度低且提升空间大、重服务而非直接价格竞争等，是孕育巨头企业的优质赛道。红利见底，品牌崛起，推动供应链升级，一体化供应链直接解决 3PL 比例低、自动化率低这两个制约物流效率的重要因素，在全社会降低物流成本中有望发挥重要功效。京东物流等新兴渠道服务商由于社会化服务能力强，系统能力和基础物流服务能力领先等，在未来更有机会把握行业机遇。
- **外部收入的扩张与规模效应的释放支撑京东物流业绩增长，京东物流具备重资产+技术+商流三大壁垒优势，整体仓储+配送端规模效应较强且仍有较大的释放空间。**24 年京东物流在收入稳健增长的同时，实现利润率的大幅提升。公司一体化供应链持续向中腰部延拓，外部客户占比显著提高；非一体化供应链业务主要为快递、快运，得益于一体化供应链客户的引流、行业的增长、平台的开放等因素，随着单量的增长带来更强的规模效应。我们看好公司两大核心业务的持续增长，以及仓储、配送环节规模效应的继续释放。同时随着干线、人员、销售等环节的合理投入，时效、服务、品牌有望进一步提升，形成获客能力增强——成本优化——进一步强化获客能力的正向循环。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2024E-2026E 调整后归母净利润分别为 78.97、89.00、100.07 亿元，分别同比增长 186.02%、12.71%、12.43%，对应 PE 分别为 10x、9x、8x。顺丰控股主营业务时效件利润丰厚且壁垒高，京东物流一体化供应链业务同样稀缺且其高品质高质量的服务赢得了很好的品牌溢价，行业口碑及品牌均能与顺丰媲美，因此公司一体化供应链业务也已形成较高的护城河，客户粘性、时效均达到行业较高水平。另外，京东物流新业务与顺丰新业务类似，因此两家公司具有很强的可比性。考虑到港股与 A 股估值相比存在差异，我们选取顺丰控股港股作为京东物流的可比公司。24 年顺丰控股港股的 PE 估值倍数为 15x，对标顺丰控股 H，考虑到公司时效件业务仍处于起步阶段，件量与顺丰仍存在较大差距，且人效、盈利能力等较顺丰仍有较大的提升空间，因此我们给予公司 10% 的估值折价。基于此，我们认为公司 24 年合理 PE 估值倍数应为 13x，对应当前市值仍有 26% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：宏观经济下行、新业务进展不及预期、行业竞争加剧、人工成本上升。**

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	137,402	166,625	178,796	192,118	207,464
同比增长率（%）		21.27%	7.30%	7.45%	7.99%
归母净利润（百万元）	866	2761	7897	8900	10007
同比增长率（%）		218.79%	186.02%	12.71%	12.43%
每股收益（元/股）	0.13	0.42	1.20	1.35	1.52
净资产收益率（%）	1.86%	5.73%	14.38%	14.19%	13.95%
市盈率	95	30	10	9	8
市净率	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2024E-2026E 调整后归母净利润分别为 78.97、89.00、100.07 亿元，分别同比增长 186.02%、12.71%、12.43%，对应 PE 分别为 10x、9x、8x。顺丰控股主营业务时效件利润丰厚且壁垒高，京东物流一体化供应链业务同样稀缺且其高品质高质量的服务赢得了很好的品牌溢价，行业口碑及品牌均能与顺丰媲美，因此公司一体化供应链业务也已形成较高的护城河，客户粘性、时效均达到行业较高水平。另外，京东物流新业务与顺丰新业务类似，因此两家公司具有很强的可比性。考虑到港股与 A 股估值相比存在差异，我们选取顺丰控股港股作为京东物流的可比公司。24 年顺丰控股港股的 PE 估值倍数为 15x，对标顺丰控股 H，考虑到公司时效件业务仍处于起步阶段，件量与顺丰仍存在较大差距，且人效、盈利能力等较顺丰仍有较大的提升空间，因此我们给予公司 10% 的估值折价。基于此，我们认为公司 24 年合理 PE 估值倍数应为 13x，对应当前市值仍有 26% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

一体化供应链主业：2023-2030 年社零保持 5% 左右复合增速，消费品企业物流费用率、线上化率不发生较大变化，京东物流渗透率持续提升。

成本端：仓储与配送两端均具有较强的规模效应，优质客户、高周转次数、服务链条拉长等有望带动“单方日均订单量”和“库内人效”提升。参考快递公司成本优化路径，随着快递业务单量增长，分拣、运输成本有望进一步下降。

有别于大众的认识

市场认为京东物流是顺周期标的，与宏观经济关联度高，我们认为京东物流独特的一体化供应链模式对商家降本增效很有帮助，渗透率有较大提升空间。当宏观经济修复带动高端消费、PMI 等回暖时，京东物流存量客户的仓配需求有望提升。但现有供应链物流模式下，商家将物流与供应链视为降本增效重要环节，企业利润率承压带动的需求尤为迫切。京东物流为代表的一体化供应链效率高、服务好，帮助商家提高盘点准确率、存货周转率等，通过专业的 3PL 服务带来更多价值，渗透率有望提升。

市场认为家电补贴造成 24 年基数较高，且透支未来部分需求，我们认为京东物流面向行业广泛，家电仓配占比较低，不影响未来增长逻辑。京东集团在家电线上市占率较高，十分受益政府补贴，但家电对 GMV 的贡献远高于件量，京东物流与件量等指标更为挂钩，外部客户拓展顺利，收入结构多元化。另一方面，家电补贴有望进一步带动线上化率提升与平台粘性，为未来增长拓宽客户。

股价表现的催化剂

高端消费与 PMI 回暖，供应链物流需求增加；各业务整合进度超预期，品牌力持续增强；快递业务成本进一步优化，市占率加速提升。

核心假设风险

一体化供应链向中腰部客户开拓不及预期；宏观经济下行，存量客户物流需求下降；业务整合不顺利；过度投入导致季度利润波动。

目录

1. 公司概况：国内领先的一体化供应链物流服务商	8
1.1 股东背景雄厚，京东体系核心履约网络，尽享集团红利	8
1.2 发展历程：从企业物流到物流企业，打造综合物流服务网络	10
1.3 一体化供应链服务模式独特，明显区别于传统快递和供应链服务商	14
1.4 财务表现：外部收入高增，利润拐点已至	17
2. 行业：一体化供应链崛起的历史机遇已经到来	19
2.1 现状：供应链物流行业规模大，效率优化空间广阔	19
2.2 趋势：红利见底，品牌崛起，推动供应链升级	21
2.3 一体化供应链：效率高，体验佳，发展时机到来趋势	24
2.4 未来：行业长期竞争格局优，京东物流掌握电商渠道优势显著	26
3. 京东物流：扩张与规模效应支撑业绩增长、高质量高壁垒服务印证稀缺性	28
3.1 一体化供应链稳健增长，24 年快递体现强规模效应	28
3.1.1 扩张的本质：收入结构多元化，外部客户快速增长	28
3.1.2 从社零结构看发展，一体化供应链空间广阔，非一体化供应链有望受益品牌导流	30
3.2 从仓储、配送两个角度，拆解规模效应，看好后续进一步释放	31
3.3 高质量服务的本质：数字解决方案+物理落地支撑	34
3.4 高壁垒：物流基础设施、物流科技与商流洞察	36
3.4.1 竞争壁垒 1：重资产布局稀缺性强	36
3.4.2 竞争壁垒 2：完善的数据和技术积累，物流科技领先	38
3.4.3 竞争壁垒 3：商流洞察赋能物流协同性	40
3.5 亚马逊 VS 沃尔玛，一体化供应链竞争优势探讨	41
3.6 打造综合物流服务能力，协同德邦、跨越，面向海外	43
4. 盈利预测与估值	47
4.1 盈利预测：外部收入高增，利润有望持续增长	47
4.2 对比顺丰控股 H 估值，估值有修复空间	48
5. 风险提示	49

图表目录

图 1：公司股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）	8
图 2：京东物流与京东体系内各子集团的关联.....	9
图 3：京东集团存货周转天数变化.....	10
图 4：公司发展历程和大事记梳理.....	10
图 5：2022 国内电商平台竞争格局测算	12
图 6：2022 美国电商平台竞争格局测算	12
图 7：京东物流仓配服务模式图	13
图 8：京东物流对标顺丰产品梳理.....	13
图 9：京东物流与全网快递模式对比	15
图 10：顺丰 2023 年成本结构.....	16
图 11：京东物流 2023 年成本结构.....	16
图 12：2023 年京东物流、顺丰及德邦员工人数、人均收入.....	16
图 13：2023 年京东物流、顺丰及德邦人效对比（万元）	16
图 14：2023 年京东物流和顺丰的固定资产结构、使用权资产对比	17
图 15：2016-2023 年京东物流与顺丰仓储面积对比	17
图 16：2018-2023 京东物流收入结构	17
图 17：2018-2023 京东物流毛利及毛利率	17
图 18：京东物流调整后净利率季度变化.....	18
图 19：2023 年京东物流与其他快递公司分项费用率对比.....	18
图 20：2018-2023 年京东物流与其他快递公司总费用率对比	18
图 21：供应链服务的内容介绍.....	19
图 22：中国物流费用总支出庞大，为供应链物流提供良好的市场基础（万亿元） 19	
图 23：中国物流费用率占 GDP 比重较高	20
图 24：中美物流费用构成（万亿人民币）	20
图 25：中国物流行业自动化率较低.....	20
图 26：2010-2023 年工业企业营业收入利润率	21
图 27：中国单位货运周转量运输成本跑输人均年收入	21
图 28：货运司机年龄分布出现断层.....	21
图：海外供应链巨头中国业务退出历程	

图 30：中国物流行业发展历程.....	22
图 31：电商渠道丰富带来履约和库存的分散.....	23
图 32：自主品牌商价值迁移的微笑曲线.....	23
图 33：细分行业角度，快消，服饰，3C 电子三大行业为主力增量市场（亿元）	24
图 34：各细分行业一体化供应链渗透率提升空间预测.....	24
图 35：Nike 季度批发与 DTC 占比.....	25
图 36：Lululemon 季度各渠道占比.....	25
图 37：2024 年双十一销售额 TOP10.....	25
图 38：京东双十一战报.....	25
图 39：品牌商需求带动的供应链需求变化梳理.....	26
图 40：海内外供应链领先企业一览.....	26
图 41：主要供应链服务商 21-23 年收入体量（亿元）.....	27
图 42：主要供应链服务商 21-23 年收入 CAGR.....	27
图 43：京东物流外部一体化供应链客户数量.....	28
图 44：京东物流一体化供应链客户单均收入.....	28
图 45：京东物流内外部客户收入及增速.....	28
图 46：京东物流外部客户收入占比.....	28
图 47：典型快递企业资本开支体量（亿元）.....	29
图 48：2020-2023 年京东物流资本开支占收入比.....	29
图 49：2023-2024 京东物流分季度营业成本细分项占收入比.....	29
图 50：京东物流仓配各环节对应的规模效应.....	31
图 51：百世供应链自营仓与加盟仓数量变化.....	32
图 52：2015-2021 百世供应链毛利（百万元）及毛利率.....	32
图 53：2018-2023 年京东物流毛利（百万元）及毛利率.....	32
图 54：京东物流仓库数量与面积增速放缓.....	32
图 55：京东物流仓内操作规模效应示意图.....	33
图 56：规模效应需更多业务量释放.....	33
图 57：京东物流服务企业客户涵盖多个行业.....	34
图 58：京东物流多级分仓完备.....	35
图 59：2011-2018 年全国高标仓库租金年均涨幅明显.....	37
图 60：全国高标仓供应量逐步走低.....	37

图 61: 京东物流技术体系.....	38
图 62: 京东物流 SKU 管理数量对标亚马逊, 库存周转处于行业低位	39
图 63: 京东物流主要的资产结构为设备 (百万元)	39
图 64: 主要快递物流公司资产投入回报倍数	39
图 65: 京东集团商流与物流协同紧密	40
图 66: 2019-2023 年亚马逊仓储自有化情况.....	41
图 67: 2019-2023 年亚马逊仓储面积情况	41
图 68: 2015-2023 年美国快递市占率变化	41
图 69: 亚马逊和沃尔玛配送产品对比	42
图 70: 亚马逊和沃尔玛供应链服务对比.....	42
图 71: 京东物流网络中大件物流产品主要来源	43
图 72: 2022-2023 跨越速运调整后净利润 (亿元) 与净资产 (亿元)	43
图 73: 2014-2023 年德邦股份归母净利润 (亿元) 及同比增速	43
图 74: 京东家电市占率第一	44
图 75: 京东与尚品宅配关联交易金额 (万元)	44
图 76: 京东物流在京东集团市值占比	48
图 77: 京东物流调整后净利润 (亿元) 及净利率水平	48
表 1: 京东物流管理层介绍	8
表 2: 京东物流自营阶段具体策略回顾.....	11
表 3: 截至 2023 年底, 京东物流不同仓库类型明细	13
表 4: 截至 2023 年底, 京东物流参股和收并购情况	14
表 5: 供应链服务的两种模式对比	15
表 6: 2030 年限额以上企业物流仓配空间有望超 5000 亿元	31
表 7: 国家邮政局公众满意度测评	34
表 8: 罗戈网中国物流品牌 50 强评选	34
表 9: 京东物流仓配产品的增值服务全面满足品牌商各类定制化服务	35
表 10: 高标仓和传统仓的对比.....	36
表 11: 京东物流战略合作伙伴.....	37
表 12: 亚马逊 FBA 收费和履约标准	41
表 13: 京东物流冷链服务.....	44

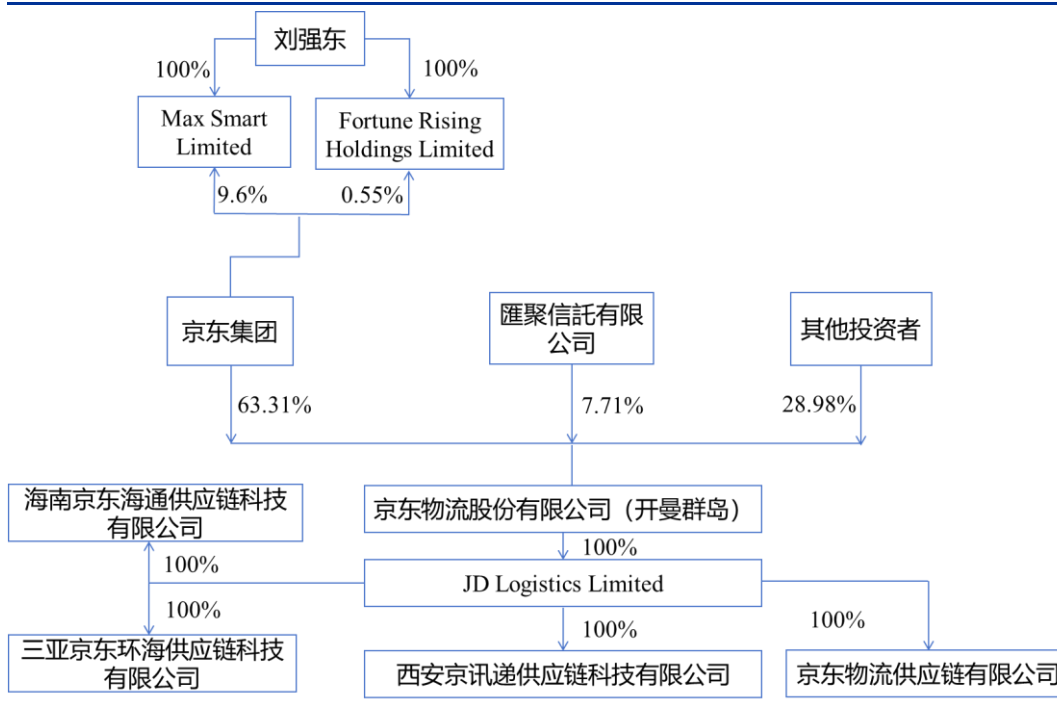
表 14: 2019-2023 年冷链物流百强企业排名	45
表 15: 京东物流分业务收入预测	47
表 16: 京东物流净利润预测	47
表 17: 估值表	49
合并损益表	50
合并资产负债表	50
合并现金流量表	50

1. 公司概况：国内领先的一体化供应链物流服务商

1.1 股东背景雄厚，京东体系核心履约网络，尽享集团红利

京东集团绝对控股，股东背景雄厚。京东集团在京东物流持股比例达 63.31%，处于绝对控股地位，其他股东还有国际知名的 PE 机构、腾讯等产业资本，国有资本等，背景雄厚。

图 1：公司股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

众星捧月，京东体系核心履约网络。作为互联网公司中唯一拥有上市物流企业的京东，京东物流是其电商业务发展至今的基本支撑。京东集团定位为“以供应链为基础的技术与服务企业”，不仅仅满足电商卖货，而是“围绕商品供应链+物流供应链”打造整套供应链基础设施，这就要求一个强大的物流体系来支持集团一体化发展。

核心高管兼具集团履历与多元背景，能力优异。京东物流主要管理层基本曾经都是京东集团高管，管理经验丰富，在物流、公司治理、财务等方面均有卓越的管理能力。

表 1：京东物流管理层介绍

姓名	职务	简历	是否曾经在京东集团任职
刘强东	主席，非执行董事	京东集团的创立者。于 2012 年 1 月至 2016 年 5 月及 2018 年 3 月 7 日至 2019 年 12 月 30 日获委任为京东物流股份有限公司董事，并随后于 2020 年 10 月 15 日再次获委任为京东物流股份有限公司非执行董事兼主席。	是

胡伟	执行董事， 首席执行官	曾任京东集团物流部人力资源部总监、京东集团物流部西南地区总经理、京东物流华北地区总经理、京东智能产发股份有限公司首席执行官。自 2023 年 6 月至今担任京东物流执行董事，首席执行官，负责京东物流的整体战略规划及业务方向。2023 年 8 月至今担任德邦物流股份有限公司董事长。	是
吴昊	首席财务官	曾任集团内控总监、风控总监及审计部负责人，在财会、金融、风控等领域拥有丰富的经验。于 2023 年 5 月 11 日获委任为京东物流股份有限公司首席财务官。	是
赵明璟	公司秘书	目前担任 Vistra Corporate Services(HK)Limited 企业服务董事总经理。自 2020 年起，赵先生为香港公司治理公会的会籍委员会副主席、专业服务小组主席及理事会成员。	

资料来源：Wind，申万宏源研究

资产+运营+管理全面赋能，尽享集团红利。京东物流在整个京东体系中居于核心位置，享受集团各方面的赋能。**资产端：**京东物流以轻资产模式运营全国最大的仓储配送网络，为京东集团及其他外部客户提供定制化的履约服务。主要的物流地产在京东产发平台，不在上市公司体内。**运营端：**京东商城及其他生态圈为京东物流提供商流赋能，配送网络支持，土地资源，数据支持，业务导流等，京东物流为其提供履约支持。**管理端：**主要管理团队为京东集团高管，表明京东物流仍处于京东集团的控制下，在配合集团战略发展中有着重要意义。

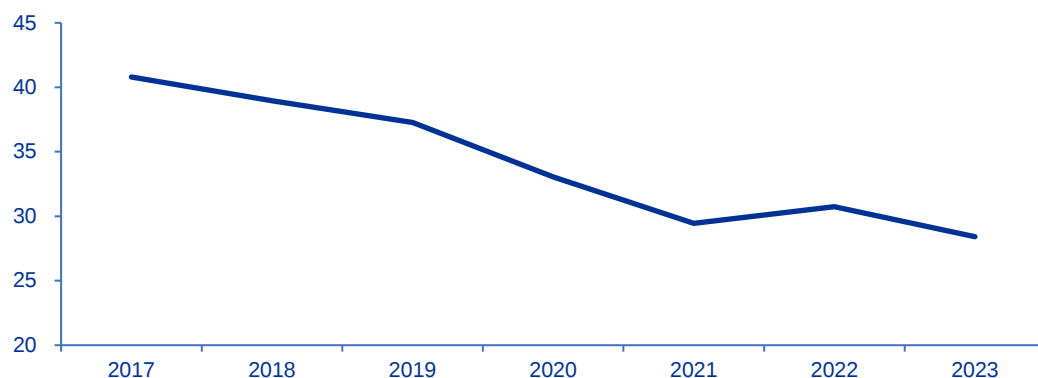
图 2：京东物流与京东体系内各子集团的关联



资料来源：公司公告，京东物流招股说明书，申万宏源研究

稳定、时效、快速周转，助力集团发展。京东集团在电商大发展时代脱颖而出的一大重要因素在于物流体系对商流稳定、高质量履约的加持，快速占领消费者心智。在京东物流的规模化仓配服务支持下，京东集团的存货周转天数显著改善，由 2017 年的 40.8 天降低至 年的 . 天。

图 3：京东集团存货周转天数变化

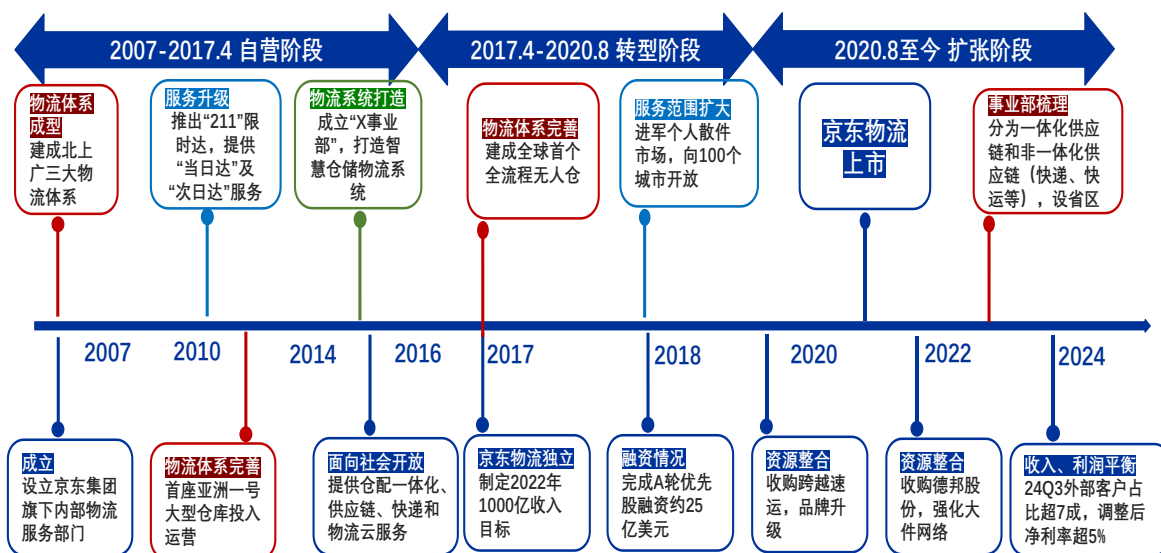


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 发展历程：从企业物流到物流企业，打造综合物流服务网络

京东集团从 2007 年开始自建物流，2012 年正式注册物流公司，2017 年 4 月 25 日正式成立京东物流集团，到 2021 年京东物流正式上市，物流服务开放化不断增强，服务能力不断完善，逐步成为全球领先的供应链基础设施服务商。我们划分公司发展历程为以下三个阶段：自营阶段、转型阶段、扩张阶段，梳理发展历程和大事记如下：

图 4：公司发展历程和大事记梳理



资料来源：公司公告，京东物流照顾说明书，申万宏源研究

自营阶段（2007-2017 年 4 月）：高筑墙、广积粮、缓称王。2007 年，京东集团开始通过自建仓配物流体系以支撑京东自营电商在行业内的快速发展。京东物流成立的前十年，以内部服务为主，依靠集团持续投入，通过采用创新性的仓配一体模式，完善仓储网络的构建，升级物流系统，自动化设备投入等方式，为后续对外开放构筑了强有力的服务能力和竞争基础。我们将从三个方面分析公司最初十年发展策略以及核心竞争力。

高筑墙：时效服务打破电商履约天花板，塑造行业标杆地位。得益于仓配网络的铺建，2010 年，京东物流率先推出“211”限时达的物流服务时效标准（当日上午 11:00 前提

交的现货订单当日送达；夜里 11:00 前提交的现货订单次日 15:00 前送达），将电商履约时效从平均 60 个小时，大幅提升到 12-24 小时以内，并随后推出“当日达”、“次日达”等差异化服务，在其他竞争对手服务质量偏低的背景下，树立了高服务质量的行业标杆。**京东物流引领了电商物流服务的时效标准和消费者的品牌感知，从而支撑京东商城形成差异化服务体验，奠定了京东集团如今的行业地位。**

广积粮：一体化仓配模式，从点到面全网覆盖。京东创立初期为货单值较高的 3C、家电，对物流速度和服务品质的要求格外严格；在行业没有符合条件的物流服务商背景下，京东集团重金投入物流仓储和供应链体系建设，在全国几大城市相继建立仓储运营，构筑行业领先的物流服务体验和能力。京东物流创立初期创新性的采用仓配一体化模式，自建大型电商高标仓储集中存放卖家货物，通过京东物流网络统一运往各个子仓库，通过京东电商平台的销售大数据提前预测各地区大致出货量，并进行提前铺货，大大降低整体运营成本并有效的提高了配送速度。2016 年，京东物流实现所有行政区县全覆盖。

缓称王：占领消费者心智，谋求对外开放。通过不断提升消费者在京东商城购物的履约体验，树立了京东物流高时效高品质服务的品牌形象和市场认知，为后续对外开放打下了良好基础。在此阶段，京东物流也在不断谋求向外扩张，业务形式从最初的直营仓配扩充为云仓+加盟快递+冷链+售后，并在 2016 年以品牌化方式对外开放。

表 2：京东物流自营阶段具体策略回顾

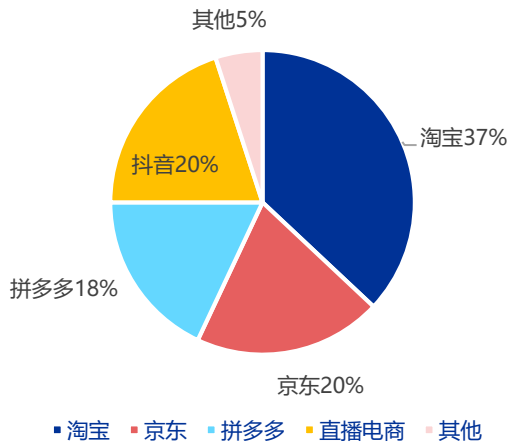
年份	经营策略	干线网络	仓配	其他
2007	自建北上广物流体系		建三大物流中心，面积超 5 万平米	在北、上、津等设自营配送团队
2009	完善配送网络		开始筹建亚洲一号	成立物流公司布局全国配送网络
2010	逐步开放平台至第三方		自主研发仓储管理系统上线	推出 211 限时达服务
2011	投入仓储布局			完成 C 轮融资
2012	进入快递和干线运输	自营运输车队上线	“青龙系统”上线，全链条信息管理	取得快递许可证
2013	提升时效，完善最后一公里		物流网络覆盖全国 1000 个区县	推广京东自提柜，推出极速达等服务建成 1000 个配送站
2014	物流下沉，试水冷链、售后	登上高铁电商专列	亚洲最大现代化智能仓上海“亚洲一号”投产	先锋站计划启动，三至六线物流提速；与新希望、中国邮政合作；启动“京东到家”，合并达达
2015	冷链对外开放		6 个亚洲一号、京东一号分拨中心投产；固安大型自动化分拣中心投入使用	
2016	品牌化方式对外开放		9 个亚洲一号投产	所有行政区县全覆盖，推出“京准达”

资料来源：公司公告，京东物流招股说明书，申万宏源研究

除京东物流自身十年建设和发展意愿外，中国自营电商竞争格局决定京东物流必然独立迎接第三方物流行业的广阔市场。美国电商平台除 B2C 电商亚马逊一家独大外，其余平台相对分散，2020 年 CR10 约 60%；而国内 B2C 电商整体市占率和规模不如淘宝等 C2C 电商，自营电商物流无法通过仅经营体系内的业务达到较高的规模效应。**因此，尽管京东物流和亚马逊物流均选择从自营对内向平台商户开放赋能，京东物流的不同之处还在于更**

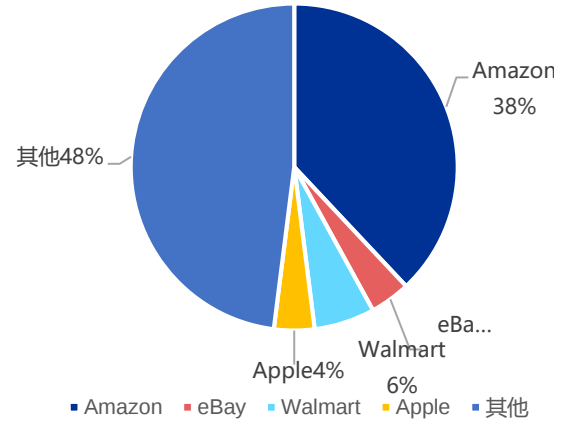
积极的向非京东体系的纯外部市场加快拓展布局，通过外部业务的获取不断提升自身的规模优势，降本增效，强化物流核心竞争力。

图 5：2022 国内电商平台竞争格局测算



资料来源：星图数据，申万宏源研究

图 6：2022 美国电商平台竞争格局测算



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

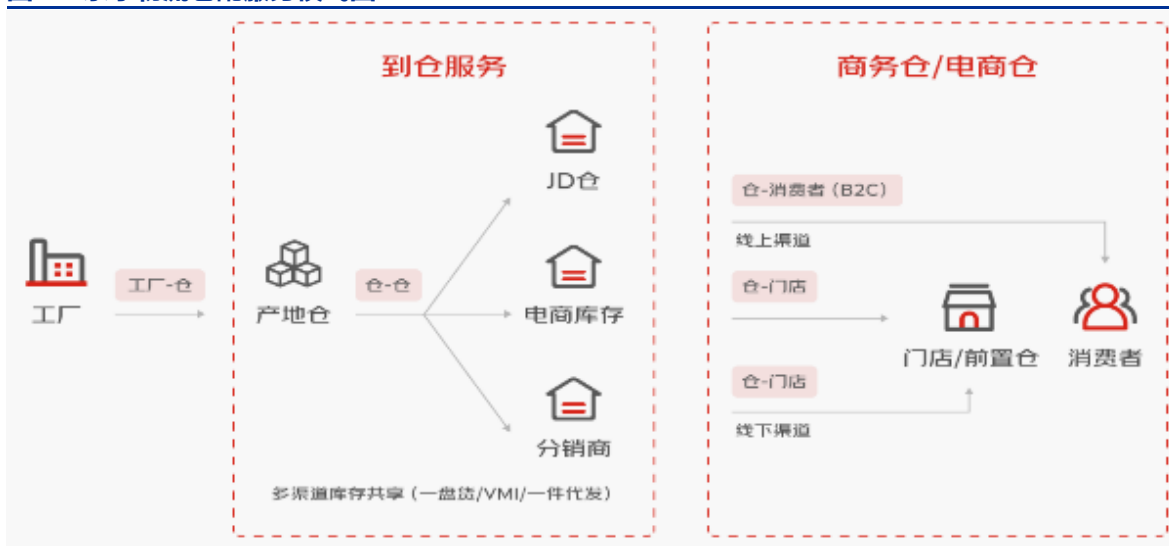
围绕全面社会化开放的目标，京东物流自对外开放至今从组织架构调整、仓配业务模式构建、业务版图完善、资本运作等多方面进行一系列调整和革新，我们整理如下：

1) 组织架构的变革支撑业务结构的快速变化。京东物流组织架构由扁平结构的“执行架构”到“1884”到“6118”再到如今的双事业部，从运营主导的架构逐步转变为前台产品化、中台全面化的经营架构，从而充分发挥组织效率优化带来的潜能释放。2017 年京东物流的组织架构层较为扁平，由运营体系负责人和运营管理部、办公室以及九大业务部门（物流开放业务部、物流规划发展部、仓储物流部、大件物流部、配送部、客服部、售后部、国际供应链部、运营研发部 JDX）构成。运营管理部是当时京东物流主要的履约管理部门，更多的是内部成本中心的执行体系，而配送部则被单独分在办公室中。

2018 年京东物流集团组织架构升级为“1884”体系，该体系中 KA 事业部占有较高地位，体现公司主攻大客户的思路，并将业务板块划分为核心业务、成长业务与战略业务，体现了冷链、快运、海外事业部以及 X 事业部是当时京东物流重点发展业务方向。2020 年京东物流进一步升级组织架构，变更为“6118”体系，保留对 KA 业务重视的同时，业务前台将一系列业务产品化，与“1884”的战略业务和成长业务相比又新增了“大件产品”、“到仓产品”、“J 项目”等业务，通过一系列面向个人消费者的仓储业务来不断扩张对外业务。2023 年随着外部收入的提升，京东物流转换为一体化供应链与非一体化供应链双事业部，在全国设立省区，一体化供应链在维护 KA 客户的基础上加大中腰部客户的渗透，非一体化供应链主要为快递、快运，全方位开拓电商与制造业客户。

2) 主打一体化供应链为代表的仓配优质服务，精准定位仓配用户。作为内部供应链外拓的企业物流，先发优势在于物流仓储地产及仓内算法，配送网络相较经历多次价格战淬炼的快递企业有较大不足。因此公司并没有盲目进军纯快递市场，而是依托仓网资源的优势立足一体化供应链赛道，优先开拓仓配客户，再逐步向综合物流业务延拓。获客层面，除去原本体系内、商场 POP 客户外，公司在电商、制造等多个领域推进一体化供应链渗透率的提升。

图 7：京东物流仓配服务模式图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

标准化仓群建设覆盖全国主要地区，服务不同类型客户。京东物流深耕行业层面解决方案，针对各个行业特点，在仓配一体化过程中提出不同的解决方案，比如在消费品行业会对商品保质期进行全程的监控和管理，在 3C 行业有针对高值、系列号的细致管理体系，对服装行业有多地备货逻辑和淡旺季的运营策略，在大件的解决方案中，着重提供大家电、家居家装、运动健身等产品仓、配、安一体化的服务，在冷链物流上提供全程温控的多温层冷链物流产品，对蔬菜水果、海鲜、冷冻等等这些生鲜食品开通了优先配载权，实现与各个行业的强化联动与深化融合。

商务仓与经济仓结合，构建多维度产品矩阵。根据仓库标准、处理能力、地点等不同标准，京东物流将仓储产品大致分为商务仓与经济仓两类，商务仓中为代表的是亚洲一号仓库，主要遍布核心城市及周边，实现主要消费区当日/次日达，提供高质量仓配服务，根据商家入 3 仓/7 仓情况做出相应时效承诺。经济仓包含云仓、前置仓等，部分为外包运营，主要面向白牌客户。

表 3：截至 2023 年底，京东物流不同仓库类型明细

仓储类型	数量（个）	单仓数据面积	日订单处理量	SKU 数量	合计面积（万方）	地点	定位/功能
中心仓（亚洲一号）	~40	20-50 万方	≥50 万	50-100 万	~1500	北京、上海、广州、成都、武汉、沈阳、西安、杭州等核心城市	全 SKU，包括畅销和长尾商品
云仓等经济仓	几千个数量级	平均 0.3-1 万平	-	-	-	全国各地	向第三方仓库业主提供系统支持、规划运营能力及品牌认知度

资料来源：公司年报，京东物流招股说明书，申万宏源研究

3) 业务版图逐步完善，对标顺丰综合物流服务能力，从仓网+落地配送网络逐步完善到大件、冷链、跨境、快运等 6 大综合网络。京东将自身服务集团的网络逐步开放出来，构建了中小件、大件、冷链、B2B、跨境和同城（达达）六大物流网络。初步完成产品体系构建，充分对接中小客户的标准化需求。

图：京东物流对标顺丰产品梳理

京东物流 JD Logistics				2023年收 入占比	顺丰速运 SF EXPRESS				2023年收 入占比
供应链	到仓服务 商务仓 经济仓 大件仓 售后仓	特色服务 产品包装定制 循环包装	49%	仓储服务 专业单仓 全国分仓 数字化云仓	综合服务 为企业提 供供应链 解决方案	~7%			
快递	核心业务 特快送 特惠达 同城速配 生鲜特快	增值服务 生鲜特惠 京尊达 鸡毛信	~15%	核心业务 顺丰即日 顺丰特快 顺丰标快, 电商件	增值服务 保价服务 签单返还 代收货款等	55%			
快运	核心业务 特快重货 特快零担 大票直达 整车直达	增值服务 暂存服务 包装服务 重货上楼	~30%	核心业务 重货包裹 标准零担 大票直送 整车直达	增值服务同上	13%			
冷链	生鲜业务 冷链仓储 冷链整车 冷链卡班 冷链城配	医药业务 医药仓储 医药零担 医药整车	~3%	冷链业务 冷运 标快 冷运零担 冷运到店	医药业务 精温 专递 精温 整车 精温定达/航	4%			
跨境	核心业务 跨境进出口 海外物流 国际运输	增值服务 条码管理 批次管理 货物追踪	~3%	核心业务 国际标快 国际特惠 国际小包	增值服务同上	~15%			
注: 收入占比根据京东物流2023年报估算				其他业务	同城 (3%) 其他 (1%)	4%			

资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

4) 持续资本运作、整合并购, 强化网络能力。针对配送端短板, 公司一方面加大网络投入, 包括车辆、设备的资本开支以及人员投入, 另一方面持续参股或整合并购优质标的。2020 和 2022 年, 分别收购跨越速运和德邦股份, 均是国内头部直营快运公司, 并实现了较好的整合。

表 4: 截至 2023 年底, 京东物流参股和收并购情况

年份	参股/并购标的	对价 (亿元)	收购/参股情况	目的/原因
2018	福佑卡车	1.5	C+轮融资	完善车队运力
2020	跨越速运	30	55.1%股权	扩张货运网络, 增强供应链解决方案及物流服务, 增加客户群
2021	赢彻科技		股权融资	优化干线运输成本
2022	德邦股份	89.76	66.49%股权	强化大件服务能力, 提升网络效率、规模经济效益, 扩充客户群
2024	跨越速运	不超过 64.84	剩余 36.43%股权	跨越业绩优异, 进一步探索快运协同效应

资料来源: 公司公告, 福佑卡车官网, 罗戈网, 福布斯中国, 申万宏源研究

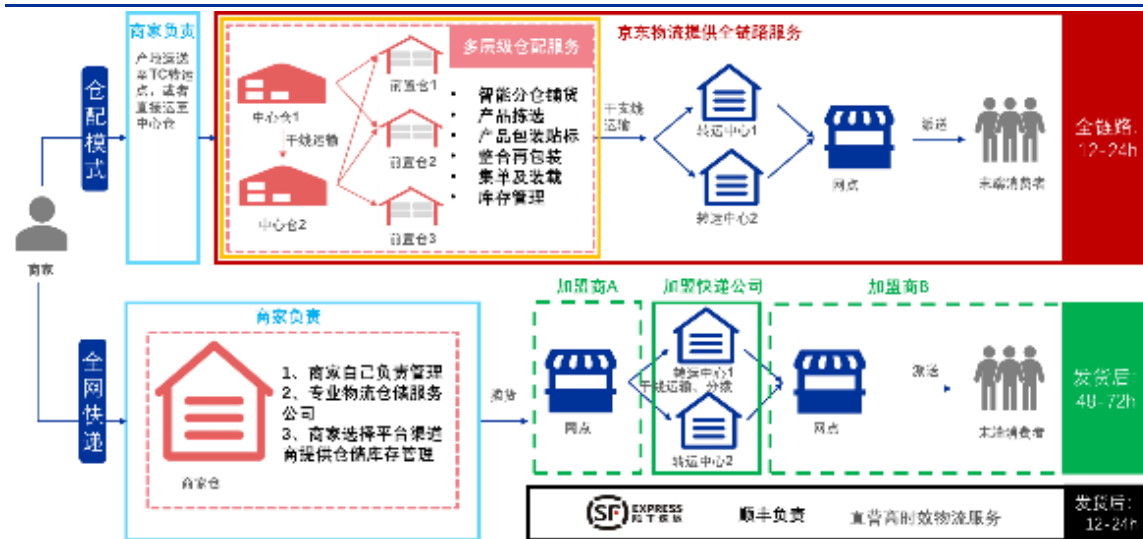
1.3 一体化供应链服务模式独特, 明显区别于传统快递和供应链服务商

京东物流为代表的一体化供应链服务显著区别于传统物流企业运营模式。一体化供应链物流服务定义为由一家服务商为客户提供一整套具有数智化特点, 且可按需定制的供应链及物流解决方案, 以满足客户多样化需求, 帮助不同类型企业提升供应链及物流效率。

企业将供应链与物流业务外包给第三方机构承担, 本质上是要通过专业化分工来实现降本增效。过去企业往往将仓储和快递业务分开外包给供应链公司和快递公司, 造成不少物流损耗, 如仓库与物流衔接环节很差、区域性错配、重复调拨、生产与供应节奏不匹配等, 这些问题的本质都是信息与资源的隔阂, 例如信息不对称、信息在上下游间传递不畅通, 以及无法用较优成本调拨三方物流资源。而一体化供应链模式下, 京东物流统筹仓储、调拨、运输、送达所有过程, 运用信息系统与算法精准预测, 保证每个环节衔接紧密, 一

旦出现问题也可即时溯源处理。京东物流也继承了集团的互联网基因，享有高效的数据分析与算法系统。

图 9：京东物流与全网快递模式对比



资料来源：京东物流招股说明书，顺丰控股招股说明书，公司年报，申万宏源研究

与普通快递公司相比：实现环节延伸，全链路打通保障时效性。传统物流企业与电商店铺合作时以揽收、中转、配送服务为主，其余工作由商家自己完成。传统模式下，除去仓库管理的耗时，仅仅快递公司揽货到派送的过程便需耗费 48-72 小时，而一体化供应链模式下，消费者从下单到签收，京东物流通常只需 12-24 小时便可完成全部环节。

与传统供应链服务公司相比：议价权强，横向扩张空间大，利润弹性高。传统定制化模式按照成本加成法核算报价，目标客群以大型品牌商、制造业企业为主因此整体的服务粘性强，虽利润率稳定，但成长性较弱，原因在于业务扩张主要来自客户的增长而非自身，并且成本降低后报价也会相应调低。**京东物流用标准化模式满足定制化需求，定价结算根据仓库里每一个动作计费，占据更强的话语权，构建相对标准化的仓库，具备较强的服务中小商户的能力，便于横向扩张，整体利润率的弹性较大。**对于头部客户，京东物流签订协议时会按标准价格乘以一定折扣，再加上成本降低的提成，若客户成本不断降低，京东物流能享受到更多收益。

表 5：供应链服务的两种模式对比

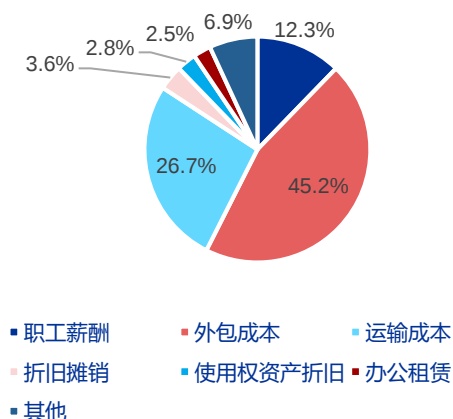
	定制化模式	相对标准化模式
定义	按照客户需求定制仓储并负责运营	构建相对标准化的仓库，引客户入仓
目标客群	大型品牌商、制造业企业为主	大型品牌商、中小型商户等
报价模式	成本加成法，项目制	分环节收费，订单为核心报价体系
成长性	弱，横向扩张取决于新项目中标	强，横向扩张取决于客户营销
客户粘性	强，切换概率低	较强
利润率	稳定但相对较低	弹性较大，优化空间大
行业属性	强	弱
典型服务商	中国外运、嘉里物流等	京东物流、菜鸟、顺丰供应链

资料来源：菜鸟招股说明书，顺丰控股招股说明书，公司年报，申万宏源研究

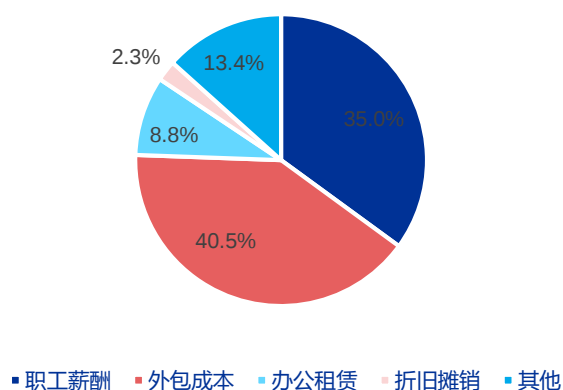
一体化供应链的独特模式铸就了独特体验，助力商家降本增效。京东物流全面、领先的多级仓配服务及仓内运营服务保障时效和库存最优。京东物流为客户管理的范围更广，

价值更多元，其集中存储商家货物，并为商家提供定制包装、方案设计、改善、测试和绿色包装等服务，为合作伙伴提供一站式包装解决方案，与此同时京东物流也配有售后仓，为客户提供逆向商品入仓质检、存储、集约出库、库内增值等售后仓产品解决方案。

京东物流与顺丰相比用户端体验相似，但是 B 端体验完全不同。顺丰仅负责运输，而京东物流还负责仓库内管理，可以给客户带来更加完整的服务体验。成本结构方面，京东物流成本以职工薪酬和外包成本为主，其职工薪酬占比显著高于顺丰，主要由于其远超同业公司的自有员工数量和高额的五险一金支出所致。京东物流职工薪酬在成本中占比呈逐渐下降趋势，未来仍有下降空间，带动毛利改善。

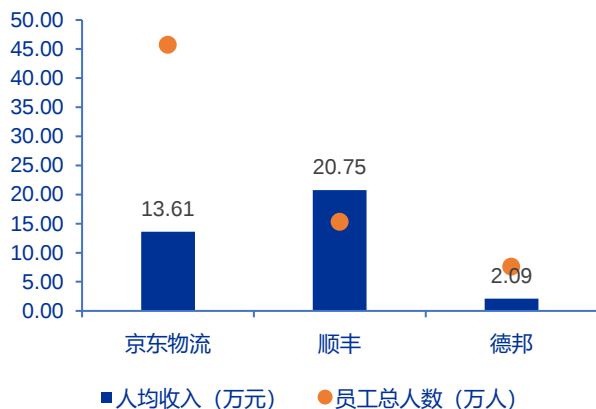
图 10：顺丰 2023 年成本结构

资料来源：公司年报，申万宏源研究

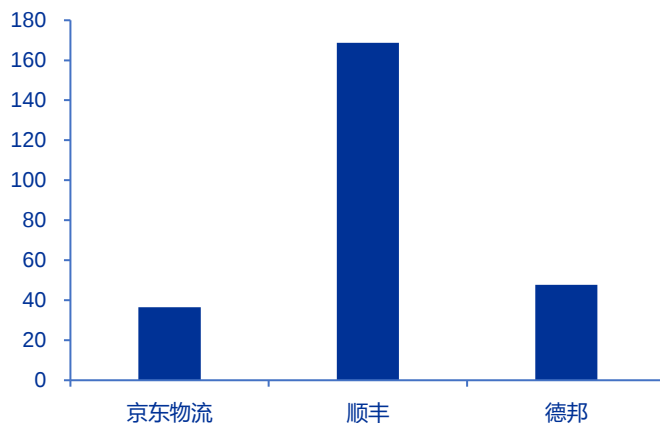
图 11：京东物流 2023 年成本结构

资料来源：公司公告，申万宏源研究

员工数量质量均领先，看好后续人效改善。京东物流的自有员工人数以及员工人均年收入高于顺丰、德邦，受员工基数以及快递员全部并表的影响，人效则略低于顺丰、德邦。高额薪资有助于公司招募、留存、管理和培训员工，将公司理念通过员工传达至终端，用服务树立品牌形象。看好高质量员工为公司发展带来的动力以及后续规模效应下人效得到改善。

图 12：2023 年京东物流、顺丰及德邦员工人数、人均收入

资料来源：公司年报，申万宏源研究

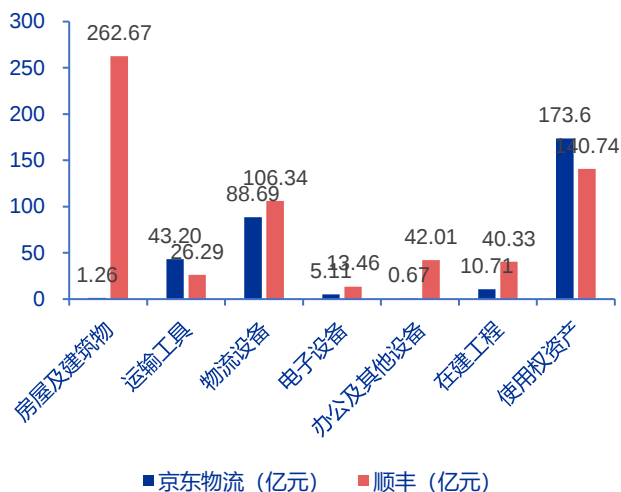
图 13：2023 年京东物流、顺丰及德邦人效对比（万元）

资料来源：公司年报，申万宏源研究

使用权资产占比高，以轻资产模式运营重资产。2023 年京东物流固定资产账面价值 1.1 亿元，而租赁营运仓库、配送站、办公室、员工宿舍等固定资产产生的使用权资产

高达 173.60 亿元。虽然京东物流固定资产价值低于顺丰，但固定资产与使用权资产合计 334.20 亿元，接近顺丰水平。京东物流的仓储面积显著高于顺丰，但其仓库或来自于京东集团租赁，或来自于云仓合作伙伴，因此京东物流整体属于轻资产运营，体现在较低的固定资产。京东物流的固定资产中物流设备资产明显高于顺丰，主要由于其仓库数量较多导致仓内设备的大量投入以及自动化设备的更新换代。

图 14：2023 年京东物流和顺丰的固定资产结构、使用权资产对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：2016-2023 年京东物流与顺丰仓储面积对比

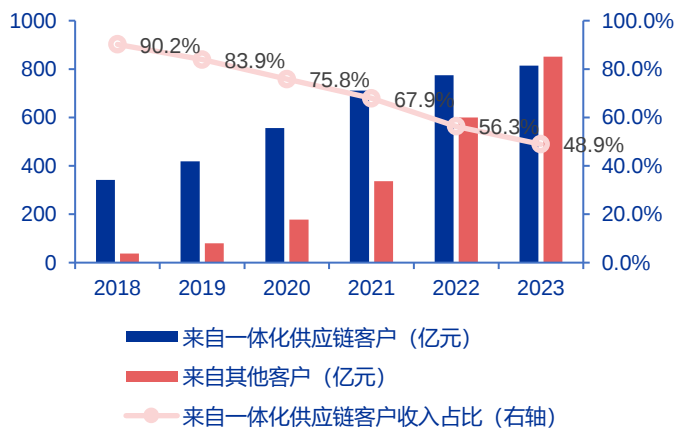


资料来源：公司公告，京东物流招股书，申万宏源研究

1.4 财务表现：外部收入高增，利润拐点已至

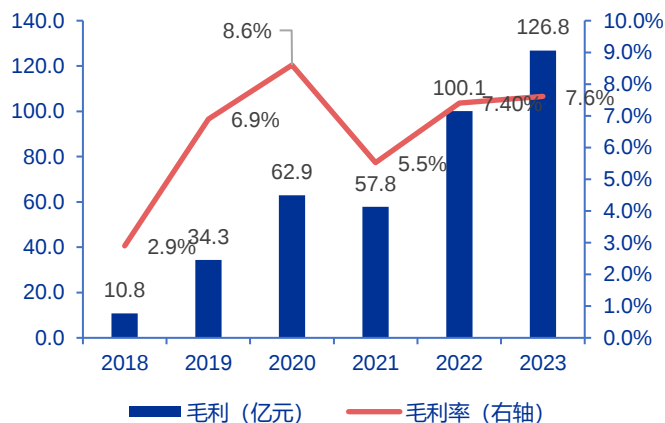
外部收入高增推动总营业收入提升，毛利率持续提高。京东物流营业收入保持高速增长，外部客户数量和外部客户收入占比不断提高，表明京东物流社会化程度不断增强，对外规模扩张正在加快脚步。京东物流毛利率表现良好，由 2018 年的 2.9% 提升至 2023 年的 7.6%，毛利率的逐年上升主要由于收入大幅增长带来的规模效益，推动成本组成部分效率的提高。

图 16：2018-2023 京东物流收入结构



资料来源：京东物流招股书，公司年报，申万宏源研究

图 17：2018-2023 京东物流毛利及毛利率



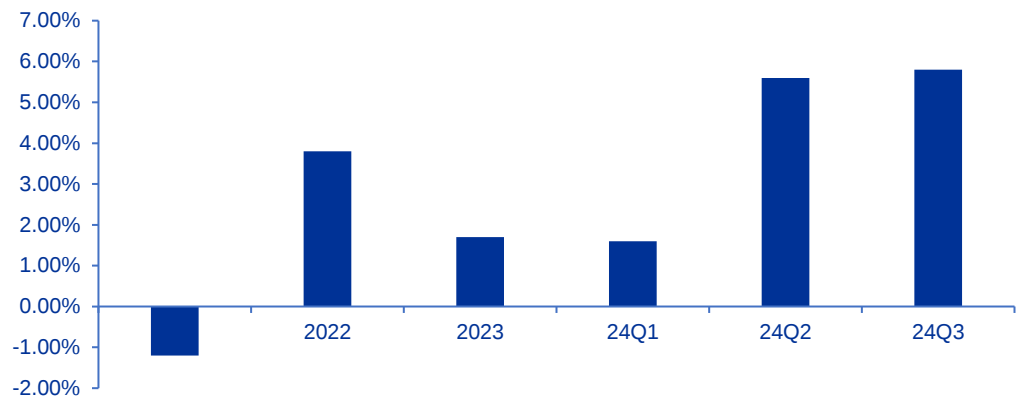
资料来源：京东物流招股书，公司年报，申万宏源研究

规模效应初显，期间费用率逐年下降。2018-2023 年，京东物流期间费用率呈下降趋势，已达到行业领先水平，体现出公司内部组织架构革新带来的精细化成本管控。未来规

模效应继续显现后，成本有望进一步摊薄，推动费用率持续改善。京东物流总费用率低于顺丰，但由于现阶段规模效应仍然较弱，整体高于其他加盟快递公司 & 国外头部快递公司。

24 年收入保持良性态势，利润拐点已至。2024Q3 公司实现收入 444 亿元，同比增长 6.6%，其中外部收入达到 316 亿元，同比增长 5.9%，占比超 70%。利润端，24Q3 实现调整后净利润 25.7 亿元，调整后净利率 5.8%，同比增长 3.8pct，Q2 与 Q3 连续两个季度调整后净利率超 5%，充分体现公司持续推进网络产品技术的升级，不断提升核心资源使用效率，推动规模经济效益，利润拐点已至。

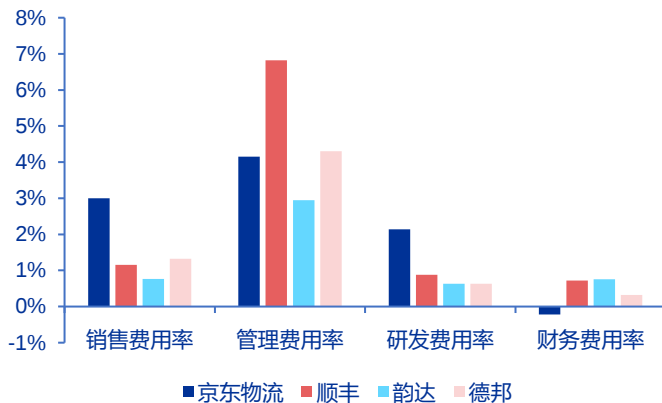
图 18：京东物流调整后净利率季度变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

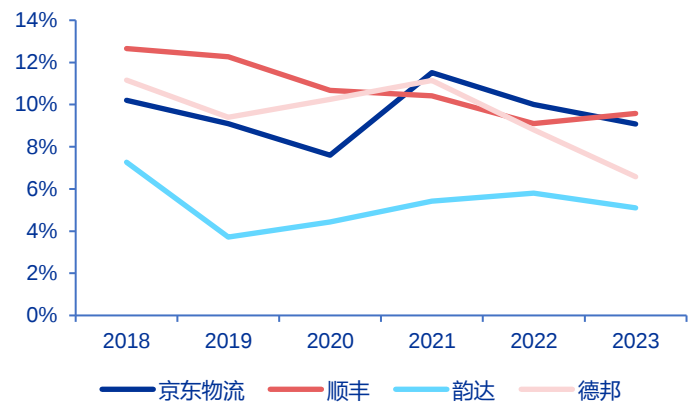
持续开拓市场，重视科研投入。2018-2023 年，京东物流销售费用率持续增长，主要系公司处于对外开放初期，持续聘用团队、拓展业务以吸纳新客户，同时不断开展品牌推广及营销活动，提升现有客户群的渗透率，预计未来销售费用仍将维持较大的绝对金额。2023 年京东物流研发费用达到 35.71 亿元，绝对值和研发费用率均远高于同行。公司重视信息系统的构建维护以及算法的升级，持续加强供应链信息传导与数据打通能力，夯实底盘，为后续竞争提供科技支撑。

图 19：2023 年京东物流与其他快递公司分项费用率对比



资料来源：wind，申万宏源研究

图 20：2018-2023 年京东物流与其他快递公司总费用率对比



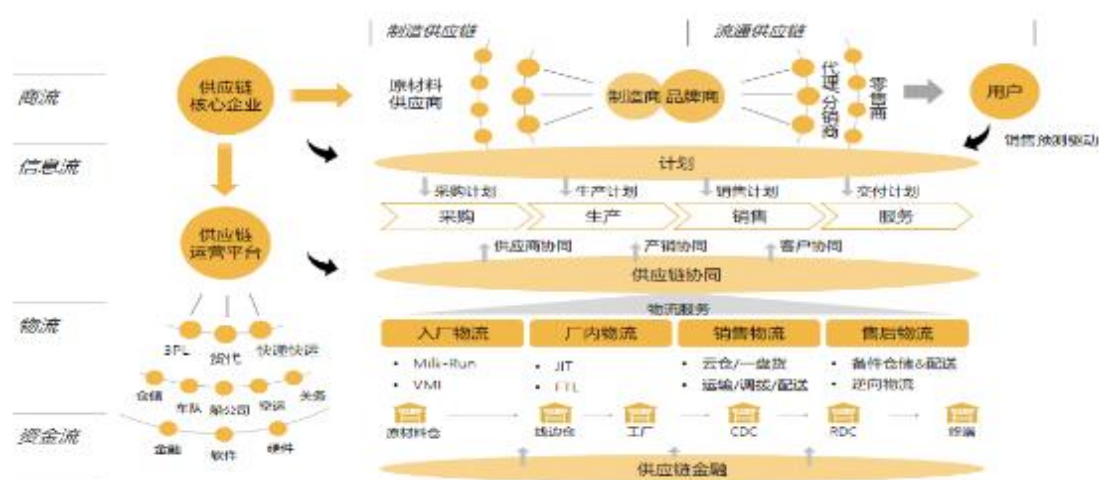
资料来源：wind，京东物流招股书，申万宏源研究

2. 行业：一体化供应链崛起的历史机遇已经到来

2.1 现状：供应链物流行业规模大，效率优化空间广阔

供应链是基础物流服务的上游，个性化程度高，链路长。供应链物流提供的服务涵盖商流、信息流、物流和资金流全方位服务。具体包括原材料采购、生产计划、存货管理、产销协同、物流服务和供应链金融服务等等，旨在优化企业供应链实现降本增效，强化公司的长期竞争力。供应链物流是基础物流服务的上游，与客户更近、个性化程度更高、服务范围更大。

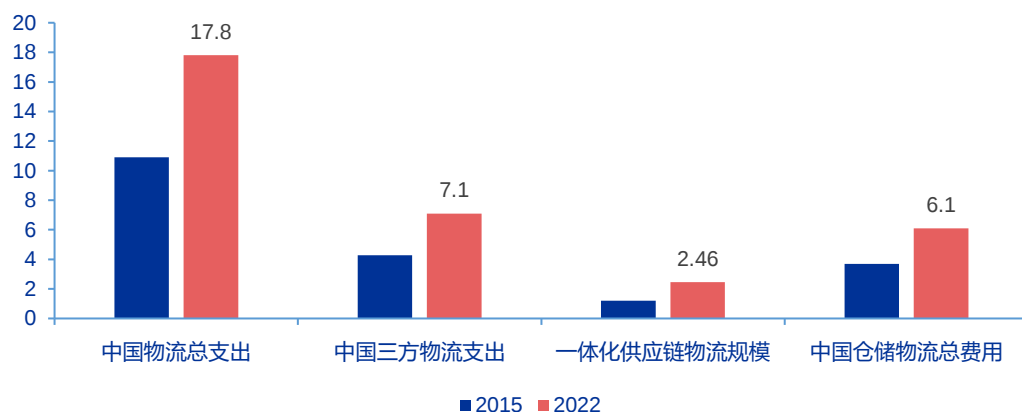
图 21：供应链服务的内容介绍



资料来源：罗戈网，申万宏源研究

行业规模庞大：大国对应大物流，更对应庞大供应链物流市场。中国目前已经是世界最大的制造国，最大的出口国，消费内循环也具有较大体量。经济规模决定我国的物流市场体量庞大，2022 年我国社会物流总费用达到 17.8 万亿元，为美国的 1.1 倍，庞大的物流费用为供应链物流提供良好的市场基础。2015-2023 年我国第三方物流支出和一体化供应链物流规模均保持较高速度增长，并且在物流费用总支出中占比稳步提升，供应链行业的标准化、专业化、一体化趋势明显，未来大行业的新变化必将带来新的机会。

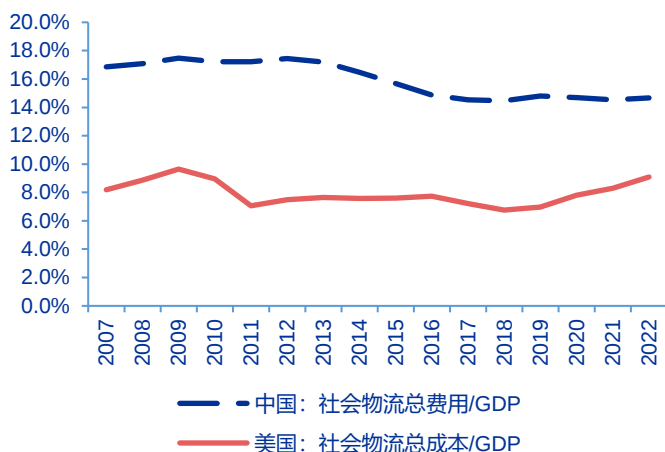
图 22：中国物流费用总支出庞大，为供应链物流提供良好的市场基础（万亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

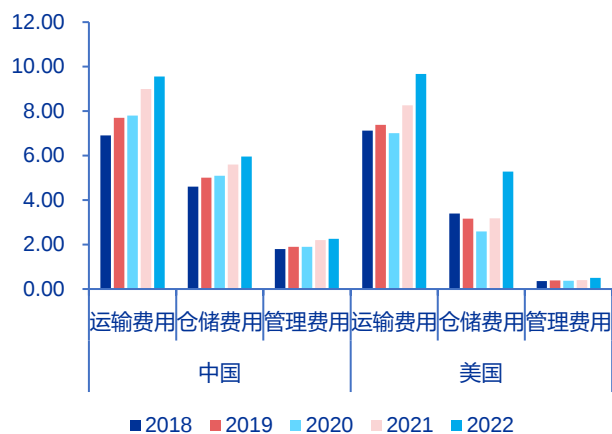
物流市场发展不成熟，效率较低，导致物流费用率较高。中国物流费用总支出数量较大，但外包物流规模较小，三方物流渗透率较低，物流市场成熟度不如美国。2023 年中国物流费用占 GDP 比重约 14.4%，其中运输、仓储、管理费用均远高于发达国家水准。2024 年 11 月 27 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《有效降低全社会物流成本行动方案》，提出到 2027 年社会物流总费用与 GDP 占比力争降至 13.5% 左右。

图 23：中国物流费用率占 GDP 比重较高



资料来源：wind，申万宏源研究

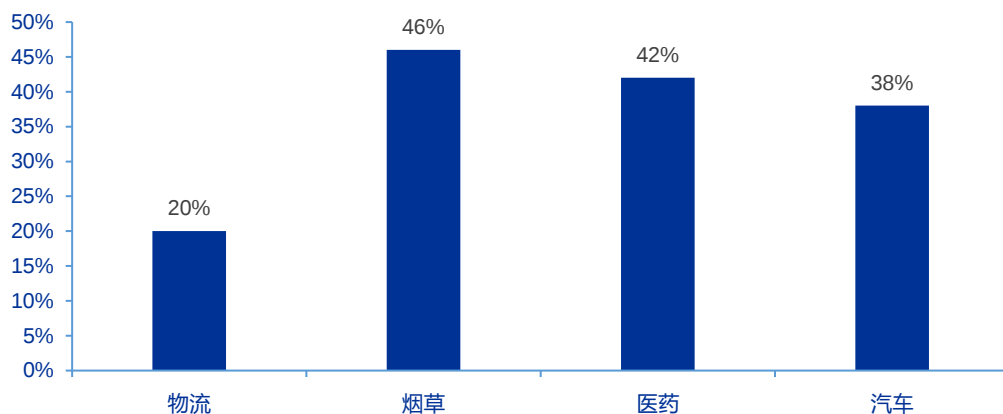
图 24：中美物流费用构成（万亿人民币）



资料来源：wind，申万宏源研究

行业自动化、数字化、一体化程度较低。中国物流行业自动化起步较晚，智能化程度较低，仅在 20% 左右，与烟草、医药、汽车等行业的自动化率相比，也处于较低水平。同时，物流行业存在过程不透明，运作效率低等问题，并且在商业决策上缺乏足够的数据支持，很难实现物流轨迹、运输路径、仓储调配之间的联系，物流信息脱钩导致物流环节出现真空、错配，整体物流效率较低。

图 25：中国物流行业自动化率较低



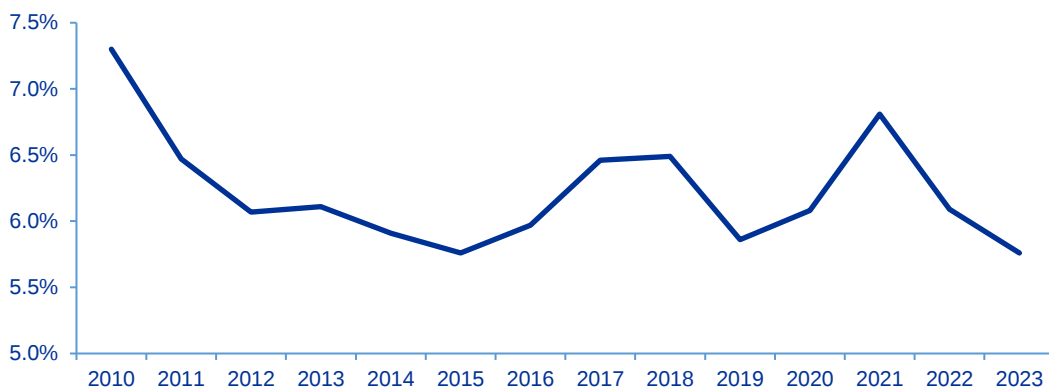
资料来源：智研咨询，申万宏源研究

效率优化空间广阔：对比海外，我国供应链效率仍有较大提升空间，背后需要供应链物流体系化、智能化、数字化升级。物流供应链是商流的生命线，高效稳定智能的供应链升级将成为主趋势，空间广阔。

2.2 趋势：红利见底，品牌崛起，推动供应链升级

经济红利见底：工业利润承压，物流成为第三利润源头。2010-2023 以来，工业企业营业收入利润率呈下降趋势，供应链服务的存量市场下，降本增效是大势所趋。繁荣时期为了加快扩张节奏，形成的多级经销、库存紊乱等供应链效率低下的情况未来会被大幅修正，不断升级的物流行业将会成为制造业发展的第三利润源头。

图 26：2010-2023 年工业企业营业收入利润率



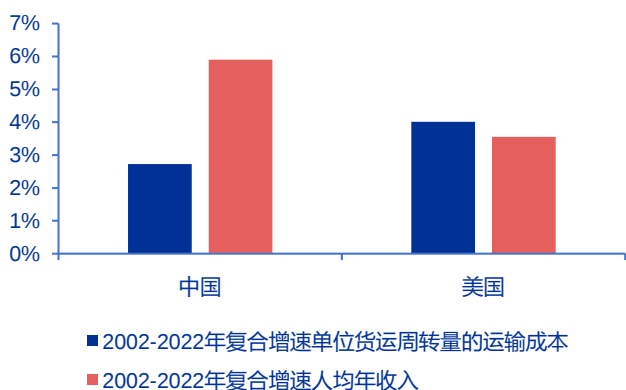
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

矛盾 1：物流企业利润率已压缩至极低水平。供应链物流企业利润率普遍处于 5-8% 区间，利润极低，物流企业追求正常化的利润与品牌商压缩物流成本产生矛盾。

人口红利见底：人工成本上涨不可避免。中国人口增长率逐渐降低，2010-2020 年平均增长率仅为 0.53%，人口红利逐渐减少，未来人工成本增长趋势不可避免。

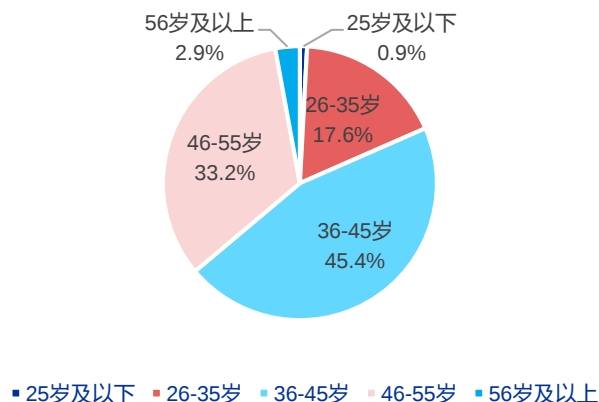
矛盾 2：压榨司机收入无法持续。对比中美过去 20 年人均年收入复合增速和单位货运周转量运输成本发现，中国单位货运周转量运输成本远远跑输人均年收入，而美国两者增速相近，油价相近的情况下，人工成本是造成差距的主要因素。但是压榨司机收入不仅有违共同富裕的理念，并且根据中国物流与采购联合会公路货运分会 2024 年发布的《货车司机从业状况调查报告》调查显示，我国货车司机从业年龄偏高，以中年为主，35 岁以下人群仅占 18.5%，年龄分布断层未来或将造成人工成本大幅增长。

图 27：中国单位货运周转量运输成本跑输人均年收入



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 28：货运司机年龄分布出现断层

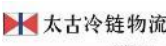


资料来源：物流与采购联合会公路货运分会，申万宏源研究

公安部发布的《关于修改〈机动车驾驶证申领和使用规定〉的决定（征求意见稿）》宣布自 2025 年 1 月 1 日起大中型客货车准驾车型年龄由 60 岁上限延长至 63 岁，突出货车司机的欠缺。**传统降低成本的方式不可持续的情况下，技术进步和数智化带动的供应链升级是提升效率的公认途径。**

国情决定我国供应链物流的复杂程度，唯有本土企业可以破局。作为制造+消费大国，我国供应链物流天然具有供应链物流的大体量和高复杂性。对比美国，以进口为主、线下为主相对简单直接的供应链模式，具备强大内循环实力的中国供应链复杂性更高。海外供应链巨头在 WTO 后的全球化时期也曾进入中国，但最终水土不服黯然退场，因地制宜的国产供应链物流在兼容并包后迎来发展良机。

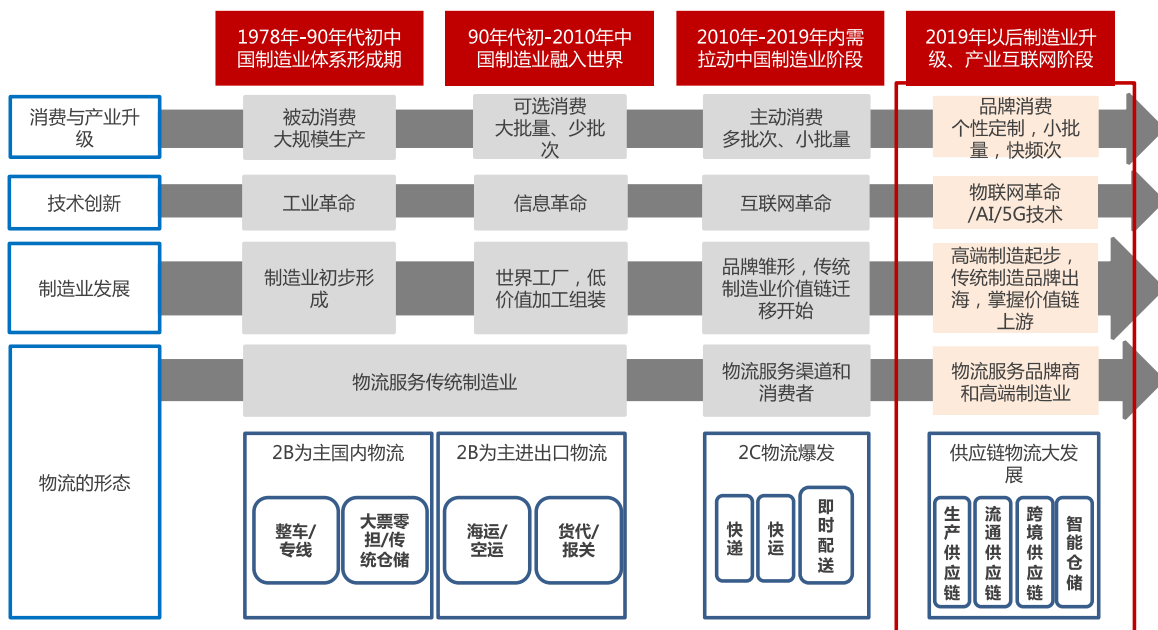
图 29：海外供应链巨头中国业务退出历程

公司名称	业务范围	进入时间	退出时间	退出方式/对价	交易对手方
 DHL中国供应链	同城快递业务、国内快递业务、国际快递业务；道路普通货运、冷链、货代业务等	1986年	2018年	55亿对价出售100%股权	
	同城快递业务、国内快递业务、国际快递业务；道路普通货运、冷链、货代业务等	2001年	2019年开始裁员	裁员，关闭分拨中心，取送业务外包	-
	快运、仓储、供应链、电商物流等	1988年	2010年	合资公司天地华宇出售，后并入上汽安吉	
 雅玛多	同城快递业务、国内快递业务、国际快递业务；道路普通货运、冷链、货代业务等	2009年	2020年	2020年4月破产清算，业务终止	-
 太古冷链物流	冷链物流及冷链仓	1986年	2018年	20亿元出售	
	同城快递业务、国内快递业务、国际快递业务；道路普通货运、冷链、货代业务等	2002年	2012年关闭门店，网点撤出中国	关闭北上广深的门店，网点撤出中国	-

资料来源：公司公告，罗戈网，申万宏源研究

我们站在 2C 物流红利末期，供应链物流大发展前夜。过去 30 年，2B 类（快运、整车）和 2C 类（快递、即时配送等）的基础物流产品在商流驱动下逐步成熟，为上游供应链物流行业的升级优化奠定了坚实的基础。2019 开始，制造业的高端化、国产品牌崛起、消费渠道多元、各行业进入存量市场竞争加剧等因素对供应链物流提出了更高的、一体化的要求，推动行业迎来历史发展机遇。2021 年，跨境电商独立站及亚马逊开店兴起，消费品出口成为趋势，内外循环供应链持续扩大，消费品供应链服务链条拉长。2023 年以来，随着消费模式的进一步变革，商家对物流降本增效要求的提高，催生一体化供应链从行业头部向中腰部发展。

图 30：中国物流行业发展历程



资料来源：京东物流研究院，申万宏源研究

电商渠道与模式的丰富大大提升了对供应链的要求。上游电商平台去中心化+渠道多元化推动流通供应链复杂度明显提升。不同渠道端的库存及履约特征不同，要求更灵活的供应链与之匹配。此外，直播电商及促销带来的波峰波谷变化以及销售区域的下沉，使得以仓为核心的销售预测与备货管理成为业务扩张的核心驱动因素。

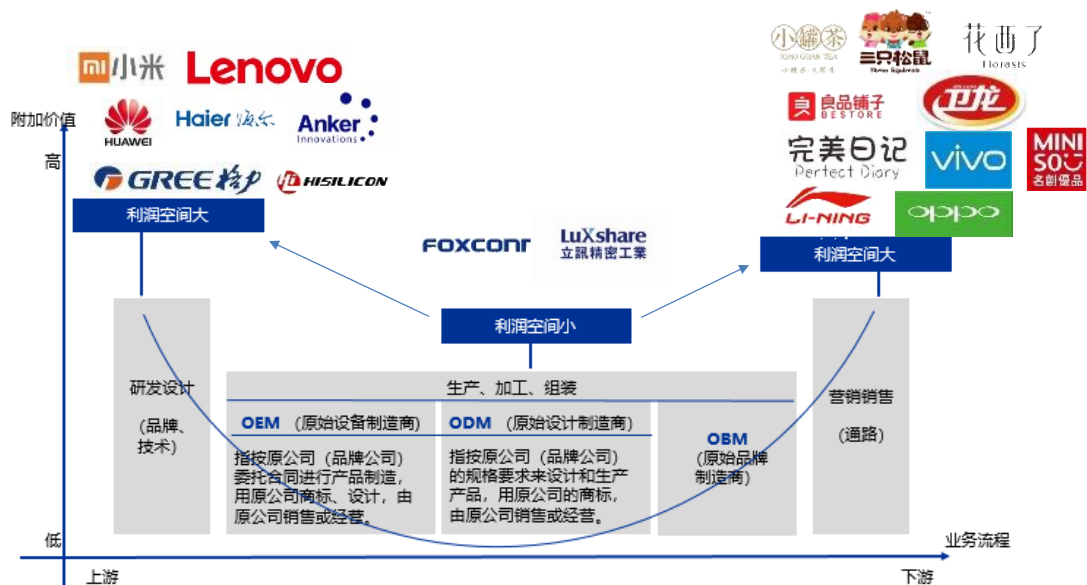
图 31：电商渠道丰富带来履约和库存的分散



资料来源：罗戈网，申万宏源研究

品牌崛起成确定性趋势，推动供应链物流升级。从产业链分工上，中国制造业从传统的生产、加工组装，向两端延伸，逐步产生大量的中国头部品牌。品牌化将是未来核心趋势，对供应链产生深远影响。

图 32：自主品牌商价值迁移的微笑曲线



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 一体化供应链：效率高，体验佳，发展时机到来趋势

一体化供应链服务是指通过一体化解决方案的形式提供物流服务，包括快递、整车及零担运输，最后一公里配送、仓储及其他增值服务。优势在于：1) 端到端服务体验更优；2) 技术赋能链路协作，效率更高；3) 根据行业及客户定制化服务，解决客户个性化痛点。

汽车、快消、服饰是存量规模最为庞大的一体化供应链物流市场，快消、服饰和 3C 电子未来增量空间最大，一体化供应链服务的需求最为广泛。其中，3C 电子行业由于苹果、三星等优质品牌商对供应链要求高，一体化供应链服务的渗透率已经较高（达到 60%），且未来提升空间仍然广阔；其他行业随着国产品牌商崛起，行业效率提升需求迫切，整体一体化供应链的渗透率均有较大提升空间。制造业升级的背景下，企业通过一体化供应链有效降低全渠道的成本，加速资金回流，提高利润空间，参与意愿较强。

图 33：细分行业角度，快消，服饰，3C 电子三大行业为主力增量市场（亿元）

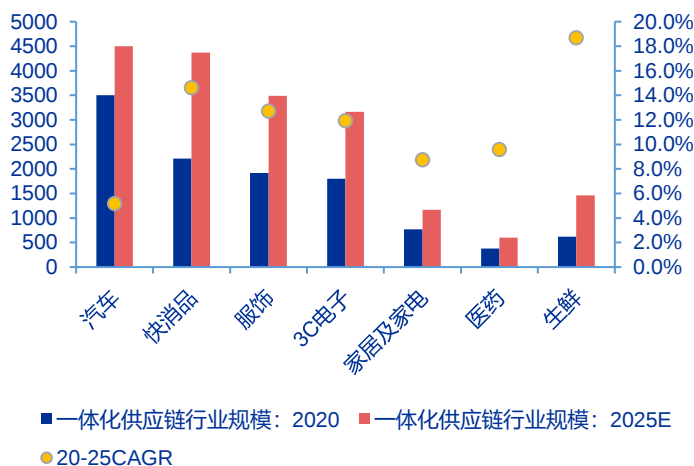
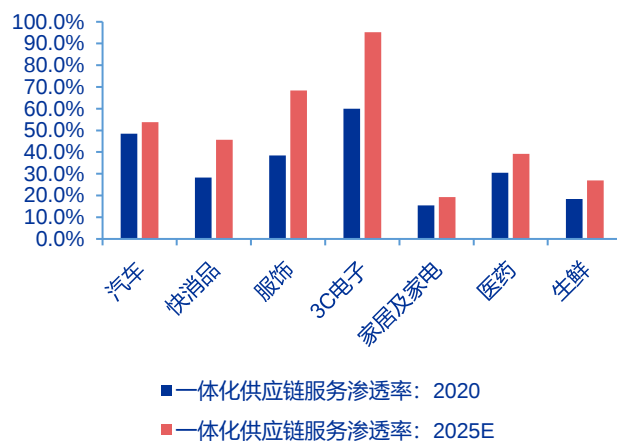


图 34：各细分行业一体化供应链渗透率提升空间预测

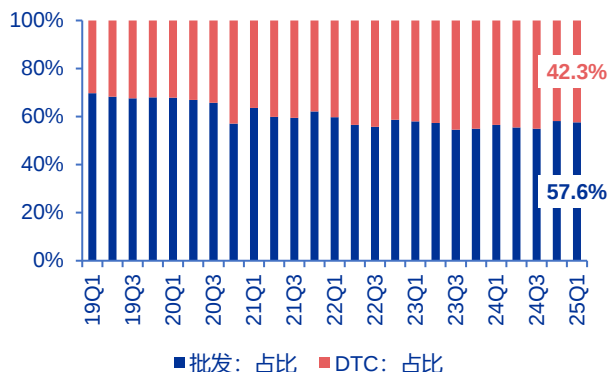


资料来源：京东物流招股书，Euromonitor,中国纺织工业联合会，德勤，申万宏源研究

资料来源：京东物流招股书，Euromonitor,中国纺织工业联合会，德勤，申万宏源研究

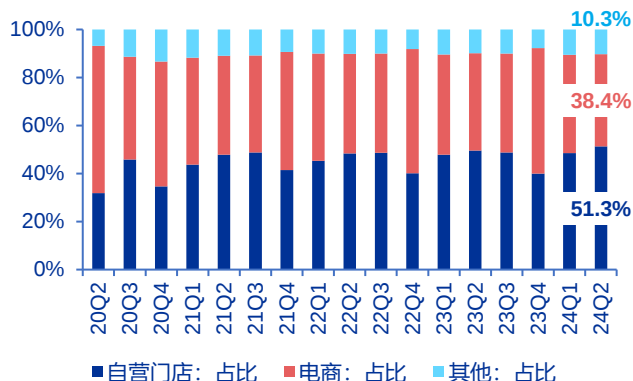
服装企业为代表的品牌商 DTC 比例提升，推动一体化供应链崛起。品牌商重要的趋势的 DTC (Direct to Consumer)，即尽量减少中间的经销渠道环节，以自营方式直接面对客户，以 Nike、Lululemon 为代表的服装企业走在前列，带动一体化供应链需求增加。

图 35: Nike 季度批发与 DTC 占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

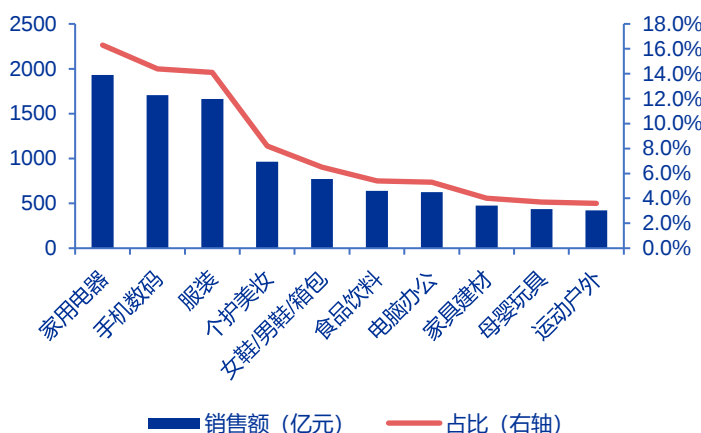
图 36: Lululemon 季度各渠道占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

今年受益于家电补贴政策，家电品类需求增速高，京东物流中来自家电客户的收入稳健增长。8 月 24 日发布的《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新若干措施》对个人消费者购买二级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，对购买一级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。受此政策影响，今年家电品类需求增长迅速，根据星图数据，截至 11 月 11 日今年“双 11”全网累计销售额已经高达 14418 亿元人民币，在众多商品类目中，家用电器以 1930 亿元的销售额稳居榜首，占据了 16.3% 的市场份额。根据京东官方公众号，双十一全国超过 90% 的县域农村地区均有消费者通过京东进行以旧换新，大屏电视成为换新首选，扫地机器人、烘干机等在内的 519 个家电家居品类成交额同比增长 200%，AI 电脑、AI 手机等多个 AI 硬件品类成交额均超 100%。

图 37: 2024 年双十一销售额 TOP10



资料来源：星图数据，申万宏源研究

图 38: 京东双十一战报



资料来源：京东官方公众号，申万宏源研究

DTC 与零售比例提升作为面向 C 端的有效手段，需要专业物流公司协助；而品牌商在 B 端的横向扩张也催生了较为广阔的一体化供应链需求：1) 传统商家通常具备 PL 物流能力，但在渠道发生变化或需要扩张时，1PL 成本与效率均低于 3PL；2) 数据支持角度，专

业的供应链物流公司在信息系统、盘点准确率、算法数据等各方面均优于商家自身；3) 3PL 物流商具备更为完善的响应机制和资源调配能力，支持在大促等时段保障物流稳定性。

图 39：品牌商需求带动的供应链需求变化梳理

#	业务的新需求	对供应链的新需求	供应链环节	具体影响/需要
1	销售范围、品类扩张	1、从区域到全国扩张 2、从部分渠道到全渠道布局 3、品类的扩张	流通供应链	智能化高标仓储需求，线上线下一盘货，全国性库存管理、订单履约覆盖需求
2	产业链的延展	1、强化对生产商、上游原材料的采购、物流监控 2、质检、包装、拆装箱、拣选等供应链服务需求 3、海外进口原材料，海外工厂生产及库存	生产供应链 货代/跨境供应链	生产仓、产地仓布局，B2B供应链服务 定制化库内供应链服务需求 清关订舱，海外仓布局，海外网络
3	灵活、稳定	1、新品多，需快速响应 2、频繁大促、直播活动，需满足高订单峰值的履约要求	流通供应链	仓内外智能化、数字化、全流程可视化；强大的WMS和IT系统；
4	低成本、降库存	1、分销商库存集中，渠道库存效率大幅提升。 2、精准预测、根据销售情况合理分仓铺货		优秀的仓储规划设计、合理的设备选用 精准预测，提前铺货； 紧密全流程对接； 强大的库内管控能力；
5	根据产品特性特殊供应链需求	冷链、产品回溯溯源、高时效服务、当面签收服务、上门安装、逆向物流		高时效自主可控的配送网络、综合物流服务能力

资料来源：《一体化供应链物流服务发展白皮书》，申万宏源研究

2.4 未来：行业长期竞争格局优，京东物流掌握电商渠道优势显著

长期竞争格局展望：强服务、弱竞争、高粘性。长期视角下，一体化供应链是竞争格局优，客户粘性高，利润率稳定的优质赛道。供应链行业容量足够大，且市场较为分散，不同行业客户天然分散选择供应链服务商，导致行业竞争格局较优。同时，供应链决定企业履约稳定性，客户服务粘性较高，价格敏感度低，业务持续性强。

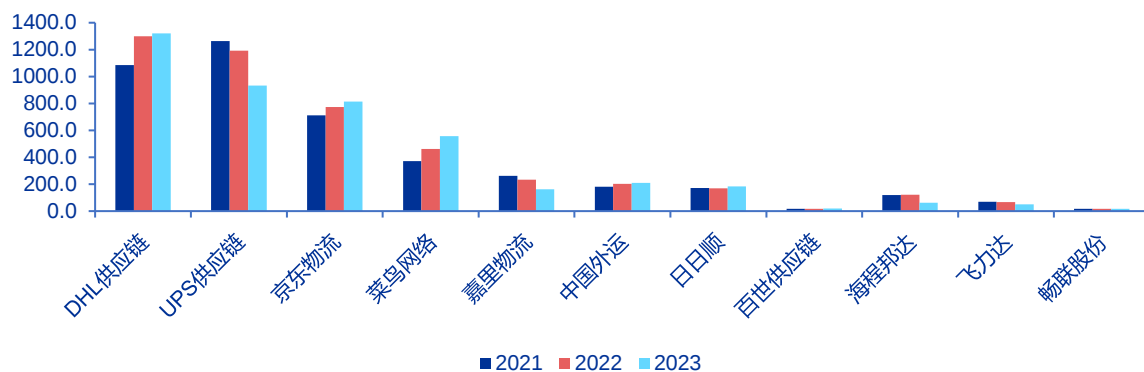
图 40：海内外供应链领先企业一览



资料来源：公司年报，申万宏源研究

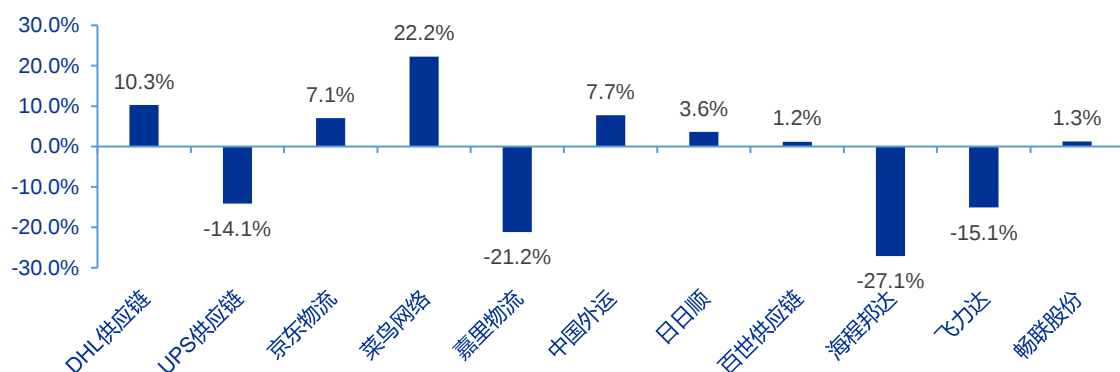
竞争者对比：国内电商渠道物流规模及增速相对领先。目前以京东物流、顺丰供应链、菜鸟网络为代表的电商渠道物流、和以嘉里物流、中国外运为代表的传统合同物流商规模领先；增速角度每个细分领域皆有高增长龙头。综合收入和增速来看，电商渠道物流处于第一梯队。

图 41：主要供应链服务商 21-23 年收入体量（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：主要供应链服务商 21-23 年收入 CAGR



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 京东物流：扩张与规模效应支撑业绩增长、高质量高壁垒服务印证稀缺性

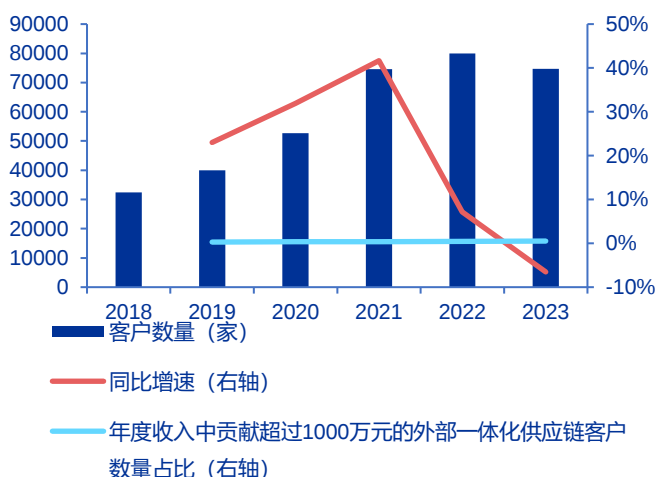
3.1 一体化供应链稳健增长，24 年快递体现强规模效应

24 年京东物流在收入稳健增长的同时，实现利润率的大幅提升。公司一体化供应链持续向中腰部延拓，外部客户占比显著提高；非一体化供应链业务主要为快递、快运，得益于一体化供应链客户的引流、行业的增长、平台的开放等因素，随着单量的增长带来更强的规模效应。我们看好公司两大核心业务的持续增长，以及仓储、配送环节规模效应的继续释放。同时随着干线、人员、销售等环节的合理投入，时效、服务、品牌有望进一步提升，形成获客能力增强——成本优化——进一步强化获客能力的正向循环。

3.1.1 扩张的本质：收入结构多元化，外部客户快速增长

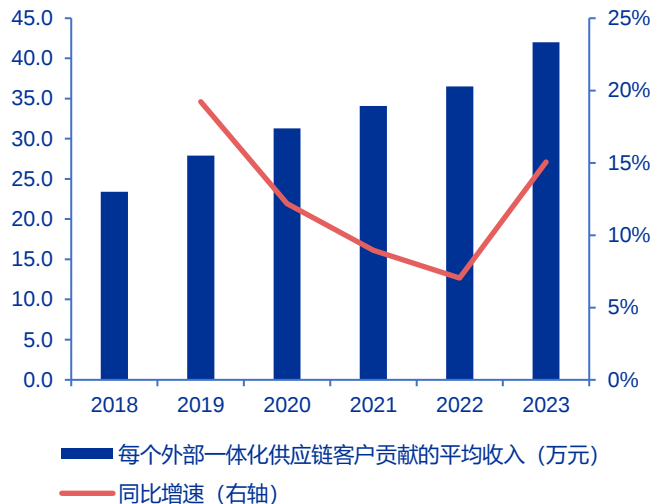
客户数量和客单价均实现稳步提升，客户覆盖持续扩大。公司外部一体化供应链的客户数量不断增长，其中年度收入超过 1000 万元的 KA 客户占比由 2019 年的 0.28% 提升至 2023 年的 0.51%，客均贡献的平均收入也显著增长。客户数量和客单价的大幅提升主要来源于京东物流多年来组织、产品、业务的不断优化，通过全流程端到端的供应链优化，与客户深度绑定。24 年以来，公司针对以白牌、线下零售、直播电商为主的商家精准营销，中腰部客户渗透取得成效。

图 43：京东物流外部一体化供应链客户数量



资料来源：京东物流招股书，公司公告，申万宏源研究

图 44：京东物流一体化供应链客户单均收入

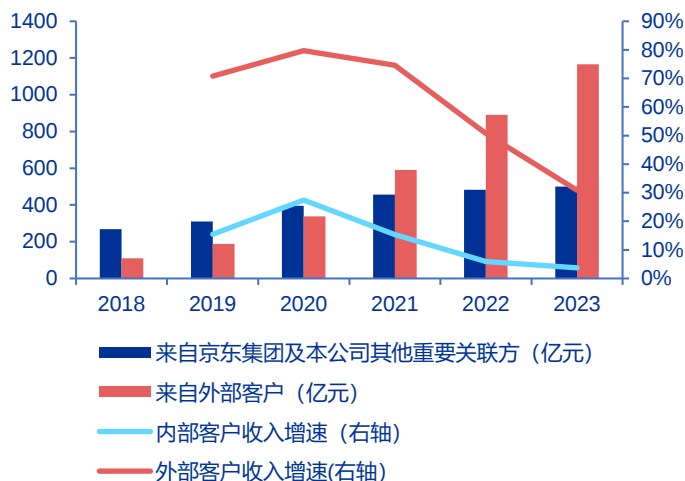


资料来源：京东物流招股书，公司公告，申万宏源研究

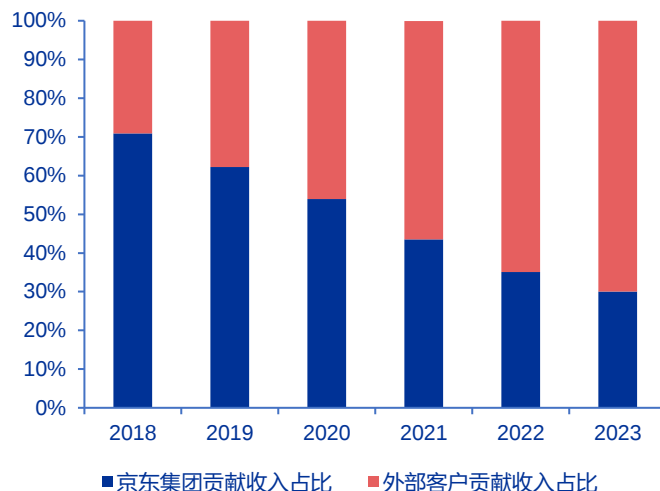
外部收入比例持续提升，对外拓展成效显著。京东物流外部客户拓展获得显著成效，其中 19-21 年为高速发展时期，收入增速维持在 70%-80% 间，22 年后外部客户收入也保持较高增长趋势。外部客户的不断开拓和已有客户的深度开发将成为未来营收增长的主要动力，公司一体化供应链向中腰部渗透的战略取得成效。

图 45：京东物流内外部客户收入及增速

图 46：京东物流外部客户收入占比



资料来源：京东物流招股书，公司年报，申万宏源研究

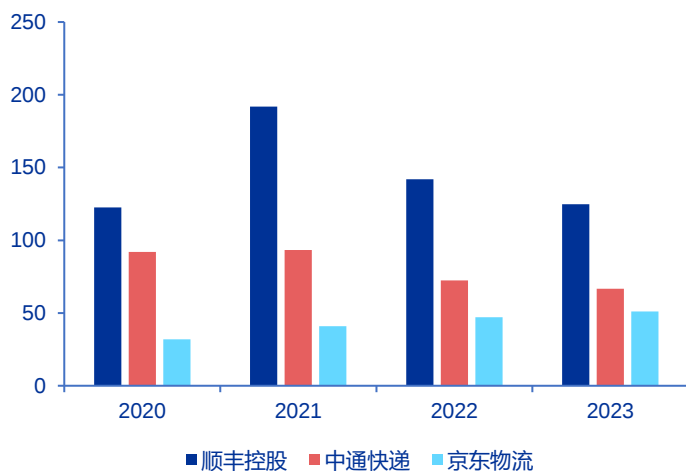


资料来源：京东物流招股书，公司年报，申万宏源研究

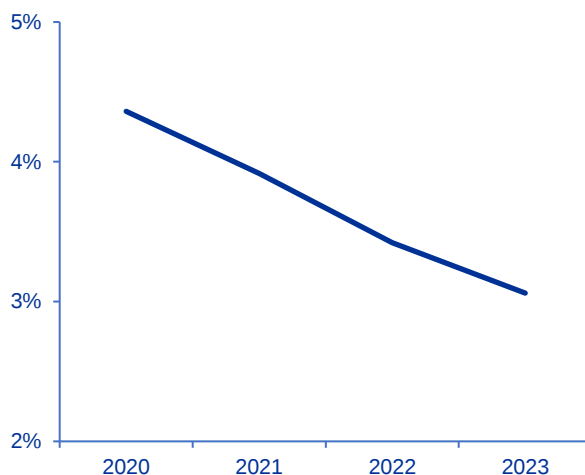
收入多元扩张，资源合理投入，仓储、配送环节规模效应持续提升。在收入快速增长的同时，京东物流保持合理、高效的投入，包括人员、销售端投入，以及偏硬件的资本开支。从资本开支角度，京东物流低于可比公司顺丰控股、中通快递，除业务模式差异外，京东物流土地及厂房投入较少，核心投向设备、车辆等。2020-2023 年公司资本开支占收入比逐步优化至 3% 左右，随着收入的增长，仓储、配送环节的规模效应处于持续提升中。

图 47：典型快递企业资本开支体量（亿元）

图 48：2020-2023 年京东物流资本开支占收入比



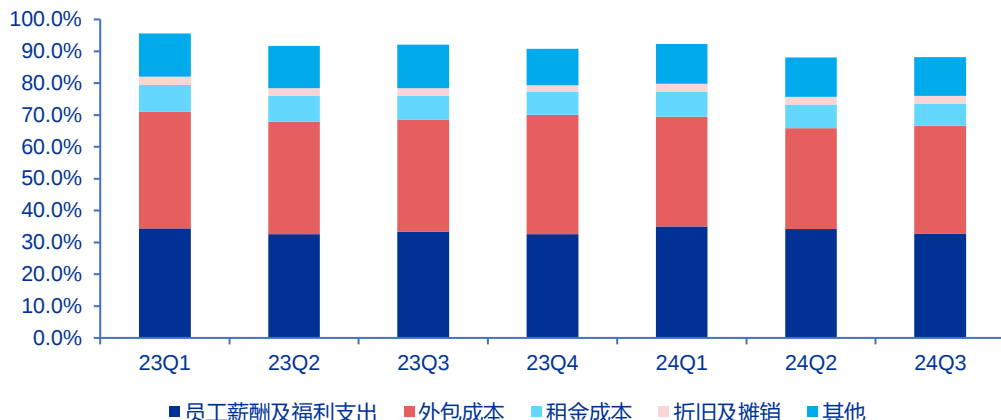
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

分季度成本占收入比不断下降，结构整体稳定。2024Q3，公司营业成本占收入比为 88.3%，环比增长 0.2pct，同比下降 3.9pct，2023 年以来季度成本占收入比整体呈下降趋势。结构拆分角度，员工薪酬及福利支出、外包、租金为主要项目，占收入比整体稳定。

图 49：2023-2024 京东物流分季度营业成本细分项占收入比



资料来源：Wind，申万宏源研究

我们认为，京东物流未来一体化供应链收入的天花板远远未至，且仓配客户有望向纯配客户导流，带动非一体化供应链业务保持较高增速，在仓储、配送两个环节扩大规模效应，实现利润率稳健增长。同时，合理的投入也是保持品牌竞争力、提升服务时效的必要条件，我们看好公司未来实现收入、利润、网络竞争力的平衡发展。

3.1.2 从社零结构看发展，一体化供应链空间广阔，非一体化供应链有望受益品牌导流

零售品牌商仓配物流市场空间巨大，京东物流对外扩张的过程中，根据不同行业提出基于产业的深度解决方案，并通过数字化工具优化管理，线上线下全渠道服务品牌商。我们根据细分行业的限额以上社零额测算物流费用，并按比例还原到总社零额。

不同行业线上化率、适合仓配比例不同，为了让测算更有意义，根据国家统计局社零分类，我们选取粮油食品类、饮料类等共 16 个行业，剔除不适用于物流的石油及制品类。

核心假设：1) **社零：**预测 2024-2030 年社零总额保持 5% 的年复合增速；预测限额以上社零额在社零总额占比不变。2) **适合仓配比例：**对于食品饮料、日用品、化妆品等 SKU 较少、存储要求较低、销售预测较稳定、标准化程度较高的行业，给予较高的适合仓配比例，约 80-100%；服装行业 SKU 较多，仓配成本较高，家具、建材等行业定制化程度较高，但也存在如沙发、床垫等标准化程度较高的产品适合仓配，给予 40% 左右的仓配比例；汽车、金银珠宝等产品仓配比例较低，给予 10% 比例。3) **线上物流费用率：**对于食品等行业，选取典型公司如三只松鼠，根据年报及招股书披露的物流费用率测算；其他行业根据快递费用在总客单值占比计算，以文具行业为例，文具用品平均快递费用约 2 元/件，文具线上客单价约 20 元/件，测算得物流费用率 10%。4) **线下物流费用率：**线下物流费用包括运输中转分拨费用和最后一公里派送费用，许多公司采用经销商加盟制，物流费用仅计算运输中转分拨费用，最后一公里派送费用由经销商承担，我们考虑全链路费用。以家具行业为例，欧派家居、索菲亚等头部公司物流费用率不足 1%，厨柜、衣柜等大件物品最后一公里派送费用率约 5%，将其相加，预测家具线下物流费用率约 6%。5) **线上化率：**不同行业线上化率根据 Euromonitor 数据及公开资料整理，预计 2030 年各行业线上化率还会有不同幅度提高，增速根据 2015-2020 年线上化率增速预测，并考虑疫情对线上化率的影响。

表 6：2030 年限额以上企业物流仓配空间有望超 5000 亿元

单位：亿元	2020	2023	2023CAGR	2030E	估算适合仓配比例	估算线上物流费用率	估算线下物流费用率	估算线上转化率	仓配一体化空间
商品零售	352453	418605	5.9%	589019					13708
其中：限额以上单位商品零售	135091	165207	6.9%	232463					5483
限额以上在总社零占比	38%	39%							40%
粮油、食品类	15283	18887	7.3%	26576	100%	8%	7%	20%	1913
家用电器和音像器材类	8571	8719	0.6%	12269	100%	6%	5%	43%	666
日用品类	6504	7576	5.2%	10660	90%	8%	4%	40%	537
饮料类	2294	2991	9.2%	4209	100%	10%	11%	5%	461
中西药品类	5355	6710	7.8%	9442	100%	8%	2%	20%	302
烟酒类	3954	5507	11.7%	7749	80%	8%	6%	2%	374
通讯器材类	5567	6814	7.0%	9588	100%	3%	3%	36%	288
汽车类	39414	48614	7.2%	68405	10%	1%	4%	1%	272
服装鞋帽、针纺织品类	12365	14095	4.5%	19833	40%	4%	2%	31%	208
文化办公用品类	3485	4126	5.8%	5806	100%	10%	1%	20%	163
化妆品类	3400	4142	6.8%	5828	80%	6%	3%	32%	185
家具类	1598	1516	-1.7%	2133	40%	10%	6%	14%	56
建筑及装潢材料类	1749	1569	-3.6%	2208	40%	10%	6%	3%	54
金银珠宝类	2376	3310	11.7%	4658	10%	1%	1%	10%	5
石油及制品类	17039	23219	10.9%	32671					

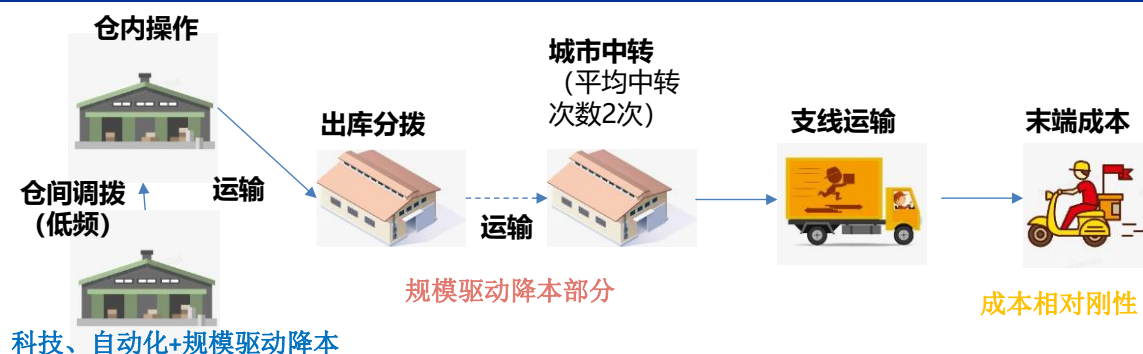
资料来源：国家统计局，Euromonitor，公司年报，申万宏源研究

我们测算 2030 年企业适合物流仓配体量有望达五千亿级。根据上表测算，2030 年限额以上商品零售企业对应的仓配需求体量有望在 5483 亿元量级，若按比例还原至所有商品零售企业，对应的消费品物流一体化需求有望破万亿元。实际情况中，限额以上的商品零售企业往往规模较大、覆盖面积较广，仓储配送物流需求较多，而白牌企业物流需求较少，且 1PL 比例高，转化难度较大。在适合上市公司需求的约五千亿元体量空间中，京东物流主业收入端仍有更多成长空间。

3.2 从仓储、配送两个角度，拆解规模效应，看好后续进一步释放

分环节看公司的成本结构，规模效应正处于释放阶段。仓配单量较小情况下仍需要进行多次分拨，规模效应仍未充分释放导致成本相对较高。未来京东物流还将加强云仓、对外揽件等，目的仍在填仓，与顺丰电商标快、填舱件逻辑相似。

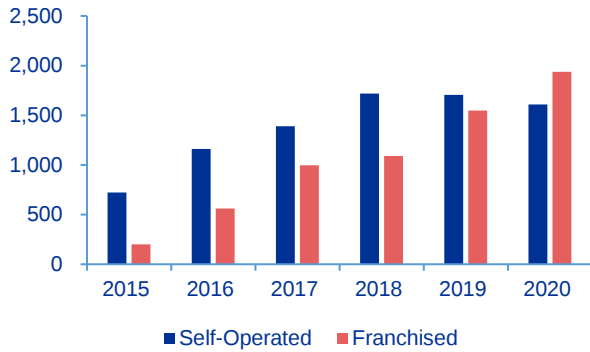
图 50：京东物流仓配各环节对应的规模效应



资料来源：京东物流招股说明书，公司公告，申万宏源研究

不同于百世加盟仓，京东物流规模效应初显，毛利率持续提升。百世供应链与京东供应链定位和模式不同，在毛利率的改善趋势上也走出截然不同的走势，百世减少重资产的自营仓，增加加盟仓难以产生规模效应，2015-2021 年百世供应链毛利率改善有限，规模效应不明显。京东物流近四年毛利率显著提升，规模效应明显。

图 51：百世供应链自营仓与加盟仓数量变化



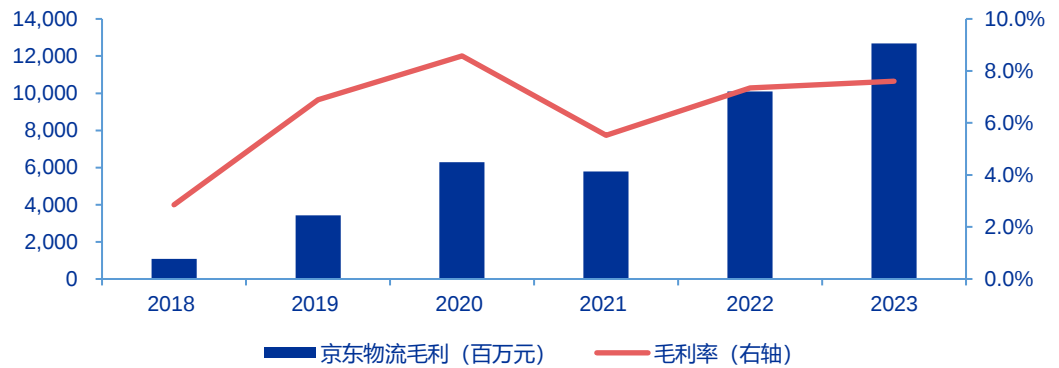
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 52：2015-2021 百世供应链毛利（百万元）及毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

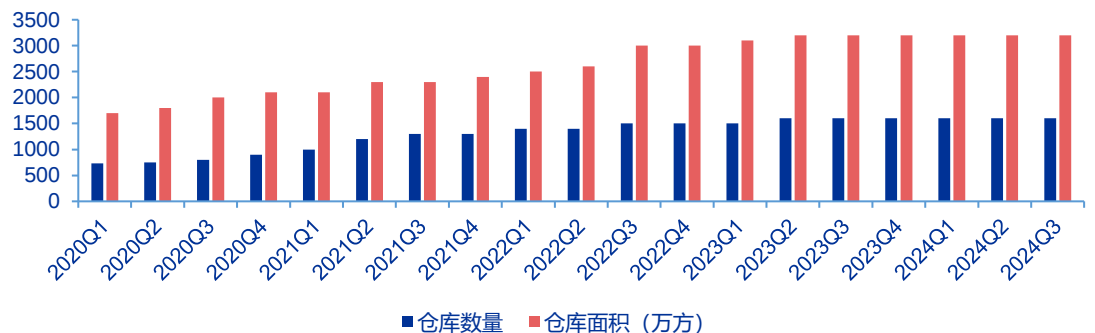
图 53：2018-2023 年京东物流毛利（百万元）及毛利率



资料来源：京东物流招股说明书，公司公告，申万宏源研究

仓库坪效不断提高，产能利用率提升印证规模效应。经历 2020 年仓储面积与数量的大幅扩张后，2021 年以来京东物流更加注重仓库利用率和坪效的改善，在仓库数量与面积增速放缓的情况下，2024Q3 京东物流一体化供应链仍保持较高增速，其中来自集团内部收入增速 8%，第三方收入高达 6%。仓库坪效提高、产能利润率改善推动收入大幅增长，印证仓储环节规模效应。

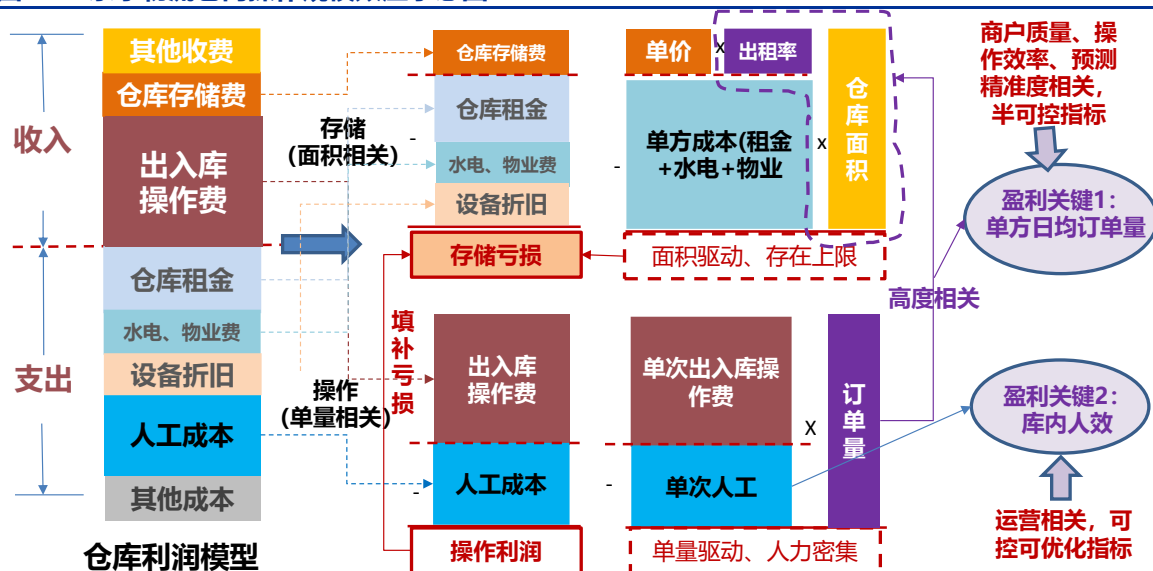
图 54：京东物流仓库数量与面积增速放缓



资料来源：公司官网，申万宏源研究

仓库环节规模效应展望：盈利核心是“单方日均订单量”和“库内人效”两大指标，其中前者半可控，更需关注。整体而言，由于库内面积存在上限，优质商家对仓库规模效应的贡献尤为关键，核心是“周转次数”和“服务链条”两大指标。

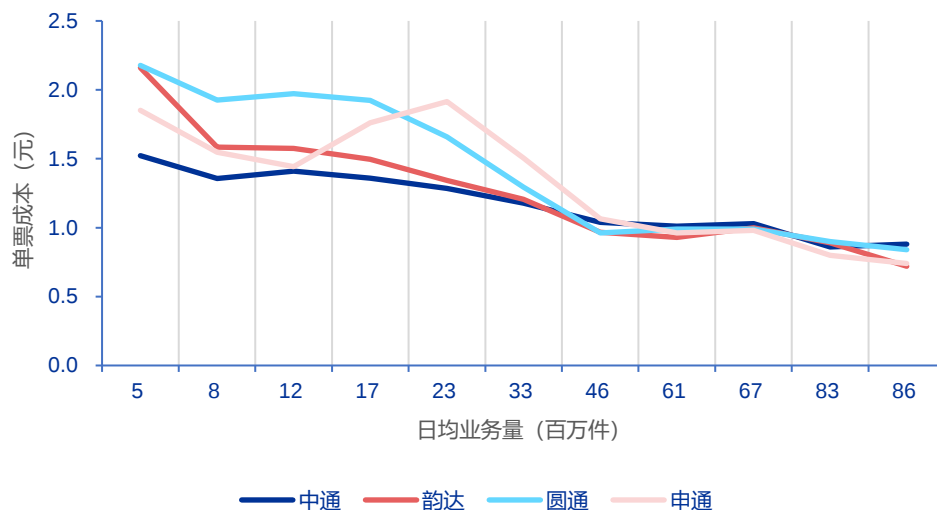
图 55：京东物流仓内操作规模效应示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

运输分拨环节：参考通达系，分拨次数较多，规模效应仍需更多业务量释放。由于京东物流业务件量仅为顺丰的 63%，仅为中通的 30%，相当于通达系龙头 2017 年的水平，因此成本相对较高，仍处于自动化分拣、车型扩大降本的高速通道期。未来除了一体化供应链单量外，还将通过外部揽收、增大逆向物流占比等方式快速扩大单量，降低成本。

图 56：规模效应需更多业务量释放



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 高质量服务的本质：数字解决方案+物理落地支撑

一体化供应链物流服务本质：既可以提供基于数据与算法的供应链战略-规划-计划-执行的全方位解决方案，又可以通过仓储+配送实现从解决方案到落地运营的一体化支撑。京东物流一体化供应链打通全链路，高效连接商家和消费者，从商品供应链升级为“商品+服务”的供应链，具备“2C+2B”双层供应链能力。

京东物流对 C 端用户价值：高时效、高稳定性、强品牌认知服务。全国日均快递业务量中，少部分能实现当日达、次日达，高时效服务属于稀缺的优质供给，其中京东物流占与顺丰时效件二分天下。京东物流持续塑造最佳的用户体验，京东集团约 90%线上零售订单实现当日或次日送达。

京东物流揽件前环节可控，全链路稳定性更优。京东物流与顺丰均以提供安全可靠、时效领先、专业贴心的高质量末端服务著称，包括专业包装、货到付款、售后逆向物流等增值服务。由于一体化供应链优势，京东物流更能保障从工厂到产地仓取货寄送、产地仓到分仓运输端的时效性，通过多层仓群协同保证大促期间发货的稳定性。

高质量服务带来强品牌认知属性。快递服务同质化严重，建立品牌形象很难。通达系注重成本精细化管控，消费者通常无法分清不同公司的区别。京东物流经过十年积淀，优质、快速的服务形象深入人心，常年位居国家邮政局公众满意度以及罗戈网中国物流品牌第一档。

表 7：国家邮政局公众满意度测评

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3
第一名	顺丰速运	顺丰速运	顺丰速运	顺丰速运	顺丰速运	顺丰速运	顺丰速运
第二名	京东物流	京东物流	京东物流	京东物流	京东物流	京东物流	京东物流
第三名	邮政速递	邮政速递	邮政速递	邮政速递	邮政速递	邮政速递	邮政速递

资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

表 8：罗戈网中国物流品牌 50 强评选

排名	品牌	公众得分	行业得分	政府得分	认可度	总得分
大师级	顺丰速运	-	-	-	0.89	Master
1	菜鸟网络	100.00	48.36	39.92	0.95	73.78
2	京东物流	74.31	100.00	43.39	0.89	65.07
3	圆通速递	76.81	93.18	99.54	0.69	58.19
4	中通快递	55.90	74.07	87.90	0.82	53.76
5	韵达速递	55.82	81.38	76.58	0.79	51.56
6	申通快递	53.67	76.39	76.83	0.78	49.04
7	中国邮政	50.35	17.62	100.00	0.86	46.42
8	中远海运	34.81	79.34	47.11	0.95	43.69
9	百世集团	40.90	70.34	53.35	0.76	37.66
10	货拉拉	68.85	12.86	2.24	0.85	37.51
11	德邦快递	33.47	58.87	37.88	0.72	28.48
12	苏宁物流	29.31	42.52	19.08	0.98	27.54

资料来源：罗戈网，申万宏源研究

京东物流对 B 端商户价值：填补新需求，提升商家的体验和效率。京东物流服务数万家企业客户，涵盖家电、3C、快消、汽车、医药、食品饮料、服装等多个行业，针对不同行业需求提出相应解决方案，成效显著，合作涵盖多个头部客户，并不断向中腰部客户拓展。京东物流合理预测市场需求能力，降低产品额外停留时间，拓展服务场景，帮助客户多业务形式经营活动快速上线。

图 57：京东物流服务企业客户涵盖多个行业

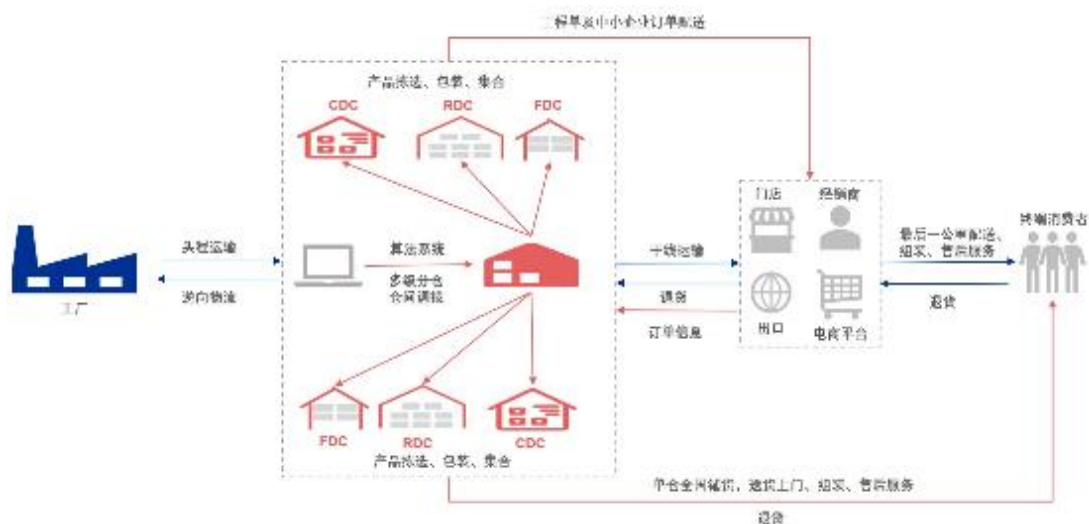


资料来源：公司公告，申万宏源研究

供应链竞争的核心在于给客户创造多少价值以及如何体现，一体化供应链相较传统供应链企业和快递公司有效解决企业物流服务综合成本较高、优化难度大的问题，而京东物流在此基础上，还具有多级分仓、定制化仓储服务、品牌形象导流等优势。

多级分仓完备，仓内管理高效。多层级仓储和强大仓网让京东物流能够提供更加丰富多元的仓配产品体系，以适应不同客户的个性化需求。货品运抵仓库后，收货员核验货物信息，验收入库，根据算法优化存储位置后分配到对应的中心仓和 RDC/FDC 中，在客户方发送订单信息后，由中心仓/RDC/FDC 分别调货，确保时效和库存最优。京东物流仓群网络铺设完善，算法系统实现多级分仓间的高效调拨，仓内产品拣选、包装、集合全自动化处理，直接导致商户的库存周转率提高，在仓前和仓内环节均节约库存成本和履约费用，这也是其他快递公司目前难以做到的。

图 58：京东物流多级分仓完备



资料来源：京东物流招股书，申万宏源研究

定制化增值服务，满足品牌商各种需求。单独仓储管理、运输配送很难满足客户需求，客户更倾向轻资产化发展，专注于核心业务，寻求综合仓配物流服务。京东物流提供了多元增值服务，包括打标、虚拟组套、平行库存等免费服务以及保价、贴码、盘点、装卸、售后取件、包装等收费增值服务，全方位满足品牌商需求。

表 9：京东物流仓配产品的增值服务全面满足品牌商各类定制化服务

服务种类	内容
------	----

一、免费增值服务

1、京配打标	客户货物入仓且使用京东快递服务，可为客户提供京东商城“京东物流”打标服务。
2、虚拟组套	POP 客户的货物在京东商城可以按一定规则对货物进行组套并按套装售卖，实际库存按单品存放和发货
3、平行库存	客户可自行设置货物平行库存管理服务的系统权限，根据京东物流库房的覆盖销售范围，本地库存不满足时，支援仓按支援先后顺序判断库存满足情况，支援仓库存满足时进行客户货物订单的生产
4、订单半收服务	京东物流为 POP 客户中小件商务仓出库的包裹提供托运货物部分签收的服务，如收件人在收货时发现部分货物存在缺少配件、发错货、物流损、过保等情形要求整单拒收，京东物流与收件人缺人同意可以只退问题货物，并在京东物流取回问题货物后触发退款，问题货物返回客户默认退货地址，返回运费由京东物流承担。
5、京惠（标准版）	“京惠”是京东物流倾力打造的数字化供应链平台型产品，提供包括数据可视、数据分析、数据决策等工具

二、收费增值服务

1、保价服务	客户选择报价服务后，货物存储期间因京东物流责任造成货物毁损、灭失的，按照货物的声明价值和损失比例进行赔偿，最高不超过货物的实际损失金额
2、贴码服务	提供打印并粘贴条码
3、盘点服务	按照客户要求对货物数量清点的服务，分为入仓盘点及非入仓盘点
4、装卸服务	为客户提供装卸、分货服务
5、售后仓服务	为客户提供售后上门取件，将商品退回备件库处理的服务
6、DM 单投放	提供 DM 单投放在订单包裹中的服务
7、耗材计费	向客户提供可使用的耗材，包括纸箱、防撕袋、气泡信封袋、透明袋及防水袋等
8、包装服务	在入库、库内环节为客户提供轮胎缠膜、图书塑封、套袋、更换包装的服务

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.4 高壁垒：物流基础设施、物流科技与商流洞察

京东物流独特模式竞争壁垒来源于三个方面：1) 强大的基础设施重资产布局，稀缺性强；2) 完善的数据和技术算法积累，物流科技最优；3) 独特的生态商业体系，商流洞察赋能物流的协同性难复制。

3.4.1 竞争壁垒 1：重资产布局稀缺性强

高标仓是支撑电商仓内复杂操作的核心节点，要求与稀缺度远高于普通仓。高标仓指高标准仓储物流设备，其硬件设备水平和建设标准更高，能应对更为复杂多元的操作场景和更海量的 SKU，主要应用于电商、高端制造业和现代零售业中。目前高标仓的渗透率仍然较低，全国总面积约在 1.07 亿方，占全国仓储面积的 10%左右。京东物流的高标仓储可以实现 3-5 万 SKU 的存储管理，通过自动化设备与信息管理系统实现仓内操作的快速响应，准确率较高，相比传统仓优势明显。**传统仓无法升级改造为高标仓**，高标仓属于政府统一规划的物流用地，占地面积较大，亩平税收不高，带有政策补贴性质，而传统仓属于工业用地，无法做物流项目的立项。

表 10：高标仓和传统仓的对比

	高标仓	传统仓
选址	靠近城市中心或交通枢纽（机场、港口、公路）	多位于工业区和港口附近
结构	单层：高品质钢结构；多层：混凝土/钢结构，附带通道/电梯	非标准混凝土/钢结构；多层：无通道
总建筑面积	>8,000 平方米	规模不一，一般<4,000 平方米

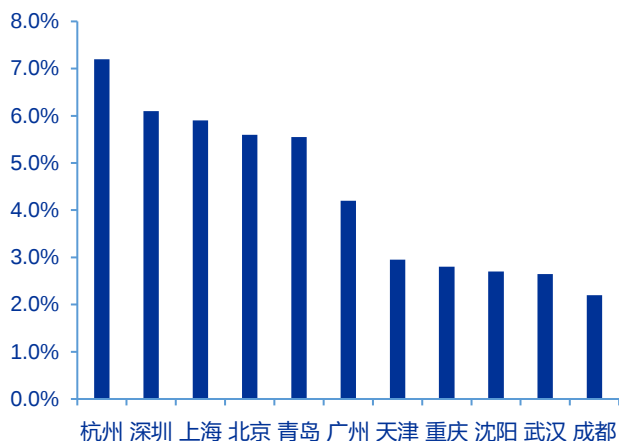
积

屋顶净高	>8 米	4-7 米
承载力	1 楼: >3 吨/平方米; 2 楼: >2 吨/平方米	1 楼:<3 吨/平方米;其他楼层:<2 吨/平方
立柱间距	>8 米	5-7 米
操作设备	双边装卸月台及可升降平台、硬化防尘地坪、叉车充电间	物卸货平台及卡车装却区域
消防	消防栓、灭火器、火灾报警装置、自动防火洒水系统	消防栓
地面漆	耐磨性环氧树脂/混凝土地面涂装工程	非标准, 无水泥地面或素填土
监控系统	24 小时安保及集中监控服务	公共警卫或尚无
采光顶	装备条形照明灯的天花板	非标准
所有权归		
属	经过政府正规土地出让程序, 权属清晰, 性质为物流用地	可能存在土地权属不清晰, 性质不明确等问题

资料来源: 戴德梁行, 申万宏源研究

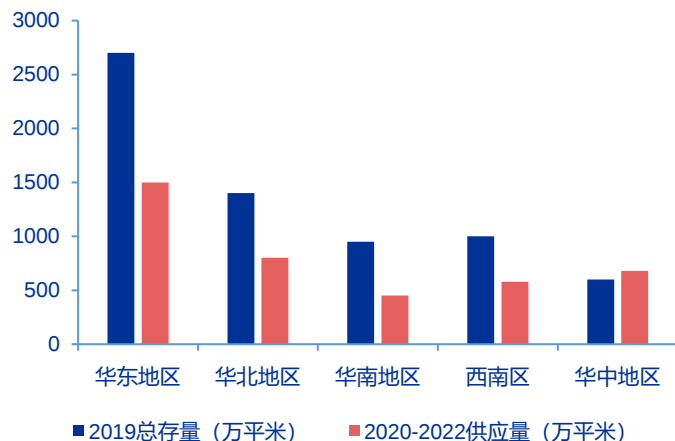
核心地区高标仓受制于物流用地的紧缺, 属于高度稀缺资源。目前我国大部分高端物流设施集中在一线城市, 一线城市用地紧张背景下, 土地资源将成为最大制约因素。高标仓的资源稀缺主要受制于核心城市物流用地的紧张, 在一二线城市核心位置获取物流用地的难度不断增加。核心城市新批用地区位更远, 园区往往面临周边配套不健全、招工困难、运力不足等问题。

图 59: 2011-2018 年全国高标仓库租金年均涨幅明显



资料来源: 仓储物流协会, 戴德梁行, 申万宏源研究

图 60: 全国高标仓供应量逐步走低



资料来源: 仓储物流协会, 戴德梁行, 申万宏源研究

公司标准化仓群建设覆盖全国主要地区, 服务不同类型客户。京东物流深耕行业层面解决方案, 针对各个行业特点, 在仓配一体化过程中提出不同的解决方案, 比如在消费品行业会对商品保质期进行全程的监控和管理, 在 3C 行业有针对高值、系列号的细致管理体系, 对服装行业有多地备货逻辑和淡旺季的运营策略, 在大件的解决方案中, 着重提供大家电、家居家装、运动健身等产品仓、配、安一体化的服务, 在冷链物流上提供全程温控的多温层冷链物流产品, 对蔬菜水果、海鲜、冷冻等等这些生鲜食品开通了优先配载权, 实现与各个行业的强化联动与深度融合。目前京东物流各行业战略合作伙伴数量正不断增加, 逐渐追赶上其他竞争对手。

表 11: 京东物流战略合作伙伴

行业	合作方	时间	合作内容
家电 C	小米	2024.5	一体化物流供应链服务、国际物流、物流数智化
	松下	.	产地仓、多渠道一盘货、逆向再生三个领域的合作

	慢跑蜗牛	2024.11	为慢跑蜗牛提供各仓库间的智能调拨方案，有效优化库存分布
汽车	上汽通用	2022.8	五菱售后配件一体化供应链
	华晨宝马	2022.11	汽车整车制造厂内与厂际的物流“纯电化”运输
	北汽重卡	2024.9	首次开展入场物流、厂区物流、KD 物流的合作尝试
消费	康师傅	2023.2	在供应链计划咨询、仓网规划、智能物流、精细化管理与差异化服务模式探索等方面展开深度合作
	立白科技	2024.10	在国际物流及跨境电商物流、绿色低碳、供应链规划、全渠道一盘货管理等领域探索更多合作
	皇家小虎	2024.10	为皇家小虎提供了一站式的“全国分仓+仓配一体”服务，可依托大数据提前将商品放在离消费者最近的地方
	味德丰	2024.9	提供深冷温层储存、B2C 生鲜特惠配送服务
服装	乐尔乐	2024.8	在共享仓、统仓共配等领域加深物流供应链合作
	报喜鸟	2024.6	线上线下仓配一体化物流、“一品一位”理货模式
快递物流	Geopost	2023.7	自营仓+落地配，为客户提供仓配一体的物流供应链服务，助欧洲多国快递一日达
	南航物流	2023.6	二期合作：围绕打造南航物流“端到端”物流转型产品服务链条的目标，深化物流端到端的数字化转型，进一步推动南航物流的业务创新
	中铁快运	2024.11	承接中铁快运高铁快运包裹落地配业务
IT	锐捷网络	2024.10	加强国内外物流管理、物流运输、物流仓储，以及无线网络、数据通信产品、云桌面、一体化网关等 IT 建设方向的交流与合作。
新能源	亿纬锂能	2024.11	深化系统对接，实现运输订单线上化、在途信息可视化，将双方的合作范围由荆门工厂拓展至全国

资料来源：京东物流官方公众号，申万宏源研究

3.4.2 竞争壁垒 2：完善的数据和技术积累，物流科技领先

互联网基因叠加强大数据积累，构建行业领先物流科技。京东物流脱胎于京东集团，互联网基因根深蒂固，算法和数据分析能力雄厚，研发投入常年领先，对科技人才的吸引力是其他快递公司无可比拟的。同时，京东物流深耕仓配物流十多年，积累了大量数据，算法系统持续优化升级。

自动化、数字化、智能化共筑京东物流科技体系。京东物流综合运用云计算、大数据、人工智能、5G、物联网等技术，帮助客户量化决策、精细化运营，推进数智化转型。其物流科技系统分为三个服务体系：1) 以无人配送、存储系统、自动化存货搬运系统和机器人拣选及包装系统为代表的自动化体系；2) 包含仓库管理系统、运输管理系统、订单管理系统、供应链控制塔的数字化体系；3) 实现智能路线规划和存货优化的智能化体系。

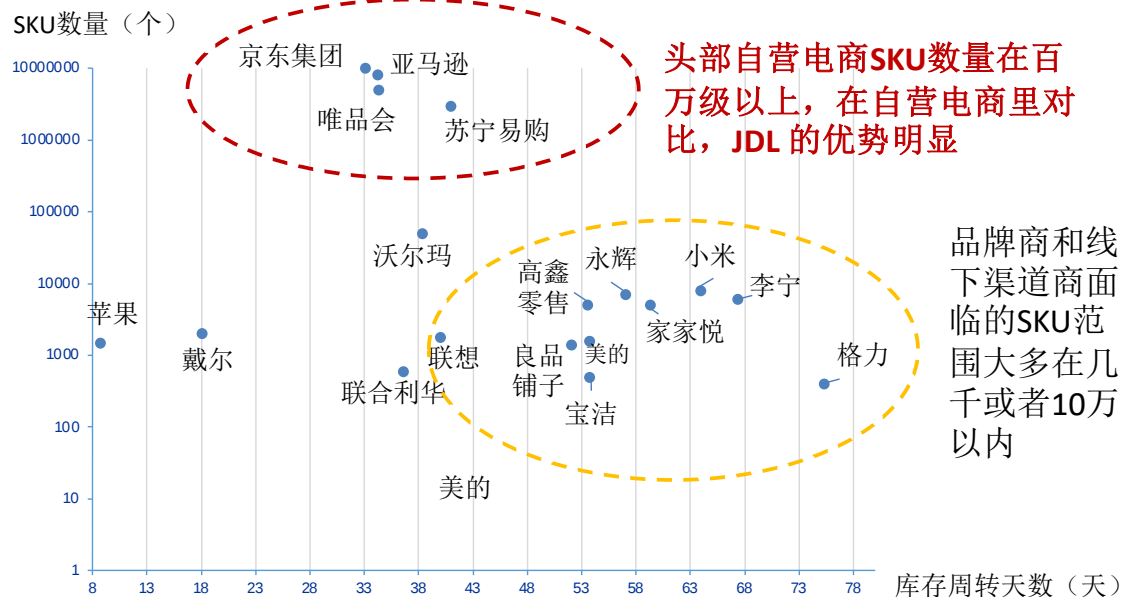
图 61：京东物流技术体系



资料来源：京东物流官网，申万宏源研究

强大算法支撑百万量级 SKU 管理, 库存周转处于行业低位。数据算法优势虽难以量化, 但对比品牌商, 目前拥有自营超百万量级 SKU 的零售公司只有亚马逊和京东, 京东物流已将库存周转天数降低至 31 天, 体现出卓越的 IT 系统能力。

图 62：京东物流 SKU 管理数量对标亚马逊，库存周转处于行业低位

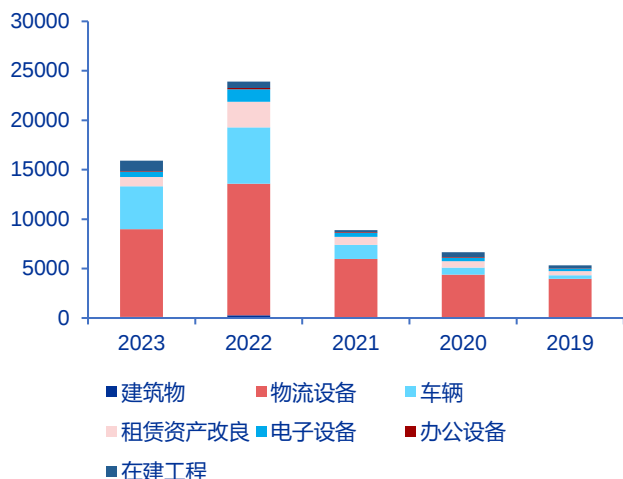


资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

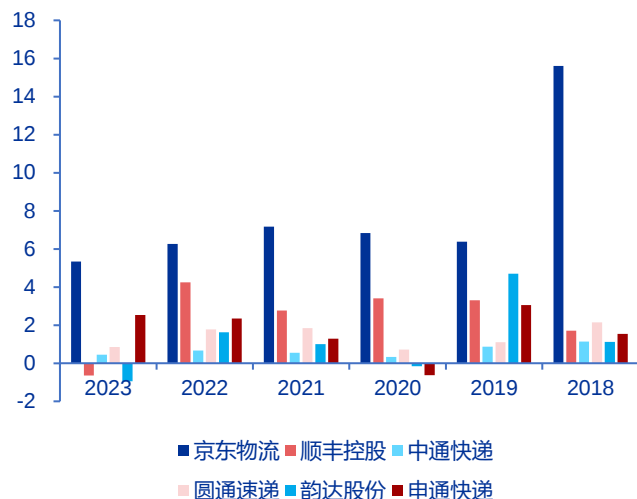
仓内设备投入领先，投入最高端、量最大、算法迭代时间长，运营效率相对领先。京东物流重视仓内设备投入，在国内乃至亚洲实现了高密度存储和高度的分拣自动化。京东物流主要资产结构为物流设备，金额持续上升，并且物流设备投入比例明显大于顺丰和德邦。仓内设备的领先优势除了需要密集的资金投入，更需要长期的实际运行形成的流程和系统算法的优化迭代，这是京东过去十多年自营模式积累下来的领先优势。

图 63：京东物流主要的资产结构为设备（百万元）

图 64：主要快递物流公司资产投入回报倍数



资料来源：公司公告，申万宏源研究



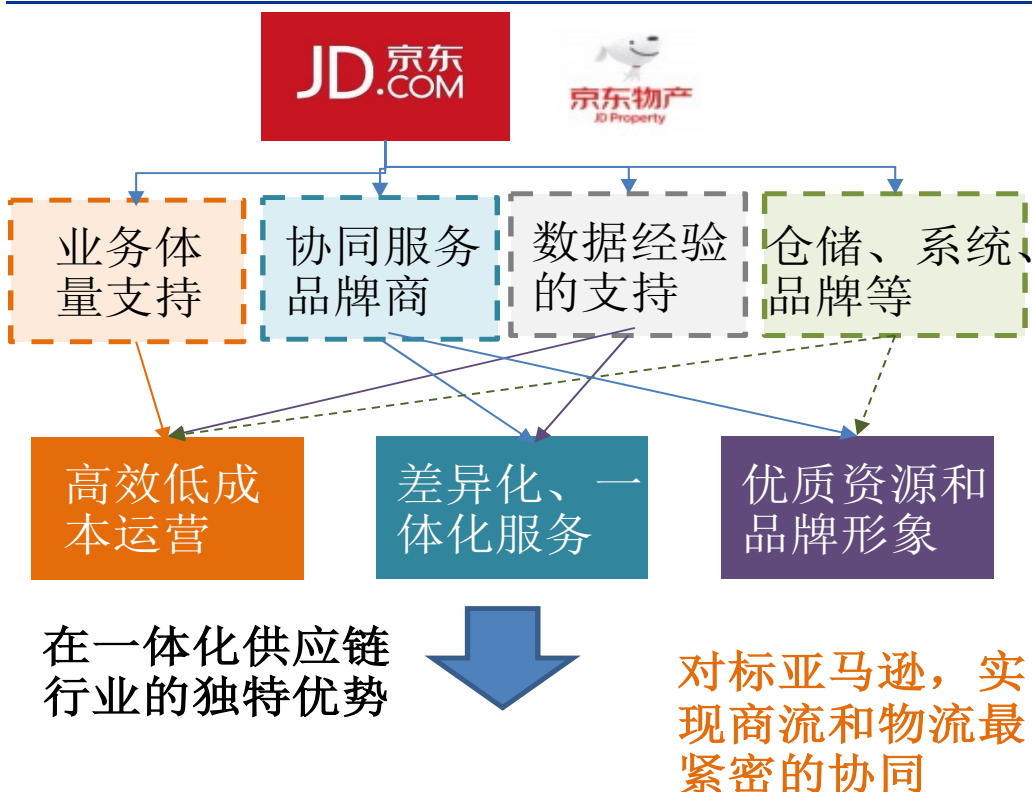
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：计算方式为新增收入（亿元）/新增资产（亿元）

3.4.3 竞争壁垒 3：商流洞察赋能物流协同性

独特的生态商业体系，商流赋能物流的协同性难复制。 京东集团与京东物流的紧密结合，类似亚马逊与其物流部门的协同类似，在中国市场具备显著的差异性。京东智能供应链技术服务平台深度结合行业垂直领域的知识和实践经验，形成面向商品选品、定价、需求预测、计划管理、寻源采购、库存管理、交付管理、产能管理、网络规划、商品防伪追溯等一系列的供应链决策管理，实现商流与物流最紧密的协同。

图 65：京东集团商流与物流协同紧密

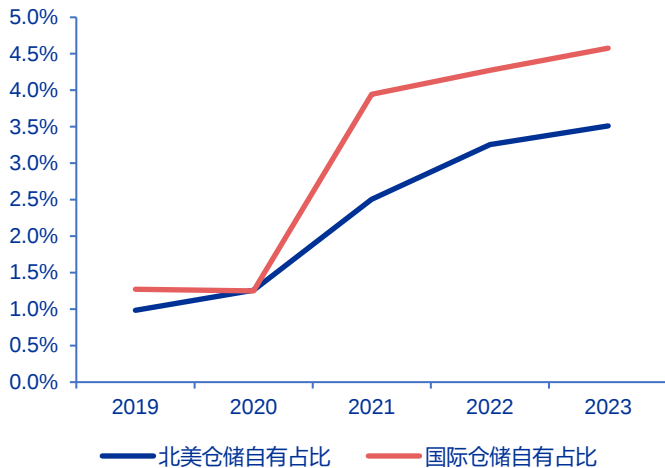


资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

3.5 亚马逊 VS 沃尔玛，一体化供应链竞争优势探讨

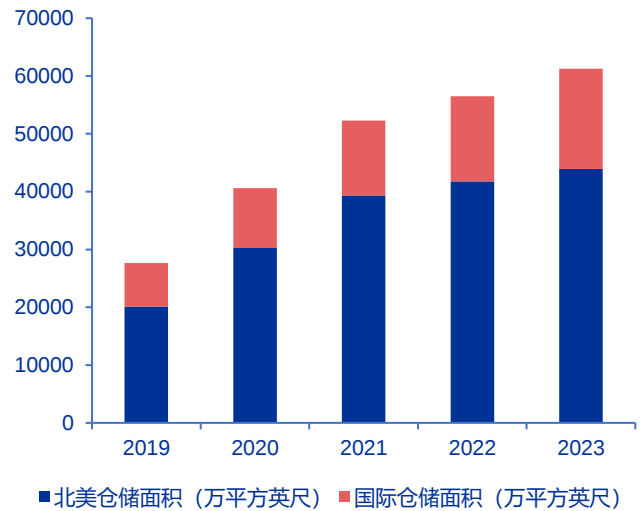
亚马逊作为线上零售巨头，随着规模扩大导致投递数量激增，降低物流成本和提高服务质量逐渐成为公司新目标。公司投入大量资源自建物流体系，至 2023 年公司已拥有仓储面积 61284 万平方英尺，其中多数为融资租赁所得，自有占比约维持在 4% 左右。

图 66：2019-2023 年亚马逊仓储自有化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 67：2019-2023 年亚马逊仓储面积情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

自建物流的进程中，亚马逊快递市占率持续增长。2013 年开始，亚马逊自建物流延拓至快递领域。一方面在保持与 USPS、UPS 等巨头的最后一公里合作的同时，其自建物流发力 B2C 领域，单量持续增长。2020 年市占率超越 FedEx，在 2023 年位居市占率第二。

图 68：2015-2023 年美国快递市占率变化

Carrier	2023 volume	Growth since 2022	2015 - 2023
U.S. Postal Service	6.6B	-0.9%	+2.7B
Amazon Logistics	5.9B	15.7%	+5.8B
UPS	4.6B	-10.3%	+900M
FedEx	3.9B	-6.1%	+1.2B
Others	640M	28.5%	+490M

资料来源：Pitney Bowes，跨境电商物流百晓生，申万宏源研究

亚马逊在自营物流模式相对成熟后于 2007 年推出 FBA 业务 (Fulfillment By Amazon)，其实质为仓储物流体系的对外开放。主要为第三方卖家提供拣货、包装、配送等除采购外的全链条服务，且亚马逊自带商流资源和品牌效应，吸引了大批卖家。

表：亚马逊 FBA 收费和履约标准

FBA收费标准 (Fulfillment By Amazon)	月度库存仓储费(美元/立方尺)			订单处理费用			履约费用标准(美元/件)		
		标准尺寸	特大尺寸	美国站	英国站	德法意西		标准尺寸	特大尺寸
	1-9月	0.78	0.56	1美元/件	0.82英镑/件	1.38欧元/件	小型	3.06	9.61+0.38/磅
	10-12月	2.40	1.40				中型	3.68	26.33+0.38/磅
							大型	6.62	54.81+0.75/磅
							特大型	6.92+0.32/磅	194.95+0.19/磅

资料来源：公司官网，申万宏源研究

沃尔玛物流以前行仓为核心，通过“集中配送模式”，将门店定位成前行仓，由配送中心送货到门店，在门店对商品进行包装，并通过第三方物流运输，距离客户更近，更容易提供快捷服务。亚马逊以线上业务为起点布局线下，沃尔玛则以线下优势反哺线上电商业务，二者殊途同归，最终目的都是形成线上线下相融合的全渠道新零售模式。

图 69：亚马逊和沃尔玛配送产品对比

#	覆盖品类	覆盖规模	快递费用	
两日达	amazon	>1亿SKU	美国大部分	非Prime会员\$25免费
	Walmart	>200万SKU	美国大部分	满\$35免费
次日达	amazon	>100万SKU	>8000个城市或镇	Prime会员免费
	Walmart	—	—	—
当日达	amazon	当日达: >100万SKU	当日达: >8000个城市或镇	Prime免费, 非Prime会员\$8.99免费
		Prime Now: >1万SKU+十个地区全食超市商品	Prime Now: 约50个美国城市	两小时达免运费
	Walmart	—	预计覆盖100个城市	\$9.95, 满\$30起送

资料来源：公司公告，申万宏源研究

快递服务方面，亚马逊通过收购全食超市的方式，将超市门店作为前行仓，提升最后一公里配送能力，追赶沃尔玛在线下的优势。供应链业务方面，沃尔玛于 2020 年 2 月推出 WFS (Walmart Fulfillment Service) 对标亚马逊 FBA 业务，借助自身的物流服务经验，为商家提供专业的物流运输服务。

图 70：亚马逊和沃尔玛供应链服务对比

#	FBA	WFS
两天免费送达	√	√
代理客户服务	√	√
处理退货申请	√	√
提供卖家支持	√	√
仓储费用结构简单		√
可视化库存管理、跟踪、补货	√	√
物流专家指导	√	√

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.6 打造综合物流服务能力，协同德邦、跨越，面向海外

京东物流对不同业务板块都有很高的期望，除了一体化供应链外，其他业务包括：快运、冷链、大件、跨境四大业务，目前均处于起步阶段，虽然体量较小，但新业务布局很清晰，有力服务主业发展。

京东快运：定位中高端，收购德邦股份、跨越速运，期待规模效应带来运营效率的提升。京东快运定位中高端，与顺丰快运同属中高端市场。京东快运单价与顺丰相似，高于加盟体系的安能、百世快运和壹米滴答，目前正处于和德邦股份融合的阶段，后续人效和整体运营效率有望提升。大件物流定位流通分销领域，品类以家居、家电为主。大件物流公斤段定位在 30kg-100kg 公斤，包括传统四大家电（平板电视、空调、冰箱、洗衣机）、厨卫电器；家居主要包括家具、卫浴、建材、运动器材等。

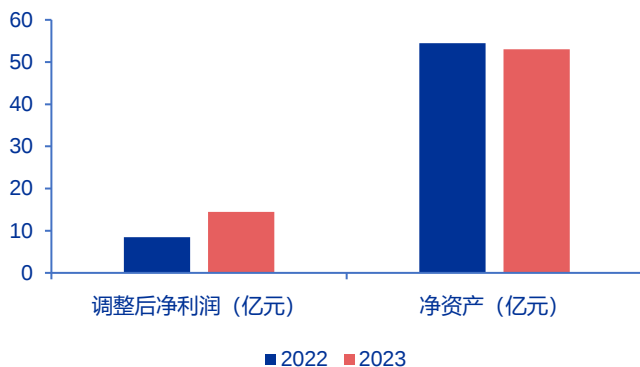
图 71：京东物流网络中大件物流产品主要来源



资料来源：运联传媒、申万宏源研究

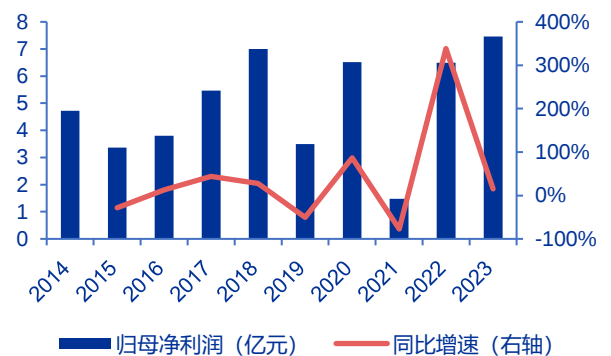
协同跨越、德邦，定位高端，品牌矩阵完善。跨越和德邦定位高端直营快运企业，时效、服务质量、品牌溢价等均位于行业前列，三者协同发展对于京东物流不仅有利于增强干线运输资源，弥补干线运输的短板，还能扩充公司业务，比如大件快递免费上门退货、跨境物流头程业务等，进一步完善公司品牌矩阵。

图 72：2022-2023 跨越速运调整后净利润（亿元）与净资产（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

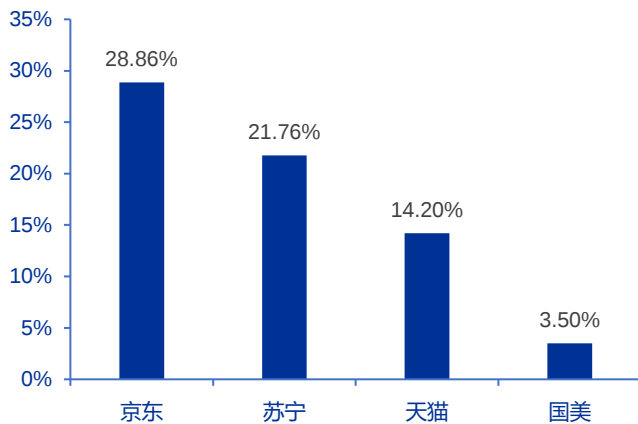
图 73：2014-2023 年德邦股份归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

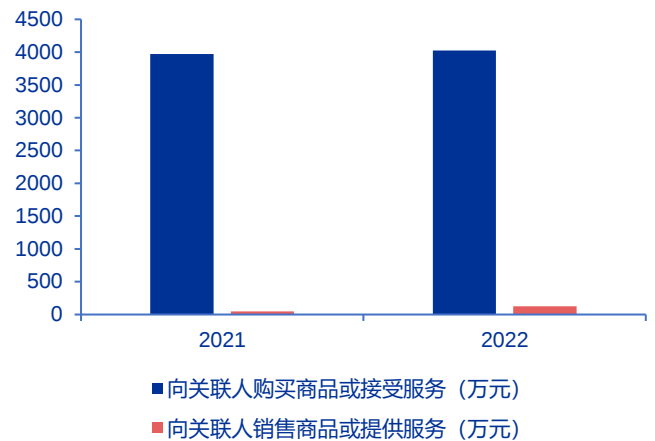
家居、家电品类融合度较低，大件物流凭借集团赋能，未来一站式供应空间广阔。虽同处地产下游，但家居与家电融合度较低，购买、配送、安排各自分离，供应链环节没有交集。消费者从对单一装修产品的需求转化为对场景化和全屋定制的需求，是推动家居和家电融合的主要因素。京东家电全渠道市占率第一，有望通过整合家居、家电供应链，在未来实现大件物流一站式供应。

图 74：京东家电市占率第一



资料来源：观研天下，申万宏源研究

图 75：京东与尚品宅配关联交易金额（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

京东冷链：全流程、全场景的 F2B2C 供应链一站式服务平台。京东冷链基于产地、工业、餐饮、零售、进口等行业的供应链特性与差异，打造了从仓储到配送、从线上到线下、从硬件到软件的五大行业一体化定制解决方案，有效解决行业标准化程度低、网络覆盖不足、脱冷或伪冷链现象严重的痛点，确保生鲜商家对京东冷链的安心托付，实现在消费终端的新鲜交付。

表 13：京东物流冷链服务

项目	简介	覆盖场景	服务项目
冷链整车	为客户发运冷链整车的运输需求	主流电商平台	合同整车适用于合同客户的生鲜供应链全环节具有整车运输的需求场景需要签订定期的结算合同。散单现结适用于散单客户的生鲜供应链全环节具有整车运输的需求场景不需要签订结算合同支持一趟一结算，没有账期；
冷链商务仓	冷链供应链服务。以京东自营冷链仓源和冷链云仓仓源为基础，结合京东配送、三方云配等丰富的配送资源为商家提供多平台、多渠道一体化经济型	主流电商平台	京东自营冷链配送网络送货上门，覆盖全国一二三线城市，一二线城市可实现 211 当日达时效，二三线最长配送时效为 72 小时。
冷链卡班	适用于生鲜供应链全环节具有零担运输的需求场景，主打公斤段 200kg-1t	与生鲜做仓配一体化组合售卖	3T 以上大票零担（产地（港口）运送至工厂/中央厨房/大型经销商/商家中心仓等）；200kg-3T 中票零担（仓配（送电商仓）和纯配（送经销商）等）；

冷链电商仓	面向生鲜食品客群及其电商平台商家, 依托自营+外部仓储能力, 覆盖客户产地与销地, 提供的稳定灵活、高性价比的仓配一体履约服务	传统 B2C 电商、二类电商、微商、短视频电商; 服务品类: 食品、冷链生鲜消费品	200kg 以下小票零担 (送商超/便利店/餐饮门店/电商前置仓等多频少补的门店补货模式) 以社会化的仓源 (自营) 或三方运营+京配或三方配为基础, 使用 ECLP+WMS 系统, 为全渠道生鲜电商客户提供更高性价比、更灵活个性的一体化仓配服务
冷链 TC	生鲜到仓定位高端商务型的送京仓产品, 为入京仓的生鲜冷链商家提供入仓&退仓的小批量货物运输的服务	为自营、pop 等入京仓客户提供一体化解决方案	打破按照包裹交接的传统运输方式, 多频少补模式实现 SKU 维度管理; 定点班车履约精准可靠, 现货率稳定可控, 促销商机不错过; 系统自动约仓专属仓位额度保留, 绿色通道保障优先上架, 避免排队; 增值: 保价、贴签、卸货、上门提货等

资料来源: 京东物流官网, 申万宏源研究

冷链物流行业体量大、集中度低, 京东冷链位居第二。冷链物流包括仓、运和配等环节, 货种主要为食品、医药和化工品。据中物联冷链委数据, 2017-2022 年我国冷链物流总额由 2250 亿元增长至 4915 亿元, 冷链物流相关企业由 1200 家增长至 2227 家。冷链行业集中度较低, 2023 年 CR100 不到 20%, 预计京东冷链将继续整合行业中高端需求, 通过更高标准和精细化运营绑定新客户, 但在整合度充分提升之前, 利润率仍将维持较低水平。

表 14: 2019-2023 年冷链物流百强企业排名

排名	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	顺丰速运有限公司	河南华鼎供应链管理有限公司	河南华鼎供应链管理有限公司	顺丰冷链物流有限公司
2	京东物流	顺丰速运有限公司	顺丰速运有限公司	成都运荔枝科技有限公司
3	荣庆物流供应链有限公司	成都运荔枝科技有限公司	成都运荔枝科技有限公司	荣庆物流供应链有限公司
4	新夏晖	新夏晖	京东物流	京东物流
5	上海郑明现代物流有限公司	荣庆物流供应链有限公司	荣庆物流供应链有限公司	漯河双汇物流投资有限公司
6	上海光明领鲜物流有限公司	漯河双汇物流投资有限公司	漯河双汇物流投资有限公司	传胜供应链管理(上海)有限公司
7	漯河双汇物流投资有限公司	上海郑明现代物流有限公司	上海郑明现代物流有限公司	内蒙古伊顺供应链管理有限公司
8	江苏卫岗集团有限公司	上海光明领鲜物流有限公司	传胜供应链	上海光明领鲜物流有限公司
9	新希望运荔枝科技有限公司	京东物流	万科物流发展有限公司	江苏卫岗天天订物流有限公司
10	传胜供应链管理(上海)有限公司	北京首农东方食品供应链管理集团有限公司	上海光明领鲜物流有限公司	上海世权物流有限公司

资料来源: 中物联冷链委, 申万宏源研究

跨境业务：定位转型全球供应链，海外布局持续加码。京东的全球购业务开始于 2015 年，2018 年 11 月全面升级为“海囤全球”，与之相配合的海外直采、售后、质控、物流、用户体验和商家赋能 6 大业务层面也进行升级，之后定位转型全球供应链。截至 2023 年公司拥有近 90 个仓库，京东物流在输出供应链一体化能力的同时将多年积累的核心技术全部带到海外。根据京东物流官方公众号，2024 年 10 月京东快递国际再次开拓亚洲 11 国的国际快递服务，包括阿联酋、沙特阿拉伯、卡塔尔、阿曼、约旦、印度、巴基斯坦、孟加拉国、尼泊尔、哈萨克斯坦、蒙古等国家消费者均可收到京东快递国际件，目前已先后开通日本、韩国，以及新加坡、马来西亚、泰国等东南亚国家的国际寄递服务，京东快递国际已服务全球近 50 个核心国家和地区。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：外部收入高增，利润有望持续增长

收入端：外部收入高速增长，2024 年总收入有望达到 1788 亿元。一体化供应链部分，预计外部一体化供应链客户数量逐年增长，客单价稳步提升，2024 年公司一体化供应链收入预计达到 843 亿元。其他外部业务（冷链、跨境、快运、国际、大件）在 2024 年已逐渐进入成熟期，增速将处于 8%-20%，2024 年京东物流总收入预计达到 1788 亿元。

表 15：京东物流分业务收入预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1、营业收入	137402.01	166624.71	178796.47	192118.02	207463.73
yoy (%)		21.3%	7.3%	7.5%	8.0%
1.1 来自一体化供应链客户	77435.96	81470.34	84275.12	88144.53	93612.76
yoy (%)		5.2%	3.4%	4.6%	6.2%
a. 来自京东集团的收入	48261.01	50063.37	50864.38	51576.48	52246.97
yoy (%)		3.7%	1.6%	1.4%	1.3%
收入占比	35.12%	30.05%	28.45%	26.85%	25.18%
b. 外部一体化供应链收入	29174.95	31406.97	33410.74	36568.05	41365.78
yoy (%)		7.7%	6.4%	9.5%	13.1%
收入占比	21.23%	18.85%	18.69%	19.03%	19.94%
1.2 来自其他非一体化供应链客户	59966.05	85154.37	94521.36	103973.49	113850.97
yoy (%)		42.0%	11.0%	10.0%	9.5%
收入占比	43.64%	51.11%	52.87%	54.12%	54.88%

资料来源：Wind，申万宏源研究

成本及费用率：2021 年以来随着规模效应的提升，公司成本及费用率逐年下降，成本中占比较高的员工薪酬及外包成本预计将逐年小幅下降，其余成本保持稳定，预计公司毛利率水平持续改善。2023 年公司期间费用率约 6.9%，各项业务尚处在扩张期，我们预计销售费用率仍将保持较高水平，研发费用绝对额逐年增加但研发费用率有望改善，收入快速增长将带动管理费用率下降，预计期间费用率总体将呈下降趋势。

利润端：规模效应逐渐释放，调整后净利率维持 4% 以上，远期有望达 5%-6%。京东仓配物流规模效应持续释放，增量来源相对可测，业务高基数下期间费用率有望得到摊薄，但运输、分拨、末端派送等环节规模效应还有待检验，我们预计公司 2024E-2026E 调整后归母净利润分别为 78.97、89.00、100.07 亿元，分别同比增长 186.02%、12.71%、12.43%，对应 PE 分别为 10x、9x、8x；预计 2024-2025 年调整后利润率超 4%，远期有望达到 5%-6%。

表 16：京东物流净利润预测

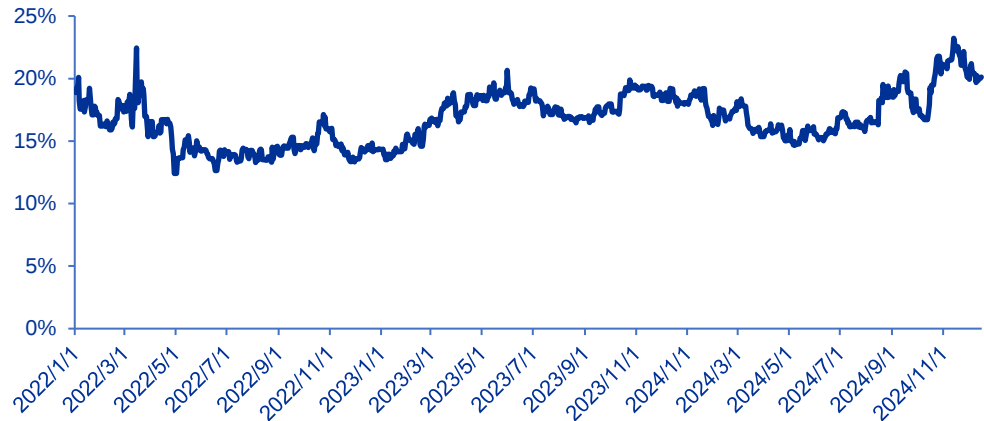
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
调整后净利润（百万元）	-1601.96	-924.10	1709.67	-1225.92	866.04	2760.84	7896.67	8900.33	10006.73
净利率	-.%	-.%	.%	-.%	.%	.%	.%	.%	.%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 对比顺丰控股 H 估值，估值有修复空间

京东物流在京东市值占比呈上升趋势，外部扩张逻辑不断印证。除刚上市阶段外，京东物流在集团市值占比普遍位于 10-20%分位区间，近期在外部扩张顺利、规模效应释放加持下，市值比例持续增加。

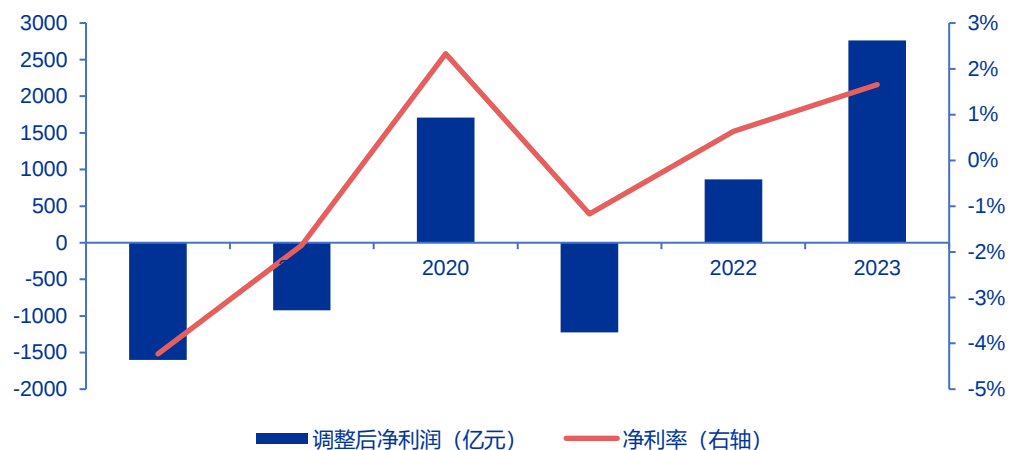
图 76：京东物流在京东集团市值占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

22 年以前京东物流利润端压制估值，23 年公司扭亏为盈但净利率仍然较低，没有达到行业的平均水平，因此估值承压。24 年前三季度公司调整后净利率达到 5.8%，回归至行业平均水平，我们认为未来公司估值有修复空间。

图 77：京东物流调整后净利润（亿元）及净利率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

相对估值法下，京东物流合理市值 1038 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。顺丰控股主营业务时效件利润丰厚且壁垒高，京东物流一体化供应链业务同样稀缺且其高品质高质量的服务赢得了很好的品牌溢价，行业口碑及品牌均能与顺丰媲美，因此公司一体化供应链业务也已形成较高的护城河，客户粘性、时效均达到行业较高水平。另外，京东物流新业务与顺丰新业务类似，因此两家公司具有很强的可比性。考虑到港股与 A 股估值相比存在差异，我们选取顺丰控股港股作为京东物流的可比公司。24 年顺丰控股港股的 PE 估值倍数为 15x，对标顺丰控股 H，考虑到公司时效件业务仍处于起步阶段，件量与顺丰

仍存在较大差距，且人效、盈利能力等较顺丰仍有较大的提升空间，因此我们给予公司 10% 的估值折价。基于此，我们认为公司 24 年合理 PE 估值倍数应为 13x，对应当前市值仍有 26% 的空间。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 17：估值表

证券代码	证券简称	2024/12/19	申万预测 EPS (元, 人民币)			PE		
		收盘价 (港元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
6936.HK	顺丰控股	33.75	2.08	2.39	2.71	15	13	11
2618.HK	京东物流	13.84	1.20	1.35	1.52	10	9	8

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：港元兑人民币汇率取 0.9。

5. 风险提示

宏观经济下行风险。宏观经济景气度对消费影响较大，若宏观经济下行，可能导致公司仓配物流件量减少，对公司盈利能力造成影响。

新业务进展不及预期风险。公司快运、冷链、大件、跨境等新业务均处于开拓期，需要大量资源投入，若发展不及预期，可能对公司收入和利润均造成影响。

行业竞争加剧风险。快递、快运等行业竞争较为激烈，若竞争加剧，可能影响公司单价和市场份额。

人工成本上升风险。公司目前快递员均有总部编制，需要缴纳五险一金，若未来人工成本上升，可能会导致毛利率下降。

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	137402	166625	178796	192118	207464
营业总成本	127302	153942	159129	169640	182983
销售费用	-4062	-4999	-5364	-5764	-6224
管理费用	-3157	-3353	-3576	-3458	-3319
研发费用	-3123	-3571	-3576	-3458	-3734
其他收益	-268	1094	203	253	303
投资收益	-13	16	-11	-3	1
资产减值损失	-291	-252	-252	-252	-252
营业利润	-814	1619	7092	9797	11255
利润总额	-814	1619	7092	9797	11255
所得税	276	452	355	1959	2251
调整后净利润	866	2761	7897	8900	10007

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	57604	56658	59835	63225	66896
货币资金	21495	17207	18584	20070	21676
应收款项	20990	22154	23927	25841	27908
存货净额	647	624	652	641	639
其他流动资产	14471	16673	16673	16673	16673
固定资产	14989	16060	22262	28552	34933
无形资产及其他资产	32972	39708	39652	39230	38807
资产总计	106697	112902	121749	131007	140635
流动负债	34246	39331	35966	37709	37714
短期借款	1301	4620	4620	4620	4620
应付款项	9100	8730	8201	8677	8536
其它流动负债	23846	25981	23145	24412	24558
非流动负债	19242	18197	22661	21166	20435
负债合计	53489	57528	58628	58874	58149
归属于母公司的所有者权益	46581	48158	54896	62733	71737
少数股东权益	6628	7216	8225	9400	10749
负债和股东权益合计	106697	112902	121749	131007	140635

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-1397	616	6738	7838	9004
加：折旧与摊销	10016	12328	3220	3866	4634
营运资本变动	1568	762	12647	17859	16283
其他非现金调整	3127	2645	2103	2151	2201
经营活动产生的现金流量净额					
投资活动：					

出售固定资产收到的现金	158	273	57	49	51
减：资本性支出	4846	5332	6276	6358	6449
其他投资活动产生的现金流量净额	-8200	-186	263	254	251
投资活动产生的现金流量净额	-13107	-15099	-5956	-6054	-6148
筹资活动：					
债务净增加	-3226	-3931	4465	-1496	-730
其他筹资活动产生的现金流量净额	-2218	-1616	-1639	-1678	-1725
筹资活动产生的现金流量净额	1481	-5547	2826	-3174	-2455
现金及现金等价物净增加额	3573	-4288	38785	78477	157987
现金及现金等价物期初余额	17923	21495	17207	55992	134469
现金及现金等价物期末余额	21495	17207	55992	134469	292456

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。