

互联网	收盘价 港元 12.68	目标价 港元 18.00	潜在涨幅 +42.0%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025年1月3日

京东物流 (2618 HK)

4 季度业绩预览：前期投入拉动收入增长好于预期

我们上调了2024年4季度收入预测2%，新预测对应8.6%同比增长，公司前期资源投入拉动收入加速增长，预计调整后净利润率同比维持增势。预计全年收入同比增9%，调整后净利润率4.2%。维持目标价18港元，对应2025年市盈率13倍不变，维持买入。我们预计2025年公司前期资源投入对收入的拉动效果有望持续，淘宝接入继续推进有望带来额外增量，精细化运营效率优化效果仍有复制及推广的空间，整体利润率趋势稳中向好。

- 我们预计2024年4季度收入同比增8.6%至512.5亿元（人民币，下同），较3季度6.6%的同比增速加速增长，较我们此前预期上调2%，主要反映公司增加专业市场布局抢占市场份额以及前期投入如航运、航空线路对业务量的增长拉动。预计一体化供应链业务增长趋势与3季度一致，快递、快运业务稳健增长。
- 预计4季度调整后净利润同比增10%至20亿元，较市场预期的17亿元高16%，对应调整后净利润率3.9%，同比稳中有升。公司精细化运营对租金、运输外包优化的利好持续，在完成全年业绩增长目标的前提下，公司保持更灵活的定价策略以及增加激励等人员投入。我们预计全年收入同比增9%，调整后净利润率4.2%（公司指引3-4%）。

盈利预测变动

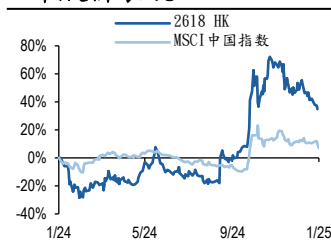
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	181,989	180,830	0.6%	194,624	193,082	0.8%	208,218	206,787	0.7%
内部收入	54,726	54,726	0.0%	57,463	57,463	0.0%	60,336	60,336	0.0%
外部一体化供应链	31,985	32,331	-1.1%	34,544	34,917	-1.1%	37,307	37,710	-1.1%
其他外部客户	95,277	93,773	1.6%	102,617	100,702	1.9%	110,575	108,741	1.7%
毛利润	19,205	19,378	-0.9%	21,279	21,091	0.9%	22,934	22,772	0.7%
毛利率	10.6%	10.7%	-0.2ppts	10.9%	10.9%	0ppts	11.0%	11.0%	0ppts
经调整运营利润	6,602	6,895	-4.3%	7,554	7,527	0.4%	8,244	8,231	0.2%
经调整运营利润率	3.6%	3.8%	-0.2ppts	3.9%	3.9%	0ppts	4.0%	4.0%	0ppts
经调整净利润	7,667	7,916	-3.1%	7,910	7,887	0.3%	8,482	8,470	0.1%
经调整净利率	4.2%	4.4%	-0.2ppts	4.1%	4.1%	0ppts	4.1%	4.1%	0ppts

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

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)	16.34
52周低位 (港元)	6.80
市值 (百万港元)	84,035.18
日均成交量 (百万)	5.72
年初至今变化 (%)	(0.94)
200天平均价 (港元)	11.56

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

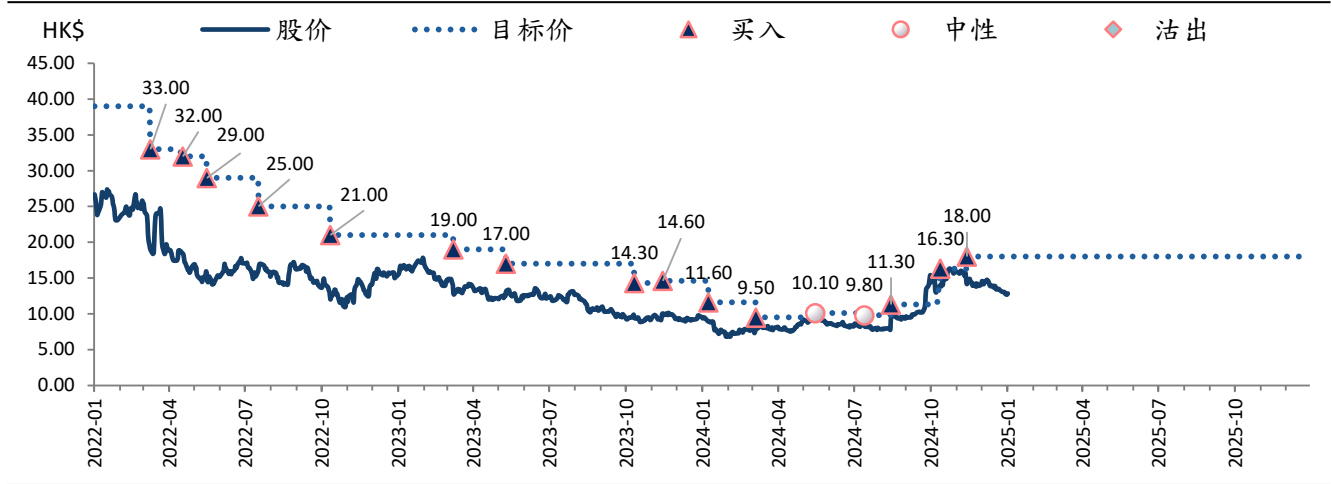
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

图表 1: 2024 年 4 季度预测调整

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q23	3Q24	4Q24E	原预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	47,201	44,396	51,248	50,090	2	15.4	8.6	166,625	181,989	194,624	208,218
<i>彭博市场一致预期</i>			49,998						181,202	196,364	211,691
内部收入	14,373	12,788	15,523	15,523	0	21.4	8.0	50,063	54,726	57,463	60,336
外部收入	32,828	31,608	35,725	34,567	3	13.0	8.8	116,561	127,262	137,161	147,882
外部一体化供应链	8,640	7,875	8,726	9,072	-4	10.8	1.0	31,407	31,985	34,544	37,307
其他外部客户	24,188	23,733	27,000	25,496	6	13.8	11.6	85,154	95,277	102,617	110,575
外部收入占比 (%)	70	71	70	69				70	70	70	71
收入成本	(42,848)	(39,198)	(45,725)	(44,394)	3	16.7	6.7	(153,942)	(162,783)	(173,345)	(185,284)
毛利	4,353	5,197	5,523	5,696	-3	6.3	26.9	12,683	19,205	21,279	22,934
毛利率 (%)	9.2	11.7	10.8	11.4				7.6	10.6	10.9	11.0
营销费用	(1,291)	(1,392)	(1,787)	(1,712)	4	28.4	38.4	(4,999)	(5,958)	(6,731)	(7,310)
研发费用	(880)	(913)	(939)	(913)	3	2.9	6.7	(3,571)	(3,595)	(3,828)	(4,115)
行政费用	(869)	(856)	(979)	(957)	2	14.5	12.8	(3,353)	(3,498)	(3,624)	(3,757)
占收入比重 (%)											
营销费用	2.7	3.1	3.5	3.4				3.0	3.3	3.5	3.5
研发费用	1.9	2.1	1.8	1.8				2.1	2.0	2.0	2.0
行政费用	1.8	1.9	1.9	1.9				2.0	1.9	1.9	1.8
运营费用	(3,040)	(3,160)	(3,706)	(3,582)	3	17.3	21.9	(11,923)	(13,052)	(14,183)	(15,182)
运营利润	1,313	2,037	1,818	2,114	-14	-10.8	38.4	760	6,153	7,096	7,752
调整后运营利润	1,456	2,129	1,937	2,230	-13	-9.0	33.1	1,547	6,602	7,554	8,244
调整后运营利润率 (%)	3.1	4.8	3.8	4.5				0.9	3.6	3.9	4.0
调整后净利润	1,804	2,573	1,976	2,225	-11	-23.2	9.6	2,761	7,667	7,910	8,482
调整后净利润率 (%)	3.8	5.8	3.9	4.4				1.7	4.2	4.1	4.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 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 3: 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	82.70	102.00	23.3%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.99	2.90	45.7%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.13	25.00	45.9%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.55	54.00	33.2%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.32	14.00	23.7%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	113.10	120.00	6.1%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.39	7.40	0.1%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	39.78	38.00	-4.5%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.60	29.00	17.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	96.89	144.00	48.6%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	34.23	56.00	63.6%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	84.95	111.00	30.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	18.50	14.90	-19.5%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	9.81	14.00	42.7%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.17	4.60	112.0%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	7.13	7.30	2.4%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	48.90	75.00	53.4%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.00	33.00	3.1%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	416.00	513.00	23.3%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	9.92	14.00	41.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	87.76	113.00	28.8%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	150.60	226.00	50.1%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.00	24.00	33.3%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.68	18.00	42.0%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.19	13.50	46.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.33	1.40	5.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	17.24	21.00	21.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.90	13.00	9.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.74	24.00	35.3%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	520.00	605.00	16.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2025 年 1 月 2 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	137,402	166,625	181,989	194,624	208,218
主营业务成本	(127,302)	(153,942)	(162,783)	(173,345)	(185,284)
毛利	10,100	12,683	19,205	21,279	22,934
销售及管理费用	(7,219)	(8,352)	(9,456)	(10,355)	(11,067)
研发费用	(3,123)	(3,571)	(3,595)	(3,828)	(4,115)
经营利润	(242)	760	6,153	7,096	7,752
Non-GAAP标准下的经营利润	1,000	1,547	6,602	7,554	8,244
财务成本净额	(545)	(577)	(637)	(654)	(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	2,044	1,982	2,003
税前利润	(814)	1,619	7,532	8,396	9,052
税费	(276)	(452)	(805)	(1,511)	(1,629)
非控股权益	(307)	(551)	(783)	(960)	(960)
净利润	(1,397)	616	5,944	5,925	6,463
作每股收益计算的净利润	(1,397)	616	5,944	5,925	6,463
Non-GAAP标准的净利润	866	2,761	7,667	7,910	8,482

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21,495	17,207	29,491	44,102	60,842
应收账款及票据	20,990	22,154	18,894	19,764	20,700
其他流动资产	15,119	17,297	17,932	18,902	19,967
总流动资产	57,604	56,658	66,317	82,768	101,509
物业、厂房及设备	14,989	16,060	16,946	17,286	17,250
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	7,009	7,233	7,474
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	50,111	51,016	51,422
总资产	106,697	112,902	116,428	133,784	152,931
应付账款	9,100	8,730	9,535	10,197	11,882
其他短期负债	25,146	30,602	29,262	33,004	37,289
总流动负债	34,246	39,331	38,796	43,201	49,171
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	12,708	13,590	14,539
总长期负债	19,242	18,197	14,046	14,928	15,878
总负债	53,488	57,528	52,843	58,129	65,049
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	46,580	48,157	56,369	68,438	80,665
股东权益	46,581	48,158	56,370	68,439	80,666
非控股权益	6,628	7,216	7,216	7,216	7,216
总权益	53,209	55,374	63,586	75,655	87,882

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	7,532	8,396	9,052
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	13,202
营运资本变动	1,568	762	5,814	1,724	2,875
利息调整	276	(367)	637	654	675
税费	276	452	805	1,511	1,629
其他经营活动现金流	1,608	612	(306)	(1,002)	(1,086)
经营活动现金流	12,958	15,431	26,070	23,773	26,375
资本开支	(4,846)	(5,332)	(6,399)	(5,774)	(5,906)
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)	(6,655)	(6,900)
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)	(2,697)	(2,832)	(3,288)
融资活动现金流	1,481	(5,547)	(7,318)	(2,832)	(3,288)
汇率收益/损失	1,885	6	945	475	710
年初现金	17,923	21,495	17,207	29,491	44,102
年末现金	21,495	17,207	29,491	44,102	60,842

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	0.940	0.929	1.006
全面摊薄每股收益	(0.233)	0.098	0.940	0.929	1.006
Non-GAAP标准下的每股收益	0.144	0.440	1.212	1.241	1.320
每股账面值	7.759	7.675	8.913	10.736	12.556
利润率分析(%)					
毛利率	7.4	7.6	10.6	10.9	11.0
EBITDA利润率	7.1	7.9	9.7	10.0	10.1
EBIT利润率	(0.2)	0.5	3.4	3.6	3.7
净利率	(1.0)	0.4	3.3	3.0	3.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	7.4	7.6	10.6	10.9	11.0
EBITDA利润率	8.0	8.3	10.0	10.3	10.3
经营利润率	0.7	0.9	3.6	3.9	4.0
净利率	0.6	1.7	4.2	4.1	4.1
盈利能力(%)					
ROA	0.9	2.5	6.7	6.3	5.9
ROE	20.9	24.1	29.8	28.1	25.6
ROIC	(0.5)	1.4	9.2	8.4	7.8
其他					
流动比率	1.7	1.4	1.7	1.9	2.1
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	20.5	20.8	21.7

交銀國際

香港中环德辅道中 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有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。