

互联网	收盘价 港元 15.46	目标价 港元 18.50个	潜在涨幅 +19.7%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025年3月7日

京东物流 (2618 HK)

前期投入带动收入加速增长，预计 2025 年收入双位数增长

预计 2025 年收入实现低双位数增长，较 2024 年加速增长，主要反映前期投入对收入的提振作用。预计利润率进入平稳阶段，公司保持对履约时效和市场拓展投入以拉动长期收入增长。我们上调 2025 年收入/利润预测 3.8%/6.0%，目标价从 18.00 港元上调至 18.50 港元，基于 2025 年 13 倍市盈率不变，维持买入。

- ⊕ **2024 年 4 季度收入/利润超预期。**收入同比增 10%至 521 亿元（人民币，下同），其中内部/外部一体化/外部其他收入增 10%/5%/12%。毛利率同比提升 0.4 个百分点至 9.6%，调整后净利润 22 亿元，同比增 23%，对应净利润率 4.3%，同比提升 0.5 个百分点，对比我们预期的净利润/净利润率 20 亿元/3.9%。公司网络结构优化、精细化运营对租金/运输外包等优化利好持续，实现盈利能力改善。
- ⊕ **展望：**预计 2025 年收入同比增 11%，受外部业务带动实现加速增长，前期投入对市场拓展、履约时效及体验提升对收入提振作用持续。我们预计 2025 年利润同比增 6%至 83.8 亿元人民币，对应利润率为 4.1%，较 2024 年下降 0.2 个百分点，反映公司进入利润率平稳阶段，保持对人员、自动化设备、自有线路以及海外仓业务投入以拉动长期收入增长的战略，以及所得税率变动的的影响。

盈利预测变动

人民币百万	—2025E—			—2026E—			—2027E—		
	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	202,053	194,624	3.8%	216,254	208,218	3.9%	231,545	NA	NA
内部收入	59,519	57,463	3.6%	62,495	60,336	3.6%	65,620	NA	NA
外部一体化供应链	34,877	34,544	1.0%	37,668	37,307	1.0%	40,681	NA	NA
其他外部客户	107,657	102,617	4.9%	116,092	110,575	5.0%	125,245	NA	NA
毛利润	22,486	21,279	5.7%	24,218	22,934	5.6%	26,297	NA	NA
毛利率	11.1%	10.9%	0.2ppt	11.2%	11.0%	0.2ppt	11.4%	NA	NA
经调整运营利润	8,127	7,554	7.6%	8,846	8,244	7.3%	9,653	NA	NA
经调整运营利润率	4.0%	3.9%	0.1ppt	4.1%	4.0%	0.1ppt	4.2%	NA	NA
经调整净利润	8,384	7,910	6.0%	8,980	8,482	5.9%	9,649	NA	NA
经调整净利率	4.1%	4.1%	0.1ppt	4.2%	4.1%	0.1ppt	4.2%	NA	NA

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)	7.55
市值 (百万港元)	102,714.38
日均成交量 (百万)	23.67
年初至今变化 (%)	20.78
200天平均价 (港元)	13.23

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

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 4 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 人民币百万	4Q23	3Q24	4Q24	环比(%)	同比(%)	交银国际 预测	差异(%)	VA 预测	差异(%)
总收入	47,201	44,396	52,097	17	10	51,248	2	50,514	3
<i>彭博一致预期</i>			<u>50,311</u>						
内部收入	14,373	12,788	15,858	24	10	15,523	2	15,355	3
外部收入	32,828	31,608	36,239	15	10	35,725	1	34,284	6
-外部一体化供应链收入	8,640	7,875	9,035	15	5	8,726	4	8,865	2
-其他外部收入	24,188	23,733	27,205	15	12	27,000	1	25,420	7
外部收入占比(%)	69.5	71.2	69.6			69.7		68	
收入成本	(42,848)	(39,198)	(47,080)	20	10	(45,725)	3	(45,032)	5
毛利润	4,353	5,197	5,017	-3	15	5,523	-9	5,582	-10
毛利润率(%)	9.2	11.7	9.6			10.8		11.1	
营销费用	(1,291)	(1,392)	(1,515)	9	17	(1,787)	-15	(1,659)	-9
研发费用	(880)	(913)	(915)	0	4	(939)	-3	(1,038)	-12
行政费用	(869)	(856)	(816)	-5	-6	(979)	-17	(986)	-17
<i>占收入比重(%)</i>									
营销费用	2.7	3.1	2.9			3.5		3.3	
研发费用	1.9	2.1	1.8			1.8		2.1	
行政费用	1.8	1.9	1.6			1.9		2.0	
运营费用	(3,040)	(3,160)	(3,247)	3	7	(3,706)	-12	(3,683)	-12
运营利润	1,313	2,037	1,770	-13	35	1,818	-3	1,900	-7
调整后运营利润	1,456	2,129	1,909	-10	31	1,937	-1	1,954	-2
调整后运营利润率(%)	3.1	4.8	3.7			3.8		3.9	
调整后净利润	1,804	2,573	2,226	-13	23	1,976	13	1,861	20
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,513</u>						
调整后净利润率(%)	3.8	5.8	4.3			3.9		3.7	

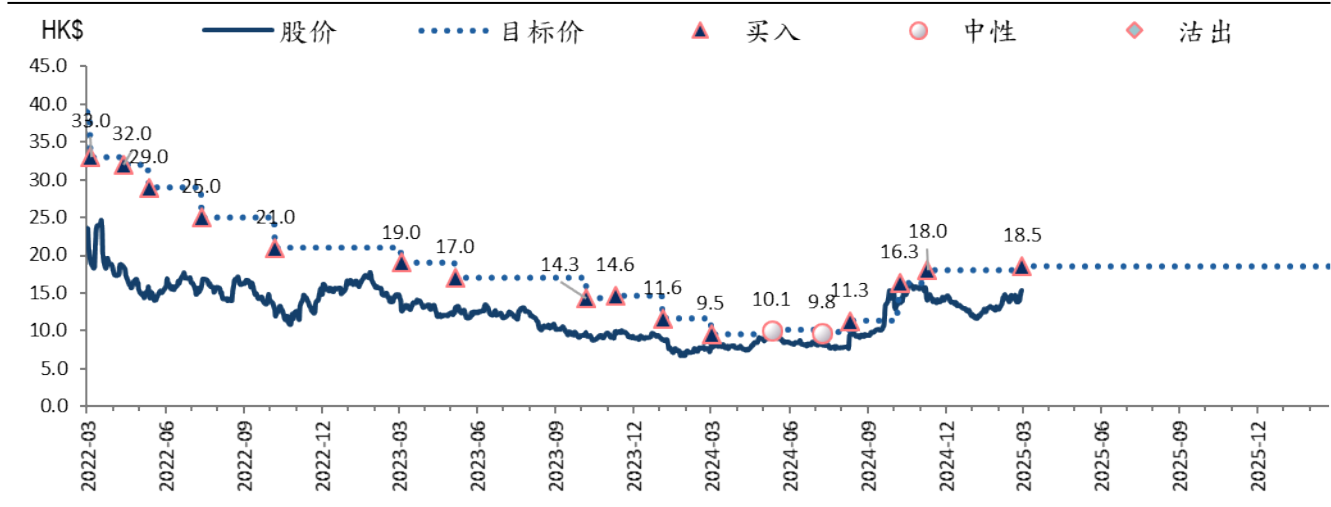
资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: 2025 年 1 季度预测

年结 12 月 31 日 人民币百万	1Q24	4Q24	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	42,137	52,097	46,811	-10	11	182,838	202,053	216,254	231,545
<i>彭博一致预期</i>			<u>45,561</u>			<u>181,306</u>	<u>196,442</u>	<u>211,750</u>	<u>235,767</u>
京东集团	12,883	15,858	14,171	-11	10	55,062	59,519	62,495	65,620
外部收入	29,255	36,239	32,640	-10	12	127,776	142,534	153,759	165,925
-外部一体化供应链客户	7,619	9,035	8,228	-9	8	32,294	34,877	37,668	40,681
-其他外部客户	21,636	27,205	24,412	-10	13	95,482	107,657	116,092	125,245
<i>外部客户的贡献(%)</i>	69	70	70			70	71	71	72
收入成本	(38,906)	(47,080)	(42,794)	-9	10	(164,139)	(179,567)	(192,036)	(205,248)
毛利	3,231	5,017	4,017	-20	24	18,698	22,486	24,218	26,297
<i>毛利率(%)</i>	7.7	9.6	8.6			10.2	11.1	11.2	11.4
营销费用	(1,412)	(1,515)	(1,607)	6	14	(5,686)	(7,071)	(7,683)	(8,348)
研发费用	(862)	(915)	(908)	-1	5	(3,571)	(4,010)	(4,312)	(4,639)
行政费用	(870)	(816)	(881)	8	1	(3,335)	(3,757)	(3,893)	(4,213)
<i>占收入比重(%)</i>									
营销费用	3.3	2.9	3.4			3.1	3.5	3.6	3.6
研发费用	2.0	1.8	1.9			2.0	2.0	2.0	2.0
行政费用	2.1	1.6	1.9			1.8	1.9	1.8	1.8
运营费用	(3,144)	(3,247)	(3,396)	5	8	(12,593)	(14,839)	(15,888)	(17,200)
运营利润	88	1,770	621	-65	608	6,105	7,647	8,330	9,097
调整后运营利润	283	1,909	732	-62	159	6,574	8,127	8,846	9,653
<i>调整后运营利润率(%)</i>	0.7	3.7	1.6			3.6	4.0	4.1	4.2
调整后净利润	663	2,226	1,029	-54	55	7,917	8,384	8,980	9,649
<i>调整后净利润率(%)</i>	1.6	4.3	2.2			4.3	4.1	4.2	4.2

资料来源：公司资料，彭博，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	93.39	111.00	18.9%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	50.31	63.00	25.2%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	170.00	184.00	8.2%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.28	26.00	16.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.32	2.70	16.4%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	60.80	54.00	-11.2%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.32	14.00	5.1%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.75	28.00	4.7%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.63	7.40	-3.0%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
JD US	京东	买入	43.92	62.00	41.2%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	139.95	165.00	17.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.82	144.00	20.2%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.18	15.60	10.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.29	12.00	44.8%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.45	13.30	-1.1%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	38.15	60.00	57.3%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.53	4.60	30.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	101.99	124.00	21.6%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	46.90	33.00	-29.6%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	544.00	513.00	-5.7%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.52	14.00	11.8%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.50	18.00	2.9%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	180.30	226.00	25.3%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	15.46	18.50	19.7%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.30	13.50	45.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.89	1.40	-25.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.96	21.00	23.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.87	13.00	46.6%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.36	24.00	24.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	498.60	605.00	21.3%	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 3 月 6 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	166,625	182,838	202,053	216,254	231,545
主营业务成本	(153,942)	(164,139)	(179,567)	(192,036)	(205,248)
毛利	12,683	18,698	22,486	24,218	26,297
销售及管理费用	(8,352)	(9,022)	(10,829)	(11,576)	(12,561)
研发费用	(3,571)	(3,571)	(4,010)	(4,312)	(4,639)
经营利润	760	6,105	7,647	8,330	9,097
Non-GAAP标准下的经营利润	1,547	6,574	8,127	8,846	9,653
财务成本净额	(577)	(635)	(650)	(668)	(681)
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	1,464	2,274	1,978	1,996	2,009
税前利润	1,619	7,716	8,947	9,630	10,397
税费	(452)	(628)	(1,610)	(1,733)	(1,872)
非控股权益	(551)	(890)	(960)	(960)	(960)
净利润	616	6,198	6,377	6,936	7,566
作每股收益计算的净利润	616	6,198	6,377	6,936	7,566
Non-GAAP标准的净利润	2,761	7,917	8,384	8,980	9,649

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	17,207	25,812	40,537	58,067	75,113
应收账款及票据	22,154	26,841	25,974	26,761	29,419
其他流动资产	17,297	15,066	15,873	17,014	18,267
总流动资产	56,658	67,719	82,383	101,841	122,799
物业、厂房及设备	16,060	16,002	17,339	17,349	16,930
其他有形资产	17,402	16,189	18,939	19,672	20,264
无形资产	10,652	10,053	5,654	5,077	4,489
合资企业/联营公司投资	175	181	348	354	351
长期应收收入	10,172	5,812	5,808	5,805	5,801
其他长期资产	1,782	1,890	1,850	1,908	1,923
总长期资产	56,243	50,128	49,937	50,165	49,759
总资产	112,902	117,846	132,321	152,007	172,559
应付账款	8,730	8,568	10,586	12,340	14,403
其他短期负债	30,602	31,144	31,331	35,185	39,577
总流动负债	39,331	39,712	41,917	47,525	53,980
长期应付账款	1,217	1,594	1,594	1,594	1,594
其他长期负债	16,980	13,594	11,973	12,814	13,721
总长期负债	18,197	15,189	13,567	14,409	15,315
总负债	57,528	54,901	55,484	61,934	69,295
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	48,157	55,297	69,189	82,424	95,615
股东权益	48,158	55,298	69,190	82,425	95,617
非控股权益	7,216	7,647	7,647	7,647	7,647
总权益	55,374	62,945	76,837	90,072	103,263

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,619	7,716	8,947	9,630	10,397
合资企业/联营公司收入调整	28	28	28	28	28
折旧及摊销	12,326	11,561	12,468	13,214	14,034
营运资本变动	762	(3,845)	6,094	3,130	1,783
利息调整	(367)	635	650	668	681
税费	452	628	1,610	1,733	1,872
其他经营活动现金流	612	(109)	(1,079)	(1,166)	(1,265)
经营活动现金流	15,431	16,614	28,719	27,237	27,530
资本开支	(5,332)	(6,399)	(5,828)	(5,968)	(6,208)
其他投资活动现金流	(9,768)	5,559	(1,004)	(1,074)	(1,169)
投资活动现金流	(15,099)	(840)	(6,832)	(7,042)	(7,377)
负债净变动	3,460	(152)	(4,468)	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(9,007)	(11,336)	(2,621)	(2,623)	(3,044)
融资活动现金流	(5,547)	(11,488)	(7,089)	(2,623)	(3,044)
汇率收益/损失	6	142	74	108	91
年初现金	21,495	17,207	25,812	40,537	58,067
年末现金	17,207	25,812	40,537	58,067	75,113

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.098	0.977	0.998	1.077	1.165
全面摊薄每股收益	0.098	0.977	0.998	1.077	1.165
Non-GAAP标准下的每股收益	0.440	1.248	1.312	1.394	1.486
每股账面值	7.675	8.719	10.824	12.795	14.728
利润率分析(%)					
毛利率	7.6	10.2	11.1	11.2	11.4
EBITDA利润率	7.9	9.7	10.0	10.0	10.0
EBIT利润率	0.5	3.3	3.8	3.9	3.9
净利率	0.4	3.4	3.2	3.2	3.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	7.6	10.2	11.1	11.2	11.4
EBITDA利润率	8.3	9.9	10.2	10.2	10.2
经营利润率	0.9	3.6	4.0	4.1	4.2
净利率	1.7	4.3	4.1	4.2	4.2
盈利能力(%)					
ROA	2.5	6.9	6.7	6.3	5.9
ROE	24.1	29.9	28.8	25.8	23.9
ROIC	1.4	9.5	9.0	8.2	7.7
其他					
流动比率	1.4	1.7	2.0	2.1	2.3
应收账款周转天数	33.0	36.0	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	21.1	20.4	20.5	21.8	23.8

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；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。