



京东物流 (02618. HK): 收入增长强劲, 人力投入提升导致毛利率略降

2025年8月15日

推荐/维持

京东物流

公司报告

事件: 2025H1 京东物流实现营收 985.32 亿元, 同比增长 14.1%, 实现净利润 29.59 亿元, 同比增长 15.27%; 实现归母净利润 25.80 亿元, 同比增长 13.96%。调整后净利润为 33.39 亿元, 同比增长 7.1%。其中, 25Q2 公司调整后净利润 25.88 亿元, 同比增长 5.4%。

营收增速提升, 内部客户收入增长强势: 公司 25 年 H1 营收同比增长 14.1%, 增速高于 24 年全年的 9.7%。收入增速回升。其中, 来自京东集团的收入 324.6 亿, 同比增长 22.9%, 来自外部客户的收入 660.7 亿, 同比增长 10.2%。外部客户收入占比 67.1%, 较 24 年同期的 69.4% 略降。

可以看到, 京东集团收入占比增长较为强劲, 我们认为这主要得益于京东零售业务的持续发展 (Q2 京东零售收入同比增长 20.6%, 表现强劲); 此外, 公司 Q2 开始招募全职骑手并参与京东集团的外卖业务, 也贡献了一定的收入增量, 这使得 Q2 公司收入增速较 Q1 继续提升。

外部一体化供应链客户数量增速回升: 公司上半年外部一体化供应链客户的数量同比提升 14.5% 至 7.37 万名, 增速较 24 年同期的 5.9% 有所回升。单客平均收入 23.9 万元, 较去年同期基本持平。

毛利率略降, 主要系人员数目增加及外包服务增长: 公司上半年营业成本 779 亿元, 同比增长 15.2%, 增速略高于收入增速。其中租金成本、折旧摊销成本相对稳定, 员工薪酬和外包成本增速分别为 17.1% 和 19.2%, 增速高于收入增速。我们认为这与京东刚开始参与外卖业务, 前期人力投入较大有关。成本增长较快导致上半年公司毛利率略降, 由去年同期的 9.8% 降至今年的 9.0%。后续随着相关业务的规模效应逐步体现, 公司利润率有望回升。

技术创新实现降本增效, 海外布局提供新的增长点: 技术创新方面, 上半年公司自主研发的“智狼”货到人解决方案进入全国规模化复制应用新阶段, 帮助客户显著提升订单处理效率; 无人车在全国十多个省份累计投入数百台进行测试, 已实现站点与路区之间接驳运输环境的常态化运营, 降低了末端环节的运营成本。

海外布局方面, 25H1 公司海外仓已经覆盖全球 23 个国家和地区, 海外仓版图进一步扩张。25 年 6 月, 公司依托在沙特阿拉伯建立完善的物流网络, 推出自营快递品牌“JoyExpress”。公司通过复制和推广自身多年积累的仓储运营经验和一体化供应链能力, 为越来越多的海外客户提供优质高效的服务, 海外业务收入有望持续增长。

公司盈利预测及投资评级: 随着规模效应的逐步释放, 我们预计公司业绩持续向好。预测公司 25-27 年归母净利润 (标准报表口径, 非调整后) 分别为 68.5 亿、79.1 亿和 89.5 亿, 维持“推荐”评级。

风险提示: 外部客户拓展不及预期、行业政策出现重大变化、资本开支超预期、京东商城 GMV 增速不及预期等。

公司简介:

京东物流是中国领先的技术驱动的供应链解决方案及物流服务商, 以“技术驱动, 引领全球高效流通和可持续发展”为使命, 致力于成为全球最值得信赖的供应链基础设施服务商。

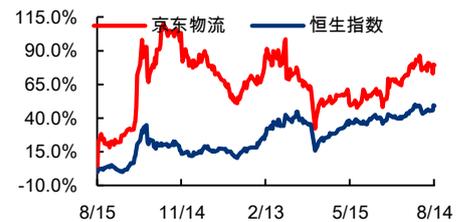
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (港元)	16.34-7.78
总市值 (亿港元)	928.07
流通市值 (亿港元)	928.07
总股本/流通股数 (万股)	664,808/664,808
A 股/B 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.211

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	166,624.7	182,837.6	203,837.6	218,627.0	233,810.7
增长率 (%)	21.27%	9.73%	11.49%	7.26%	6.95%
归母净利润 (百万元)	616.2	6,197.6	6,854.4	7,912.4	8,953.9
增长率 (%)	-144.11%	905.79%	10.60%	15.44%	13.16%
净资产收益率 (%)	1.28%	11.20%	11.02%	11.68%	12.10%
每股收益 (元)	0.09	0.94	1.03	1.19	1.35
PE	139.71	13.93	12.63	10.94	9.67
PB	1.79	1.56	1.39	1.28	1.17

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	56658	67740	71410	77508	84583	营业收入	166625	182838	203838	218627	233811
货币资金	17401	26148	26674	30451	35105	营业成本	153942	164139	182614	194876	207510
应收账款	14709	15745	17871	19167	20498	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	4999	5686	6115	6449	6827
预付款项	7445	11096	12009	12984	14021	管理费用	3353	3335	3669	3935	4209
存货	624	646	750	801	853	财务费用	-367	-432	-483	-716	-878
其他流动资产	8328	4411	4411	4411	4411	研发费用	3571	3571	3873	4154	4442
非流动资产合计	56243	50128	50263	50955	51477	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-252	51	0	0	0
固定资产	16060	16002	16924	17404	17355	投资净收益	16	9	10	11	12
无形资产	21163	19033	18463	18875	19826	加: 其他收益	727	1131	1261	1352	1446
其他非流动资产	11866	7344	6977	6628	6297	营业利润	1603	7706	9320	11292	13158
资产总计	112902	117868	121672	128464	136059	营业外收入	0	9	0	0	0
流动负债合计	39331	39712	36078	36709	37359	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	4620	4468	0	0	0	利润总额	1603	7716	9320	11292	13158
应付账款	8730	8568	9402	10033	10684	所得税	452	628	1398	2258	3026
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	1167	7088	7922	9034	10131
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	551	890	1068	1121	1177
非流动负债合计	18197	15189	14689	14189	13689	归属母公司净利润	616	6198	6854	7912	8954
长期借款	5345	2760	2260	1760	1260	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	57528	54901	50766	50898	51048	成长能力					
少数股东权益	7216	7647	8715	9836	11014	营业收入增长	21.27%	9.73%	11.49%	7.26%	6.95%
实收资本(或股本)	6608	6627	6644	6644	6644	营业利润增长	-296.89	380.74	20.94%	21.16%	16.52%
资本公积	41550	48693	48693	48693	48693	归属于母公司净利润增长	-144.11	905.79	10.60%	15.44%	13.16%
未分配利润	0	0	6854	12393	18661	获利能力					
归属母公司股东权益合计	48158	55320	62191	67730	73997	毛利率(%)	7.62%	10.23%	10.41%	10.86%	11.25%
负债和所有者权益	112902	117868	121672	128464	136059	净利率(%)	0.70%	3.88%	3.89%	4.13%	4.33%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润(%)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)					
						1.28%					
经营活动现金流	16352	20791	15188	17095	18889	偿债能力					
净利润	1167	7088	7922	9034	10131	资产负债率(%)	51%	47%	42%	40%	38%
折旧摊销	7419	9539	10068	10478	11417	流动比率	1.44	1.71	1.98	2.11	2.26
财务费用	-367	-432	-483	-716	-878	速动比率	1.42	1.69	1.96	2.09	2.24
应收帐款减少	226	-1036	-2126	-1297	-1331	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.52	1.58	1.70	1.75	1.77
投资活动现金流	16352	-840	-10193	-11160	-11927	应收账款周转率	11.24	12.01	12.13	11.81	11.79
公允价值变动收益	-252	51	0	0	0	应付账款周转率	18.69	21.14	22.69	22.50	22.57
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	9	10	11	12	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.94	1.03	1.19	1.35
筹资活动现金流	-5547	-11488	-4469	-2158	-2309	每股净现金流(最新摊薄)	-0.65	1.28	0.08	0.57	0.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.29	8.35	9.36	10.19	11.14
长期借款增加	237	-2585	-500	-500	-500	估值比率					
普通股增加	425	19	17	0	0	P/E	139.71	13.93	12.63	10.94	9.67
资本公积增加	1152	7143	0	0	0	P/B	1.79	1.56	1.39	1.28	1.17
现金净增加额	27157	8463	526	3777	4654	EV/EBITDA	14.58	6.85	5.85	5.08	4.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	港口行业专题报告: 从财务指标出发看港口分红提升潜力	2025-08-02
行业普通报告	快递 6 月数据点评: 业务量增速分化明显, 关注反内卷后续影响	2025-07-22
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评: 航司运力投放较为克制, 东航客座率逆势抬升	2025-07-17
行业普通报告	快递 5 月数据点评: 顺丰增速继续领跑, 价格竞争烈度维持较高水平	2025-06-23
行业普通报告	航空机场 5 月数据点评: 客座率维持高水平, 旺季弹性初步体现	2025-06-18
行业深度报告	交通运输行业 2025 年中期投资展望: 重视周期底部行业的价格弹性	2025-06-12
行业深度报告	快递 2025 年一季报综述: 价格战进入深水区, 行业盈利短期承压, 市场预期降至低位	2025-05-28
行业普通报告	快递 4 月数据点评: 通达系单价继续下探, 但“以价换量”效果或开始减退	2025-05-20
公司普通报告	京东物流 (02618.HK): 规模效应逐步显现, 盈利能力显著提升	2025-03-11
公司普通报告	京东物流 (02618.HK): 成本管控卓有成效, Q2 业绩超预期	2024-08-19

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 拥有证券投资研究经验, 2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心, 2019 年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526