

互联网	收盘价 港元 13.96	目标价 港元 18.50	潜在涨幅 +32.5%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 15 日

京东物流 (2618 HK)

前期投入带动外部一体化收入加速增长，预计下半年趋势持续

2 季度业绩基本符合预期，收入因承接集团外卖全职骑手配送超预期，利润符合预期。外部一体化业务收入同比增长显著。预计 3 季度收入同比增 20%，集团外卖业务对收入贡献约 6%，外部一体化保持快速增长趋势，客户数及单客平均收入均保持稳健增长，淘系接入亦对收入增长保持支撑。考虑公司承接集团外卖全职骑手配送业务，对短期利润影响有限，我们上调 2025 年收入预测 4%，维持全年利润中个位数增长的预期。维持目标价 18.50 港元及买入评级。

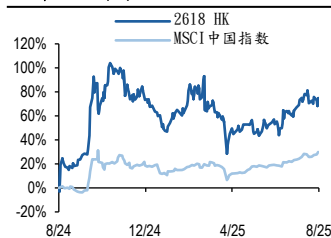
④ **2025 年 2 季度业绩：**收入同比增 17%至 516 亿元（人民币，下同），高于我们/彭博市场预期 5%/4%。毛利率同比下降 1.3 个百分点至 10.6%，随着业务量增长及资源投入前置，运营人员及外包服务需求等增加带动营业成本提升。调整后净利润 26 亿元，同比增 5%，基本符合我们/彭博市场预期，对应净利率 5%，同比下降 0.5 个百分点。

④ **2025 年 2 季度内部/外部一体化/其他外部收入**分别同比增 31%/18%/8%。内单快速增长主要受集团收入增长带动；外部一体化业务客户数和单客平均收入分别同比增 14%/3.5%。国际业务继续拓展，在沙特推出自营快递品牌 JoyExpress，截至 6 月底海外仓已覆盖 23 个国家和地区。

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)	7.78
市值 (百万港元)	92,807.20
日均成交量 (百万)	11.45
年初至今变化 (%)	9.06
200天平均价 (港元)	12.97

资料来源: FactSet

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	210,658	202,392	4.1%	228,222	217,278	5.0%	243,951	232,597	4.9%
内部收入	69,905	60,724	15.1%	75,758	63,761	18.8%	79,546	66,949	18.8%
外部一体化供应链	37,093	35,306	5.1%	40,802	38,130	7.0%	44,066	41,181	7.0%
其他外部客户	103,660	106,362	-2.5%	111,663	115,387	-3.2%	120,339	124,468	-3.3%
毛利润	20,990	21,104	-0.5%	23,064	22,843	1.0%	24,982	24,691	1.2%
毛利率	10.0%	10.4%	-0.5ppt	10.1%	10.5%	-0.4ppt	10.2%	10.6%	-0.4ppt
经调整运营利润	7,340	7,895	-7.0%	8,805	8,844	-0.4%	9,627	9,642	-0.2%
经调整运营利润率	3.5%	3.9%	-0.4ppt	3.9%	4.1%	-0.2ppt	3.9%	4.1%	-0.2ppt
经调整净利润	8,303	8,306	0.0%	8,952	8,978	-0.3%	9,633	9,640	-0.1%
经调整净利率	3.9%	4.1%	-0.2ppt	3.9%	4.1%	-0.2ppt	3.9%	4.1%	-0.2ppt

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

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。

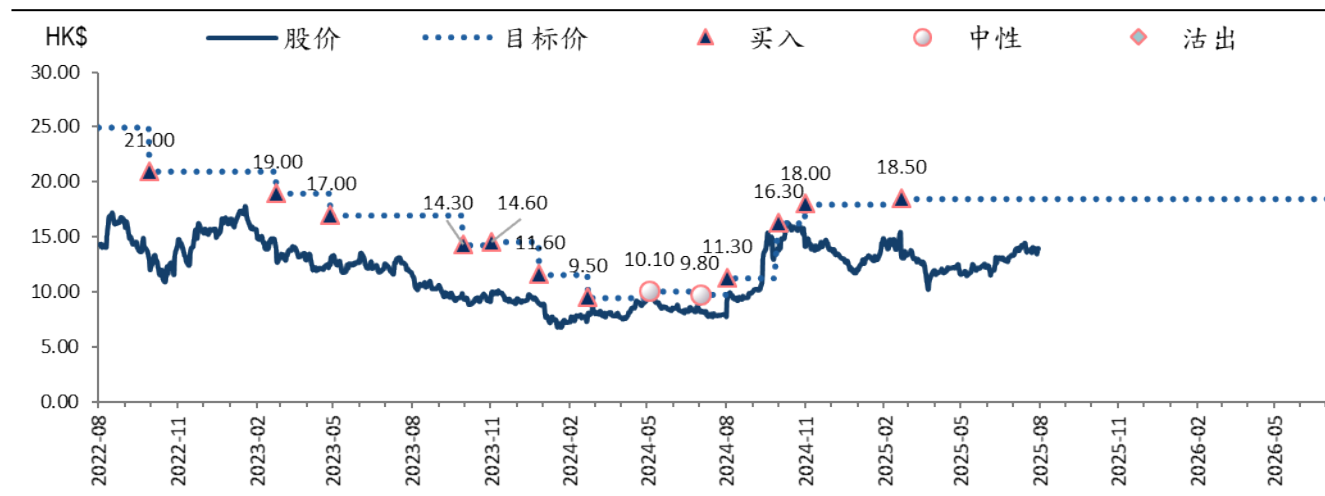
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 2 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 人民币百万	2Q24	1Q25	2Q25	环比(%)	同比(%)	交银国际预测	差异(%)
总收入	44,207	46,967	51,565	10	17	49,329	1
<u>彭博一致预期</u>			<u>49,790</u>				
内部收入	13,533	14,699	17,761	21	31	15,563	14
外部收入	30,674	32,268	33,804	5	10	33,766	1
-外部一体化供应链收入	7,766	8,501	9,145	8	18	8,542	1
-其他外部收入	22,909	23,766	24,658	4	8	25,224	-1
外部收入占比(%)	69.4	68.7	65.6			68.5	
收入成本	(38,955)	(43,580)	(46,086)	6	18	(43,545)	1
毛利润	5,253	3,387	5,479	62	4	5,784	-1
毛利润率(%)	11.9	7.2	10.6			11.7	
营销费用	(1,368)	(1,416)	(1,577)	11	15	(1,541)	1
研发费用	(881)	(893)	(1,006)	13	14	(905)	1
行政费用	(794)	(876)	(930)	6	17	(853)	1
占收入比重(%)							
营销费用	3.1	3.0	3.1			3.1	
研发费用	2.0	1.9	2.0			1.8	
行政费用	1.8	1.9	1.8			1.7	
运营费用	(3,042)	(3,184)	(3,512)	10	15	(3,299)	1
运营利润	2,211	203	1,967	869	-11	2,485	-2
调整后运营利润	2,252	257	2,084	711	-7	2,604	-2
调整后运营利润率(%)	5.1	0.5	4.0			5.3	
调整后净利润	2,456	751	2,588	244	5	2,565	1
<u>彭博一致预期</u>			<u>2,567</u>				
调整后净利润率(%)	5.6	1.6	5.0			5.2	

资料来源：公司资料，彭博，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	88.73	99.00	11.6%	2025 年 05 月 22 日	广告
772 HK	阅文集团	买入	35.82	39.00	8.9%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.52	30.00	17.6%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.05	8.30	3.1%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	270.20	240.00	-11.2%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.91	2.10	9.9%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	75.20	64.00	-14.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	51.01	60.00	17.6%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.82	26.00	9.2%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.58	40.00	26.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	114.74	135.00	17.7%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	122.28	165.00	34.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	34.98	15.60	-55.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.74	4.80	28.3%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.50	46.00	26.0%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.76	12.00	23.0%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.28	13.30	17.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	129.67	155.00	19.5%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	590.00	700.00	18.6%	2025 年 08 月 14 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	33.84	46.00	35.9%	2025 年 05 月 29 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.61	10.20	-12.1%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	124.40	165.00	32.6%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.48	21.00	13.6%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.96	18.50	32.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.81	13.50	-19.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.48	21.00	27.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.60	9.60	-29.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	487.20	591.00	21.3%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.69	25.50	29.5%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	53.10	64.00	20.5%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 14 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	210,658	228,222	243,951
主营业务成本	(153,942)	(164,139)	(189,668)	(205,159)	(218,968)
毛利	12,683	18,698	20,990	23,064	24,982
销售及管理费用	(8,352)	(9,022)	(9,974)	(10,409)	(11,228)
研发费用	(3,571)	(3,571)	(4,114)	(4,397)	(4,714)
经营利润	760	6,105	6,902	8,258	9,040
Non-GAAP标准下的经营利润	1,547	6,574	7,340	8,805	9,627
财务成本净额	(577)	(635)	(650)	(665)	(672)
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	2,457	1,993	2,000
税前利润	1,619	7,716	8,681	9,558	10,340
税费	(452)	(628)	(1,308)	(1,720)	(1,861)
非控股权益	(551)	(890)	(860)	(960)	(960)
净利润	616	6,198	6,513	6,877	7,519
作每股收益计算的净利润	616	6,198	6,513	6,877	7,519
Non-GAAP标准的净利润	2,761	7,917	8,303	8,952	9,633

资产负债表简表 (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	36,669	52,600	67,746
应收账款及票据	22,154	26,841	26,399	27,423	30,343
其他流动资产	17,297	15,087	15,943	17,103	18,361
总流动资产	56,658	67,740	79,011	97,126	116,450
物业、厂房及设备	16,060	16,002	16,017	15,629	14,801
其他有形资产	17,402	16,189	15,700	15,766	15,944
无形资产	10,652	10,053	9,437	8,827	8,212
合资企业/联营公司投资	175	181	178	180	179
长期应收收入	10,172	5,812	5,806	5,802	5,799
其他长期资产	1,782	1,890	1,757	1,767	1,810
总长期资产	56,243	50,128	48,895	47,971	46,744
总资产	112,902	117,868	127,907	145,098	163,194
应付账款	8,730	8,568	9,872	11,700	13,688
其他短期负债	30,602	31,144	30,057	33,809	38,056
总流动负债	39,331	39,712	39,929	45,509	51,744
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	12,483	13,524	14,456
总长期负债	18,197	15,189	14,077	15,118	16,050
总负债	57,528	54,901	54,006	60,627	67,794
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	48,157	55,319	66,252	76,823	87,752
股东权益	48,158	55,320	66,253	76,824	87,753
非控股权益	7,216	7,647	7,647	7,647	7,647
总权益	55,374	62,967	73,900	84,471	95,400

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	8,681	9,558	10,340
合资企业/联营公司收入调整	28	28	28	28	28
折旧及摊销	12,326	12,657	11,594	11,799	12,304
营运资本变动	762	90	3,599	2,832	1,295
利息调整	(367)	(432)	650	665	672
税费	452	628	1,308	1,720	1,861
其他经营活动现金流	612	(541)	(819)	(1,122)	(1,223)
经营活动现金流	15,431	20,145	25,041	25,479	25,277
资本开支	(5,332)	(5,181)	(5,440)	(5,507)	(5,721)
其他投资活动现金流	(9,768)	4,340	(967)	(1,068)	(1,172)
投资活动现金流	(15,099)	(840)	(6,406)	(6,575)	(6,893)
负债净变动	3,460	(2,354)	(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)	(9,133)	(3,119)	(2,813)	(3,061)
融资活动现金流	(5,547)	(11,488)	(7,588)	(2,813)	(3,061)
汇率收益/损失	6	142	74	108	91
年初现金	21,495	17,207	25,812	36,669	52,600
年末现金	17,207	25,812	36,669	52,600	67,746

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	1.019	1.068	1.158
全面摊薄每股收益	0.098	0.977	1.019	1.068	1.158
Non-GAAP标准下的每股收益	0.440	1.248	1.299	1.390	1.484
每股账面值	7.675	8.723	10.365	11.925	13.517
利润率分析(%)					
毛利率	7.6	10.2	10.0	10.1	10.2
EBITDA利润率	7.9	10.3	8.8	8.8	8.7
EBIT利润率	0.5	3.3	3.3	3.6	3.7
净利率	0.4	3.4	3.1	3.0	3.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	7.6	10.2	10.0	10.1	10.2
EBITDA利润率	8.3	10.5	9.0	9.0	9.0
经营利润率	0.9	3.6	3.5	3.9	3.9
净利率	1.7	4.3	3.9	3.9	3.9
盈利能力(%)					
ROA	2.5	6.9	6.8	6.6	6.2
ROE	24.1	31.7	27.0	25.3	23.7
ROIC	1.4	9.5	8.6	8.6	8.2
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	29.9	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	21.1	19.2	17.7	19.2	21.2

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。