

港股公司 | 公司深度 | 京东物流 (02618)

盈利能力持续改善，一体化供应链龙头进阶



报告要点

公司前身为京东集团的物流部门，逐渐成长为领先的一体化供应链物流服务商。京东集团为公司控股股东，刘强东先生为实际控制人。2023年4月，公司开启新一轮组织架构调整后，降本增效效果显著，盈利水平持续提高。2024Q3营业收入443.96亿元，同比+6.6%；归母净利润22.05亿元，同比+928.8%；归母净利率5.0%，同比+4.5pcts。鉴于公司一体化供应链业务厚积薄发，快递快运业务发展势头良好，持续降本增效，盈利水平有望不断提高。综合绝对估值与相对估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



李蔚



李天琛

SAC: S0590522120002

京东物流(02618)

盈利能力持续改善，一体化供应链龙头进阶

行业： 交通运输/物流
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 13.00 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 6,627/6,627
 流通市值(百万港元) 86,155.96
 每股净资产(元) 8.40
 资产负债率(%) 47.72
 一年内最高/最低(港元) 16.84/6.90

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 领先的一体化供应链服务商

公司前身为京东集团的物流部门，逐渐成长为领先的一体化供应链物流服务商。京东集团为公司控股股东，刘强东先生为实际控制人。2023年4月，公司开启新一轮组织架构调整，盈利水平持续提高。2024Q3 毛利率为 11.7%，相比于2023Q1+7.3pcts。公司降本增效效果逐步显现，2024Q3 营业收入 443.96 亿元，同比+6.6%；归母净利润 22.05 亿元，同比+928.8%；归母净利率 5.0%，同比+4.5pcts。

➤ 一体化供应链：厚积薄发，稳扎稳打

公司深耕一体化供应链行业，软硬实力兼备。2023 年全球合同物流（一体化供应链）行业市场规模超 2 万亿人民币，行业集中度较低，公司市场份额（约 3.8%）位居前列。中国为全球最大的合同物流市场之一，占 2023 年全球市场规模 17.3%。2023-2028 年中国市场规模复合增速预计为 6.7%，高于亚太和全球增速。2024 年前三季度，公司外部一体化供应链收入 232.6 亿元，同比+2.2%，占一体化供应链收入比重 37.2%。其中，2024Q3 外部一体化供应链客户数量 5.9 万名，同比+9.4%。

➤ 快递快运业务：增长引擎，以质取胜

快递快运收入成为公司收入高增的主要驱动力，公司服务品质和品牌影响力行业领先。快递行业业务量高增，2024 年 1-10 月，快递业务量 1,400.8 亿件，同比+33.2%。根据国家邮政局统计，京东快递服务客户满意度持续位居行业第一梯队。此外，直营快运市场规模预计到 2027 年将达 824 亿元，2022-2027 年复合增长率 8.9%。我们测算 2024Q3 京东快递快运业务收入为 138.8 亿元，同比+12.8%。

➤ 盈利水平有望持续提高，给予“买入”评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 1,839.6、2,023.7、2,204.8 亿元，同比+10.4%、+10.0%、+9.0%，3 年 CAGR 为 9.8%；归母净利润为 61.5、79.0、90.9 亿元，同比+898.6%、+28.3%、+15.1%，3 年 CAGR 为 145.2%；EPS 为 0.93、1.19、1.37 元/股。绝对估值法测得公司每股价值 16.91 元，可比公司 2025 年平均 PE12 倍，鉴于公司一体化供应链业务厚积薄发以及快递快运业务快速发展，同时持续降本增效，盈利水平有望不断提高，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速不及预期；行业价格竞争加剧；资源整合进度不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	137402	166625	183961	202365	220479
增长率(%)	31.24%	21.27%	10.40%	10.00%	8.95%
EBITDA(百万元)	9479	13579	14881	17716	19952
归母净利润(百万元)	-1397	616	6153	7896	9087
增长率(%)	91.18%	144.11%	898.61%	28.32%	15.09%
EPS(元/股)	-0.21	0.09	0.93	1.19	1.37
市盈率(P/E)	-56.8	128.7	12.9	10.0	8.7
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	0.4	0.6	0.3	-0.1	-0.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2025 年 02 月 05 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司新一轮组织变革引领，持续开放扩规模，降本增效放利润。快递快运业务协同德邦、跨越，优势互补，规模快速增长；一体化供应链业务厚积薄发，稳扎稳打，构筑长期增长基础。

核心假设

- 一体化供应链业务：2024-2026 年，我们预计相关业务收入为 853.3、907.0、962.5 亿元，同比+4.7%、+6.3%、+6.1%。其中来自京东集团收入为 523.5、553.8、584.3 亿元，同比+4.6%、+5.8%、+5.5%；外部一体化供应链客户收入为 329.8、353.2、378.3 亿元，同比+5.0%、+7.1%、+7.1%。
- 其他客户（快递快运）业务：2024-2026 年，我们预计相关业务收入为 986.3、1,116.7、1,242.3 亿元，同比+15.8%、+13.2%、+11.2%。其中京东快递快运收入为 586.8、674.8、755.8 亿元，同比+20.0%、+15.0%、+12.0%；德邦股份收入为 399.5、441.9、486.5 亿元，同比+10.2%、+10.6%、+10.1%。
- 营业成本与毛利方面：2024-2026 年，我们预计营业成本为 1,628.9、1,780.6、1,937.1 亿元，同比+5.8%、+9.3%、+15.3%；毛利为 210.7、243.0、267.7 亿元，同比+66.1%、+15.4%、+10.2%；毛利率为 11.5%、12.0%、12.1%。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 1,839.6、2,023.7、2,204.8 亿元，同比+10.4%、+10.0%、+9.0%，3 年 CAGR 为 9.8%；预计公司归母净利润为 61.5、79.0、90.9 亿元，同比+898.6%、+28.3%、+15.1%，3 年 CAGR 为 145.2%；EPS 为 0.93、1.19、1.37 元/股。绝对估值法测得公司每股价值为 16.86 元，鉴于公司一体化供应链业务厚积薄发以及快递快运业务快速发展，同时持续降本增效，盈利水平有望不断提高，参考可比公司 2025 年平均 PE 12 倍，我们给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 16.66 元（约 18.05 港元，港元兑人民币汇率 0.9230），首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司快递快运业务协同德邦和跨越，优势互补，业务高速发展，同时降本增效进行时，营收和利润规模有望保持较快增长；
- 长期来看，公司持续发力一体化供应链业务，走在一条难而正确的路上，基于公司完善的物流基础设施布局，结合行业理解和技术赋能，有望奠定长期增长的基础。

正文目录

1. 公司介绍：领先的一体化供应链服务商	6
1.1 商流赋能物流产品丰富	6
1.2 组织架构持续优化调整	8
1.3 降本增利效果逐步显现	9
2. 一体化供应链：厚积薄发，稳扎稳打	11
2.1 行业：万亿市场规模，竞争格局分散	12
2.2 优势：行业知识丰富，软硬实力兼备	16
3. 快递快运业务：增长引擎，以质取胜	19
3.1 快递：件量增速有望维持，公司服务品质领先	20
3.2 快运：市场规模增速可期，协同德邦降本增效	22
4. 盈利预测、估值与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	7
图表 3：公司主要物流服务产品	7
图表 4：公司组织架构调整历程	8
图表 5：2021-2024Q3 公司单季度毛利率	9
图表 6：2018-2024 前三季度公司营业收入（亿元）	10
图表 7：2018-2024 前三季度公司营业收入结构	10
图表 8：2018-2024 前三季度公司内外部客户收入占比	10
图表 9：2018-2024 前三季度公司营业成本（亿元）	10
图表 10：2018-2024 前三季度公司毛利（亿元）&毛利率	11
图表 11：2018-2024 前三季度公司归母净利润（亿元）	11
图表 12：2018-2024 前三季度公司非国际准则利润（亿元）	11
图表 13：2018-2024 前三季度经营活动现金流（亿元）	11
图表 14：一体化供应链服务图示	12
图表 15：2023 年全球主要合同物流公司市场份额	12
图表 16：2021-2023 年全球主要合同物流公司合计市占率	12
图表 17：合同物流（一体化供应链）企业发展路径	13
图表 18：2018-2023 年亚太地区合同物流市场规模（亿欧元）	14
图表 19：2023 年亚太地区合同物流市场规模 Top5	14
图表 20：2024-2028 年全球&亚太&中国合同物流市场规模及增速预测	14
图表 21：2018-2023 年 DHL Supply chain 营业收入	15
图表 22：2018-2023 年 DHL Supply chain EBIT	15
图表 23：2023 年 DHL Supply chain 营收区域结构比较	15
图表 24：2021-2023 年代表合同物流公司利润率比较	15

图表 25:	DHL 可以为不同行业不同收入规模客户提供丰富物流服务	16
图表 26:	DHL 多项全物流过程中重点应用的技术	16
图表 27:	公司消费品行业解决方案	17
图表 28:	2018-2023 前三季度公司研发费用 (亿元)	18
图表 29:	公司获得技术荣誉	18
图表 30:	公司物流科技产品矩阵	18
图表 31:	2018-2024 前三季度公司外部一体化供应链客户收入 (亿元)	19
图表 32:	2018-2024 前三季度公司外部客户占一体化供应链收入比重	19
图表 33:	2021-2024Q3 公司外部一体化供应链客户数量	19
图表 34:	2021-2024Q3 公司外部一体化供应链单客收入	19
图表 35:	2022-2024Q3 公司京东快递快运收入 (亿元)	20
图表 36:	2022Q3-2024Q3 德邦股份收入 (亿元)	20
图表 37:	2023-2024 年 10 月快递业务量 (亿件)	20
图表 38:	2023-2024 年 10 月快递行业集中度 (%)	20
图表 39:	2019-2026 (预测) 直播电商市场规模 (万亿)	21
图表 40:	2019-2023 直播电商&网上零售增速及其占比	21
图表 41:	2024 年十大最强物流品牌	21
图表 42:	京东快递通达全球近 80 个国家和地区	22
图表 43:	2018-2027 年 (预测) 中国全网快运市场规模 (亿元)	23
图表 44:	2018-2022 年中国家电网购市场规模&增速&渗透率	23
图表 45:	2018-2022 年中国家具网购市场规模&增速&渗透率	23
图表 46:	2022 年我国家电市场零售商占比情况	24
图表 47:	2019-2023 年京东平台电子及家电商品收入情况	24
图表 48:	京东快运产品介绍-“特快重货”(上) & “整车直达”(下)	24
图表 49:	2022Q1-2024Q3 公司外包成本&营业成本&快递快运业务收入增速比较	25
图表 50:	2024-2026 年公司主要业务业绩 (亿元) 测算	26
图表 51:	DCF 估值法 (百万元)	27
图表 52:	可比公司估值指标比较	27

1. 公司介绍：领先的一体化供应链服务商

京东物流股份有限公司（以下简称“公司”）定位为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，坚持“体验为本、技术驱动、效率制胜”核心发展战略，致力于成为全球最值得信赖的供应链基础设施服务商。

1.1 商流赋能物流产品丰富

公司前身为京东集团的物流部门，逐渐成长为领先的一体化供应链物流服务商。2007年，公司前身的京东集团物流部门成立；2017年，公司成为独立经营的物流集团公司，并为外部客户提供服务；2021年，公司在港交所上市（股票代码：2618.HK）。

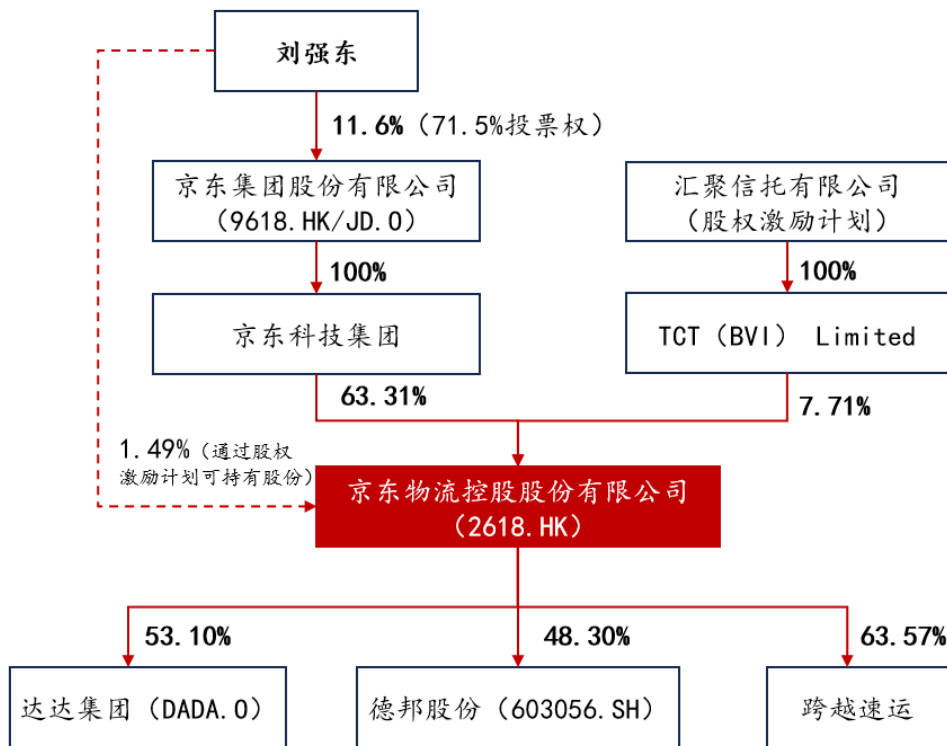
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

京东集团为公司控股股东，刘强东先生为实际控制人。截至2024年6月30日，公司控股股东京东集团通过京东科技集团持有公司63.31%股份，刘强东先生则持有公司控股股东京东集团11.6%股份（71.5%投票权），为公司实际控制人。此外，股权激励计划受托人汇聚信托有限公司通过信托计划持有公司7.71%股份。

图表2：公司股权结构（截至2024年6月30日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司自带电商基因，基于更深的商流理解，面对企业客户（B端）和个人客户（C端），针对不同业务场景，提供丰富的物流服务和产品，主要的服务有仓配服务、快递快运服务、大件服务、冷链服务以及跨境服务。

图表3：公司主要物流服务产品



资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 组织架构持续优化调整

公司以效率和服务为导向，持续调整组织架构，保持组织生命力和战斗力。

2018年，公司进行了史上最大规模的组织升级，形成“1844”的业务体系。此次组织架构调整开始把更多的经营目标下放到产品条线，通过强化产品的能力去强化经营，为公司创造更大营收规模。同时2018年底，公司在集团中率先试行Big Boss机制创新，将权力下放到一线团队，让基层组织能够自主决策。

2020年初，公司的核心战略升级为“体验为本、技术驱动、效率制胜”，随着战略的升级，组织架构由“1844”升级为“6118”，即1个中台升级为6个中台职能，强化中台的专业性能力；“11”包括7个产品、3个技术业务和1个国际业务，“8”仍然是7个区域和KA及销售发展部。同年8月，公司以全员信的形式宣布了新一轮组织架构调整：“梦想787”，即全国7大区域、8个前台和7个中后台。

2023年4月，公司组织架构进一步调整，成立供应链、快递、快运、国际业务等四大独立事业部。具体分为两个方面，总部层面，推行事业部制，成立供应链、快递、快运、国际业务等四大独立事业部，销售、产品、运营等职能部门并入以上事业部，与业务之间不再需要跨部门沟通。在区域层面，取消原有7大区域划分，将省区作为具体的经营单元，省区负责人将拥有更大经营决策、管理、人事任免等权利，直接向总部相关事业部负责人汇报。调整后，预计管理更加扁平，经营效率有望得到提升。

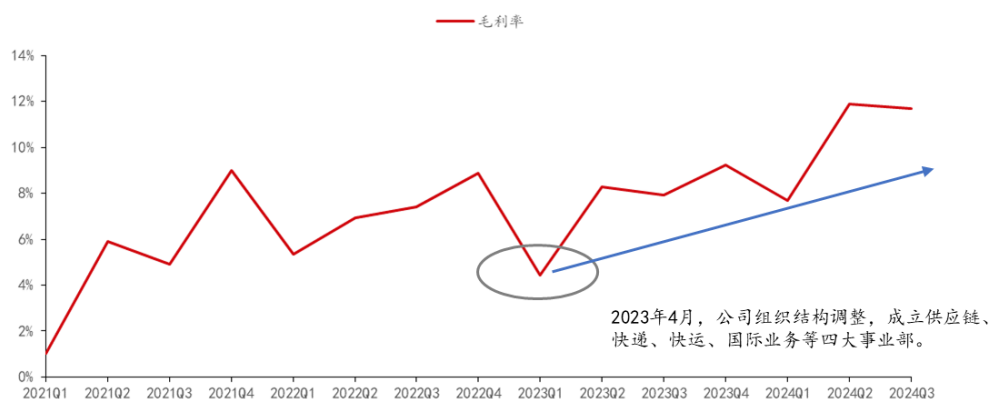
图表4：公司组织架构调整历程



资料来源：公司官网、物流沙龙微信公众号，国联证券研究所整理

2023年4月，公司开启新一轮组织架构调整后，盈利水平持续提高。2023Q2 毛利率为 8.3%，环比 2023Q1+3.8pcts；2024Q3 毛利率为 11.7%，相比于 2023Q1+7.3pcts。

图表5：2021-2024Q3 公司单季度毛利率

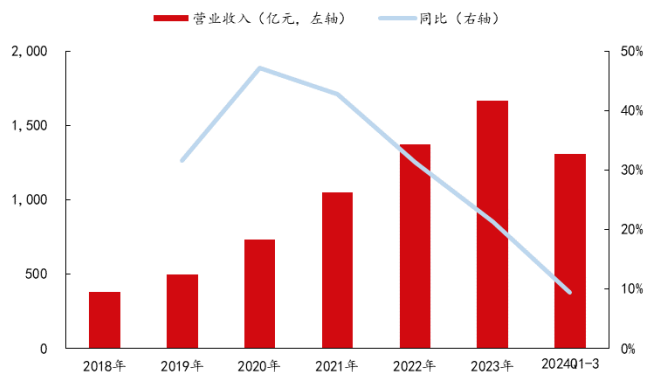


资料来源：公司公告，国联证券研究所

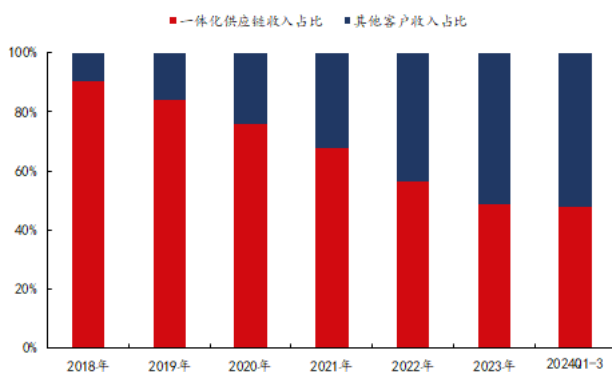
1.3 降本增利效果逐步显现

公司实现一体化供应链业务和快递快运业务双轮驱动，来自外部客户收入超 7 成。2024Q3 公司营业收入 443.96 亿元，同比+6.6%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 1307.4 亿元，同比+9.5%。其中，一体化供应链客户和其他客户（快递快运客户）收入占比分别为 48%、52%，二者占比基本保持平衡；来自京东集团和外部客户收入占比分别为 30%、70%，收入主要来自外部客户。

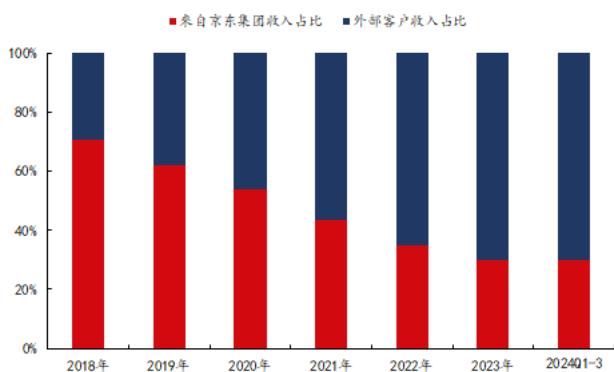
公司在拓展收入规模的同时，成本管控方面也成效显著。2024 年前三季度，公司营业成本 1170.6 亿元，同比+5.4%，低于营收增速（9.5%）4.1pcts。

图表6：2018-2024 前三季度公司营业收入（亿元）


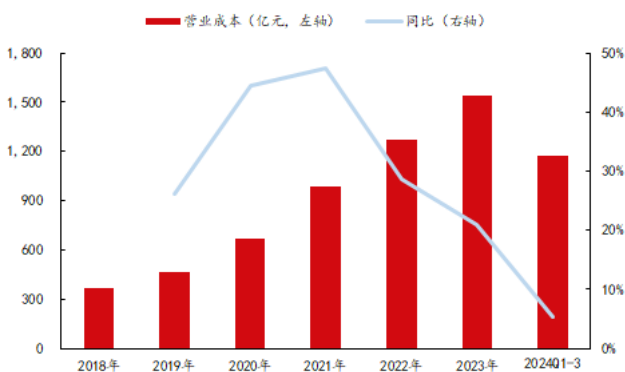
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表7：2018-2024 前三季度公司营业收入结构


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表8：2018-2024 前三季度公司内外部客户收入占比


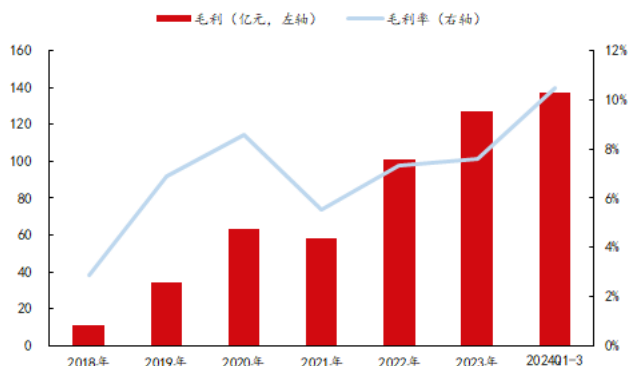
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：2018-2024 前三季度公司营业成本（亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

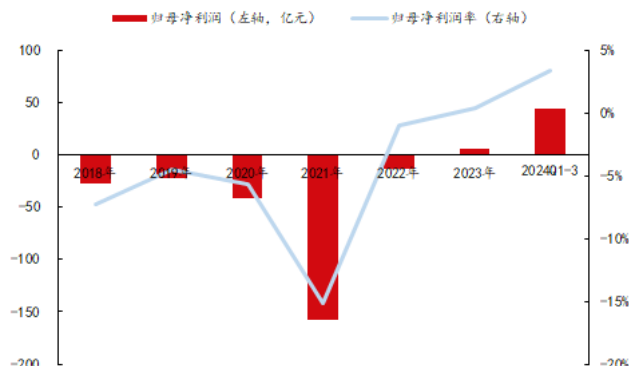
公司增收降本效果显著，盈利能力和现金流持续改善。2024Q3，公司归母净利润 22.05 亿元，同比+928.8%；归母净利率 5.0%，同比+4.5pcts，环比+0.4pcts。2024 年前三季度，公司实现毛利、归母净利润、非国际会计准则利润分别为 136.8、44.7、56.9 亿元，毛利率、归母净利率、非国际准则利润率分别为 10.5%、3.4%、4.4%，相比 2023 年分别+2.9pcts、+3.0pcts、+2.7pcts，公司盈利能力持续提高。同时，2024 年前三季度，公司经营活动现金流量净额 135.8 亿元，同比+35.8%，现金流持续改善。（注：非国际会计准则利润为期间（税后）利润对股份支付、无形资产摊销、金融资产公允价值变动进行调整后的结果）

图表10：2018-2024 前三季度公司毛利（亿元）&毛利率



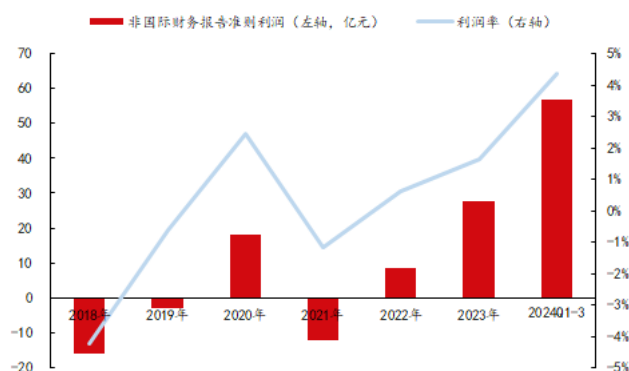
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：2018-2024 前三季度公司归母净利润（亿元）



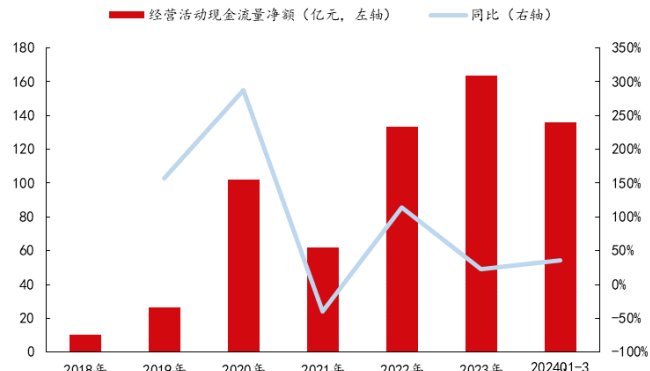
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12：2018-2024 前三季度公司非国际准则利润（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表13：2018-2024 前三季度经营活动现金流（亿元）

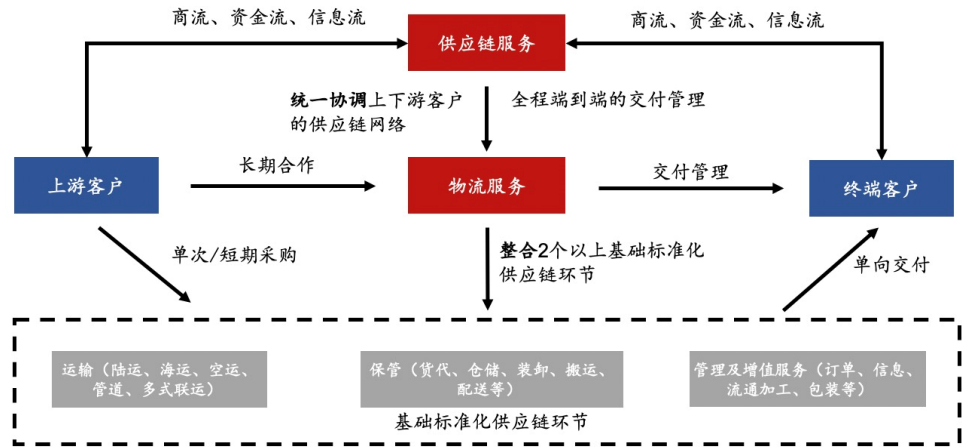


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 一体化供应链：厚积薄发，稳扎稳打

一体化供应链业务是公司核心业务之一。我们认为，一体化供应链服务商聚焦细分行业，利用自身专业知识和运营能力，通过自有物流设施和网络以及整合社会物流资源，为客户提供端到端物流服务。而合同物流是其常见的业务模式。下文为方便理解和进行量化测算，一体化供应链（Integrated Supply Chain）、端到端物流（End to End Logistics）、合同物流（Contract Logistics）均代表相同含义。

图表14：一体化供应链服务图示

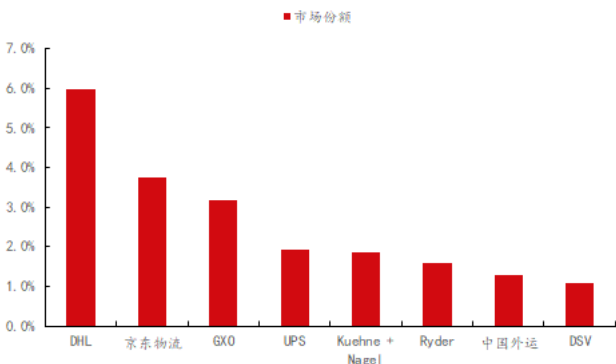


资料来源：国联证券研究所整理

2.1 行业：万亿市场规模，竞争格局分散

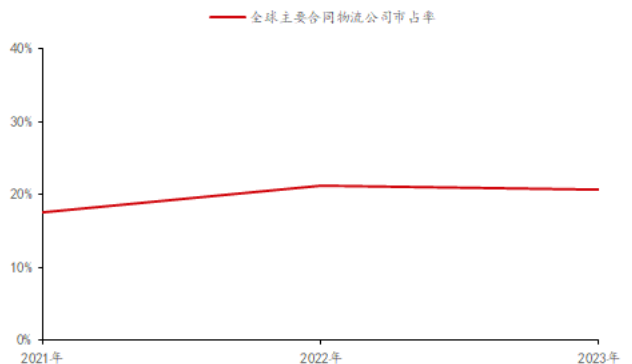
2023 年全球合同物流市场规模超 2 万亿人民币，公司市场份额位居前列，但行业集中度较低，竞争格局总体较为分散。2023 年，全球合同物流市场规模达 2,839.8 亿欧元（超 2 万亿人民币），同比+3.5%。我们选择全球代表性的物流公司，测算行业集中度。2023 年，DHL、京东物流、GXO、UPS、Kuehne+Nagel、Ryder、中国外运、DSV 合同物流业务市占率分别为 6.0%、3.8%、3.2%、1.9%、1.9%、1.6%、1.3%、1.1%，合计 20.6%；而 2021、2022 年合计市占率分别为 17.6%、21.1%，行业集中度较低。

图表15：2023 年全球主要合同物流公司市场份额



资料来源：Ti Research, 各公司公告, Wind, 国家外汇管理局, 国联证券研究所注: DHL、Kuehne + Nagel、Ryder、DSV 选择 Supply chain Solution 业务收入; UPS 选择其 Logistics 业务收入; GXO 为公司整体收入、中国外运选择合同物流业务分部收入; 京东物流选择一体化供应链物流收入 (含京东集团); 收入均以美元计算。

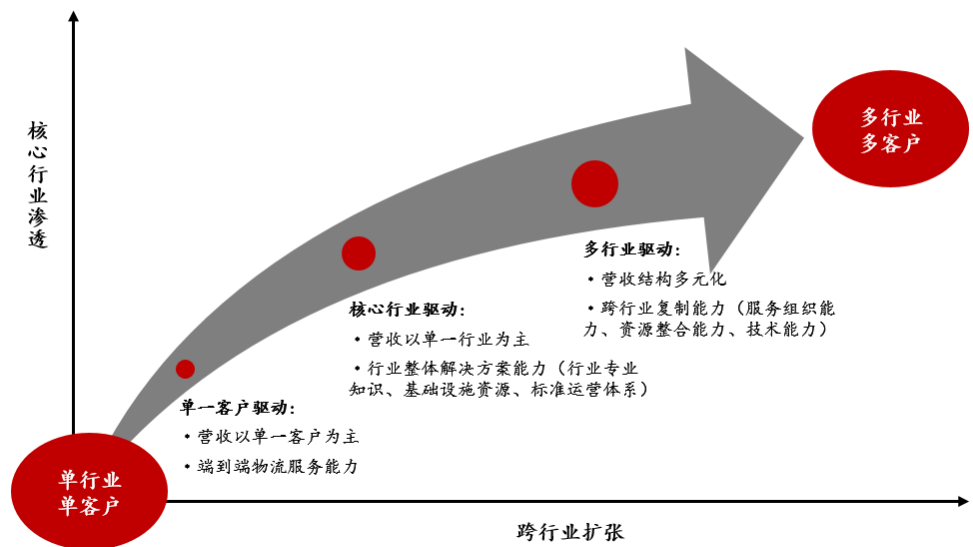
图表16：2021-2023 年全球主要合同物流公司合计市占率



资料来源：Ti Research, 各公司公告, Wind, 国家外汇管理局, 国联证券研究所注: DHL、Kuehne + Nagel、Ryder、DSV 选择 Supply chain Solution 业务收入; UPS 选择其 Logistics 业务收入; GXO 为公司整体收入、中国外运选择合同物流业务分部收入; 京东物流选择一体化供应链物流收入 (含京东集团); 收入均以美元计算。

客户开发的长期性和不同行业专业知识 (Know-how) 的壁垒或是导致合同物流行业格局较为分散的主要原因, 但也是合同物流 (一体化供应链) 企业的核心竞争优势。我们认为, 合同物流企业发展一般要经历单一客户驱动、核心行业驱动以及多行业驱动的过程, 不同阶段需要的核心能力不同, 但是都要以核心行业的核心客户和该行业的 know-how 为基础。

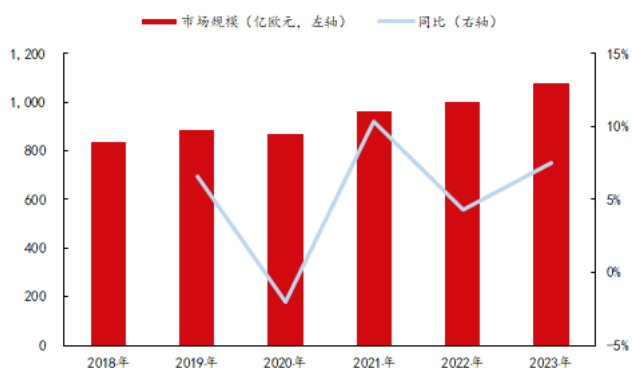
图表17: 合同物流 (一体化供应链) 企业发展路径



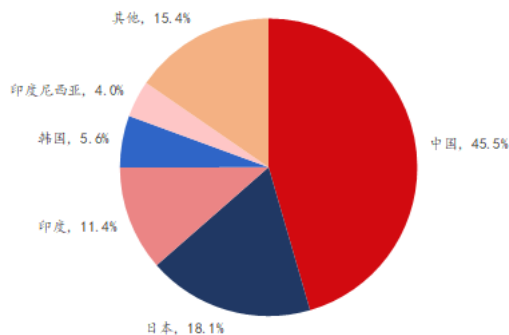
资料来源: 罗戈研究院, 国联证券研究所整理

中国为全球最大的合同物流市场之一, 占 2023 年全球合同物流市场规模的 17.3%。2023 年亚太区域合同物流市场规模达 1,077 亿欧元, 同比+7.5%, 占全球合同物流市场规模的 37.9%, 是全球市场规模最大的区域。其中, 中国合同物流市场规模达 490 亿欧元, 为亚太地区最大的市场, 占比 45.5%; 占全球合同物流市场规模的 17.3%。

中国合同物流市场规模 2023-2028 年复合增速预计为 6.7%, 高于亚太和全球增速。根据 TI Research 预测, 2024 年, 全球、亚太及中国合同物流市场规模分别达到 2,960、1,154、534 亿欧元, 同比分别+4.2%、+7.1%、+9.0%; 预测到 2028 年三者的合同物流市场规模分别达到 3,479、1,465、676 亿欧元, 2023-2028 年复合增速分别为 4.1%、6.3%、6.7%。

图表18：2018-2023年亚太地区合同物流市场规模（亿欧元）


资料来源：Ti Research, 国联证券研究所

图表19：2023年亚太地区合同物流市场规模 Top5


资料来源：Ti Research, 国联证券研究所

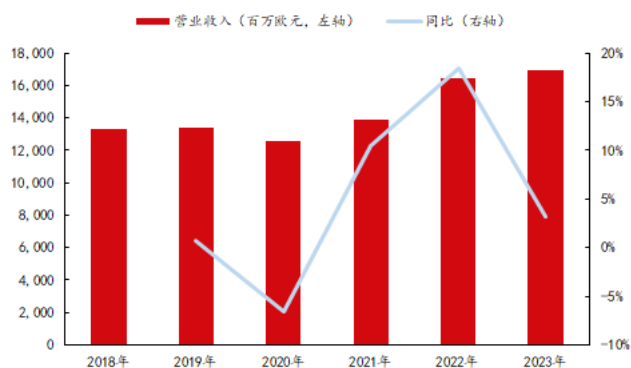
图表20：2024-2028年全球&亚太&中国合同物流市场规模及增速预测

市场规模 (亿欧元) 预测及增速	全球	亚太	中国
2023A	2,840	1,077	490
2024E	2,960	1,154	534
YoY	4.2%	7.1%	9.0%
2028E	3,479	1,465	676
2023-2028 CAGR	4.1%	6.3%	6.7%

资料来源：Ti Research, 国联证券研究所

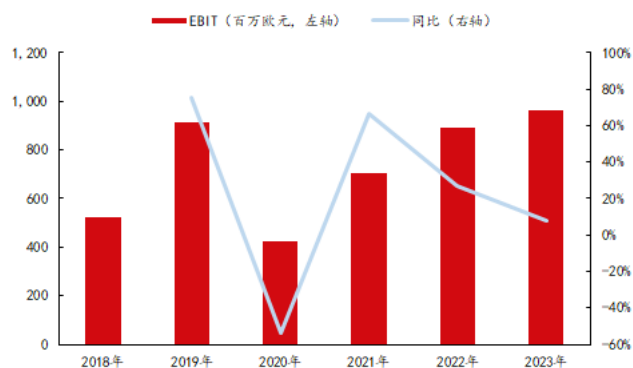
我们以 DHL Supply Chain 为例，看当前合同物流发展趋势和必要核心竞争优势。2023 年，DHL Supply Chain 实现营业收入 169.58 亿欧元，同比+3.2%；实现 EBIT 9.61 亿欧元，同比+7.6%。从营收区域结构看，DHL 欧洲和北美区域营收占比分别为 44%、42%，全球化布局较为领先且更加均衡；从盈利水平上看，DHL 位居前列，再考虑到收入规模的不同，DHL 的综合盈利能力更为领先。

图表21：2018–2023年 DHL Supply chain 营业收入



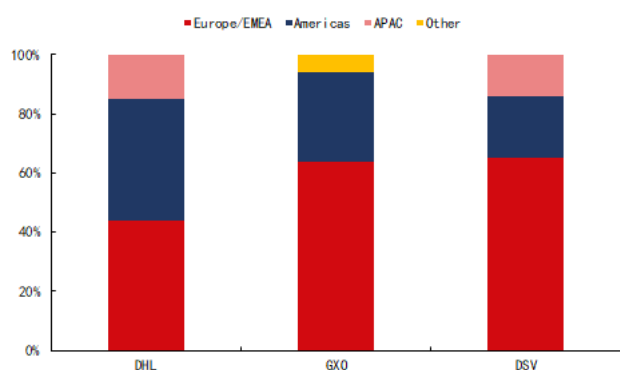
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：2018–2023年 DHL Supply chain EBIT



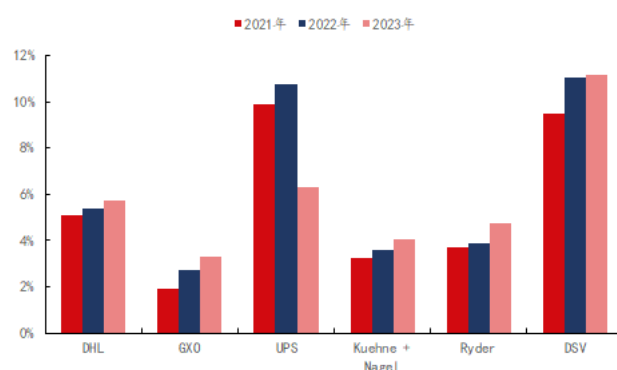
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：2023年 DHL Supply chain 营收区域结构比较



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表24：2021–2023年代表合同物流公司利润率比较



资料来源：公司公告，国联证券研究所 注：Ryder 利润率是以 EBIT 占总收入的百分比计算；UPS 利润率指的是公司的供应链和货运部门

满足不同行业客户全流程的物流履约需求和重视技术应用是 DHL Supply chain 处于全球合同物流行业领先地位的重要原因。DHL Supply chain 针对所有垂直行业领域的客户需求，以及不同收入规模客户群体的全渠道 (omni-channel) 履约需求，提供不同的战略解决方案。

图表25: DHL 可以为不同行业不同收入规模客户提供丰富物流服务

	e-Commerce incl. returns	Service Logistics	Lead Logistics Provider	Packaging	Real Estate Solutions	Transport	Warehousing
Retail							
Consumer	State of the Art omni-channel and e-fulfillment solutions incl. returns management	Delivery within 2-4 hours in an unrivalled worldwide network for global aftermarket services of critical parts e.g. for medical devices	Management and optimization of the entire or significant parts of customers' supply chains	Tailored design and execution of packaging services	Design, development and management of logistics real estate in strategic locations	Domestic distribution building upon the largest collection of domestic transport capabilities in the industry as well as x-border transport	Providing best-in-class dedicated or shared warehousing operations
Auto-Mobility							
Life Science & Healthcare							
Technology							
Engineering & Manufacturing							

	SMALL Fast growing customers	MEDIUM Sized multi-country customers, internationalizing further	LARGE Established multi-national customers
Customer Segment			
Customer Examples	GIRAY, DEK•BED, BALR., Stooov, iBOOD	carhartt, SAGE, JOCKEY	IKEA, L'ORÉAL, adidas
Solution portfolio	Omni-channel solutions DHL Fulfillment Networks Dedicated Fulfillment Returns-management		

资料来源: DHL 业绩推介材料, 国联证券研究所

此外, DHL 十分重视数字化工具和自动化技术的应用。例如, DHL 针对全物流过程中, 使用 12 项的集成数字化和 6 项机械自动化技术, 以提高效率和最大化效益。

图表26: DHL 多项全物流过程中重点应用的技术

Assisted Picking Robots	(un)Loading Technologies	Intelligent Process Automation	Packing Technologies	Smart Operations	Supporting Robots
Goods-to-Person Robots	AI & Data Analytics	Sortation Technologies	Indoor Robotic Transport	Wearable Devices	Asset Tracking & Monitoring
Automated Order Picking	Automated Storage & Retrieval System	Packing/Labeling automation	Mechanized Sortation	Mechanized (Un)Loading	Powered conveyors

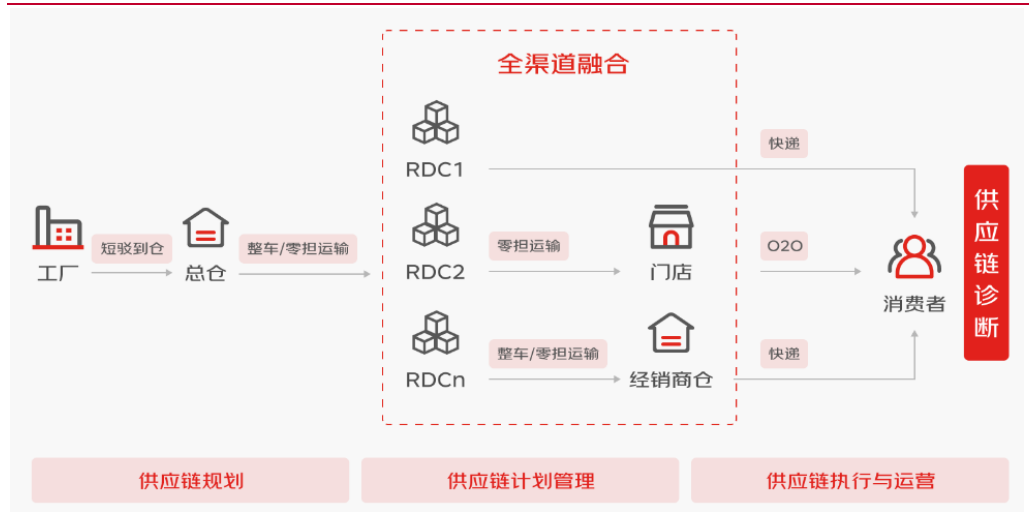
资料来源: DHL 业绩推介材料, 国联证券研究所

2.2 优势: 行业知识丰富, 软硬实力兼备

公司聚焦快速消费品、服装、家电家具、3C、汽车、生鲜等行业, 为行业客户提供特定的一体化供应链解决方案和服务产品。以消费品行业为例, 公司提供面向行业的多

渠道多场景的一体化供应链服务，包括线上多渠道仓配一体，线下多场景配送、BC 同仓等基础物流解决方案，以及匹配物流效率最大化的仓网布局规划、库存规划、供应链数字化。

图表27：公司消费品行业解决方案



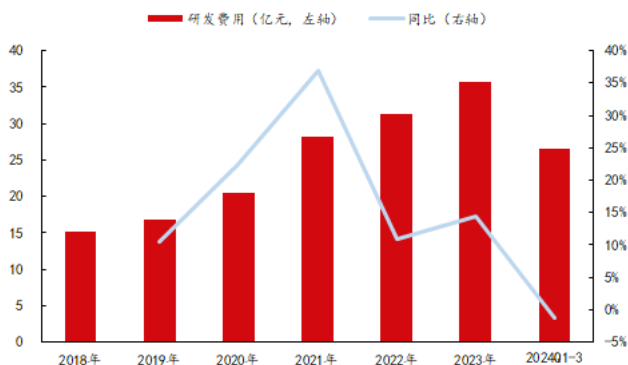
资料来源：公司官网，国联证券研究所

我们认为，在一体化供应链行业，公司具备硬件和软件的多方面竞争优势。

高度协同的物流设施网络是硬件基础。公司拥有包括仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链网络和跨境网络的高度协同的六大网络，构成了公司对外提供优质供应链解决方案和物流服务的重要基石。截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有超 3,600 个仓库，其中第三方运营的云仓数量超过 2,000 个，管理面积超 3,200 万平方米。截至 2024 年上半年，公司在全球拥有近 100 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，管理面积近 100 万平方米。2024 年 10 月 15 日，公司官宣计划至 2025 年底全球海外仓面积将实现超 100% 增长，同时进一步布局建设保税仓、直邮仓。

持续优化的物流产品技术是软件支持。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已获得授权的专利和软件超过 4,000 项，其中涉及自动化技术和无人技术的专利数量超过 2,000 项。2024 年前三季度，公司科技研发投入 26.6 亿元，同比-1.3%。公司经过多年技术沉淀，共筑性能强大、安全、稳定的物流科技产品矩阵。公司在前沿供应链科技的加持下持续提升效率，打造数智化的一体化供应链服务能力。

图表28：2018-2023 前三季度公司研发费用（亿元）



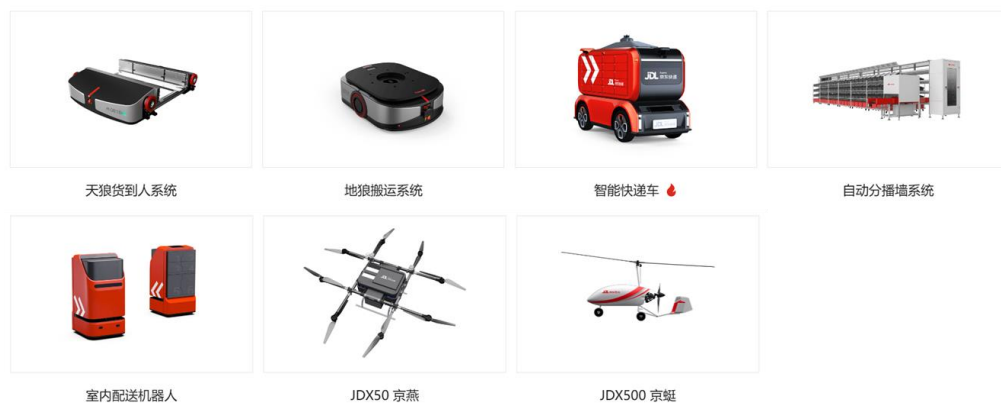
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：公司获得技术荣誉

- 2022年 工业和信息化部区块链典型应用案例
- 2021年 京东物流无人仓调度算法应用入围弗兰兹·厄德曼奖
- 2021年 京东物流成为国内首家获DCMM 4级认证物流企业
- 2021年 工业和信息化部人工智能揭榜优胜项目
- 2021年 国家发展改革委物流业制造业深度融合创新发展典型案例
- 2021年 京东物流荣获中物联科技进步奖一等奖
- 2020年 京东物流5G智能园区AI视觉荣获中物联科技进步奖一等奖
- 2020年 中国物流与采购联合会科技进步一等奖
- 2019年 邮政行业科学技术奖一等奖

资料来源：公司官网，国联证券研究所

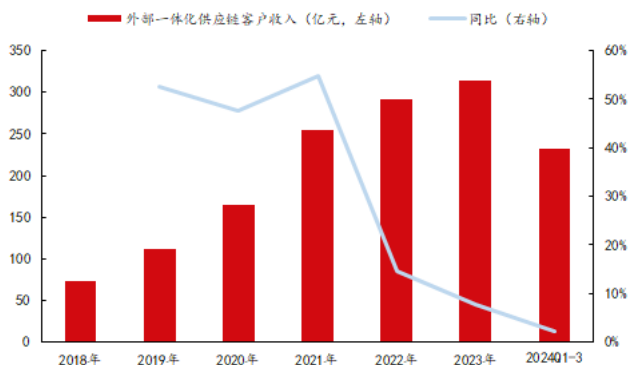
图表30：公司物流科技产品矩阵



资料来源：公司官网，国联证券研究所

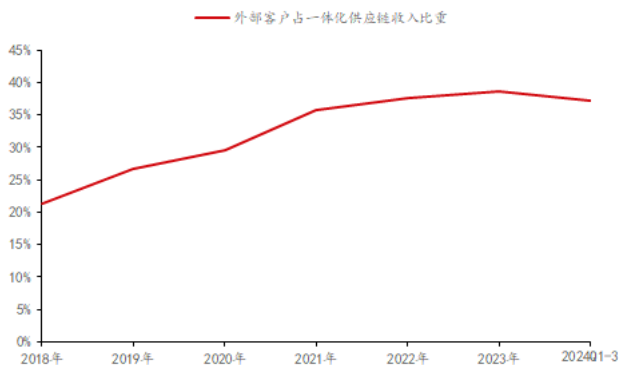
公司软硬实力兼备，不断开拓外部一体化供应链客群，收入规模持续扩张。京东集团不仅是公司最大的单一客户，也是公司最大的一体化供应链客户，但公司外部客户收入占比也在不断提高。2024 年前三季度，公司外部一体化供应链客户收入 232.6 亿元，同比+2.2%，占一体化供应链收入比重 37.2%，相比 2018 年+15.9pcts。其中，2024Q3 外部一体化供应链客户数量和单客收入分别为 5.9 万名、13.3 万元，同比分别+9.4%、-7.4%，外部客户规模持续拓展。

图表31：2018-2024 前三季度公司外部一体化供应链客户收入（亿元）



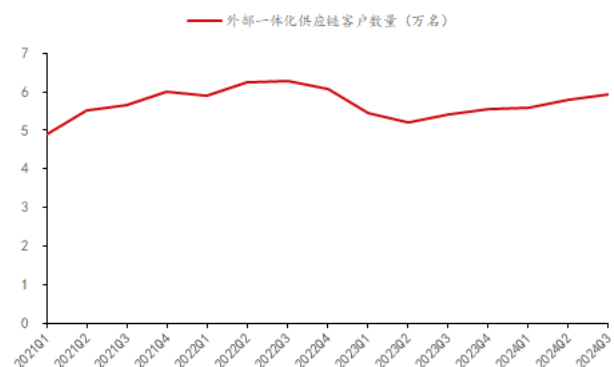
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：2018-2024 前三季度公司外部客户占一体化供应链收入比重



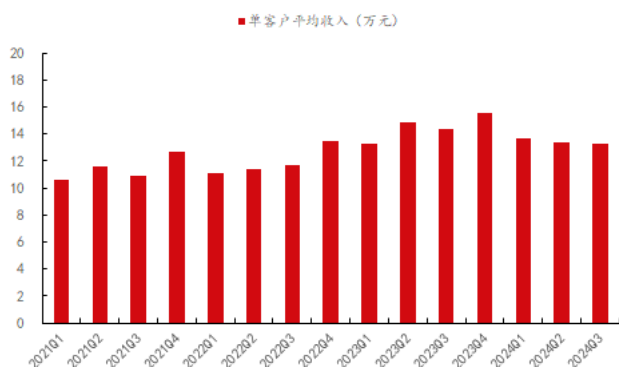
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表33：2021-2024Q3 公司外部一体化供应链客户数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表34：2021-2024Q3 公司外部一体化供应链单客收入

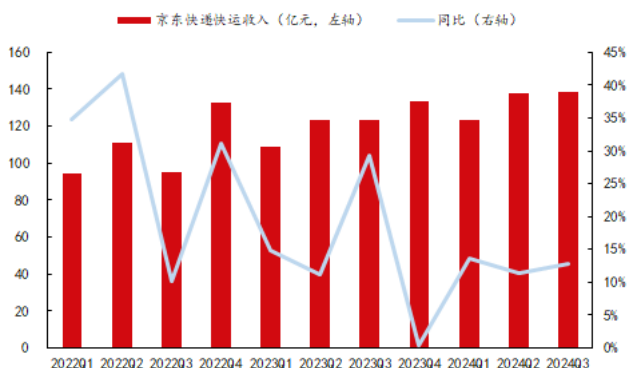


资料来源：公司公告，国联证券研究所

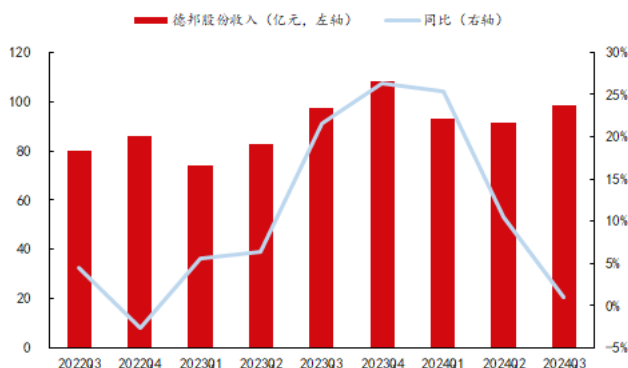
3. 快递快运业务：增长引擎，以质取胜

公司快递快运业务凭借优质的服务质量、直接对接终端客户、整体运营效率提升，向企业及个人客户提供安全可靠、时效领先、专业贴心的快递及快运服务，以及在此基础上的多种增值服务。

快递快运收入成为公司收入高增的主要驱动力。我们测算京东快递快运业务收入（其他客户收入剔除德邦股份收入，含跨越速运收入），2024Q3 收入 138.8 亿元，同比 +12.8%，高于整体收入增速（6.6%）；德邦股份收入 98.5 亿元，同比 +1.0%，增速有所降低，但是自 2022Q3 被公司收购以来，整体保持增长态势。

图表35：2022-2024Q3 公司京东快递快运收入（亿元）


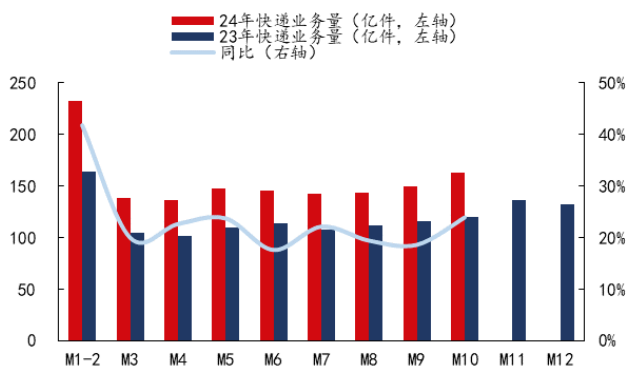
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：2022Q3-2024Q3 德邦股份收入（亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1 快递：件量增速有望维持，公司服务品质领先

快递行业业务量高增，集中度进一步提高。2024年1-10月，快递业务量1,400.8亿件，同比+33.2%；10月，行业CR8集中度达85.2%，同比+1.1pcts。

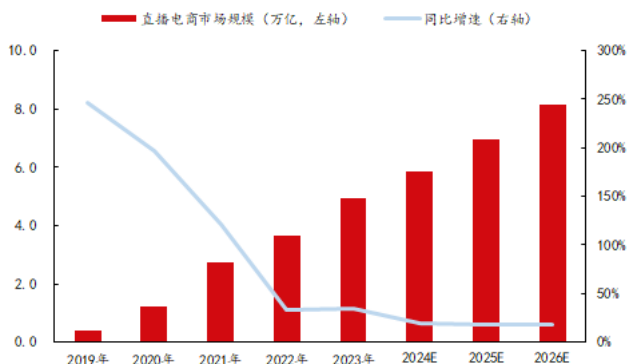
图表37：2023-2024年10月快递业务量（亿件）


资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

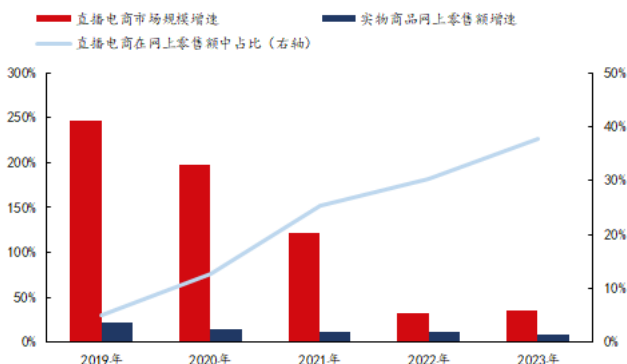
图表38：2023-2024年10月快递行业集中度（%）


资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

直播电商成为驱动电商行业增长新引擎。根据艾瑞咨询测算，2023年中国直播电商市场规模达4.9万亿，同比+35.2%，同期网上零售增速8.8%，高出26.4个百分点；直播电商占网上零售额比重也由2019年的4.9%，提高到2023年的37.8%。预计2024-2026年中国直播电商市场规模的年复合增长率18.0%，有望保持较快增速。

图表39：2019-2026（预测）直播电商市场规模（万亿）


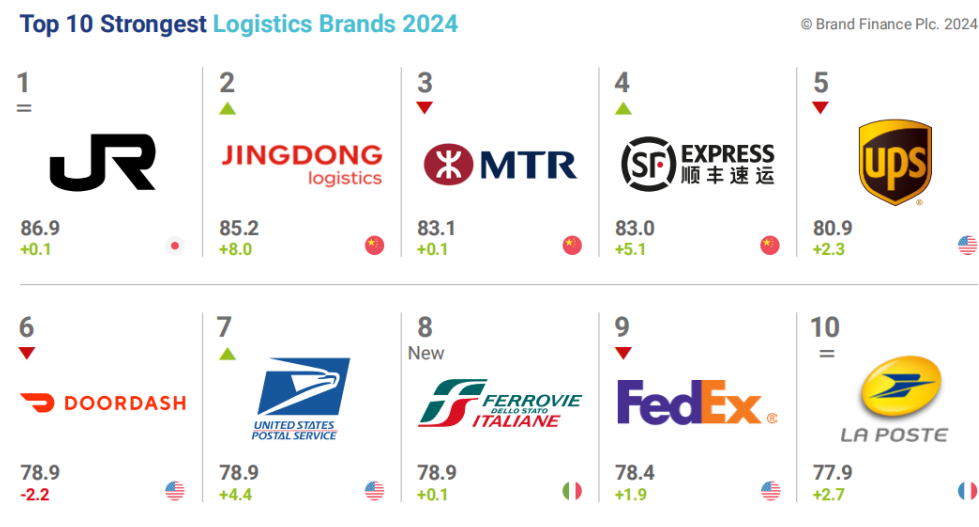
资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表40：2019-2023 直播电商&网上零售增速及其占比


资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，国联证券研究所

公司拥有丰富的快递产品矩阵，着眼于消费品、3C 行业，提供京东特快、京东标快、同城速配、生鲜特快、生鲜标快产品，在时效提高和服务品质上持续发力。公司聚焦电商平台，对商家、用户提供正/逆向一体的物流方案，解决商家管理难、用户退货难的问题；聚焦大中型企业内部因公寄件场景，助力企业架构管理、成本管理等功能。

公司服务品质和品牌影响力行业领先。根据国家邮政局统计，京东快递服务客户满意度持续位居行业第一梯队。此外，根据 Brand Finance，公司位居 2024 年 Top 10 Strongest Logistics Brands 第 2 位（品牌价值上升 1% 至 35 亿美元），品牌实力评级从 2023 年的 AA+ 升至 AAA，BSI 得分为 85.2 分（满分 100 分）。

图表41：2024 年十大最强物流品牌


资料来源：Brand Finance，国联证券研究所

公司持续加大京东航空能力建设,不断升级客户体验和满意度。截至2024年6月末,京东航空新增引进全货机1架,实现7架自有全货机实现常态化运营,并开通了中国南通-韩国仁川、中国芜湖-越南河内等往返国际货运航线;通过合作方式覆盖的航空货运航线超过2,000条,拥有更完善的服务能力。此外,公司进一步提升国际快递覆盖范围,2024年内全球近80个国家的消费者均能够收到来自中国的快递。

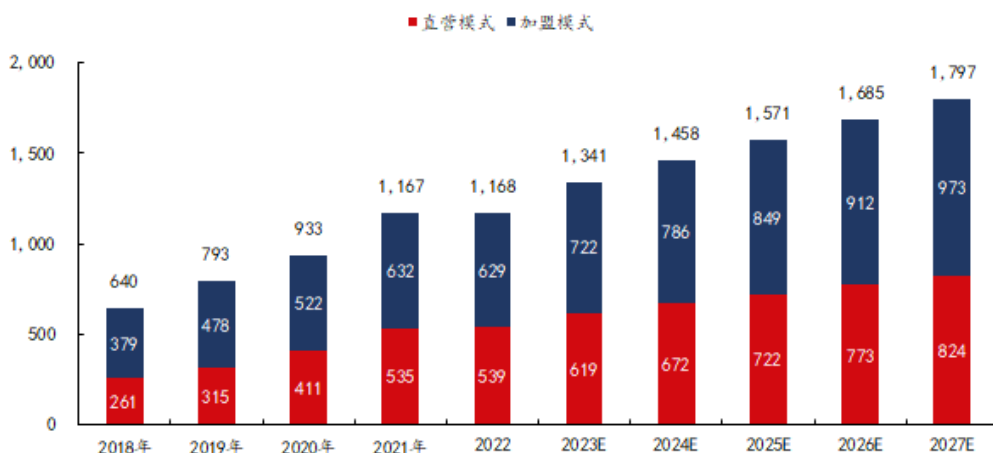
图表42: 京东快递通达全球近80个国家和地区



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

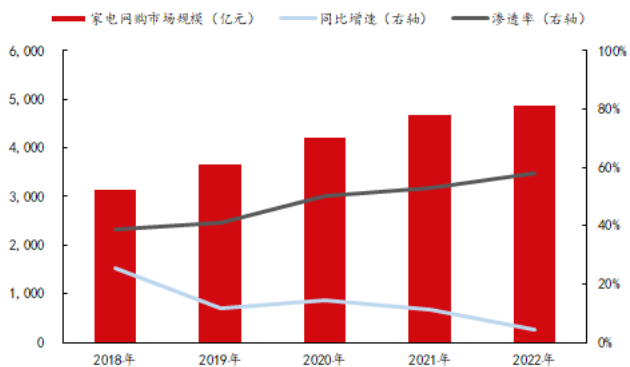
3.2 快运: 市场规模增速可期, 协同德邦降本增效

预计到2027年直营快运市场规模将达824亿元。2018-2022年,中国直营模式全网快运市场规模从261亿元增长至539亿元,在全网快运占比近46%。2027年,直营模式全网快运市场规模预计达到824亿元,2022-2027年复合增长率为8.9%,保持较快增速。

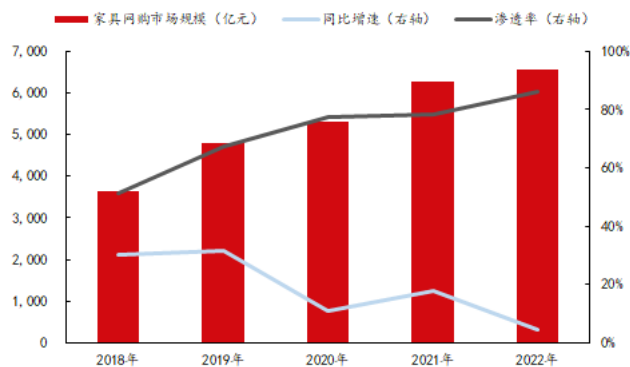
图表43：2018-2027年（预测）中国全网快运市场规模（亿元）


资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

家电家具等大件商品网购渗透率不断提升，为全网快运市场规模扩张提供充足动力。随着大件电商网购业务量的增加，大件运输需求也持续增长，直营快运拥有更优质的服务质量和上门装配能力，无疑更具竞争优势。中国家电和家具网购渗透率分别从2018年的38.8%、51.5%上升至2022年的58.2%和86.1%。

图表44：2018-2022年中国家电网购市场规模&增速&渗透率


资料来源：中国电子信息产业发展研究院，国家统计局，中国电子商务公共服务网，艾瑞咨询，国联证券研究所

图表45：2018-2022年中国家具网购市场规模&增速&渗透率


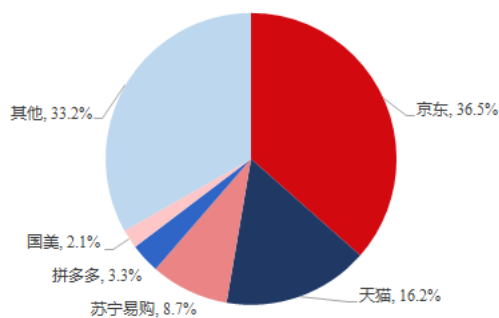
资料来源：中国电子信息产业发展研究院，国家统计局，中国电子商务公共服务网，艾瑞咨询，国联证券研究所

2024年国家推出的家电以旧换新政策，为家电网上消费注入新动能。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至10月15日，已有2066.7万名消费者申请、1013.4万名消费者购买八大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元。

京东集团商流赋能助力公司快运业务快速发展。京东在3C产品以及家电品类具有较强的用户心智，根据赛迪研究院数据，2022年我国家电市场零售商中京东占比为

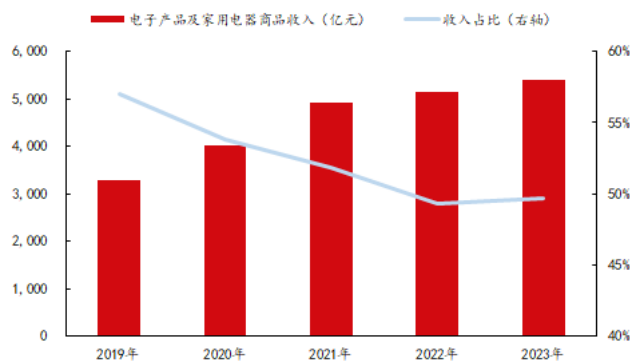
36.5%，排名第一，领先第二名约 20 个百分点。2019-2023 年，京东电子产品及家用电器商品收入复合增速为 13.2%，收入占比约在 50%左右。

图表46：2022年我国家电市场零售商占比情况



资料来源：中国电子信息产业发展研究院（赛迪研究院），国联证券研究所

图表47：2019-2023年京东平台电子及家电商品收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

京东快运是公司的核心产品之一，聚焦 20KG 以上的重货零担物流市场，在全国范围内开通揽收服务，拥有十余万条运输干支线路与数百个转运中心，推出了特快重货、整车直达的产品，为全国客户提供高效安全的物流运输服务。此外，也面向企业及个人客户，提供一站式的大件仓储、运输、配送及安装服务。

图表48：京东快运产品介绍-“特快重货”（上）&“整车直达”（下）

■ 服务简介及优势

为用户提供寄递单票在20-500kg的货物场景下，及时响应、专业包装、定制化揽派服务，丢损率优于行业水平，快时效的全网型陆运产品

■ 适用场景

主打B2C高价值电商、B2B中小制造商、批发/经销商及个人用户

■ 服务范围

全国超过 300 个城市，365天×24小时，随时随地为您服务

■ 服务项目



简洁计费

首续重价格，计费清晰方便对账



时效精准

全程定时定点发车，保障货物精准送达



安全无忧

货物信息，全程监控



全网覆盖

一地出发，通达全国

■ 服务简介及优势

主打 3000KG 以上段重货，为客户提供专车直达，安全可靠的整车运输服务

■ 适用场景

主打中小型、散客整车、搬家客户

■ 服务项目



灵活计费

支持临时与固定多种合作模式



快速响应

线上下单、快速报价



车源丰富

覆盖各类车型，安心又省心



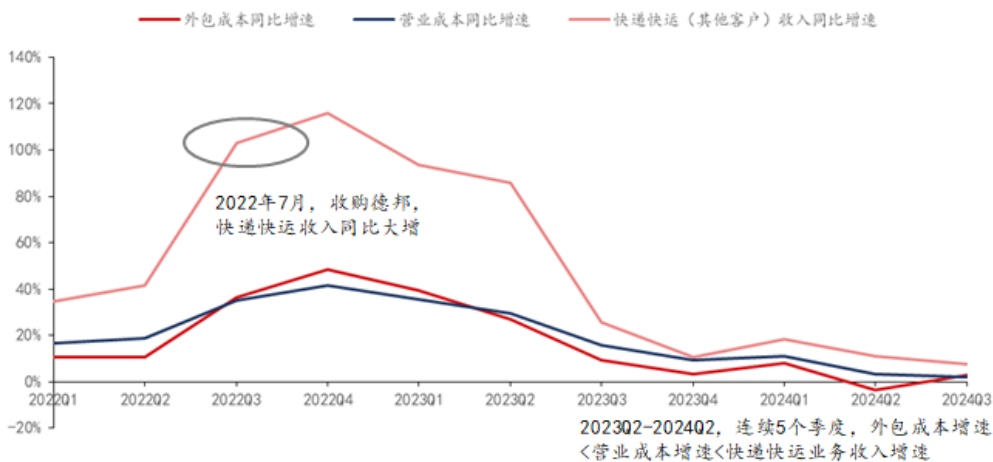
安全可靠

保价运输，GPS 全程跟踪

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司持续推进和德邦股份快运业务在中转和运输环节的网络融合，实现降本增效。外包成本主要包括第三方运输公司、快递公司及其他服务供应商就分拣、运输、配送及劳务外包服务所收取的费用。2024Q3 公司外包成本 150 亿元，同比+2.7%，小于快递快运业务营收增速（7.6%），与营业成本增速（2.2%）基本一致。2023Q2-2024Q2，连续 5 个季度，外包成本增速<营业成本增速<快递快运业务收入增速。

图表 49：2022Q1-2024Q3 公司外包成本&营业成本&快递快运业务收入增速比较



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

一体化供应链业务：随着公司不断积累行业 know-how，兼备完善履约网络的硬实力和领先物流科技的软实力，业务规模有望稳步增长。2024-2026 年，我们预计相关业务收入为 853.3、907.0、962.5 亿元，同比+4.7%、+6.3%、+6.1%。其中来自京东集团收入为 523.5、553.8、584.3 亿元，同比+4.6%、+5.8%、+5.5%；外部一体化供应链客户收入为 329.8、353.2、378.3 亿元，同比+5.0%、+7.1%、+7.1%。

快递快运（其他客户）业务：公司快递快运产品服务品质领先，具备差异化竞争优势，业务规模有望保持快速增长。2024-2026 年，我们预计相关业务收入为 986.3、1,116.7、1,242.3 亿元，同比+15.8%、+13.2%、+11.2%。其中京东快递快运收入为 586.8、674.8、755.8 亿元，同比+20.0%、+15.0%、+12.0%；德邦股份收入为 399.5、441.9、486.5 亿元，同比+10.2%、+10.6%、+10.1%。

营业成本与毛利方面：2024-2026 年，我们预计营业成本为 1,628.9、1,780.6、1,937.1

亿元，同比+5.8%、+9.3%、+15.3%；毛利为 210.7、243.0、267.7 亿元，同比+66.1%、+15.4%、+10.2%；毛利率为 11.5%、12.0%、12.1%。

2024-2026 年，我们预计公司营业收入为 1,839.6、2,023.7、2,204.8 亿元，同比+10.4%、+10.0%、+9.0%，3 年 CAGR 为 9.8%；预计公司归母净利润为 61.5、79.0、90.9 亿元，同比+898.6%、+28.3%、+15.1%，3 年 CAGR 为 145.2%；EPS 为 0.93、1.19、1.37 元/股。

图表50：2024-2026 年公司主要业务业绩（亿元）测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1,374.0	1,666.2	1,839.6	2,023.7	2,204.8
yoy	31.2%	21.3%	10.4%	10.0%	9.0%
一体化供应链业务收入（亿元）	774.4	814.7	853.3	907.0	962.5
yoy	9.0%	5.2%	4.7%	6.3%	6.1%
其中 来自京东集团收入	482.6	500.6	523.5	553.8	584.3
yoy	5.9%	3.7%	4.6%	5.8%	5.5%
外部一体化供应链客户收入	291.7	314.1	329.8	353.2	378.3
yoy	14.5%	7.7%	5.0%	7.1%	7.1%
快递快运业务（其他客户）收入（亿元）	599.7	851.5	986.3	1,116.7	1,242.3
yoy	78.3%	42.0%	15.8%	13.2%	11.2%
其中 京东快递快运收入（含跨越）		489.0	586.8	674.8	755.8
yoy			20.0%	15.0%	12.0%
德邦股份收入		362.6	399.5	441.9	486.5
yoy			10.2%	10.6%	10.1%
营业成本（亿元）	1,273.0	1,539.4	1,628.9	1,780.6	1,937.1
yoy	28.7%	20.9%	5.8%	9.3%	15.3%
毛利（亿元）	101.0	126.8	210.7	243.0	267.7
yoy	74.6%	25.6%	66.1%	15.4%	10.2%
毛利率	7.4%	7.6%	11.5%	12.0%	12.1%

资料来源：iFinD，国联证券研究所预测

4.2 估值与投资建议

绝对估值：采用 DCF 对公司进行估值，假设无风险利率 2%，市场预期回报率 8%，第二阶段增长率 6%，永续增长率 1.5%；税后债务资本成本 3.46%，债务资本比重 17.65%，股权资本成本 10.53%， β 系数 1.422，WACC 为 9.28%。绝对估值法测得公司每股价值为 16.91 元（约 18.32 港元，港元兑人民币汇率 0.9230）。

图表51：DCF 估值法（百万元）

第一阶段			
	2024E	2025E	2026E
FCFF	4,243.4	6,694.4	7,380.8
WACC	9.3%	9.3%	9.3%
现值系数(WACC)	1.01	0.92	0.85

第二阶段							
	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
FCFF	7,823.6	8,293.0	8,790.6	9,318.0	9,877.1	10,469.8	11,097.9
WACC	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
现值系数(WACC)	0.77	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.45

FCFF估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	16,702.8	13.8%
第二阶段	38,718.0	32.0%
第三阶段(终值)	65,696.2	54.2%
企业价值AEV	121,117.1	
加：非核心资产	8,151.0	6.7%
减：带息债务(账面价值)	9,965.3	8.2%
减：少数股东权益	7,215.7	6.0%
股权价值	112,087.0	92.5%
除：总股本(股)	6,627,381,772	
每股价值(元)	16.91	

资料来源：iFinD，国联证券研究所预测

相对估值：2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.93、1.19、1.37 元/股，可比公司 2025 年平均 PE 12 倍，我们给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 16.66 元(约 18.05 港元，港元兑人民币汇率 0.9230)。

图表52：可比公司估值指标比较

证券简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元/股)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
韵达股份	002120.SZ	7.4	214.3	11.2	8.8	7.5	0.7	0.8	1.0
顺丰控股	002352.SZ	39.3	1,945.3	20.4	16.8	14.5	2.1	2.4	2.8
申通快递	002468.SZ	10.7	163.2	21.5	12.3	10.0	0.6	0.9	1.1
圆通速递	600233.SH	13.5	464.3	11.7	9.3	8.0	1.2	1.4	1.7
德邦股份	603056.SH	14.1	144.8	18.2	13.7	11.4	0.8	1.0	1.2
中通快递	2057.HK	137.53	1,114.4	11.1	10.6	9.4	12.1	14.0	15.9
平均值			674.4	15.7	11.9	10.1	2.9	3.4	3.9
京东物流	2618.HK	12.00	795.2	12.0	9.4	8.1	0.9	1.2	1.4

资料来源：iFinD，国联证券研究所预测 注：股价为 2025 年 2 月 5 日收盘价，公司 PE、EPS 为国联证券研究所预测，可比公司 PE、EPS 为 iFinD 一致预期；港元兑人民币汇率 0.9230

绝对估值法测得公司每股价值为 16.91 元，鉴于公司一体化供应链业务厚积薄发以及快递快运业务快速发展，同时持续降本增效，盈利水平有望不断提高，参考可比公司 2025 年平均 PE 12 倍，我们给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 16.66 元(约 18.05 港元，港元兑人民币汇率 0.9230)，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济增速不及预期。宏观经济发展缓慢会导致国内需求走弱，对于公司业务增长造成负面影响。

行业价格竞争加剧。快递快运行业价格竞争加剧会导致公司盈利能力受到不利影响。

资源整合进度不及预期。网络资源整合项目进度过慢或效果不及预期可能对公司降本效果和盈利能力产生不利影响。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21733	17401	18396	27138	36538
应收账款+票据	14935	14709	16239	17864	19463
预付账款	3720	5069	5309	5840	6363
存货	647	624	661	722	786
其他流动资产	16568	18855	26189	27793	29373
流动资产合计	57604	56658	66794	79358	92523
长期股权投资	298	175	175	175	175
固定资产	14989	16060	18338	22097	26207
在建工程	0	0	1665	1941	2544
无形资产	21889	21163	16970	12808	8625
其他非流动资产	11918	18845	18889	18884	18878
非流动资产合计	49093	56243	56037	55905	56429
资产总计	106697	112902	122831	135263	148952
短期借款	1301	4620	1517	1517	1517
应付账款	9100	8747	10685	11680	12706
其他流动负债	23846	25964	30514	33553	36551
流动负债合计	34246	39331	42717	46750	50774
长期带息负债	5108	5345	5345	5345	5345
其他非流动负债	14134	12852	12852	12852	12852
非流动负债合计	19242	18197	18197	18197	18197
负债合计	53489	57528	60913	64947	68971
归属母公司股东权益	6628	7216	7607	8109	8687
少数股东权益	46581	48158	54311	62207	71294
股东权益合计	53209	55374	61918	70316	79981
负债和股东权益总计	106697	112902	122831	135263	148952

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-1090	1167	6545	8398	9665
折旧摊销	10016	12328	5825	6304	6852
财务费用	276	-367	330	215	214
营运资金变动	-1307	5259	-653	212	260
其它	5418	-2034	-368	-368	-368
经营活动现金流	13314	16352	11678	14760	16621
资本支出	-2955	-6764	-5619	-6171	-7376
其他	-10153	-8336	-1632	368	368
投资活动现金流	-13107	-15099	-7250	-5802	-7007
筹资活动现金流	1481	-5547	-3433	-215	-214
现金净增加额	1688	-4294	995	8742	9400

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	137402	166625	183961	202365	220479
营业成本	127302	153942	162893	178064	193708
销售费用	4062	4999	5507	6244	6885
管理费用	6280	6924	6996	7136	7278
财务费用	276	-367	330	215	214
营业利润	-519	1128	8235	10706	12395
其他非经营损益	-295	491	491	491	491
利润总额	-814	1619	8726	11197	12886
所得税	276	452	2182	2799	3222
净利润	-1090	1167	6545	8398	9665
少数股东损益	307	551	391	502	578
归属于母公司净利润	-1397	616	6153	7896	9087

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	31.24%	21.27%	10.40%	10.00%	8.95%
EBITDA	229.48%	43.26%	9.59%	19.05%	12.62%
归属于母公司净利润	93.04%	207.05%	460.72%	28.32%	15.09%
获利能力					
毛利率	7.4%	7.6%	11.5%	12.0%	12.1%
净利率	-0.8%	0.7%	3.6%	4.1%	4.4%
ROE	-3.0%	1.3%	11.3%	12.7%	12.7%
ROIC	-1.3%	0.5%	5.0%	5.8%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	51.0%	49.6%	48.0%	46.3%
流动比率	168.2%	144.1%	156.4%	169.7%	182.2%
速动比率	121.6%	115.3%	117.3%	130.5%	142.8%
营运能力					
应收账款周转率	9.2	11.3	11.3	11.3	11.3
存货周转率	196.6	246.6	246.6	246.6	246.6
总资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益	-0.21	0.09	0.93	1.19	1.37
每股经营现金流	2.01	2.47	1.76	2.23	2.51
每股净资产	7.03	7.27	8.19	9.39	10.76
估值比率					
市盈率	-55.3	125.4	12.6	9.8	8.5
市净率	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	0.4	0.6	0.3	-0.1	-0.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2025 年 02 月 05 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼