

京东物流(02618)

报告日期: 2025 年 02 月 27 日

多点开花，迎利润释放期

——京东物流深度报告

投资要点

- 2023 年公司调整后净利润实现扭亏，2024Q3 实现调整后利润率 5.8%创新高，一体化供应链物流企业迎来利润释放期。**2007 年京东物流作为集团内部物流部门成立，主要为京东商城提供履约服务。2017 年开始服务外部客户，目前已成为供应链一体化服务领先者。京东物流建立了包含仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链物流网络和跨境物流网络在内的高度协同的六大网络。公司 2023 年全年经调整后净利润实现 27.6 亿元，同比增加 218.8%；全年未经调整净利润为 6.2 亿元，实现扭亏为盈。2024 年前三季度，公司 Non-GAAP 口径净利润实现 56.9 亿元，相较于 2023 年全年增长 106%。
- 一体化供应链物流行业集中度将持续提升，京东物流接入淘天订单量有望再上新台阶。**2020 年中国一体化供应链物流服务行业的市场规模达 20260 亿元，预计到 2025 年将进一步增至人民币 31900 亿元，复合年增长率为 9.5%。此外，一体化供应链物流服务渗透率预计将由 2020 年的 31.0%增至 2025 年的 34.6%。从综合物流服务提供商分类角度看，按 2023 年收入计算，京东物流是全球第五大综合物流服务商，在国内排名第二，占 2023 年中国第三方物流支出总额的比例约为 1.7%（排名第一的顺丰占比约 2.6%）。相比之下，2023 年美国最大的综合物流服务提供商占第三方物流支出总额的比例达 6.2%，国内市场龙头公司份额有望进一步提升。随着各类新兴电商模式（直播电商、微信小店等）发力，快递依旧释放强劲增长信号，2024 年全国快递件量增速达 21.5%，我们预计 2025 年行业仍有望实现双位数增长。2024 年 10 月京东物流全面接入淘天平台，持续拓展服务场景，扩容外部电商客户，带动业务量增长。
- 业务体量的增长带来显著规模效应，仓库坪效大幅提升；科技赋能带来物流新质生产力。**京东物流的仓网数量和多层次仓网网络优势，可按需将客户货物放置最佳位置的仓储中，提升配送速度和货物周转。截至 2024 年 9 月 30 日，公司仓储网络已几乎覆盖全国所有的县区。仓储网络总管理面积超过 3200 万平方米，随着业务体量增长，公司收入的规模效应日益显著。公司一体化供应链收入 2019-2023 年增速分别为 22.5%/32.9%/27.7%/9%/5.2%；其他业务 2019-2023 年收入增速为 115%/121.7%/89.5%/78.3%/42%。每平方米仓库面积带来的收入也有明显提升，2020-2023 年分别为 3494/4362/4580/5207 元。京东科技作为京东集团的技术中台，通过云计算、大数据、AI、IoT 等核心技术能力全面渗透至京东物流的运营全链条。作为国内领先的技术驱动的物流企业，京东物流始终重视科技创新和应用落地，发展物流新质生产力。京东物流通过“技术+基础设施”双轮驱动，已从“电商物流”转型为开放的技术服务商，其科技能力不仅支撑自身业务，更成为供应链服务的核心卖点。
- 国补政策持续加码，助力家电、3C 等产品需求释放，进一步带动京东物流业绩提升。**2024 年 3 月以来，国务院、发改委等部门陆续出台关于推动和支持大规模设备更新和消费品以旧换新的相关方案，支持力度不断增强，各地区加力推动家电以旧换新工作全面启动。2024 年 8 月商务部等 4 部门发布关于进一步做好家电以旧换新工作的通知，补贴力度 15%-20%，最高单件补贴 2000 元。2025 年

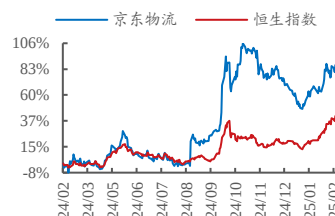
投资评级：增持(首次)

分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.82
总市值(百万港元)	98,462.33
总股本(百万股)	6,643.88

股票走势图



相关报告

1月15日，商务部等部门印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》，明确了新一轮国补补贴商品品种与标准。1月20日，部分省市正式开启“国补”。2024年“双十一”购物节期间，家用电器全网总销售额为1930亿元，占比16.3%，位居品类第一，同比增长26.5%，其中京东在家电和3C数码两大品类的市场占比分别达到42.8%和39.1%。京东在家电和3C数码领域已构筑起深厚的消费心智“护城河”。

□ 盈利预测与估值

京东物流作为一体化供应链行业的龙头公司，业务量持续提升，规模效应逐渐显现，叠加京东物流接入淘天，公司营收有望进一步提升，预计2024-2026年归母净利润分别为65.26、77.33、89.46亿元，对应PE分别为13.9、11.8和10.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

经济下行风险、降本不及预期、价格竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	166625	180751	194636	208335
(+/-) (%)	21.27%	8.48%	7.68%	7.04%
归母净利润	616	6526	7733	8946
(+/-) (%)	144.11%	959.11%	18.49%	15.69%
每股收益(元)	0.10	0.98	1.16	1.35
P/E	136.97	13.94	11.77	10.17

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 京东物流：技术驱动的供应链解决方案及物流服务商	6
1.1 发展历程：依托京东集团，逐步成长为领先的一体化供应链企业	6
1.2 2023 年 IFRS 净利润扭亏为盈，2024 年业绩高速增长	8
1.3 内外部业务协同并进，持续完善网络体系	10
2 一体化供应链物流市场正盛，行业集中度有望持续提升	15
2.1 综合物流需求持续增长，外包物流渗透率提高	15
2.2 一体化供应链物流正在兴起	17
2.3 市场格局：集中度有望进一步提升	18
2.4 新兴电商模式层出不穷，行业包裹量有望再创新高	19
3 仓网配一体化+科技打造优势壁垒，国补政策持续发力	20
3.1 未来看点一：仓网资源优势显著，外部订单业务增强规模效应	20
3.1.1 重资产布局仓储资源，打通商流物流	20
3.1.2 外部订单增量带来的规模效应显著	21
3.2 未来看点二：京东集团带来独有资源禀赋，国补政策持续发力	23
3.3 未来看点三：科技赋能，打造物流新质生产力	24
3.4 网络持续完善，科技推动高效物流生态建设	25
4 盈利预测与估值	27
5 风险提示	30

图表目录

图 1: 京东物流发展历程.....	7
图 2: 京东物流股权结构 (截至 2024.9.30)	8
图 3: 京东物流收入及增速.....	8
图 4: 公司收入分类.....	8
图 5: 公司收入情况 (按照是否为京东集团分类)	9
图 6: 京东物流利润情况.....	9
图 7: 公司利润率情况.....	9
图 8: 京东物流 2023 年成本结构.....	10
图 9: 2023 年京东物流和顺丰控股员工及薪酬对比	10
图 10: 京东物流费率情况.....	10
图 11: 2023 年研发费用情况对比	10
图 12: 京东物流和顺丰控股业务对比 (以 2023 年收入计算, 百分比为收入占比)	11
图 13: 京东物流与集团内其他公司互相协同	13
图 14: 快消品行业解决方案.....	14
图 15: 公司为松下提供的解决方案.....	14
图 16: 全球物流支出情况.....	15
图 17: 全球第三方物流市场规模情况.....	16
图 18: 中国外包物流支出情况.....	16
图 19: 中国一体化供应链物流支出情况.....	17
图 20: 按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长情况	17
图 21: 社零及实物网上零售额 (亿元)	19
图 22: 中国快递量及增速.....	19
图 23: 外部一体化供应链业务的收入及客户数量	21
图 24: 外部一体化供应链业务单客户收入.....	21
图 25: 公司仓储情况及坪效 (右轴)	22
图 26: 2024 年以来利润率显著提升	22
图 27: 快递行业规模效应显著 (快递量/亿件, 横轴; 单票成本/元, 纵轴, 不含派费)	22
图 28: 京东集团存货周转天数.....	23
图 29: 京东集团履约费用率.....	23
图 30: 京东集团收入情况.....	23
图 31: 京东集团商品收入分类.....	23
图 32: 京东物流科技产品矩阵.....	25
图 33: 2023 年全国零担收入排名	25
图 34: 2023 年全国零担货量排名	25
图 35: 德邦股份业绩.....	26
图 36: 跨越速运业绩.....	26
图 37: 京东物流国际业务全球海外仓配布局	27
图 38: 顺丰控股和京东物流对比 (收入, 亿元, 左轴)	28
图 39: 顺丰和京东物流业绩对比 (亿元)	28
图 40: 顺丰控股和京东物流毛利率对比.....	28
图 41: 顺丰和京东物流 EBITDA Margin 对比.....	28
图 42: 顺丰和京东物流固定资产+使用权资产结构对比 (亿元 2023 年数据)	29

图 43: 经营活动产生的现金流量净额对比 (亿元)	29
图 44: 资本开支 (左轴) 及占收入比重 (右轴) 对比	29
表 1: 京东物流收购项目情况	7
表 2: 京东物流主要网络介绍	11
表 3: 京东物流关联交易	12
表 4: 2020 年中国一体化供应链物流服务商排名	18
表 5: 综合物流服务提供商的全球排名及市场份额 (按 2023 年收入计)	18
表 6: 上游电商 GMV 预测 (亿元)	19
表 7: 京东物流和顺丰仓储资源对比	20
表 8: 亚洲一号仓和普通仓库对比	21
表 9: 相关行业政策内容	24
表 10: 京东物流冷链服务介绍	26
表 11: 京东物流收入拆分	27
表 12: 可比公司估值 (2025.2.26)	30
表附录: 三大报表预测值	31

1 京东物流：技术驱动的供应链解决方案及物流服务商

2007 年京东物流作为集团内部物流部门成立，2017 年开始服务外部客户，目前已成为供应链一体化服务领先者。目前公司已建立高度协同的六大网络：仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链网络及跨境网络。

1.1 发展历程：依托京东集团，逐步成长为领先的一体化供应链企业

京东物流背靠京东集团，拥有庞大的京东自营订单资源，此外凭借快速稳定的仓配一体服务，京东物流不断拓展 KA 大客户（Key Account）和京东商城 POP 商家客户（京东开放平台，Platform Open Plan），2024 年 10 月京东物流全面接入淘天平台，为他们提供仓储、快递、快运等供应链全流程服务，外部收入占比持续提升，从仓配龙头物流公司向供应链一体化综合物流服务商迈进。

对内服务阶段：2007-2017 年作为京东集团内部成本中心，夯实内功。2007 年京东物流作为集团内部物流部门成立，主要为京东商城提供履约服务。此后十年在配送时效和仓网管理方面夯实内功：2010 年推出“211 限时达”重新定义履约时效标准（以每日 11:00 和 23:00 为时间节点，上午订单：当日 11:00 前提交的现货订单，当日完成配送；夜间订单：当日 23:00 前提交的现货订单，次日 15:00 前送达），2014 年在上海启动第一座“亚洲一号”仓库，成为大型智能仓储标杆。

内外兼修：2017 年开始服务外部客户，目前已成为供应链一体化服务领先者。2017 年 4 月开始为外部客户提供服务，2021 年以来外部客户收入占比超过 50%。2021 年 5 月，京东物流于香港联交所主板上市。

积极调整，高效发展。2023 年 4 月京东物流开启新一轮组织架构调整，在总部层面，京东物流推行事业部制，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，京东物流取消原有的七大区域划分，将省份作为具体的经营单元。此次组织架构调整，目的在于把经营决策权交给离客户最近、最了解市场需求的团队，提高管理效率、激发组织活力，为公司后续的发展和扩张打下基础。

京东物流建立了包含仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链物流网络和跨境物流网络在内的高度协同的六大网络。2024 年上半年，京东物流在家电、服饰、酒水等行业与多个头部客户深化合作，同时，针对腰部客户打造了标准化的服务产品，促进外部一体化供应链客户收入的稳健增长。

图1： 京东物流发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

持续收购，加强网络协同。京东物流 2020 年以来陆续收购跨越速运和德邦股份，跨越速运拥有国内稀缺的民航货运资源，显著提升了京东物流的跨区域时效件能力；德邦深耕大件快递和零担物流，通过整合跨越的航空干线、德邦的陆运网络与京东的仓储资源，形成“航空+陆运+仓储”的立体网络，降低空载率，提升整体运营效率。

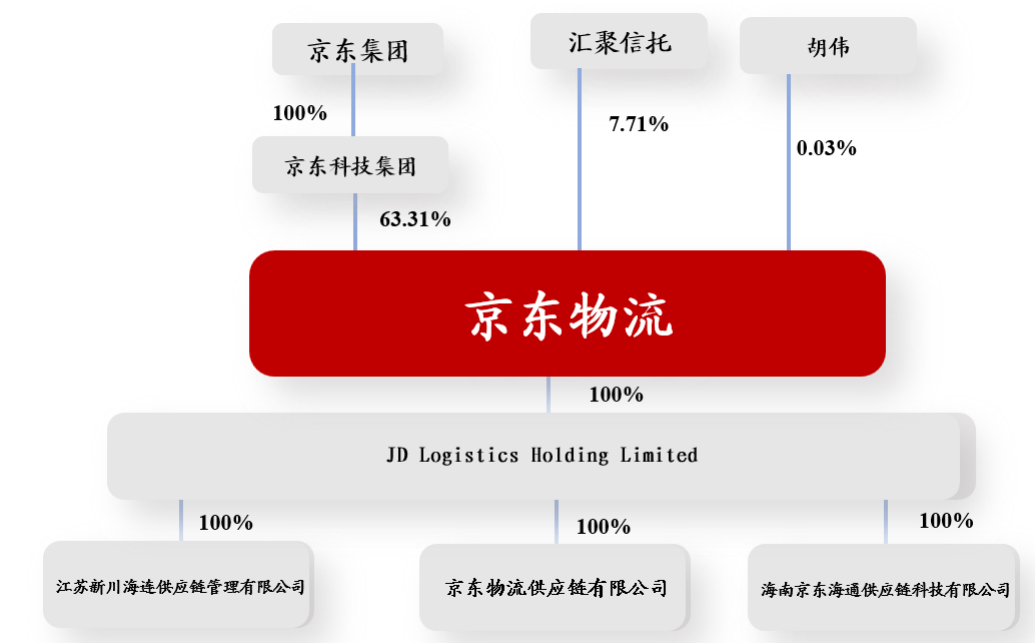
表1： 京东物流收购项目情况

时间	收购项目	对价
2020.8	跨越速运 55.1%的股权（2022 年 6 月 26 日原天壹/钟鼎/红杉等持股 8.48%三家资本全部退出，京东物流持股增至 63.6%）	30 亿元
2022.6	德邦股份 66.49%的股权	89.76 亿元
2024.12	收购跨越速运剩余 36.43%的股权	不超过 64.8 亿元，交易对价对应跨越速运 2024 年预测业绩为 8.3xPE

资料来源：公司公告，罗戈网，浙商证券研究所

京东集团控股，基层组织拥有较高自主决策权。截至 2024 年 9 月 30 日,公司控股股东京东集团持股占比 63.3%，执行董事胡伟持股 0.03%。2017 年以来公司持续优化组织架构，最新一次 2023 年 4 月的调整后，协同效率进一步提升，汇报流程更加扁平化，省份负责人将拥有更大的经营决策、管理、人事任免等权利，Big Boss 管理模式进一步落地。

图2: 京东物流股权结构 (截至 2024.9.30)

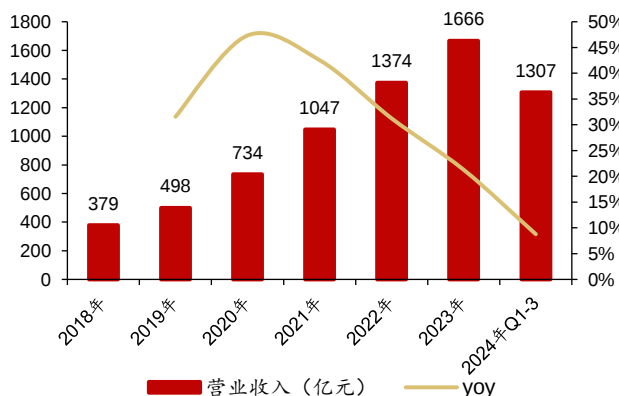


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 2023 年 IFRS 净利润扭亏为盈, 2024 年业绩高速增长

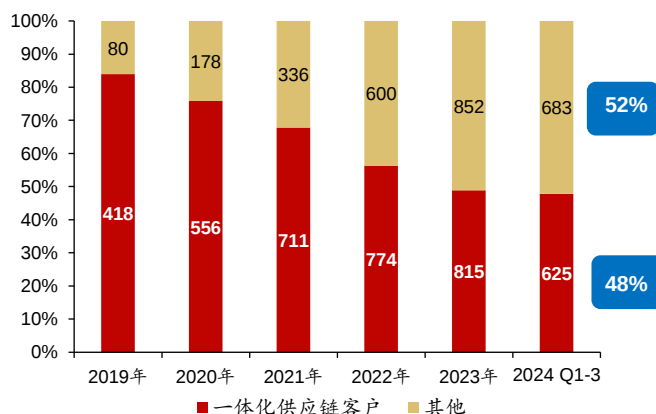
快递快运收入占比提升显著。2024 年前三季度公司实现营业收入 1307 亿元, 同比 +8.8%, 2018-2023 年公司营业收入从 379 亿元增长至 1666 亿元, 年复合增速约 34%。公司收入按类别分为一体化供应链收入 (来自京东集团和外部一体化供应链客户) 和其他, 随着快递快运业务量的增加, 2023 年开始其他客户收入占比超过 50%。

图3: 京东物流收入及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

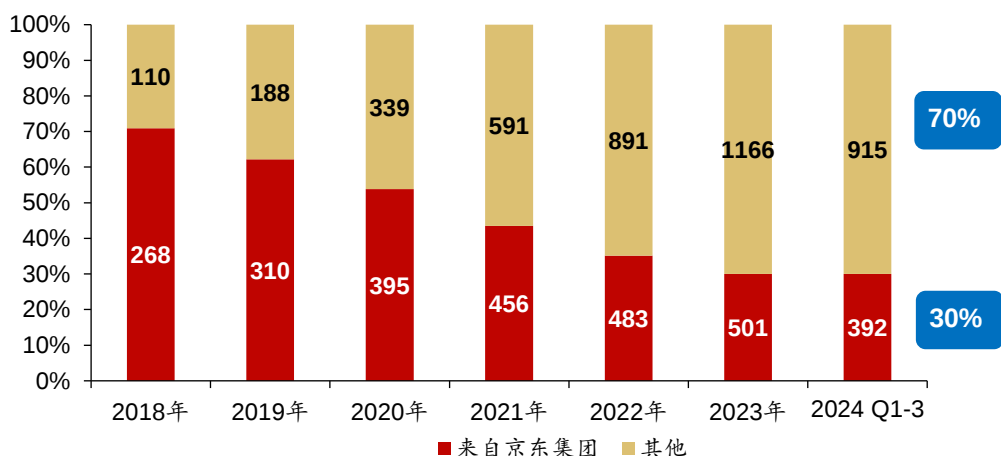
图4: 公司收入分类



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2021 年外部收入占比首次超过 50%。公司业务收入早期更多依赖于京东集团, 2018 年来自京东集团的收入占比超 70%, 随着一体化供应链市场的发展和客户的开拓, 来自外部的客户的收入占比逐渐提升, 成功巩固和进一步提升了在一体化供应链物流市场中的优势地位。2019-2024 年前三季度, 来自其他客户的收入占比分别为 38%/46%/57%/65%/70%/70%。

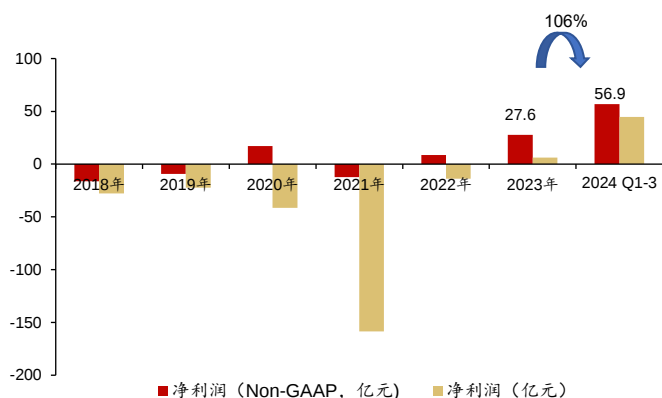
图5: 公司收入情况 (按照是否为京东集团分类)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

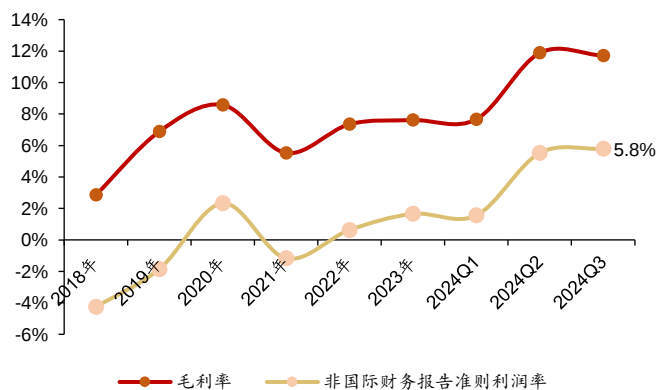
2024 年前三季度业绩高增，利润率提升显著。公司 2023 年全年经调整后净利润实现 27.6 亿元，同比增加 218.8%；全年未经调整净利润为 6.2 亿元，实现扭亏为盈。2024 年前三季度，公司 Non-GAAP 口径净利润实现 56.9 亿元，相较于 2023 年全年增长 106%。2024Q3 实现调整后利润率 5.8%，再创新高。（2021 年业绩大幅下滑主要由于可转换可赎回优先股公允价值变动、相关政府支持优惠减少及公司致力加强和扩大物流网络）。

图6: 京东物流利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 公司利润率情况



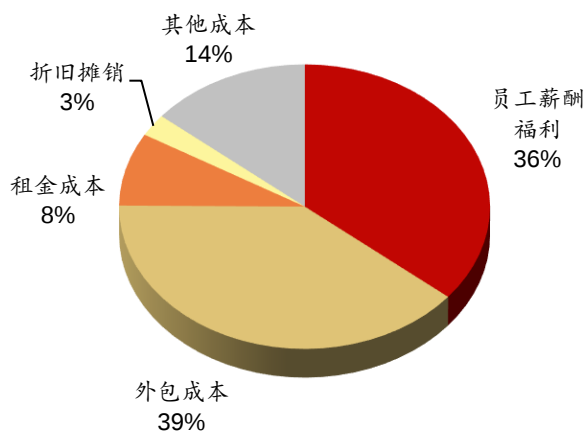
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

员工薪酬、外包成本为主要成本。2023 年公司员工薪酬福利开支 553 亿元（不包括股份支付），同比增加 23.9%；截至 2023 年底公司员工总数 45.7 万，其中，运营人员 43.6 万人，占比 95%。直营模式下，京东物流的员工人数相对较多，同时由于一体化供应链的商业模式，京东物流涉及更多物流环节。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，由 2022 年的人民币 516 亿元增加 16.9%至 2023 年的人民币 603 亿元。

重视研发投入，规模效应下管理费用率逐渐下降。2018-2023 年京东物流销售费用率分别为 1.6%/1.9%/2.5%/2.9%/3%/3%，呈上升趋势，主要是由于外部收入占比逐步提升，从销售费用/外部收入比例看，2018-2023 年分别为 5.4%/5.0%/5.4%/5.2%/4.6%/4.3%，表现

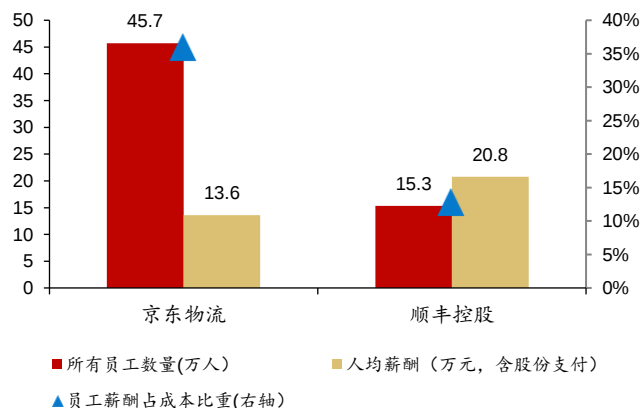
基本稳定并逐渐下降。2018-2023 年，京东物流研发费用分别为 15.2/16.8/20.5/28.1/31.2/35.7 亿元，研发费用投入高于顺丰（2023 年顺丰研发费用 22.9 亿）。2018-2023 年，公司管理费用率分别为 4.6%/3.8%/2.3%/2.7%/2.3%/2%，呈下降趋势。

图8：京东物流 2023 年成本结构



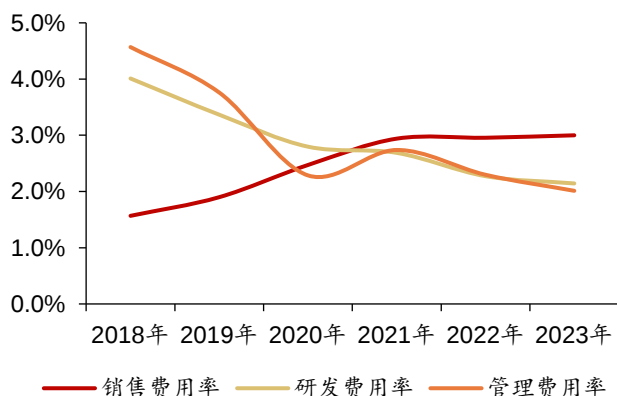
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图9：2023 年京东物流和顺丰控股员工及薪酬对比



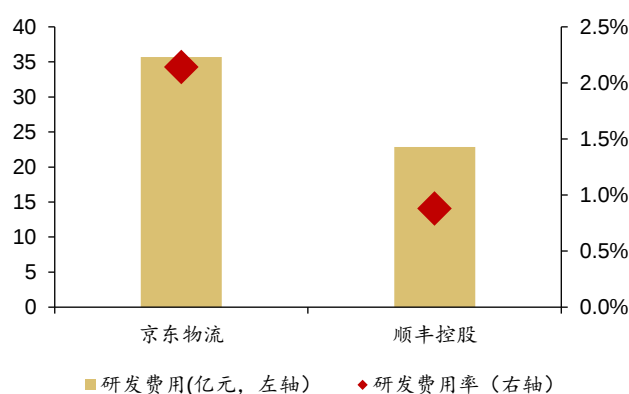
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图10：京东物流费率情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图11：2023 年研发费用情况对比



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.3 内外部业务协同并进，持续完善网络体系

京东物流作为国内领先的技术驱动的供应链解决方案及物流服务商，通过科技赋能提供全方位的覆盖各个业务领域的供应链解决方案和优质物流服务，从仓储到配送，从制造端到终端客户，涵盖普通和特殊物品。根据灼识咨询报告，按 2020 年总收入计，京东物流是中国最大的一体化供应链物流服务商。

作为京东集团于 2007 年成立的内部物流部门，公司战略性地逐步建立覆盖全国的物流基础设施及技术平台，自 2017 年起开始向外部客户提供公司的解决方案及服务，旨在为其供应链赋能。2024 年 10 月 16 日京东物流与淘天集团达成合作，京东物流将全面接入淘天天猫平台。

公司建立了高度协同的六大网络，具备数字化、广泛和灵活的特点，可以给客户提供极致体验并形成有效的竞争优势和进入壁垒。这些网络分别是：仓储网络、综合运输网

络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链网络及跨境网络。截至 2024 年 9 月 30 日，公司的仓储网络已几乎覆盖全国所有的县区，包括由京东物流运营的 1600 多个仓库和由云仓生态平台上第三方业主经营的 2000 多个云仓，仓储网络总管理面积超过 3200 万平方米。

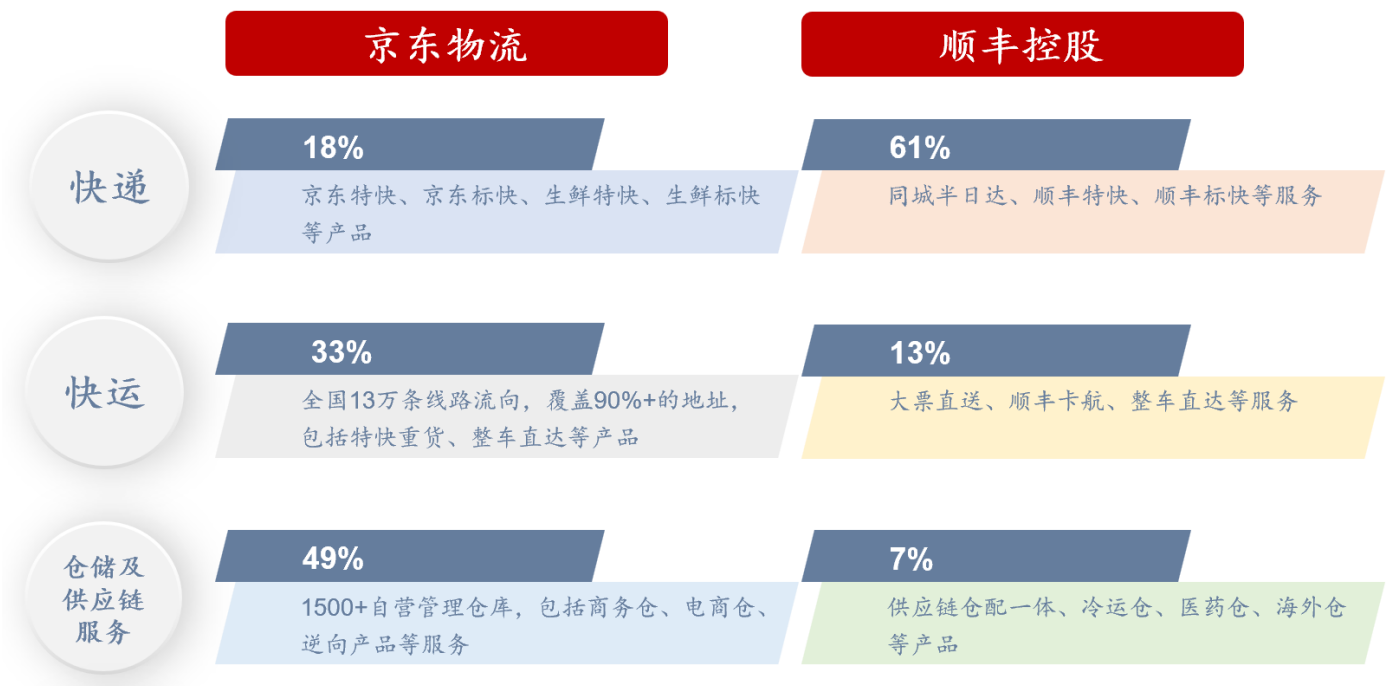
表2：京东物流主要网络介绍

物流基础设施网络分类	具体介绍
仓储网络	截至 2024 年 9 月 30 日，京东物流仓储网络已几乎覆盖全国所有的县区，包括由公司运营的 1600 多个仓库和由云仓生态平台上第三方业主经营的 2000 多个云仓，仓储网络总管理面积超过 3,200 万平方米。截至 2024 年 6 月 30 日，在全国 30 个城市运营了 42 个亚洲一号智能产业园。
综合运输网络	截至 2024 年 6 月 30 日，公司自营运输车辆约 5 万辆，2024 年上半年公司同比新增超过 2,000 台新能源车，持续推进清洁能源车辆使用。通过合作方式覆盖的铁路路线超过 600 条，覆盖的航空货运航线超过 2000 条。2024 年 6 月新增引进自有全货机 1 架，截至 2024 年 6 月 30 日，京东航空已有 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。
最后一公里配送网络	截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有近 34 万名自有配送等操作人员，运营超过 1.9 万个配送站及网点。
大件网络	截至 2024 年 6 月 30 日，拥有超过 200 个大件及重货仓库及超过 200 个大件及重货分拣中心，总管理面积超过 400 万平方米。
冷链网络	截至 2024 年 6 月 30 日，公司运营约 60 个针对生鲜、冷冻和冷藏食品的温控冷链仓库，运营面积约 40 万平方米。此外，截至 2024 年 6 月 30 日，公司还运营超过 30 个药品和医疗器械专用仓库，运营面积超过 30 万平方米。
跨境网络	截至 2024 年 6 月 30 日拥有接近 100 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积接近 100 万平方米。2024 年上半年，公司在美国、阿联酋等地开设新的海外仓，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已在美国、德国、荷兰、法国、英国、越南、阿联酋、澳大利亚、马来西亚等全球 18 个国家和地区落地海外仓。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

同样作为物流行业的中高端服务企业，京东物流和顺丰物流网络都比较完善，但业务结构又有所差异。

图12：京东物流和顺丰控股业务对比（以 2023 年收入计算，百分比为收入占比）



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

作为京东集团物流基础设施，与京东各业务良好互动。京东物流从京东集团获得物流和广告推广服务收入，向京东集团及附属公司支付管理、物业租赁、最后一公里配送以及科技服务费用。具体来看：1）从集团获得的收入：2023 年从京东集团获得供应链解决方案及物流服务收入为 499 亿元，从京东集团获得广告及推广服务收入 3.2 亿，从京东科技获得保理服务费用 11.4 亿元。2）向集团支付的费用：向京东集团支付管理支持的费用 23.1 亿元，向京东集团(京东物产)支付物业租赁费用 17.2 亿，向达达集团支付配送及货运服务费 6.7 亿，向京东科技支付服务费 7.3 亿元。

表3：京东物流关联交易

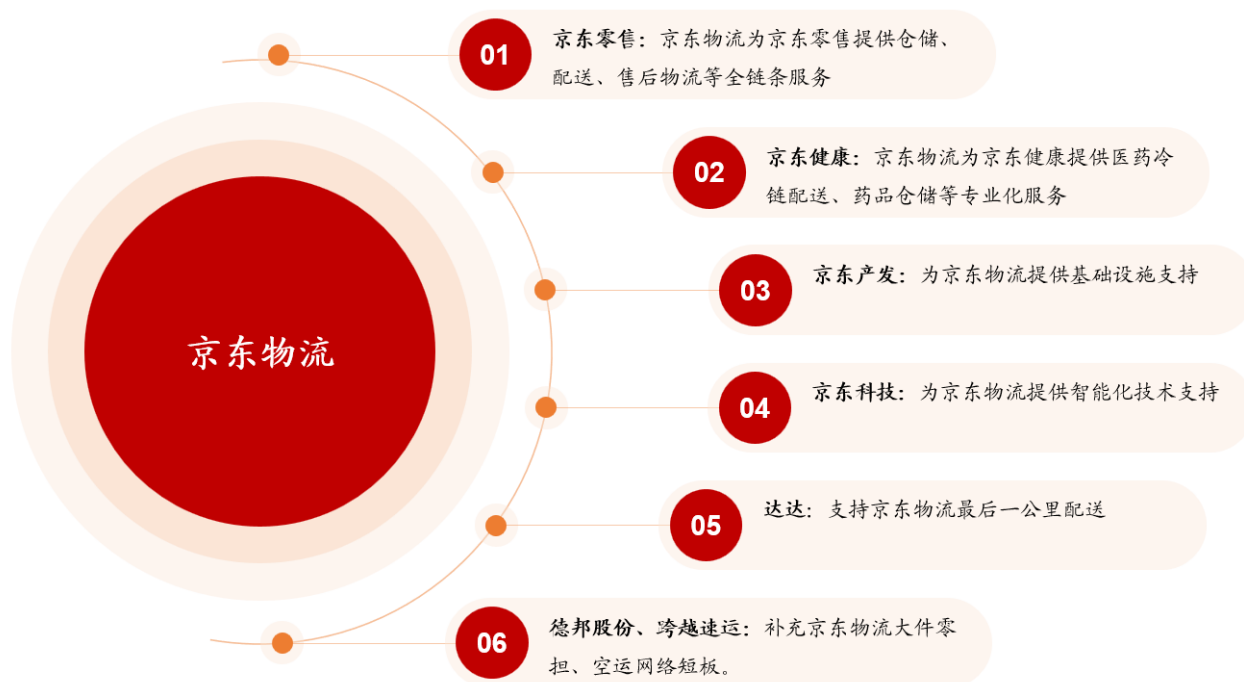
关联交易（百万）	类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
供应链及物流服务	关联收入	26500	30700	39300	46018	48080	49878
广告及推广服务	关联收入	41.1	122.4	163.8	237	302	324
保理服务							1141
从关联方获得的收入		26541	30822	39464	46255	48382	50202
占总收入比例		70%	62%	54%	44%	35%	30%
物产租赁	关联成本	3500	1900	852.6	2172	1222	1715
达达配送	关联成本	903	1542	2203	880	427	542
支付服务	关联成本	110	96	98	110	125	141
共享服务	关联成本	8200	1900	2300	2276	2160	2313
京东科技共享服务	关联成本				178	370	593
保理服务							6
达达货运服务							125
向关联方付出的成本(不含物产租赁)		9213	3538	4601	3266	2712	2995
占成本及费用比例		23%	7%	6%	3%	2%	2%

资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

京东物流与集团内各子公司良好互动，业务协同。京东物流与京东集团内部各子公司之间是一种紧密协作、相互支持的合作关系。作为京东集团的核心基础设施之一，京东物流为集团内各子公司提供高效、智能的物流和供应链服务。京东物流为京东零售提供仓储、配送、售后物流等全链条服务，为京东健康提供医药冷链配送、药品仓储等专业化服务。

京东物流偏向轻资产运营。京东物流也受益于其他子公司的支持，京东科技为京东物流提供智能化技术支持，包括无人仓、无人车、智能分拣系统等，帮助京东物流提升运营效率；京东产发为京东物流提供基础设施支持（物流园区等），目前京东物流主要的仓储资产是向京东产发租赁的，京东物流轻装上。

图13: 京东物流与集团内其他公司互相协同



资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

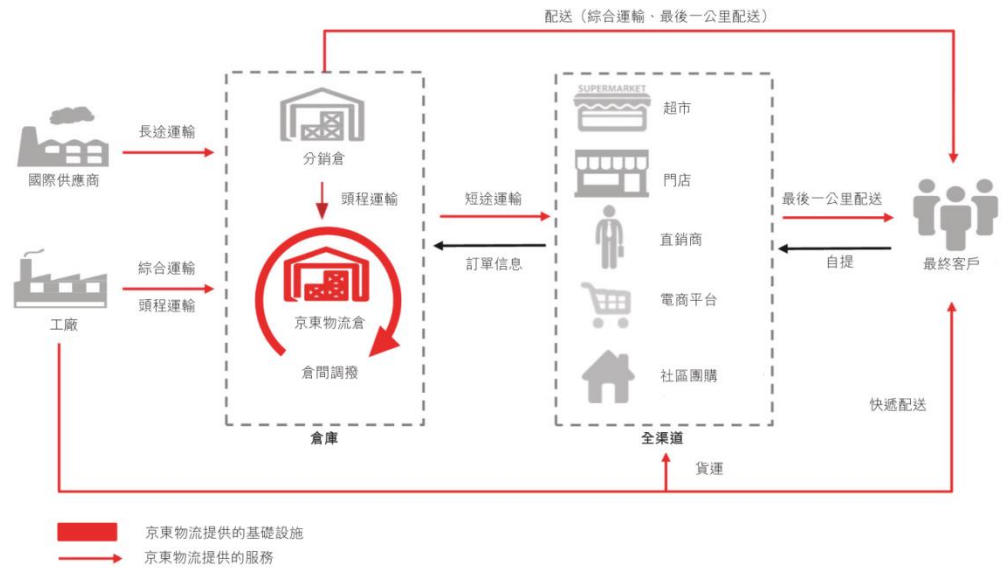
公司设计并开发了覆盖广泛且一体化的物流网络, 从而减少中间环节并缩短履约时间。当订单下达后, 从终端消费者最近的仓库发出货物, 从而实现迅速的履约并获得较高的消费者满意度。通过该流程, 京东物流与众多供应商、制造商、贸易商、品牌、个人及其他业务合作伙伴建立了紧密的合作关系。

京东物流提供针对不同垂直领域的特定需求量身定制的各种供应链解决方案, 例如快速消费品、服装、家电、家具、3C、汽车和生鲜。根据公司招股说明书, 京东物流前三大垂直领域为: (i)快速消费品; (ii)家电及家具; 及(iii)3C, 其合共占外部一体化供应链客户收入的超过 70%。

2024 年上半年, 公司在家电、服饰、酒水等行业与多个头部客户深化合作, 同时, 针对腰部客户打造了标准化的服务产品, 促进外部一体化供应链客户收入的稳健增长。2024 年上半年, 公司的一体化供应链客户收入达到人民币 418 亿元, 同比+7.5%; 其中外部一体化供应链客户收入达到人民币 154 亿元, 同比+2.7%, 保持稳健的增长趋势。

以快消品为例: 快速消费品的共同特征包括: (i)数量大且成本低; (ii)高周转率; 及 (iii)全渠道分销。京东物流为快速消费品客户提供全渠道存货管理及供应链优化解决方案, 帮助其将不同销售渠道的所有订单及存货数据可视化, 以便更好地管理其在仓库及多层分销网络之间的存货分配。强大的技术能力使公司能够简化大量 SKU 的库存管理, 包括监控各产品的有效期, 以最大程度减少过期相关潜在损失。公司的解决方案亦使客户全面了解其供应链, 例如可供出售的商品数量、商品地理位置、剩余保质期及可追溯的运输路线。客户可根据公司提供的资料作出明智的决策, 从而显著减少时间及其他供应链管理成本。

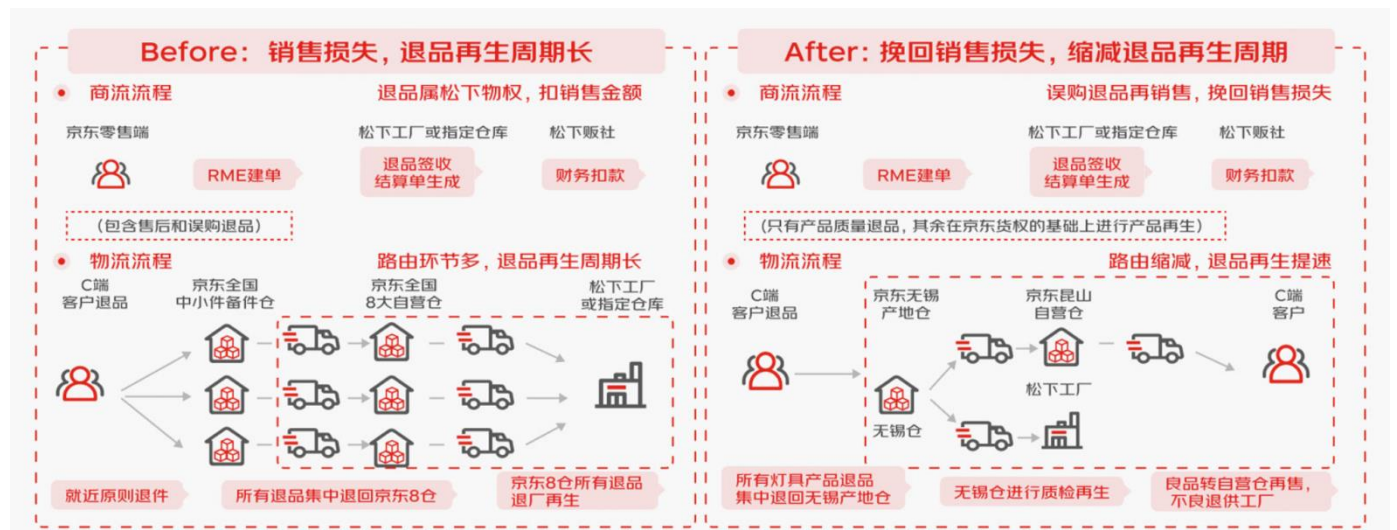
图14: 快消品行业解决方案



资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

家电家居行业: 公司将部分仓库建在家电厂及家具厂集中区域的临近地带, 以便于客户可直接将产品运往最近的产地仓从而最大限度地降低其仓储及运输成本。智能仓储管理系统、强大而广泛大件配送网络及优质的最后一公里配送服务利于公司更好地向家电及家具行业的客户提供全面服务, 包括跨销售渠道仓库的一体化管理、高效及低成本的履约和派件以及优质送货上门和安装服务。公司同时也提供售后服务, 从而帮助公司的客户及时且低成本地满足其终端消费者的售后需求, 包括逆向物流、维修及退货。公司的端到端供应链解决方案及物流服务 (从工厂揽件延伸至送货上门、组装及安装服务以及售后服务) 极大降低公司客户的管理及履约成本。

图15: 公司为松下提供的解决方案



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2 一体化供应链物流市场正盛，行业集中度有望持续提升

根据京东物流招股说明书，中国一体化供应链物流市场归母预计到 2025 年将进一步增至人民币 31900 亿元，市场渗透率在 2025 年有望达到 34.6%。中国外包物流服务市场同样发展迅速，预计 2025 年市场规模约为 9.2 万亿元。按 2023 年收入计算，京东物流是全球第五大综合物流服务商，在国内排名第二，占 2023 年中国第三方物流支出总额的比例约为 1.7%（排名第一的顺丰占比约 2.6%）。相比之下，2023 年美国最大的综合物流服务提供商占第三方物流支出总额的比例达 6.2%，国内市场龙头公司份额有望进一步提升。

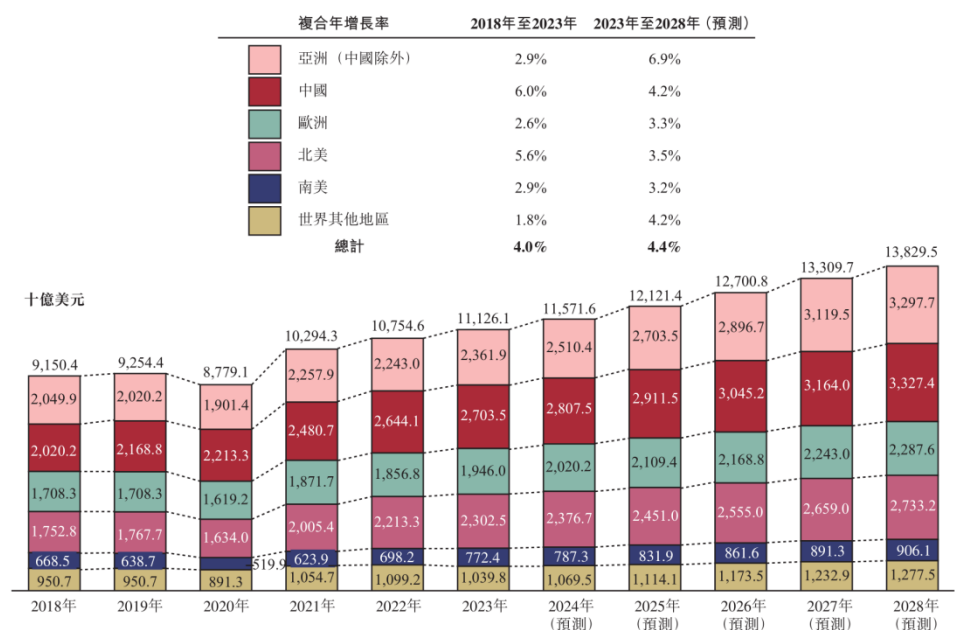
传统快递行业仍在发力。2018 年抖音、快手新兴平台先后布局直播电商板块，主播崛起，直播电商进快速发展时期。根据艾瑞咨询，2024 年直播电商市场规模预计约 5.9 万亿元，同比增速近 20%。快递行业依旧释放强劲增长信号，2024 年全国快递件量增速达 21.5%，我们预计 2025 年行业仍有望实现双位数增长。同时 2024 年底开始的各平台送礼新功能为行业增长注入新的动力。

2.1 综合物流需求持续增长，外包物流渗透率提高

全球物流支出仍保持较快增速。根据顺丰控股招股说明书，2023 年全球物流支出总额为 11.1 万亿美元，预计 2028 年将达到 13.8 万亿美元，年复合增速为 4.4%。在所有地区中，亚洲是全球物流市场中规模最大及增长最快、集中度最低的地区之一。2023 年，亚洲地区物流支出高达 5.1 万亿美元，占全球市场的 45.5%，预计 2023 年至 2028 年复合增速为 5.5%。

2023 年中国占据亚洲份额约 53.4%，并预计于 2023 年至 2028 年间将以 4.2% 的年复合增速增长。受益于强劲的经济增长、持续的城市化、不断增长的消费需求，以及受到东南亚在全球供应链中的重要性不断扩大、跨境电商崛起、政府利好政策及区域贸易举措推动而日益繁荣的贸易，预计同期中国以外亚洲市场的年复合增速将达到 6.9%。

图16：全球物流支出情况

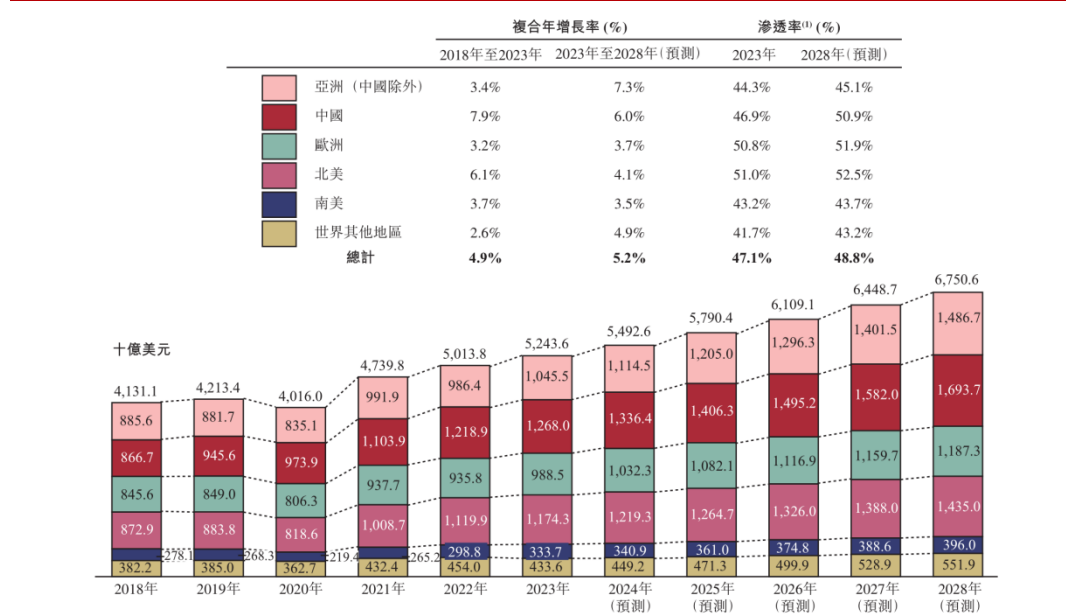


资料来源：顺丰控股招股说明书，Wind，浙商证券研究所

外包物流渗透率持续提升。2023 年至 2028 年期间，全球第三方物流支出年复合增速预计为 5.2%，而同期全球物流支出的年复合增速仅为 4.4%，反映了全球第三方物流的渗透率不断提高，自 2023 年的 47.1% 上升到 2028 年的 48.8%。

企业自营物流到第三方物流的需求转移主要由几个因素驱动，包括第三方物流卓越的服务质量、运营效率、时效性和成本节约。企业自营物流通常在服务能力、质量及可靠性等方面难以与专业的第三方物流服务提供商相匹配。通过物流外包，企业可分配出更多时间及资源专注于其核心竞争力，同时优化物流成本及终端客户体验。亚洲是第三方物流支出规模最大且增速最快的地区。

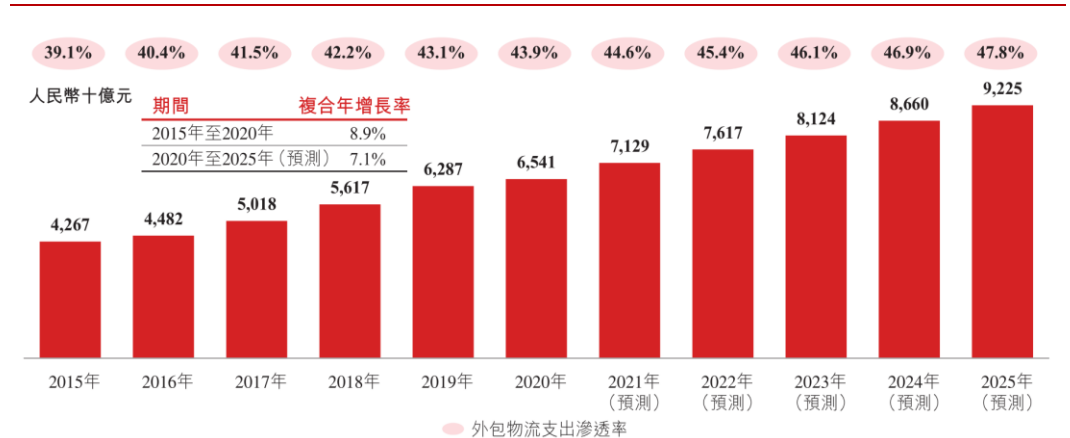
图17：全球第三方物流市场规模情况



资料来源：顺丰控股招股说明书，Wind，浙商证券研究所

中国外包物流服务市场同样发展迅速，预计将由 2020 年的人民币 6.5 万亿元增至 2025 年的人民币 9.2 万亿元，年复合增速为 7.1%，高于同期物流支出总额的年复合增速（为 5.3%）。根据公司招股说明书，2025 年外包物流服务渗透率预计将提升至 47.8%，外包物流服务使企业的物流效率更高，同时避免了建造自有物流基础设施的巨大前期成本。

图18：中国外包物流支出情况



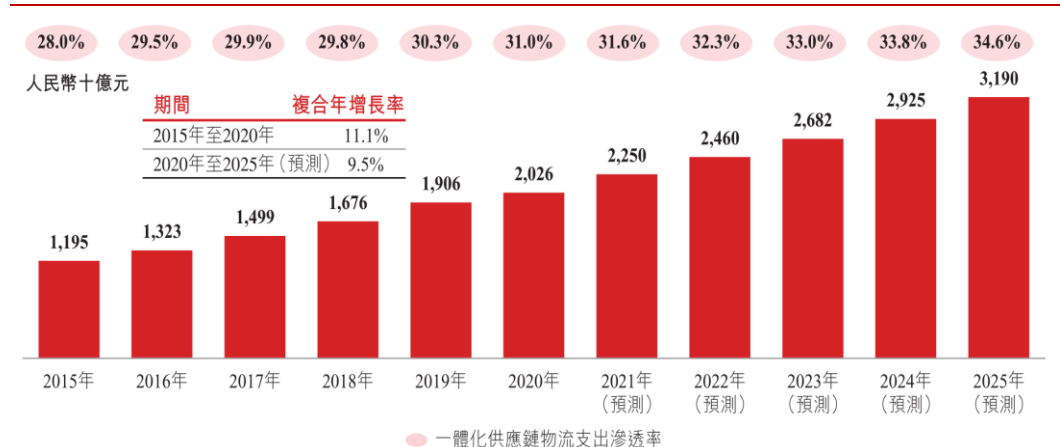
资料来源：京东物流招股说明书，Wind，浙商证券研究所

2.2 一体化供应链物流正在兴起

一体化供应链物流服务供应商提供更加全面的物流服务，包括快递、整车及零担运输、最后一公里配送、仓储及其他增值服务（如上门安装和售后服务），随着企业对外包供应链物流服务的需求已逐渐由同质向多元化转变，导致一体化供应链物流服务市场的增速普遍超过外包物流服务市场，一体化供应链物流服务具有更加一体化及实现端到端、先进的技术应用和数据赋能、增强客户业务运营的能力等显著特点。

2020 年中国一体化供应链物流服务行业的市场规模达 20260 亿元，预计到 2025 年将进一步增至人民币 31900 亿元，复合年增长率为 9.5%。此外，一体化供应链物流服务渗透率预计将由 2020 年的 31.0% 增至 2025 年的 34.6%。

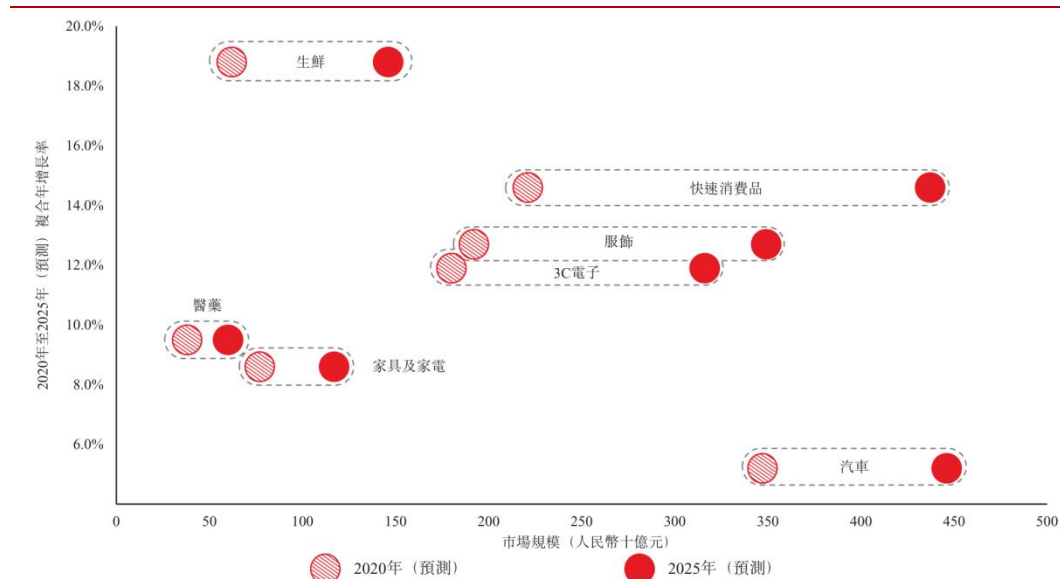
图19：中国一体化供应链物流支出情况



资料来源：京东物流招股说明书，Wind，浙商证券研究所

根据公司招股说明书，2020 年至 2025 年，汽车、服饰、快速消费品、3C 电子、生鲜、医药、家具家电的一体化供应链物流支出复合增长率分别为 5.2%/12.7%/14.6%/11.9%/18.8%/9.5%/8.6%。

图20：按垂直领域划分的一体化供应链物流市场规模及增长情况



资料来源：京东物流招股说明书，Wind，浙商证券研究所

2.3 市场格局：集中度有望进一步提升

根据公司招股说明书，由于市场规模庞大及各垂直领域的行业特定要求，中国一体化供应链物流服务市场高度分散。按 2020 年收入计，排行前十的企业仅占 9.0% 的市场份额，京东物流市场份额为 2.7%。

表4：2020 年中国一体化供应链物流服务商排名

排名	公司	上市状态	仓库面积 (百万平方米)	收入 (人民币十亿元)	市场份额
1	京东物流	否	21.0	55.6	2.7%
2	公司 A	是	6.0	23.0	1.1%
3	公司 B	是	4.0	19.6	1.0%
4	公司 C	否	7.0	14.2	0.7%
5	公司 D	否	6.5	14.0	0.7%
6	公司 E	否	1.5	13.7	0.7%
7	公司 F	否	2.0	13.0	0.6%
8	公司 G	否	1.4	10.9	0.5%
9	公司 H	否	12.1	10.2	0.5%
10	公司 I	否	4.3	9.2	0.5%

资料来源：京东物流招股说明书，浙商证券研究所

根据顺丰控股招股说明书，从综合物流服务提供商分类角度看，按 2023 年收入计算，京东物流是全球第五大综合物流服务商，在国内排名第二，占 2023 年中国第三方物流支出总额的比例约为 1.7%（排名第一的顺丰占比约 2.6%）。相比之下，2023 年美国最大的综合物流服务提供商占第三方物流支出总额的比例达 6.2%，国内市场龙头公司份额有望进一步提升。

表5：综合物流服务提供商的全球排名及市场份额（按 2023 年收入计）

排名	公司	总部	收入(按十亿美元计)	市场份额 (%)	业务模式	独立性
1	公司 A	美国	91.0	1.7%	直营	独立
2	公司 B	美国	87.8	1.7%	直营	独立
3	公司 C	德国	86.0	1.6%	直营	独立
4	顺丰控股	中国	38.4	0.7%	直营	独立
5	京东物流	中国	24.7	0.5%	直营	隶属于电商平台
6	公司 E	日本	17.0	0.3%	直营	独立
7	公司 F	法国	16.5	0.3 %	直营	独立
8	公司 G	日本	13.5	0.3%	直营	独立
9	公司 H	中国	13.1	0.2%	部分直营	隶属于电商平台
10	公司 I	日本	10.0	0.2%	直营	独立
	其他		4845.6	92.4%		
	总计		5243.6	100.0%		

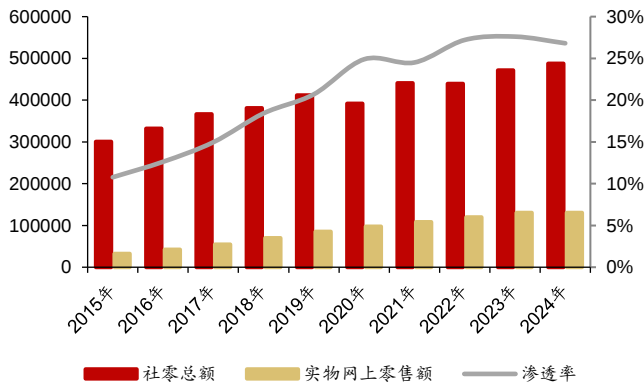
资料来源：顺丰控股招股说明书，浙商证券研究所

2.4 新兴电商模式层出不穷，行业包裹量有望再创新高

随着中国的电商发展，网购发展日益成熟。2024 年我国社零总额约 48.8 万亿，其中实物商品网上零售额约 13.1 万亿，同比+6.5%；截止 2024 年 12 月我国实物商品线上化率约 26.8%。

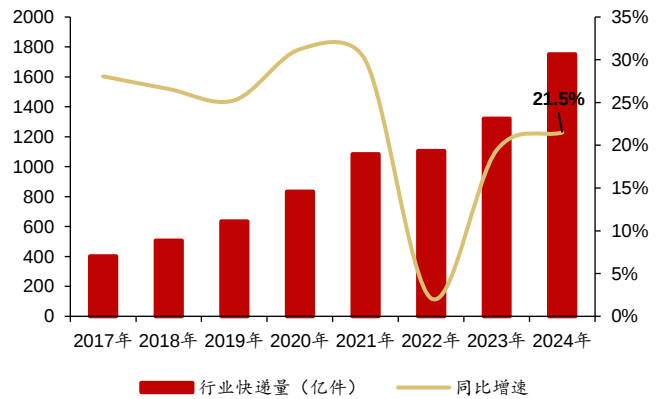
2024 年行业件量持续超预期。随着商流爆发式增长，快递量也经历了高速增长阶段。零售电商经过近二十年的衍变发展，逐渐进入存量发展阶段。2024 年受益于直播电商发展及轻小件化的趋势，快递业务量累计完成 1750.8 亿件，同比增长 21.5%。

图21：社零及实物网上零售额（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：中国快递量及增速



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

新兴模式电商崛起。2018 年抖音、快手新兴平台先后布局直播电商板块，主播崛起，直播电商进入快速发展时期。根据艾瑞咨询，2024 年直播电商市场规模预计约 5.9 万亿元，同比增速近 20%。虽然行业增速出现一定下滑，但依旧在释放增长信号。

微信小店送礼功能上线或带增长新动力。12 月 18 日，微信小店官方发布公告，正式开启“送礼物”功能的灰度测试，通过降低行动门槛满足用户社交需求，提高使用频率，有望提升社交关系在电商生态中的分量。与此同时，淘宝、京东、抖音等纷纷更新了送礼物功能，有望为快递服务带来新的增长动力。京东物流也全面接入淘天平台，持续拓展服务场景，扩容外部电商客户，带动业务量增长。

表6：上游电商 GMV 预测（亿元）

公司	类别	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PDD	GMV		1412	4716	10066	16676	24410	31200	40451	48101	54621
	YOY			233.99%	113.44%	65.67%	46.38%	27.82%	29.65%	18.91%	13.55%
	taobao	22020	26890	31150	33870	35902	36979	34761			
	YOY	17.31%	22.12%	15.84%	8.73%	6.00%	3.00%	-6.00%			
BABA	T-mall	15650	21310	26120	32020	39064	42971	40822			
	YOY	28.81%	36.17%	22.57%	22.59%	22.00%	10.00%	-5.00%			
	GMV 加总	37670	48200	57270	65890	74940	79760	75772	71854	78156	79492
	YOY	21.83%	27.95%	18.82%	15.05%	13.74%	6.43%	-5.00%	-5.17%	8.77%	1.71%
JD	GMV	6582	11248	16768	20854	26125	32970	34816	35394	38604	40632

	YOY	47.41%	70.89%	49.08%	24.37%	25.28%	26.20%	5.60%	1.66%	9.07%	5.25%
	GMV						8000	14100	22000	33000	42900
抖音								76.25%	56.03%	50.00%	30.00%
				596.41	3811.68	6800.36	9011.56	11843.71	14852.01	17601.12	
快手					539.10%	78.41%	32.52%	31.43%	25.40%	18.51%	
		60860	78754	97406	121579	152130	164711	181543	212712	235245	
总体 GMV	YOY		29.40%	23.68%	24.82%	25.13%	8.27%	10.22%	17.17%	10.59%	

资料来源：Wind，新茅榜，彭博，各公司财报，浙商证券研究所

3 仓网配一体化+科技打造优势壁垒，国补政策持续发力

京东物流通过“仓网配一体化+技术中台”双引擎驱动，构筑起难以复制的供应链服务壁垒，叠加国补政策，形成业绩增长双支柱。

3.1 未来看点一：仓网资源优势显著，外部订单业务增强规模效应

3.1.1 重资产布局仓储资源，打通商流物流

京东物流的仓网数量和多层次仓网网络优势，可按需将客户货物放置最佳位置的仓储中，提升配送速度和货物周转。另一方面，以京东自营的“亚洲一号”为代表的大型智能仓储，拥有业界最顶级的仓内技术水平和管理经验，能够将相关技术和经验复用于普通仓储，实现整体仓网全局性的效率提升。

截至2024年9月30日，公司仓储网络已几乎覆盖全国所有的县区，包括由公司运营的1600多个仓库和由云仓生态平台上第三方业主经营的2000多个云仓。公司仓储网络总面积超过3200万平方米，包括云仓生态平台上云仓的管理面积。截至2024年6月30日，公司在全国30个城市运营了42个亚洲一号智能产业园。

公司和众多云仓合作伙伴建立合作，不断升级系统能力，提高运营的稳定性，从而进一步形成更强大的生态体系，这有助于丰富一体化供应链产品矩阵，满足不同客户的需求，最终助力更多客户实现降本增效。

与京东物流对比，截至2024年6月30日顺丰运营自营1800多个仓库，面积超1000万平方米，京东物流仓储方面优势较为显著。京东物流可按需将客户货物放置离终端最近的仓储中，提升库存周转速度，加快配送速度。

表7：京东物流和顺丰仓储资源对比

	京东物流	顺丰控股
仓储网络对比	◆ 自营1600多个仓库和由云仓生态平台上第三方业主经营的2000多个云仓。仓储网络总面积超3200万平方米 ◆ 42个亚洲一号智能产业园 ◆ 运营约60个针对生鲜、冷冻和冷藏食品的温控冷链仓库，运营面积约40万平方米。 ◆ 超过30个药品和医疗器械专用仓库，运营面积超过30万平方米	◆ 运营仓库超1800个，面积超1000万平方米（加盟商合作仓库63座，面积105万平方米） ◆ 食品冷库131座，面积约80多万平方米 ◆ 医药仓库16座，面积超16万平方米

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

按仓储级别划分，京东物流的仓储包括中央物流中心（CDC）、区域物流中心（RDC）、前端物流中心（FDC）。CDC 基本储存京东商城绝大多数 SKU，一个 CDC 服务覆盖一个或多个省，CDC 主要代表就是京东“亚洲一号”仓储园区。FDC 属于为更接近终端消费者的小型仓库，储存附近地区需求量较高的“爆款”产品但储存的 SKU 较少，目的是更快速触达消费者。RDC 面积和覆盖区域介于 CDC 和 RDC 之间。

“亚洲一号”是京东物流自建、面积超过 10 万平米、拥有自动化设备的智能仓群。以昆山亚洲一号智能园区为例，昆山亚一整体园区面积超 50 万平方米，相当于 70 个足球场，成为全球规模最大的仓拣一体智能物流园区。其自动分拣中心拥有超过 80 条自动分拣线，1 万个智能分拣机器人，分拣准确率也达到 99.99%。在京东 618 期间，分拣中心全天 24 小时不间断作业，具备日均分拣超 450 万件包裹的能力。在智能化方面，“亚洲一号”拥有仓库管理系统(WMS)、运输管理系统(TMS)及订单管理系统(OMS)，能够打通商流和物流两端，实现精准的需求预测、商品配送规划，持续优化库存水平。

表8：亚洲一号仓和普通仓库对比

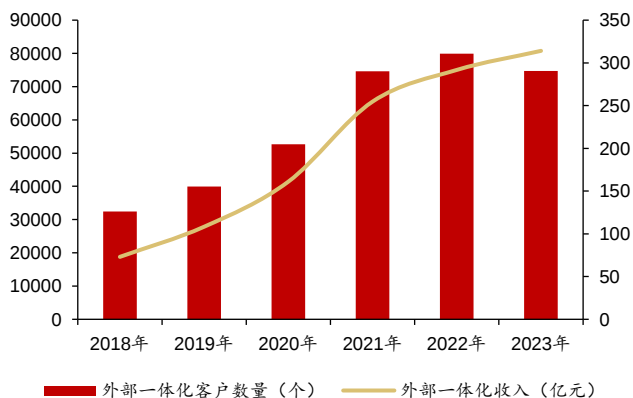
	面积	形态	所有权	单日处理商品能力	自动化设备	AGV 小车
亚洲一号	10 万平方米以上	多个大型仓库组成的物流园	京东自有	超百万单	自动化立体仓储系统，实现高密度存储，存取、搬运、拣选效率约为传统人到货方式的 5-10 倍	自动引导小车（AGV），替代人工模式的搬运重物 and 重复常规的物料搬运工作
普通仓库	几百到数千平米	单一仓库	一般为租赁	数千到 1 万单	自动化程度相对低	

资料来源：罗戈网，浙商证券研究所

3.1.2 外部订单增量带来的规模效应显著

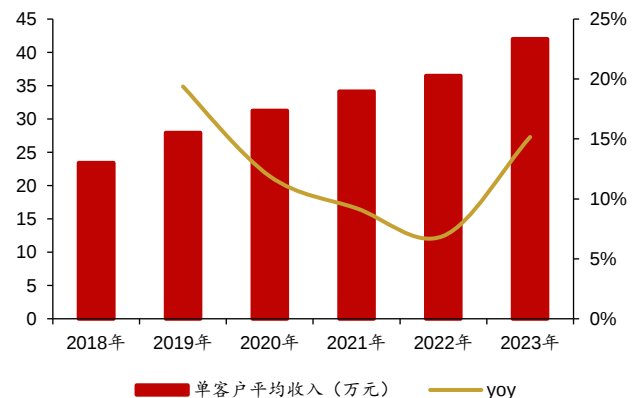
随着一体化供应链市场的发展和客户的开拓，来自外部的客户的收入占比逐渐提升，2018-2023 年外部一体化供应链业务收入占一体化供应链整体收入比重分别为 21.4%/25.9%/29%/35.8%/37.7%/38.5%，2023 年公司外部一体化供应链客户数量为 74714 个，平均单客户收入为 42 万元。

图23：外部一体化供应链业务的收入及客户数量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

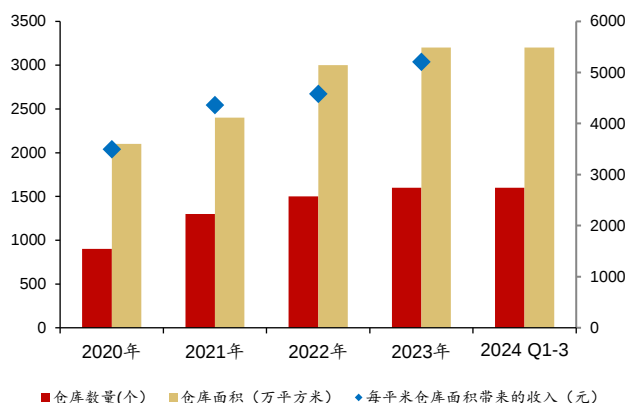
图24：外部一体化供应链业务单客户收入



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

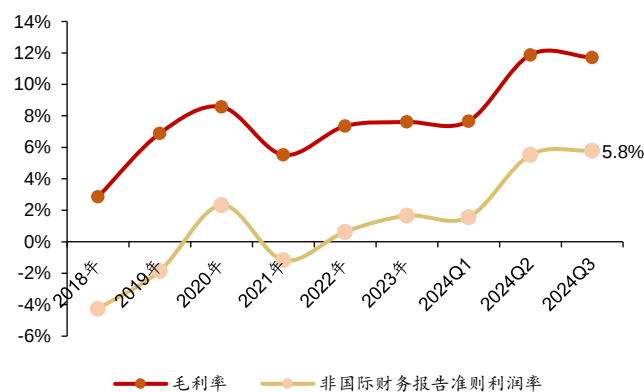
随着业务体量增长，公司收入的规模效应日益显著。2018-2023 年公司营业收入从 379 亿元增长至 1666 亿元，年复合增速约 34%，其中一体化供应链收入 2019-2023 年增速分别为 23%/33%/28%/9%/5%；其他业务 2019-2023 年收入增速为 115%/122%/89%/78%/42%。每平方米仓库面积带来的收入也有明显提升，2020-2023 年分别为 3494/4362/4580/5207 元；2024Q3 实现调整后利润率 5.8%，再创新高。

图25：公司仓储情况及坪效（右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

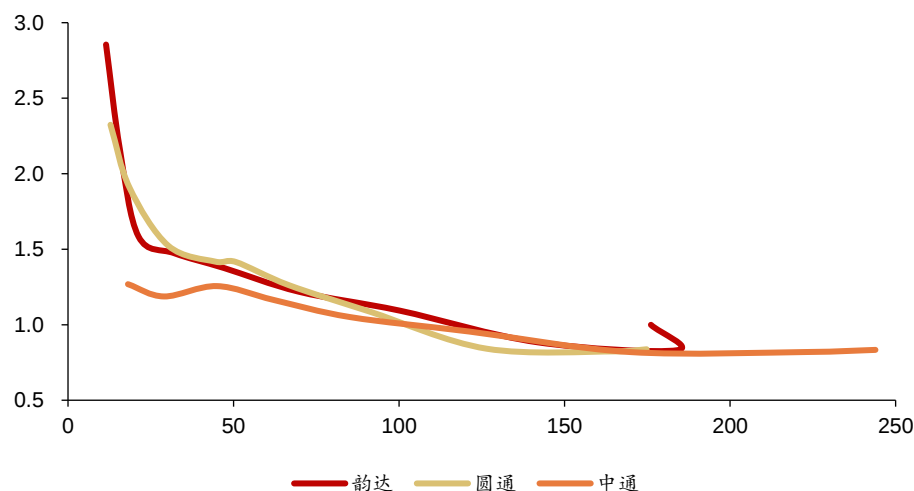
图26：2024 年以来利润率显著提升



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

快递行业本身具有显著的规模效应，以通达系快递企业为例，随着包裹量的增长，单票成本明显下降。同样随着京东物流订单量的提升，仓储、运输等各环节产能利用率有望继续提高，公司业绩也有望持续释放。

图27：快递行业规模效应显著（快递量/亿件，横轴；单票成本/元，纵轴，不含派费）



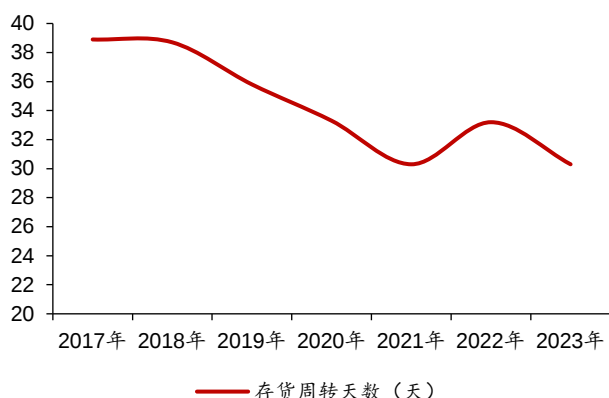
资料来源：各公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.2 未来看点二：京东集团带来独有资源禀赋，国补政策持续发力

京东集团作为国内领先的零售商，2023 年度实现营业收入 1.08 万亿元，根据 Bloomberg 预测，预计截至 2024 年底拥有 6.5 亿年活跃买家和 3.9 万亿 GMV，具有强大的消费者洞察和需求预测能力。

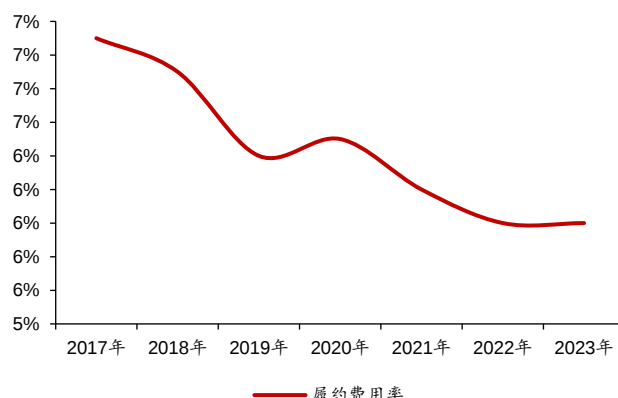
对于仓储模式，需要精准预测需求、将货物提前运转至离终端需求最近的仓库，京东强大的商流能够帮助京东物流更精准的运转货物，提升存货周转率降低履约费用。根据京东财报，京东集团整体存货周转天数从 2017 年的 38.9 天降到 2023 年的 30.3 天，履约费用率从 2017 年的 7.1% 降到 2023 年的 6.0%。

图28： 京东集团存货周转天数



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图29： 京东集团履约费用率

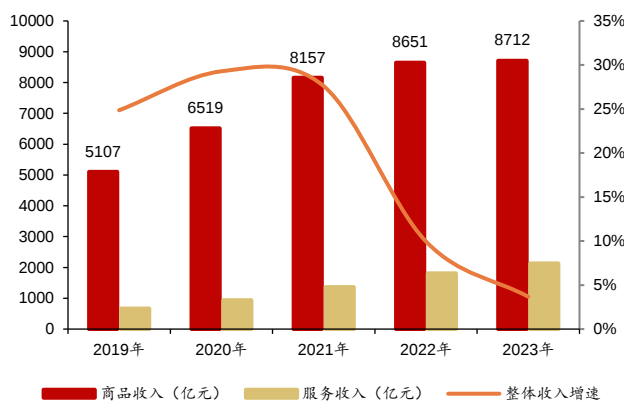


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

京东在家电和 3C 数码领域已构筑起深厚的消费心智“护城河”。根据京东集团收入分类，电子产品及家用电器商品收入超 60%，日用商品收入占比近 40%。

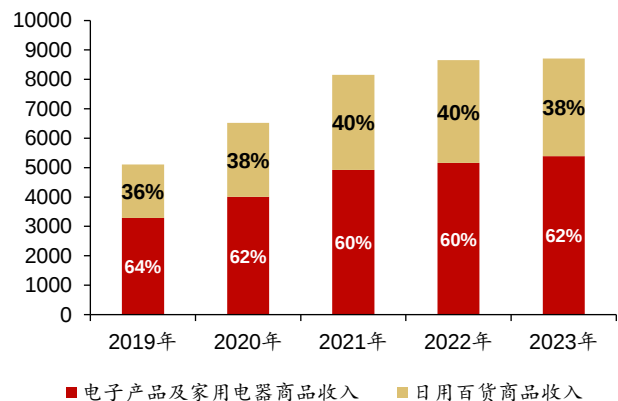
根据京东物流招股说明书，公司前三大垂直品类：快消品/家电家居/3C 合计占外部一体化供应链客户收入超 70%，同时公司也在不断挖潜增效，拓展客户行业，进一步深化与各行业头部客户的合作，同时针对腰部客户打造标准化产品，推动收入稳健增长。

图30： 京东集团收入情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图31： 京东集团商品收入分类



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

国补再助力京东物流订单量。2024 年 3 月以来，国务院、发改委等部门陆续出台关于推动和支持大规模设备更新和消费品以旧换新的相关方案，支持力度不断增强，各地区加力推动家电以旧换新工作全面启动。

根据国家统计局数据，2024 年 1-12 月家电社零同比+12.3%，其中 9、10、11、12 月分别同比+20.5%、+39.2%、22.2%、39.3%，国补政策效果较为显著。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至 12 月 6 日 24 时，2963.8 万名消费者购买 8 大类家电产品 4585 万台，带动销售 2019.7 亿元。

星图数据显示，2024 年“双十一”购物节期间，家用电器全网总销售额为 1930 亿元，占比 16.3%，位居品类第一，同比增长 26.5%，其中京东在家电和 3C 数码两大品类的市场占比分别达到 42.8%和 39.1%。

1 月 15 日，商务部等部门印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》，明确了新一轮国补补贴商品品种与标准。1 月 20 日，部分省市正式开启“国补”。在 3C 品类握有领先优势的电商平台——京东，国补上线省市中，手机环比增长 200%，平板电脑环比增长 300%，智能儿童手表环比增长 100%的销售成绩。

表9：相关行业政策内容

	相关政策及文件	具体内容
2024/2/23	中央财经委员会	鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。
2024/3/13	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	坚持市场为主、政府引导，鼓励先进、淘汰落后，标准引领、有序提升，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。
2024/7/25	国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。
2024/8/24	商务部等 4 部门办公厅关于进一步做好家电以旧换新工作的通知	各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。
2025/1/13	商务部等 5 部门办公厅关于印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》的通知	个人消费者购买手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），可享受购新补贴。每人每类可补贴 1 件，每件补贴比例为减去生产、流通环节及移动运营商所有优惠后最终销售价格的 15%，每件最高不超过 500 元。

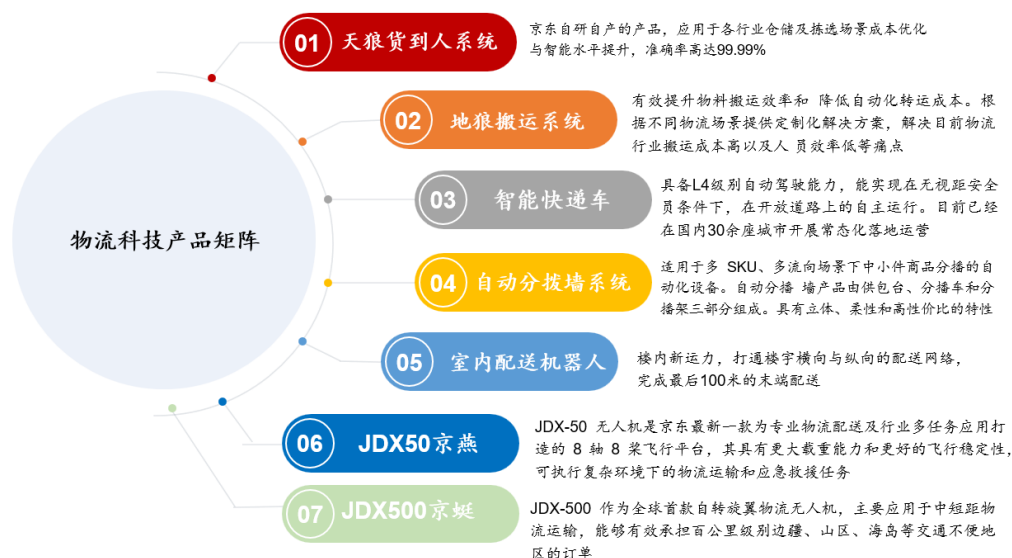
资料来源：中国政府网，国家发改委，国家邮政局，交通运输部，浙商证券研究所整理

3.3 未来看点三：科技赋能，打造物流新质生产力

京东科技作为京东集团的技术中台，通过云计算、大数据、AI、IoT 等核心技术能力全面渗透至京东物流的运营全链条。作为国内领先的技术驱动的物流企业，京东物流始终重视科技创新和应用落地，发展物流新质生产力。京东物流通过“技术+基础设施”双轮驱动，已从“电商物流”转型为开放的技术服务商，其科技能力不仅支撑自身业务，更成为供应链服务的核心卖点。

举例：智能仓储解决方案：聚焦主打行业应用场景，以智能仓储产品为基础，打造标准行业方案，为客户提供智能仓储一站式解决方案。通过数字化、智能化、软硬件一体化的物流科技产品和解决方案，推动高效协同的生态赋能和多元价值的共赢共创。

图32: 京东物流科技产品矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.4 网络持续完善，科技推动高效物流生态建设

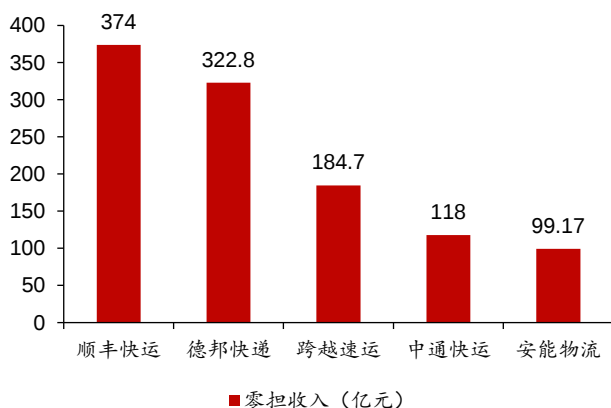
公司拥有包括仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链网络和跨境网络的高度协同的六大网络。这些网络共同构成了京东物流对外提供优质供应链解决方案和物流服务的重要基石。

1) 快运行业

2022 年京东收购德邦后，直营中高端快运行业格局已进入顺丰系和京东系的“双寡头”阶段。同时 12 月 6 日晚京东物流公告收购跨越速运剩下 36.43% 股权，公司表示京东系下快运公司会在符合监管要求的前提下考虑多种方式解决同业竞争问题。在稳定的格局下，直营快运赛道定价能力开始修复，并进入提升产品力阶段。

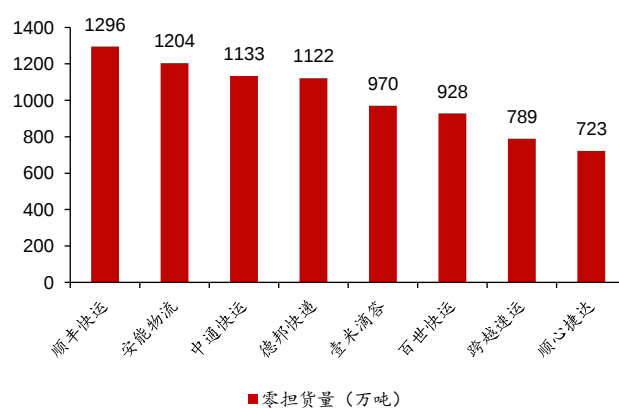
2023 年全国零担市场规模达到 1.22 万亿元，零担收入排名前三的分别是顺丰快运、德邦快递、跨越速运；货量排名中顺丰快运、德邦快递、跨越速运分别位列第 1、4、7。

图33: 2023 年全国零担收入排名



资料来源：运联智库，浙商证券研究所

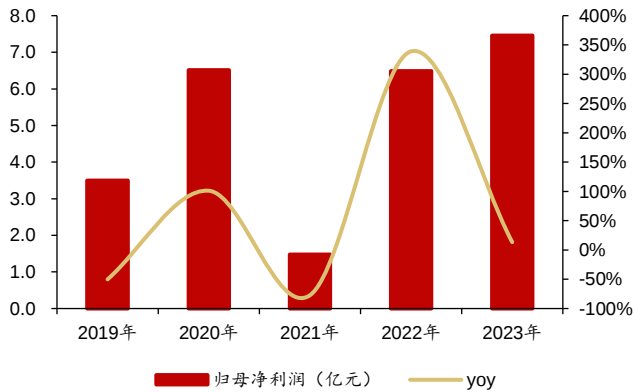
图34: 2023 年全国零担货量排名



资料来源：运联智库，浙商证券研究所

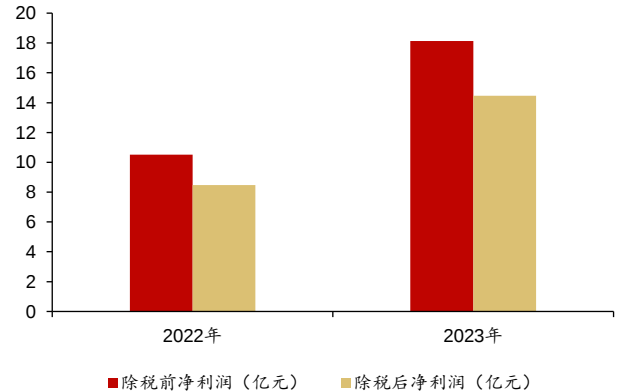
2023 年德邦股份实现归母净利润 7.46 亿元，同比+13%；跨越速运实现除税后净利润 14.5 亿元，同比+70.6%。

图35：德邦股份业绩



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图36：跨越速运业绩



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2) 冷链服务

截至 2024 年 6 月 30 日，京东物流运营约 60 个针对生鲜、冷冻和冷藏食品的温控冷链仓库，运营面积约 40 万平方米。此外公司还运营超过 30 个药品和医疗器械专用仓库，运营面积超过 30 万平方米。

表10：京东物流冷链服务介绍

冷链服务	覆盖场景	服务项目
冷链整车	主流电商平台	合同整车适用于合同客户的生鲜供应链全环节具有整车运输的需求场景需要签订定期的结算合同；增值服务包含送仓、送货上楼、保价、签单返还等
冷链商务仓	主流电商平台	适用场景：适用于生鲜 B2C 电商平台，为京东销售商家提供供应链仓配一体化服务。仓储服务场景：冷链仓储全温层业务，京东自营冷链仓储分布全国七大区，18 个核心城市，满足商家全国铺货需求
冷链卡班	可与生鲜 B 仓做仓配一体化组合售卖，可作为城配产品的底层运输能力	3T 以上大票零担（产地运送至工厂/中央厨房/大型经销商/商家中心仓等）；200kg -3T 中票零担（仓配（送电商仓）和纯配（送经销商）等）；200kg 以下小票零担（送商超/便利店/餐饮门店/电商前置仓等多频少补的门店补货模式）
冷链电商仓	传统 B2C 电商、二类电商、微商、短视频电商；服务品类：食用品、冷链生鲜消费品	以社会化的仓源（自营）或三方运营+京配或三方配为基础，使用 ECLP+WMS 系统，为全渠道生鲜电商客户提供更高性价比、更灵活个性的一体化仓配服务
冷链 TC	为自营、pop 等入京仓客户提供一体化解决方案	生鲜到仓基于全国冷链运输网络，提供一地提货，全国入仓服务。依托多频少补的运营模式，凭借冷链专属网络、更加精准的时效、个性化的增值服务，致力于为入京东仓的生鲜商家提供专业可靠的一体化入仓/退仓服务

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3) 跨境服务

截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有接近 100 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积接近 100 万平方米。

京东物流依托国内仓储运营经验，通过领先的自动化设备应用、库存管理系统升级、运营流程优化，助力中国制造商和中国品牌一站出海，并为全球客户提供优质、高效、全面的一体化供应链解决方案。2024 年上半年，公司在美国、阿联酋等地开设新的海外仓，

截至 2024 年 6 月 30 日，京东物流已在美国、德国、荷兰、法国、英国、越南、阿联酋、澳大利亚、马来西亚等全球 18 个国家和地区落地海外仓，同时以海外仓为核心，进一步构建包括海外仓网、国际转运枢纽、海外国家本土的运配网络及跨国运输网络于一体的全球供应链网络，向更多客户提供服务。

图37： 京东物流国际业务全球海外仓配布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

盈利预测核心假设：

1) 收入方面：随着一体化供应链行业逐渐成熟，我们预计公司一体化供应链客户数量稳步提升，带动一体化供应链收入稳健增长；其他收入（快递、快运等）随着业务量的提升及消费场景的开拓，收入增速预计略高于一体化供应链业务。

2) 成本利润率方面：随着业务量的增加，公司各方面产能利用率有望逐步提升，从而带动整体规模效应释放，利润率有望稳步提高。

综上，预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 1808/1946/2083 亿元，同比分别 +8.5%、+7.7%、+7%，归母净利润分别为 65.26/77.33/89.46 亿元。

表11： 京东物流收入拆分

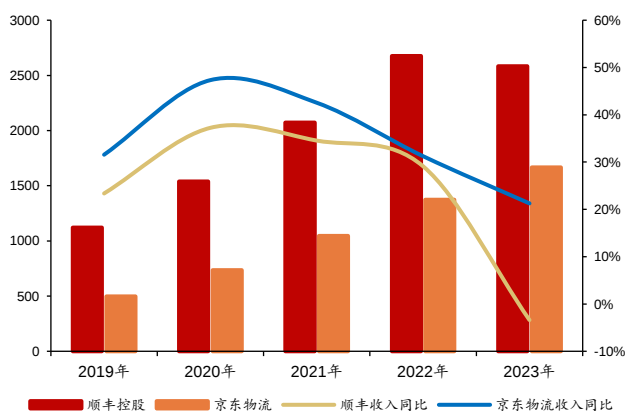
	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	1666.2	1807.5	1946.4	2083.3
yoy	21.3%	8.5%	7.7%	7.0%
一体化供应链收入	814.7	858.0	897.2	934.5
yoy	5.2%	5.3%	4.6%	4.2%
——来自京东	500.6	514.7	524.9	532.8
yoy	3.7%	2.8%	2.0%	1.5%

——外部一体化供应链	314.07	343.39	372.25	401.70
yoy	7.6%	9.3%	8.4%	7.9%
外部一体化供应链客户数量(个)	74714	82933	90811	98984
yoy	-6.5%	11.0%	9.5%	9.0%
外部客单(万元)	42.04	41.41	40.99	40.58
yoy	15.2%	-1.5%	-1.0%	-1.0%
其他客户收入	851.5	949.5	1049.2	1148.8
yoy	42.0%	11.50%	10.50%	9.50%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

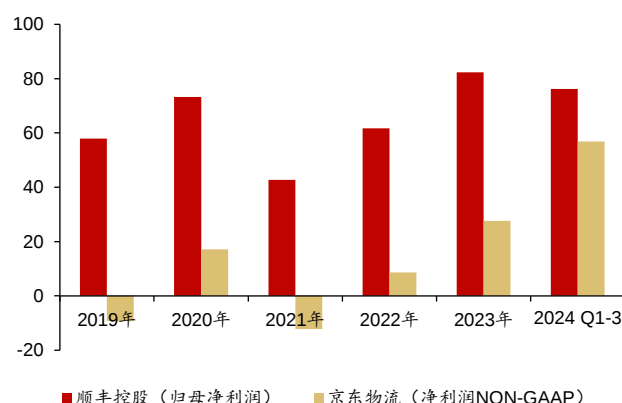
通过对比顺丰控股和京东物流收入利润指标可以看出, 顺丰整体营收规模相较于京东物流具备一定的优势, 盈利表现也相对稳健; 京东物流的收入增速较快, 近两年业绩改善明显。

图38: 顺丰控股和京东物流对比 (收入, 亿元, 左轴)



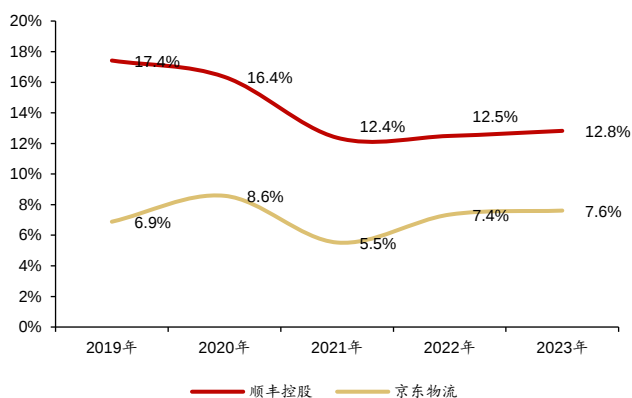
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 顺丰和京东物流业绩对比 (亿元)



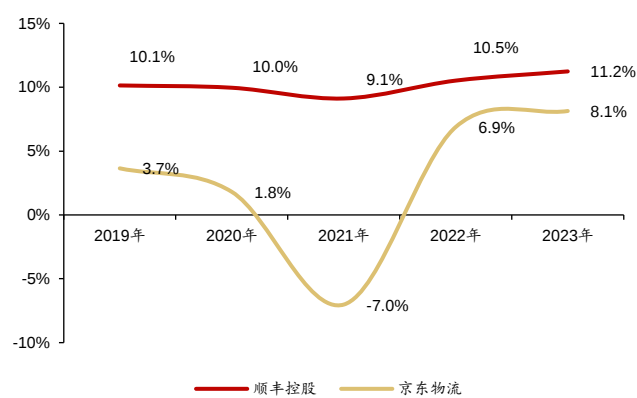
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图40: 顺丰控股和京东物流毛利率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

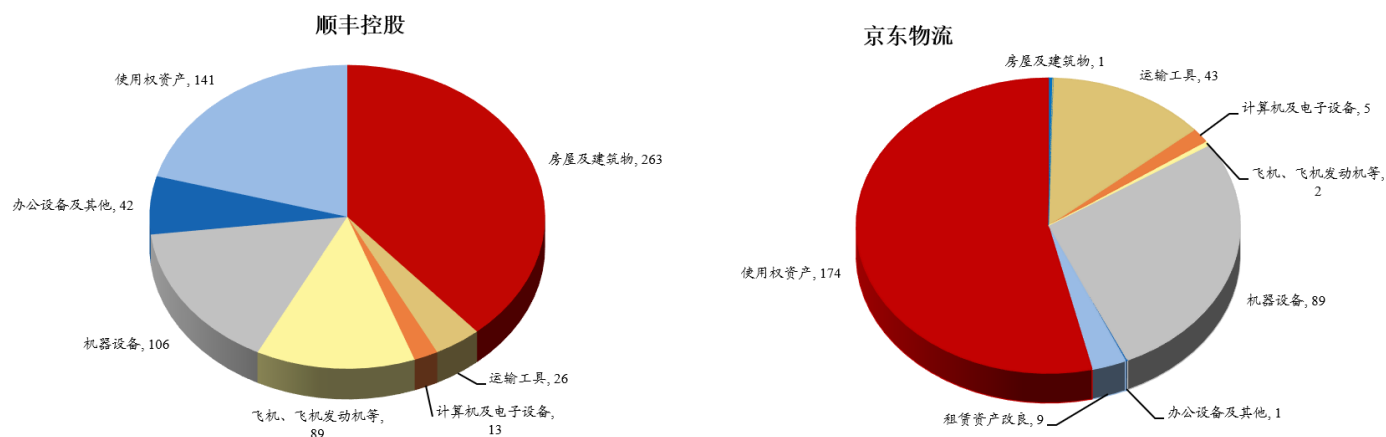
图41: 顺丰和京东物流 EBITDA Margin 对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

京东物流截至 2023.12.31 固定资产总额（不包括在建工程）为 150 亿元，使用权资产总额（主要为租赁物业、土地使用权、飞机等）为 174 亿元；顺丰控股固定资产总额为 539 亿元，使用权资产总额为 141 亿元。京东物流更偏向于轻资产运营，通过集团协同租赁+外部资源整合"构建轻资产弹性网络。

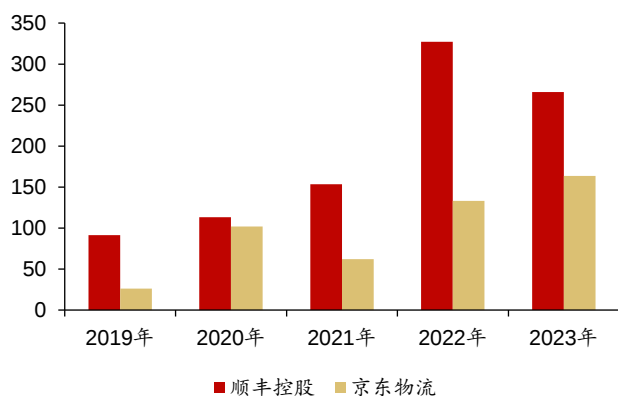
图42： 顺丰和京东物流固定资产+使用权资产结构对比（亿元 2023 年数据）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

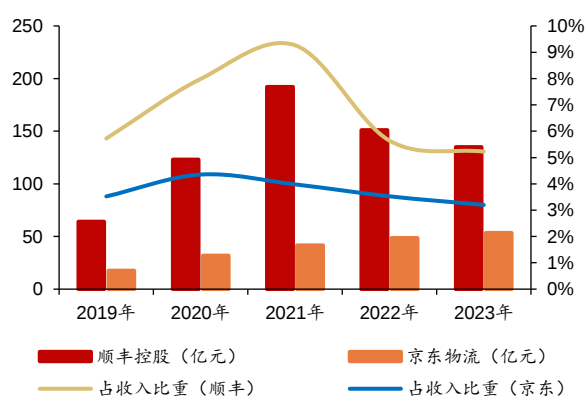
2023 年京东物流经营活动产生的现金流量净额为 164 亿，顺丰控股为 266 亿，二者水平相当。从资本开支的角度看，京东轻资产运营的属性决定了其资本开支水平相较顺丰偏低，并且资本开支占收入的比重基本稳定在 3%左右；顺丰资本开支也呈现下降趋势。

图43： 经营活动产生的现金流量净额对比（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图44： 资本开支（左轴）及占收入比重（右轴）对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

考虑公司业务模式等因素，选取行业的顺丰控股作为可比公司，2024-2026 年顺丰控股 PE 分别为 17.5、15.1 和 12.9 倍。京东作为一体化供应链行业的龙头公司，业务量持续提升，规模效应逐渐显现，叠加京东物流接入淘天，公司营收有望进一步提升，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 65.26、77.33、89.46 亿元，对应 PE 分别为 13.9、11.8 和 10.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表12: 可比公司估值 (2025.2.26)

市值 (亿元)		归母净利润 (亿元人民币)				市盈率 PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002352.SZ 顺丰控股	2031	82.3	100.7	117.2	137.3	24.7	20.2	17.3	14.8
6936.HK 顺丰控股	1765	82.3	100.7	117.2	137.3	21.4	17.5	15.1	12.9
2618.HK 京东物流	909	6.2	65.3	77.3	89.5	137.0	13.9	11.8	10.2

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

- 1) 经济下行: 若经济下行, 将影响行业整体需求从而影响快递包裹量。
- 2) 降本不及预期: 若公司降本效应发挥不及预期, 将影响公司的盈利水平。
- 3) 价格竞争加剧: 若行业竞争加剧, 将导致公司业绩受损或增速放缓

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	56,658	71,102	82,586	94,632
现金	17,207	37,894	45,296	52,521
应收账款及票据	14,709	4,469	4,596	4,688
存货	624	359	373	387
其他	24,118	28,380	32,321	37,037
非流动资产	56,243	45,504	44,759	44,367
固定资产	16,060	16,628	16,964	17,191
无形资产	27,531	26,705	25,906	25,132
其他	12,652	2,172	1,889	2,045
资产总计	112,902	116,606	127,345	138,999
流动负债	39,331	49,331	52,314	54,984
短期借款	4,620	4,851	4,851	4,980
应付账款及票据	8,730	14,359	15,298	16,047
其他	25,981	30,120	32,165	33,956
非流动负债	18,197	5,356	5,356	5,366
长期债务	5,345	5,356	5,356	5,366
负债合计	57,528	54,686	57,670	60,350
普通股股本	1	1	1	1
储备	48,157	54,683	62,416	71,362
归属母公司股东权益	48,158	54,684	62,417	71,363
少数股东权益	7,216	7,235	7,259	7,286
股东权益合计	55,374	61,919	69,676	78,649
负债和股东权益	112,902	116,606	127,345	138,999

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	166625	180751	194636	208335
其他收入	0	0	0	0
营业成本	153942	161540	172098	183397
销售费用	4999	5423	5839	6667
管理费用	3353	2711	2920	3125
研发费用	3571	3615	3698	4167
财务费用	(377)	(245)	(10)	(134)
除税前溢利	1619	8172	9683	11202
所得税	452	1626	1927	2229
净利润	1167	6546	7756	8973
少数股东损益	551	20	23	27
归属母公司净利润	616	6526	7733	8946
EBIT	1242	7927	9673	11068
EBITDA	13570	10679	12422	13800
EPS (元)	0.10	0.98	1.16	1.35

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.27%	8.48%	7.68%	7.04%
归属母公司净利润	144.11%	959.11%	18.49%	15.69%
获利能力				
毛利率	7.61%	10.63%	11.58%	11.97%
销售净利率	0.37%	3.61%	3.97%	4.29%
ROE	1.28%	11.93%	12.39%	12.54%
ROIC	1.37%	8.80%	9.70%	9.96%
偿债能力				
资产负债率	50.95%	46.90%	45.29%	43.42%
净负债比率	-13.08%	-44.71%	-50.36%	-53.62%
流动比率	1.44	1.44	1.58	1.72
速动比率	1.39	1.36	1.50	1.64
营运能力				
总资产周转率	1.52	1.58	1.60	1.56
应收账款周转率	11.24	18.85	42.95	44.88
应付账款周转率	17.27	13.99	11.61	11.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.98	1.16	1.35
每股经营现金流	2.47	4.20	1.97	2.11
每股净资产	7.29	8.23	9.39	10.74
估值比率				
P/E	136.97	13.94	11.77	10.17
P/B	1.88	1.66	1.46	1.28
EV/EBITDA	6.14	5.93	4.50	3.54

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	16,352	27,884	13,082	14,038
净利润	616	6,526	7,733	8,946
少数股东权益	551	20	23	27
折旧摊销	12,328	2,753	2,749	2,732
营运资金变动及其他	2,857	18,585	2,577	2,333
投资活动现金流	(15,099)	(6,453)	(4,692)	(5,864)
资本支出	(5,332)	(2,493)	(2,287)	(2,184)
其他投资	(9,768)	(3,960)	(2,405)	(3,680)
筹资活动现金流	(5,547)	(743)	(988)	(950)
借款增加	(3,931)	242	0	139
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(985)	(988)	(1,089)
其他	(1,616)	0	0	0
现金净增加额	(4,288)	20,687	7,402	7,224

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>