

物流系列深度一：零担

行业边界模糊化，规模效应加速龙头扩张

核心观点：

● 连接快递与整车的万亿市场，区域属性较强致低集中度

零担运输介于快递和整车运输之间，主要承接单票货重在 **30-3000 公斤** 段货物的点对点运输。根据运联传媒估算，**2016 年，零担运输的市场规模达 1.1 万亿，三倍于快递市场。但零担市场整体高度分散，2016 年行业 CR30 只有 4.69%（运联传媒数据测算），远低于快递市场，加上零担企业的产品同质化较强，市场具有完全竞争的属性。零担运输的单价与单位成本低于快递高于整车，整体毛利率偏低。**

● 行业难言绝对龙头，整合渐近格局未稳

零担市场大而散的局面也曾发生在美国，通过强强联合式的并购，美国零担市场 **CR8 已经达到 66%（根据 SJ consulting 数据测算）**。中国零担企业分为全国网络型、区域网络型和专线型。伴随着整合推进三类企业也在结合自身特点加速扩张，其中全国网络型企业加盟整合，区域网络型企业联盟整合，专线型企业平台式整合。**16 年市场排名第一的德邦收入是行业第二的近三倍。但市占率也仅为 1% 左右（运联传媒数据测算），**近两年面临快递企业的进入，市场格局还并未稳定。

● 零担边界模糊化，电商货主导将伴随持续规模扩张

零担市场蛋糕大，快递市场增速快。这使得快递企业和零担企业都纷纷渗透进对方市场。**随着零担快递的市场边界的模糊化，快递零担的融合成为必然趋势。面对快递企业的竞争压力，零担企业目前发展的重心在于深化市场整合、加速规模扩张，以形成网络壁垒。30-100kg 的电商大件是零担企业的优势领域。随着电商大件市场的逐渐激活，电商带动快递扩张的逻辑将在零担企业重演。电商货主导将伴随持续规模扩张。**

● 德邦零担第一股，直营+合伙人模式领头零担市场

德邦主营快递、零担、整车三大业务。受益于公司直营+合伙人的经营模式，以及自有车+外请车的策略，在短短 9 年完成了对全国 31 个省市的运输网络布局，经营网点迅速增长至 **10381 个**，运输车辆达到了 **11716 台**。**2014-2016 年，德邦的货运量以高于 30% 的速度攀升，主营收入的年复合增速达 27%，2016 年营收规模达 170 亿元，其中零担 106.8 亿元，牢牢坐稳了零担行业第一位置。**

公司核心业务主要侧重高端小票快运，凭借定位高端服务，单价显著高于市场上其他零担产品。在一个高度竞争的行业环境中。**德邦能在同比定价较高的情况下保持货量增长和龙头地位充分证明了其综合实力。**

● 风险提示

行业政策风险，规模扩张带来较大的基本开支，行业整合季度不达预期，价格战导致行业利润率水平下行，快递公司渗透加速行业竞争。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-03-25

相对市场表现



分析师：曹奕丰 S0260517080011



021-60750604



caoyifeng@gf.com.cn

相关研究：

【广发交运】快递行业 17H1 2017-08-25

总结：通达系格局微变，成本管控成核心竞争力

联系人：关鹏 021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

目录索引

1. 零担运输：连接快递与整车的万亿市场	5
2. 集中度低产品同质化，行业区域属性较强	7
2.1 零担企业分三种类型，整体市场较为分散	7
2.2 零担运输覆盖范围广，产品同质化较强	8
3. 多元化整合逐渐形成“一超多强”的分层市场	10
3.1 整合从被动到主动，模式呈现出多元化	10
3.2 网络型企业整合：加盟扩网与联盟合营	11
3.3 专线型企业整合：物流平台+物流枢纽园	13
4. 零担边界模糊化，电商将带动行业持续规模扩张	14
4.1 快递零担相互渗透，两业边界逐渐模糊	14
4.2 大件电商市场逐渐激活，带动零担规模持续扩张	16
5. 德邦：零担上市第一股，多元陆运协同发展	18
5.1 公路快运为主业，货量增长强于大市	18
5.2 直营+事业合伙人，经营迅速网络化	20
5.3 侧重高端小票零担，货运规模效应逐渐显现	22
5.4 整车业务短期以价易量，规模快速成长	24
5.5 定位高性价比重货快递，规模效应逐渐显现	25

图表索引

图 1: 公路货运市场分类	5
图 2: 快递单价与成本高于零担整车 (元/吨公里)	6
图 3: 零担整车的人力成本占比相对更低	6
图 4: 中国零担业务与快递业务毛利率对比	7
图 5: 公路零担货运企业分类	8
图 6: 2000 年美国零担企业市场份额分布	10
图 7: 2016 年美国零担企业市场份额分布	10
图 8: 中美零担市场发展进程	11
图 9: 加盟使得零担企业的网点规模快速扩张 (个)	12
图 10: 卡行天下的商业模式	13
图 11: 快递与零担企业的相互渗透	15
图 12: 零售电商增长推动快递市场高速增长	17
图 13: 大小家电网购占比增加 (亿元)	17
图 14: 2017 双十一大家电占生活家电比重高达 73%	17
图 15: 德邦上市前股权结构	18
图 16: 德邦公路货运量持续高增长 (万吨/万票)	20
图 17: 德邦公司货运增速 (百万元)	20
图 18: 德邦事业合伙人参与模式	20
图 19: 德邦事业合伙人制快速成长 (万元/个)	21
图 20: 德邦外请车占比逐渐提高	21
图 21: 德邦自有车和外请车单位成本差异减小	21
图 22: 德邦快递业务占比逐年提高 (万吨)	22
图 23: 德邦大大业务毛利水平 (亿元)	22
图 24: 德邦零担产品单价略微下行 (元/吨公里)	23
图 25: 德邦零担产品货量平稳增长 (百万吨公里)	23
图 26: 德邦精准汽运的单票重量呈上升趋势 (千克)	23
图 27: 零担业务的货量与货价对收入增长 (百万元) 的影响	24
图 28: 德邦零担产品单位成本同比持平 (元/吨公里)	24
图 29: 德邦高端小票零担毛利率较高	24
图 30: 德邦整车产品货量快速增长 (百万吨公里/元)	25
图 31: 德邦整车产品单票重量大幅提升	25
图 32: 德邦整车业务单价上调, 收入持续增长 (百万元)	25
图 33: 德邦整车单票毛利、毛利率下降 (元)	25
图 34: 德邦快递定位为“中国性价比最高的重货快递” (kg)	26
图 35: 德邦快递营业网点快速增长 (不含加盟)	26
图 36: 德邦快递单价下调, 货量快速增长 (M 吨公里/元)	27
图 37: 德邦以价易量, 收入增长显著 (百万元)	27
图 38: 德邦快递人均经手货量 (吨)	27
图 39: 德邦快递毛利率逐渐提升	27

表 1: 快递、零担、整车运营模式比较	6
表 2: 代表零担企业产品分类	9
表 3: 代表零担企业各类代表产品定位	9
表 4: 主要全国网络型零担企业网点覆盖 (个)	11
表 5: 壹米滴答的主要成员企业 (合伙人)	12
表 6: 2016 年全国零担企业排名	14
表 7: 代表快递企业的零担产品	15
表 8: 代表零担企业的快递快运产品	16
表 9: 德邦股份业务构成	19
表 10: 德邦零担业务产品	22
表 11: 各企业产品价格和时效, 上海浦东新区-北京朝阳区 (50Kg,50*50*50) ..	23
表 12: 德邦快递业务产品	26
表 13: 德邦快递产品价格显著低于其他快递公司产品	26

1. 零担运输：连接快递与整车的万亿市场

快递、零担和整车运输是公路货运的三种主要形式。

快递是在承诺的时限内快速地将信件、包裹、印刷品等物品按照封装上的名称地址递送给特定的单位和个人，主要承运低于30公斤的货物。行业基本已经形成以顺丰和通达系为主的相对集中的寡头市场，CR8水平在78.7%（根据wind数据）；

整车通常是因货主单次托运的货物重量较大或性质、体积、形状等其他原因，无法和其他货主托运的货物共用同一车辆，需要单独一辆汽车进行运输，其单票货重一般高于3000公斤；

零担运输介于快递和整车运输之间，是当客户需要运送的货物不足一车时，承运企业将运往同一地方多家客户的货物通过配载手段，使之达到一车的基本运载能力，然后采用自有或外包车辆，运送至目的地并进行分发，主要覆盖30-3000公斤的货物；其中：30-1000公斤的货物运输为小票零担，1000-3000公斤为大票零担。

据运联传媒估计，中国的快递、零担和整车市场规模分别在4000亿、11000亿和30000亿左右。据德邦招股书报告，全国零担企业数量达13834家（2014年）。

图1：公路货运市场分类



数据来源：运联传媒，广发证券发展研究中心

零担运输连接着快递和整车运输市场，兼具两者的特点。

1、业务流程上，零担和快递相似，包括集货、分配、搬运、中转、装入、卸下、分散等一系列操作，具有少批量、多批次的特点，而整车运输一般不包含分拨中转这一环节，是直接的门到门的运输；

2、服务对象上，零担和整车相似，主要针对企业客户，提供 2B 的运输服务，服务于整个供应链的上端；而快递主要提供 2C 的运输服务，服务于供应链的下端。

3、产品特性上，零担和整车的时效性要求相对较低，都主要采用公路或铁路运输，后台设备的自动化程度更低，经济性较强；快递的时效性要求较高，一般会采

用航空和快速陆运，后台设备的自动化水平较高。

4、运营网络形态上，零担既能以快递的轴辐式的网络运营，也能够以整车的专线式网络运营。

表 1：快递、零担、整车运营模式比较

类别	服务对象	服务类型	服务特点	网络形态	运输工具	后台设备
快递	企业与个人	B2B, B2C, C2C	快速高效 标准化 门到门	轴辐式为主	飞机, 货车	自动/半自动分拣
零担	企业客户为主	B2B, B2C	经济集约 点到点	轴辐式或专线型	货车、火车	叉车+托盘、人工分拣
整车	企业客户为主	B2B	个性化定制 门到门	专线型为主	货车、火车	专业装卸设备

数据来源：广发证券发展研究中心

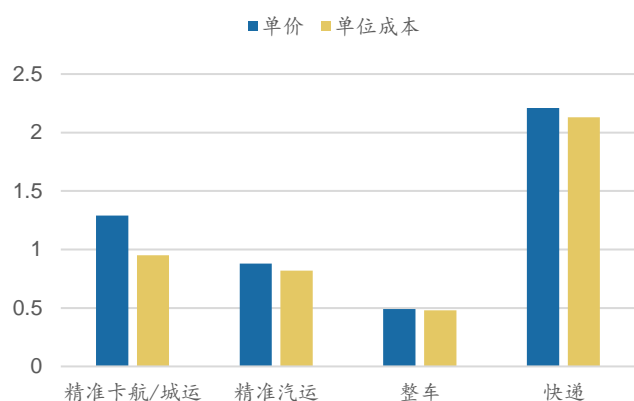
零担运输和快递、整车最大的区别在于其一般提供点到点服务，即货主将货物运输至承运人的收货点，并凭借有效单证自承运人的取货点取货，送货上门需要额外付费，而快递和整车都提供门到门的服务。

因此，在产品定位上，快递是快速、标准化的门到门递送服务；零担是经济、集约的点对点运输服务；整车是定制化、批量化的门到门专送服务。

零担和整车的单位价格和单位成本都比快递更低。以德邦为例：德邦快递的吨公里价格为2.21元，而其定价相对较高的高端零担产品卡航/城运的价格也只有1.3元，相对应的成本同样如此。

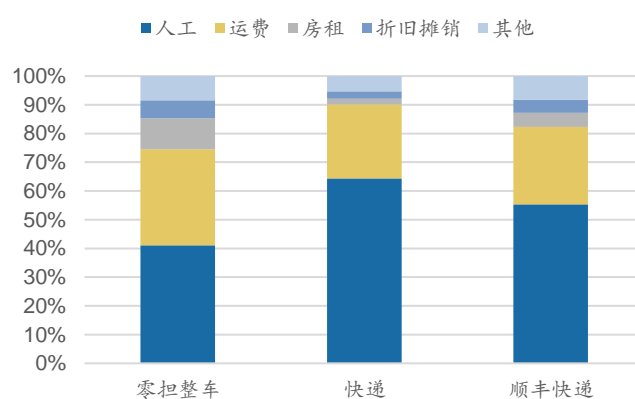
我们比较了德邦和顺丰（均为直营模式）的成本构成。快递、零担和整车业务的人工与运费都占据了总成本的70%以上，其中，零担整车的人力成本占比明显低于快递的人工成本占比，这主要在于零担是点到点运输，不存在“最后一公里”的人力成本，而整车是门到门直运，因而不存在中转分拨的人力成本。

图2：快递单价与成本高于零担整车（元/吨公里）



数据来源：德邦招股书，广发证券发展研究中心

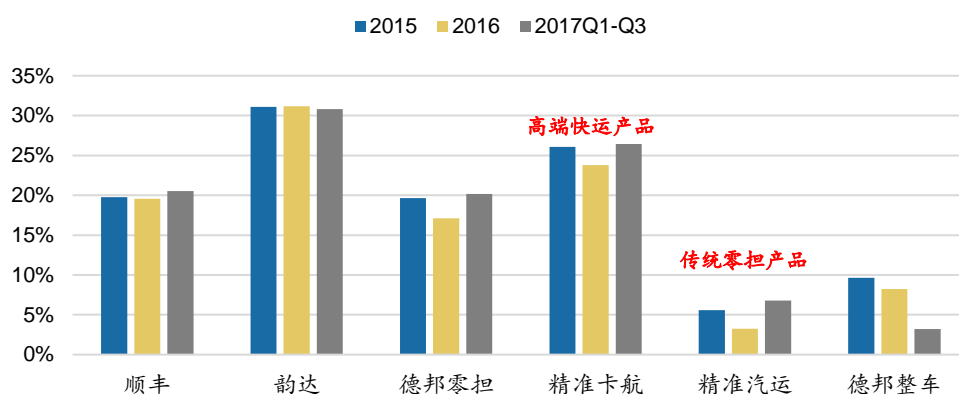
图3：零担整车的人力成本占比相对更低



数据来源：德邦招股书，公司年报，广发证券发展研究中心

一般来说，传统的零担运输由于需要等待凑满整车，运输速度较慢，标准化程度低，成本管控较差，因而盈利能力不及快递。近年来，零担运输在采用公路零担货运的承运货物标准和业务运输模式的基础上，通过合理规划班车线路，扩充营业网点，提供固定时间、固定班次、网络化的公路班车业务，进而形成了标准化更强的公路快运业务。这类高端零担业务在盈利能力上已经逐渐赶超快递业务的盈利水平。

图4：中国零担业务与快递业务毛利率对比



数据来源：德邦招股书，公司年报，广发证券发展研究中心

2. 集中度低产品同质化，行业区域属性较强

零担企业分为全国型、区域型和专线型。企业总数量超过13000家，但平均规模都较小，能达到上百亿收入规模的企业只有德邦物流；全国前三十强零担物流企业的收入仅仅占全国零担物流总收入的4.69%，行业整体集中度非常低。

目前，有一定规模的零担企业一般都同时兼做快递或整车，三类公路货运的界限在逐渐模糊。在快递大件化、重货快递化、整车零担化的趋势下，企业间的产品差异化在缩小，行业表现出完全竞争的特性。

2.1 零担企业分三种类型，整体市场较为分散

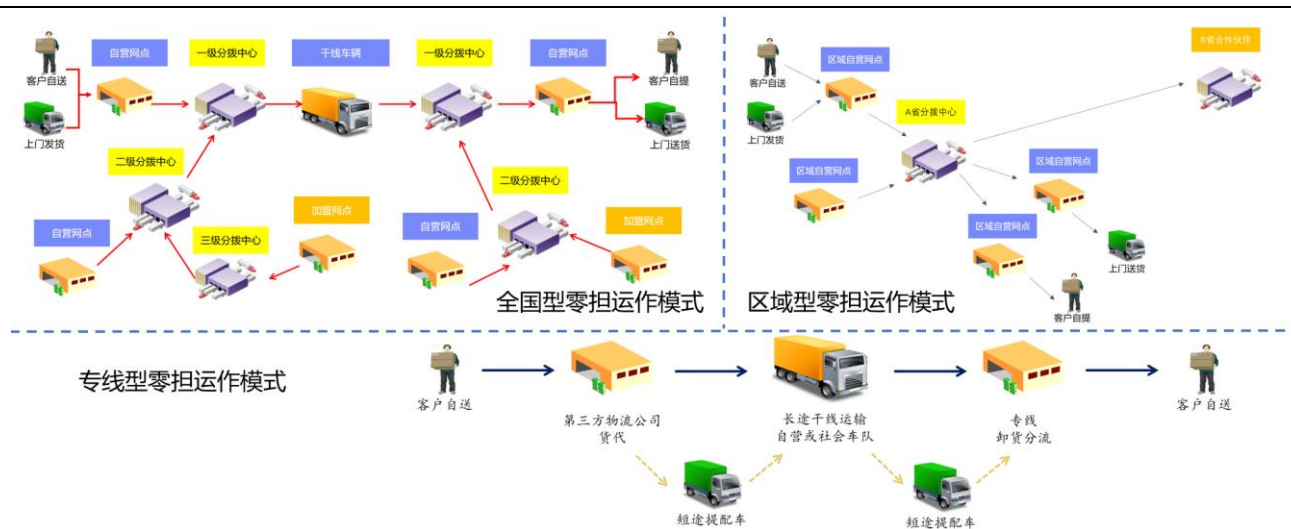
按照业务范围和网络布局的特点，零担运输企业主要分为全国网络型、区域网络型和专线型。

(1) **全国网络型**零担企业在全国范围内建设分拨中心、网点和运输网络，对网络信息、路由设计、运输能力等要求较高。典型的企业有德邦、天地华宇、佳吉快运等；

(2) **区域网络型**零担企业不具备布网全国的能力，因此选择深耕省内网络，网点下沉到县乡等三四级市场，可实现省内无盲点配送；缺点是难以触及区域之外的货源，如果需要发省外货，通常需要寻找外部的合作方。典型企业有三志物流等。

网络型服务的特点在于小批量、多批次、标准化，因为客户多为零散货客户，小票零担居多。

图5：公路零担货运企业分类



数据来源：广发证券发展研究中心

(3) 专线企业主要提供点到点的直达运输，从直接客户或第三方物流企业拿到货物后，直接送到目的地，不经过分拨中心中转。

专线企业以其时效性、灵活性、末端服务定制化，多受项目客户青睐，大票零担和整车运输较多。

专线运输的门槛较低，大量小货运公司依靠合同车挂靠物流企业就可以经营专线货运。从全国范围来看，专线货运企业占大多数。专线企业的平均规模较小，很多仍以夫妻档，家庭店的形式运营，其中绝大多数企业仅经营一条或几条线路业务。

相较而言，网络型零担物流的资本和资质要求更高，企业数量较少，其中，全国网络型企业的数量不足30家。在规模上，全国型企业平均营收规模在20亿元左右，目前能达到上百亿规模的企业只有德邦物流。

由于存在大量规模较小的专线型货运商，行业整体表现为大市场小玩家的高度分散状态。根据运联传媒公布的零担企业30强排行榜，2016年，全国前三十强零担企业的营收仅仅占零担物流总收入的4.69%。

2.2 零担运输覆盖范围广，产品同质化较强

零担主要经营2B业务，承运货物小到五金仪器、纺织服装，大到家居家装、工业产品，覆盖的范围非常广。总体来看，大部分网络型零担企业的产品种类齐全，运输覆盖范围较广，除了提供零担运输外，一般都有向快递和整车延伸的快运或者重货产品。

表 2：代表零担企业产品分类

公司	快递产品	快运产品	小票产品	大票产品	整车产品
德邦物流	360 特惠件/ 标准快递	精准卡航/ 精准城运	精准汽运		整车运输
安能物流	迷你小包	定时达/ 标准快运	小票零担	大票零担	整车业务
远成快运	便利达	300 特惠件		物流件	整车件
壹米滴答	滴答到门		小票快运	大票零担	整车业务
天地华宇	易到家	定日达	经济快运		专车达
龙邦快运	龙邦次日	龙邦隔日	“小货通”	“大快运”	整车运输
佳吉快运				零担运输	小整车/整车

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

从零担企业的各类产品的定位来看，小票零担的货重一般在30-500kg之间，而大票零担一般在500kg以上；小票产品向下延伸的快运快递产品几乎已经不设货重的下限，而大票零担向整车端的延伸也基本不设货重上限。也就是说，零担企业的业务基本都对公路货运全覆盖，各公司的产品定位大同小异，零担产品的同质化较强。

表 3：代表零担企业各类代表产品定位

公司	快递产品	快运产品	小票产品	大票产品	整车产品
德邦	3kg-30kg	空运速度、汽运 价格	直达全国各枢纽中心		全国范围内门到门运输， 不经中转直达目的地
安能	5-70kg	航空价格的 1/3	70-500kg	500kg 以上	定价不定量
远成	0kg-30kg		31-300kg	1000kg 以上	
壹米滴答	150kg 以下		150KG-500KG/2.4m ³ 以下	500KG/2.4m ³ 及 以 上	为整车货物提供门到门一 站式保价运输服务
天地华宇	提供一站式到家	航空价格的 1/3	站到站标准零担公路 运输服务		为整车货物提供门到门一 站式保价运输服务
龙邦快运	次日 19:00 前送达	龙邦隔日	10kg-300kg	300kg-3T	门到门直发，不经中转，全 程高速
佳吉快运			30-500kg	低于 1T/4m ³ 的小批 量、多频次的零散货 物	对 1T/4m ³ 以上的货物提供 定时货运服务/对大批量货 物提供的运输服务

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

市场高度分散加上产品同质化，零担本质上趋向于一个完全竞争市场，单个零担企业相对于买方的议价能力较弱，行业盈利水平较低。想要从一个高度分散的大市场中脱颖而出，企业必须快速占领市场，充分拓展服务范围，提高服务质量，形成网络壁垒、服务壁垒以及平台壁垒，以获得足够的市场领导力。

零担市场足够大，也足够分散，这就意味着巨大的整合空间。对于具备全国布网能力的综合型快运企业来说，这是极大的挑战也是巨大的机遇。通过快速的扩张布

网、收购兼并、挤出小玩家，市场的集中度会逐渐抬升，最终形成一个寡头型市场。这一个过程已经在快递行业完成，未来也将是零担行业发展的重要趋势。

3. 多元化整合逐渐形成“一超多强”的分层市场

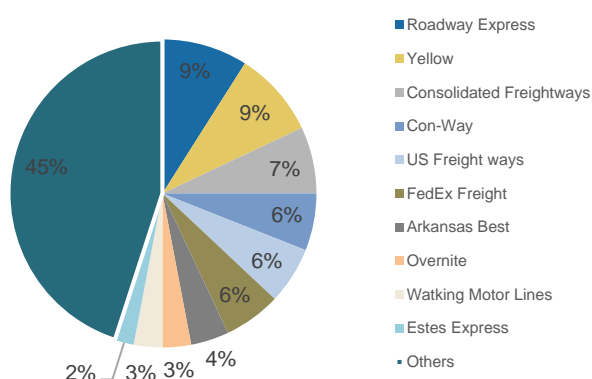
公路零担市场大而散的情况在美国也曾出现，通过收购兼并，美国零担运输业完成了一定程度的整合。中国零担市场起步较晚，曾经历外资收购的巨大冲击，目前已经逐渐进入整合期。由于中国的零担市场分层明显，整合之路更显多元化。

全国网络型企业通过直营+加盟扩张经营网络，整合区域市场；区域性网络企业通过联盟合营形成干线网络，整合区域资源；专线企业借助在线物流平台和物流枢纽园区整合在一起，提升卖方凝聚力。在多元化整合的过程中，企业之间的差距越拉越大，但网络壁垒尚未高筑，市场格局还不稳定。

3.1 整合从被动到主动，模式呈现出多元化

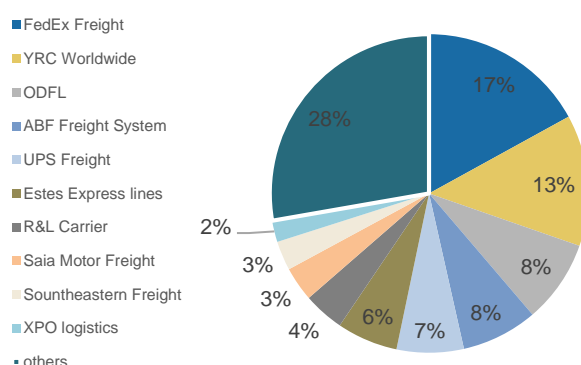
从美国零担市场的发展历史来看，市场一定会经历一个从多方竞争、优胜劣汰到少数强者留在市场的整合集中过程。美国公路零担市场在 2000-2010 年间发生了几次大的并购：2002 年，行业第三 freightways 破产；2003 年，行业第一第二 Yellow Freight 和 Roadway Express 合并组建 Yellow roadway；2004 年，Yellow roadway 收购了行业第五 USF，成立了 YRC；2015 年，XPO 收购行业第四 XPO。至此，2000 年的行业前五要么破产，要么合并。行业内的并购整合使得市场集中度大幅提升，根据 SJ Consulting 数据，2016 年，美国零担市场的 CR8 达到 66%。

图6：2000年美国零担企业市场份额分布



数据来源：麦肯锡研究报告《The U.S. Transportation and Logistics Landscape》

图7：2016年美国零担企业市场份额分布

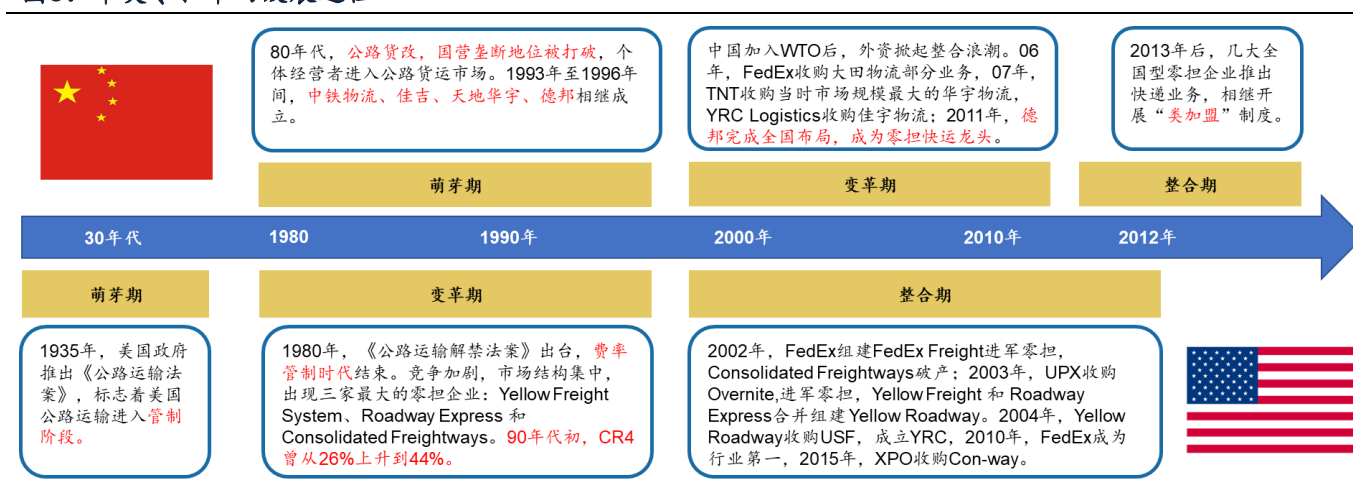


数据来源：SJ Consulting，广发证券发展研究中心

中国民营零担市场起步于 90 年代初，在 2000 年以后经历了被外资收购的浪潮。部分企业通过扩宽业务范围、优化管理结构渡过难关，如德邦，利用“建网点、自购火车、自培员工”的标准化运营流程，保持了高增长率，迅速占有市场，同时，

一些新公司成立，如新邦、鑫宇等，为零担市场注入了新活力。2010年，德邦超越华宇成为行业第一。2012年开始，中国公路零担渐入整合期，加盟联盟开始出现。

图8：中美零担市场发展进程



数据来源：广发证券发展研究中心

中国市场起步晚，整合才刚刚开始。类比美国的发展经历，随着平台整合型企业和行业联盟的出现，行业巨头与小企业的差距将越来越大，小企业利润空间被不断压缩，最终要么退出、被兼并，要么主动形成联盟，而大企业将逐步占据大部分的市场份额，行业集中度逐渐提升。由于中国零担市场参与者数量过多，零担行业内的企业规模和发展水平参差不齐，整合模式会更显多元化。

3.2 网络型企业整合：加盟扩网与联盟合营

全国网络型企业主要通过加盟的方式整合市场；而区域型零担企业以联盟的方式与龙头企业竞争。

从几大全网网络型零担企业网点覆盖来看，东部、中部基本已经完全进入覆盖范围内，而西部地区、三四线城市和农村地区是零担物流的潜在开发区域。

表 4：主要全国网络型零担企业网点覆盖（个）

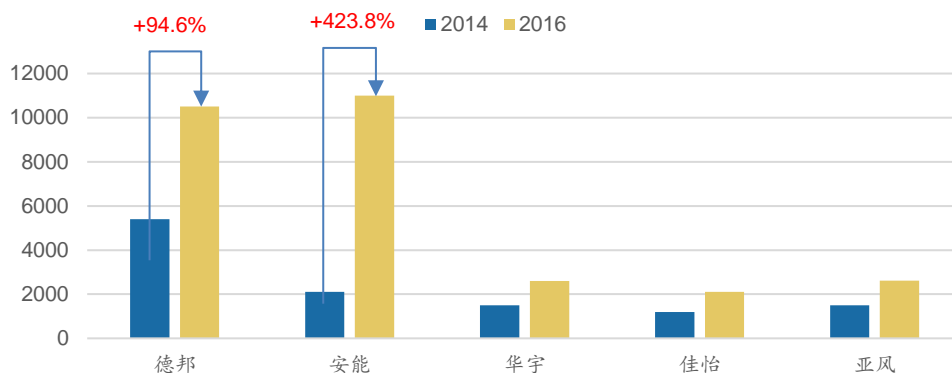
区域	德邦	天地华宇	佳吉快运	安能物流
华东	5575	862	1946	5328
华北	1793	243	558	1384
华南	2443	435	522	2879
华中	1806	254	522	1167
西南	1794	136	390	1098
西北	1052	143	193	497
东北	1020	146	146	574
台港澳地区	18	0	0	1
总计	15501	2219	4277	12928

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

对于直营制企业来说，短期内增加直营网点成本高而且扩张速度慢。因此，开放招商加盟成为各大企业争夺市场份额的选择。

2015 年 6 月，天地华宇引入特许经营模式，面向全国 32 个省市自治区，500 个开放区域招商，计划未来 3 年新开 3000 家门店；2015 年 8 月，德邦开始招募事业合伙人，并按照直营网络的管理模式对合伙人进行管理，合伙人网点数量从 15 年底的 905 增加到了 2016 年的 5190 个；2016 年，龙邦快运、亚风快运和佳怡快运也相继启动加盟招商；安能和商桥物流均在总部和分拨中心直营的基础上，开放了干线和站点加盟，做全国零担网络平台。加盟招商使得零担企业的网点规模快速扩张。

图9：加盟使得零担企业的网点规模快速扩张（个）



数据来源：运联传媒，广发证券发展研究中心

区域网络型企业深耕本地市场，在三四线城市甚至是农村地区布局网点，能在各自区域中高效地完成零担运输。但是，区域网络型企业在跨省运输方面存在短板，和全国网络型企业比不具备网络优势。单个区域网络型企业难以与全国网络型企业正面竞争，因此，联合布局全国网络成为区域网络型企业的选择。

壹米滴答和五六快运是平台模式的代表，都是用信息系统平台联合区域网络型企业，整合区域网络之间的干线运输。2015 年 3 月 11 日，湖北大道、山东奔腾、四川金桥、山西三毛、东北金正（辽宁、吉林）、西北卓昊（陕西、甘肃）等六个区域网络型企业联合创立了壹米滴答，打造了一个众筹、开放、共享的平台，连接区域龙头和专线企业。目前，壹米滴答的合伙人已经达到 13 个，覆盖了中西部和东北部地区。2016 年，壹米滴答超过天地华宇，进入全国前五强。

表 5：壹米滴答的主要成员企业（合伙人）

成员企业	覆盖省份	网点数（个）	员工数（人）	车辆数（辆）
湖北大道物流	湖北	120	1400	100
山东奔腾物流	山东	300	2000	450
四川金桥物流	四川、重庆	110	600	160
东北金正物流	黑龙江、吉林、辽宁	300	3000	400
西北卓昊物流	青海、甘肃、宁夏、陕西	240	1500	100
广东孟源物流	广东	140	1000	300
西藏金桥物流	西藏	3	50	40

广西圣天物流	广西	60	560	78
山西三毛物流	山西	120	300	100
河南甲乙丙丁物流	河南	170	1000	200
贵州飞秒物流	贵州		60	50
新疆大动脉物流	新疆	1000 m ² 办公区及 20000 m ² 货物转运场地，自有车辆及设备 100 余（辆）台。以乌鲁木齐为中心、专线直达新疆各地州、网点辐射全疆县级市。		
云南高快物流	云南	发力南亚、东南亚的跨境运输、快递配送的物流体系建设，发展以信息化为主导的现代物流企业。		
京津蒙直营省区	北京、天津、内蒙古	分为北京大区、天津大区和内蒙古大区三个大区，辖下共计 13 个片区，截止目前用户数累计 462 个，京津蒙区县覆盖率达到 99%。分拨场地：分拨 10 个，场地面积共计 55052 m ² ，操作货量由原来的 6000 吨发展至 25 万吨。		

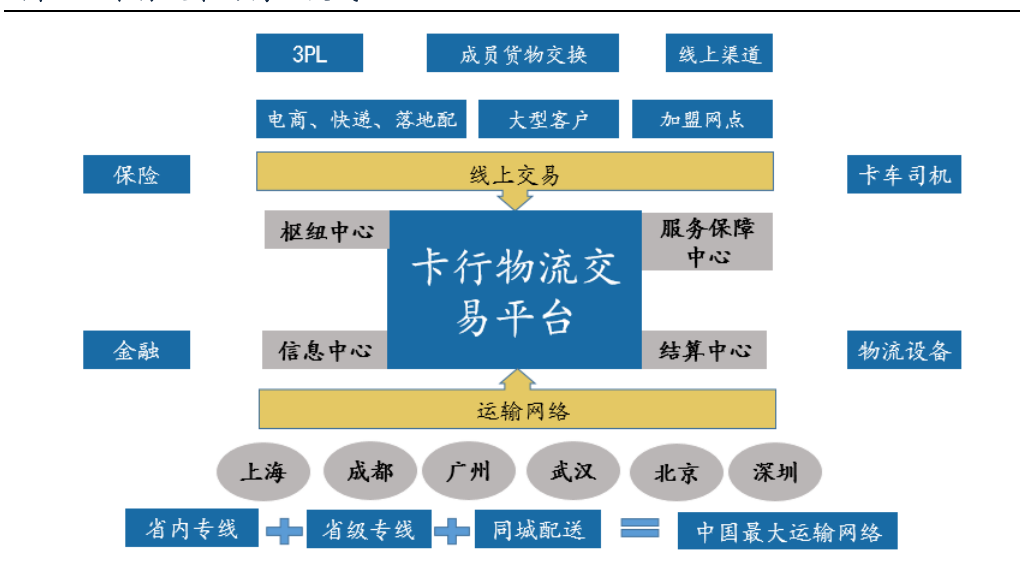
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.3 专线型企业整合：物流平台+物流枢纽园

专线型企业数量多，平均规模较小，面向的多是项目客户而非散户，主要运营特定线路间或是几个城市间的大票零担货运。加盟与自发联盟的方式对专线企业的成本过高。随着消费升级、电商发展，散户的货物占比增高，对于网络的广域化、货运多批次与零散化要求越来越高，小专线企业由于难以负担高昂的人力成本，将逐渐被市场淘汰。平台模式的企业对于整合规模小的专线企业将起到关键作用。卡行天下是这类整合的代表。

卡行天下创立于 2010 年，专注于组织中小微物流企业。卡行天下以物流枢纽园区为基础，通过标准化、产品化、信息化打造了“线上+线下”相结合的模式，实现对公路运输自下而上的集约化整合。目前主要包括四个平台：园区集散平台、信息平台、标准管控平台、结算平台，这四个平台连接了所有揽货网络以及运输网络。

图10：卡行天下的商业模式



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

在市场的逐步整合集中过程中，有实力的大企业逐渐胜出。2016 年，德邦零担收入超过 100 亿元，成为行业龙头，安能、中铁、远成等企业紧随其后。2016 年全国零担前十名既有全国网络型企业，也有区域网络型企业，甚至还有快递企业，一个有层次的市场正在形成。

表 6：2016 年全国零担企业排名

排名	公司	零担收入（亿元）	营业网点数（个）	分拨中心数（个）	员工数（人）	备注（亿元）
1	德邦物流	107	10000+（直营 5320）	114	119094	快运收入 126
2	安能物流	37	11000	190	20000	全网收入 117
3	中铁物流	36.6	4325	133	48500	总收入 58.9
4	远成快运	27	6100	210	35000	
5	壹米滴答	25.8	2589	62	17303	
6	天地华宇	24.6	2600	60	15000	
7	顺丰速运	23.4				总收入 574.83
8	盛丰物流	23	530	42	3900	
9	龙邦快运	23	3100	81	1100	
10	佳吉快运	21	1955		8238	

数据来源：运联传媒，广发证券发展研究中心

虽然市场初步表现出一定的层次化，但零担企业的规模都还太小，市场集中度仍然太低。零担大企业相对于分散的区域型企业、专线企业形成了一定的相对竞争优势，但网络型企业之间的竞争还非常激烈，加上还有快递企业逐渐进入零担市场，市场未来还有一定的变数。对于具备全国布网能力的大企业来说，当前的首要战略方向仍然是规模扩张。

4 零担边界模糊化，电商将带动行业持续规模扩张

从美国零担市场发展来看，除了行业内的整合集中，快递进入快运市场也是一种重要的趋势。2002 年，FedEx 组建 FedEx Freight 进军零担，2003 年，UPS 收购行业第八 Overnite 进军零担，十年后，两个快递公司的零担业务都已经跻身行业前十。

在中国，零担市场蛋糕大，快递市场增速快。因此，快递企业被吸引进入零担市场的同时，零担企业也在涉足快递业务。零担的市场边界在模糊化，零担企业涉足快递市场是大势所趋。

目前来看，零担市场的体量大，单个企业经营规模相对较小，虽然快递具备一定的扩张优势，但双方的正面竞争尚且有限；快递市场虽然相对成熟稳定，但零担企业具备较强的重货运输优势，电商大件、网购重货的快速增长将持续带动零担企业的规模扩张。

4.1 快递零担相互渗透，两业边界逐渐模糊

对快递企业而言，由于快递与零担在运输流程方面基本相同，加之其原有的快递网络和运力资源，快递企业进入零担行业的门槛较低。

对零担企业来说，快递除了长途需要空运之外，短距离的快递业务主要依靠公路运输。因此，零担企业同样能够开展快递业务。

自 2012 年起，快递企业和零担快运企业开始逐渐向对方业务渗透。德邦成为这一趋势的领头羊，顺丰紧随其后。截止 2018 年 1 月，通达系和顺丰、百世均已推出公路零担快运产品，而包括德邦在内的前十大零担物流企业都已推出快递、小包裹或类快递产品。

图11：快递与零担企业的相互渗透



数据来源：公司官网，互联网，广发证券发展研究中心

从代表快递企业的零担产品定位来看，小票零担的重量下限在 10-200kg 不等，最低能到 5kg，小票重量的上限一般在 300-600kg 之间，大票的重量不设上限，可以说覆盖范围非常广泛。

表 7：代表快递企业的零担产品

公司	产品	详情
百世	惠心件/S3 电商大件/S10	5-60kg/60-180kg/180-600kg/600kg 以上
	标准小零担/T 托盘运输/物流普运	
顺丰	陆运重货(物流普运)/航空重货(重货快运)	20kg 以上的大货，单票最低 120 元，续重价格为 1 元-7.5 元/千克。时效性上临近省份 2-4 天，偏远省份 4-6 天。
中通	小票零担/大票零担/标准快运	10-300KG/300KG 以上
圆通	小零担件/标准零担	100-200KG/200-600KG
	大零担/整车运输	600-1000KG/1000KG 以上

韵达	电商大件/小票零担/大票零担	30-100KG/100-500KG/500KG 以上
申通	标准快运/电商特惠/物流普运	单件重量在 10-70kg，单票重量在 300kg 以内的 电商大件、商业大包裹微快运门到门服务

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

另一方面，从零担企业的快递产品定位来看，基本都覆盖了 30 公斤以下的货物，明确了“标准化”、“快”、“到门”等快递属性，并主打价格优廉，一些公司推出的快递产品重量甚至能达到 150kg。

因此，综合两端来看，快递产品正趋于重件化，零担产品趋于快运化，大票逐渐整车化，快递和零担市场的边界在逐渐模糊，两业融合是必然趋势。

表 8：代表零担企业的快递快运产品

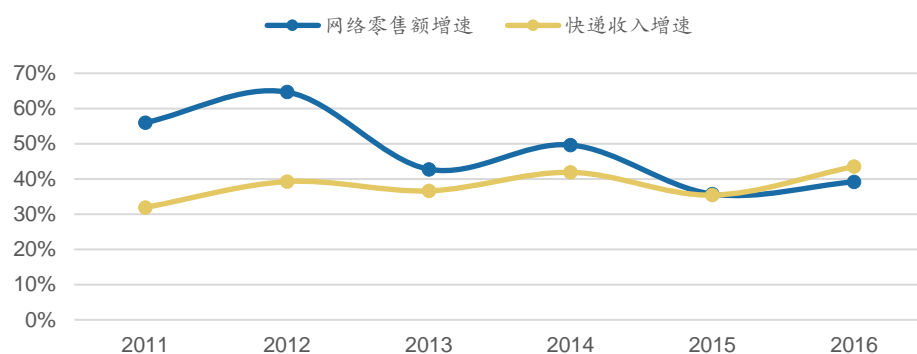
公司	业务	详情
德邦	3.60 特惠件	针对 3 公斤到 60 斤的重货，低续重，高性价比
	标准快递	采用标准定价与标准操作流程
	定时达	服务和航空快递差距不大，价格只有航空的 1/3 左右
安能物流	标准快运	标准定价与标准操作流程
	迷你小包	定位在 5-70kg 的快运产品
	电商优选件	服务电商货
中铁物流	城际无忧件	省内、区域内高时效产品
	定时陆航件	全国精品快运，异地速达
远成快运	便利达	0-30 公斤，送货上门，一口价收费
壹米滴答	滴答到门	单票 150KG 以下货物
天地华宇	定日达	高端公路快运，1/3 的航空货运价格堪比航空货运服务
	易包裹	30Kg 以下物流运输，以快运的价格享受快递的服务
龙邦快运	“小货通”	针对 10kg-300kg 货物，侧重个性服务、时效及区域覆盖

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

4.2 大件电商市场逐渐激活，带动零担规模持续扩张

零售电商的迅猛发展推动了快递市场的快速增长，但快递的承运物品主要还是 30kg 以下的电商小件，以至于 大家电、家居家装、建材等电商大件的发展远远落后于服装鞋帽等小件。以建材家居市场为例：根据《2016 年中国互联网家装行业白皮书》，2015 年，中国建材家居市场规模达 4.2 万亿，但该行业的互联网渗透率仅为 4.0%，远低于其他消费品类。

图12：零售电商增长推动快递市场高速增长



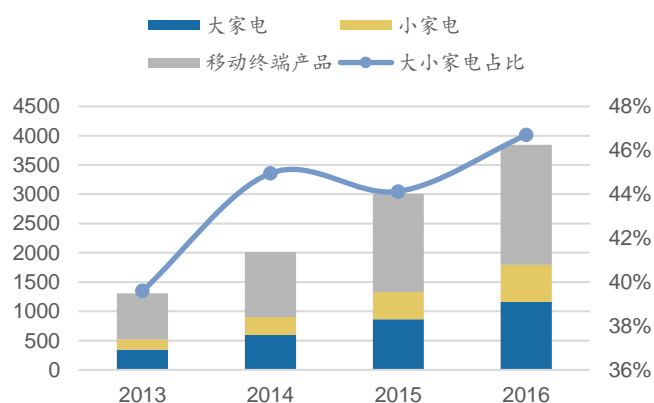
数据来源：中国电子商务中心，广发证券发展研究中心

电商大件的重量大多为 30-100 公斤，在货重上更接近于小票零担，而服务上趋于快递化：时效性保证、送到门、包安装等，正好处在零担与快递的模糊地带。30-100 公斤的小票零担正是网络型零担企业的强项。在这类重货运输方面，零担企业在运力设备、人员管理、成本控制上都有着一定的经验优势。因此，电商大包裹是零担企业可以充分发挥自身业务优势的目标市场，是零担企业迈向快递快运业务的突破点。

根据《中国家居建材市场现状调研与发展前景分析报告》，2013 年，家居建材的市场规模为 37242.9 亿元仅家居建材中符合零担运输特点的产品就有陶瓷(4322 亿元)、卫浴 (2550 亿元)、地板 (700 亿元)、家具 (6800 亿元)，这些产品的市场规模合计 14372 亿元，是一个相当有潜力的目标市场。

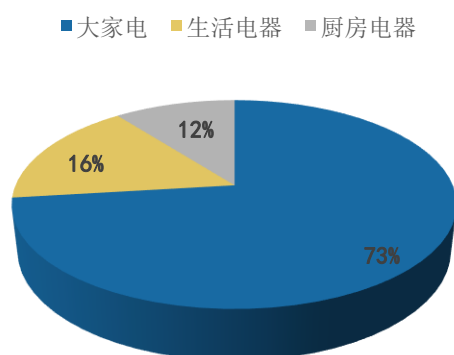
值得注意的是，2013 年以来，家电网购市场已经开始迅猛发力，其中，大家电（平板电视、空调、冰箱、洗衣机）和小家电（热水器、油烟机、嵌入式厨电）的销售规模从 2013 年到 2016 年的年复合增长率高达 51.3%。2016 年，大小家电占家电品类网购金额的 46.7%，在 2017 年“双十一”，大家电（平板电视、冰箱、洗衣机、空调、热水器、烟机/灶具等）网售占全部家电网售的比达到 73%。

图13：大小家电网购占比增加（亿元）



数据来源：家电网购分析报告，广发证券发展研究中心

图14：2017双十一大家电占生活家电比重高达73%



数据来源：星图数据，广发证券发展研究中心

电商大件市场的逐步催化对零担企业来说是千载难逢的机会。一些零担企业已经意

识到电商大件市场的重要性，推出了专门的电商产品。例如：德邦的“电商尊享”是针对电商类客户的专属快递服务；天地华宇推出的“易到家”专为电商客户设计，提供一站式到家，家具建材安装；中铁物流推出的“电商优选件”也是专门服务于电商的产品。

我们认为，电商货带动快递业规模扩张的例子将在零担行业重演。未来几年，大件电商的持续放量将带动零担企业的规模扩张。

5 德邦：零担上市第一股，多元陆运协同发展

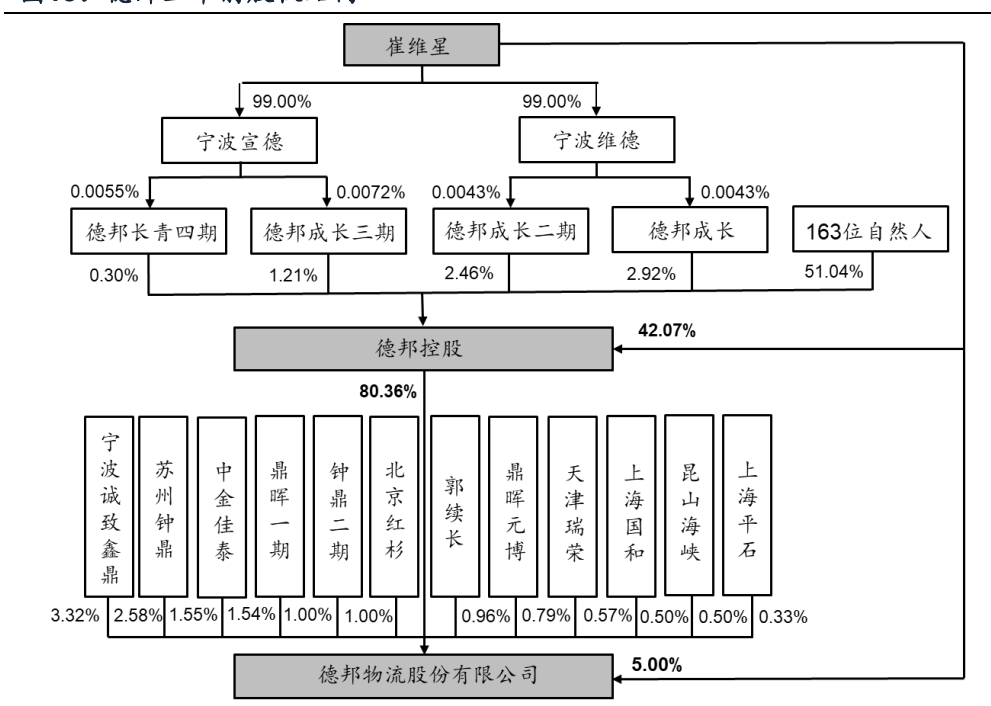
作为零担上市第一股，德邦在短短9年的发展过程中，已基本完成对全国31个省、市、315个主要城市的运输网络布局，形成了覆盖全国范围的公路货运网。**2014-2016年，德邦的货运量以高于30%的速度攀升，牢牢坐稳了零担龙头的位置。**

德邦持续的增长与扩张主要得益于公司直营+事业合伙人的经营模式，以及自有车+外请车的经营策略。在事业合伙人模式下，德邦的经营网点数迅速增长至10381个，随着外请车策略的引入，公司运输车辆达到了11716台，经营规模、效率都得到了相应的提升，综合竞争力不断增强。

5.1 公路快运为主业，货量增长强于大市

德邦股份由崔维星和德邦控股于2009年7月发起设立。成立三个月后，公司通过收购崔维星的广东德邦下属的36家子公司股权及其物流业务资产，继承了广东德邦的零担运输及其他物流业务。在七次增资和股权转让后，德邦股份形成了以崔维星为实际控制人的股权结构。

图15：德邦上市前股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

德邦股份以零担运输起家，逐渐发展出了以公路快运和快递为主体的综合陆上货运业态。公路快运本质上是零担运输的升级形态。

德邦股份的公路快运业务分为零担与整车业务，覆盖了单票重量在30公斤以上的货物运输。作为公司的传统核心主业，公路快运占总营收的**74.2%**；公司的第二大业务是2013年11月开始推出的快递业务，该项业务成长迅速，2016年的营收占比达到了**24.1%**，2017年前三季度的占比已经达到了**31.8%**。

空运代理以及其他业务都是公司的非核心业务，收入占比较低。空运代理主要由具备中国民航运输销售代理资格的广东德邦和深圳德邦经营，仓储和增值业务都是基于公司货运主业的附加业务，小额贷款和保理业务已经全部剥离出去。

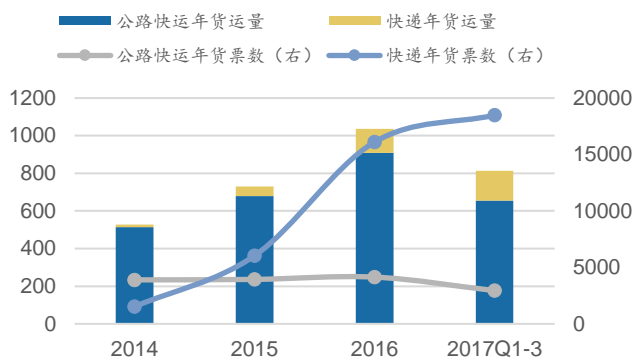
表 9：德邦股份业务构成

类别	细分类别	业务简介	2016 营收占比
公路快运	零担	单票重量在 30-500kg 范围内的小票零担和单票重量在 500-6000kg 的大票零担运输，产品包括“精准卡航”、“精准汽运”和“精准城运”	62.8%
	整车	单票重量在 6000kg 以上的整车运输，产品包括“精准整车”和“整车配送”	11.4%
快递	快递	主要针对货物重量在 3-30kg 的高性价比的快递产品，相应产品为“3.60 特惠快件服务”和标准快递	24.1%
空运代理		代理航空公司组织其空运物流，相应产品为“精准空运”，主要由子公司广东德邦和深圳德邦运营	0.8%
	仓储供应链	针对部分货物周转量大、周转时间较长的客户提供仓储供应链的增值服务	0.1%
其他	其他附加值服务	代收货款、保价运输、安全包装、签收回单、综合信息服务、上门接送货、短期货物仓储。	0.5%
	小额贷款和保理	现已剥离出去	0.3%

数据来源：公司公告，公司官网，广发证券发展研究中心

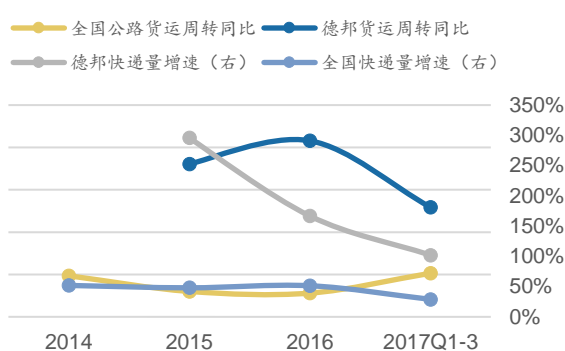
目前，德邦的网点已经在全国范围内覆盖了315个城市，自有网点数量达到5243个，分拨中心有127处，自有运输车辆11716辆，员工人数达111,452人。2014-2016年，德邦股份的货运业务量以高于20%的速度稳步增长，跑赢全国营业性货车货运量增速，在零担领域牢牢坐稳了行业第一的位置。2016年，德邦总货运量超过1000万吨，其中快递货运量占总货运量的12%，2017年前三季度的占比已经达到20%。快递业务翻倍式的增长远超行业平均水平。

图16：德邦公路货运量持续高增长（万吨/万票）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图17：德邦公司货运增速（百万元）



数据来源：招股说明书，wind，广发证券发展研究中心

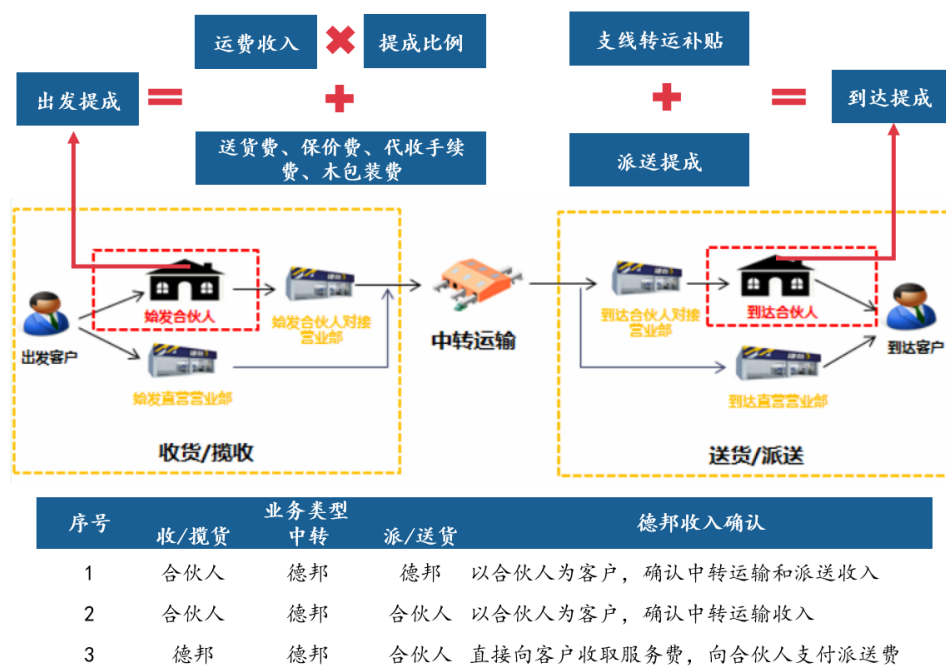
5.2 直营+事业合伙人，经营迅速网络化

公司主业的快速增长得益于直营+事业合伙人制的经营模式。

德邦股份于2015年8月启动了事业合伙人制，选择符合公司事业合伙人基本资质的合伙人，与其签订《合伙人经营合同》。在该模式下，德邦会在合伙人开业运营前收取加盟费，并按照一定标准对合作人的网点装修、车体广告、业务流程以及与公司标准的对接等方面做培训指导，以和公司直营网点形成统一。合伙人在日常经营中成本自担，收益同德邦共享。合伙人的收入主要是一定比例的出发提成和按距离计算的到达提成，而德邦按业务模式的不同分成运费和加盟费。

图18：德邦事业合伙人参与模式

事业合伙人——收益共享

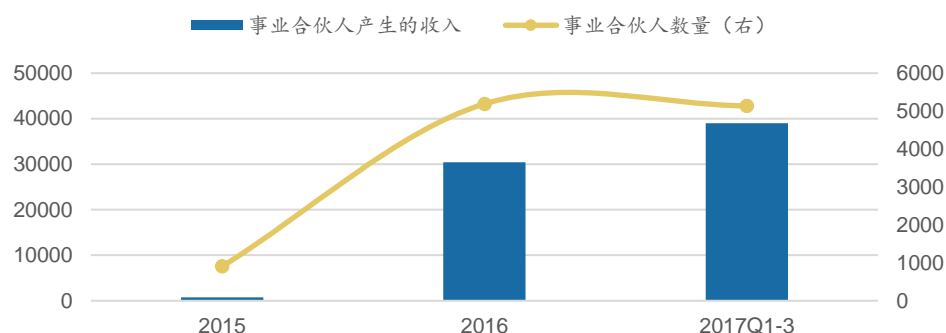


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

自事业合伙人制推广以来，已签约成为公司事业合伙人的个体从2015年的905个增长到了2017年的5138个，但合伙人承揽的货量只占4.88%，事业合伙人产生的收入只有3.9亿元。主要原因在于合伙人业务以派送货为主。

对德邦来说，开展合伙人制的主要目的不在于提高揽货量，而是为了补充直营网络的短板，覆盖公司传统相对薄弱的支线地区，有效地与公司直营网点形成良性互补，快速且低成本的扩大公司的支线网络覆盖范围，将东部的货量向西部引流，巩固公司的全网运营能力。

图19：德邦事业合伙人制快速成长（万元/个）



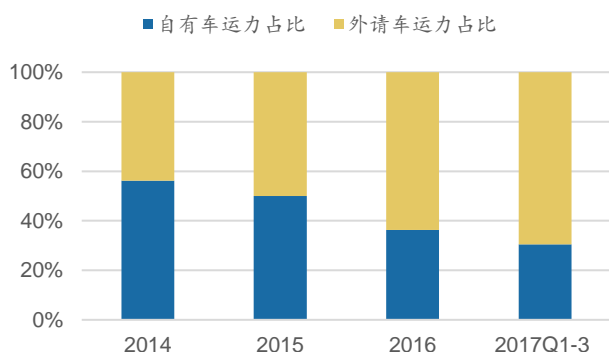
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

除了在网点扩张上充分借助外部资源，德邦在运力配置上也采用了自有车和外请车结合的方式。这大大提高了运营效率，减少了空车率。

由于公司在部分线路上的出发和到达货量不对等，部分线路的日均货量较难完全准确估计，德邦采取与第三方的运输主体签订《专线货物运输服务合同》（针对长途线路）和《委托接送货运输协议》（针对短途线路）的方式进行货物的运输。当该线路的往返货量一旦满足自有车辆装载率的要求，公司将使用自有车辆进行运输。

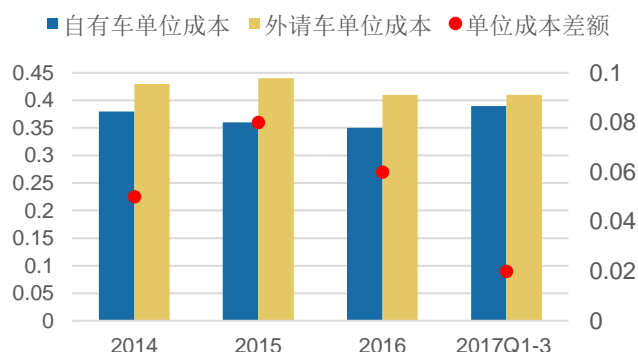
外请车运输对于货运单价相对偏低的整车业务尤其经济，因为大部分整车业务为单向运输，公司如果采用自有车将承担往返成本，而外请车仅仅涉及单程费用。随着外请车占比逐渐提高，外请车与自有车单位成本的差距正逐渐缩小。

图20：德邦外请车占比逐渐提高



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图21：德邦自有车和外请车单位成本差异减小



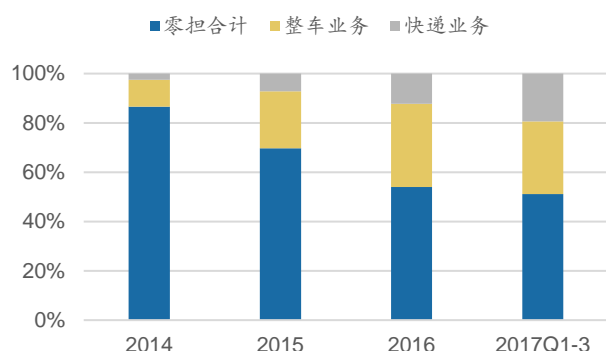
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

5.3 侧重高端小票零担，货运规模效应逐渐显现

德邦的三大业务都保持着快速增长，这主要得益于公司定价策略和重视大客户关系培养的战略思维。货量持续大幅增长，有效地巩固了公司的市场地位。从货量结构来看，快递的占比在逐年提升；就收入结构来看，零担占55%，整车占10%，快递占35%。

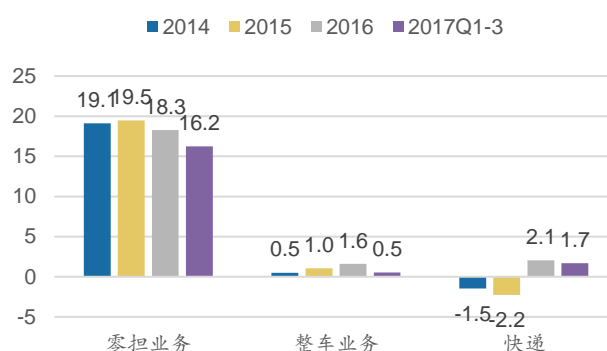
目前，公司的主要盈利业务仍然是零担运输，随着快递业务量的提升，规模效应正逐渐显现。德邦作为行业龙头，在综合运营上有明显的竞争力，未来的增长有较大的想象空间。

图22：德邦快递业务占比逐年提高（万吨）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图23：德邦大大业务毛利水平（亿元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

德邦根据自身业务经营的定位，将单票重量在30-500kg的货运划为小票零担，单票重量在500-6000kg的货运划为大票零担。公司的核心业务主要侧重在30-500kg、体积相对规整且不超过3立方米的高端小票快运。零担业务下，公司主要推出了精准卡航、精准城运和精准汽运三大产品，其中精准卡航和精准城运同属高时效零担产品，定价相对较高。

表 10：德邦零担业务产品

产品	运输距离	特点	优先级	覆盖范围
精准卡航	大于 480 公里	长距离、限时达	二级	珠三角、长三角、京津唐地区出发至全国大部分城市
精准城运	小于 480 公里	中短距离、限时达	一级	珠三角、长三角、京津唐、山东、辽宁、川渝区域城市群
精准汽运	无限制	普通公路快运	三级	公司营业网点所在全部区域

数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

从单价来看，德邦零担同比市场上其他零担产品的定价相对较高，这主要在于其定位于高端服务。精准卡航/城运是业内首创的“卡车航班”业务，领先同行五年以上。在一个高度竞争的行业环境中，保持高定价其实是综合竞争力强的体现。德邦能在同比定价较高的情况下保持货量增长和龙头地位充分证明了其综合实力。

表 11：各企业产品价格和时效，上海浦东新区-北京朝阳区（50Kg,50*50*50）

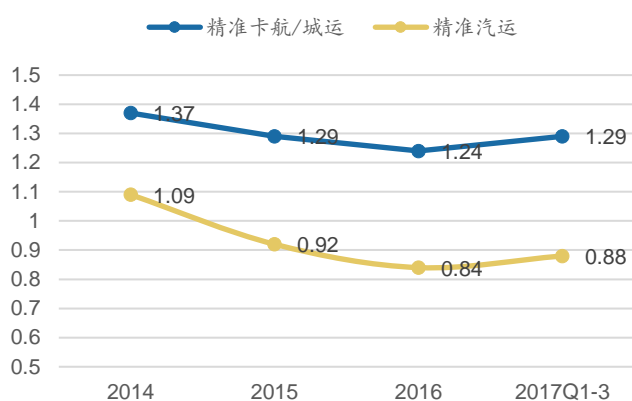
公司	产品	重货（元/公斤）	轻货（元/立方米）	产品时效（天）
德邦	精准汽运	2.07	435	3-4
	精准卡航/城运	2.49	523	2
天地华宇	定日达	2.05	451	2
	经济快运	1.7	374	3~4
佳吉快运	普货	2.09	524	

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

纵向来看，精准卡航/城运和精准汽运的单价均在2015年和2016年有明显的下降，其原因主要有两点：一是自2014年4月起，公司开展“大票产品业务”（>500kg或>2.5立方米），为推广产品，打折促销活动力度加大；其次是货源结构调整，公司将部分价高的小件货源转向快递，因此零担的平均单价降低。

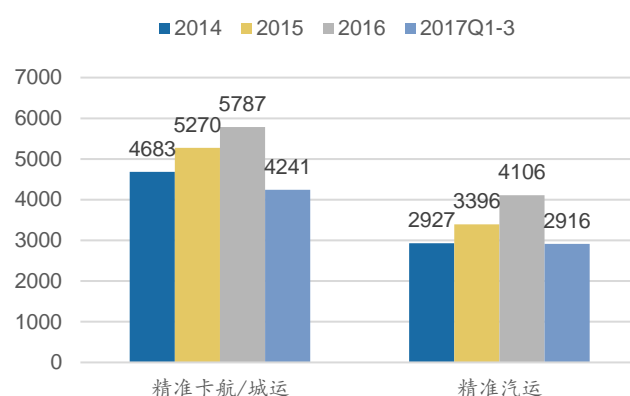
就货量而言，零担的增长较为平稳，这一方面得益于价格的降低，另一方面也得益于营业网点及线路扩张的驱动。就货量结构来说，大票产品整体划入汽运业务，汽运产品的单票重量有所上升，单价的降幅也相对更大。

图24：德邦零担产品单价略微下行（元/吨公里）



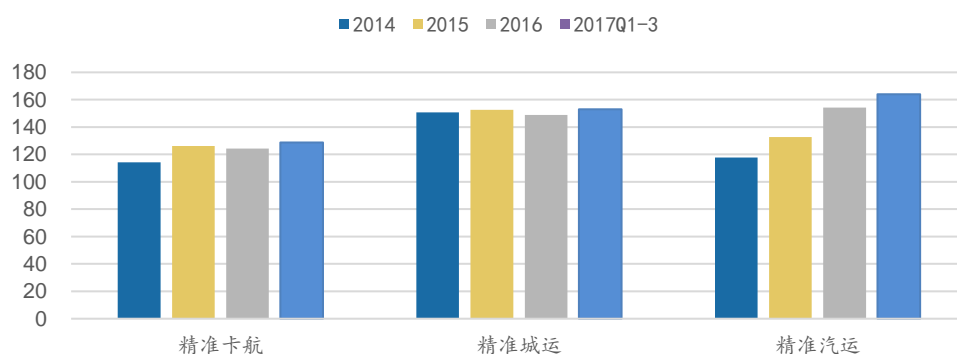
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图25：德邦零担产品货量平稳增长（百万吨公里）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

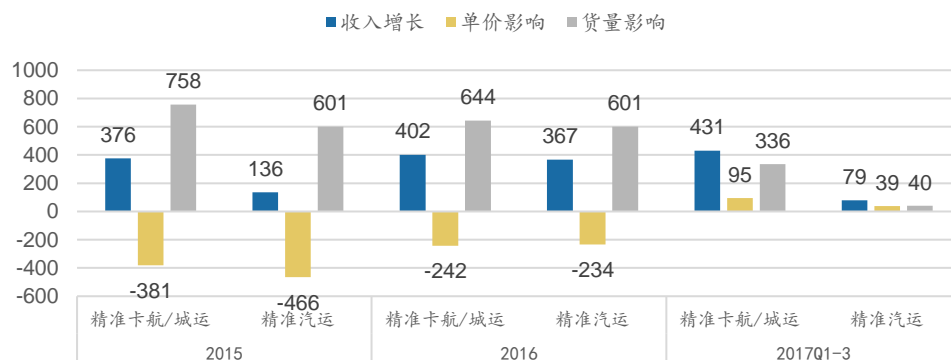
图26：德邦精准汽运的单票重量呈上升趋势（千克）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

综合来看，近年来，收入对货量弹性大于对单价的弹性。2016年精准卡航/城运货量增长对收入增加的贡献值为**6.44**亿元，精准汽运货量对收入增长的贡献值为**6.01**亿元，可见短期以价易量策略对营收有较为显著的正面影响。2016年末，市场开始整体上调运价，公司零担货量保持增长，2017年前三季度零担收入同增5.1亿元。

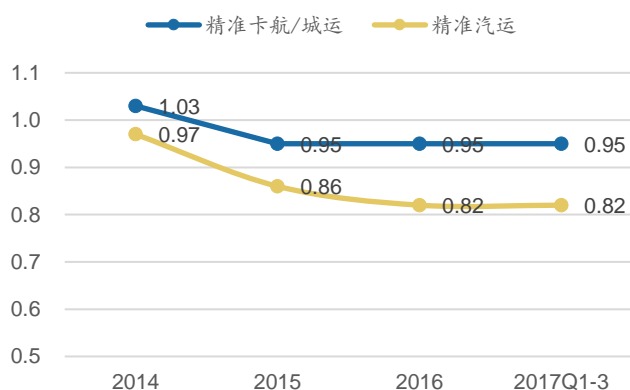
图27：零担业务的货量与货价对收入增长（百万元）的影响



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

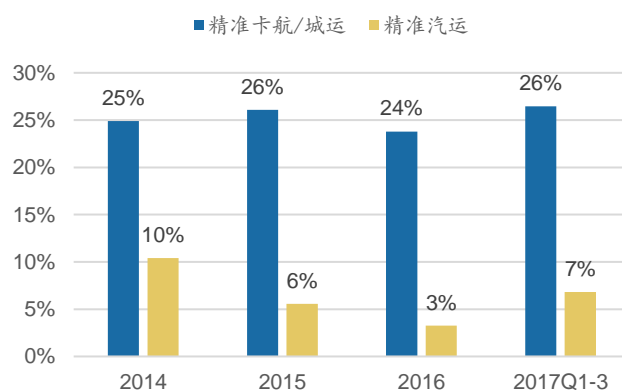
成本方面，公司通过采取燃油统购、干线外请运力集采等措施，加强了成本管控，单位成本同比持平，这使得精准卡航/城运和精准汽运的毛利率较2016年1-9月上升1.68%和2.08%。

图28：德邦零担产品单位成本同比持平（元/吨公里）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图29：德邦高端小票零担毛利率较高



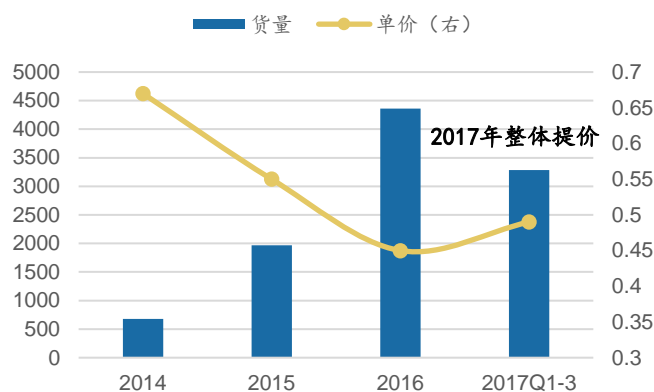
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

5.4 整车业务短期以价易量，规模快速成长

自2013年以来，公司战略性发展整车业务，产品定位在单票重量6000kg以上的货件。2015年，公司在“精准整车”的基础上推出了单价更低的“整车配送”产品，2016年推出“精准专车”和“精准拼车”产品，目标客户覆盖群体进一步扩大。

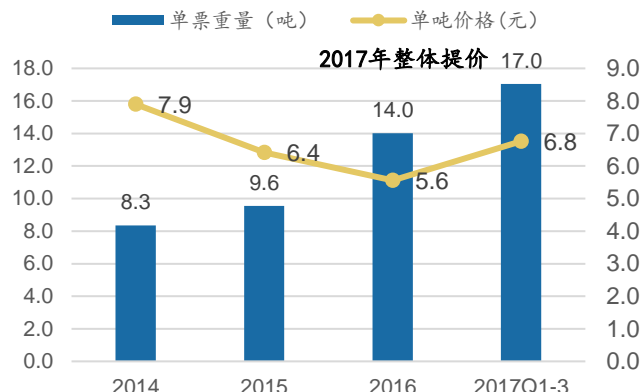
2016年，整车货量达到43.59亿吨公里，占公司总货量的30%。整车货量在三年内快速提升得益于三个原因：首先，公司推出差异化产品，覆盖了更广的客户群；其次，公司积极参与大企业物流服务竞标，加大了对整车客户折扣力度，从而拉升了业务量；第三，公司拓展大客户，自2015年底开始对月发货量达到一定金额的客户可申请成为大客户，大客户收入占比达到50.35%。

图30：德邦整车产品货量快速增长（百万吨公里/元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

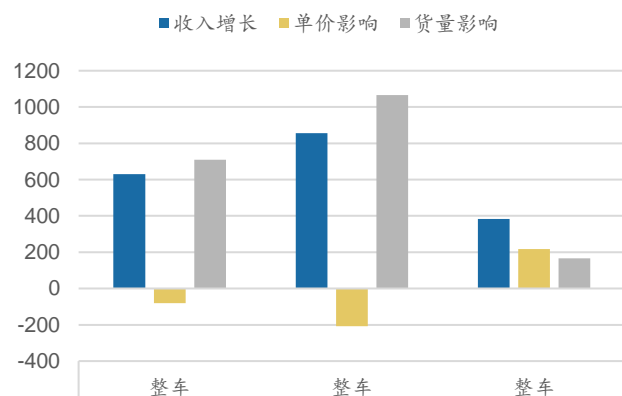
图31：德邦整车产品单票重量大幅提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

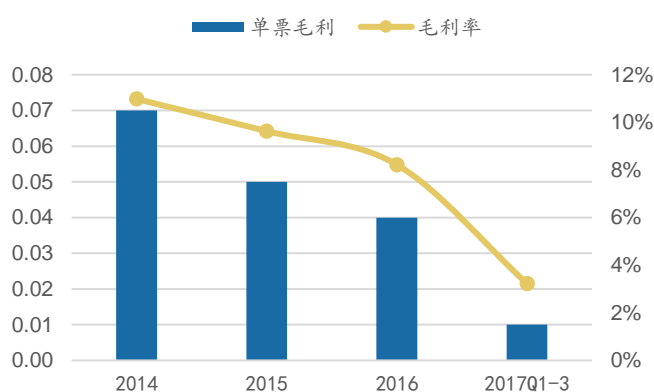
大客户开发使得整车货物的单票重量快速上升，达到了平均每单17吨的水平。单票重量越高，相应的单价水平越低，加之公司相对大客户的议价能力低，不断让利于客户导致整车利润率持续下滑。2017年，迫于成本压力，公司整车单价上调，收入虽然保持增长，但毛利率降到了3%的水平。

图32：德邦整车业务单价上调，收入持续增长（百万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图33：德邦整车单票毛利、毛利率下降（元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

5.5 定位高性价比重货快递，规模效应逐渐显现

德邦的快递业务于2013年11月上线，定位为“中国性价比最高的重货快递”，

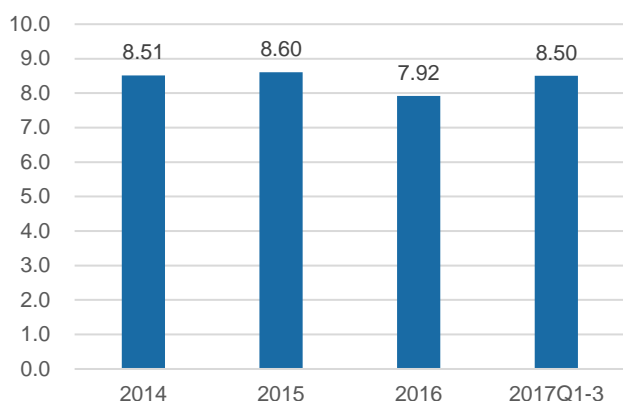
从近几年快递的单票货重来看，基本稳定在 8kg 左右，和其他快递企业形成鲜明的对比。快递业务采取了“快递最后一公里+现有公路运输网络”的模式，目前主要与快运并网运行。截止 2017 年 9 月 30 日，德邦快递业务网已实现对全国 31 个省及直辖市的覆盖，经营快递业务的网点（不含事业合伙人的）数量达到 4791 个。

表 12：德邦快递业务产品

产品	详情
3.60 特惠件	德邦特有，针对 3Kg 至 60Kg 的重货的低续重、经济性快递
标准快递	标准定价、标准操作流程
特准快件	承诺必达、稳定准时、优先收派的高时效快递服务
电商尊享	针对电商类客户的专属快递服务
重包入户	大件包裹，满足大小货齐发的电商客户（0-130Kg），送货上楼

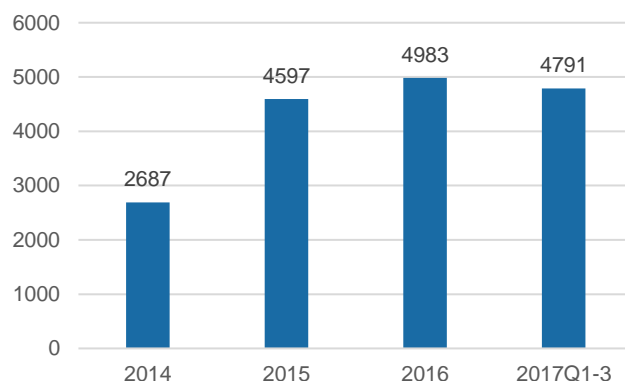
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图34：德邦快递定位为“中国性价比最高的重货快递”（kg）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图35：德邦快递营业网点快速增长（不含加盟）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

总体来看，德邦快递产品的价格显著低于其他快递公司同类产品的价格。以德邦的“3.60 特惠快件”为例，其主要针对单票 3-60kg 的货物，服务以 3 公斤为首重，每公斤续重价格显著低于市场平均水平，2kg，1000cm²的货件的总价水平已经明显低于市场同类产品，随着货重的提升，价格优势会更明显。

表 13：德邦快递产品价格显著低于其他快递公司产品

2KG, 10*10*10		异地（均不含保价费） 上海浦东新区-北京朝阳区		同城 上海浦东新区-长宁区	
公司	产品	总价	时间（提货次日 算起）	总价	时间（提货次 日算起）
德邦	标准快递	17	2	11	1
	360 特惠件	21	2	12	1
	电商尊享	15	2	8	1
	特准快件	26	2	13	1
顺丰	标快	33	1	14	1

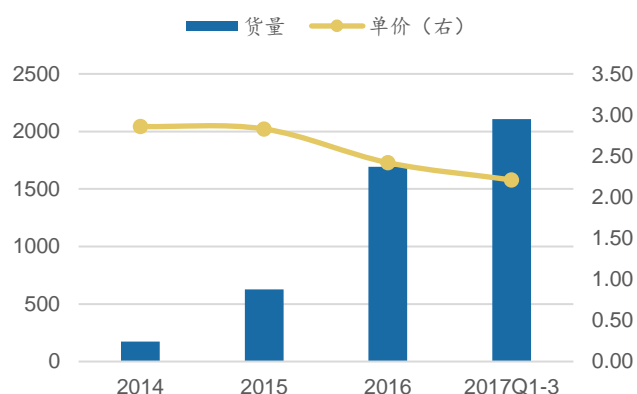
	特惠	23	2		
	次晨	35	1	14	1
	即日			14	0
圆通	速配	28		11	
	普快	27		12	
申通	普通	22	3	18	2
韵达	普通	27		13	
中通快运	普通	26	2	12	1

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

快递业务仍处在发展初期，在经营效率、市占率等方面和快递企业还存在一定差距。为了快速扩展市场，公司推出优惠政策和活动，使得快递总体单价略有下降。价格优惠叠加业务网的快速扩张极大地推动了业务量的快速增长。2017 年前三季度，德邦快递货量达到 **21.08 亿吨公里**，同比增长 **121.14%**。

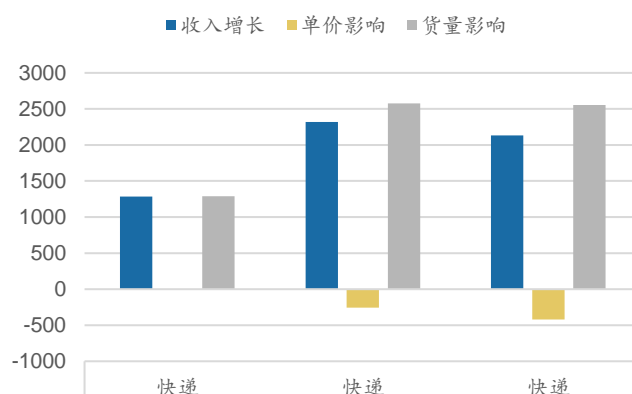
以价易量的策略收效显著，公司近两年业务收入持续增长，17 年前三季度同比增厚 21.32 亿，收入占比从 2014 年的 **4.69%** 提高到 2017 年的 **31%**。

图36：德邦快递单价下调，货量增长（M吨公里/元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

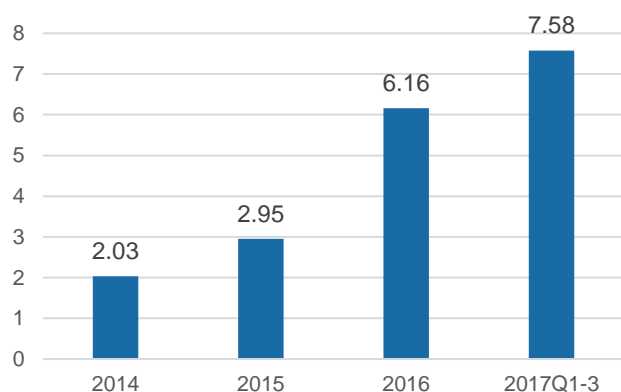
图37：德邦以价易量，收入增长显著（百万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

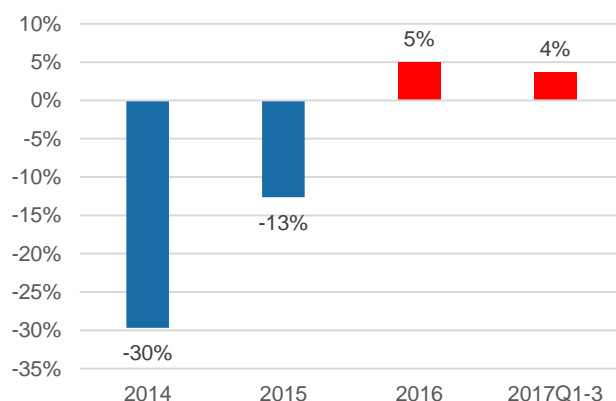
随着快递业务量的逐渐增长，规模效应逐渐显现。快递人均经手货量快速上涨，而单位成本涨幅较小，德邦快递毛利率逐渐提升，2016 年扭亏为盈。

图38：德邦快递人均经手货量（吨）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图39：德邦快递毛利率逐渐提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

德邦快递业务处在发展初期，经营策略仍在调整，盈利水平在短期内还会有一定的波动。快运与快递业务仍处于并网运行的状态，随着快递业务量持续增长，快递业务的运输网络将逐渐分离出公路快运的运输网络，进一步形成对快递业务的支持。

我国零担市场空间大，起步阶段产品同质化区域化性质强，因此市场集中度极低，高度竞争下行业整合乃大势所趋，但整合仍处初级阶段，“一超多强”的格局尚不稳定，市场未来变数大；

零担与快递、整车跨业经营普遍，产品界限逐渐模糊，相互渗透不断加速。随着电商重货市场的激活，电商带动快递扩张的逻辑将在零担企业重演。

德邦依靠事业合伙人 and 外请车，运营网络快速扩张，运营规模和效率都迅速提升，行业龙头地位稳固；经营层面：德邦通过价格策略和大客户战略获得了四两拨千斤的效果，业务量和营收都持续增长，综合盈利能力保持平稳。随着经营规模的不断扩大，收益和成本管控的规模效应将逐步显现。作为行业龙头，其快运业务是行业标杆，其快递业务有一定的价格优势，各项业务都从保持快速增长，未来的成长具有较大的想象空间。

风险提示

行业政策风险，规模扩张带来较大的基本开支，行业整合季度不达预期，价格战导致行业利润率水平下行，快递公司渗透加速行业竞争。

广发交通运输行业研究小组

曹奕丰： 分析师，上海复旦大学金融数学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：caoyifeng@gf.com.cn。

关 鹏： 联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。