

德邦股份(603056)

点评报告

期待盈利能力逐步改善

——德邦股份点评报告

行业公司研究——物流行业一

✍️ : 姜楠, CFA 执业证书编号: S1230515120001
☎️ : 021-80108129
✉️ : jiangnan@stocke.com.cn

评级 **增持**

上次评级 增持

当前价格 ¥12.31

投资要点

□ 快递业务收入增速放缓

19Q3单季, 快递业务实现营收36.47亿元, 同比增长21.05%, 收入增速较19H1的49.86%有所下降, 主要原因来自于去年同期高基数, 以及自8月中下旬进入旺季后, 公司主动提升客户质量。19年前三季度, 快递业务实现营收103.24亿元, 同比增长38.24%。快递业务量增速低于我们之前预计, 下调19-21年快递业务量同比增速假设至40%、30%、25%。

□ 快运业务收入增长稳定

19Q3单季, 快运业务实现营收27.74亿元, 同比增长1.29%, 相比19H1收入同比下降9.7%, 三季度快运业务收入同比企稳, 主要原因是快递和快运业务划分变化的同比影响消除。19年前三季度, 快运业务实现营收77.66亿元, 同比下降6.06%。快运业务收入端符合预期, 维持之前假设不变。

□ 预计19Q4营业成本同比增速继续放缓

19Q3单季, 公司营业成本60.52亿元, 同比增长19.53%, 主要原因是人工成本和运输成本的增长。相比19H1营业成本同比22.35%的增速, 三季度营业成本增速有所放缓。19Q3单季, 毛利率7.68%, 同比和环比均出现明显下降。19年前三季度, 公司营业成本167.06亿元, 同比增长21.31%。旺季前产能储备相对充足+春节时间较早, 预计19Q4产能提升幅度有限, 19Q4营业成本同比增速有望继续放缓。维持成本端假设不变。

□ 期待盈利能力逐步改善, “增持”评级

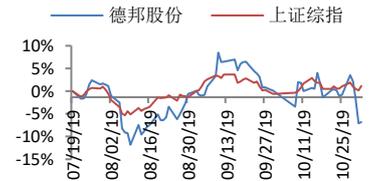
预计19-21年, 公司归母净利润分别为6.12亿元、8.17亿元、10.47亿元, 同比增速分别为-12.60%、33.40%、28.17%, 对应PE分别为19.30倍、14.47倍、11.29倍。19Q3单季, 快递业务量增速低于预期和成本端较快增长, 导致利润同比显著下降。8月中下旬进入旺季后, 随着快递业务规模持续增长, 以及成本端的控制, 公司盈利能力有望逐步改善, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

人工成本增长超预期, 运输成本增长超预期。

单季度业绩 元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2019	0.01
2Q/2019	0.16
1Q/2019	-0.05
4Q/2018	0.25



公司简介

公司成立于2009年, 是国内领先的公路快运与快递服务提供商, 坚持直营为主的经营模式, 主要产品包括快运、快递、仓储供应链、跨境等, 于2018年1月在A股上市。截至2019年上半年, 公司共有直营网点6,368个, 合伙人网点2,521个, 服务点19,097个, 分拨中心155个, 已基本实现全国地级、区级城市的全覆盖, 乡镇覆盖率达到94%。

相关报告

- 1 《大件快递, 大有可为》2019.06.30
- 2 《盈利能力有望逐季改善》2019.09.18

报告撰写人: 姜楠

数据支持人: 姜楠

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	23025	27122	32290	38721
(+/-)	13.15%	17.79%	19.06%	19.92%
归属母公司净利润	700	612	817	1047
(+/-)	28.13%	-12.60%	33.40%	28.17%
每股收益(元)	0.73	0.64	0.85	1.09
P/E	16.87	19.30	14.47	11.29

证券研究报告

正文目录

1. 快递业务发展是重点	3
1.1. 快递业务收入增速放缓.....	3
1.2. 营业成本增长较快, 毛利同比下滑.....	3

图表目录

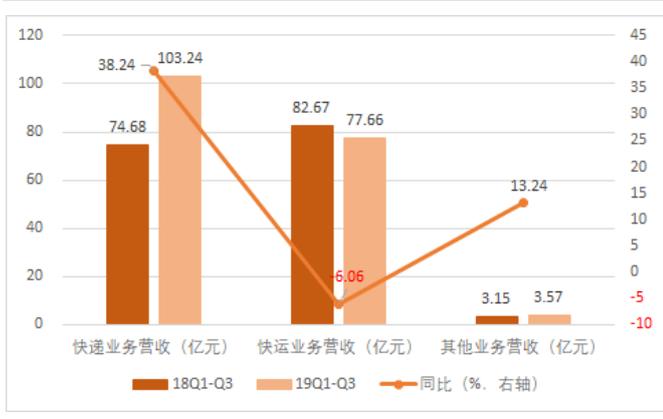
图 1: 各块业务营业收入情况.....	3
图 2: 各块业务营业收入占比.....	3
图 3: 分季度营业成本比较.....	4
图 4: 分季度毛利比较.....	4
表附录: 三大报表预测值.....	5

1. 快递业务发展是重点

1.1. 快递业务收入增速放缓

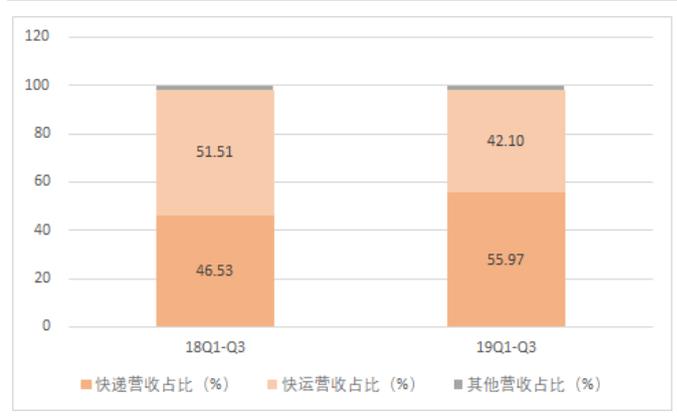
19年前三季度累计，公司实现营业收入184.47亿元，同比增长14.93%。其中，快递业务营业收入103.24亿元，同比增长38.24%，快运业务营业收入77.66亿元，同比下降6.06%。19年前三季度累计，快递业务营业收入占比55.97%，超过快运业务营业收入占比42.10%。快递业务量增速低于我们之前预计，下调19-21年快递业务量同比增速假设至40%、30%、25%。

图 1：各块业务营业收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：各块业务营业收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

19年前三季度累计，快运业务实现营业收入77.66亿元，同比下降6.06%。19年三季度单季，快运业务实现营业收入27.74亿元，同比增长1.29%。三季度快运业务收入同比企稳，主要原因是快递和快运业务划分变化的同比影响消除。虽然目前快运业务收入规模已被快递业务超越，但是快运业务依然是公司利润的主要来源。快运业务收入端符合预期，维持之前的假设不变。

1.2. 营业成本增长较快，毛利同比下滑

19年前三季度累计，公司营业成本167.06亿元，同比增长21.31%。19年三季度单季，公司营业成本60.52亿元，同比增长19.53%，人工成本和运输成本增长是主要原因。今年旺季前产能储备相对充足，叠加明年春节时间较早，预计19年四季度产能提升幅度有限，营业成本同比增速有望继续放缓。维持成本端假设不变。

19年前三季度累计，公司实现毛利17.41亿元，同比下降23.63%，毛利率9.44%，同比下降4.76个百分点。其中，19年一季度毛利4.69亿元，同比下降27.20%，毛利率8.57%，同比下降5.14个百分点。19年二季度毛利7.68亿元，同比下降8.70%，毛利率11.98%，同比下降3.35个百分点。19年三季度毛利5.03亿元，同比下降36.56%，毛利率7.68%，同比下降5.87个百分点。19年第三季度，快递业务量增速低于预计和成本端较快增长，导致毛利率同比和环比均出现明显下降。8月中下旬进入旺季后，随着快

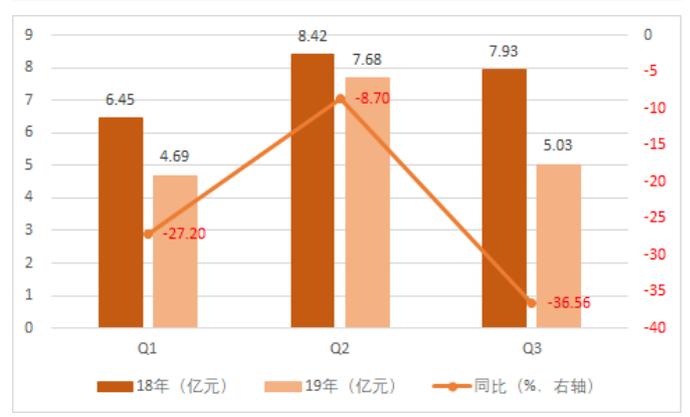
递业务规模持续增长,以及成本端的控制,公司盈利能力有望逐步改善,维持“增持”评级。

图 3: 分季度营业成本比较



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 4: 分季度毛利比较



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5288	7177	8721	10923	营业收入	23025	27122	32290	38721
现金	2756	4250	5494	7155	营业成本	19779	23560	27880	33328
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	66	78	93	111
应收账款	1366	1630	1784	2121	营业费用	396	482	584	700
其它应收款	215	253	302	362	管理费用	1913	2254	2683	3218
预付账款	353	414	476	583	研发费用	130	163	203	244
存货	19	23	27	32	财务费用	130	110	145	167
其他	578	607	637	669	资产减值损失	50	59	70	84
非流动资产	2933	3374	3700	3860	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	513	539	566	594	投资净收益	121	127	133	140
长期投资	58	61	64	67	其他经营收益	212	238	278	327
固定资产	1849	2336	2690	2864	营业利润	893	780	1042	1336
无形资产	33	40	50	64	营业外收支	4	4	4	4
在建工程	0	0	0	0	利润总额	897	784	1046	1340
其他	480	399	331	271	所得税	197	172	229	294
资产总计	8221	10551	12420	14782	净利润	700	612	817	1047
流动负债	3999	5709	6751	8057	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1001	2170	2583	3098	归属母公司净利润	700	612	817	1047
应付款项	1231	1467	1736	2075	EBITDA	1706	1570	2134	2746
预收账款	60	71	84	101	EPS (最新摊薄)	0.73	0.64	0.85	1.09
其他	1707	2001	2348	2783	主要财务比率				
非流动负债	195	203	213	223		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	195	203	213	223	营业收入增长率	13.15%	17.79%	19.06%	19.92%
负债合计	4194	5912	6964	8280	营业利润增长率	26.52%	-12.67%	33.53%	28.26%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润增	28.13%	-12.60%	33.40%	28.17%
归属母公司股东权益	4027	4639	5456	6503	获利能力				
负债和股东权益	8221	10551	12420	14782	毛利率	14.10%	13.13%	13.66%	13.93%
现金流量表					净利率	3.04%	2.26%	2.53%	2.70%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	19.73%	14.13%	16.18%	17.50%
经营活动现金流	1588	1590	2280	2752	ROIC	13.90%	9.21%	10.51%	11.20%
净利润	700	612	817	1047	偿债能力				
折旧摊销	801	759	1043	1359	资产负债率	51.01%	56.03%	56.07%	56.01%
财务费用	130	110	145	167	净负债比率	23.87%	36.71%	37.10%	37.42%
投资损失	(121)	(127)	(133)	(140)	流动比率	1.32	1.26	1.29	1.36
营运资金变动	271	92	267	174	速动比率	1.32	1.25	1.29	1.35
其它	(194)	143	141	145	营运能力				
投资活动现金流	(836)	(1155)	(1304)	(1439)	总资产周转率	3.12	2.89	2.81	2.85
资本支出	(248)	(1085)	(1227)	(1355)	应收账款周转率	18.73	17.98	18.26	18.54
长期投资	(71)	(29)	(30)	(31)	应付账款周转率	20.64	17.89	17.84	17.92
其他	(517)	(42)	(47)	(52)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	59	1059	268	348	每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.64	0.85	1.09
短期借款	(77)	1169	413	515	每股经营现金流 (最新)	1.65	1.66	2.37	2.87
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.20	4.83	5.68	6.77
其他	136	(110)	(145)	(166)	估值比率				
现金净增加额	810	1493	1244	1661	P/E	16.87	19.30	14.47	11.29
					P/B	2.93	2.55	2.17	1.82
					EV/EBITDA	8.32	6.24	4.20	2.85

资料来源：浙商证券研究所

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。

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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>