

# 德邦股份 (603056)

证券研究报告

2018年01月12日

## 零担龙头即将登陆! 详解德邦物流

### 事件

零担行业龙头德邦股份(603056.SH)于1月4日开启IPO网上网下申购,预计将于1月16日上市。本次德邦股份拟发行股份数不超过1亿股,每股发行价格4.84元。发行后总股本不超过9.6亿股,发行后的流通股股份占总股本比例不超过10.42%,不低于10%。

### 德邦物流:零担行业佼佼者,积极探索快递业务

德邦为零担行业中的佼佼者,零担起家,随后逐渐将业务扩展到整车、快递等物流领域。过去几年零担业务增速表现较为稳定,公司在巩固零担行业地位的同时,公司战略扶持快递业务,定位大件快递,但由于新业务存在投入期,利润率和业绩水平受到影响,2016年开始出现较好势头。

### 零担行业增长与经济活动共振,整体增速逊于快递

零担具有2B属性,因此其增速与经济活动的活跃度息息相关;而近十年的快递市场收到的是网络零售的拉动,消费和互联网属性较强,因此即便近年来快递行业增速随着网络零售向下,但整体仍为高成长性行业,增速快于零担。

### 行业竞争格局分散,内外参与者众多

与美欧成熟市场相比,中国的零担行业竞争格局十分分散,CR20份额仅在12.8%。零担市场可以进一步划分为三种竞争者:1)全国型公司,数量少,该领域内的集中度高于整个零担市场;2)区域型公司,深耕某地区,网络深度强;3)专线型公司。

与此同时,零担市场面临着外来竞争者尤其是快递的竞争,快递与零担由于业务流程相差不大,因此进入零担行业难度不高,而快递企业出于成本优化、客户粘度等角度,已有多家企业如顺丰、中通、百世开始涉足零担货运领域。

### 投资建议

德邦为零担行业龙头,过去几年由于零担业务增速表现较为稳定,在巩固零担行业地位的同时,公司战略扶持快递业务,定位大件快递,但由于新业务存在投入期,利润率和业绩水平受到影响,2016年开始出现较好势头。公司未来的战略方向一方面是扩大行业份额,另一方面则要通过快递来拓展新的市场空间,发力大件快递如家电家具等时,还需提升安装后市场的服务能力。我们判断未来快递和快运的行业融合将会加速,快递龙头也将大规模将业务向快运、整车等延伸。最后投资角度,增速原因,零担行业的理论估值应低于快递,但考虑公司为行业龙头企业,给予一定龙头溢价,我们认为合理的价格在12元,对应2018年估值22X。

**风险提示:** 行业发展增速不及预期;利润率低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,921.49	17,000.94	22,137.83	31,825.73	49,154.53
增长率(%)	23.14	31.57	30.22	43.76	54.45
EBITDA(百万元)	806.71	842.37	713.71	804.18	982.49
净利润(百万元)	337.20	379.94	449.41	522.45	601.89
增长率(%)	(28.49)	12.68	18.28	16.25	15.20
EPS(元/股)	0.35	0.40	0.52	0.54	0.63
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:wind, 天风证券研究所

行业	/
发行价格	4.84元
合理估值	12元

### 发行数据

总股本(万股)	96,000
发行数量(万股)	10,000
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	9,000
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2018/1/4
发行方式	网上发行,网下配售

### 作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

### 股东信息

宁波梅山保税港区德邦投资控股股份有限公司	80.36%
崔维星	5.00%
宁波诚致鑫鼎投资合伙企业(有限合伙)	3.32%
苏州钟鼎创业投资中心(有限合伙)	2.58%
中金佳泰(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.55%
天津鼎晖股权投资一期基金(有限合伙)	1.54%
北京红杉信远股权投资中心(有限合伙)	1.00%
苏州钟鼎创业二号投资中心(有限合伙)	1.00%
郭续长	0.96%
天津鼎晖元博股权投资基金(有限合伙)	0.79%

## 内容目录

1. 事件：德邦股份上市在即 .....	4
2. 经营层面 .....	5
2.1. 业务分类 .....	5
2.2. 收入结构 .....	7
2.3. 毛利结构 .....	8
2.4. 成本结构 .....	9
3. 大物流竞争角度理解德邦 .....	11
3.1. 零担：公路货运子行业，商业活动驱动增长 .....	11
3.2. 零担行业基本情况：门槛较低，多方竞争 .....	13
3.2.1. 低门槛致格局零散，全国网络型公司寥寥 .....	13
3.2.2. 快递与零担：城里的人想出来，城外的人想进去 .....	14
4. 投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：2014 至 1-3Q2017 德邦股份营业收入、归母净利润及其同比 .....	5
图 2：2014 至 1-3Q2017 德邦股份整体毛利率变化 .....	5
图 3：2016 年德邦主要公路运输产品平均单票货物重量（注：图中快递重量单位为公斤） .....	6
图 4：2014 至 1-3Q2017 德邦股份三项零担产品业务量及增速 .....	7
图 5：2014 至 1-3Q2017 德邦股份整车与快递业务量及增速 .....	7
图 6：2014 至 1-3Q2017 德邦物流营业收入及其增速 .....	7
图 7：2014 至 1-3Q2017 德邦物流收入结构分拆 .....	7
图 8：2015-2016 公司零担/整车/快递收入增速对比 .....	8
图 9：2014 至 1-3Q2017 德邦物流毛利润结构 .....	9
图 10：德邦主要经营业务毛利率分项 .....	9
图 11：上市公司成本拆分 .....	9
图 12：2014 至 1-3Q2017 上市公司人工成本变化情况 .....	10
图 13：2014 至 1-3Q2017 上市公司员工数量变化情况 .....	10
图 14：上市公司各级员工薪资及其收入变化 .....	10
图 15：2014 至 1-3Q2017 上市公司运输成本及其变化 .....	11
图 16：2014 至 1-3Q2017 上市公司自有车/外请车运力结构 .....	11
图 17：德邦业务辐射分布图 .....	11
图 18：铁路、公路、水路、管道货运量占比（%） .....	12
图 19：公路货运领域占比（%） .....	12
图 20：德邦零担业务 VS 当年 GDP 增速 .....	12
图 21：快递业务量增速受到网络零售带动 .....	12

图 22: 2010-2014 年中国零担物流企业数量 .....	13
图 23: 中、美零担前 20 强所占市场份额 .....	13
图 24: 德邦零担/整车毛利率 VS 顺丰毛利率 .....	15
图 25: 德邦零担业务 VS 当年 GDP 增速 .....	15
图 26: 快递业务量增速受到网络零售带动 .....	15
表 1: 德邦股份上市发行前后股东情况 .....	4
表 2: 上市公司募投项目及投资进度 .....	4
表 3: 上市公司主要业务分类 .....	6
表 4: 公路物流细分 .....	12
表 5: 2014 VS 2015 VS 2016 年中国零担企业排行 .....	14
表 6: 快递公司开展零担业务情况 .....	14
表 7: A 股快递企业 2017-2019 年估值 .....	16

## 1. 事件：德邦股份上市在即

德邦股份（603056.SH）于1月4日开启IPO网上网下申购，预计将于1月16日上市。本次德邦股份拟发行股份数不超过1亿股，每股发行价格4.84元。发行后总股本不超过9.6亿股，发行后的流通股股份占总股本比例不超过10.42%，不低于10%。

表 1：德邦股份上市发行前后股东情况

股东姓名或名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	股权比例（%）	持股数（万股）	股权比例（%）
德邦控股	69,107.60	80.36	69,107.60	71.99
崔维星	4,300.92	5	4,300.92	4.48
宁波诚致鑫鼎	2,859.46	3.32	2,859.46	2.98
苏州钟鼎	2,215.96	2.58	2,215.96	2.31
中金佳泰	1,331.04	1.55	1,331.04	1.39
鼎晖一期	1,321.06	1.54	1,321.06	1.38
钟鼎二号	860	1	860	0.9
北京红杉	860	1	860	0.9
郭续长	825.6	0.96	825.6	0.86
鼎晖元博	680.5689	0.79	680.5689	0.71
天津瑞荣	491.822	0.57	491.822	0.51
上海国和	430	0.5	430	0.45
昆山海峡	430	0.5	430	0.45
上海平石	285.9709	0.33	285.9709	0.3
A股社会公众股东	-	-	10,000.00	10.42
合计	86,000.00	100	96,000.00	100

资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

本次IPO之后，公司所募集资金扣除发行费用后，将主要围绕主营业务投资四大项目：直营网点、运输车辆、快递车辆及设备以及信息一体化平台建设，以上四项的资本开支总额达到38.8亿元，而来自于本轮上市募资的金额仅为4.19亿元。我们注意到由于公司本身业务需要，这四项募投项目在2017年之前已经基本投入完成。

表 2：上市公司募投项目及投资进度

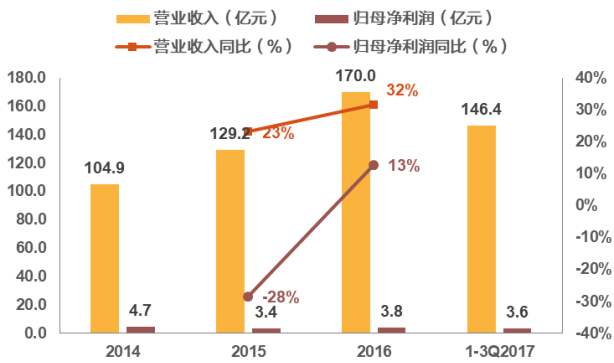
项目名称	项目总投资额	募集资金拟使用金额	项目投资进度		
			2015年	2016年	2017年
直营网点建设项目	5.20	0.34	1.49	2.28	1.43
运输车辆购置项目	20.90	2.00	3.77	9.79	7.34
快递车辆及设备购置项目	7.80	0.55	1.88	2.66	3.26
信息一体化平台建设项目	4.90	1.30	1.78	1.88	1.24
合计	38.80	4.19	8.92	16.61	13.27

资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

## 2. 经营层面

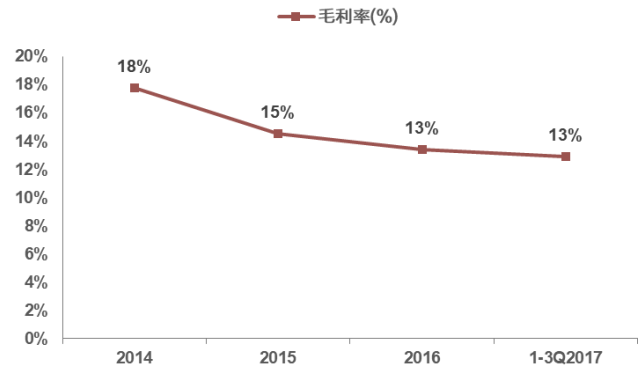
德邦物流在过去的几年中，收入端呈现出稳定增长势头：以 2015 年 23%、2016 年 32% 的增速上行。利润方面则呈现出波动，2015、2016 由于快递、整车等业务进入培育期，新业务毛利率低于传统零担业务，同时以管理费用为代表的费用上升，导致净利润水平不及 2014 年。我们将在本部分就公司业务与财务情况进行详细拆分。

图 1：2014 至 1-3Q2017 德邦股份营业收入、归母净利润及其同比



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 2：2014 至 1-3Q2017 德邦股份整体毛利率变化



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

### 2.1. 业务分类

德邦物流以公路运输起家，按照单票货物重量体积来划分，由重至轻分别为整车运输、公路快运（零担）以及快递业务，其中：

- 1) **公路零担**：公司传统优势业务，又按照运输距离的不同划分为精准卡航（480km 以上）与精准城运（480km 以下），同时推出时效性略低的精准汽运以匹配对价格更敏感的需求；
- 2) **快递业务**：启动于 2013 年 11 月，当时的德邦以原有的公路快运直营网络和终端规模未基础启动快递，目前公司的快递业务服务网络已经遍及全国 31 个省及直辖市，315 个城市（不包含事业合伙人网点）。**公司针对了当前快递行业的竞争格局，在时效商务件与电商件外错位竞争，定位为“中国性价比最高的重货快递”，推出 360 特惠快件服务，目标群体在货重区间为 3 公斤到 60 斤的产品；**
- 3) **整车业务**：公司的整车业务为全国范围内的门到门运输，为公路运输全产品中的一项，其中包含了相当部分的整车大客户。

此外除公路快运外，公司业务还涉及航空运输代理，但公司的航空货代业务仍以普通货物为主，当前尚未涉及快件类业务。

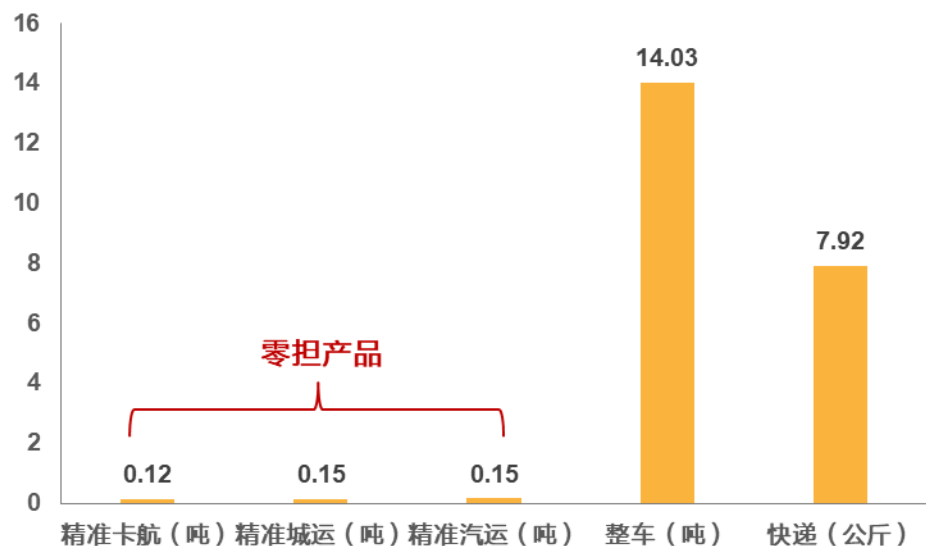
表 3：上市公司主要业务分类

业务大类	细分业务	运输距离	业务特点	1-3Q2017 票数（万票）
公路快运 (零担)	精准卡航	>480km	已基本覆盖了从珠三角、长三角及京津唐地区出发至全国大部分城市的运输线路。	1785.42
	精准城运	<480km	目前主要覆盖珠三角、长三角、京津唐、山东、辽宁、川渝区域城市之间，基本实现快速、准点到达和在部分区域的派送。客户在选择精准城运业务后，其运输的货物将进行优先配载。	162.08
	精准汽运	无限制	精准汽运业务的 <b>时效性略低</b> ，运输价格也相对较低。	982.87
整车运输 业务	-	无限制	全国范围内进行门到门运输，不经中转直达目的地。	14.07
快递业务	-	无限制	德邦快递定位为中国性价比最高的重货快递。即针对货重区间在 3 公斤到 60 斤的产品，推出“360 特惠快件服务”，该服务以 3 公斤为首重，每公斤续重价格显著低于市场平均水平。截至 2017 年 9 月 30 日公司开展快递业务的网点数量为 4,791 个（不含事业合伙人网点）。	18483.62
航空运输 代理	-	无限制	主要以普通货物为主，并未涉及快件类货物，货源结构呈现高批次、低运量、高价值的特征。与国内主要的航空公司确立了战略合作伙伴关系，代理其空运物流服务，辐射范围覆盖全国。	10.27

资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

我们计算了过去三年公司各业务产品的平均重量，意图更直观地展现出整车、快运与快递之间的层级区别：**整车业务的平均单票重量为 14 吨**；而**同为零担产品的精准卡航、精准城运与精准汽运平均重量彼此接近，在 120-150 公斤之间**；**快递产品是公司所有业务条线上单位重量最轻的，单票平均仅 7.92 公斤**，但横向对比其他快递公司大部分 3kg 以下甚至更轻的包裹重量均值，该数字明显体现出德邦“重货快递”的特征。

图 3：2016 年德邦主要公路运输产品平均单票货物重量（注：图中快递重量单位为公斤）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

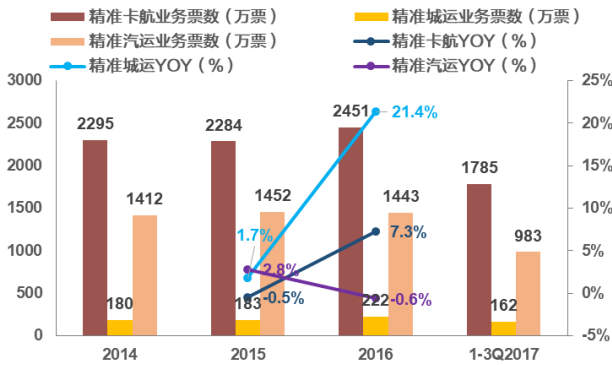
而考虑业务量增速，我们将零担、整车与快递区别来看：

- 1) **零担**：代表产品为精准卡航（时效远距）、精准城运（时效近距）与精准汽运（经济类型），其中精准卡航为拳头产品。但从增速角度，精准卡航在 2015、2016 增速表现一般，分别为-0.5%与 7.3%；经济产品精准汽运也仅有分别为 2.8%与-0.6%的增长；三

项产品中，表现最好的为短途产品精准城运，2016 年增速超过 20%。综合来看，公司零担快运业务增速表现一般。

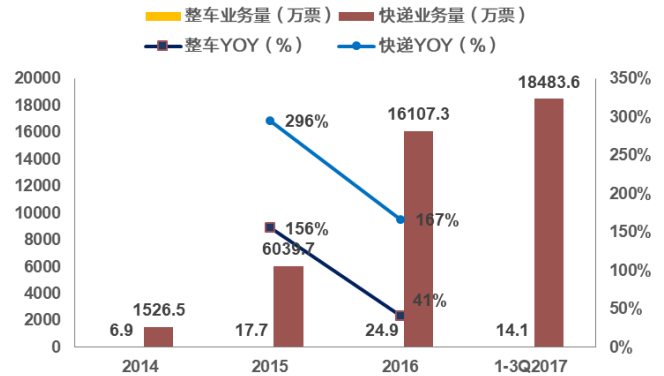
- 2) **整车**：新业务整车快速增长，2015-16 分别达到 155.6%与 40.8%的增速，但整体技术仍然较小，1-3Q2017 仅有 14.07 万票；
- 3) **快递**：作为公司重点打造的新产品，德邦快递在 2015-2016 分别贡献出 295.7%与 166.7%的增速，2017 年前三季度累计完成 1.85 亿件快递业务量。

图 4：2014 至 1-3Q2017 德邦股份三项零担产品业务量及增速



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 5：2014 至 1-3Q2017 德邦股份整车与快递业务量及增速

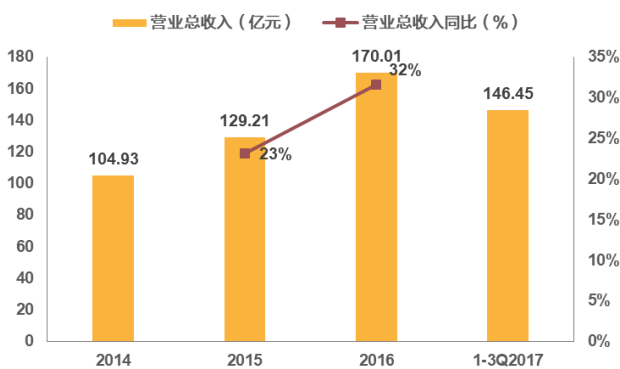


资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 收入结构

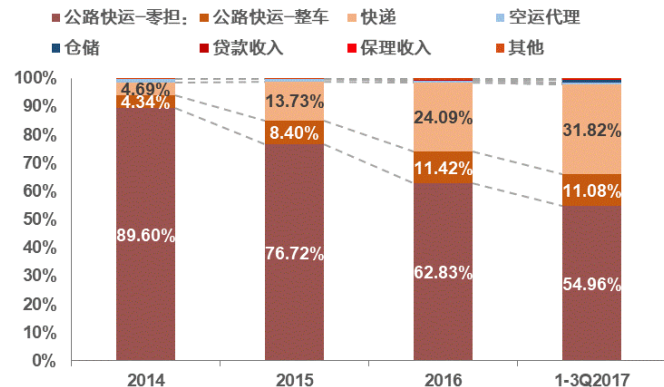
得益于新业务的快速扩张，**公司收入在过去几年中维持较高增速，15、16 分别贡献出 23%、32%的增长率。**结构上看，公路零担业务作为成熟板块，尽管其收入增速较为缓慢，但始终为公司收入大头，而随着整车与快递业务在规模上的迅速发展，零担占比呈现出大幅收敛，从 2014 年的 89.60%降为 1-3Q2017 的 54.96%，整车占比则从 14 年的 4.34%跃升至 17 前三季度的 11.08%，最值得一提的是德邦快递业务，收入占比从 14 年的 4.69%翻了数倍，去年前三季度累计占比 31.82%。

图 6：2014 至 1-3Q2017 德邦物流营业收入及其增速



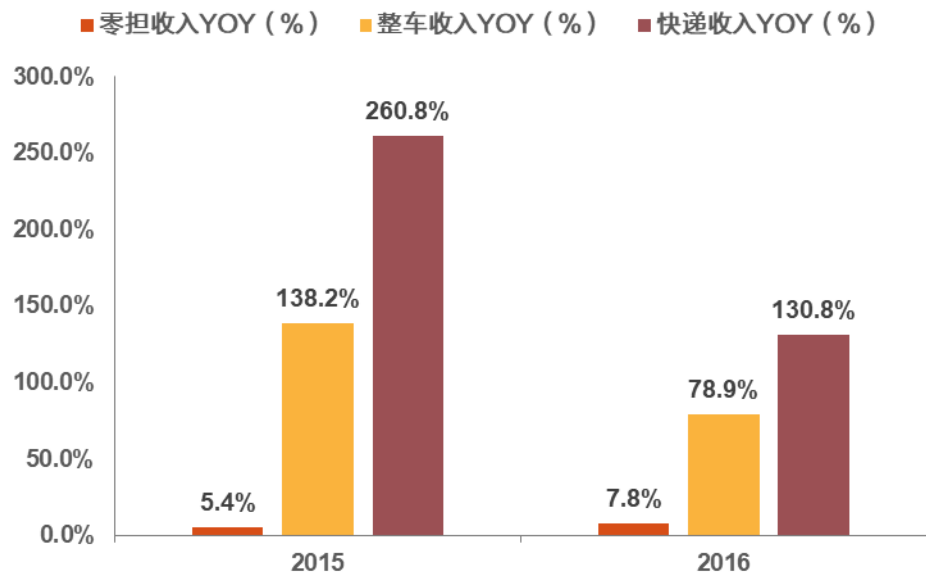
资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 7：2014 至 1-3Q2017 德邦物流收入结构分拆



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 8：2015-2016 公司零担/整车/快递收入增速对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 毛利结构

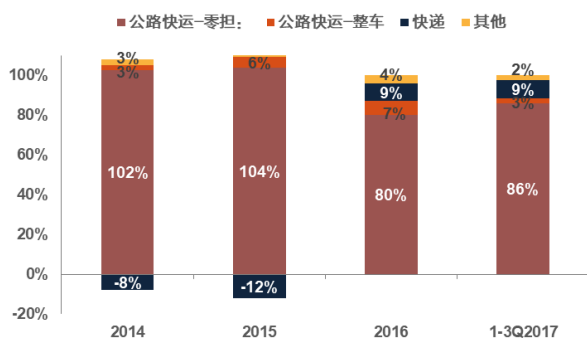
我们按照统一口径拆分其毛利结构，发现在利润层面，零担的支柱地位更加突出：同样按照零担、整车与快递三大主要产品来划分，直到最新的财季结束，零担产品在整体毛利润中的占比仍然高达 86%；而公路整车运输的毛利占比则受到定价等扰动，经历了先涨后跌的过程，当前占比仅 3%；快递业务则是在经历了 2014、2015 年的培育期和毛利亏损之后，在 2016 年成功开始扭亏，1-3Q2017 毛利率 3.64%，贡献 9%的毛利润份额。

我们将零担业务拆解得更细，以观察其毛利率的横纵对比：

- 1) 公司零担业务（精准卡航/城运/汽运）在历史上的毛利率水平表现较为稳定，其中对时效性要求较高的卡航/城运毛利水平大幅高于时效性要求较低的汽运产品；
- 2) 整车业务在近两年来由于推广等原因毛利率下降；
- 3) 快递呈现扭亏为盈，我们判断 2014、2015 年的快递板块亏损主要来自于新业务拓展初期对于人力、场地和设备的大规模投入，随后随着网络规模效应开始出现以及产能利用率的提升，快递板块实现扭亏。但整体毛利率水平仍然较低，远低于 A 股上市快递公司水平。主要原因为各快递企业在机制、财务口径和定位上均有不同，通达系快递的加盟模式使之毛利率水平较高，而顺丰作为商务时效件第一品牌，重量轻、议价能力强也使得其毛利率能够有稳定支撑，德邦以零担起家，快递主打重件，毛利水平与其他快递公司不具备太多可比意义，我们认为与其做横向比较，更应期待公司和自身历史相比，在未来能够进一步提升快递业务的盈利能力。

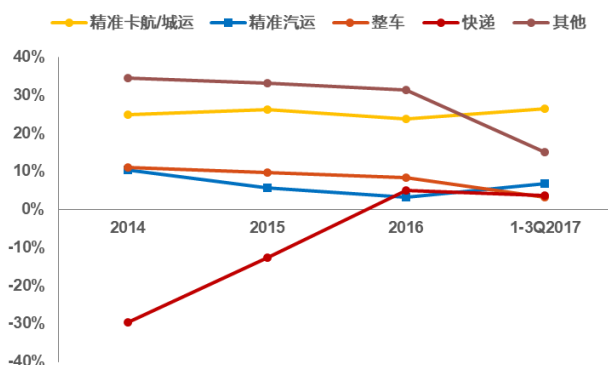


图 9：2014 至 1-3Q2017 德邦物流毛利润结构



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 10：德邦主要经营业务毛利率分项

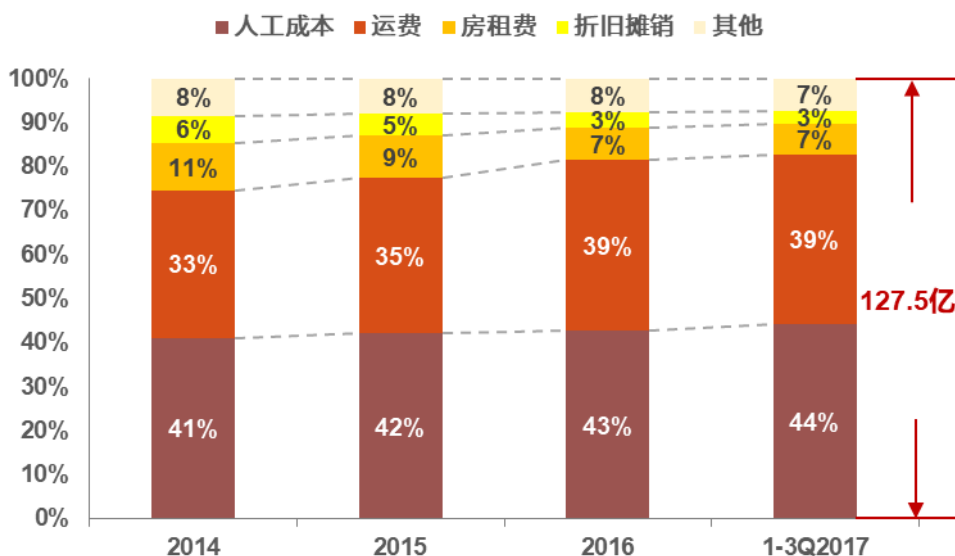


资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

## 2.4. 成本结构

人工费用及运输成本一般是物流公司最重要的成本项目，德邦物流同样概莫能外。在 2014-3Q2017 的四个财务报告期内，人工+运输合计占到公司营业成本的 74.55%、77.54%、81.49% 余 82.77%。成本结构的背后是德邦相对资产较重、自有员工数量较多所致，以截止 3Q2017 数字来看，德邦的自有员工数量超过 10 万，横向对比 A 股其他物流企业，该数字是通达系快递的数倍，接近顺丰，因而人力成本成为公司开支的最大头。

图 11：上市公司成本拆分



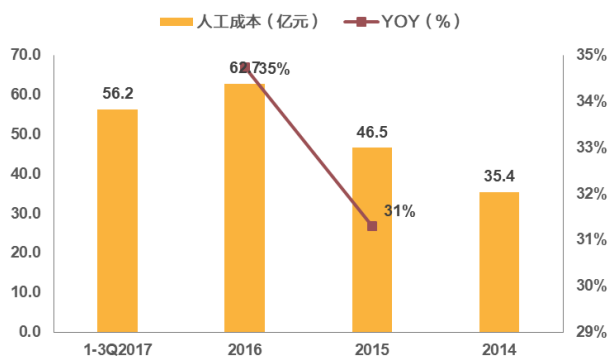
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### ■ 人力成本：快速扩张的新业务+单位人工成本上涨

公司过去几年的人工成本与管理费用上行，来自于人员数量与薪酬的双重上涨。其中：

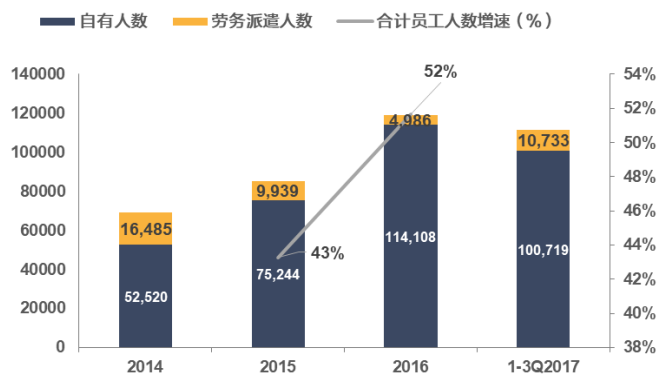
- 1) 快递业务扩张，一线人员快速增长：公司 2015 年、2016 年和 2017 年 1-9 月一线员工（包括派遣员工）平均人数分别同比增长了 25.2%、29.6% 和 24.2%。2017 年 1-9 月，一线员工（包括派遣员工）平均人数同比增加 20936 人，其中快递一线员工（包括派遣员工）同比增加 17155 人，成为一线业务人员增加的主要原因。

图 12：2014 至 1-3Q2017 上市公司人工成本变化情况



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

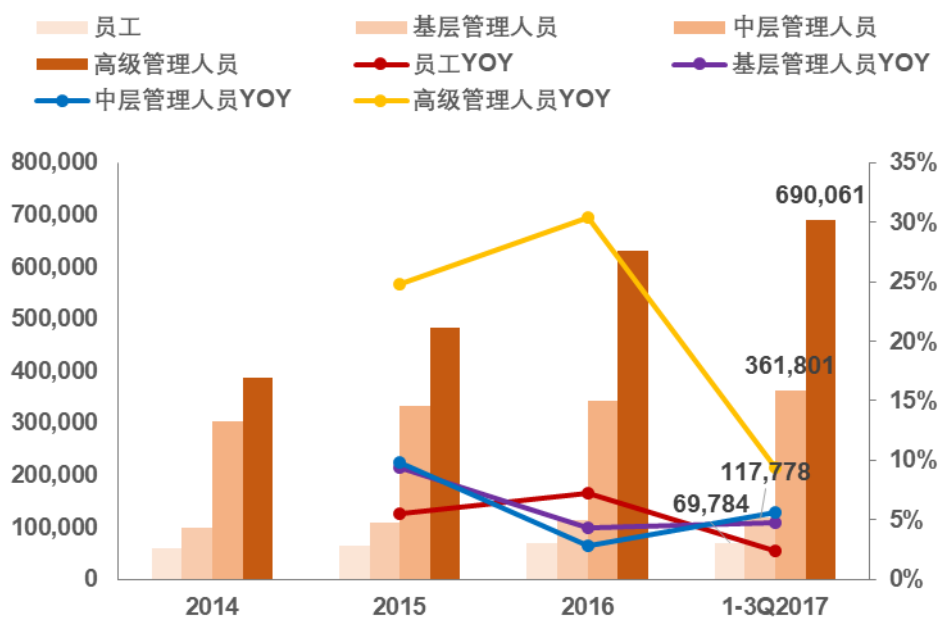
图 13：2014 至 1-3Q2017 上市公司员工数量变化情况



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

- 2) **员工单位薪资：**从单位薪酬看，高级管理人员在 2015、2016 年经历了大幅涨薪，同比分别在 25%与 30%，中层与基层管理人员的薪资涨幅相对温和，2015 至 2017，员工薪资涨幅分别为 9.4%、4.4%与 4.7%，为 69784 元/人（年化）。

图 14：上市公司各级员工工资及其收入变化

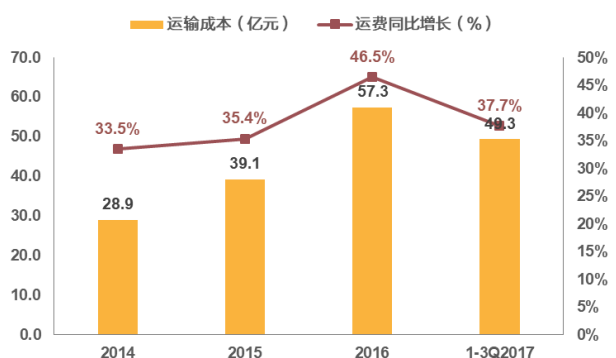


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

■ **运输成本：外请车超过自有车，运输成本快速增长**

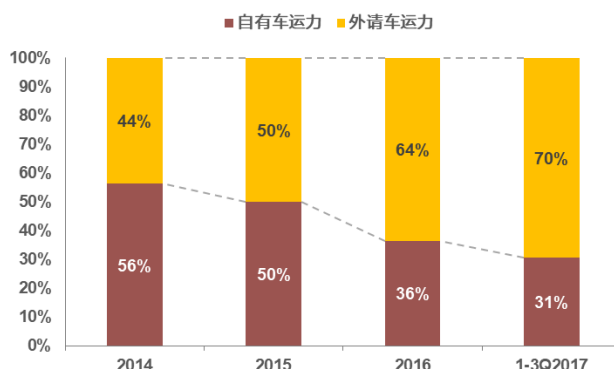
过去几年公司运输成本增速略快于收入增速，平均在 38.3%，运输成本占比从 2014 年的 33.49%提升至 1-3Q2017 的 37.72%。我们认为运输成本的上涨与公司运力结构变化不无关系，早期公司的运力以自有车为主，随后外请车占据主导，占比接近 70%，外请车在单位吨公里的成本上略高于自有，叠加货物量和距离的变化，或是运输成本上涨的主因。但扩大外请车比重，对于网络灵活性而言更加有益。

图 15：2014 至 1-3Q2017 上市公司运输成本及其变化



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

图 16：2014 至 1-3Q2017 上市公司自有车/外请车运力结构



资料来源：德邦股份招股说明书，天风证券研究所

## ■ 运输网络

截至 2017 年 9 月 30 日，公司及下属全资子公司在全国 32 个省、市、自治区的 315 个城市共拥有营业网点 5,243 个（不含事业合伙人网点），拥有各型运输车辆 10,528 台（仅考虑长途车车头而不考虑半挂车的计算口径），在北京、上海、广州、武汉、成都、郑州等各区域中心城市有 127 处分拨中心，进行 24 小时的货物运输服务。

图 17：德邦业务辐射分布图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 3. 大物流竞争角度理解德邦

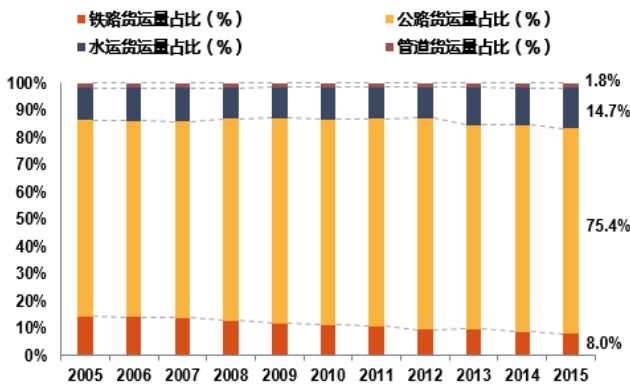
### 3.1. 零担：公路货运子行业，商业活动驱动增长

公路物流因其具有门到门直接运输、机动性高、容易装车运输等特点，一直是陆域面积较

大国家的首选物流方式。近年来，由于我国基础设施建设不断加强，公路运输优势也日益显现，按照交通部公、铁、水、管道的划分口径，过去十年公路运输量地位维持稳定，占全国货运量比例 75%左右。

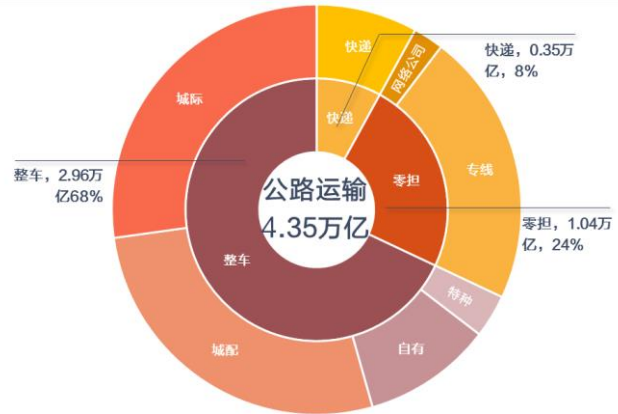
按照运送货物的体积或重量，整个公路物流又可以细分为三类，逻辑为货物的由重到轻、由整体到零散，依次分别为整车运输、零担运输与快递，其中零担介于整车与快递之间，指货主所托运的货物在重量或者体系上无法达到整车运输的标准，因此由货运公司安排和其他托运货物拼装成一辆货车后进行运输。运输重量通常在 30kg-3 吨之间。

图 18：铁路、公路、水路、管道货运量占比 (%)



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

图 19：公路货运领域占比 (%)



资料来源：物流沙龙，天风证券研究所

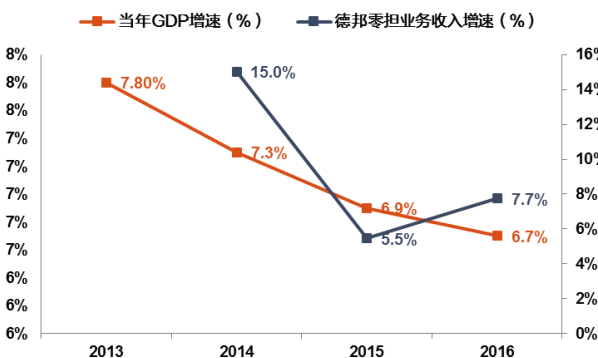
表 4：公路物流细分

名称	特点	服务对象	运输流程	对应重量	货物大小	复杂程度
整车运输	根据规定批量按整车货物办理委托手续、组织运送和计费的货物运输方式。	货主单一，2B	门到门服务为主，流程较为简单	>3T	由重到轻	由简单到复杂
零担运输	客户需要运送货物不足一车时，承运企业把运往一个地方的多家客户货物同时运输。	货主众多，2B	点到点服务为主，流程较复杂	(30kg, 3T)		
快递业务	在承诺的时限内快速完成投递活动。	以文件及轻量级货位为主，2C	配合空运，提供门到门服务，流程较复杂	<30kg		

资料来源：物流沙龙，天风证券研究所

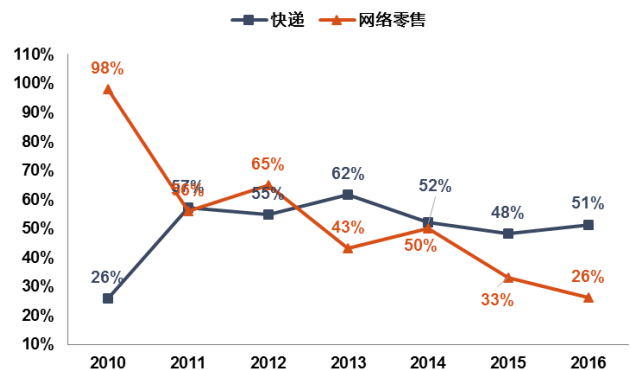
根据物流沙龙数据，中国零担市场规模在 1.04 亿元左右，占整个公路运输市场的 24%，我们认为公路零担运输行业由于客户多为小型货主的原因，其增速与纯消费+互联网驱动的快递行业难以比肩，整体受经济活动（贸易商）活跃度的影响较大，因此在增速上将弱于快递，这一点从德邦自身零担业务的收入增速也有所体现。

图 20：德邦零担业务 VS 当年 GDP 增速



资料来源：德邦物流招股说明书，天风证券研究所

图 21：快递业务量增速受到网络零售带动



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

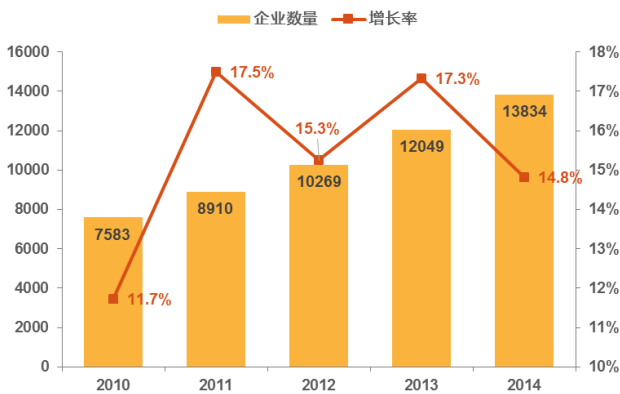
### 3.2. 零担行业基本情况：门槛较低，多方竞争

#### 3.2.1. 低门槛致格局零散，全国网络型公司寥寥

##### ■ 零担内部竞争：整体格局零散，收入德邦第一

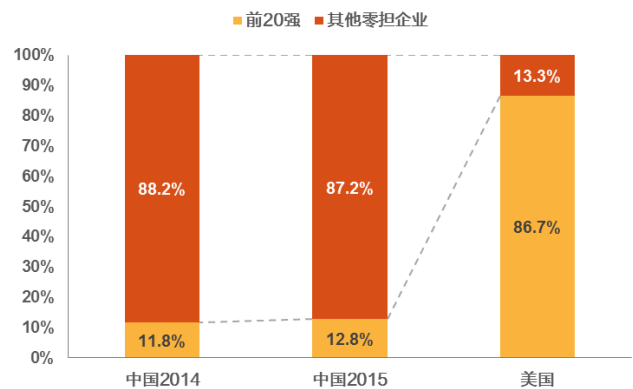
我国的公路货运行业起步较晚，而且并未经历过严格的运输管制年代，因此在起步阶段过后中国较快地进入了粗放式发展的成长期。对于零担行业整体来说，由于没有经营资质的特殊限制，市场准入门槛较低，故而 12.8 整体的竞争结构非常松散，尤其当对标欧美市场时可以发现：美国前 20 强的零担企业占据全市场 87% 的份额，而中国市场发展至 2015 年，CR20 也仅有 12.8%。

图 22：2010-2014 年中国零担物流企业数量



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 23：中、美零担前 20 强所占市场份额



资料来源：物流沙龙，天风证券研究所

从 2014-2016 的行业公司排名来看，德邦行业第一排名稳固，而在德邦之后的排名则迅速变化，从 2016 年的排名来看，我们注意到两个特点：

- 1) **轻资产类型公司快速上升：**排名在德邦之后的轻资产类型公司，通过加盟网络快速扩张并深化网络，从而在规模与业绩上体现出较强的冲劲。这当中最典型的公司为安能快运与借助了互联网工具的壹米滴答。在规模上，轻资产对重资产的弯道超车类似于当年电商件蓬勃发展时通达系的经验；
- 2) **大型快递/物流企业排名上升：**2016 年，顺丰和百世首次进入了零担行业的前 15 名，其中顺丰排名第 7，百世排名第 12。快递龙头已经深耕快递物流行业多年，拥有既有的物流网络与各项资源，而快递与零担之间在中转、货主等方面存在重合，因此快递对于零担行业的渗透速度也在加快。随着另外几家快递巨头通达系纷纷开始涉足零担快运业务，零担行业的竞争格局将会变得更加复杂。

表 5：2014 VS 2015 VS 2016 年中国零担企业排行

2016 年公司收入		体量比	2015 年公司收入		体量比	2014 年公司收入		体量比
		(德邦收入/公司收入, X)			(德邦收入/公司收入, X)			(德邦收入/公司收入, X)
德邦物流	107	1.0	德邦物流	111.5	1.0	德邦物流	112	1.0
安能物流	37	2.9	中铁物流	39.8	2.8	中铁物流	26.9	4.2
中铁物流	36.6	2.9	天地华宇	24	4.6	天地华宇	21.3	5.3
远成快运	27	4.0	佳吉快运	23	4.8	佳吉快运	20.8	5.4
壹米滴答	25.8	4.1	盛丰物流	21	5.3	盛辉物流	19.3	5.8
天地华宇	24.6	4.3	安能物流	20	5.6	安能物流	18	6.2
顺丰速运	23.4	4.6	盛辉物流	19.8	5.6	恒路物流	14	8.0
盛丰物流	23	4.7	远成快运	16	7.0	新邦物流	13	8.6
龙邦快运	23	4.7	新邦物流	12	9.3	盛丰物流	12.5	9.0
佳吉快运	21	5.1	佳怡物流	11	10.1	新杰物流	9.9	11.3
盛辉物流	20.58	5.2	长通物流	9.7	11.5	佳怡物流	9.7	11.5
百世集团	16	6.7	百世物流	9.1	12.3	长通物流	8.9	12.6
佳怡物流	12.3	8.7	宇鑫物流	9	12.4	宇鑫物流	8.3	13.5
三志物流	12.1	8.8	三志物流	8.5	13.1	百世物流	8	14.0
宇鑫物流	10.53	10.2	大田物流	7.9	14.1	三志物流	8	14.0

资料来源：运联传媒，天风证券研究所

### 3.2.2. 快递与零担：城里的人想出来，城外的人想进去

目前，**快递企业和零担在很多环节相似**，特别是短距离快递业务更多的依靠的是公路运输的方式进行，因而除了专注于公路快运业务的企业，部分以快递为主营业务的企业，也往外延伸业务范围，开展公路快运业务，进一步加剧了竞争。**对于快递公司而言，由快递向零担的延伸可谓极其自然。**

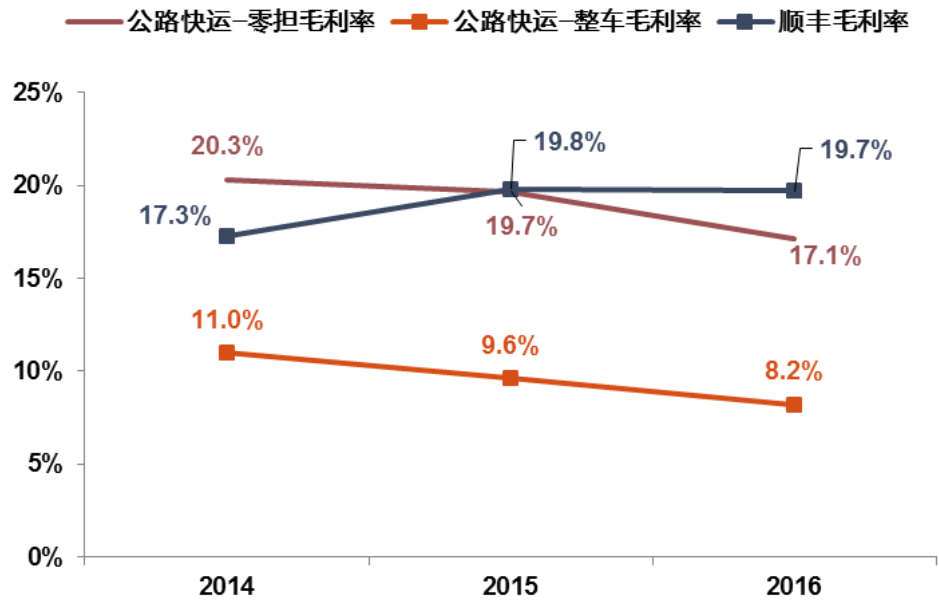
表 6：快递公司开展零担业务情况

公司	进展
中通	2016.4.24 宣布成立中通快运，开展小票零担、大票零担和整车业务
顺丰	2014 年起开展物流普运、重货快运、重货转运业务
EMS	已经开展合同物流业务
百世汇通	成立快运业务，主要包括：惠心件、S3 电商大件、S10 标准小零担、T 托盘运输
韵达	2017.10 正式起网
申通	获得快捷快运 10% 股权，2018 年 1 月 1 日快运业务正式起网
圆通	2017.3 正式起网

资料来源：公司官网，天风证券研究所

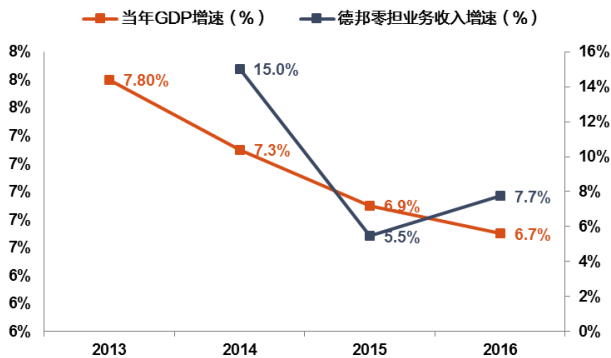
**快递向零担延伸，而零担也在向快递拓展。**快递轻小件较多，因而在利润率上较传统的零担业务更高，叠加相对更快的增速是吸引网络型零担公司向快递转型的重要原因。零担与快递的所谓“一墙之隔”在于最后一公里的派件能力，2B 向 2C 变化时需要在碎片化配送端的投入，以及可能从事的大件快递所涉及的安装能力。而由于眼下具备全网能力的零担公司寥寥，目前最典型的零担向快递发展的公司仅有德邦，公司定位大件快递，在亏损 3 年后于 2016 年实现快递板块的正毛利。

图 24：德邦零担/整车毛利率 VS 顺丰毛利率



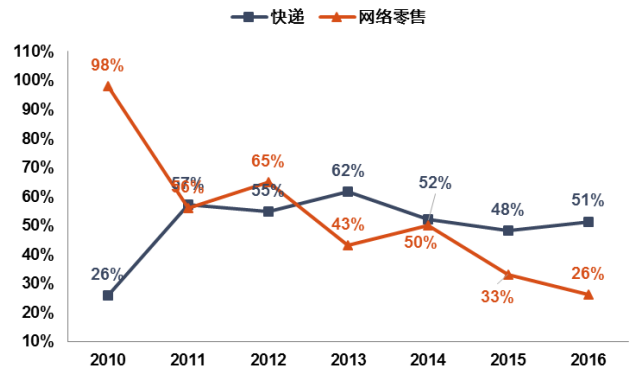
资料来源：招股说明书，顺丰财报，天风证券研究所

图 25：德邦零担业务 VS 当年 GDP 增速



资料来源：德邦物流招股说明书，天风证券研究所

图 26：快递业务量增速受到网络零售带动



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

## 4. 投资建议

德邦为零担行业龙头，过去几年由于零担业务增速表现较为稳定，在巩固零担行业地位的同事，公司战略扶持快递业务，定位大件快递，但由于新业务存在投入期，利润率和业绩水平受到影响，2016 年开始出现较好势头。公司未来的战略方向一方面是扩大行业份额，另一方面则要通过快递来拓展新的市场空间，发力大件快递如家电家具等时，还需提升安装后市场的服务能力。我们判断未来快递和快运的行业融合将会加速，快递龙头也将大规模将业务向快运、整车等延伸。最后投资角度，增速原因，零担行业的理论估值应低于快递，但考虑公司为行业龙头企业，给予一定龙头溢价，我们认为合理的价格在 12 元，对应 2018 年估值 22X。

表 7: A 股快递企业 2017-2019 年估值

公司	代码	对应估值		
		2017E	2018E	2019E
圆通速递	600233	31.3	26.1	22.0
顺丰控股	002352	57.9	47.4	41.4
韵达股份	002120	34.4	27.7	25.1
申通快递	002468	25.3	21.2	18.4

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

行业发展增速不及预期; 利润率低于预期



## 财务预测摘要

资产负债表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	876.60	786.68	2,704.89	1,783.49	2,457.73
应收账款	753.28	1,394.93	812.22	2,558.05	2,881.00
预付账款	267.36	281.19	733.51	575.58	1,395.60
存货	5.56	5.91	12.92	11.93	26.20
其他	248.33	1,154.60	507.48	640.33	774.22
<b>流动资产合计</b>	<b>2,151.11</b>	<b>3,623.30</b>	<b>4,771.02</b>	<b>5,569.39</b>	<b>7,534.74</b>
长期股权投资	0.00	0.00	70.00	354.22	599.66
固定资产	1,106.72	1,454.24	1,711.76	1,977.54	2,122.48
在建工程	0.00	4.27	152.13	226.07	263.03
无形资产	9.09	13.70	32.30	50.06	66.99
其他	400.40	618.17	458.40	365.48	379.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,516.21</b>	<b>2,090.38</b>	<b>2,424.59</b>	<b>2,973.37</b>	<b>3,431.35</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,667.32</b>	<b>5,713.68</b>	<b>7,195.61</b>	<b>8,542.76</b>	<b>10,966.09</b>
短期借款	118.00	962.00	501.33	501.33	592.26
应付账款	570.48	1,048.88	959.07	1,926.28	2,652.22
其他	791.26	1,107.53	895.65	1,134.04	1,234.68
<b>流动负债合计</b>	<b>1,479.73</b>	<b>3,118.41</b>	<b>2,356.05</b>	<b>3,561.65</b>	<b>4,479.15</b>
长期借款	0.00	0.00	1,821.30	1,332.10	1,692.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.65	69.36	43.07	51.36	54.59
<b>非流动负债合计</b>	<b>41.65</b>	<b>69.36</b>	<b>1,864.37</b>	<b>1,383.46</b>	<b>1,746.97</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,521.38</b>	<b>3,187.76</b>	<b>4,220.42</b>	<b>4,945.11</b>	<b>6,226.13</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	860.00	860.00	860.00	960.00	960.00
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	540.42
留存收益	1,285.85	1,665.79	2,115.19	2,637.65	3,779.97
其他	0.09	0.13	0.00	0.00	(540.42)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,145.94</b>	<b>2,525.91</b>	<b>2,975.19</b>	<b>3,597.65</b>	<b>4,739.97</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,667.32</b>	<b>5,713.68</b>	<b>7,195.61</b>	<b>8,542.76</b>	<b>10,966.09</b>

现金流量表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	337.20	379.94	449.41	522.45	601.89
折旧摊销	669.24	621.96	196.02	262.52	321.16
财务费用	21.31	15.43	110.69	63.65	98.31
投资损失	(22.14)	(64.56)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	193.30	(1,650.00)	556.89	(372.82)	(487.80)
其它	(116.31)	792.54	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,082.59</b>	<b>95.31</b>	<b>1,263.00</b>	<b>425.81</b>	<b>483.57</b>
资本支出	346.90	821.83	716.29	895.93	762.20
长期投资	0.00	0.00	70.00	284.22	245.44
其他	(1,094.43)	(1,838.58)	(1,446.83)	(2,030.47)	(1,717.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(747.53)</b>	<b>(1,016.75)</b>	<b>(660.54)</b>	<b>(850.33)</b>	<b>(710.03)</b>
债权融资	118.03	962.26	2,388.83	1,855.59	2,314.18
股权融资	(35.65)	(45.00)	(110.82)	36.35	442.11
其他	(186.22)	(85.70)	(962.26)	(2,388.83)	(1,855.59)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(103.84)</b>	<b>831.55</b>	<b>1,315.75</b>	<b>(496.89)</b>	<b>900.70</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>231.22</b>	<b>(89.89)</b>	<b>1,918.21</b>	<b>(921.40)</b>	<b>674.24</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>12,921.49</b>	<b>17,000.94</b>	<b>22,137.83</b>	<b>31,825.73</b>	<b>49,154.53</b>
营业成本	11,044.46	14,720.72	19,466.77	28,080.13	43,479.61
营业税金及附加	48.13	53.71	55.34	79.56	122.89
营业费用	118.88	188.28	316.57	280.07	432.56
管理费用	1,408.70	1,732.60	1,806.45	2,864.32	4,468.15
财务费用	36.06	45.04	110.69	63.65	98.31
资产减值损失	8.71	20.96	25.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.14	64.56	50.00	50.00	50.00
其他	(44.29)	(129.11)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>278.69</b>	<b>304.19</b>	<b>407.01</b>	<b>478.01</b>	<b>563.02</b>
营业外收入	170.49	193.58	185.00	191.00	195.00
营业外支出	22.07	21.53	26.00	24.00	24.00
<b>利润总额</b>	<b>427.11</b>	<b>476.24</b>	<b>566.01</b>	<b>645.01</b>	<b>734.02</b>
所得税	89.91	96.30	116.60	122.55	132.12
<b>净利润</b>	<b>337.20</b>	<b>379.94</b>	<b>449.41</b>	<b>522.45</b>	<b>601.89</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>337.20</b>	<b>379.94</b>	<b>449.41</b>	<b>522.45</b>	<b>601.89</b>
每股收益(元)	0.35	0.40	0.52	0.54	0.63

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.14%	31.57%	30.22%	43.76%	54.45%
营业利润	-41.80%	9.15%	33.80%	17.44%	17.78%
归属于母公司净利润	-28.49%	12.68%	18.28%	16.25%	15.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.53%	13.41%	12.07%	11.77%	11.55%
净利率	2.61%	2.23%	2.03%	1.64%	1.22%
ROE	15.71%	15.04%	15.11%	14.52%	12.70%
ROIC	24.94%	29.18%	19.73%	20.13%	16.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.48%	55.79%	58.65%	57.89%	56.78%
净负债率	19.27%	20.85%	48.36%	-24.27%	27.55%
流动比率	1.45	1.16	2.03	1.56	1.68
速动比率	1.45	1.16	2.02	1.56	1.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	21.83	15.83	20.06	18.89	18.07
存货周转率	2,573.11	2,965.80	2,351.37	2,560.89	2,577.92
总资产周转率	3.84	3.62	3.43	4.04	5.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.35	0.40	0.52	0.54	0.63
每股经营现金流	1.13	0.10	1.32	0.44	0.50
每股净资产	2.24	2.63	3.46	3.75	4.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com