



Research and
Development Center

直营品质赛顺丰，大件运输领域领军者

—— 德邦股份（603056.SH）首次覆盖报告

2018年11月8日

中小企业研究团队

单丹 分析师

钟惠 分析师

胡申 分析师

直营品质赛顺丰，大件运输领域领军者

2018年11月8日

本期内容提要：

- ◆ **德邦股份：直营品质赛顺丰，大件运输领域领军者。** 德邦股份主营业务是基于公路运输直营网络开展公路快运业务以及快递业务，为客户提供覆盖国内主要城市的标准化货物运输和配送服务。以现有公路运输直营网络和终端为基础，公司于2013年11月正式开展了全国范围的快递业务。在当前日趋激烈的行业竞争下，德邦快递定位为“中国性价比最高的大件快递”，主要针对货物重量在3kg-60kg的高性价比的快递产品以实现与其他快递公司的差异化服务。
- ◆ **政策助力行业高速发展，大件快递空间巨大。** 物流行业是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，对我国经济增长有积极的推动作用，近年来不断得到国家有关政策的鼓励和支持。近年来，受电商高速发展的带动，我国快递行业仍保持着较高的增长速度。随着消费方式的改变，电商产品渗透率在逐步深化，大件商品（大家电、家具、建材、运动器材和卫浴等）物流迎来了发展机遇。《2017 居家大件物流行业研究报告》显示，通过对全国 2918 个区县大件快递的统计发现，跨区域的家电、家具、健身器材等居家大件物品的消费在快速增长，居家大件物品正迎来消费爆发期。
- ◆ **德邦股份在大件快递领域的增长值得期待。** 22 年的大件运营经验赋予了德邦快递强大的大件基因。与同行业对比，德邦快递单票平均重量约为 8 千克，而顺丰单票均重约为 3 千克，韵通系约为 1 千克。公司快递业务中大件快递业务占比远高于同行业其他公司。公司在大件快递的网点覆盖率、人员装备配备和送货效率上都占有明显优势。

2014-2017 年，德邦股份快递业务实现营业收入分别为 4.92 亿元、17.75 亿元、40.96 亿元、69.28 亿元，四年年化复合增长率达到 141.49%；2018 年上半年，公司快递业务实现收入 44.55 亿元，同比增长 58.65%，高于快递行业整体收入增速。

- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润为 7.29 亿元、7.99 亿元、9.25 亿元，按公司总股本 9.60 亿股计算的 EPS 分别为 0.76 元、0.83 元、0.96 元，对应 11 月 7 日收盘价的市盈率分别为 26、23、20 倍。

鉴于对大件快递市场的看好及对公司在大件快递领域领先地位的信心，我们相信公司在收入快速提升之后也将迎来利润的快速增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

- ◆ **风险因素：** 1、人员成本刚性上涨带来的盈利下滑风险；2、市场竞争加剧带来的风险；3、宏观经济增长低于预期等。

证券研究报告

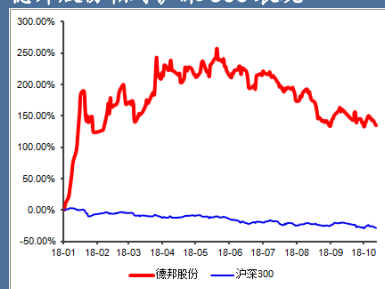
公司研究——首次覆盖

德邦股份（603056.SH）



首次评级

德邦股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
联系电话：+86 10 8332 6701
邮箱：shandan@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
联系电话：+86 10 8332 6792
邮箱：zhonghui@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
联系电话：+86 10 8332 6703
邮箱：hushen@cindasc.com

公司主要数据（2018.11.7）

收盘价(元)	19.40
52周内股价波动区间(元)	6.93-31.28
最近一月涨跌幅(%)	-11.21
总股本(亿股)	9.60
流通A股比例(%)	10.42
总市值(亿元)	186.24

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

公司主要财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,000.94	20,350.11	24,510.32	30,679.24	37,989.01
增长率 YoY %	31.57%	19.70%	20.44%	25.17%	23.83%
归属母公司净利润(百万元)	379.94	546.62	728.59	799.07	924.80
增长率 YoY%	12.68%	43.87%	33.29%	9.67%	15.73%
毛利率%	13.41%	13.32%	13.97%	13.56%	13.31%
净资产收益率 ROE%	16.26%	19.53%	20.23%	17.63%	17.15%
EPS(摊薄, 元)	0.40	0.57	0.76	0.83	0.96
市盈率 P/E(倍)	49	34	26	23	20
市净率 P/B(倍)	7.37	6.06	4.51	3.78	3.18

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 11 月 7 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
德邦股份：直营品质赛顺丰，大件运输领域领军者	2
公司概况	2
国内领先的公路快运与快递综合服务提供商	3
快递业务毛利率提升是盈利增长的关键	5
公路快运为基，快递业务添翼，大件运输领域领军者	6
公路快运差异化服务满足不同需求	6
快递业务定位性价比最高的大件快递	9
网络覆盖全国，规模效应显现	12
政策助力行业高速发展，大件快递空间巨大	14
政策红利密集出台助力行业发展	14
物流业平稳增长，快递业高速发展	14
电商产品渗透深化，大件快递空间巨大	16
德邦股份在大件快递领域的增长值得期待	17
德邦拥有发展“大件快递”的基因和能力	17
名副其实的性价比最高大件快递	18
期待大件快递量利齐升带来的业绩增长	19
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
公司估值及投资评级	21
风险因素	22

表 目 录

表 1：以北京-上海为例各大快递公司报价	10
表 2：以北京-上海为例德邦报价	10
表 3：客户亲测大件快递体验对比	18
表 4：德邦股份与快递行业内上市公司毛利率对比情况	19
表 5：德邦股份主营业务经营假设（单位：亿元）	20
表 6：A 股可比公司情况一览	21

图 目 录

图 1：德邦股份综合物流服务示意图	2
图 2：德邦股份上市前股权结构示意图	3
图 3：德邦股份 2011-2017 年及 2018 年上半年收入、利润及其增长情况	4
图 4：德邦股份分业务营业收入增长情况（亿元）	5
图 5：德邦股份各项业务收入占比情况	5
图 6：德邦股份分业务毛利率情况	5
图 7：德邦股份毛利率、净利率变化情况	6
图 8：德邦股份期间费用率变化情况	6
图 9：德邦股份精准卡航业务经营情况	7
图 10：德邦股份精准城运业务经营情况	8
图 11：德邦股份精准汽运业务经营情况	8
图 12：德邦股份公路快运-零担业务分产品收入情况（亿元）	9
图 13：德邦股份公路快运-零担业务分产品毛利情况（亿元）	9
图 14：德邦股份公路快运-零担业务分产品毛利率情况	9
图 15：德邦股份快递业务经营情况	11
图 16：德邦股份快递业务收入增长情况	11
图 17：我国快递业务平均单价情况	11
图 18：中消协 10 家快递公司快递件包装和物品完整率	12
图 19：中消协 10 家快递公司综合评分	12
图 20：德邦股份主要信息化项目一览	13
图 21：德邦股份数字化指挥中心	13
图 22：我国物流业物流总费用增长及其占 GDP 比重变化情况	15
图 23：我国规模以上快递业务量情况	15
图 24：我国规模以上快递业务收入情况	15
图 25：电商产品渗透趋势	16
图 26：德邦股份大件快递广告宣传图	17
图 27：德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统	18
图 28：德邦 AR 量方技术计算物体体积	18

投资聚焦

投资逻辑

德邦股份在大件快递领域的增长值得期待。2014-2017年，德邦股份快递业务实现营业收入分别约为4.92亿元、17.75亿元、40.96亿元、69.28亿元，四年间年化复合增长率达到141.49%；2018年上半年，公司快递业务实现收入44.55亿元，同比增长58.65%，高于快递行业整体收入增速。我们相信，在2018年7月推出大件快递3.60产品后，公司快递业务收入增速将进一步提升，未来收入高增长态势有望延续。

收入增长也将带来利润的高速增长。目前，公司年收入规模已经达到200亿元，年净利润规模在5-6亿元，销售净利率仅为3%左右，经营弹性极大。我们预计，在已经做大业务收入的基础上，公司规模效应逐步显现、降本增效逐步发挥作用，公司业绩或将迎来大幅改善。

与市场不同之处

公司是大件快递领域的开拓者和领先者。依托深耕多年公路运输领域积累的大件运输经验和能力，公司在快递业务（尤其是大件快递）领域扩展迅速，业务增长速度极快。公司看好大件快递的发展空间，并积极布局抢占市场份额，快递业务目前仍然处于投入期，人员物资配置不断增加，业务毛利率尚处于较低水平。

随着扩张布局的逐步完成，公司快递业务效率提升、规模效应逐渐显现，盈利能力也将逐步转好，逐渐达到甚至超过行业平均水平。此外，由于公司已经做大了收入规模，成本效益提升对利润贡献的弹性极大，利润改善空间值得期待。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2018-2020年实现归母净利润为7.29亿元、7.99亿元、9.25亿元，按公司总股本9.60亿股计算的EPS分别为0.76元、0.83元、0.96元，对应11月7日收盘价的市盈率分别为26、23、20倍。

与同为自营模式的顺丰控股相比，德邦股份具有一定的估值优势。尽管公司市盈率高于行业平均水平，但对比营业收入及市销率情况，公司处于最低水平，市销率仅为0.8。鉴于对大件快递市场的看好及对公司在大件快递领域领先地位的信心，我们相信公司在收入快速提升之后也将迎来利润的快速增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险因素

- 1、人员成本刚性上涨带来的盈利下滑风险；
- 2、市场竞争加剧带来的风险；
- 3、宏观经济增长低于预期等。

德邦股份：直营品质赛顺丰，大件运输领域领军者

公司概况

德邦物流股份有限公司成立于 1996 年，致力成为以客户为中心，覆盖快递、快运、整车、仓储与供应链、跨境等多元业务的综合性物流供应商。公司凭借坚实的网络基础、强大的人才储备、深刻的市场洞悉，为跨行业的客户创造多元、灵活、高效的物流选择，让物流赋予企业更大的商业价值，赋予消费者更卓越的体验。德邦始终紧随客户需求而持续创新，坚持自营门店与事业合伙人相结合的网络拓展模式，搭建优选线路，优化运力成本，为客户提供快速高效、便捷及时、安全可靠的服务。

2018 年 1 月，德邦股份在 A 股主板成功上市。截至 2018 年上半年，公司网点共计 10,641 个，其中直营网点 6,016 个，事业合伙人网点 4,625 个，基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，其中乡镇覆盖率达到 90.7%，能够在较广范围内实现揽货和配送。目前，德邦正从国际快递、跨境电商、国际货代三大方向切入跨境市场，目前已开通港澳台地区、欧洲、美国、日韩及东南亚等多条国际精品线路，覆盖超 220 个国家，服务范围持续扩大。

公司一直致力于为我国中小企业提供高品质的公路快运与快递服务，目前客户类型主要为各类工业及贸易企业。公司主要产品线包括公路快运业务、快递业务和其他业务，其他业务主要包括仓储供应链业务、航空货运代理业务、小额贷款和保理业务及其他物流相关业务。

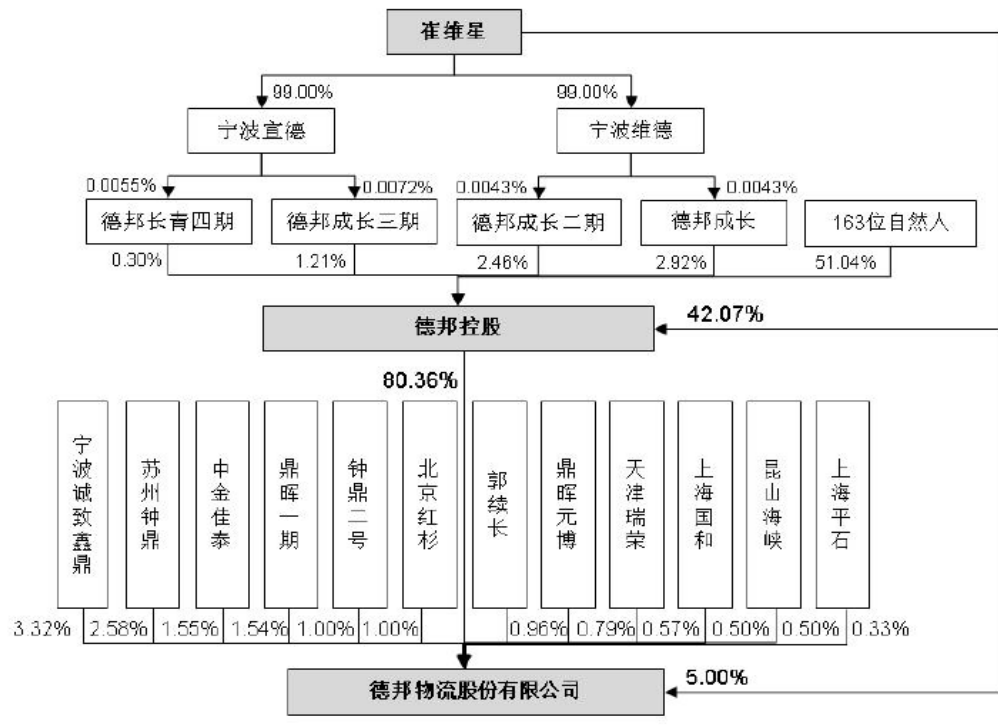
图 1：德邦股份综合物流服务示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

崔维星是德邦股份实际控制人，上市前直接及间接持有公司股权比例合计 38.81%，上市后比例合计下降至 34.76%。

图 2：德邦股份上市前股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心整理

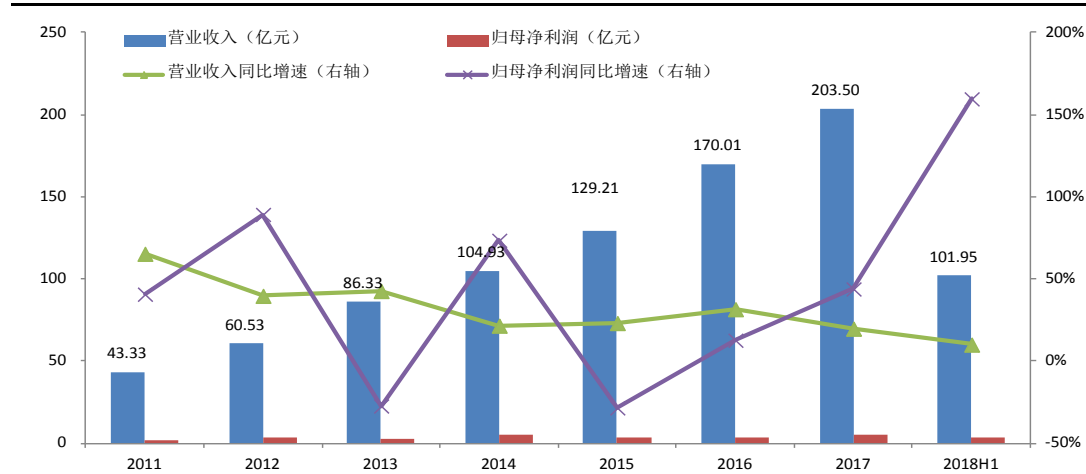
国内领先的公路快运与快递综合服务提供商

在公路快运业务方面，德邦针对不同时效要求、运输距离，为客户提供**精准卡航（高时效长距离）、精准城运（高时效短距离）、精准汽运（普通时效）**三类公路快运的标准化产品，满足客户对货物运输时效的不同需求；公司还针对单票重量较大的快运货物提供**整车业务服务**。同时，公司向零担以及整车业务的客户提供公路快运业务的增值服务，比如上门接送货、代收货款、安全包装及综合信息服务等。

由于电商的发展，传统商品渠道发生变革，公司 2013 年 11 月战略布局快递业务，以**大件快递**为切入点，率先推出 3.60 特惠件、标准快递等产品，并紧随客户需求而持续创新，于 2018 年 7 月正式推出“大件快递 3.60”产品，引领客户体验升级。截至 2018 年 6 月底，快递业务的服务网络已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，快递业务增长势头良好。

基于客户需求和公司战略布局，2015年10月，公司在业务量较大的地区开始为客户提供**仓储供应链服务**，为客户提供一体化的解决方案。随着国家一带一路战略，以及跨境电商迅猛发展，公司开始尝试迈向国际，2016年5月，**跨境业务**正式上线，陆续推出涵盖港澳台地区、欧洲26国、美国、日韩及东南亚等精品线路，推出跨境电商小包、FBA头程物流服务和联运服务等产品，跨境将会成为公司继快递后又一个业务发展的增长点。

图 3：德邦股份 2011-2017 年及 2018 年上半年收入、利润及其增长情况

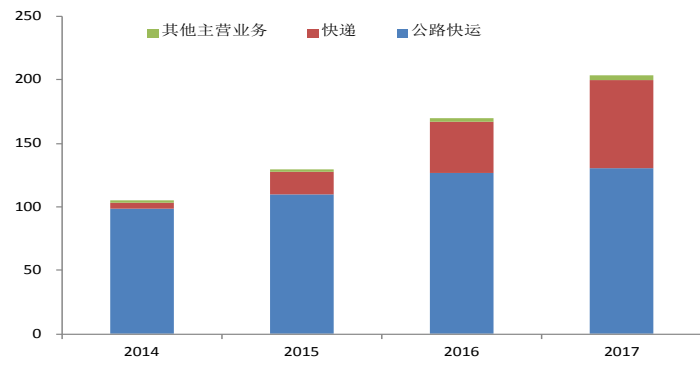


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

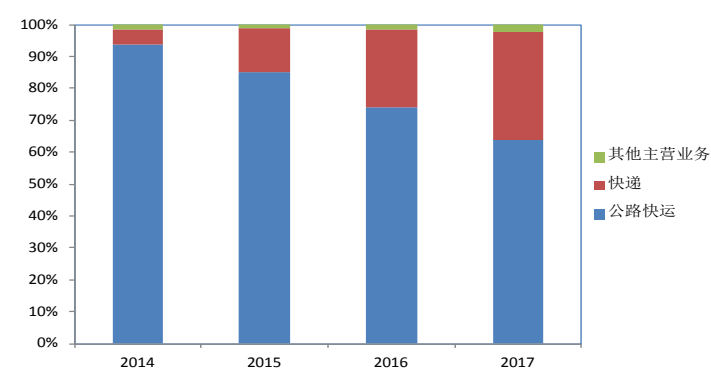
德邦股份过去多年业绩均保持良好的增长势头。2017年，公司业务件量3.13亿票，同比增长54.70%；实现营业收入203.50亿元，同比增长19.70%；实现归属于母公司的净利润5.47亿元，同比增长43.87%。2018年上半年，公司业务件量1.92亿票，同比增长45.76%；实现营业收入101.95亿元，同比增长10.01%；实现归属于母公司的净利润3.07亿元，同比增长159.58%。2018年前三季度，公司实现营业收入160.51亿元，同比增长9.60%；实现归属于母公司的净利润4.59亿元，同比增长28.32%。

2018年上半年及前三季度，公司利润高速增长，主要由于公司整体业务规模持续扩大，效率稳步提升，“降本增效”措施同步推进，公司盈利能力持续加强，利润规模同比增长。从营业收入和归母净利润增速对比情况看，公司已经连续两个报告期利润增速高于收入增速，且增幅有扩大趋势，盈利能力持续增强。

从分业务的收入情况来看，公司近三年重点发展快递业务，持续提升快递的网络和时效能力，快递市场份额稳步提升。2017年，公司快递业务实现营业收入69.28亿元，同比增长69.14%，占全年营业收入的34.05%。2018年上半年，公司快递业务实现快递件量1.74亿票，同比增长54.40%；营业收入44.55亿元，同比增长58.65%，占上半年营业收入的43.70%。公司快递业务连续多年实现高速增长，增速高于快递行业整体收入增速，已逐步发展成为公司的核心业务。

图 4：德邦股份分业务营业收入增长情况（亿元）


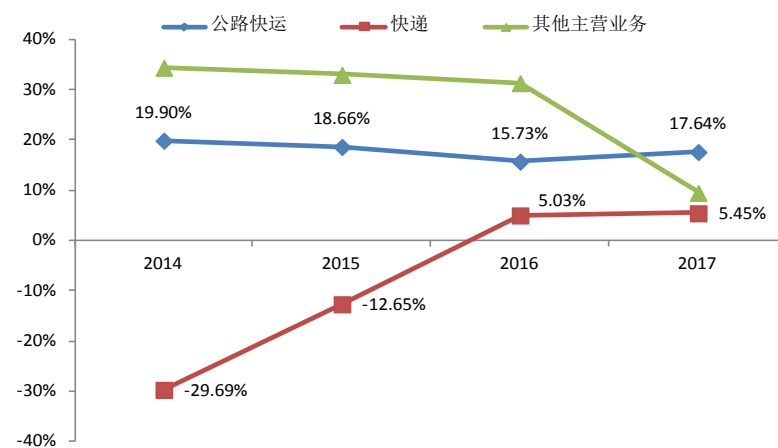
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 5：德邦股份各项业务收入占比情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

快递业务毛利率提升是盈利增长的关键

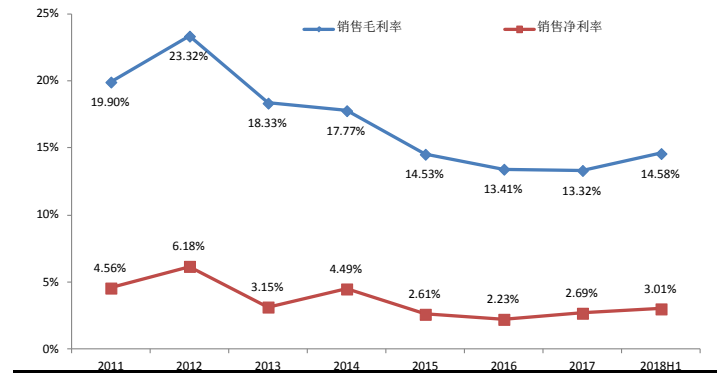
国内快递业务经过近几年的高速发展，市场竞争较为激烈。2013年11月，公司以既有公路快运业务直营网络和终端的规模优势为基础，开始启动快递业务。截至2017年12月31日，快递业务的服务网络已经覆盖至国内31个省及直辖市，315个城市（不包含事业合伙人网店）。快递属于劳动密集型行业，初期在人员及设备、网点布局上投入资金较大，公司快递业务目前处于发展初级阶段，收入保持高速增长的同时毛利率也在稳步提升，但与行业内其他快递公司相比毛利率水平严重偏低，尚未形成规模效应和经济效应。

图 6：德邦股份分业务毛利率情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

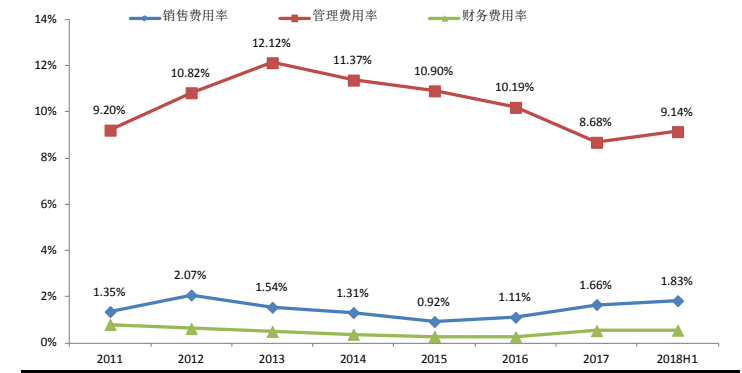
2017年，公司公路快运业务实现毛利率17.64%，同比提高1.91个百分点，近年来保持平稳；快递业务实现毛利率5.45%，同比提高0.42个百分点。随着快递业务的收入增长及效率提升，我们预计快递业务毛利率仍有较大的提升空间。

图 7：德邦股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 8：德邦股份期间费用率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

从公司过去几年的销售毛利率来看，自公司13年开展快递业务以来，受快递业务毛利率偏低的影响，公司整体盈利能力随着快递业务收入占比的提高呈下降趋势，17年下降趋势放缓，18年上半年开始回升。销售净利率最近三个报告期保持稳定提升态势；期间费用率整体保持下降趋势，近年来相对平稳。

公路快运为基，快递业务添翼，大件运输领域领军者

德邦股份主营业务是基于公路运输直营网络开展公路快运业务以及快递业务，为客户提供覆盖国内主要城市的标准化货物运输和配送服务。以现有公路运输直营网络和终端为基础，公司于2013年11月正式开展了全国范围的快递业务。在当前日趋激烈的行业竞争下，德邦快递定位为“中国性价比最高的大件快递”，主要针对货物重量在3kg-60kg的高性价比的快递产品以实现与其他快递公司的差异化服务。

同时，在提供公路快运及快递基本服务的基础上，根据客户的自愿选择提供相应的附加服务，包括：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、短期货物仓储等。

公路快运差异化服务满足不同需求

公路快运行业是由公路零担货行业向高端业务延伸形成的新兴行业。公路快运基本采用零担运输的承揽运输模式和承运货物标准，以标准时间和班次的运输车辆为客户提供快速化、标准化、网络化的运输服务，具有明显的网络规模化运营的特征。

德邦股份经过深入的市场及产品的论证研究,结合自身开展业务经营的定位,对运输货物重量进行划分:轻货(单票重量 30kg 以下)、小票零担(单票重量在 30kg-500kg 范围内)、大票零担(单票重量在 500kg-6,000kg 范围内)以及整车(单票重量 6,000kg 以上)。为了最大化提高整体内部运作效率、实现效益最大化,公司营业部相对侧重于单票重量在 30kg-500kg 之内以及体积相对规整且不超过 3 立方米的货物。随着业务规模的不断扩大,公司根据市场动态结合公司经营的实际情况,对大票零担业务以及整车业务的运营也逐步加强,并作为公司新的业务增长点。

公路快运—零担:提供多层次产品

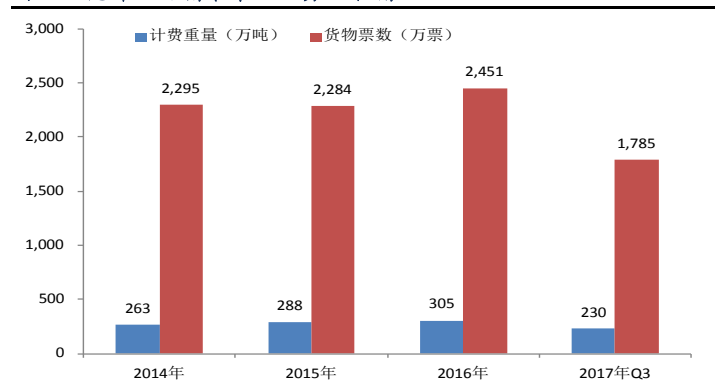
公司按照提供货物运输服务的时效性、货运运输距离等不同标准,将公路快运中的零担业务产品分为精准卡航业务、精准汽运业务和精准城运业务,其中精准卡航和精准城运同属于高时效性的零担运输服务。

1、精准卡航业务

精准卡航业务是公司的优势产品,用于运输出发运作城市与到达运作城市之间的距离在 480 公里以上的货物。截至 2017 年三季度末,精准卡航业务已经基本覆盖了珠三角、长三角及京津唐地区出发至全国大部分城市的运输线路。未来随着业务量的扩大,公司会不断增设新的线路。

客户在选择精准卡航业务后,其运输的货物将在同线路车辆上进行优先配载,保证精准卡航业务的货物在第一时间到达。精准卡航业务的运输车辆主要采用进口 VOLVO/SCANIA 等高端全封闭厢式卡车,车辆自身严密的电子系统控制可以给车辆带来全方位的保护,同时进行 GPS 全球定位,并通过短信、电话、网络实现全程货物跟踪,使客户随时随地掌握货物在途信息。

图 9: 德邦股份精准卡航业务经营情况

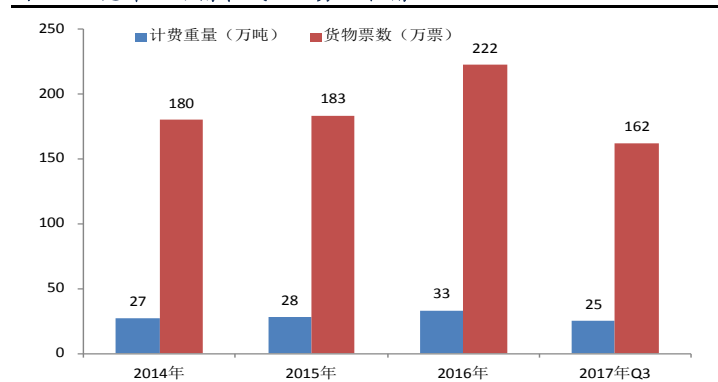


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

2、精准城运业务

精准城运业务是用于运输出发运作城市与到达运作城市之间的距离在 480 公里以内的货物。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。

图 10: 德邦股份精准城运业务经营情况

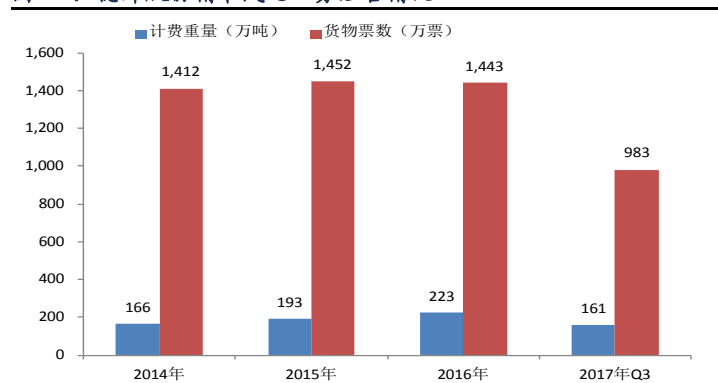


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

3、精准汽运业务

精准汽运业务是公司的普通公路快运产品，在全国所有已覆盖的区域均有经营，且没有运输距离的限制。公司在进行货物配载时，在保证精准卡航及精准城运两类优势业务能全部配载完的前提下，进行“精准汽运（长途）/（短途）”货物的配载。由于精准汽运业务的时效性略低，运输价格也相对较低。

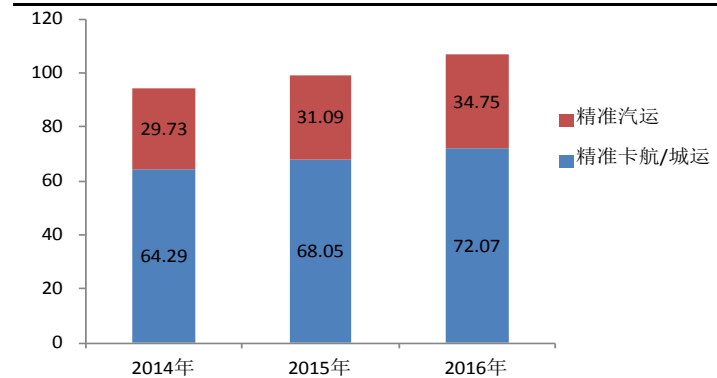
图 11: 德邦股份精准汽运业务经营情况



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

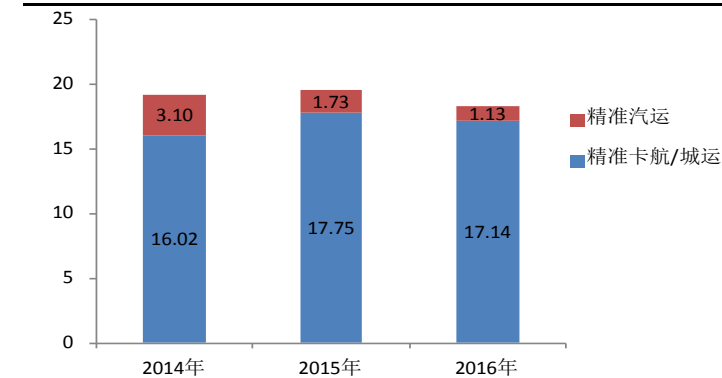
从公司过去三年公路快运—零担业务的收入情况来看，各类产品均保持了稳定增长的势头。精准卡航、精准城运业务贡献了零担业务 2/3 以上的收入及大部分的毛利。

图 12: 德邦股份公路快运-零担业务分产品收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

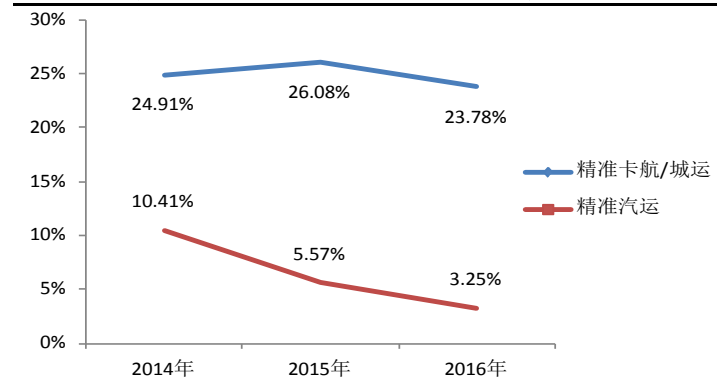
图 13: 德邦股份公路快运-零担业务分产品毛利情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

精准卡航/城运业务时效性更好, 可以为客户提供更加优质的服务, 价格也更高, 毛利率水平更高, 基本稳定在 25% 上下。

图 14: 德邦股份公路快运-零担业务分产品毛利率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

快递业务定位性价比最高的大件快递

公司通过采取“快递最后一公里+现有公路运输网络”的模式, 采用标准定价与标准操作流程, 为客户提供安全可靠、服务专业、高性价比的快递服务。相对于其他主要竞争对手主要着力于竞争轻货快递市场, 德邦快递根据自身的优势, 着力于大件快递的运输。经过多年在零担运输行业的深耕细作, 德邦快递在大件运输方面形成了先进的管理经验和运输资源。立足于此,

公司提出了“经济快递”的独特概念，将德邦快递定位为中国性价比最高的大件快递。

专注大件重货快递，细分领域竞争优势明显

德邦始终专注于大件，紧随客户需求而持续创新，2018年7月正式推出大件快递3.60产品，承诺“上至40kg，100%免费上楼”，引领客户体验升级。大件快递3.60提供单件3kg-60kg大件的快递服务，采用首续重报价，每公斤续重价格显著低于市场平均水平，包接包送，大小件齐发，件数不限、总重不限，全程提供高质量服务的同时，保证40kg以下100%免费上楼。在此基础上，德邦快递推出了代收货款、保价运输、安全包装以及签收单等多项增值服务，突出了公司快递业务价格适中、服务差异化程度高的特点，以最大程度满足客户的需求。

表 1：以北京-上海为例各大快递公司报价

收费阶梯	顺丰	百世汇通	圆通	中通	韵达	申通	中铁快运
快递首重 1kg (元)	23	14	15	12	15	15	次日达：17；隔日达：15
快递续重 (元/kg)	13	12	12	6	12	8	次日达：14；隔日达：10
物流首重	150元/30kg	80元/30kg	无物流服务	无物流服务	无物流服务	100元/30kg	12元/1kg
物流续重 (元/kg)	5	2	-	-	-	2	6

资料来源：信达证券研发中心整理

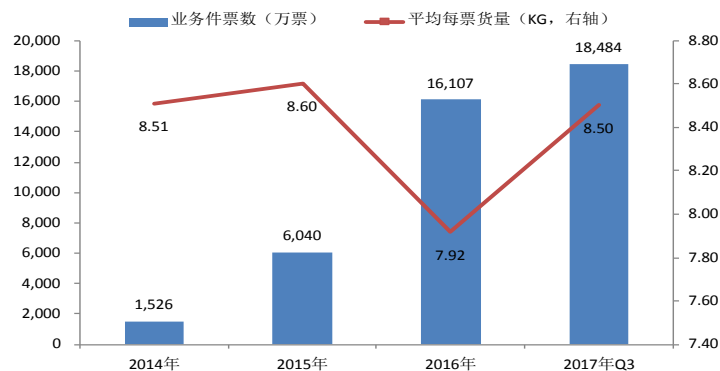
表 2：以北京-上海为例德邦报价

运输方式	单价	运输起价 (元)
3.60 特惠件	首重 (3kg 以下)：15 元；续重 (3-60kg)：3 元/kg	15
标准快递	首重 (1kg 以下)：11 元；续重 (1-3kg)：3 元/kg	11
特准快递	首重 (1kg 以下)：17 元；续重 (1-30kg)：7 元/kg	17
精准卡航	重货 2.23 元/kg；轻货 468 元/立方米；价格可分时段查询	40
精准汽运	重货 1.75 元/kg；轻货 368 元/立方米；价格可分时段查询	30

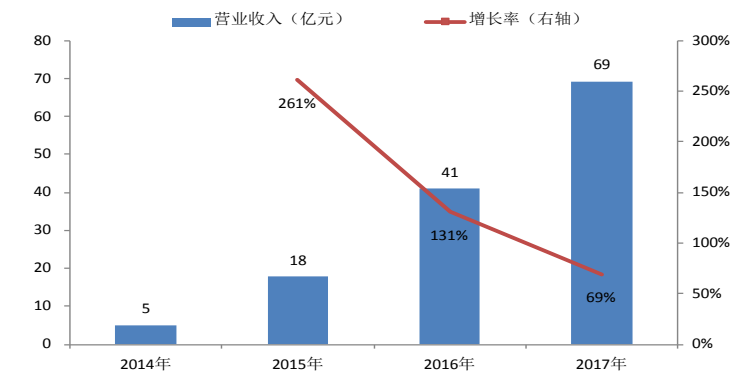
资料来源：信达证券研发中心整理

以北京寄件至上海为例，德邦快递在各个货物重量区间都有明显的价格优势，并且针对不同的服务需求推出了不同的产品，在快递寄件性价比方面具有明显的竞争优势。

公司 2013 年推出快递业务以来，业务件票数及营业收入均保持了高速增长的势头。公司快递业务开展之初就确定了大件快递的细分领域，2014-2016 年及 2017 年前三季度的平均单票货量分别为 8.51kg、8.60kg、7.92kg、8.50kg，远高于行业平均水平。2014-2017 年，公司快递业务实现营业收入分别约为 4.92 亿元、17.75 亿元、40.96 亿元、69.28 亿元，四年间年化复合增长率达到 141.49%。

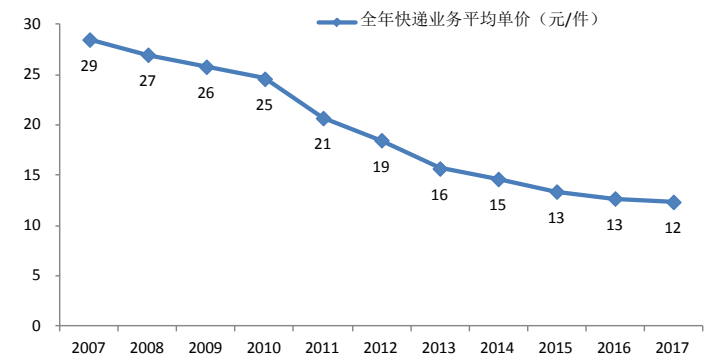
图 15: 德邦股份快递业务经营情况


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

图 16: 德邦股份快递业务收入增长情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

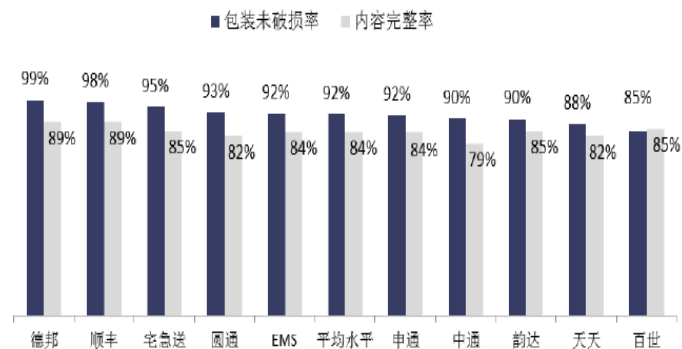
由于公司单票货量较大, 2014-2016 年快递业务单票收入分别为 32 元、29 元、25 元, 快递单票收入远高于行业平均水平。

图 17: 我国快递业务平均单价情况


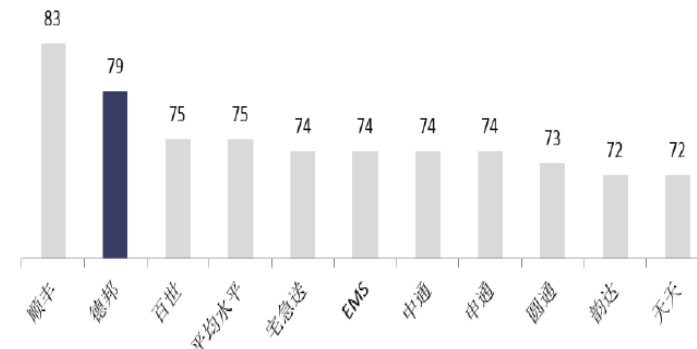
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

直营模式服务有保障, 真正实现价廉质优

目前, 除了国有的 EMS, 民营的顺丰控股、德邦股份, 以及外资 Fedex、DHL、UPS、TNT 等实现直营外, “三通一达” 等品牌企业均以加盟模式为主。直营模式下, 公司时效性与安全性得以保证, 通过对人、车、路精益化的管理, 确保货物安全、高效送达。根据国家邮管局 2018 年 1-6 月《关于邮政业消费者申诉情况的通告》数据统计, 公司上半年月平均有效申诉率为 1.66 件 (每百万件快递有效申诉数量), 低于全国月平均的 3.41 件。根据 2017 年 6 月中国消费者协会发布的《快递服务体验式调查报告》, 从发件 (揽收)、收件 (投递) 和派件 (网点) 三大环节的重点项目调查来看, 公司在快件包装的未破损率、物品完整率、网点物品操作、解决问题平均用时和服务体验综合得分等方面远高于行业的平均水平。

图 18: 中消协 10 家快递公司快递件包装和物品完整率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 19: 中消协 10 家快递公司综合评分


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

网络覆盖全国，规模效应显现

德邦股份公路快运业务和快递业务的运输网络由三部分组成，即：遍布全国各地的营业网点、处于关键区域节点的分拨中心和精心规划设计的运输线路。覆盖全国范围的网络，规模效应显现，业务量持续保持高速增长。

1、营业网点

公路快运和快递企业的核心竞争力主要在于运输网络的覆盖程度以及货物运输的安全性和时效性。截至 2018 年上半年，公司的网点共计 10,641 个网点，其中直营网点 6,016 个，事业合伙人网点 4,625 个，已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，其中乡镇覆盖率达到 90.7%，能够在较广范围内实现揽货和配送。

海外方面，公司正从国际快递、跨境电商、国际货代三大方向切入跨境市场，目前已开通港澳台地区、欧洲、美国、日韩及东南亚等多条国际精品线路，覆盖超 220 个国家，服务范围持续扩大。

2、分拨中心

公司的分拨中心是整个公路运输网络的关键节点，公司以总成本最小为目标建立非线性规划模型，并确保中转的时效性。截至 2018 年上半年，公司拥有 142 处分拨中心，分拨中心总面积共 188.2 万平方米，能较好的满足货物的中转；全国快递中转场 87 个，实现 91% 的场地分拣系统的覆盖。

3、运输线路

通过多年的经营，公司积累了丰富的运营经验，公司线路规划部门通过对各区域市场的深度分析，并引入麦肯锡、IBM 等知

名的外部咨询公司对运输网络进行优化及规划。截至 2018 年 6 月 30 日，公司已开设 1574 条运输干线，全网航空线路 1700 多条，运输线路遍布全国，使各地经营网点及分拨中心实现高效连接。

公司的运输工具主要为从事公路快运和快递业务而购置的营运车辆以及日常办公使用的商务车辆。截止 2018 年上半年，公司拥有营运车辆共计 10,747 辆。公司还通过与大型车队、车货匹配平台等运力方进行运力的组织和调配。通过对接 8 大运力平台、153 家专线、860 家信息部、92 家大车队、近 18 万个体司机，初步形成了百万级社会化运输车辆的资源储备，良好的调度能及时满足货物的运输和时效。

公司一直重视信息化的投入，致力于打造前瞻性的信息平台，使之成为公司核心竞争力之一，促进管理和业务的持续优化。

图 20: 德邦股份主要信息化项目一览



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 21: 德邦股份数字化指挥中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

政策助力行业高速发展，大件快递空间巨大

政策红利密集出台助力行业发展

物流行业是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，对我国经济增长有积极的推动作用，近年来不断得到国家有关政策的鼓励和支持。

2014年10月4日，国务院正式印发《物流业发展中长期规划（2014-2020）年》，明确了物流行业的发展方向，指出要基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系，物流企业竞争力显著增强，物流基础设施及运作方式衔接更加顺畅，物流整体运行效率显著提高，全社会物流总费用与国内生产总值的比率由2013年的18%下降到2017年的16%，物流业对国民经济的支撑和保障能力进一步增强。

2017年7月5日，国务院召开常务会议，确定进一步降低物流成本的措施，持续为企业减负、助力经济升级。会议确定，年内实现跨省大件运输许可全国联网，一地办证、全线通行。

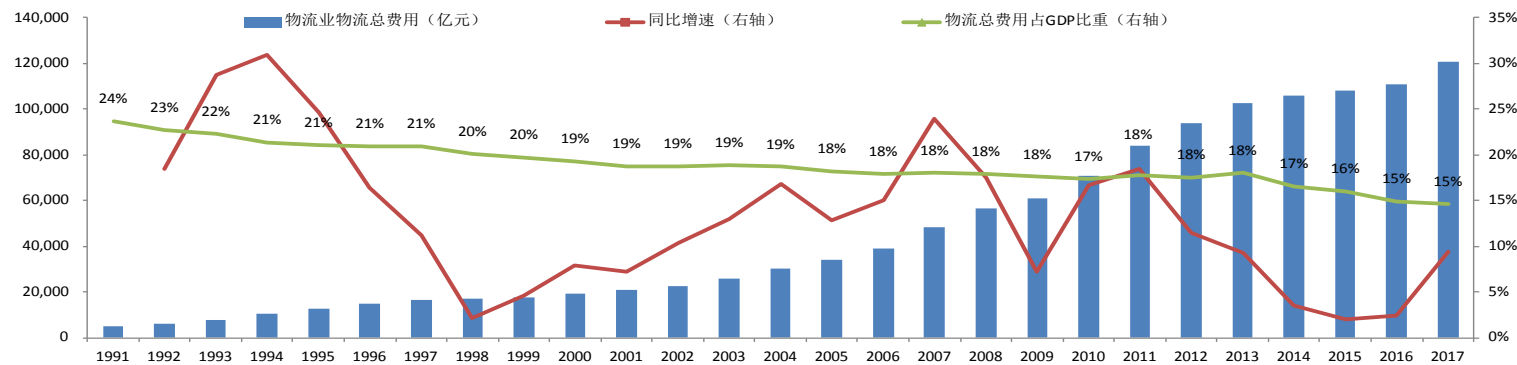
2017年8月17日，国务院办公厅发布《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，提出加大降税清费力度，切实减轻企业负担，完善物流领域相关税收政策。结合增值税立法，统筹研究统一物流各环节增值税税率。

2017年10月18日，十九大报告提出以“一带一路”建设为重点，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局，并且探索建设自由贸易港，拓展培育对外贸易的新模式。在“全面开放新格局”战略辐射下，中欧班列、集装箱运输的联动，水、海、铁、公、空多式联运将迎来更大的发展机遇；自贸区进一步开放，自由港建设将成为新突破口，有望推动跨境电商及物流的进一步发展；海外网络布局的重要性再次凸显。

2018年两会期间，国家邮政局普遍服务司司长马旭林提出聚焦村级邮政服务点建设、快递末端发展、快递绿色包装等问题；重庆委员建议提升跨境电商出口量，降低物流税收成本；海南委员建议冷链物流加快发展确保生鲜运输畅通；山东委员提出构建物流金融圈，促进物流金融发展。各地市委员围绕促进物流发展，提出众多议案，物流发展仍将持续获得国家地区的大力支持。

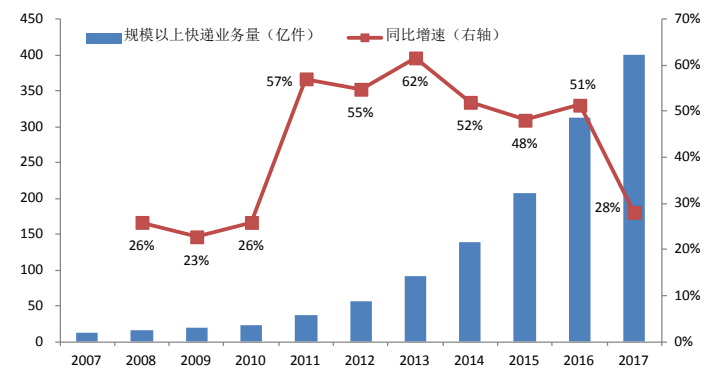
物流业平稳增长，快递业高速发展

社会物流总费用，是一定时期内国民经济各个部门用于物流活动的总支出，在一定程度上反映了社会对物流的总需求和总规模。社会物流总费用占GDP比重是用来衡量社会物流成本水平高低的基本指标，该比重越低，表明社会总体物流效率越高，物流行业的现代化水平越高，因此也意味着物流行业的专业化、集中化水平越高。

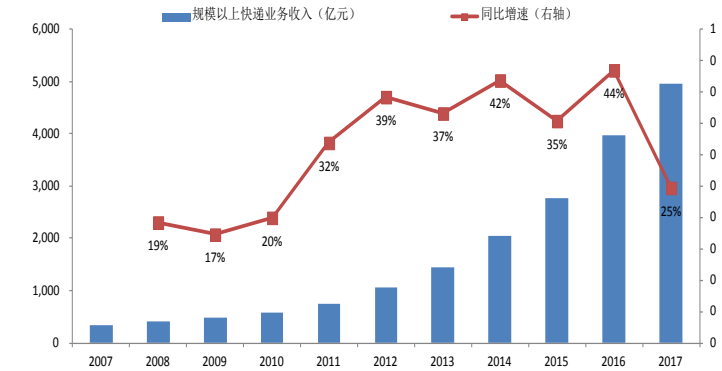
图 22: 我国物流业物流总费用增长及其占 GDP 比重变化情况


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心整理

根据国家统计局的统计数据,自 1991 年以来,我国社会物流总费用一直保持正增长,体现了社会经济活动对物流总需求的日益增加。2017 年,我国社会物流总费用为 12.1 万亿,同比增长 9.38%,增长较快。社会物流总费用占 GDP 的比重从 1991 年的 23.67% 下降到 2017 年的 14.6%,体现出社会总体物流效率的持续提升。

图 23: 我国规模以上快递业务量情况


资料来源: Wind, 国家邮政局, 信达证券研发中心整理

图 24: 我国规模以上快递业务收入情况


资料来源: Wind, 国家邮政局, 信达证券研发中心整理

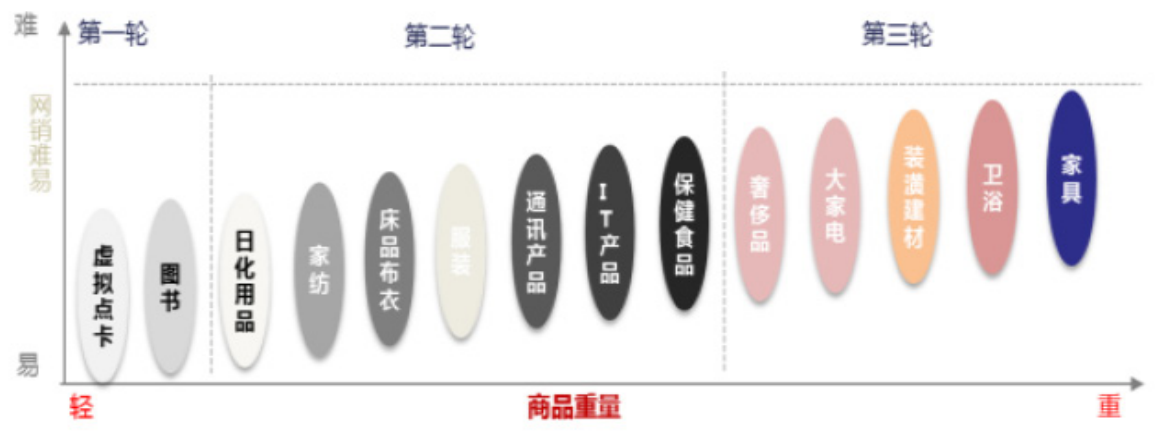
近年来,受电商高速发展的带动,我国快递行业仍保持着较高的增长速度。根据国家邮政局的数据显示,2017 年,我国快递服务企业业务量累计完成 400.6 亿件,同比增长 28.07%;业务收入累计完成 4,957 亿元,同比增长 24.73%;2018 年上半年,全国快递服务企业业务量累计完成 220.8 亿件,同比增长 27.5%;业务收入累计完成 2,745 亿元,同比增长 25.8%。快递行业发展速度远超一般传统行业,且连续十年以上一直保持高速增长,为业内企业提供了良好的发展空间。

电商产品渗透深化，大件快递空间巨大

随着消费方式的改变，电商产品渗透率在逐步深化，大件商品（大家电、家具、建材、运动器材和卫浴等）物流迎来了发展机遇。《2017 居家大件物流行业研究报告》显示，通过对全国 2918 个区县大件快递的统计发现，跨区域的家电、家具、健身器材等居家大件物品的消费在快速增长，居家大件物品正迎来消费爆发期。

随着电商对生活的深入渗透，消费者对大件商品快递到家的需求越来越强。尤其对于当今 80、90 后的消费主力军，相当一部分购买力都愿意通过电商渠道购买诸如家具、家居、建材、洁具、大家电、健身器材、按摩器材、特色农产品等大件产品。目前市场上主流的大件快递是家电、家具类产品。根据天猫平台的数据显示，2014 年以前的双十一，淘宝天猫平台大件商品销售额占比基本维持在 4%-5%；2015 年双十一，这一数据超过了 20%；2016、2017 年则是进一步攀升。

图 25：电商产品渗透趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

然而，大件快递的供给端行业痛点一直存在。大件商品运输是销售商户的痛点，其在仓储和运输端具有“货值高、商品重、体积大、易破损”的痛点，在末端配送上具有“多次预约、送装分离、送货不上门、售后不及时”的用户痛点。

国内快递行业普遍存在的“大件歧视”现象使得大件快递需求难以充分释放。造成“大件歧视”的原因有很多：快递公司末端收派工具 70% 为二、三轮电动车，无法适用于运送大件货物的场景；在按件提成的规则下，送大件送小件奖励一样，会导致快递员更倾向于小件优先；在运营分拣上，小件专用分拣线非常成熟，半自动、全自动的技术已经全面普及；旺季期间，为保证小件的客户体验，大件需要针对性限收，以保障全网正常运转。究其本质，各家主流快递公司在小件市场已经经营多年，渐渐形成了专做小件的运营体系，无法适应大件快递的市场需求。

根据物流采购联合会的信息，中国大件物流 2015 年的市场规模达 8,943 亿元，2015 年 B2C 电商大件物流总费用 1,206 亿元，

年复合增长率超过 65%，成为继快递之后物流市场新的战略增长点。考虑到现有快递市场难以满足商家及消费者对大件商品配送的服务需求的现状，我们非常看好大件快递细分领域的未来成长空间。

德邦股份在大件快递领域的增长值得期待

德邦拥有发展“大件快递”的基因和能力

电商大件的重量大多为 3-100 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，同时对于运输车辆、中转和分拨要求较高。相对于小件快递，大件快递需要相匹配的收派、装卸、中转、运输的大件处理能力。从分拣环节来看，小件快递主要依托自动分拣设备，大件快递自动化程度相对较低，与零担类似。

图 26：德邦股份大件快递广告宣传图



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

然而对于德邦来说，3-100 公斤的小票零担正是它的强项。22 年的大件运营经验赋予了德邦快递大件基因：具有大件市场的丰富经验和与之匹配的物流网络系统、信息管理系统；另外也具备天然的服务基因，统一形象和标识的网点及车辆，在管理规范、标准统一、高执行力等方面具有无可比拟的优势；大不压小、重不压轻、木不压纸的货物装箱规则等等。针对德邦大件快递居多的特性，德邦将智能应用引入快递员收派件的日常工作中，数据电子化、产业升级布局智慧物流，科技成为德邦核心竞争力的重要关键词。

2017 年，德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统在武汉正式运行，上层分拣小件，下层操作大件，有效提升

场内流通效率。德邦还运用了多项黑科技去提升效率，例如AR量方技术，用照片智能计算物体体积，大幅提高德邦小哥快递验收效率；数字化指挥中心，全线监控外场运营情况；智慧收派系统实时监控快递员轨迹，提高送货效率。

图 27: 德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统



资料来源: 物流沙龙, 信达证券研发中心整理

图 28: 德邦 AR 量方技术计算物体体积



资料来源: 物流沙龙, 信达证券研发中心整理

与同行业对比来看，德邦快递单票平均重量约为 8 千克，而顺丰单票均重约为 3 千克，韵通系约为 1 千克。公司快递业务中大件快递业务占比远高于同行业其他公司。公司最末端的派件车辆中，四轮车派送占比达到 50% 以上。公司在大件快递的网点覆盖率、人员装备配备和送货效率上都占有明显优势。

名副其实的性价比最高大件快递

为了充分体验不同快递公司的大件快递服务，媒体“今日电商爆料”针对大件快递碰到的常见问题，对目前主流快递的整体配送服务做了一次实验调查。“今日电商爆料”选取了德邦、顺丰、圆通 3 个有代表性的快递公司进行测试，发货物品重约 30kg，从广东跨省运输发往江西。下表是“今日电商爆料”总结的三家快递公司的实际体验对比情况。

表 3: 客户亲测大件快递体验对比

快递公司	顺丰快递	德邦快递	圆通快递
预约收件	下单可直接预约上门收件时间, 快递员会确认收件时间, 上门比较准时	下单可直接预约上门收件时间, 快递员会确认收件时间, 上门比较准时	下单不可预约时间, 需自行联系快递员, 上门时间相差较大
收件	上楼收件	上楼收件	和快递员协商后上楼收件
收费标准	首重 22, 续重 8	首重 20, 续重 4	首重 10, 续重 5, 可议价
打木箱收费	200/方	200/方	需协商
收件后发出时间	12 点、6 点、9 点三个发件时段	当天 19 点统一发出	不固定
快件运输时间	约 2 天	约 3 天	约 3 天

派件时间	上午、下午各派件一次	上午、下午各派件一次	下午统一派件
派件	上楼派件	上楼派件	不上楼派件
实际物品是否完好	包装完好，物品完好	包装完好，物品完好	包装有破损，物品完好
费用合计	运费 254+打木箱 100	运费 128+打木箱 100	运费 120+打木箱 100 (议价后)

资料来源：今日电商爆料，信达证券研发中心整理

2018年7月，德邦正式推出大件快递3.60产品，“大件快递3-60kg”承诺“上至40kg，100%免费上楼”和“上至60kg，包接包送”。从上表的对比信息中不难发现，德邦快递在预约服务便捷性、收派件服务品质、货物完好度等方面与顺丰快递不相上下，运输时间比顺丰快递略长，但运费仅约为顺丰快递的一半。而与德邦快递价格相近的圆通快递则在服务品质、服务态度、货物完好度等各个方面表现都不尽如人意。德邦快递在大件领域的超高性价比得以充分体现。

期待大件快递量利齐升带来的业绩增长

2014-2017年，德邦股份快递业务实现营业收入分别约为4.92亿元、17.75亿元、40.96亿元、69.28亿元，四年间年化复合增长率达到141.49%；2018年上半年，公司快递业务实现收入44.55亿元，同比增长58.65%，高于快递行业整体收入增速。我们预计，在2018年7月推出大件快递3.60产品后，公司快递业务收入增速将进一步提升，未来收入高增长态势有望延续。

表 4：德邦股份与快递行业内上市公司毛利率对比情况

公司名称	2014年	2015年	2016年	2017年
顺丰控股	13.15%	14.35%	19.69%	20.07%
圆通速递	21.45%	22.49%	13.56%	11.73%
韵达股份	21.11%	25.08%	31.16%	28.98%
申通快递	13.78%	13.79%	19.85%	18.45%
平均	17.37%	18.93%	21.06%	19.81%
德邦快递业务	-29.69%	-12.65%	5.03%	5.45%
德邦股份	17.77%	14.53%	13.41%	13.32%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心整理

由于公司快递业务起步较晚，目前仍处于投入扩张时期，毛利率水平与行业内其他公司存在一定的差距。与同业相比较，圆通速递、韵达股份和申通快递均以加盟模式为主，终端网点由加盟商完成，毛利率相对较高。顺丰控股虽以直营模式为主，但主营业务为快递速运服务，单票货物较轻，单价相对较高，其毛利率水平也较高。

随着货量快速增加、规模效益体现，公司快递业务毛利率有望快速提升，实现业务收入规模及盈利能力的共同增长。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

主要假设:

公司持续推进战略升级,优化产品结构。其中,重点发展快递业务,不断加大投入,增加物资和人员配置,业务量增长迅猛;零担业务维持目前行业龙头地位,稳步增长;整车业务处于战略调整期,重点维护回款良好的优质客户。基于此,我们假设公司快递业务继续保持高速增长;公路快运—零担业务稳步增长;公路快运—整车业务有所收缩。

盈利能力方面,公司快递业务目前处于高速扩张期,公司看好大件快递未来巨大的市场空间,提前布局加大投入,毛利率水平短期内或将持续低于行业平均。我们预计,待公司布局完成、业务量提升,效率与效益必将稳步提升,毛利率水平也将逐步赶超行业内其他公司。目前,公司年收入规模已经达到 200 亿元,年净利润规模在 5-6 亿元,销售净利率仅为 3%左右,经营弹性极大。我们预计,在已经做大业务收入的基础上,公司规模效应逐步显现、降本增效逐步发挥作用,公司业绩将迎来大幅改善。

表 5: 德邦股份主营业务经营假设 (单位: 亿元)

报告期	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
公路快运						
收入	109.99	126.24	129.94	129.81	135.89	142.28
成本	89.46	106.38	107.02	102.89	107.67	112.69
毛利率(%)	18.66%	15.73%	17.64%	20.74%	20.77%	20.79%
增长率(%)	11.58%	14.78%	2.93%	-0.10%	4.69%	4.70%
快递						
收入	17.75	40.96	69.28	110.85	166.28	232.79
成本	19.99	38.90	65.50	104.42	153.81	212.77
毛利率(%)	-12.65%	5.03%	5.45%	5.80%	7.50%	8.60%
增长率(%)	260.75%	130.81%	69.14%	60.00%	50.00%	40.00%
其他主营业务						
收入	1.48	2.80	4.28	4.44	4.62	4.82
成本	0.99	1.92	3.87	3.55	3.70	3.85
毛利率(%)	33.00%	31.36%	9.52%	20.00%	20.00%	20.00%
增长率(%)	2.65%	89.60%	52.64%	3.79%	4.02%	4.28%

合计						
营业收入	129.21	170.01	203.50	245.10	306.79	379.89
营业成本	110.44	147.21	176.40	210.87	265.18	329.32
毛利率	14.53%	13.41%	13.32%	13.97%	13.56%	13.31%
增长率	23.14%	31.57%	19.70%	20.44%	25.17%	23.83%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

结合以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润为 7.29 亿元、7.99 亿元、9.25 亿元, 按公司总股本 9.60 亿股计算的 EPS 分别为 0.76 元、0.83 元、0.96 元, 对应 11 月 7 日收盘价的市盈率分别为 26、23、20 倍。

公司估值及投资评级

公司是大件快递领域的开拓者和领先者。依托深耕多年公路运输领域积累的大件运输经验和能力, 公司在快递业务 (尤其是大件快递) 领域扩展迅速, 业务增长速度极快。公司看好大件快递的发展空间, 并积极布局抢占市场份额, 快递业务目前仍然处于投入期, 人员物资配置不断增加, 业务毛利率尚处于较低水平。

随着扩张布局的逐步完成, 公司快递业务效率提升、规模效应逐渐显现, 盈利能力也将逐步转好, 逐渐达到甚至超过行业平均水平。此外, 由于公司已经做大了收入规模, 成本效益提升对利润贡献的弹性极大, 利润改善空间值得期待。

表 6: A 股可比公司情况一览

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE				PB	营收 (亿) 2018E	PS
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E			
002352.SZ	顺丰控股	38.41	1697	1.08	1.10	1.32	1.65	36	35	29	23	5.2	902.75	1.9
600233.SH	圆通速递	11.18	316	0.51	0.62	0.74	0.88	22	18	15	13	3.4	273.86	1.2
002120.SZ	韵达股份	32.44	556	1.31	1.43	1.53	1.94	25	23	21	17	10.7	132.72	4.2
002468.SZ	申通快递	19.32	296	0.97	1.36	1.45	1.76	20	14	13	11	4.4	163.15	1.8
平均								26	22	20	16	6		2.3
603056.SH	德邦股份*	19.40	186	0.64	0.76	0.83	0.96	31	26	23	20	6.1	245.10	0.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 股价为 2018 年 11 月 7 日收盘价, 标 * 公司为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期

从公司收入规模及其增速来看, 公司业务开展情况良好。与行业内其他上市公司相比, 圆通速递、韵达股份、申通快递均为加盟模式, 估值水平偏低; 顺丰控股与德邦股份为自营模式, 估值水平偏高。与顺丰控股相比, 德邦股份具有一定的估值优势。尽管公司市盈率高于行业平均水平, 但对比营业收入及市销率情况, 公司处于最低水平, 市销率仅为 0.8。

鉴于对大件快递市场的看好及对公司在大件快递领域领先地位的信心，我们相信公司在收入快速提升之后也将迎来利润的快速增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险因素

1、人员成本刚性上涨带来的盈利下滑风险；

人工费用是公司最主要的成本项目。随着人口红利逐渐消失，社会人工薪酬福利水平的不断升高，全社会劳动力成本持续上涨已是不可逆转的趋势。根据最新规定，2019年1月起，基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收，并必须按实际工资缴纳，劳务派遣公司也需缴纳。该政策变化或将进一步提升公司的人员成本，造成盈利下滑。

2、市场竞争加剧带来的风险；

3、宏观经济增长低于预期等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,623.30	3,962.99	5,886.27	6,729.62	7,738.30
货币资金	786.68	1,898.78	3,532.35	3,940.90	4,434.72
应收票据	12.57	39.79	47.92	59.98	74.27
应收账款	1,200.02	1,102.78	1,328.22	1,662.52	2,058.63
预付账款	281.19	279.00	333.52	419.42	520.87
存货	5.91	8.26	9.87	12.41	15.42
其他	1,336.94	634.39	634.39	634.39	634.39
非流动资产	2,090.38	2,558.18	2,927.81	3,176.84	3,439.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,454.24	1,600.05	1,946.35	2,195.27	2,363.69
无形资产	13.70	17.85	20.88	24.65	28.58
其他	622.44	940.28	960.57	956.93	1,047.34
资产总计	5,713.68	6,521.17	8,814.08	9,906.47	11,177.91
流动负债	3,118.41	3,350.15	4,638.76	4,932.07	5,278.72
短期借款	962.00	1,078.04	2,178.04	2,178.04	2,178.04
应付账款	735.13	714.91	854.62	1,074.74	1,334.70
其他	1,421.28	1,557.20	1,606.09	1,679.29	1,765.98
非流动负债	69.36	99.71	43.33	43.33	43.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	69.36	99.71	43.33	43.33	43.33
负债合计	3,187.76	3,449.86	4,682.09	4,975.40	5,322.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2,525.91	3,071.31	4,132.00	4,931.07	5,855.87
负债和股东权益	5,713.68	6,521.17	8,814.08	9,906.47	11,177.91

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,000.94	20,350.11	24,510.32	30,679.24	37,989.01
同比(%)	31.57%	19.70%	20.44%	25.17%	23.83%
归属母公司净利润	379.94	546.62	728.59	799.07	924.80
同比(%)	12.68%	43.87%	33.29%	9.67%	15.73%
毛利率(%)	13.41%	13.32%	13.97%	13.56%	13.31%
ROE(%)	16.26%	19.53%	20.23%	17.63%	17.15%
EPS(摊薄, 元)	0.40	0.57	0.76	0.83	0.96
P/E	49	34	26	23	20
P/B	7.37	6.06	4.51	3.78	3.18
EV/EBITDA	15.85	12.01	12.26	10.55	9.08

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,000.94	20,350.11	24,510.32	30,679.24	37,989.01
营业成本	14,720.72	17,639.53	21,086.77	26,517.85	32,932.13
营业税金及附加	53.71	65.14	68.63	85.90	106.37
营业费用	188.28	337.20	367.65	460.19	569.84
管理费用	1,732.60	1,766.09	1,960.83	2,454.34	3,039.12
财务费用	45.04	107.13	135.27	183.63	194.29
资产减值损失	20.96	32.28	26.26	35.43	48.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	64.56	119.33	68.68	84.19	90.73
营业利润	304.19	706.18	933.59	1,026.09	1,189.47
营业外收入	193.58	30.06	23.69	23.69	23.69
营业外支出	21.53	34.04	23.18	25.32	27.52
利润总额	476.24	702.19	934.09	1,024.45	1,185.64
所得税	96.30	155.57	205.50	225.38	260.84
净利润	379.94	546.62	728.59	799.07	924.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	379.94	546.62	728.59	799.07	924.80
EBITDA	1,113.63	1,478.99	1,696.83	1,972.35	2,291.30
EPS	0.44	0.64	0.76	0.83	0.96

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	95.31	2,001.07	1,259.38	1,513.50	1,760.84
净利润	379.94	546.62	728.59	799.07	924.80
折旧摊销	621.96	720.06	681.34	831.85	993.19
财务费用	15.43	56.73	81.40	116.05	112.48
投资损失	-64.56	-119.33	-68.68	-84.19	-90.73
营运资金变动	-894.48	785.89	-127.37	-176.92	-216.75
其它	37.03	11.08	-35.90	27.64	37.85
投资活动现金流	-1,016.75	-948.88	-976.51	-988.90	-1,154.55
资本支出	-918.28	-981.51	-1,045.18	-1,073.09	-1,245.28
长期投资	61.63	251.92	68.68	84.19	90.73
其他	-160.10	-219.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	831.55	62.69	1,350.70	-116.05	-112.48
吸收投资	0.00	0.00	479.16	0.00	0.00
借款	844.00	119.68	1,100.00	0.00	0.00
支付利息或股息	13.88	57.60	228.46	116.05	112.48
现金净增加额	-89.92	1112.11	1633.57	408.55	493.82

研究团队简介

单丹，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6年行业经验，目前从事中小企业研究（消费方向）。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。