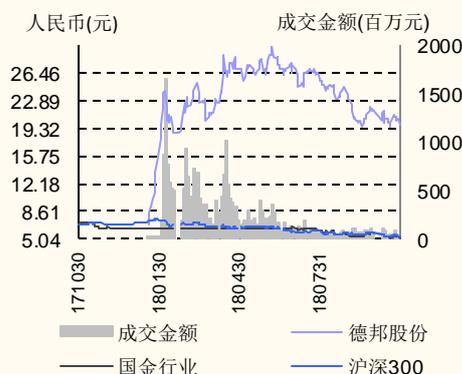


市场价格(人民币): 19.69元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	100.00
总市值(百万元)	18,902.40
年内股价最高最低(元)	30.02/6.93
沪深300指数	3076.89
上证指数	2542.10



相关报告

- 1.《快运龙头绝对领先，看好大件快递快速增长-公司点评》，2018.8.21
- 2.《盈利能力全面提升，快递业务快速扩张-德邦股份公司点评》，2018.4.18
- 3.《零担龙头起航，盈利能力领先-德邦股份公司研究》，2018.1.19

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoiliang@gjzq.com.cn

营收增速放缓，研发投入明显加快

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.442	0.636	0.746	1.039	1.270
每股净资产(元)	2.94	3.57	4.15	4.94	5.96
每股经营性现金流(元)	-0.04	2.17	0.06	1.74	2.21
市盈率(倍)	0.00	0.00	34.20	24.55	20.08
净利润增长率(%)	12.68%	43.87%	30.94%	39.30%	22.27%
净资产收益率(%)	15.04%	17.80%	17.96%	21.03%	21.31%
总股本(百万股)	860.00	860.00	960.00	960.00	960.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司 18 年前三季度营收 160.51 亿元/+9.6%，归母净利 4.59 亿元/+28.32%。Q3 单季度，公司营业收入为 58.56 亿元/+8.9%；归母净利 1.52 亿元/-36.4%。业绩表现略低于市场预期。

经营分析

- **营收略放缓，成本端小幅提升致使毛利率下滑。** Q3 单季度，公司营收 58.56 亿元/+8.9%，同比增速较 Q1 (+13.72%)、Q2 (+13.55%) 略有所放缓。成本端三季度录得 50.64 亿元/+11.6%，预计为旺季来临之前加大运力等投入所致。Q3 公司毛利率为 13.52%，较 Q1、Q2 分别下滑了 0.19pcts、1.8pcts，预计和大件快递业务占比提升有一定关系。H1，快运/快递营收占比为 56%/44%，对比 2017 年快运/快递营收占比 64%/34%，快递业务实现高增长，但由于新业务开拓期，规模效应尚不明显，2017 年快递业务毛利率为 3.63%，仅次于公司快运-整车业务 (3.2%)。

税金及附加的三费同比有所均提升，归母净利 1.52 亿元/-36.4%，业绩承压。 Q3 单季，公司归母净利 1.52 亿元/-36.4%，显著低于前三季度归母净利增速 (+28.3%)，源于税金及附加 0.21 亿元/+25.9%和三费合计 5.85 亿元/+11.5%所致。三费中，管理费用增速 13.33%至 4.62 亿元，是费用率有所提升的主要原因。

- **研发投入明显加快，差异化定位大件快递。** 前三季度，公司研发投入累计为 1.28 亿元/+185.1%，且 Q3 单季度研发投入为 0.64 亿元/+358%。公司战略布局大件快递，不断发力投入快递流程与设备研发，实现系统现代化升级。2017 年，公司首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统，已在武汉正式运行，上层分拣小件，下层操作大件，提升场内流通效率。据统计，0-2Kg 小件快递分拣效率高达 1.2-2.4 万件每小时，2-30Kg 快递分拣效率约为 0.3 万件每小时，30-60Kg 重型包裹分拣效率约 0.1 万件每小时，60%的货可通过集装机械分拣，减少货损。

盈利调整

- **直营模式+科技硬件，打造公司持续竞争力。** 随着公司大件快递维持高速增长，我们预计公司 18-20 年的 EPS 为 0.75/1.04/1.27 元，对应 PE 分别为 34 倍/25 倍/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑；快递业务量增速不及预期；油价大幅上涨等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	12,921	17,001	20,350	24,025	31,109	38,429	货币资金	877	787	1,899	3,000	3,847	4,352
增长率		31.6%	19.7%	23.0%	24.3%	23.5%	应收账款	754	1,407	1,344	1,263	1,569	1,939
主营业务成本	-11,044	-14,721	-17,640	-21,712	-26,818	-33,145	存货	6	6	8	21	26	32
%销售收入	85.5%	86.6%	86.7%	86.8%	86.2%	86.3%	其他流动资产	515	1,423	711	2,341	2,334	2,448
毛利	1,877	2,280	2,711	3,314	4,290	5,284	流动资产	2,151	3,623	3,963	6,624	7,776	8,770
%销售收入	14.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.8%	13.7%	%总资产	58.7%	63.4%	60.8%	70.7%	72.9%	75.4%
营业税金及附加	-48	-54	-65	-80	-100	-123	长期投资	92	238	499	600	699	799
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,107	1,459	1,601	1,706	1,774	1,666
营业费用	-119	-188	-337	-400	-498	-615	%总资产	30.2%	25.5%	24.6%	18.2%	16.6%	14.3%
%销售收入	0.9%	1.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	244	233	385	357	335	317
管理费用	-1,409	-1,733	-1,766	-2,152	-2,644	-3,228	非流动资产	1,516	2,090	2,558	2,749	2,893	2,868
%销售收入	10.9%	10.2%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	%总资产	41.3%	36.6%	39.2%	29.3%	27.1%	24.6%
息税前利润 (EBIT)	301	306	542	681	1,049	1,318	资产总计	3,667	5,714	6,521	9,373	10,669	11,638
%销售收入	2.3%	1.8%	2.7%	2.7%	3.4%	3.4%	短期借款	118	962	1,079	2,399	2,270	1,435
财务费用	-36	-45	-107	-41	-56	-42	应付款项	670	1,232	1,187	1,553	1,918	2,370
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	其他流动负债	692	924	1,085	1,250	1,545	1,909
资产减值损失	-9	-21	-32	-10	-2	-3	流动负债	1,480	3,118	3,350	5,202	5,733	5,713
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	77	77	78
投资收益	22	65	119	120	125	130	其他长期负债	42	69	100	110	118	126
%税前利润	5.2%	13.6%	17.0%	12.9%	9.7%	8.2%	负债	1,521	3,188	3,450	5,388	5,928	5,918
营业利润	279	304	706	750	1,115	1,403	普通股股东权益	2,146	2,526	3,071	3,984	4,741	5,720
营业利润率	2.2%	1.8%	3.5%	3.0%	3.6%	3.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	148	172	-4	180	180	180	负债股东权益合计	3,667	5,714	6,521	9,373	10,669	11,638
税前利润	427	476	702	930	1,295	1,583	比率分析						
利润率	3.3%	2.8%	3.5%	3.7%	4.2%	4.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-90	-96	-156	-214	-298	-364	每股指标						
所得税率	21.1%	20.2%	22.2%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.392	0.442	0.636	0.746	1.039	1.270
净利润	337	380	547	716	997	1,219	每股净资产	2.495	2.937	3.571	4.150	4.939	5.959
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.053	-0.039	2.169	0.059	1.740	2.209
归属于母公司的净利润	337	380	547	716	997	1,219	每股股利	0.000	0.000	0.171	0.230	0.250	0.250
净利率	2.6%	2.2%	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.71%	15.04%	17.80%	17.96%	21.03%	21.31%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	9.19%	6.65%	8.38%	7.64%	9.35%	10.47%
净利润	337	380	547	716	997	1,219	投入资本收益率	10.46%	6.92%	10.09%	8.07%	11.34%	13.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	501	514	617	532	649	825	主营业务收入增长率	23.14%	31.57%	19.70%	22.97%	24.31%	23.53%
非经营收益	11	-35	-85	-259	-238	-256	EBIT增长率	-37.16%	1.43%	77.38%	25.58%	54.04%	25.67%
营运资金变动	56	-893	787	-933	262	332	净利润增长率	-28.49%	12.68%	43.87%	30.94%	39.30%	22.27%
经营活动现金净流	905	-34	1,865	56	1,670	2,120	总资产增长率	19.59%	55.80%	14.13%	43.73%	13.83%	9.08%
资本开支	-587	-918	-982	-422	-511	-517	资产管理能力						
投资	-92	-146	-53	-200	-1	-100	应收账款周转天数	11.8	19.1	20.7	15.0	15.0	15.0
其他	-68	47	86	120	125	130	存货周转天数	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
投资活动现金净流	-748	-1,017	-949	-502	-387	-487	应付账款周转天数	11.8	14.0	15.0	16.5	16.5	16.5
股权募资	0	0	0	418	0	0	固定资产周转天数	31.3	31.2	28.7	24.6	20.5	15.5
债权募资	-83	844	120	1,398	-129	-834	偿债能力						
其他	-21	-12	-60	-269	-307	-294	净负债/股东权益	-35.35%	6.95%	-26.70%	-13.15%	-31.64%	-49.64%
筹资活动现金净流	-104	832	60	1,546	-436	-1,128	EBIT利息保障倍数	8.4	6.8	5.1	16.6	18.6	31.6
现金净流量	54	-219	976	1,101	847	505	资产负债率	41.48%	55.79%	52.90%	57.49%	55.56%	50.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	6	7
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.50	1.56	1.80

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-19	买入	8.44	12.00~15.00
2	2018-04-18	买入	26.96	N/A
3	2018-08-21	买入	23.08	26.00~32.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH