

证券研究报告—动态报告/行业快评

物流 II

事件点评

超配

(维持评级)

2021年02月02日

韵达与德邦的合纵战略落地，看好物流龙头的成长性

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

证券分析师：罗丹

luodan4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060003

事项：

2021年2月1日，发审委审核通过了德邦股份的定增申请，德邦股份拟向战略投资者韵达股份发行66,739,130股，募集资金61,400万元。发行完成后，韵达股份将持有德邦股份6.5%股份，成为其第二大股东。

国信交运观点：（1）韵达和德邦分别为快递市场和快运市场的龙头企业，两者之间并没有直接的竞争关系，目标市场、竞争优势、市场定位等方面不存在冲突：韵达作为加盟式快递商，专注于轻小件电商快递市场，服务对象偏低端；而德邦的直营网络主要服务快运及大件快递的偏高端市场，这次以股权为基础的战略合作将实现双方的优势互补。（2）此次战略投资给韵达和德邦带来的好处主要体现在三方面：一是双方可以实现交叉销售，从而韵达的末端触角范围扩宽，有利于抢占轻小件快递市场份额；二是双方可以共享转运中心、运输车辆等网络资源，意味着韵达的路由规划变量里增加了德邦网络，有望实现进一步降本增效；三是双方可以集中采购设备和材料，有利于实现规模化集采降本。（3）此外，此次德邦是2020年7月“窗口指导”全面叫停战略投资者参与上市公司锁价定增以来，第一个通过发审委审核的战略投资者参与上市公司的锁价定增项目。经过严格的审核流程，我们认为该战略投资未来的业务合作和协同效果非常可期，双方实现互利互惠的确定性进一步加大。

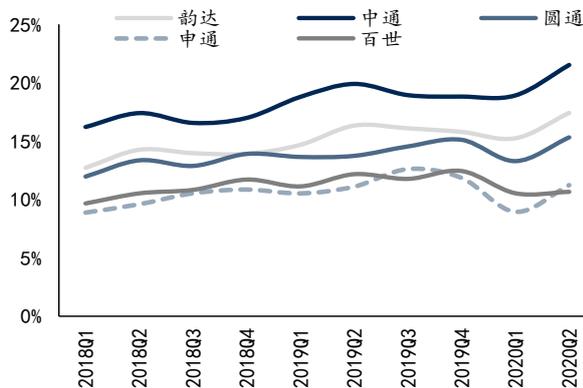
投资建议：快递市场目前正处于龙头竞争的关键期，建议更多地关注企业的真正经营实力和市占率，给予短期利润波动更大的容忍度，静待竞争格局变革带来的投资机会；快运市场发展进度慢于快递市场，正处于行业集中度提升的早期阶段，我们预计未来2-3年将陆续有更多的快运公司进行IPO上市，随着越来越多的快运龙头公司上市，快运行业将进入集中度提升的加速阶段，看好具有核心竞争力的快运公司。重点推荐：顺丰控股、中通快递、韵达股份。

评论：

■ 韵达和德邦优势互补，分别为细分市场的龙头企业

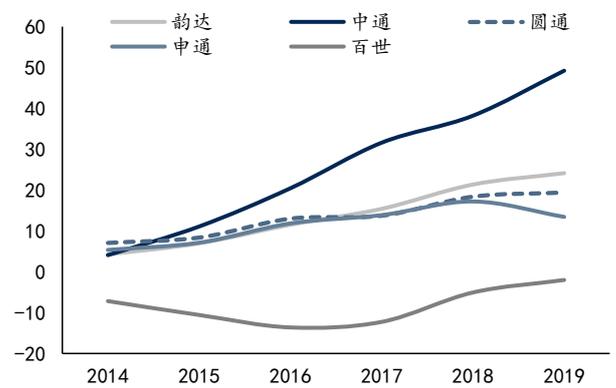
韵达为电商收件快递市场的龙二，德邦为快运市场的龙二，业务互补。韵达股份通过聚焦电商快递主业，通过精细化管理运营逐步实现弯道超车，目前其市占率和利润规模均为中低端电商快递市场的第二名。从竞争角度来看，韵达在通达系中也具有较强的竞争力，韵达的规模效应、中转自动化程度、干线运输自有率、服务品质等均排名第二。德邦股份以高端快运和大件快递为主，采用直营模式，一直在行业内保持领先优势，2019年以前德邦股份收入体量一直排名第一。2013年公司开始从快运向大件快递转型，近两年大件快递业务已经成为公司新的增长点。

图 1: 通达系各公司市占率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 通达系各家公司扣非净利润增长趋势 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 快运龙头企业收入规模排名 (亿元)

排名	2016 年	营收	2017 年	营收	2018 年	营收	2019 年	营收
第一	德邦股份	107	德邦股份	115	德邦股份	126	顺丰快运	125
第二	安能物流	37	安能物流	57	顺丰快运	82	德邦股份	114
第三	中铁物流	37	顺丰快运	47	安能物流	67	安能物流	89
第四	远成快运	27	百世快运	33	跨越速运	52	壹米滴答	76
第五	壹米滴答	26	壹米滴答	30	百世快运	41	百世快运	55

资料来源: 运联传媒, 国信证券经济研究所

■ 双方合作协同效应可期

根据三方签订的战略合作协议, 德邦股份和韵达股份将在市场拓展、网络优化和集中采购等方面开展深度合作:

(1) 市场拓展方面, 通过交叉销售, 推进实现销售资源共享。在部分时间或部分区域, 如若在各自不能独立满足客户的产品需求时, 在价格、服务等相关条件同等的前提下, 可优先推荐客户使用对方相关产品, 或者可优先选择对方共同合作开发该客户需求, 为客户提供对应的快递、零担、供应链等多产品的一体化服务。德邦预计可导入客户综合性物流需求规模约为 100 亿元, 参考约 5% 水平的历史客户开发成功率, 保守预计可带来每年约 5 亿元的收入规模增长(对应 6,340 万元毛利)。

(2) 网络优化方面, 当一方有转运中心、运输车辆和末端网点及相关业务资源需求时, 另外一方如若有的富余配套资源, 在满足效率提升、成本优化等前提下, 在市场价格及其他重要商务条款同等的情况下, 全网或部分区域可优先向对方共享转运中心、运输车辆和末端网点及相关业务资源。德邦预计可为德邦股份带来每年约 1.8 亿元相关成本的下降。

(3) 集中采购方面, 集中采购各类装备和材料, 包括 IT 设备、包装材料以及其他辅助设备, 实现规模化集采降本。德邦预计韵达股份向德邦股份导入的优质供应商及优惠价格折扣在牵引车辆、零件耗材等方面可使得上市公司获得关键零配件平均约 15%-18% 水平的价格降幅, 每年可为德邦股份实现约 2,500 万元的成本下降。

表 2: 战略合作给德邦股份带来的盈利增长计算 (万元)

类别	金额
市场拓展贡献的毛利增长	6340
网络优化贡献的毛利增长	18000
集中采购贡献的毛利增长	2500
毛利增长合计	26840
净利增长估计值	18700
对应 2020 年的利润弹性	约 30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

■ 投资建议：快递和快运行业变化较快，看好龙头的长期成长

快递板块：1、从行业增长角度来看，考虑到（1）电商继续向低线城市和农村渗透，根据国家邮政局数据，我们可以看到目前三四五线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市；（2）自2014年微商和跨境进口电商兴起到2018年拼多多兴起再到2020年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类；（3）疫情其实进一步加强了大众线上消费习惯，我们认为中短期内我国快递行业整体需求仍然将维持较景气的增长态势，我们预计2021年行业业务量规模有望超过1000亿件，增速有望超过20%。2、从竞争格局变化角度来看，我们估计二线快递已经基本被淘汰出清，2021年中高端寡头顺丰的竞争壁垒会继续强化，而中低端快递市场的龙头企业之间价格战如何演绎具有较大不确定性。2020年中低端快递龙头企业的利润承压，但是领先者的规模和市占率继续和落后者加速拉开差距，该市场的竞争格局有望在未来1-2年发生大变革。

快运板块：从行业增长角度来看，小票零担和大件快递市场处于较快增长阶段，主要受益于家电家具等电商兴起以及全行业供应链逐步扁平化。从竞争格局角度来看，目前快运市场竞争非常分散，正处于行业集中度提升的早期阶段，未来2-3年行业集中度提升有望进入加速阶段。

投资建议：快递市场目前正处于龙头竞争的关键期，建议更多地关注企业的真正经营实力和市占率，给予短期利润波动更大的容忍度，静待竞争格局变革带来的投资机会；快运市场发展进度慢于快递市场，正处于行业集中度提升的早期阶段，我们预计未来2-3年将陆续有更多的快运公司进行IPO上市，随着越来越多的快运龙头公司上市，快运行业将进入集中度提升的加速阶段，看好具有核心竞争力的快运公司。**重点推荐：顺丰控股、中通快递、韵达股份。**

■ 风险提示

- 1、宏观经济波动、传染疫情等系统性风险；
- 2、电商行业景气度低于预期；
- 3、价格战激烈程度超于预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002352	顺丰控股	买入	104.13	1.23	1.72	2.05	84.4	60.6	50.8	11.2
002120	韵达股份	买入	17.28	0.90	0.72	0.90	19.1	23.9	19.3	3.7
600233	圆通速递	增持	11.58	0.53	0.65	0.68	21.8	17.7	16.9	2.8
002468	申通快递	增持	8.94	0.93	0.57	0.77	9.6	15.8	11.6	1.5

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《事件点评：“宅经济”再度来袭，新冠疫苗带来运输需求》 ——2021-01-25
- 《2020年12月快递行业数据点评：快递需求维持高景气，继续看好高端龙头顺丰》 ——2021-01-19
- 《行业事件点评：“双十一”周期延长，有利于快递优化运营》 ——2020-11-12
- 《2020年9月快递行业数据点评：看好快递旺季行情，推荐顺丰和韵达》 ——2020-10-20
- 《2020年8月快递行业数据点评：行业增长依然景气，继续看好高端市场寡头顺丰》 ——2020-09-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032