

快运格局改善，高端快运大件网络受益

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 行业竞争策略转向，竞争格局改善。快运行业前期受制于终端服务差异化相对低，业内企业资本开支高，经历非理性价格竞争；2021H2起，伴随龙头企业竞争策略转向优质经营，业内整合事件频发，行业资本开支降速，非理性价格竞争逐步消弭，在竞争格局改善的背景下，主要上市企业盈利修复愈加明显。2) 中短期看，德邦将受益于行业竞争格局改善，在快运单价持续提升的背景下，将迎来盈利能力的持续修复。3) 中长期看，京东物流并购公司，在末端网点整合、相关业务协同方面持续释放盈利能力可期。
- 快运行业竞争格局改善，单票收入修复。** 头部快运企业主张健康经营，京东物流收购德邦，头部玩家进一步整合，行业竞争格局有所改善。22Q1-3 公司单票快递业务收入分别为 27.78/28.16/28.98 元，同比分别-10.2%/-0.7%/+5.7%，22Q3 实现由负转正。分业务看，22Q1-3 快递业务公斤单价同比分别-3.0%/+1.9%/+2.4%；22H1/22Q3 快运业务公斤单价分别+8.7%/+1.4%。
- 持续改善网络，效率持续提升。** 21H2 开始，公司推动末端网络变革，逐步启用重货分部替代传统营业部，同时优化对应门店文职人员，截至 22Q3 新增重货分部 300 多个，合并、优化低效传统营业部 1000 多个。22Q1-3 房租成本同比-2.7%，占收入比-0.2%；人力成本同比-1.1%，占收入比同比-1.0pp。公司不断完善运输网络布局，22Q3 自有运力提升至 66%，干线装载率同比+6.2%，短途单成本载重同比+9%。除此之外，公司实施自动化设备投入，22Q3 自动化占比近 80%，中转分拣效率同比+4-5%。
- 盈利预测与投资建议。** 德邦以高端零担的传统业务立身，拥有行业领先的网络布局、市场渠道、服务体验和精益管理经验，是快运行业内兼具品牌与盈利能力的优质资产，22 年 7 月京东物流完成对德邦的收购，网络效率有机会进一步提升。我们看好公司在行业格局改善的大环境下，凭借网络优势和精细化成本管控，进一步修复盈利水平。我们预计公司 2022/2023/2024 归母净利润分别为 6/12/16 亿元，给予公司 24 年 17 倍 PE，对应目标价 26.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险、政策变更风险、上游生产要素价格波动风险。

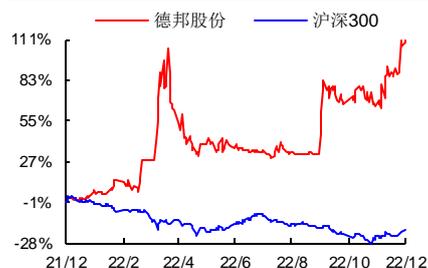
| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 31359.07 | 32506.02 | 35868.60 | 39306.27 |
| 增长率 | 14.02% | 3.66% | 10.34% | 9.58% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 142.85 | 600.99 | 1156.39 | 1589.84 |
| 增长率 | -74.69% | 320.71% | 92.41% | 37.48% |
| 每股收益EPS(元) | 0.14 | 0.59 | 1.13 | 1.55 |
| 净资产收益率 ROE | 2.30% | 10.39% | 16.96% | 19.44% |
| PE | 136 | 35 | 18 | 13 |
| PB | 3.13 | 3.67 | 3.11 | 2.59 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 乐臻
电话: 18280227875
邮箱: lec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 10.27 |
| 流通 A 股(亿股) | 9.60 |
| 52 周内股价区间(元) | 9.88-20.8 |
| 总市值(亿元) | 213.61 |
| 总资产(亿元) | 147.62 |
| 每股净资产(元) | 5.81 |

相关研究

目 录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1 多业务并行，盈利水平改善 | 1 |
| 1.1 货运 26 年，引领大件快递..... | 1 |
| 1.2 大件快递快运业务底盘，仓储跨境业务并进..... | 2 |
| 1.3 坚持网络建设，末端网络变革..... | 3 |
| 1.4 单票快递收入改善，成本管控驱动利润增长..... | 5 |
| 1.5 布局完善网络，资本开支放缓..... | 7 |
| 2 需求场景迭代升级，行业网络建设持续 | 8 |
| 2.1 需求增长较为稳定，公路货运预期高..... | 8 |
| 2.2 快运行业竞争改善，头部玩家不断完善网络..... | 11 |
| 3 稳步发展，降本增效 | 14 |
| 3.1 直营+合伙人模式，不断扩充运营网络..... | 14 |
| 3.2 大件快递+高端快运，切入快递快运行业细分领域..... | 14 |
| 3.3 多样化薪酬福利体系助力人才培养建设..... | 15 |
| 3.4 科技赋能，驱动降本增效..... | 16 |
| 4 盈利预测与估值 | 17 |
| 4.1 盈利预测..... | 17 |
| 4.2 相对估值..... | 17 |
| 5 风险提示 | 18 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 1 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 1 |
| 图 3: 标准化快运业务..... | 2 |
| 图 4: 特殊快运业务..... | 2 |
| 图 5: 公司快递业务..... | 2 |
| 图 6: 公司其他业务..... | 3 |
| 图 7: 事业合伙人业务模式..... | 4 |
| 图 8: 公司自有运力情况..... | 4 |
| 图 9: 2022 年 H1 固定资产占比情况..... | 4 |
| 图 10: 公司营业网点数量情况 (个)..... | 5 |
| 图 11: 公司营业网点占比情况..... | 5 |
| 图 12: 公司营业收入 (亿元)、YOY..... | 5 |
| 图 13: 公司主营业务分产品收入占比情况..... | 5 |
| 图 14: 公司快递业务量 (亿件)、YOY..... | 6 |
| 图 15: 公司快递业务单票情况..... | 6 |
| 图 16: 公司营业成本 (亿元)、YOY..... | 6 |
| 图 17: 公司主营业务分产品成本占比情况..... | 6 |
| 图 18: 公司毛利润 (亿元)、毛利率..... | 7 |
| 图 19: 公司归母净利润 (亿元)、归母净利率..... | 7 |
| 图 20: 公司资产情况 (亿元)..... | 7 |
| 图 21: 仓储面积情况..... | 7 |
| 图 22: 公司固定资产占比情况..... | 8 |
| 图 23: 公司固定资产账面价值 (亿元)..... | 8 |
| 图 24: 公司资本开支情况..... | 8 |
| 图 25: 2015-2025 年中国物流支出情况 (万亿元)..... | 9 |
| 图 26: 中美社会物流费用占 GDP 比重..... | 9 |
| 图 27: 各运输模式货运量占比情况..... | 9 |
| 图 28: 三大公路运输板块主要特征..... | 10 |
| 图 29: 运输行业市场规模情况 (万亿元)..... | 10 |
| 图 30: 全国零担快运网络在中国零担市场的合计市场份额 (以终端客户支出计)..... | 11 |
| 图 31: 顺丰-快运分部盈利改善情况..... | 13 |
| 图 32: 德邦-单票快递业务收入和盈利改善情况..... | 13 |
| 图 33: 2022 年 H1 顺丰固定资产情况..... | 13 |
| 图 34: 2021 年安能固定资产情况..... | 13 |
| 图 35: 2022 年 H1 德邦固定资产情况..... | 14 |
| 图 36: 行业主要上市公司资本开支情况..... | 14 |
| 图 37: 德邦直营统一管理网络..... | 14 |
| 图 38: 德邦科技发展历程..... | 16 |
| 图 39: 德邦科技成果应用到实际..... | 16 |

表 目 录

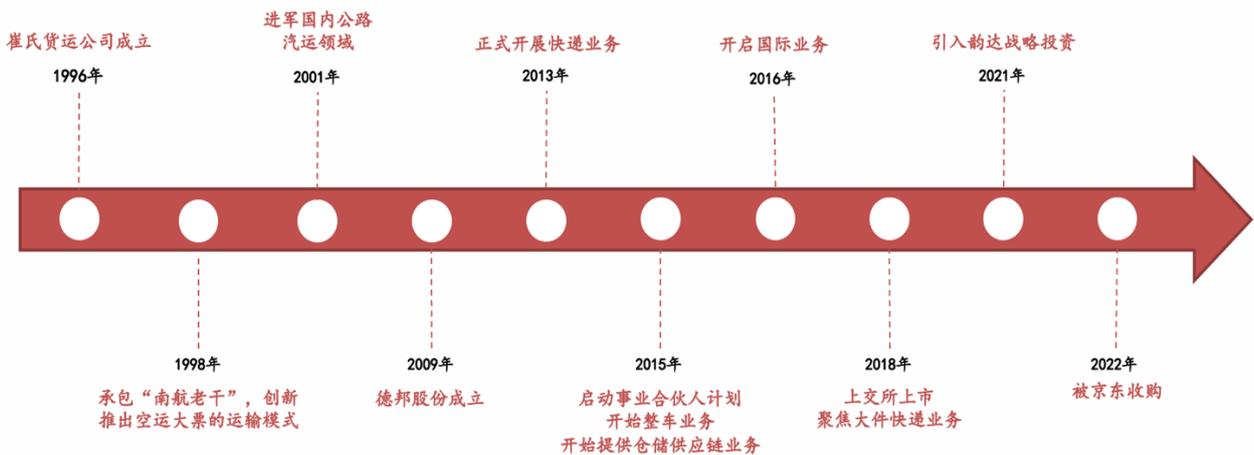
| | |
|----------------------------|----|
| 表 1: 电商渗透率情况 | 11 |
| 表 2: 公路快运行业的竞争特点 | 11 |
| 表 3: 主要快运业务公司融资及业务情况 | 12 |
| 表 4: 快运行业收购情况 | 12 |
| 表 5: 德邦快递保证优质服务 | 15 |
| 表 6: 分业务收入及毛利率 | 17 |
| 表 7: 可比公司估值 | 18 |
| 附表: 财务预测与估值 | 19 |

1 多业务并行，盈利水平改善

1.1 货运 26 年，引领大件快递

深耕货运 26 年，大件快递引领者。德邦股份是国内公路快运和快递行业的领军企业，在我国多个主要城市建立了超百个分拨中心。公司主要客户为工业及贸易企业，服务领域由快递、快运拓展至仓储供应链、航空货代等相关增值业务。公司前身为“崔氏货运公司”，由现任董事长崔维星于 1996 年创立，之后崔先生于 1998 年承包南航公司老干部客货运处，开启空运大票的运输模式。2001 年，公司开通广州至北京的第一条汽运专线，正式进军国内公路汽运领域。2013 年，德邦快递正式上线。2018 年，德邦快递在上交所主板挂牌上市，聚焦“大件市场”，成为首家通过 IPO 在国内主板上市的快运企业。2020 年引入韵达作为战略投资者，提升公司整体效益和长期竞争力。2022 年被京东物流收购。

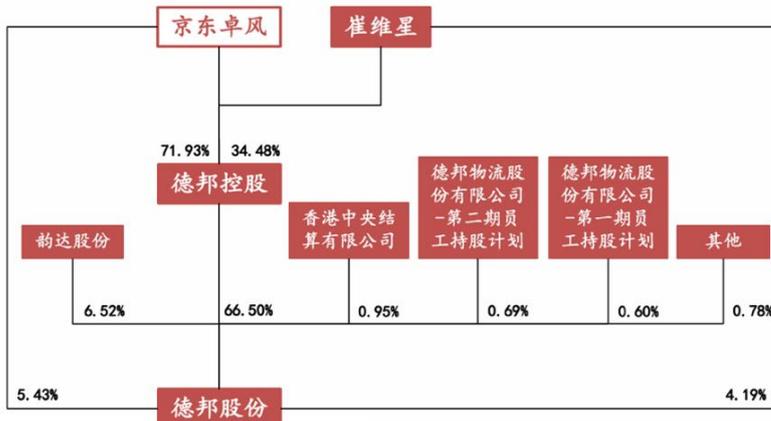
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

京东物流成为公司实际控制人。2022 年 7 月 26 日，京东物流收购德邦。截至 2022 年 9 月 6 日，京东卓风控制公司 71.93% 的股份，成为公司间接控股股东。

图 2：公司股权结构



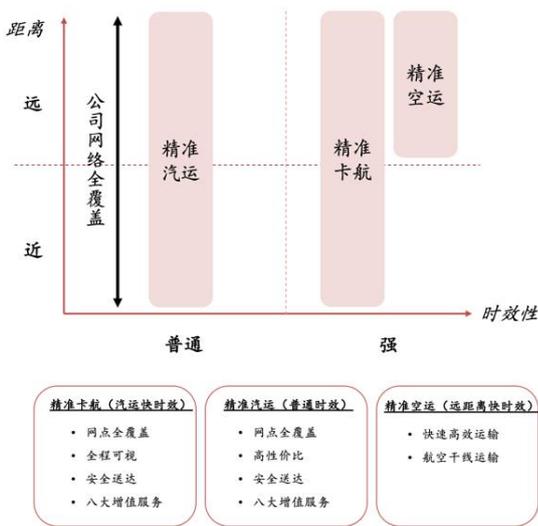
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 大件快递快运业务底盘，仓储跨境业务并进

公司主要业务包括公路快运（包括零担和整车业务）、快递业务和其他业务。

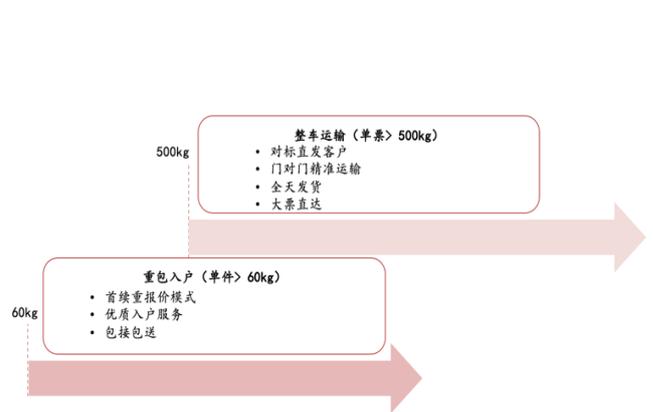
标准化快运业务时效分层，特殊快运业务完善产品线。标准化快运业务依据时效性和距离的不同分为精准卡航、精准汽运、精准空运三个标准化业务，其中精准卡航和精准汽运已实现公司运输网络范围内的全覆盖。特殊快运业务包括整车运输和重包入户，公司为单票重量大于 500kg 的直发客户提供门对门精准整车运输；2019 年，公司针对大件包裹寄送推出“重包入户”服务，为单件包裹超过 60kg 的客户提供包接包送等优质入户寄送服务。快运业务从时效、距离以及服务三个方面进行产品分层，精细化产品分层助力德邦实现优质服务。

图 3：标准化快运业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：特殊快运业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

快递业务根据单件重量分为大件快递和小件快递业务。大件快递的主要产品为公司于 2018 年升级后的“大件快递 3·60”服务，旨在为客户提供高质量的 3kg-60kg 大件快递服务。小件快递包括为价值高、时效性高产品提供的特准快件服务以及针对普通包裹提供的标准快件服务。

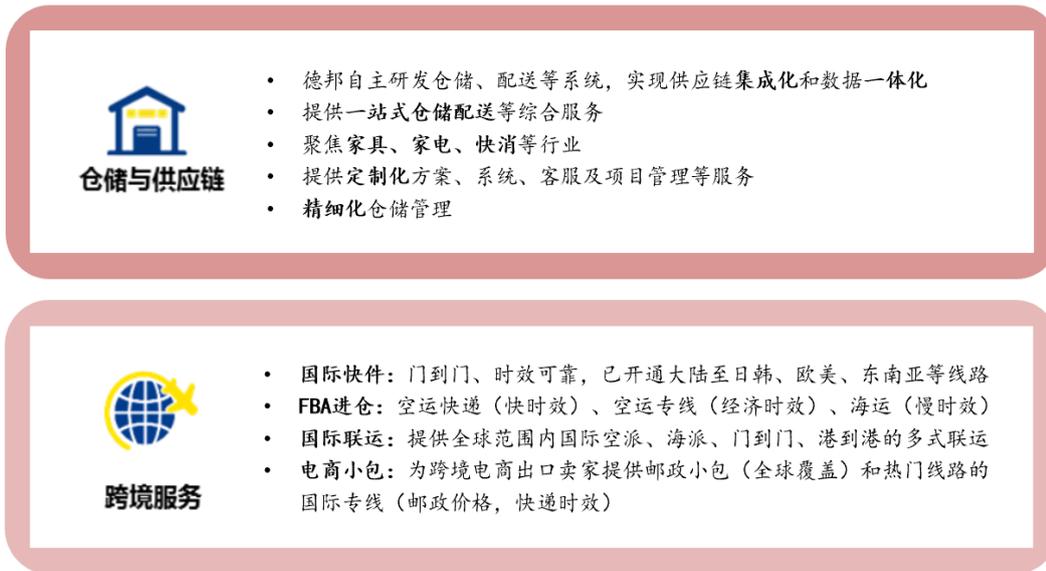
图 5：公司快递业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

其他业务主要包括仓储供应链和国际货代业务。随着客户需求的变化和跨境电商的发展，公司不断开拓仓储和国际物流业务。截至 2022 年 H1，德邦的仓储数量达到 131 个，总面积为 81.6 万平方米。随着国家一带一路战略的推进，德邦的国际物流线路已增加至 286 条，连接大陆至日韩、欧美、东南亚、台湾、香港等国家和地区，为客户提供全程跟踪的门到门物流服务。

图 6：公司其他业务

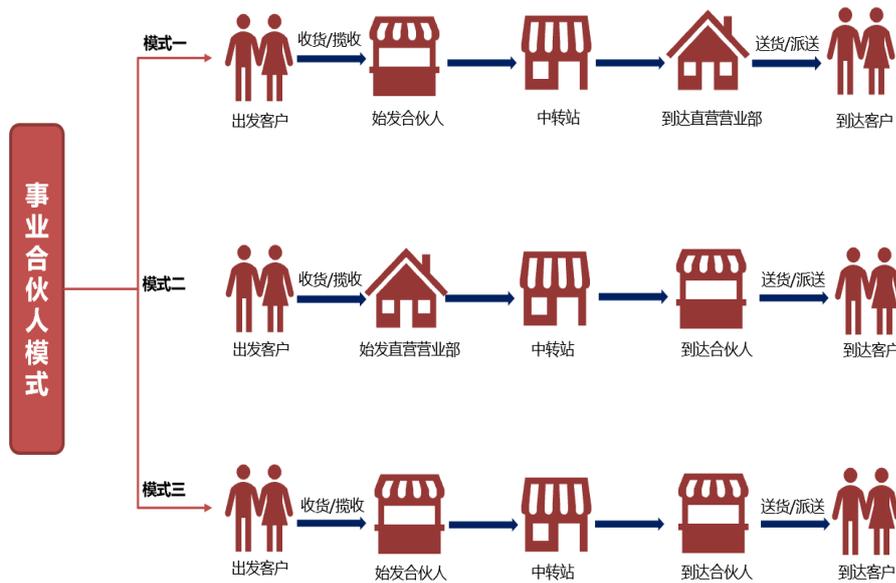


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 坚持网络建设，末端网络变革

直营制是公司最基本的业务模式，“事业合伙人”模式扩大公司覆盖范围。直营制模式下，公司对各网点、转运场和运输路线进行统一布局，以统一标准管理和组织人力、物理、财力和运力，保证物流履约服务稳定高效运转。自 2008 年起，公司开始实施“直营+标准化”模式，按照统一标准进行直营网点的选址和管理，实现网点在全国范围内的快速高质量复制。为加强营业网点的覆盖度，德邦于 2015 年 9 月启动“事业合伙人”计划，主要针对网点覆盖率较低的地区，通过吸收具备物流配送能力的个人或商户，与公司自营网点形成互补优势。合伙人自负盈亏，但接受与德邦自营网点一致的标准化管理体系。事业合伙人的业务模式主要由三种：合伙人收货/揽收，公司中转运输，公司直营网点送货/派送；公司直营网点收货/揽收，公司中转运输，合伙人送货/派送；合伙人收货/揽收，公司中转运输，合伙人送货/派送。合伙人的主要营业收入来源于出发提成和到达提成两部分，日常运营成本由合伙人自行承担，德邦会在日常经营中给予一定的人员和技术支持，实现合伙人于公司的共同成长。截至 2022 年 H1，公司共有网点 8,964 个（包括直营网点 6,172 个），乡镇覆盖率达到 94.2%。公司事业合伙人一级网点共 2,792 个，全年营收占比为 3.77%。

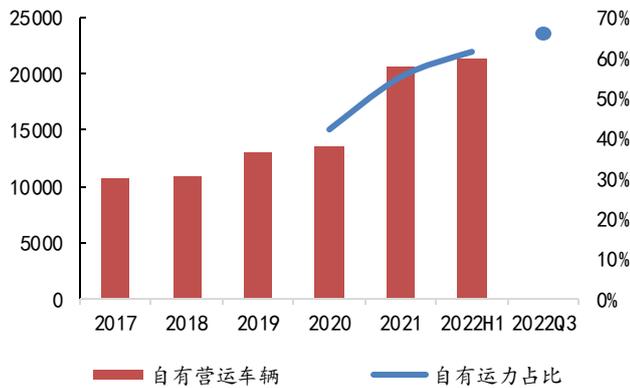
图 7：事业合伙人业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

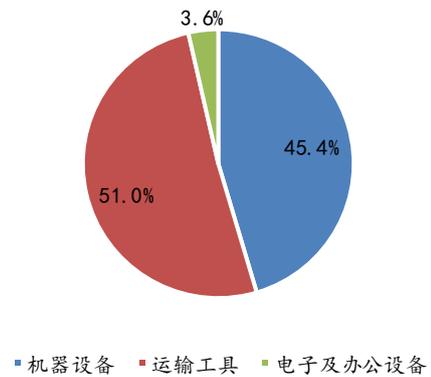
自有运力不断提高，注重运输资产建设。基于不断精进的车队管理能力，公司自有运力的成本低于外请运力成本，因此德邦不断优化运输体系，进一步提升自有车辆占比，降低运输成本。2022年H1公司自有营运车辆超过2.1万辆，运输工具的期末账面价值为21.7亿元，占比51.0%，公司不断加入对自有运力的投入，占比逐期提升。

图 8：公司自有运力情况



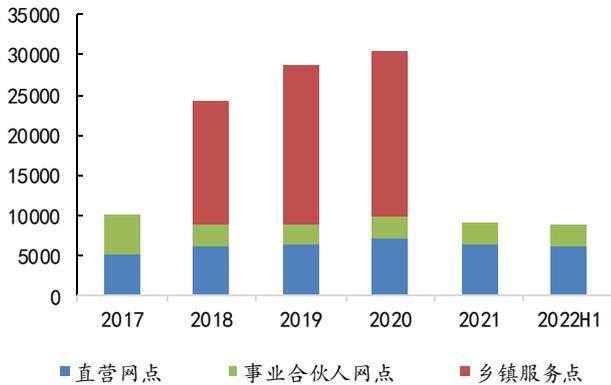
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2022年H1 固定资产占比情况

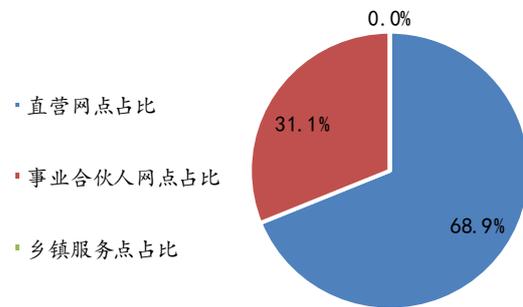


数据来源：公司公告，西南证券整理

末端网络变革实现降本增效。2018年7月推出乡镇服务点，由事业合伙人进行管理，大大提高乡镇偏远地区的服务网络覆盖率。2021年H2开始末端网络变革，合并低效的营业网点，直营网点占比提高。截至2022年H1，公司营业网点总数降低到8,964个，其中直营网点6,172个（占比68.9%），事业合伙人网点（包裹乡镇服务点）2,792个（占比31.1%）。

图 10: 公司营业网点数量情况 (个)


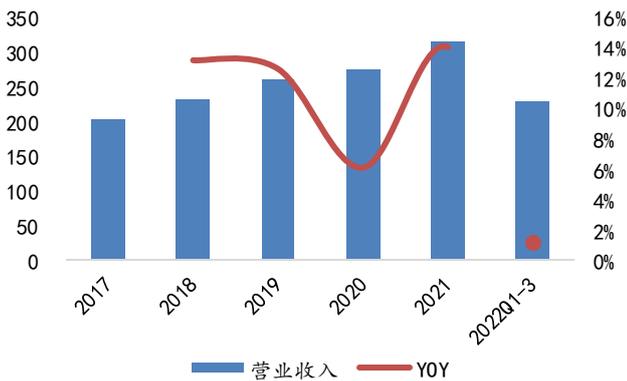
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司营业网点占比情况


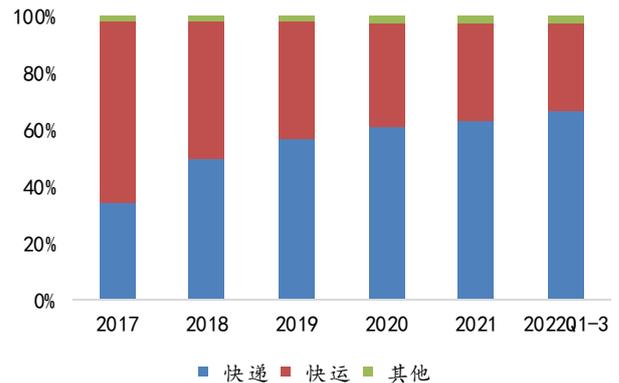
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.4 单票快递收入改善, 成本管控驱动利润增长

主力军业务保持高收入贡献率, 行业竞争格局改善下单票快递业务收入提升。德邦物流 2022 年 Q1-3 实现总营收 228.2 亿元, 同比+1.1%, 其中快递、快运业务占比最高, 分别 66.0% 和 30.9%。2022Q3 实现营收 80.2 亿元, 同比+4.5%, 其中快递和快运业务维持占比领先, 快递业务占比持续增加, 其他业务 (仓储和供应链) 仍处在业务验证与产品创新阶段, 占比较小但发展前景良好。2022 年 Q1-3 公司实现快递件量 5.3 亿票, 同比+10.1%, 票均单价 28.32 元/票, 同比-1.7%。2022Q3 实现快递件量 1.8 亿票, 同比+5.7%, 票均单价 28.98 元/票, 同比+5.7%。单票价格改善主要系行业竞争格局改善, 行业龙头顺丰主张健康经营, 京东收购德邦, 直营制头部玩家进一步整合。

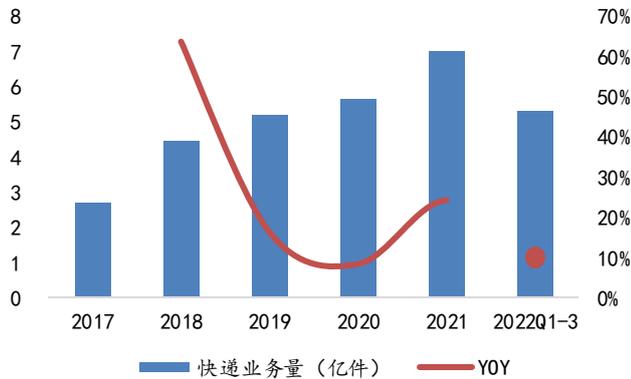
图 12: 公司营业收入 (亿元)、YOY


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 公司主营业务分产品收入占比情况


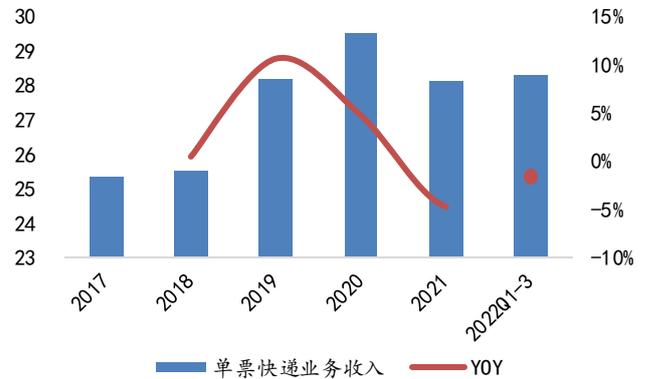
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司快递业务量 (亿件)、YOY



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

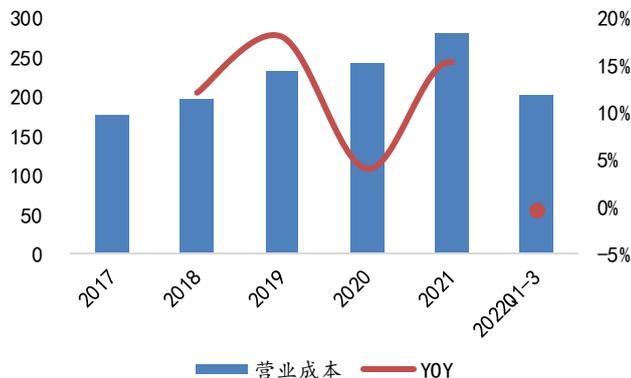
图 15: 公司快递业务单票情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

坚持精细化管理, 营业成本改善。2022 年 Q1-3 公司营业成本为 202.0 亿, 同比-0.3%; 2022Q3 营业成本为 68.5 亿元, 同比-0.5%。2021 年快递、快运、其他业务成本分别占公司总承包 63.4%、33.5%、3.1%。公司的精细化成本管控主要集中在末端和运输环节, 通过末端网络变革, 优化传统门店以实现降本增效; 提升自有运力, 提升运载率以对冲运输成本上涨等措施, 营业成本管控取得了良好的效果。

图 16: 公司营业成本 (亿元)、YOY



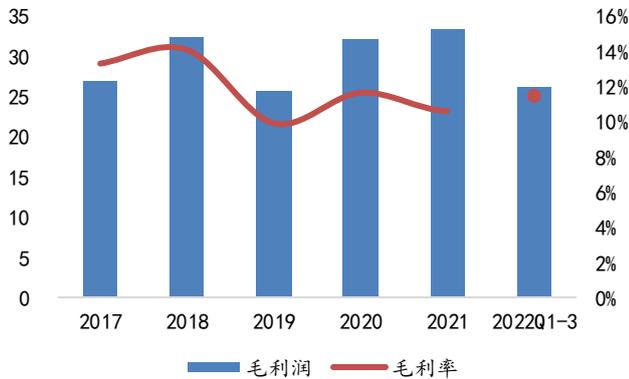
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 公司主营业务分产品成本占比情况

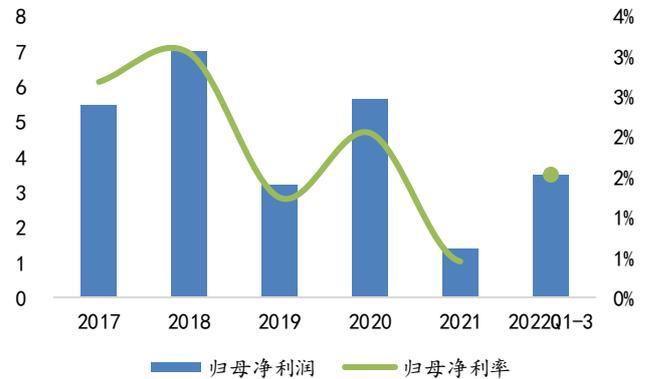


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利水平改善明显。从盈利变化情况看, 2021 年德邦业务规模扩大, 保证基层人员薪资竞争力, 叠加油价大幅上涨及公司持续加大车辆、分拣设备等资源投入, 营业成本上行, 盈利有所承压。2021 年实现毛利润 33.3 亿元 (同比+3.9%), 毛利率 10.6% (同比-1.0pp), 归母净利 1.4 亿元 (-74.7%), 归母净利率 0.5% (同比-1.6pp)。随着公司末端成本改革等成本管控措施成效逐步显现, 盈利大幅回升。2022 年 Q1-3 实现毛利润 26.2 亿元 (同比+14.3%), 毛利率 11.5% (同比+1.3pp), 归母净利 3.5 亿, 归母净利率 1.5% (同比+1.4pp)。2020 年 Q3 实现毛利润 11.7 亿元 (同比+48.5%), 毛利率为 14.6% (同比+4.3pp), 归母净利 2.6 亿, 归母净利率 3.2% (同比+3.0pp)。

图 18: 公司毛利润 (亿元)、毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

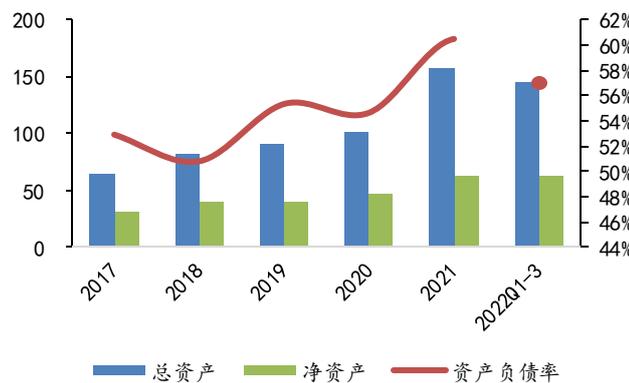
图 19: 公司归母净利润 (亿元)、归母净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

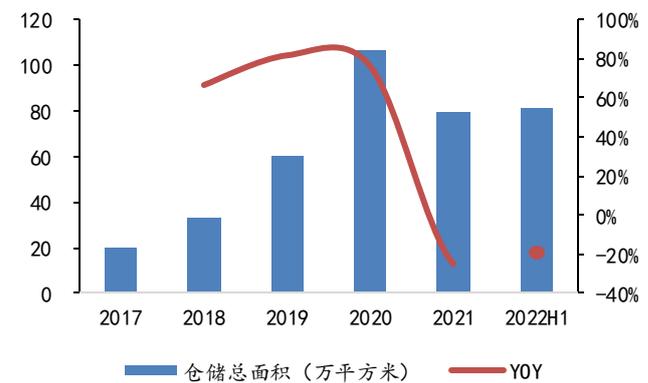
1.5 布局完善网络, 资本开支放缓

公司 2021 年总资产为 156.7 亿元 (+53.8%), 归属上市股东的净资产为 62.0 亿元 (+34.0%), 资产负债率 60.5%。2022 年 Q1-3 总资产为 145.0 亿元 (-1.8%), 归属上市股东的净资产为 62.4 亿元 (+4.6%), 资产负债率 57.0%。资产负债率有小幅波动但总体呈现上升态势, 公司整体偿债能力较强, 资产负债结构较合理。

仓储设施、跨境线路及自动化分拣设备投入增多。仓储业务尚处于萌芽阶段但未来发展态势良好。德邦股份拥有仓储面积持续增加, 2022 年 H1 仓储数量为 131 个, 总面积达 81.6 万平方米。随着供应链等跨境业务开展, 公司已开通 186 条跨境线路, 其他线路正逐步开通中。公司不断完善运输网络布局, 建立位于关键节点的分拨中心。2022 年 H1 公司拥有分拨中心 145 个, 总面积 229 万平方米, 通过自主研发的自动化分拣设备逐步投入使用, 提高分拣产能 19.8%。

图 20: 公司资产情况 (亿元)


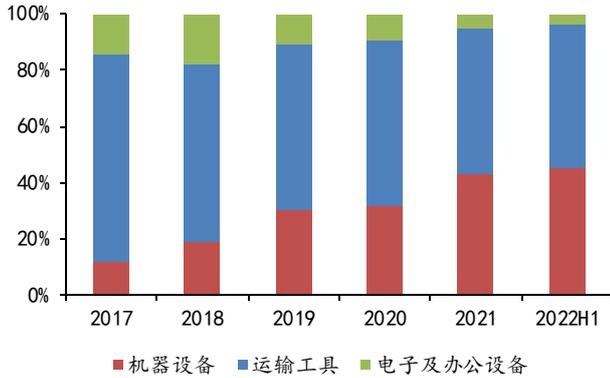
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 仓储面积情况


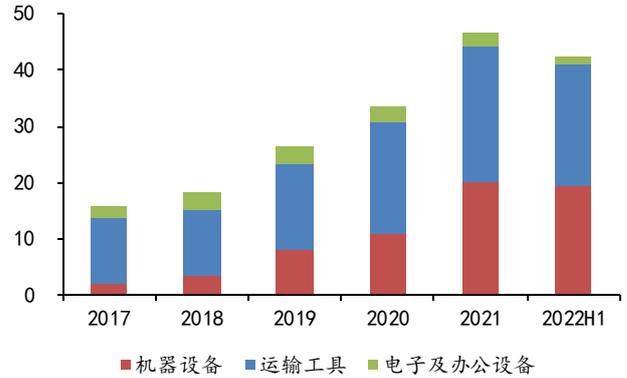
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

运输工具是公司主要的产能建设投入, 资本开支放缓。公司主要固定资产为运输工具, 另外包括机器设备、电子及办公设备投入。德邦股份对固定资产投入逐年增加, 截至 2022 年 H1, 固定资产账面价值为 42.5 亿, 其中运输工具占比最大 (51.0%), 机器设备占比明显

上升(45.4%)，主要原因是公司不断加强分拣设备的改造升级和自动化设备的投入使用，以降低了货物破损率，提高场内流通效率。此外，公司 2021 年资本开支增加至 32.2 亿元，同比+54.3%，主要系自有车辆和分拣自动化投入；2022 年资本开支放缓，由大规模投入转向维稳性投入，2022 年 Q1-3 资本支出为 11.7 亿元，同比-52.5%。

图 22：公司固定资产占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司固定资产账面价值 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

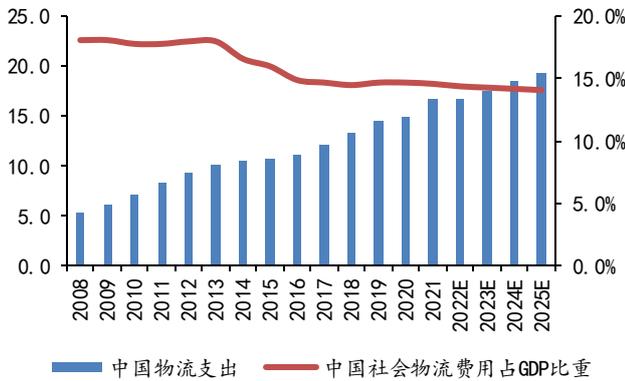
图 24：公司资本开支情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

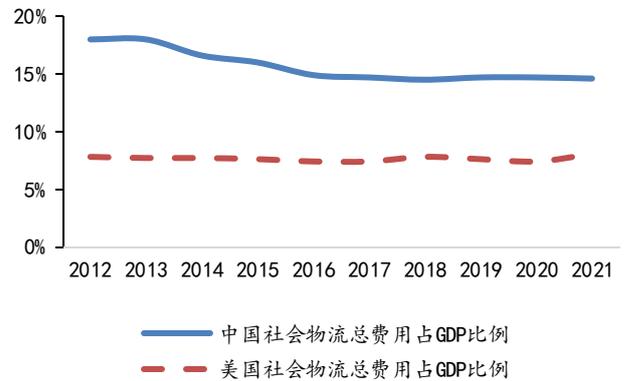
2 需求场景迭代升级，行业网络建设持续

2.1 需求增长较为稳定，公路货运预期高

中国物流市场规模大，物流效率存在提升空间。2021 年全国物流支出 16.7 万亿元，占 GDP 比重达到 14.6%，相较于美国的 8.0%，我国物流效率仍具备优化空间，这就为物流服务供应商通过一体化供应链服务提高物流效率提供了机会。灼识咨询预计到 2025 年，我国物流支出为 19.3 万亿元，占总 GDP 比重将下降至 14.1%。

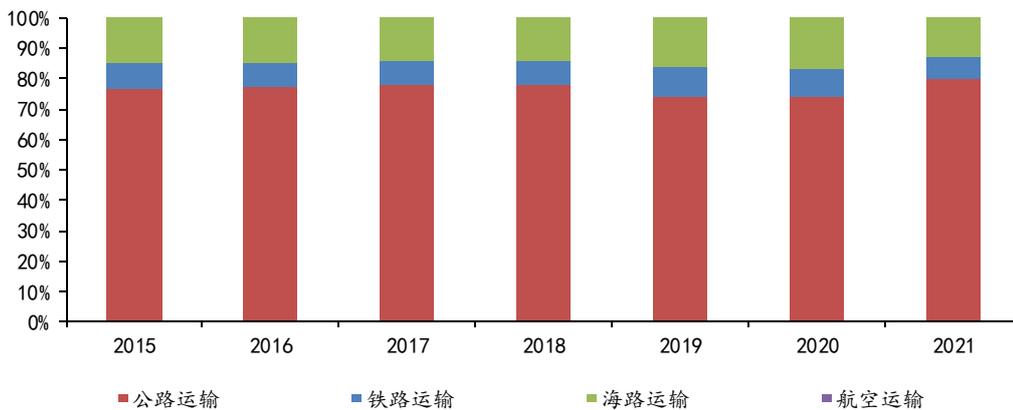
图 25：2015-2025 年中国物流支出情况（万亿元）


数据来源：安能物流招股书，灼识咨询，西南证券整理

图 26：中美社会物流费用占 GDP 比重


数据来源：安能物流招股书，灼识咨询，西南证券整理

我国物流市场规模高，公路运输货运量占比大。2021 年物流业市场规模达到 16.7 亿元，占 GDP 总量的 14.6%。其中运输行业 2021 年市场规模达到十三年来最高水平，为 9.0 亿元，同比+15.8%，增速大幅上升，占物流行业市场规模的 50%以上。公路运输是中国运输业的重要组成部分，5 年以来在全国货运总量占比始终保持在 70%以上，2021 年达 80.3%。

图 27：各运输模式货运量占比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公路运输业务根据单票重量大小可以分为快递、零担和整车三大板块。快递主要针对 2C 的重量小于 10kg 的小件包裹，依托电商的快速发展，其行业整合趋势明显，市场高度集中。整车业务是指专门运输一整车的一票货物，重量通常大于 3000kg；整车行业的市场极为分散，随着 2014 年以来整车车货匹配平台的发展，行业发展逐渐稳定，集中度有所提升。相比之下，零担业务在运输商更加灵活，可运输重量在 10kg 到 3000kg 之间的货物或多批货物。零担快运主要满足工业制造、商贸流通的 B2B 货运需求。与整车行业相比，零担行业的盈利能力更强，毛利率更高，竞争程度较小，且门到门能力、网络效应更突出；与快递行业相比，零担行业的市场规模明显更大、市场集中度更小、终端客户更多元化。

图 28：三大公路运输板块主要特征

| | 定义 | 终端客户及行业概况 | 市场集中度 | 运营效率 |
|----|---|--|--|---|
| 快递 | <ul style="list-style-type: none"> 快速投递客户的小件包裹 重量通常<10kg | <ul style="list-style-type: none"> 主要为电商商户 业务邮件 | <ul style="list-style-type: none"> 集中按货运量计算，前六大网络所占市场份额为80.4% | <ul style="list-style-type: none"> 快递包裹配送网络高度标准化和高效化 |
| 零担 | <ul style="list-style-type: none"> 运输相对较小的货物或通过多批货物拼装而成的大件包裹 重量通常为10kg-3000kg | <ul style="list-style-type: none"> 多元化：包括商户、制造商、分销商及零售商 一般货物 | <ul style="list-style-type: none"> 分散全国零担快运网络正加速市场整合 | <ul style="list-style-type: none"> 零担快运网络快速提升标准化及高效化 |
| 整车 | <ul style="list-style-type: none"> 一整车专门运输一票货物 重量通常>3000kg | <ul style="list-style-type: none"> 主要为制造商和分销商 | <ul style="list-style-type: none"> 极为分散按货运量计算，前六大车队运营商所占市场份额不足0.01% | <ul style="list-style-type: none"> 在提升标准化及高效化方面潜能巨大 |

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 29：运输行业市场规模情况（万亿元）



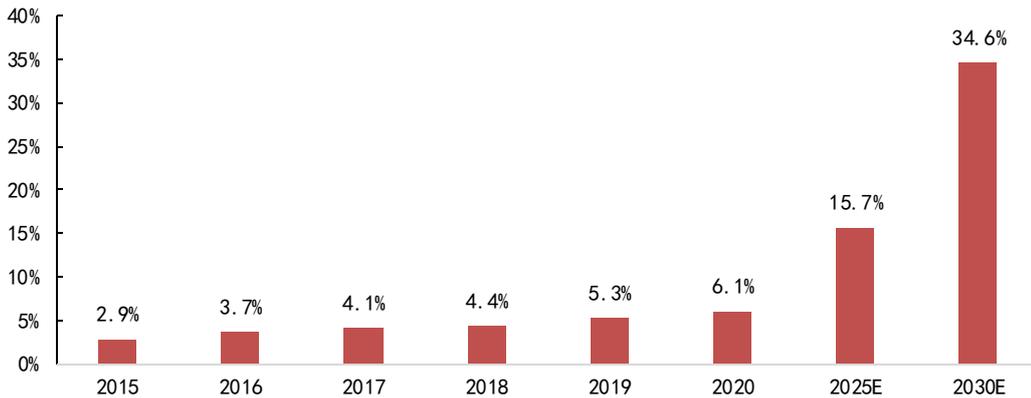
数据来源：国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询，西南证券整理

B2B 供应链升级对综合及时的零担服务的大量需求。国内电商市场的蓬勃发展带动了一大批中小型电商商家的发展，面对电商平台库存需求量的增长和复杂程度的日益提高，中小型电商采用一体化供应链物流解决方案并不经济，因此更多的电商商家转向服务专业高效第三方零担货运平台寻求货运物流解决方案。另外，传统的制造商逐步向 C2M 的柔性化生产模式转变，该模式具有生产小批量化、制造周期短及高频次等特点，这进一步推动灵活多变的零担市场的发展。

B2C 大件电商深入渗透消费市场。随着消费能力不断升级，B2C 大件电商（如白色家电、家具家居等）的市场份额将持续扩大。对于货物重量普遍超过 10kg 的大件快递，零担更能满足 B2C 电商商家的门对门运输配送需求。因此大件电商的持续渗透也将推动零担市场的持续增长。

根据艾瑞咨询 2020 年数据,零担业务市场规模 2015-2020 年复合年均增长率为 5.6%,预计未来五年复合年均增长率将增至 6.5%,零担市场未来发展态势健康、积极。并且预计全国零担快运网络的市场份额将持续稳步提升,以终端客户支出计,全国零担快运网络占中国零担市场总额的比重由 2015 年的 2.9%提升到 2020 年的 6.1%,预测未来将进一步提升至 2025 年的 15.7%及 2030 年的 34.6%。

图 30: 全国零担快运网络在中国零担市场的合计市场份额 (以终端客户支出计)



数据来源: 国家统计局、国家邮政局、艾瑞咨询, 西南证券整理

需求场景不断迭代升级, 电商渗透率不断提升。2021 年剔除不可电商化消费后电商渗透率提升至 30.9%, 在电商企业不断寻求 GMV 增长的背景下, SKU 不断向更高公斤段拓展, 消费者对快递服务的时效、品质要求也越来越高。

表 1: 电商渗透率情况

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 社会消费品零售总额 (百亿元) | 2623.9 | 3009.3 | 3323.2 | 3662.6 | 3809.9 | 4116.5 | 3919.8 | 4408.2 |
| YOY (%) | | 14.7% | 10.4% | 10.2% | 4.0% | 8.0% | -4.8% | 12.5% |
| 实物商品网上零售额 (百亿元) | 246.4 | 324.2 | 419.4 | 548.1 | 702.0 | 852.4 | 975.9 | 1080.4 |
| YOY (%) | | 31.6% | 29.4% | 30.7% | 28.1% | 21.4% | 14.5% | 10.7% |
| 有效渗透率 | 10.5% | 12.1% | 14.1% | 16.8% | 20.8% | 26.2% | 31.2% | 30.9% |

数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理, 注: 有效渗透率=实物商品网上零售额/剔除汽车及餐饮的社零总额

2.2 快运行业竞争改善, 头部玩家不断完善网络

快运业务整体竞争激烈。我国公路快运行业总量发展迅速, 逐渐形成高度市场化的商业格局。由于缺少业务经营资质的特殊限制, 部分以快递业务为主营业务的企业也将其业务范围延伸至快运领域, 加剧了市场竞争。

表 2: 公路快运行业的竞争特点

| 竞争特点 | 描述 |
|------------------------|--|
| 市场准入门槛较普通公路货运行业高 | 与普通公路货运相比, 公路快运行业对运输和服务要求较高, 且需要一定的网络化基础。 |
| 市场集中度较普通货运行业高, 但总体仍较分散 | 我国公路快运市场现有各类经营主体合计超过几十万家, 但形成规模并有能力开展全球网络布局的企业较少。已占据一定市场份额的代表性企业有: 德邦物流、安能物流等。 |

| 竞争特点 | 描述 |
|-------------------|--|
| 快递企业的逐步渗透加剧市场竞争格局 | 由于除直接向终端客户揽收及配送之外，快递业务与公路快运业务在货物流转环节基本一致，部分快递企业也通过其公路运输网络开展快运业务。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

国内公路快运以顺丰、德邦及安能等头部玩家竞争为主，直营制头部玩家进一步整合。国内公路快运领域的头部玩家包括顺丰、安能、德邦物流和壹米滴答。其中顺丰和德邦为直营制，定价最高，主要服务高端小票；安能和壹米滴答为加盟制，主要服务平价小票。2022年7月，京东收购德邦，行业竞争格局有所改善。

表 3：主要快运业务公司融资及业务情况

| 公司 | 融资情况 | 业务情况 |
|------|--|--|
| 顺丰 | 已于 2016 年上市。 | 2022H1 快运业务收入 131 亿（同比+1.6%）；公司推进四网融通、加速快运网络建设、加密干支线运力以提升陆运时效，22H1 实现扭亏为盈，净利润 0.09 亿元。 |
| 壹米滴答 | 2020 年完成 D+轮融资，该项融资金额优先用于网络恢复、防疫、帮扶网点等核心工作的开展，保障全网平稳渡过疫情期。截至目前，壹米滴答已完成 7 轮融资，累计融资额超过 40 亿元人民币。 | 截至 2021 年 12 月，壹米滴答网络覆盖全国 31 个省份。拥有近 30000 多家网点、2500 多条干线、200 多个分拨中心、230 多万平米分拨操作面积，40000T 日均货量，一二线城市覆盖率 100%、区县级覆盖率 96.7%，乡镇覆盖率 93.8%，全国员工 16000 余名，是全国拥有干支线数量和货量均领先其他同行的零担物流网络平台。 |
| 安能 | 2021 年 11 月于港交所上市，成为“港股快运第一股” | 截至 2022 年 H1，安能在全国拥有 148 家自营分拨中心、9900 多辆运输卡车及挂车的自营车队、32000 多家货运合作商及代理商、3260 多条运输车线、213 万平方米分拨中心，快运网络覆盖中国约 98% 的乡县城和镇，为中国各行业和地区超过 430 多万客户提供服务，包括电商、制造商、批发商、零售商及个人等。2021 年安能物流单日货量峰值突破 51000 吨。 |
| 中通 | 2016 年正式开始布局快运业务；2018 年获红杉中国、鼎晖和云锋三家知名投资机构与中通快递联合投资，投资总额超过一亿美金。 | 截至 2021 年 Q2，公司拥有直接网络合作伙伴 5800 多个，分拨中心 98 个，自有运输车辆 11,000 余台。2019 年 7 月，香港件开通、9 月澳门件开通，标志着除台湾地区外，中通快运实现国内业务全开通；2020 年 3 月，公司开通柬埔寨件派送业务，开启了国际件新征程；2021 年 6 月 5 日，公司航空业务正式上线。 |

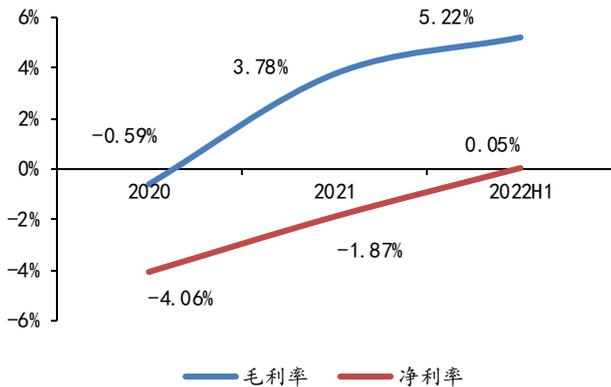
数据来源：公司官网，西南证券整理

表 4：快运行业收购情况

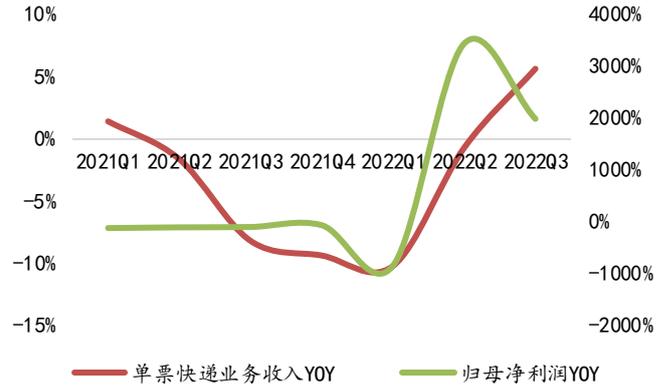
| 时间 | 收购方 | 事项 | 股份 | 金额 | 对应股价 | 取得目标公司控制权 |
|------------|------|--|-------|---------|-----------|-----------|
| 2022 年 3 月 | 京东物流 | 京东物流间接收购方式取得德邦股份 66.5% 股权 | 66.5% | 135 亿元 | 13.15 元/股 | 是 |
| 2021 年 9 月 | 极兔集团 | 7 月，极兔借助关联方汇森速运完成了对壹米滴答的战略整合；9 月汇森全球完成对壹米滴答的收购 | | | | 是 |
| 2021 年 3 月 | 韵达股份 | 德邦股份对韵达股份定向增发引入战略投资者 | 6.5% | 6.14 亿元 | 9.2 元/股 | 否 |
| 2018 年 4 月 | 顺丰控股 | 收购新邦物流，成立顺丰的加盟制快运网络顺心捷达 | 71.0% | 17 亿元 | | 是 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

21H2 顺丰提出健康经营, 引领行业价格战缓和。顺丰快运分部毛利率由 2020 年的-0.59% 增长到 2022H1 的+5.22%, 净利率由 2020 年的-4.06% 增长到 2022H1 的+0.05%。受益于行业龙头顺丰的降本增效经营策略, 行业竞争缓和, 德邦 22 年单票快递业务收入和归母净利润改善显著, 22Q3 单票快递业务收入达 28.98 元, 同比+5.7%, 归母净利润达 2.6 亿元, 同比+1995.3%, 归母净利率达 3.2%, 同比+3.0pp。

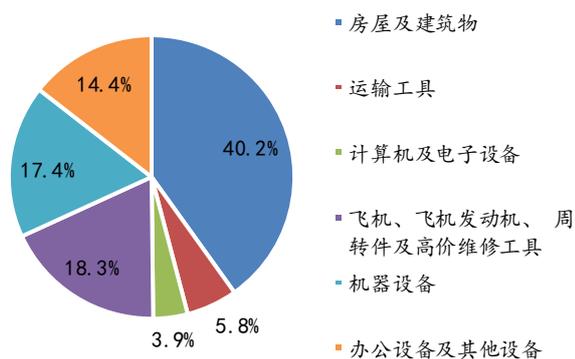
图 31: 顺丰-快运分部盈利改善情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

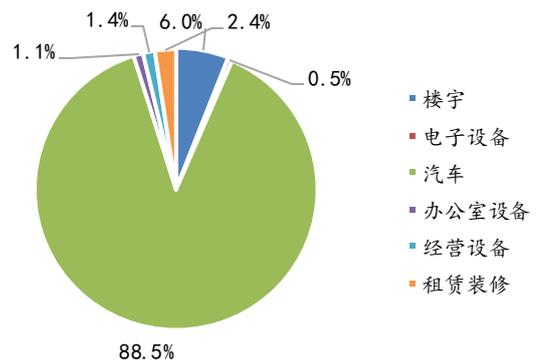
图 32: 德邦-单票快递业务收入和盈利改善情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产能建设集中在头部公司。在运输网络上, 顺丰凭借其强大的地面运输网络领先于同行企业, 拥有数以万计的营业网点、自动化的中转行和四通八达的运输网络。安能物流截至 2022 年 H1 拥有分拨中心 148 个, 3,260 多条干线运输线路, 自有运力增加至 4,000 辆干线高运力卡车牵引车和 5,900 多辆挂车。截至同期, 德邦物流共有营业网点 8,964 个, 分拨中心 145 个, 2,141 条干线线路和 186 条跨境网络组成不断扩大的综合性运输网络。壹米滴答截至 2021 年 12 月在全国范围内拥有 30,000 多家网点, 2,500 多条干线, 200 多家分拨中心和 230 多万平方米操作面积。

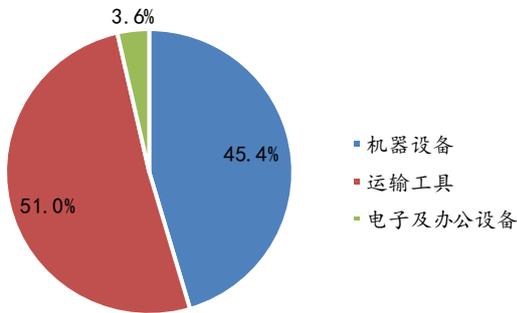
图 33: 2022 年 H1 顺丰固定资产情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 2021 年安能固定资产情况


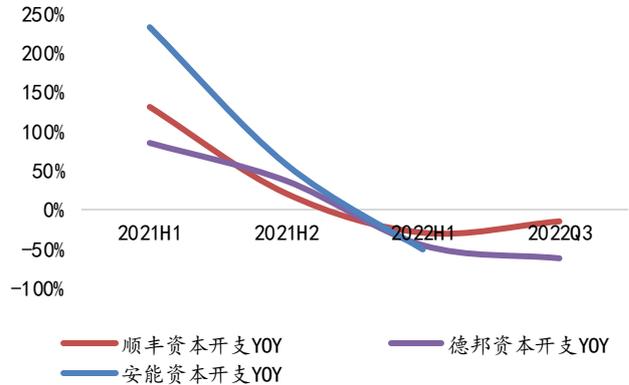
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 2022 年 H1 德邦固定资产情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 行业主要上市公司资本开支情况



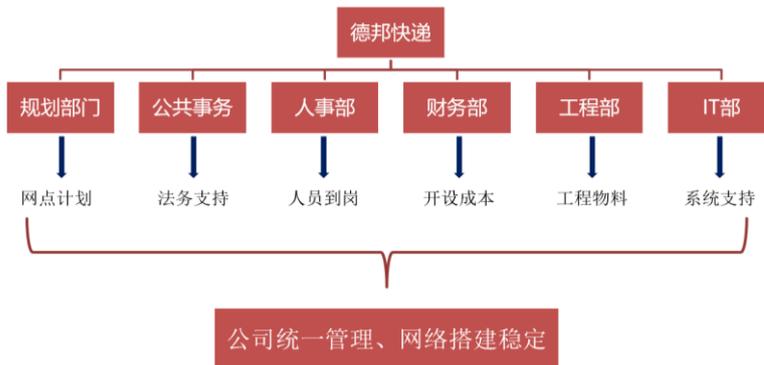
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 稳步发展, 降本增效

3.1 直营+合伙人模式, 不断扩充运营网络

直营制保证服务标准, “合伙人”延续优质基因。公司始终坚持直营制业务模式, 在整体层面对各部门进行管理和控制, 按一定标准对各网点、转运场、运输线路进行布局, 对人、财、物进行统一调度, 保障网络搭建的资源充足。同时, 总部对各区域进行统一管理和经营, 在业务范围内对收、转、运、派各环节具有绝对控制力, 为客户提供快速高效的标准化服务。2015 年 9 月正式开启的事业合伙人计划, 作为公司直营网点的暂时性补充, 接受德邦总部的直接管理, 在扩大网络覆盖率的同时也保持了公司一贯的服务质量和水平。

图 37: 德邦直营统一管理网络



数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 大件快递+高端快运, 切入快递快运行业细分领域

大件快递开创者, 业务量稳步增长。随着我国电商平台的爆发式发展和居民消费水平的提高, 以家电、家具、运动器材、卫浴为代表的大件电商逐渐渗透入消费领域。大件快递对

于运输服务和质量水平提出了更高的要求。德邦深耕零担快运行业，对于大件快递物流有着先天基因优势，积累了丰富的大件配送经验。德邦聚焦 3-60 公斤段快递业务，提出“大件快递”概念，研发出针对大件快递收、转、运、派各环节业务的一系列科技产品，不断完善大件快递的配称体系，提高快递运输服务和水平。2022 年 Q1-3，公司取得快递收入 150.7 亿元，同比增长 8.3%。

表 5：德邦快递保证优质服务

| 服务特点 | 举措 | 指标 |
|----------------|--|--|
| 货物破损量持续下降 | 应用智慧末端、智慧网站，加强基础管理。例如：推广使用特色包装物、缓冲物；门店违规装卸车监控；分拣设备优化；不上机品类研究推广；提升打木架质量等。 | 2022H1，不断进行基础设施建设和科学技术应用，逐步完善大件运营配称体系，货物破损率不断下降。 |
| 菜鸟指数服务项排名居领先地位 | 强化“以客户为中心”的服务理念，不断提升员工服务能力，提高客户满意度。 | 2022H1，在行业 11 家主要快递公司中，德邦在菜鸟服务项排名中稳居前列，综合排名平均居于行业第二。 |
| 科技助力优质服务体验 | 代表性智能服务包括：智能语音应答技术、7*24 小时不间断自主在线服务、APP 理赔自主申请渠道开通等 | 2022H1，智能语音分流业务量达 57.5%；微信、APP 等理赔自主申请渠道使用率 67.6%； |

数据来源：公司公告，西南证券整理

高端快运引领者，营收居行业前列。德邦于 2001 年开始汽运业务并率先推出“卡车航班”这一零担精准产品，将“空运速度”与“汽运价格”的优势相结合，叠加其全国性的直营网络保障产品、服务高标准化，公司迅速占领零担物流中高端市场。目前，德邦已打造“精准卡航”、“精准空运”、“精准汽运”等多个标准化快运产品，满足客户高品质、快时效的服务要求。2022 年 Q1-3，公司取得快运收入 70.5 亿元，同比-11.3%。

综合业务探索者，提供综合性物流选择。2015 年 10 月，德邦在业务量较大地区开展仓储供应链服务，为客户提供一体化物流解决方案。通过自主研发的 CPS、DPC、WMS、TMS 等信息管理系统，并依托全国性物流网络及大件能力，公司实现了企业供应链系统的集成及数据交换，为客户提供更优质的服务体验。截至 2022 年上半年，德邦在全国共有 131 个仓库，总面积 81.6 万平方米。仓储服务上半年实现营收 4.26 亿元，同比-3.47%。2016 年 5 月跨境业务正式上线，产品包括国际快件、FBA 进仓、国际联运电商小包和全程多种增值服务。截至 2022 年上半年，目前德邦已开通大陆至日韩、欧美、东南亚等国家的 186 条精品线路。

3.3 多样化薪酬福利体系助力人才培养建设

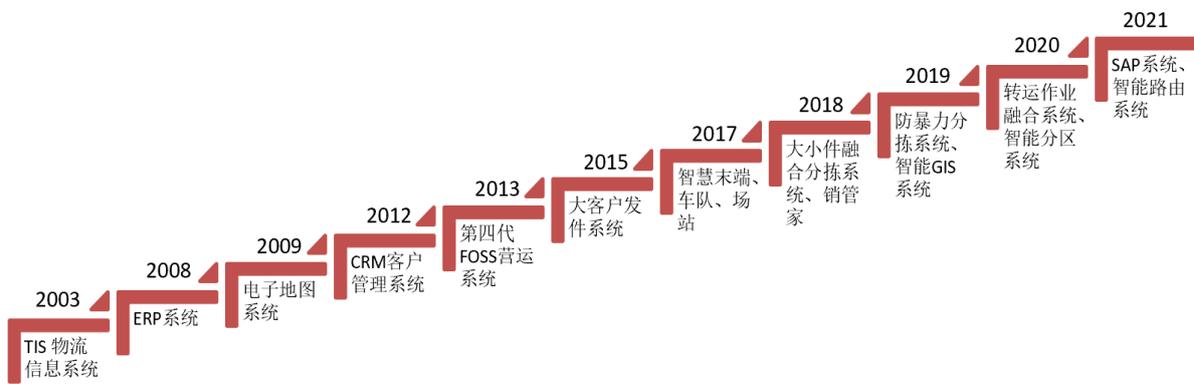
德邦视人才为首要资源，建立起良好的人才培养体系。在员工招聘方面，公司自 2005 年启动校园招聘试点，截至 2022 年上半年共招聘 17,040 名本科生、2,343 名硕士及博士研究生，目前公司自由员工中本科及以上学历者占比约 28.7%，大专及以上学历者占比约 52.3%。员工素质不断加强，推动公司对外服务质量的提升。**管理+专业双晋升通道，培育研究+业务复合型人才。**公司积极推进一线和职能之间轮岗学习的“之”字形发展路线。**德邦大学提供人才培养源动力，线上+线下满足多样学习要求。**德邦大学构建起公司的培训规划和培训标准，另外，德邦大学围绕“邦帮帮”和“知识分享”平台积极推出线上课程，“线上+线下”满足学员多样化需求。截至 2022H1，“邦帮帮”平台日活跃度达 91.4%，E-learning 在线知识分享总课程数 2,345 门，萃取优秀案例经验 7,022 例，共组织 154 次在线学习项目，

用户月度登录活跃度 85.95%，平台用户体验满意度 83.21%。**薪酬结构全面多样，助力员工积极性。**德邦的薪酬结构的主要组成包括：固定收入、浮动奖金、津贴补贴、长期激励及特色福利。另外，公司将员工报酬与股权挂钩，目前已实施两期员工持股计划，充分调动员工积极性。德邦还为员工提供多种人性化的福利，如“亲情 1+1”、中秋寄情、家庭全程无忧等，提升了员工的工作幸福感。

3.4 科技赋能，驱动降本增效

随着新技术的快速发展，物流行业逐渐由人力密集型转向科技密集型产业。德邦致力于建设前瞻性的信息平台以促进服务的持续优化，并使科技成为公司的核心竞争力之一。

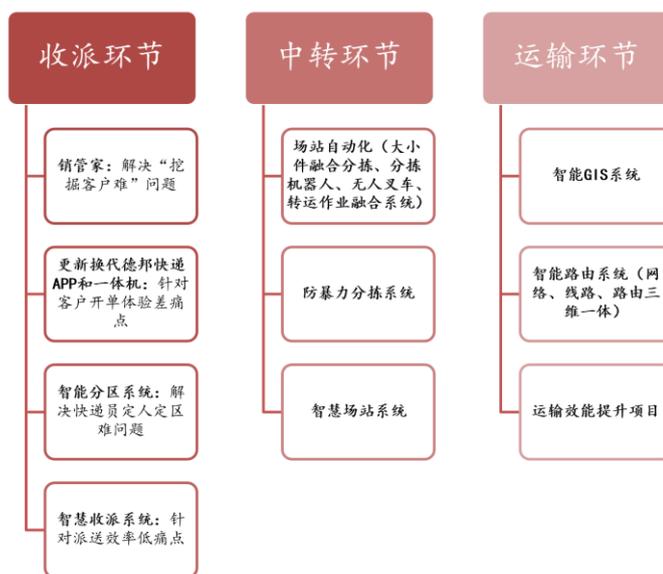
图 38：德邦科技发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

德邦科技先后与 100 多家外部优秀企业合作，开展了 160 多个项目，合作公司包括华为、科大讯飞、思爱普等知名科技企业，近 5 年科技投入均超过营业收入的 1.6%。

图 39：德邦科技成果应用到实际



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：关于快递业务，我们预估在行业恶性价格竞争放缓下，未来单票收入同比持续提升，件量受益于需求恢复逐步增长，单票成本在规模效应下下降，我们假设大件快递单票收入增速受益于格局缓和带来的修复而提升，同时大件快递件量增速提高，2022-2024 年快递业务收入增速分别为 10.4%、13.1%、10.6%；成本端受益于大件快递行业的规模效应，在单价提升和成本下降效率提升的假设下，毛利率分别为 11.3%、13.1%、13.9%。

假设 2：关于快运业务，我们预估未来快运行业也将持续受益于非理性价格竞争结束以及需求恢复，我们假设未来单吨快运价格收入同比持续增长，货量 2022 年受上游需求影响有所下降，2023-2024 年保持增长，2022-2024 年快运业务收入增速分别为 -8.6%、5.1%、8.1%；在单吨快运收入及货量维持增长以及成本效率提升的假设下，毛利率分别为 14.7%、15.9%、16.7%。

假设 3：2022-2024 年销售费用率：1.4%；2022-2024 年管理费用率：7.3%、7.2%、7.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 快递业务 | 收入 | 19,733 | 21,794 | 24,654 | 27,255 |
| | 增速 | 18% | 10.4% | 13.1% | 10.6% |
| | 毛利率 | 9.9% | 11.3% | 13.1% | 13.9% |
| 快运业务 | 收入 | 10,678 | 9,754 | 10,248 | 11,075 |
| | 增速 | 6% | -9% | 5% | 8% |
| | 毛利率 | 12.2% | 14.7% | 15.9% | 16.7% |
| 其他业务 | 收入 | 948 | 957 | 967 | 976 |
| | 增速 | 19% | 1% | 1% | 1% |
| | 毛利率 | 7.4% | 8.3% | 9.2% | 10.2% |
| 合计 | 收入 | 31,359 | 32,506 | 35,869 | 39,306 |
| | 增速 | 14% | 4% | 10% | 10% |
| | 毛利率 | 10.6% | 12.2% | 13.8% | 14.6% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 325.1、358.7 和 393.1 亿元，毛利率分别为 12.2%、13.8%及 14.6%，归母净利润分别为 6、12 和 16 亿元。

4.2 相对估值

我们选取快递快运业中的 3 家主流公司，2024 年 3 家公司平均 PE 为 14.1 倍。我们认为未来公司将持续受益于行业恶性价格战消失带来的利润修复，叠加公司作为直营制企业在高度不确定性下的运营优势，未来公司格局将持续稳定，我们给予 24 年 17 倍 PE，对应目标价 26.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|--------|---------|-----|-----|-----|--------|------|------|------|
| | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 51.0 | 0.9 | 1.3 | 1.9 | 2.4 | 58.4 | 38.0 | 27.1 | 20.9 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 11.8 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 1.3 | 23.1 | 18.5 | 11.2 | 8.9 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 19.3 | 0.6 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 31.6 | 17.6 | 14.7 | 12.5 |
| 平均值 | | | | | | | 37.7 | 24.7 | 17.6 | 14.1 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 18.9 | 0.1 | 0.6 | 1.1 | 1.5 | 135.7 | 31.3 | 16.4 | 12.3 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

1) 宏观经济波动风险。物流行业是国民经济的基础产业，总体上与宏观经济增长速度呈现较强的正相关性，同时也与客户所处行业及其增速、经济结构密切相关。

2) 政策变更风险。快递业务属于许可经营项目，公路货运业务属于一般经营项目，均应遵守国家相关政策。如若未来快递行业相关监管法规或行业标准发生较大变化，或将影响公司的经营业绩。

3) 上游生产要素价格波动风险。报告期内，受地缘政治冲突影响，国际油价大涨，国内成品油零售限价持续攀升，柴油价格较去年同期平均涨幅近 40%。此外，随着大件快递业务的快速增长，公司对末端快递员的战略性投入持续加大，人工成本占营业成本比重也不断提升。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 31359.07 | 32506.02 | 35868.60 | 39306.27 | 净利润 | 142.35 | 600.99 | 1156.39 | 1589.84 |
| 营业成本 | 28027.65 | 28531.61 | 30928.57 | 33556.39 | 折旧与摊销 | 1234.58 | 450.23 | 450.23 | 450.23 |
| 营业税金及附加 | 103.54 | 107.33 | 118.43 | 129.78 | 财务费用 | 169.39 | 300.39 | 324.88 | 290.88 |
| 销售费用 | 488.41 | 455.08 | 502.16 | 550.29 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 2778.99 | 2372.94 | 2582.54 | 2830.05 | 经营营运资本变动 | -164.90 | -60.54 | -116.73 | -73.96 |
| 财务费用 | 169.39 | 300.39 | 324.88 | 290.88 | 其他 | 1020.90 | 3.26 | 3.29 | 2.73 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 2402.32 | 1294.33 | 1818.06 | 2259.73 |
| 投资收益 | 33.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -1572.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | -3.26 | -3.29 | -2.73 | 其他 | -1216.07 | -3.26 | -3.29 | -2.73 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -2788.37 | -3.26 | -3.29 | -2.73 |
| 营业利润 | 173.44 | 735.42 | 1408.73 | 1946.14 | 短期借款 | 1274.11 | 3322.04 | -1033.43 | -1391.06 |
| 其他非经营损益 | -2.22 | 6.41 | 6.29 | 4.91 | 长期借款 | 0.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 171.22 | 741.83 | 1415.02 | 1951.05 | 股权融资 | 624.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 28.87 | 140.84 | 258.63 | 361.21 | 支付股利 | -154.04 | -28.57 | -120.20 | -231.28 |
| 净利润 | 142.35 | 600.99 | 1156.39 | 1589.84 | 其他 | -1589.40 | -2495.65 | -324.88 | -290.88 |
| 少数股东损益 | -0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 155.55 | 797.81 | -1478.51 | -1913.23 |
| 归属母公司股东净利润 | 142.85 | 600.99 | 1156.39 | 1589.84 | 现金流量净额 | -228.56 | 2088.88 | 336.26 | 343.77 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1161.72 | 3250.60 | 3586.86 | 3930.63 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2726.15 | 2872.58 | 3170.62 | 3468.46 | 销售收入增长率 | 14.02% | 3.66% | 10.34% | 9.58% |
| 存货 | 21.54 | 22.82 | 24.37 | 26.46 | 营业利润增长率 | -75.68% | 324.01% | 91.56% | 38.15% |
| 其他流动资产 | 1506.91 | 1558.91 | 1711.38 | 1867.26 | 净利润增长率 | -74.81% | 322.18% | 92.41% | 37.48% |
| 长期股权投资 | 193.52 | 193.52 | 193.52 | 193.52 | EBITDA 增长率 | -19.22% | -5.79% | 46.96% | 23.05% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 4857.66 | 4494.19 | 4130.71 | 3767.23 | 毛利率 | 10.62% | 12.23% | 13.77% | 14.63% |
| 无形资产和开发支出 | 492.26 | 434.18 | 376.10 | 318.02 | 三费率 | 10.96% | 9.62% | 9.51% | 9.34% |
| 其他非流动资产 | 4711.42 | 4682.75 | 4654.08 | 4625.41 | 净利率 | 0.45% | 1.85% | 3.22% | 4.04% |
| 资产总计 | 15671.19 | 17509.56 | 17847.65 | 18196.99 | ROE | 2.30% | 10.39% | 16.96% | 19.44% |
| 短期借款 | 2443.36 | 5765.40 | 4731.97 | 3340.90 | ROA | 0.91% | 3.43% | 6.48% | 8.74% |
| 应付和预收款项 | 3741.44 | 3953.84 | 4261.71 | 4613.46 | ROIC | 4.35% | 11.99% | 20.56% | 26.40% |
| 长期借款 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | EBITDA/销售收入 | 5.03% | 4.57% | 6.09% | 6.84% |
| 其他负债 | 3289.81 | 2005.66 | 2033.11 | 2063.21 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 9475.31 | 11725.60 | 11027.49 | 10018.27 | 总资产周转率 | 2.43 | 1.96 | 2.03 | 2.18 |
| 股本 | 1026.96 | 1026.96 | 1026.96 | 1026.96 | 固定资产周转率 | 7.81 | 7.26 | 8.71 | 10.48 |
| 资本公积 | 894.12 | 894.12 | 894.12 | 894.12 | 应收账款周转率 | 15.25 | 14.90 | 15.45 | 15.30 |
| 留存收益 | 3445.45 | 4017.87 | 5054.06 | 6412.63 | 存货周转率 | 1376.16 | 1286.35 | 1310.81 | 1320.36 |
| 归属母公司股东权益 | 6197.52 | 5785.60 | 6821.79 | 8180.36 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 104.67% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -1.64 | -1.64 | -1.64 | -1.64 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 6195.88 | 5783.96 | 6820.15 | 8178.72 | 资产负债率 | 60.46% | 66.97% | 61.79% | 55.05% |
| 负债和股东权益合计 | 15671.19 | 17509.56 | 17847.65 | 18196.99 | 带息债务/总负债 | 25.79% | 49.18% | 42.92% | 33.36% |
| | | | | | 流动比率 | 0.69 | 0.77 | 0.91 | 1.11 |
| | | | | | 速动比率 | 0.69 | 0.76 | 0.91 | 1.11 |
| | | | | | 股利支付率 | 107.83% | 4.75% | 10.39% | 14.55% |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 1577.41 | 1486.03 | 2183.83 | 2687.25 | 每股收益 | 0.14 | 0.59 | 1.13 | 1.55 |
| PE | 148.45 | 35.29 | 18.34 | 13.34 | 每股净资产 | 6.03 | 5.63 | 6.64 | 7.97 |
| PB | 3.42 | 3.67 | 3.11 | 2.59 | 每股经营现金 | 2.34 | 1.26 | 1.77 | 2.20 |
| PS | 0.68 | 0.65 | 0.59 | 0.54 | 每股股利 | 0.15 | 0.03 | 0.12 | 0.23 |
| EV/EBITDA | 12.17 | 12.93 | 8.17 | 5.99 | | | | | |
| 股息率 | 0.73% | 0.13% | 0.57% | 1.09% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingyf@swsc.com.cn |