

德邦股份 (603056.SH)

【以此为准】竞争格局改善 受益经济复苏

投资要点:

➤ **推荐逻辑:** 1) 直营快递行业的格局优化, 头部企业顺丰进入健康经营阶段及京东物流完成对德邦的收购, 行业竞争环境改善, 直营快运行业价格步入上行区间, 在经济复苏顺周期背景下强化了这一趋势。2) 中期业绩看经济复苏和格局改善带来的量价提升、成本端看末端网络改善降本增效; 长期业绩看公司网络建设提高综合服务能力, 期待京东物流释放协同效应。

➤ **业务成长空间可期, 快运行业竞争格局改善。** 快递快运融合系需求场景的不断迭代升级, 我们看好行业整合的广阔空间。直营快运头部玩家完成整合且经营转向利润导向, 顺丰在21Q1后进入健康经营的调整阶段、京东收购德邦, 行业竞争格局确定性改善。22Q1-3 德邦单票快递业务收入分别 27.78/28.16/28.98元, 同比分别-10.2%/-0.7%/+5.7%, 22Q3实现由负转正, 持续改善。分业务看, 22Q1-3 快递业务公斤单价同比分别-5.4%/+1.9%/+2.4%; 22H1/22Q3 快运业务公斤单价分别+8.7%/+1.4%。

➤ **末端网络变革, 完善网络建设。** 公司21H2开始末端网络变革, 启用重货分部替代传统营业部。22Q3房租成本同比-1.0%, 占收入比-0.3pp, 人力成本同比-3.3%, 占收入比-3.4pp。公司不断完善运输网络布局, 22Q3自有运力提升至66.2%, 装载率同比+7.6%。

➤ **盈利预测:** 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, 京东对德邦的收购亦印证了公司直营化网络的价值。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, 在京东体系内继续打造中国快运行业的标杆企业。我们预计公司 2022/2023/2024 归母净利润分别为 6.4/12.8/16.8 亿元, 在竞争格局缓和下公司盈利能力不断修复, 给予 23 年 20.1 倍 PE, 对应市值 257 亿元, 首次覆盖、给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 宏观环境波动风险、上游生产要素价格波动风险、行业竞争格局恶化风险、公司整合风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,503	31,359	32,506	35,869	39,306
增长率 (%)	6%	14%	4%	10%	10%
净利润 (百万元)	564	143	640	1,276	1,678
增长率 (%)	74%	-75%	348%	99%	32%
EPS (元/股)	0.55	0.14	0.62	1.24	1.63
市盈率 (P/E)	37.9	149.7	33.4	16.8	12.7
市净率 (P/B)	4.6	3.5	3.7	3.0	2.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

买入(首次评级)

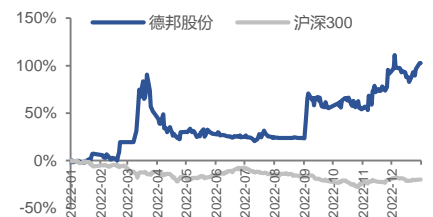
当前价格: 21.94 元

目标价格: 25.02 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,027/960
总市值/流通市值 (百万元)	23723/22176
每股净资产 (元)	6.08
资产负债率 (%)	56.96
一年内最高/最低 (元)	22.4/10.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号: S0210522050006

邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设：

假设 1：在行业竞争格局改善和需求恢复的大环境下，我们预估快递业务单票收入同比将持续提升，快递件量逐步增长，规模效应下单票成本持续改善。经测算，我们预计 2022-2024 年大件快递业务单票收入增速分别为：-0.5%、1%、0.5%（暗含票均重量下降假设，单公斤收入维持上升趋势）；单票快递业务成本：-2%、-1%、-0.5%；大件快递业务量增速分别为：11%、12%、10%；

假设 2：我们预估快运业务也将受益于行业竞争格局改善和需求恢复，经测算，我们预计 2022-2024 年快运业务单公斤收入增速分别为：5%、3%、1%；单公斤快运业务成本：2%、1.5%、0%；快运货量同比：-13%、2%、7%；

假设 3：我们预计 2022-2024 年销售费用率：1.7%；2022-2024 年管理费用率：8.6%、8.1%、8.1%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司的快运业务盈利能力低于快递，我们认为：①快运业务由于操作过程需要更多人工，规模效应弱于小件快递，但受益于其他过程自动化水平的提高，仍然具备一定的规模效应；②公司快运业务向大件快递业务突破，大件快递行业具备更快的行业增速，盈利能力持续提高；③德邦作为直营大件快递领域的优质企业，在成本费用管控和效率提升上均具备极强优势，盈利能力逐步提高。

股价上涨的催化因素

快运及大件快递单吨价格提升超预期；快运及大件快递量增超预期；与京东物流协同效应体现超预期

估值和目标价格

我们选取快递快运业中的 3 家主流公司：顺丰、韵达、圆通，2023 年 3 家公司平均 PE 为 20.6 倍。我们认为德邦股份将受益于行业竞争格局改善带来的利润修复，叠加需求不确定性逐步消弭带来的量的增长，龙头快运企业在未来盈利能力稳定性将更加可观，我们给予公司 2023 年 20.1 倍 PE，对应市值 257 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观环境波动风险、上游生产要素价格波动风险、行业竞争格局恶化风险、公司整合风险。

正文目录

1	专注直营高端大件领域，京东入局未来可期	5
1.1	快运起家，大件快递领头者	5
1.2	京东物流收购德邦，管理层顺利完成更迭	5
1.3	夯实快运+大件快递地位，多业务齐头并进	6
1.4	业绩改善明显，费用控制良好	7
2	行业价格竞争趋于理性，直营网络优势更强	8
2.1	社会物流总费用存在优化空间，头部企业全网型零担优势更强	8
2.2	快运行业竞争特征：需求同质化、供给规模效应弱于快递	9
2.3	行业竞争格局改善，价格逐步恢复理性	10
3	网络布局日趋完善，京东协同共同成长	13
3.1	完善网络布局，降本增效	13
3.2	科技赋能，提升服务质量	14
3.3	期待协同，共同成长	15
4	盈利预测及估值	16
4.1	盈利预测	16
4.2	相对估值	17
5	风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构（截至 2022Q3）	6
图表 3：公司业务类型	6
图表 4：快运-标准化产品分类	7
图表 5：快运-特殊产品分类及快递业务公斤段对比	7
图表 6：各业务类型占比	7
图表 7：营业收入（亿元）、YOY	8
图表 8：毛利润（亿元）、毛利率	8
图表 9：归母净利润 YOY、归母净利率	8
图表 10：期间费用率	8
图表 11：社会物流总费用（万亿元）、YOY	8
图表 12：中、美社会物流总费用占 GDP 比例	8
图表 13：各运输方式货运量（亿吨）	9
图表 14：公路运输细分板块市场规模占比	9
图表 15：全国零担快运网络在中国零担市场份额	9
图表 16：主要快运企业资本开支（亿元）、YOY	10
图表 17：主要快运企业单公斤收入（元/千克）	10
图表 18：德邦-归母净利 YOY、单票快递收入 YOY	10
图表 19：德邦-归母净利 YOY、快递业务量 YOY	10
图表 20：顺丰-归母净利 YOY、速运票均收入 YOY	11
图表 21：顺丰-归母净利 YOY、速运物流件量 YOY	11
图表 22：竞争格局改善的原因	11
图表 23：德邦快递单票收入（元/件）、YOY	12
图表 24：顺丰单票速运物流单票收入（元/件）、YOY	12
图表 25：主要头部企业资本开支降速明显（YOY）	13
图表 26：公司各类型末端网点数量及占比	14

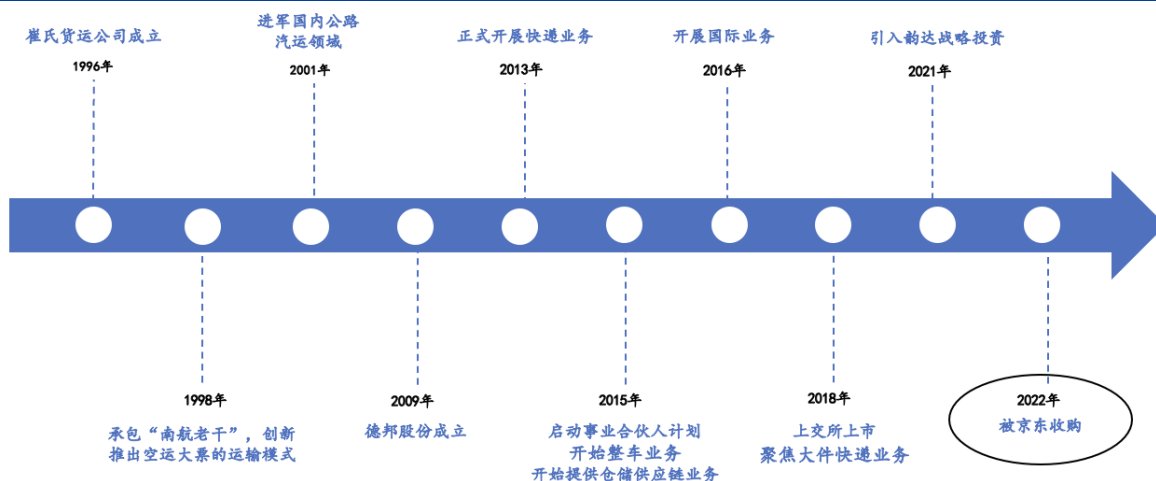
图表 27：自有营运车辆（辆）、自有运力占比.....	14
图表 28：各环节科技赋能.....	14
图表 29：京东物流和德邦并购以后可能发展方向	15
图表 30：分业务收入及毛利率	17
图表 31：可比公司估值（2023 年 1 月 2 日）	17
图表 32：财务预测摘要	19

1 专注直营高端大件领域，京东入局未来可期

1.1 快运起家，大件快递领头者

德邦公司由崔维星先生在 1996 年创立，深耕快运及快递行业 26 年，成为行业领军企业。公司 2004 年率先推出“卡车航班”，迅速占领零担物流中高端市场；2013 年正式进军快递行业，推出大件快递产品；2015 年启动事业合伙人计划，开始提供仓储供应链业务；2018 年上交所上市，开始聚焦大件快递业务，成为首家通过 IPO 在国内主板上市的快运企业；2021 年定增 6.14 亿引入韵达战略投资；2022 年被京东物流收购。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 京东物流收购德邦，管理层顺利完成更迭

京东物流收购德邦。2022 年 9 月，京东收购德邦的股份交割完成，京东通过持有德邦控股 71.93% 的股权控制德邦股份。

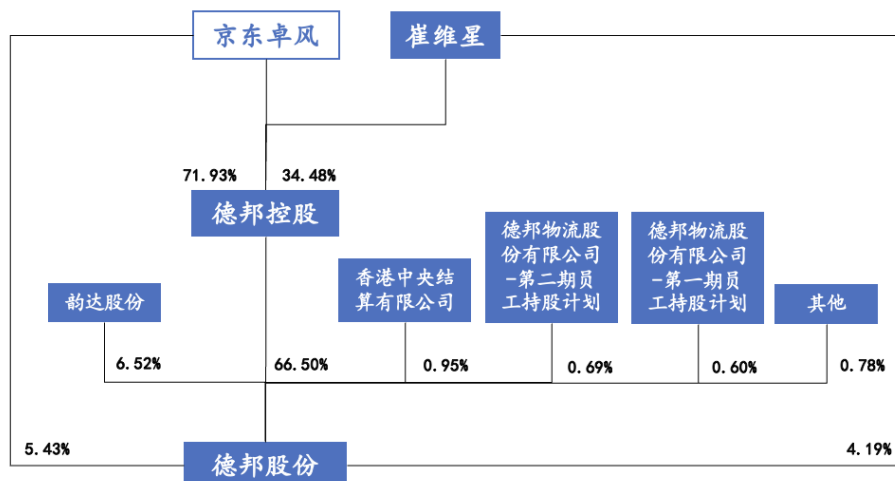
管理层更迭。2022 年 8 月 24 日，董事长兼总经理崔维星先生、副总经理兼财务负责人汤先保先生辞去职务，黄华波先生接替成为总经理，左高鹏先生、罗琪先生成为副总经理，丁永晟先生成为公司财务负责人。

1) 黄华波总经理自 2001 年加入德邦后，20 多年间先后在运营中心、品管部、财务部等多部门任职，对公司各方面了解全面，精细化管控得以改善；

2) 左高鹏、罗琪副总经理亦曾任职德邦多个职位；

3) 丁永晟负责人为原京东财务负责人。

图表 2：公司股权结构（截至 2022Q3）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 夯实快运+大件快递地位，多业务齐头并进

公司主要业务包括快运（零担+整车）、快递和其他业务。快运业务包括标准化产品和特殊产品；快递业务包括大件快递服务和小件快递；其他业务包括仓储与供应链、跨境服务及增值服务。

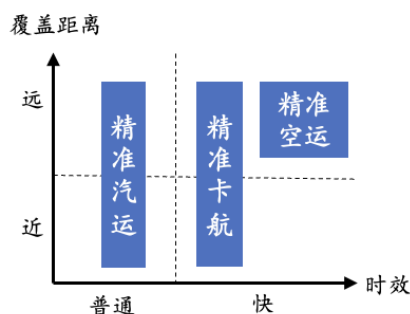
图表 3：公司业务类型

快运业务（主打60KG+公斤段）	
标准化产品	特殊产品
精准卡航： 快时效、全网覆盖 精准汽运： 普通时效、全网覆盖 精准空运： 快时效、长距离	整车业务： 500kg+ 重包入户： 60-200kg
快递业务（主打3-60KG公斤段）	
大件快递	小件快递
大件快递3·60： 上至60kg免费上楼；包接包送；件数不限；首续重报价；旺季不限收	标准快递： 小件标快，稳定准时 特快专递： 高时效、高品质
其他业务	
仓储与供应链	跨境服务
自主研发仓储、配送等管理系统，实现企业供应链系统集成与数据交换，提供一站式仓储配送等综合服务； 聚焦家具、家电、快消等行业，提供定制化解决方案、精细化仓储管理、定制化系统、客户及项目管理等。	国际快件： 门到门，时效稳定 FBA进仓： 空运快递（快）；空运专线（经济）；海运（慢） 国际联运： 国际空派和海派，港到港或门到门的多式联运 电商小包： 邮政小包；热门线路国际专线
增值服务	
代收货款；保价运输；安全包装；签收回单；综合信息；送货服务	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

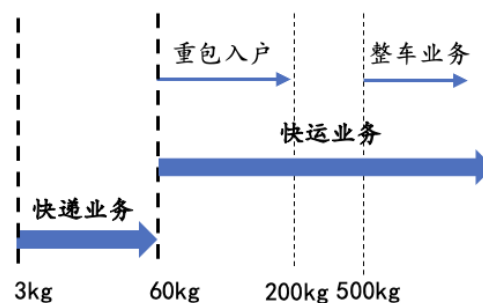
1) 快运：标准化产品根据时效和覆盖距离可分为精准卡航、精准汽运和精准空运，其中精准卡航和精准汽运已实现公司全网覆盖；特殊产品根据单票重量可分为整车业务和重包入户，重包入户主打 60-200kg 大件货物寄递，整车业务专为 500kg 以上直发客户设计。精细化产品分层使得公司可根据市场竞争及客户需求变化调整运作模式和资源投入，保持公路快运市场领先地位。

图表 4：快运-标准化产品分类



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 5：快运-特殊产品分类及快递业务公斤段对比

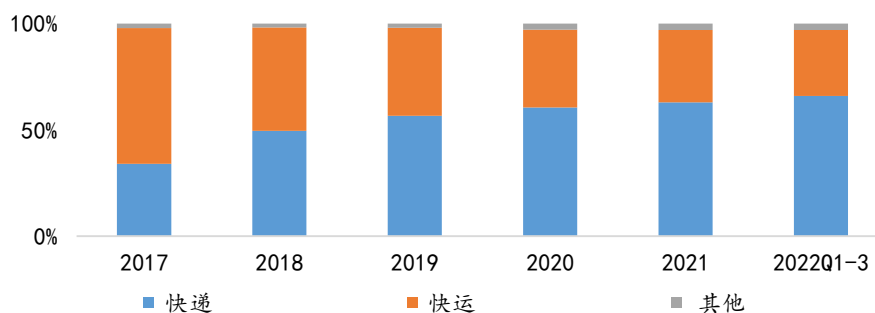


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2) 快递：公司聚焦中高端大件配送市场，不断完善大件快递网络建设，提升运输时效和品质，塑造核心竞争力。疫情推动客户线上化渗透，零担快递化，快递业务占比逐年提升。2022 年 Q1-3，公司快递业务收入 150.7 亿元，同比+8.3%，占总营收比 66.0%。

3) 其他：基于客户需求和战略布局，截至 2022H1，公司供应链在全国拥有总面积 81.6 万平方米的 131 个仓库，为多家世界 500 强及国内外知名企业提供仓配一体化服务；跨境业务已开通大陆至日韩、欧美、东南亚、港澳台等 186 条航线。

图表 6：各业务类型占比



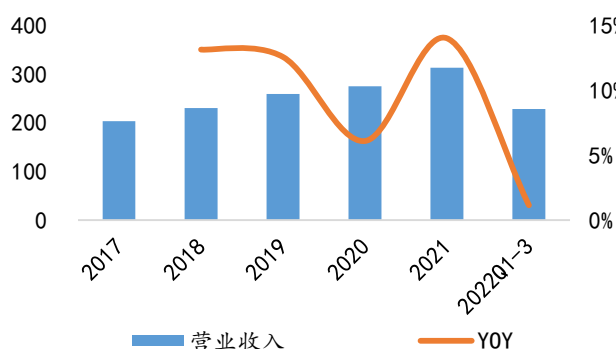
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.4 业绩改善明显，费用控制良好

盈利水平同环比大幅改善。22Q1-3 公司实现营业收入 228.2 亿元，同比+1.1%。在营业收入增幅收窄的情况下，22Q1-3 公司毛利和归母净利润水平持续改善。22Q3 公司实现毛利润 11.7 亿元，同比+48.5%，毛利率 14.6%，同比+4.3pp，创 Q3 新高，环比+4.1pp；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+1995.3%，归母净利率 3.2%，同比+3.0pp，环比+1.0pp。

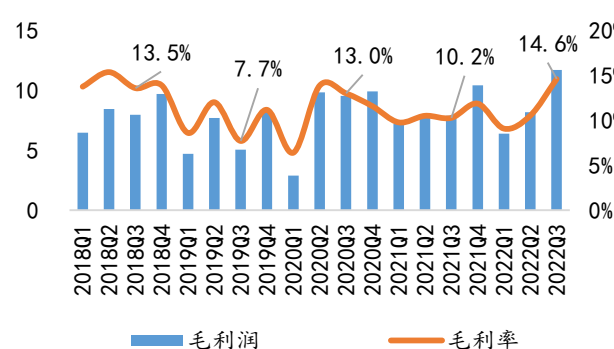
期间费用率控制良好。管理费用率上升系出售东航物流股权计提的奖金激励，剔除一次性激励影响，公司各项期间费用保持稳定。

图表 7：营业收入（亿元）、YOY



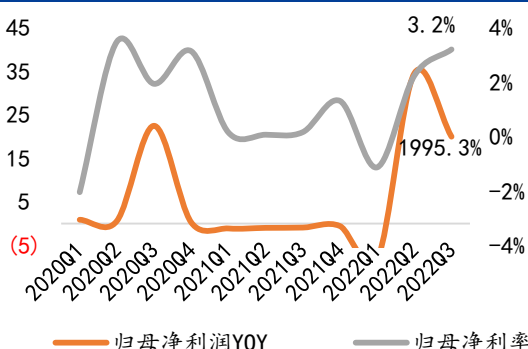
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 8：毛利润（亿元）、毛利率



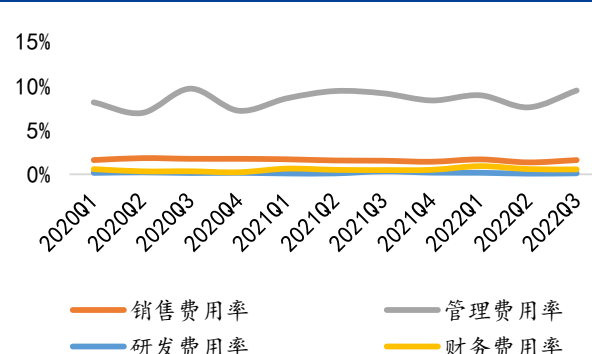
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：归母净利润 YOY、归母净利润率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：期间费用率



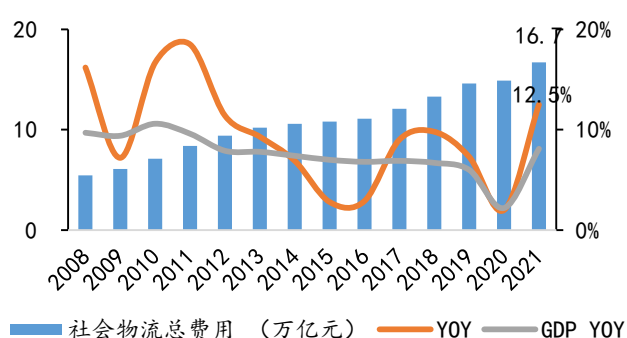
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 行业价格竞争趋于理性，直营网络优势更强

2.1 社会物流总费用存在优化空间，头部企业全网型零担优势更强

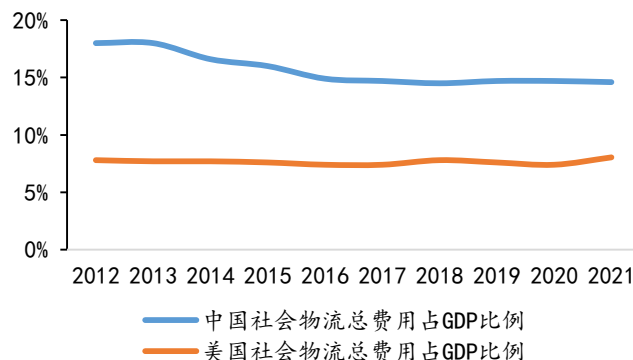
社会物流总费用率仍有下降空间。2016 年起中国超越美国成为全球最大的物流市场，社会物流总费用逐年增长，2021 年达 16.7 万亿元，同比+12.5%，超过 GDP 增速。2021 年中国社会物流总费用占 GDP 比例为 14.6%，而美国仅为 8.0%。2012 年至今物流效率已有所改善，但跟美国仍有较大差距，物流服务商有进一步改进空间。

图表 11：社会物流总费用（万亿元）、YOY



数据来源：国家发展和改革委员会，国家统计局，华福证券研究所

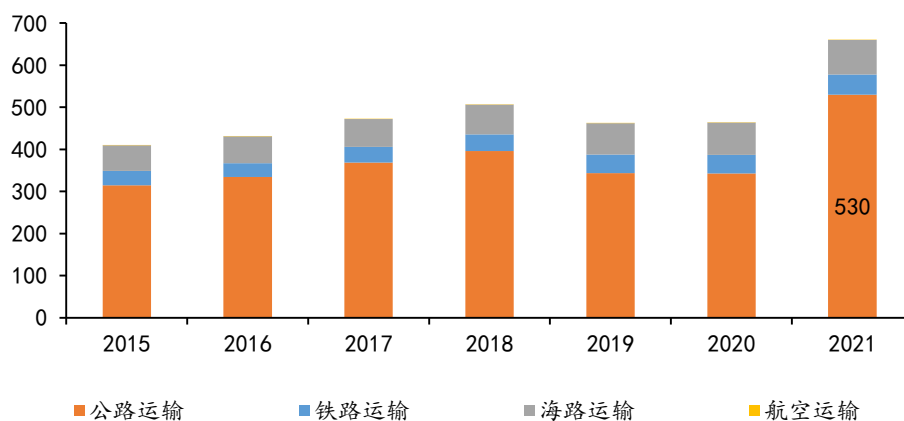
图表 12：中、美社会物流总费用占 GDP 比例



数据来源：Choice，Statista，华福证券研究所

公路运输是物流行业重要组成部分。2021 年共运输货量 660 亿吨，同比增速高达 42.4%，其中公路运输 530 亿吨，同比大幅增长 54.6%，占总货量提升至 80.3%。公路运输根据单票重量可以分为快递、零担和整车。

图表 13：各运输方式货运量（亿吨）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

零担快递化，大件快递成长空间大。快递终端主要为电商商户，市场高度集中。随着电商发展、企业信息技术及成本管控能力加强，商品流通环节减少，时效、品质等服务要求提升，零担快递化趋势明显。快递市场规模占总公路运输市场规模比由 2016 年的 6.3% 提升至 2020 年的 15.0%。除此之外，消费能力升级使得家电、家具、建材等价值高、体积大的商品渗透率提升，家电线上零售额由 2014 年的 11% 提升至 2021 年的 52.9%，带动了大件快递市场发展。

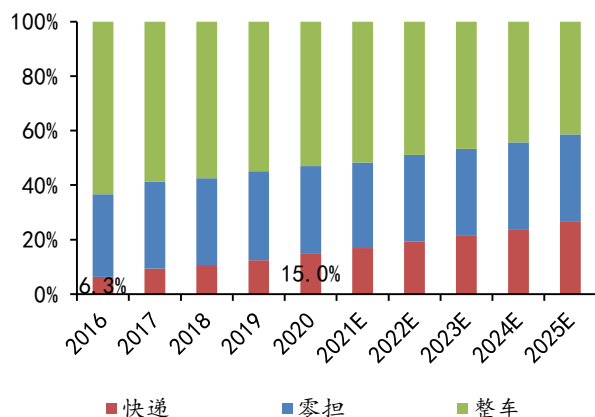
头部零担企业迎来机遇期。零担终端客户多元化，进入门槛低，市场高度分散。随着制造业转型升级，客户对服务、时效要求更高，头部零担快运企业具有全流程优势，2020 年零担快运网络在中国零担市场份额达 6.1%，statistia 数据显示，全网型零担网络未来将在中国零担市场中承担更多责任，预计 2030 年占比将提升至 34.6%，更多的零担需求将流入更为稳定，服务能力更强的全网型零担快运企业中。零担企业前 10 强占前 30 强收入比例由 2017 年的 69.3% 提升至 2021 年的 84.9%，马太效应愈加凸显。除此之外，疫情下传统制造业向 C2M 生产柔性化模式转型，订单碎片化将驱动零担市场扩容。

图表 14：公路运输细分板块市场规模占比

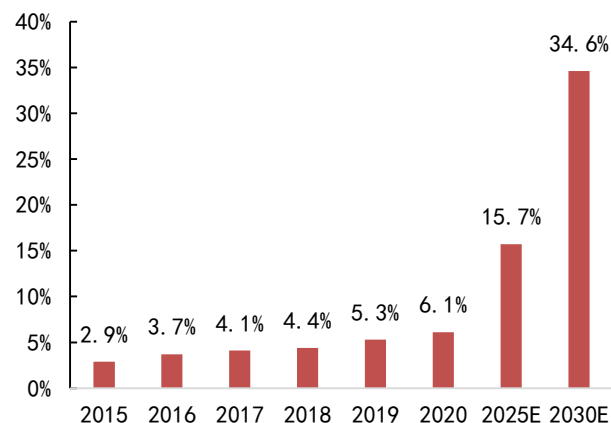
图表 15：全国零担快运网络在中国零担市场份额

2.2 快运行业竞争特征：需求同质化、供给规模效应弱于快递

快运行业需求同质化，产能投入竞赛下恶性价格竞争发生可能性高。据运联智库



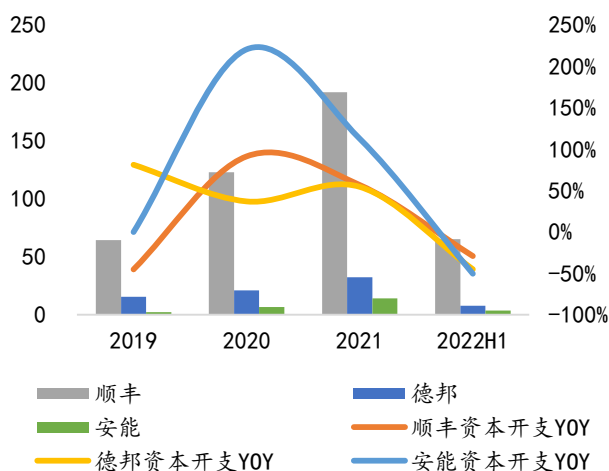
数据来源：国家发展和改革委员会，国家统计局，华福证券研究所



数据来源：Choice，Statista，华福证券研究所

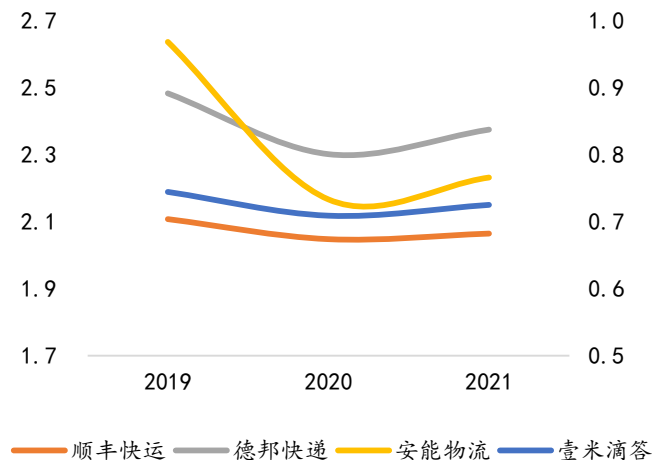
调查，近年来快运行业在颠覆性、组织和资源方面几乎没有创新，服务同质化严重，行业竞争愈加激烈。在需求同质、竞争激烈的背景下，快运企业积极通过增加资本开支提高产能，过剩产能投入导致行业竞争者倾向以降低价格的方式抢占市场份额，促进了恶价格战的爆发。2020年快运行业主要企业资本开支增速达到顶峰，且单公斤收入均出现明显下降；2021年资本开支增速回落，单公斤价格有所恢复。

图表 16：主要快运企业资本开支（亿元）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17：主要快运企业单公斤收入（元/千克）



数据来源：运联智库，华福证券研究所

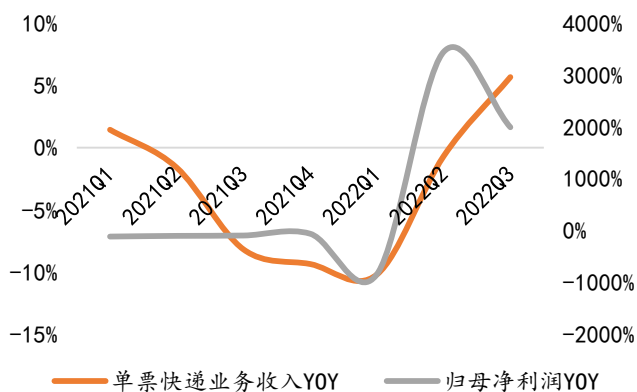
供给规模效应相对快递较弱，价格战带来的货量增长对公司成本的降低有限。与传统电商小件可以通过提高件量规模摊低成本不同，快运市场人工投入占比更大，规模效应相对较弱。由德邦和顺丰的数据可以看出，货量达到一定规模后，货量提升与盈利改善的关联性较低，而与单价改善关联性较高。

图表 18：德邦-归母净利 YOY、单票快递收入 YOY

图表 19：德邦-归母净利 YOY、快递业务量 YOY

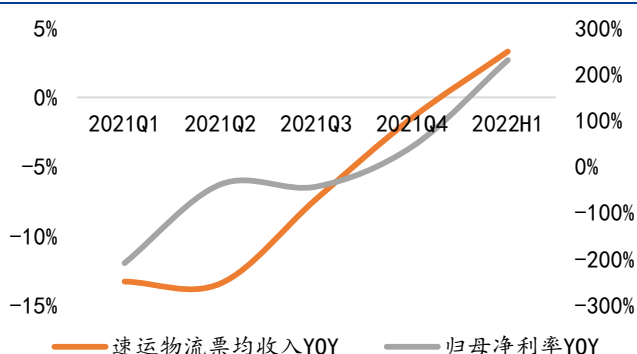
2.3 行业竞争格局改善，价格逐步恢复理性

快运行业同质化竞争特性导致行业易通过过度资本开支的方式建设产能，进而促

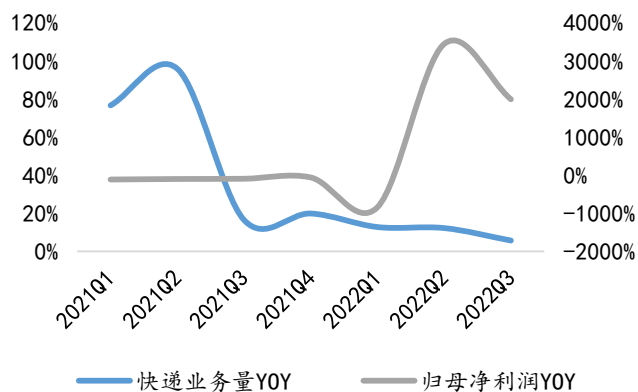


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 20：顺丰-归母净利 YOY、速运票均收入 YOY

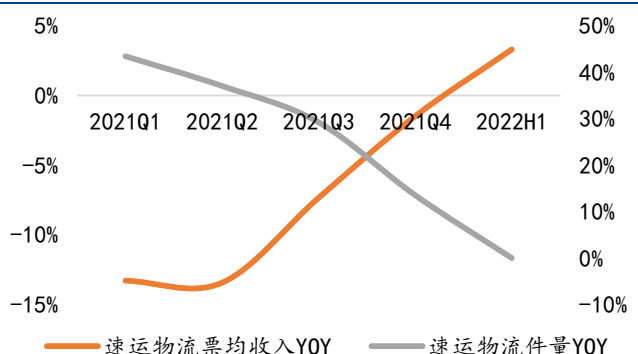


数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 21：顺丰-归母净利 YOY、速运物流件量 YOY

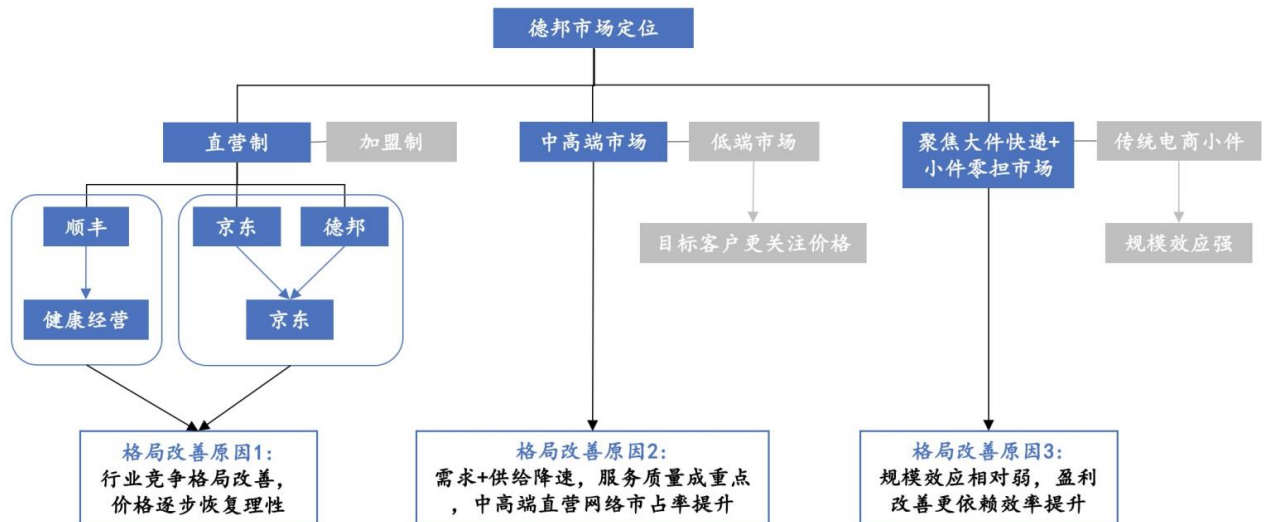


数据来源：公司公告，华福证券研究所

进恶性价格战的爆发，通过抢量以规模效应形式获得一定的成本优势，这一点同快递行业类似。但由于快运中转及运输环节涉及更多的人工投入，其规模效应弱于快递行业，量的增长带来的单吨成本下降边际递减较快递更缓，行业竞争也更需要比拼效率。

行业竞争恢复理性，快运价格逐步修复，中高端网络受益更多，头部企业利润修复更加明显。复盘快运+大件快递行业的历史，在上游需求较好的情况下，头部企业倾向于非理性价格竞争以价换量，末位竞争者以整合的方式出清，但行业弱规模效应以及上游需求端增速降档导致行业整体竞争策略转向：1) 头部快运企业停止非理性价格竞争，行业均价逐步修复；2) 需求和供给端双双降速，服务质量成重点，中高端直营网络受益明显；3) 弱规模效应下，效率提升成重点。随着龙头顺丰降本增效，直营制头部玩家整合，行业价格战渐熄。直营制企业目标的中高端客户群和大件快递市场特点决定了行业将从价格竞争转向质量竞争，强化内部管控以提升服务质量，追求利润、高质量收入增长成为行业共识。

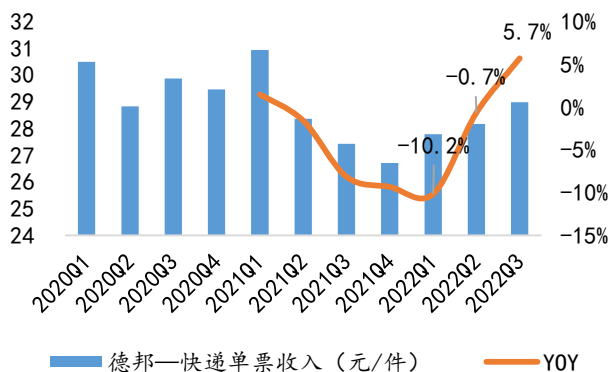
图表 22：竞争格局改善的原因



数据来源：公司公告，华福证券研究所

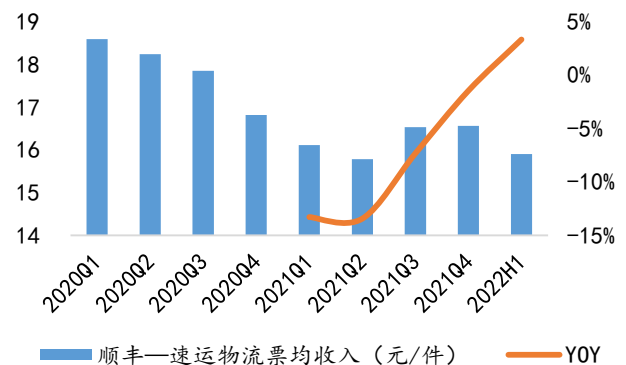
行业竞争格局改善。直营制头部企业有顺丰、京东和德邦等，加盟制头部有安能、壹米滴答等。1) 21H2 顺丰提出健康经营、降本增效，单票价格持续改善，引领行业价格战缓和。22H1 顺丰速运物流票均收入为 15.9 元，同比+3.3%，实现由负转正。2) 22 年京东收购德邦之后，直营制头部进一步整合，头部两家并立格局形成，行业价格战意愿降低。22 年公司单价水平改善明显，22Q3 实现快递单票收入同比+5.7%，五个季度以来首次实现由负转正；快运公斤单价同比+1.4%。

图表 23：德邦快递单票收入（元/件）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24：顺丰单票速运物流单票收入（元/件）、YOY

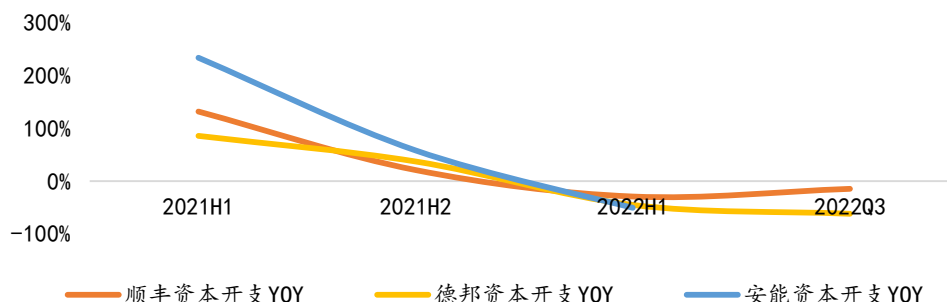


数据来源：公司公告，华福证券研究所

需求+供给双降速，高质量服务需求特性利于直营网络发展。需求端看，大件快递+快运行业受上游需求影响降速明显；从供给端看，行业整合频发配合龙头企业资本开支降速，2021 年 9 月极兔收购壹米滴答，2022 年 3 月京东物流收购德邦，行业以整合的方式促进供给端出清，同时行业主要竞争企业资本开支降速，供给端投入减少明显。在需求+供给双降速的情况下，行业竞争策略由恶性价格竞争转向服务质量

竞争，其中中高端直营快运网络具备更强的稳定性，由此中高端直营网络的市占率提升明显，同时在差异化竞争中，高端服务需求特性有利于提振快运和大件快递的单吨价格。

图表 25：主要头部企业资本开支降速明显（YOY）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

大件快递相对弱规模效应，在需求+供给双降速的背景下，成本降低、盈利提升更依赖经营效率的提升。从图 18-21 数据可以看出，公司盈利的改善与货量关联性较弱，而与单价改善趋势更一致。近年来随着行业发展，头部企业货运量增速较快，2021 年已有 3 家公司货运量超千万吨。价格战的继续对公司成本降低的作用较小，未来以低价换量的情况出现可能性较低，实现经营效率的提升将是头部快运企业的主要经营策略方向。

3 网络布局日趋完善，京东协同共同成长

3.1 完善网络布局，降本增效

近年来，公司坚持投入夯实物流底盘，持续扩充末端网点、快递员、分拨中心、运输网络等核心资源，通过末端网络变革、内部精细化管理等措施实现降本增效。

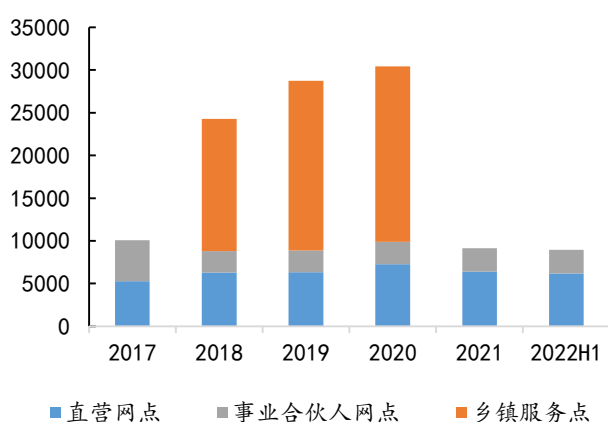
(1) 21Q2 开始重构前端网络，建设重货分部，优化、合并低效营业网点。公司营业网点持续减少，22H1 公司直营+事业合伙人网点共 8964 个，同比-9.9%；新增重货分部 300 多个，合并、优化低效门店 1,000 多个。截至 22Q3，公司末端网络变革已推行约 80%。22Q3 房租成本同比-1.0%，占收入比-0.3pp；人力成本同比-3.3%，占收入比-3.4pp。未来变革或会继续推进，我们认为成本还有节约空间。

(2) 21H2 开始调整前端人员结构，减少文职人员，投入重货快递员。截至 22H1 大件收派效率已升至 61.7 件/人/天，同比+8.8%，重货快递员效率同比亦有所提升。末端快递员效率和大件快递员收派效率还未达到饱和，未来还有提升空间。

(3) 分拣设备升级改造。截至 22H1，公司有分拨中心 145 个，总面积 229 万平方米，分拣产能同比提升 19.8%。截至 22Q3，公司先后对多个场地进行了分拣设备升级，自动化占比提高，中转分拣效率有所提升。

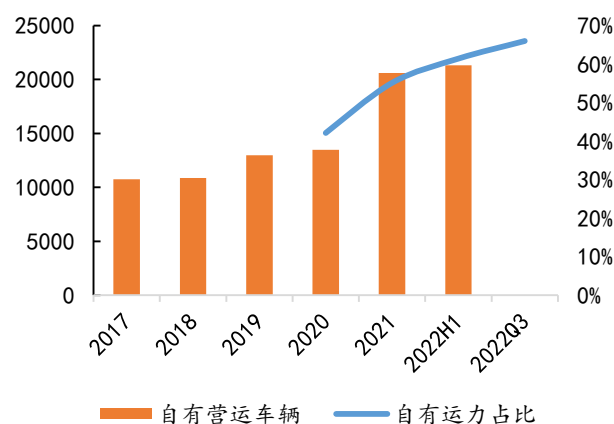
(4) 建设运输线路，提高自有运力。截至 22H1，公司有运输干线 2141 条，自用营运车辆 21329 辆，自有运力占比 61.43%。22Q3 公司运输成本同比+5.21%，公司通过提升自有运力和装载率等方式，较好对冲了运输成本上涨。22Q3 公司自有运力占比提升至 66.2%，装载率同比+7.6pp。

图表 26：公司各类型末端网点数量及占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：自有营运车辆（辆）、自有运力占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 科技赋能，提升服务质量

多年来，公司致力于以科技驱动业务持续优化，培养公司的核心竞争优势。截至 22H1，公司先后近 100 余家外部优秀企业开展了 160 多个战略合作项目，近 5 年科技投入均超过营业收入的 1.6%，针对收派、中转、运输、协同服务、智慧办公、信息安全、智慧服务等多个环节的痛点，公司开发系统以实现降本增效、提升服务质量。

图表 28：各环节科技赋能

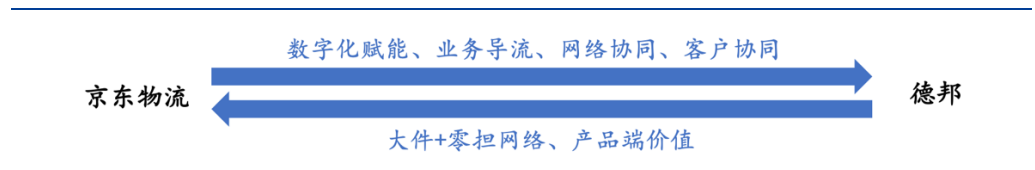
环节	科技赋能措施	作用
收派环节	“销管家”	人工智能助力营销
	一体机	AI 量方便快捷开单
	电子面单	高效下单绿色环保
	智能分区系统	快递员定人定区
	智慧收派系统	聚焦公司末端收派管理
中转环节	推进场站自动化	大小件融合分拣系统、分拣机器人、无人叉车
	转运作业融合系统	中转场运转系统
	防暴力分拣系统	科技手段降低破损
	智慧场站系统	资源配置、数据监控
运输环节	智能 GIS 系统	智慧地图技术，精准线路匹配
	智能路由系统	智能调节运输线路
	运输效能提升项目	管理驱动运输成本降低
协同服务	供应链业务系统	仓储可视化运营
	跨境业务系统	全流程系统支撑
	家装系统	下单到送装全流程支撑
	合伙人智能管理平台	合伙人管理移动化、线上化
智慧办公	SAP	企业财务、人事、采购等综合管理系统
	邦帮帮	快递员综合应用 APP
	智能一体化服务平台	企业内部各系统的智能服务平台
信息安全	信息安全漏洞管理系统	信息安全漏洞管理系统化
	信息安全运营平台	信息安全风险预警能力、处理能力
智慧服务	智能语音	智能语音查询、咨询、下单业务服务
	大客户发件系统	客户批量自助下单，打印面单
	运单查询系统	可视化查询客户运单

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 期待协同，共同成长

京东物流以仓配和供应链业务为核心，德邦以大件和零担物流为主。京东物流收购德邦，我们期待德邦为京东物流补齐自身大件和零担物流短板，扩充干线网络能力，同时获得产品端和上市公司平台价值。除此之外，京东物流或能够为德邦提供数字化赋能、业务导流、网络和客户协同等资源，从而实现“1+1>2”的效果。

图表 29：京东物流和德邦并购以后可能发展方向



数据来源：公司公告，华福证券研究所

京东物流与德邦股份未来或将在零售、仓配，运力、网络以及春节不休等方面共同发力。未来京东物流同德邦的主要看点有以下几个方向：

(1) 数字化赋能：提升各环节管理效率。京东物流长期深耕一体化供应链服务，在仓配、自动化科技、数字化升级、商流洞察方面有较强竞争优势，并购德邦之后，我们期待京东物流协助公司进行数字化改进，这将有机会提升公司各环节服务能力。22 年公司干线装载率属较高水平，但末端支线装载率仍提升空间，预期进入京东体系后运力上能产生协同。

(2) 业务协同：上下游联动。家电、家具等大件商品是京东传统强项，德邦专注大件快递领域，有很强的服务能力。

(3) 网络协同：充分利用集团运营资源。公司末端收派环节人员效率预期借用集团的运营资源能进一步提高人员效率。例如，借助达达的众包资源来解决公司淡旺季人员波峰波谷的问题；春节不休项目，即春节期间公司只保留末端销售，后端车队、转运场、末端门店等都使用京东的资源等。

(4) 客户协同：更加聚焦大件和零担市场。京东有仓储等配套产品，公司有更好的直营网络，公司相互合作扶持，实现业务的切分和重点聚焦，让公司更加专注于擅长的领域，在资源投入和管理上带来更高的资源利用效率。

我们看好公司进入京东体系后，将自身优势与京东物流优势结合，实现在业务、网络、客户等方面的彼此协同，进一步筑高公司的核心竞争优势壁垒。

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

假设 1：在行业竞争格局改善和需求恢复的大环境下，我们预估快递业务单票收入同比将持续提升，快递件量逐步增长，规模效应下单票成本持续改善。经测算，我们预计 2022-2024 年大件快递业务单票收入增速分别为：-0.5%、1%、0.5%（暗含票均重量下降假设，单公斤收入维持上升趋势）；单票快递业务成本：-2%、-1%、-0.5%；大件快递业务量增速分别为：11%、12%、10%；

假设 2：我们预估快运业务也将受益于行业竞争格局改善和需求恢复，经测算，我们预计 2022-2024 年快运业务单公斤收入增速分别为：5%、3%、1%；单公斤快运业务成本：2%、1.5%、0%；快运货量同比：-13%、2%、7%；

假设 3：我们预计 2022-2024 年销售费用率：1.7%；2022-2024 年管理费用率：

8.6%、8.1%、8.1%。

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：

图表 30：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	19.4%	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	14.0%	4%	10%	10%
	毛利率	10.6%	12.2%	13.8%	14.6%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们选取快递快运业中的 3 家主流公司，2023 年 3 家公司平均 PE 为 20.6 倍。我们认为德邦股份将受益于行业竞争格局改善带来的利润修复，叠加需求不确定性逐步消弭带来的量的增长，龙头快运企业在未来盈利能力稳定性将更加可观，相对于快递行业，我们认为 2023 年快运行业将具备更强的竞争稳定性，我们给予公司 2023 年 20.1 倍 PE，对应市值 257 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值（2023 年 1 月 2 日）

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	57.76	0.9	1.4	1.9	2.4	79.2	42.7	30.9	23.9
002120.SZ	韵达股份	14.38	0.5	0.5	1.0	1.3	25.9	27.5	13.7	10.4
600233.SH	圆通速递	20.09	0.6	1.1	1.3	1.5	35.9	20.8	17.2	14.9
平均值							47.0	30.3	20.6	16.4
603056.SH	德邦股份	20.83	0.1	0.6	1.2	1.6	149.7	33.4	16.8	12.7

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：韵达、圆通使用华福证券预测值，顺丰为 wind 一致预期

5 风险提示

1) 宏观环境波动风险。物流行业与宏观经济增长速度呈现较强的正关系。宏观

经济形势或下游行业景气度变动对物流行业影响较大。

2) 上游生产要素价格波动风险。运输成本占公司总成本约 30%，燃油成本是运输成本的重要组成部分，价格波动剧烈会对公司成本产生影响。

3) 行业竞争格局恶化风险。快运行业竞争特性决定行业主要竞争者可能采取非理性价格竞争策略，若行业主要竞争者调整竞争策略将影响公司收入从而影响利润。

4) 公司整合风险。整合过程中公司或将面对经营管理及策略方面的转变，这或将提高公司运营成本，从而影响公司盈利。

图表 32：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,162	2,097	1,819	1,992	营业收入	31,359	32,506	35,869	39,306
应收票据及账款	2,200	1,989	1,908	1,973	营业成本	28,028	28,532	30,929	33,556
预付账款	234	238	258	280	税金及附加	104	99	110	121
存货	22	22	24	26	销售费用	488	537	592	650
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,779	2,796	2,903	3,184
其他流动资产	1,800	1,862	2,046	2,234	研发费用	60	61	68	74
流动资产合计	5,416	6,208	6,054	6,504	财务费用	169	157	171	147
长期股权投资	194	194	194	194	信用减值损失	-21	-41	-41	-34
固定资产	4,661	4,856	5,471	5,870	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	197	202	267	334	公允价值变动收益	0	-3	-4	-3
无形资产	473	599	764	952	投资收益	34	58	51	48
商誉	0	0	0	0	其他收益	403	403	403	403
其他非流动资产	4,730	4,822	4,903	4,953	营业利润	173	770	1,532	2,014
非流动资产合计	10,255	10,673	11,599	12,302	营业外收入	73	72	72	73
资产合计	15,671	16,881	17,653	18,806	营业外支出	75	75	75	75
短期借款	2,443	4,284	3,437	2,609	利润总额	171	767	1,529	2,012
应付票据及账款	2,807	2,510	2,920	3,218	所得税	29	129	258	340
预收款项	5	49	44	29	净利润	142	638	1,271	1,672
合同负债	79	42	58	79	少数股东损益	0	-2	-4	-6
其他应付款	316	316	316	316	归属母公司净利润	142	640	1,276	1,678
其他流动负债	2,145	2,150	2,179	2,255	EPS (摊薄)	0.14	0.62	1.24	1.63
流动负债合计	7,796	9,351	8,954	8,506	主要财务比率				
长期借款	1	1	2	3		2021A	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,679	1,679	1,679	1,679	营业收入增长率	14.0%	3.7%	10.3%	9.6%
非流动负债合计	1,680	1,680	1,681	1,682	EBIT 增长率	-59.1%	171.4%	83.9%	27.0%
负债合计	9,475	11,032	10,635	10,187	归母净利润增长率	-74.7%	348.2%	99.3%	31.5%
归属母公司所有者权益	6,198	5,853	7,027	8,633	获利能力				
少数股东权益	-2	-4	-8	-14	毛利率	10.6%	12.2%	13.8%	14.6%
所有者权益合计	6,196	5,850	7,019	8,619	净利率	0.5%	2.0%	3.5%	4.3%
负债和股东权益	15,671	16,881	17,653	18,806	ROE	2.3%	10.9%	18.2%	19.5%
现金流量表					ROIC	5.0%	11.2%	19.7%	23.0%
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	2,402	895	3,084	3,429	资产负债率	60.5%	65.3%	60.2%	54.2%
现金收益	1,546	2,077	2,805	3,370	流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
存货影响	-2	0	-2	-2	速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
经营性应收影响	-98	207	61	-87	营运能力				
经营性应付影响	350	-253	405	283	总资产周转率	2.0	1.9	2.0	2.1
其他影响	606	-1,136	-185	-135	应收账款周转天数	24	23	20	18
投资活动现金流	-2,788	-1,645	-2,242	-2,209	存货周转天数	0	0	0	0
资本支出	-3,056	-1,608	-2,208	-2,204	每股指标 (元)				
股权投资	-11	0	0	0	每股收益	0.14	0.62	1.24	1.63
其他长期资产变化	279	-37	-34	-5	每股经营现金流	2.34	0.87	3.00	3.34
融资活动现金流	156	1,685	-1,120	-1,047	每股净资产	6.03	5.70	6.84	8.41
借款增加	2,486	1,842	-847	-828	估值比率				
股利及利息支付	-278	-237	-226	-203	P/E	150	33	17	13
股东融资	605	0	0	0	P/B	3.5	3.7	3.0	2.5
其他影响	-2,657	80	-47	-16					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn