

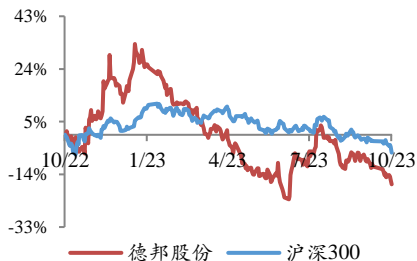
高端快运格局改善，携手京东静待提质降本

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-10-19

收盘价（元）	14.58
近 12 个月最高/最低（元）	23.10/13.35
总股本（百万股）	1,027
流通股本（百万股）	960
流通股比例（%）	93.48
总市值（亿元）	150
流通市值（亿元）	140

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

电话：

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 费用管控效果明显，利润端实现大幅改善。

2022 年及 2023H，公司归母净利润分别录得 6.5 亿元、2.4 亿元，实现同比增长 339%、197%。我们认为利润的释放主要源自费用端的改善，尤其是管理费用管控明显。自 21 年之后，公司通过人员的优胜劣汰、组织的精简化，22 年管理费用较 21 年下降约 8.4 亿元，公司的管理费用率由 21 年的 8.9% 降至 23H 的 4.9%，目前处于合理水平，预计未来企稳。

● 高端快运格局优化，价格战趋于稳定，行业由价格竞争转向价值竞争。

在京东陆续收购跨越速运和德邦后，高端快运领域进入“顺丰系”和“京东系”的双寡头竞争格局，目前正处于上轮整合后的利润修复期（顺丰的快运业务 22 年实现扭亏为盈），预计利润优化将会是行业玩家的首要目标，短期内不会掀起激烈的价格战。在快递业务中，德邦主要针对大件快递业务，价格带与通达系等传统电商快递企业有天然差异，受快递行业价格战影响弱。

● 零担行业集中度分散，全网快运具备向下（区域网络+专线）整合机会。

我国零担行业集中度低（CR10 为 5.7%，美国为 74%），竞争格局较为分散，全网型快运具备向区域型快运及专线物流整合的潜力，原因有两个：1）制造业经济下沉，区域网络及专线物流的单分拨模式受到挑战，全网型快运模式是未来趋势；2）传统制造业逐渐向柔性生产模式（C2M）演变，SKU 多样化、生产小批量化、制造周期缩短、高频次运货等特点决定了全网型模式更适合碎片化、多批次订单的配送需求，看好未来全网快运发展空间。

● 携手京东物流，网络融合后有望提质降本。

目前京东物流合计共持有德邦 71.93% 的股权，今年 6 月德邦更是接手了京东物流 83 个转运中心的部分资产，双方协同路径更为清晰。我们认为除了京东平台可以为德邦进行商流导流外，德邦和京东物流网络融合后的看点有两个：1）接手京东物流转运中心资产后，京东物流会带来业务增量，德邦收入端会出现增长；2）德邦可以将多个转运中心整合为单个大型转运中心，减少分拨次数，拉直线路，从而在缩短时效的同时降低成本，提质降本效果可期。

● 投资建议

预计公司 23-25 年总营业收入为 345.7/373.9/403.4 亿元，实现同比 +10.1%/+8.1%/+7.9%；实现归母净利润为 9.06/11.56/14.14 亿元，对应 PE 16.53 倍、12.95 倍、10.59 倍。最终给予 24 年 15.2 倍 PE，对应 175 亿元市值，当前市值为 150 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

经济恢复不及预期；快运市场竞争加剧；快运零担行业增速放缓等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	31392	34574	37389	40341
收入同比 (%)	0.1%	10.1%	8.1%	7.9%
归属母公司净利润	649	906	1156	1414
净利润同比 (%)	339.1%	39.6%	27.7%	22.3%
毛利率 (%)	10.2%	9.4%	10.0%	10.5%
ROE (%)	9.4%	11.6%	12.9%	13.6%
每股收益 (元)	0.64	0.88	1.13	1.38
P/E	32.55	16.53	12.95	10.59
P/B	3.09	1.91	1.67	1.44
EV/EBITDA	6.30	7.07	6.05	4.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 快递、快运双轮驱动，费用优化利润向好	6
1.1 内部费用管控效果明显，利润端实现大幅改善	6
1.2 业务重心改变，大件快递、快运业务双增长引擎	7
2 行业方兴未艾，高端快运格局趋于稳定	8
2.1 上轮整合后高端快运格局稳定，短期内不会引起激烈价格战	8
2.2 快运行业竞争分散，具备整合机会	10
2.3 大件商品电商化明显，长期看快运行业具备高增长潜力	13
3 德邦的核心竞争力	14
3.1 直营模式全链路管控，品牌力深入人心	14
3.2 投资能力强化，成本有望进一步释放	15
3.3 携手京东，网络融合后有望提质降本	18
4 估值与盈利预测	20
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 收入个位数增长, 毛利率平稳	6
图表 2 22 年及 23H 利润端出现大幅拉升	6
图表 3 管理费用是公司主要费支出, 22 年约 19 亿元	6
图表 4 管理费用率 22 年及 23H 出现明显下降	6
图表 5 在收入端(亿元), 快递业务反超快运占据主导地位	7
图表 6 23H 快运收入实现双位数增长, 快递收入增速低靡	7
图表 7 毛利端, 22 年快递业务毛利达 20.6 亿元	7
图表 8 快运业务毛利率略高于快递业务, 近两年基本企稳	7
图表 9 德邦股份产品框架	8
图表 10 2022 年我国零担企业收入排名	9
图表 11 2021 年我国零担企业单价对比	9
图表 12 17 年以来快运行业重要节点	9
图表 13 2022 年顺丰控股快运业务净利润由亏转盈	10
图表 14 德邦快递业务单票价格远高于通达系	10
图表 15 德邦快递单价受传统快递价格战影响小	10
图表 16 美国零担行业发展历程	11
图表 17 零担物流企业种类划分	11
图表 18 公路货运行业分类	12
图表 19 山东省工业企业集中度 (按利润总额口径)	12
图表 20 河南省制造业百强分布	12
图表 21 柔性生产模式示意图	13
图表 22 我国大家居行业家居建材及家电品类网购率	14
图表 23 我国家电品类网购率已超过 50%	14
图表 24 我国公路货运细分市场规规模 (十亿元)	14
图表 25 快运网络在零担市场的市场份额占比	14
图表 26 菜鸟指数评分标准	15
图表 27 德邦快递业务和零担业务破损率同比增速	15
图表 28 23H 德邦菜鸟指数综合排名位列第一	15
图表 29 固定资产原值增加值 (亿元)	16
图表 30 固定资产期末账面价值 (亿元)	16
图表 31 无形资产中土地使用权资产	16
图表 32 使用权资产中房屋建筑物资产	16
图表 33 固定资产中运输工具原值增加值	17
图表 34 公司车辆自有率不断提高	17
图表 35 快递业务单票成本自 20 年启一直处于下行状态	17
图表 36 快递业务单票数据同比情况	17
图表 37 资本开支 22 年及 23H 出现大幅下降	18
图表 38 固定资产原值增加值 22/23H 大幅下跌	18
图表 39 京东物流固定资产少, 轻资产运营 (亿元)	18

图表 40 京东共持有德邦 71.93%股权.....	18
图表 41 德邦股份与京东的关联交易.....	18
图表 42 21H 京东家电零售全渠道第一.....	19
图表 43 大型家电在京东家电销售额占比中占主导地位.....	19
图表 44 德邦股份购买京东物流部分资产明细.....	20
图表 45 核心假设.....	20
图表 46 可比公司估值表.....	21

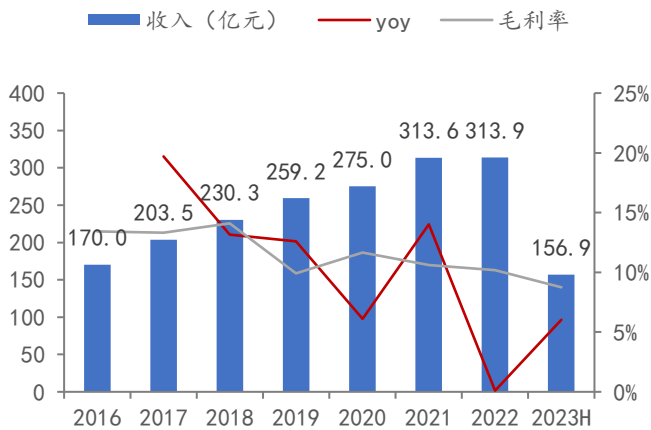
1 快递、快运双轮驱动，费用优化利润向好

1.1 内部费用管控效果明显，利润端实现大幅改善

近两年来公司在利润端实现了快速增长，其中根本原因为公司在费用端的有效管控，尤其是管理费用的大幅下降使利润端得以有效释放。2022 年及 2023H，公司归母净利润分别录得 6.5 亿元、2.4 亿元，实现同比增长 339%、197%。究其原因，我们认为公司利润的改善与收入端和主营业务成本端的相关性并不明显(22 年及 23H 公司收入同比为+0.1%/+0.6%，毛利率同比分别为-0.4pct/-1.1pct)，内部费用的有效管控才是其根本原因。

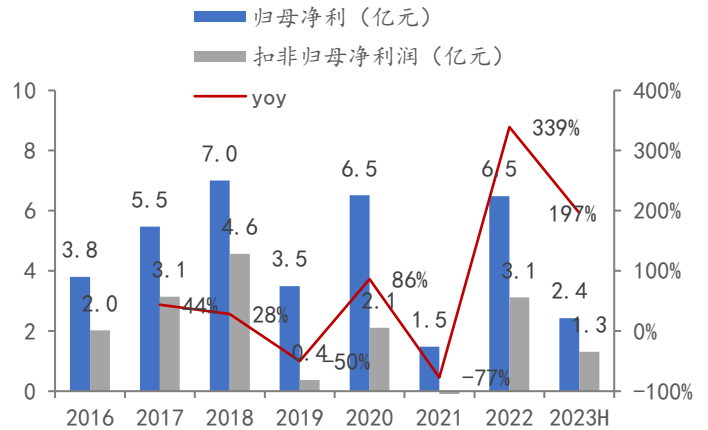
19-21 年，公司管理费用增加了约 10 亿元，这是因为当时公司为了搭建人才梯队大量吸引人才导致的管理费用的大幅上升。而自 21 年之后，公司通过人员的优胜劣汰、组织的精简化，22 年管理费用较 21 年下降约 8.4 亿元，公司的管理费用率由 21 年的 8.9% 降至 23H 的 4.9%，目前处于合理水平，预计未来管理费率还会有小幅改善空间，但整体企稳。

图表 1 收入个位数增长，毛利率平稳



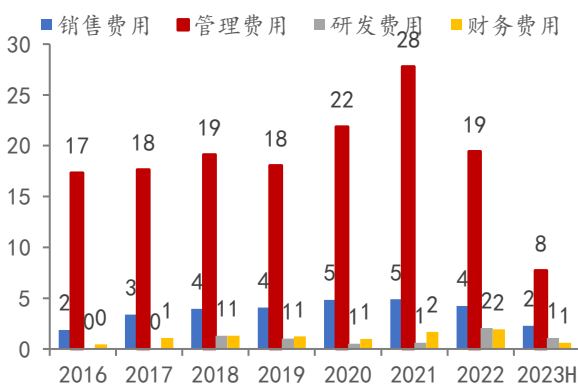
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 22 年及 23H 利润端出现大幅拉升



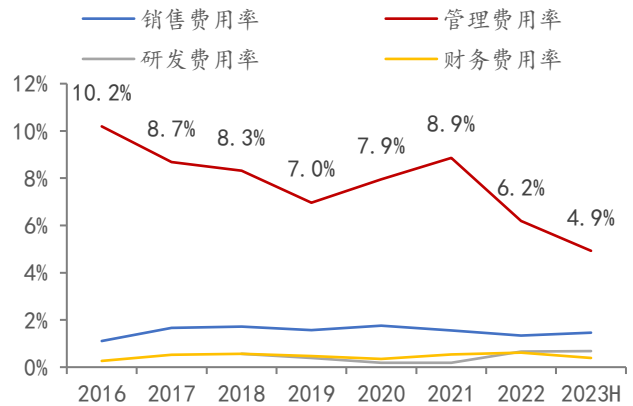
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 管理费用是公司主要费支出，22 年约 19 亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 管理费用率 22 年及 23H 出现明显下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 业务重心改变，大件快递、快运业务双增长引擎

自公司成立以来，公司实现了由快运龙头向大件快递领军者的角色转变，收入端，大件快递业务反超快运业务成为公司的基本盘，形成了目前快递、快运双轮驱动的业务布局。

公司的发展历程大致可以分为三分阶段：

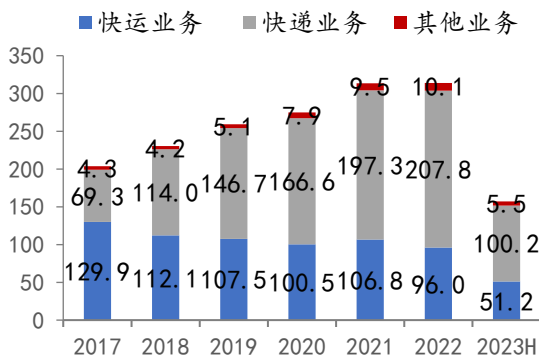
阶段 1（快运业务布局）：公司成立于 1996 年，在珠三角开展公路货运业务；2004 年，公司在快运行业率先推出“卡车航班”迅速占领快运业务的中高端市场；

阶段 2（快运业务成长为行业龙头）：2010 年，公司凭借 26 亿元的年收入成为国内快运行业的龙头企业；2011 年，西藏拉萨营业部开业，至此德邦在国内地区完成了全面布点；

阶段 3（发力大件快递业务，完成业务重心转变）：2013 年，公司凭借其快运网络开始涉足快递领域，主要针对大件快递；2018 年，公司业务重心逐渐由快运业务向快递业务进行转变，收入端快递业务收入首次反超快运业务，实现公司业务的重心转变。

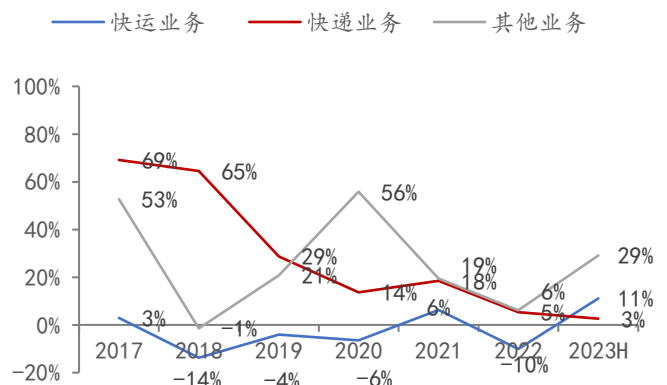
收入端，18 年快递业务收入反超快运业务，目前快递业务在收入端占据主导地位，是快运业务的 2 倍左右。23 年上半年，公司快运、快递业务分别录得 51.2 亿元 (yoy+11%)、100.2 亿元 (yoy+3%)，受单票价格下行影响，快递业务收入增幅有所收窄。在利润端，快递业务贡献了利润端的主要部分，快运、快递业务毛利率近两年趋于稳定。

图表 5 在收入端(亿元),快递业务反超快运占据主导地位



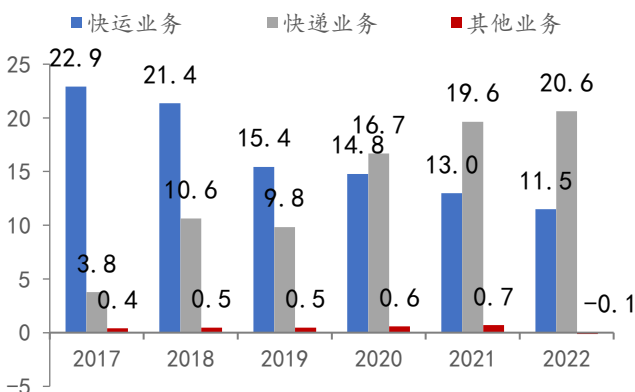
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 23H 快运收入实现双位数增长，快递收入增速低靡

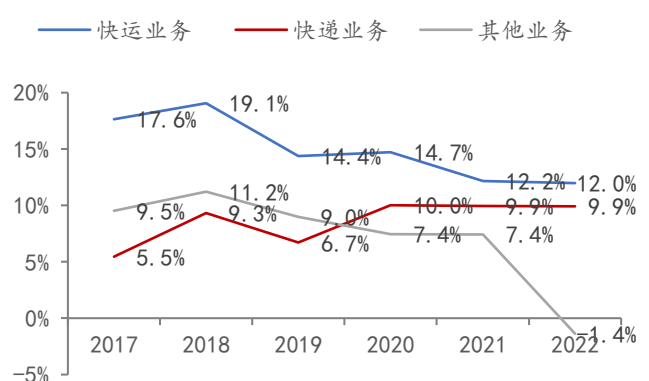


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 毛利端,22 年快递业务毛利达 20.6 亿元



图表 8 快运业务毛利率略高于快递业务，近两年基本企稳



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 德邦股份产品框架

业务类型	细分领域	产品名称	产品简介
快运业务 (主打 60KG+)	零担 (60-500KG)	精准卡航	汽运快时效产品，全网覆盖、全程可视安全送达，8 大增值服务满足各类客户需求
		精准汽运	普通时效产品，性价比更高，全网覆盖，8 大增值服务满足各类客户需求
		精准空运	时效最快的零担产品，干线通过航空运输满足长距离线路客户的快时效需求
		重包入户	主打票重 60kg-200kg 大件货物寄递，包接包送，末端提供优质的入户服务
	整车 (500KG+)	整车运输	专为直发客户设计，单票货物 500kg 及以上，门到门的整车标准化产品
快递业务 (主打 3KG-60KG)	大件快递 (3-60KG)	3.60 大件快递	首续重报价，一次下单，不限重量/数量，上至 60KG 免费上楼
	小件快递 (0-3KG)	标快	无时效保障
		特快	有时效保障
其他业务	仓储与供应链	仓储与供应链	聚焦家具、家电、快消等行业，为客户提供一站式仓储配送等综合服务
	跨境业务	国际快件	门到门，时效稳定，安全可靠，已开通大陆美国、加拿大、欧洲全境、港澳台、日韩、东南亚等 186 条精品线路，其他线路陆续开通中
		FBA 进仓	为跨境电商提供空运快递（快时效）、空运专线（经济时效）、海运（慢时效）三种运输方式
		国际联运	为客户提供全球范围内的国际空派和海派，港到港或门到门的多式联运服务
		电商小包	为跨境电商出口卖家提供邮政小包（全球覆盖）和热门线路的国际专线（邮政价格，快递时效）

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业方兴未艾，高端快运格局趋于稳定

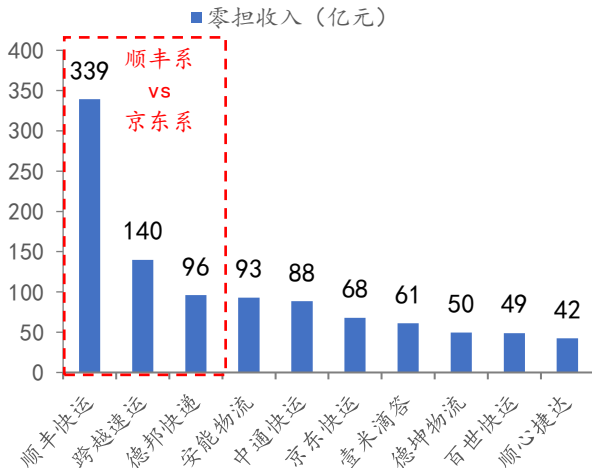
在这部分，我们着重讨论 3 个问题：1) 行业价格战趋势如何？换言之德邦的快运、大件快递业务是否会受到价格战影响？2) 在存量市场中，快运行业内是否存在整合机会？3) 如何看待行业发展趋势，空间如何？

2.1 上轮整合后高端快运格局稳定，短期内不会引起激烈价格战

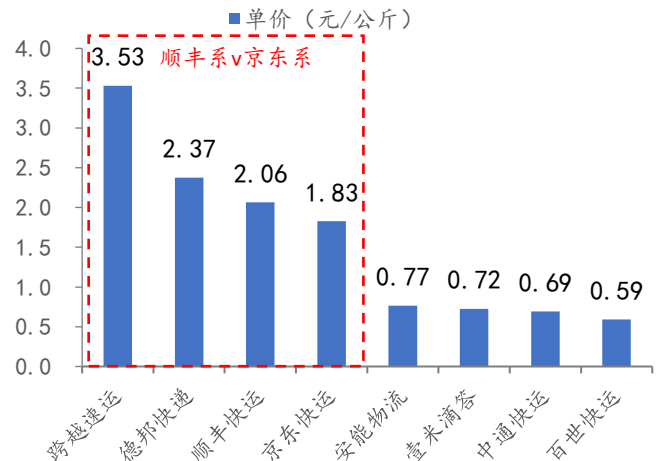
①自京东陆续收购跨越速运和德邦股份后，我国高端快运行业进入“双寡头”时代（顺丰系：顺丰快运+顺心捷达，京东系：京东快运+德邦快递+跨越速运），高端快运格局有所改善，价格趋于稳定。2021 年我国零担行业单公斤价超过 1 元的企

业有跨越速运、德邦快递、顺丰快运和京东快运，皆为直营高端快运企业。在这其中，跨越速运和德邦快递分别于2020年、2022年被京东收购，我国直营高端快运行业也由过去的“三足鼎立”（顺丰快运、跨越速运和德邦快递）变为“顺丰系”和“京东系”的双寡头竞争，格局进一步改善。

图表 10 2022 年我国零担企业收入排名



图表 11 2021 年我国零担企业单价对比



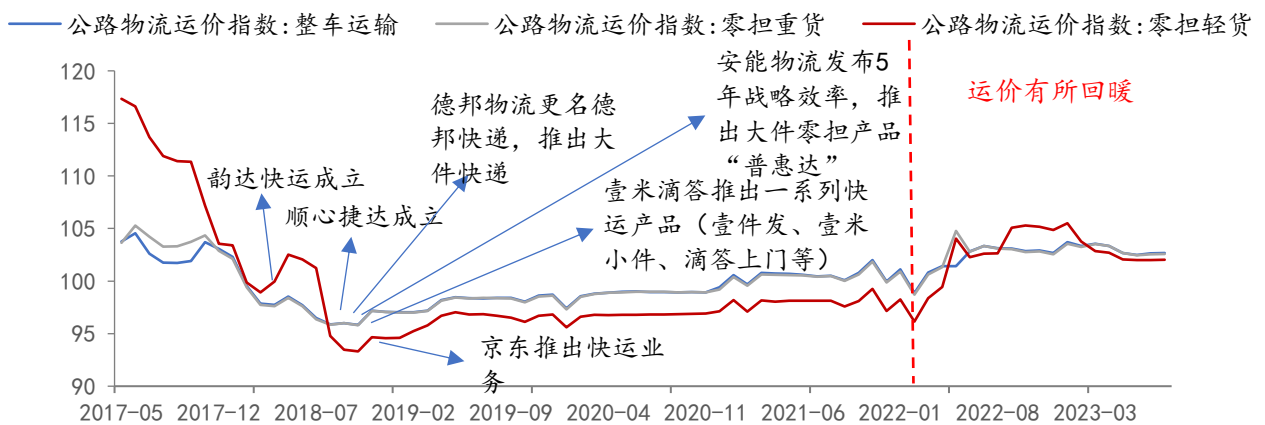
资料来源：运联智库，华安证券研究所

资料来源：运联智库，华安证券研究所

注：收入口径仅包含零担业务

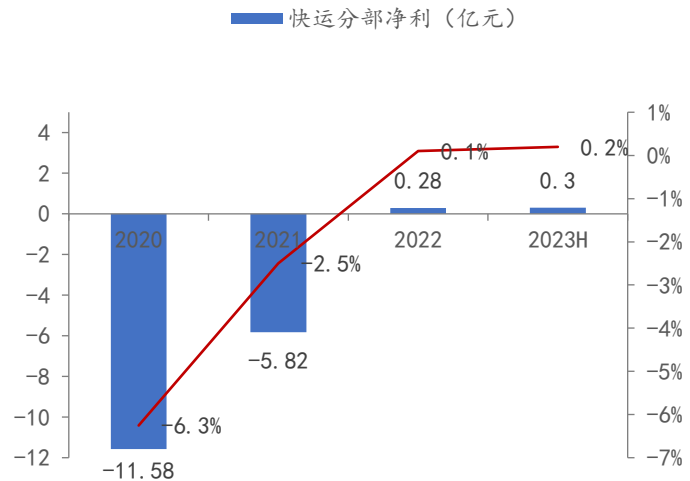
②价格端，激烈的价格战阶段已经过去，利润改善是玩家首要目标。2017年开始零担运价出现大幅下滑，由于行业内不断有新玩家加入，尤其以快递企业跨界入局现象频出，导致行业价格竞争白热化。在这种跑马圈地追求极速扩张的阶段，行业白热化的价格竞争导致了行业的持续亏损，但随着近两三年中疫情影响和经济增速换挡，不计成本的价格战逐渐开始偃旗息鼓，头部玩家也率先开始注重利润底线，行业进入了整合期，遂也出现了并购整合等标志性事件的出现。我们认为，高端快运领域短期内正处于上轮整合后的利润修复期，顺丰的快运业务22年实现由亏转盈，利润改善预计将会是顺丰的首要目标，激烈的价格战短期内大概率不会再重现。

图表 12 17 年以来快运行业重要节点



资料来源：公司公告，罗戈网，华安证券研究所

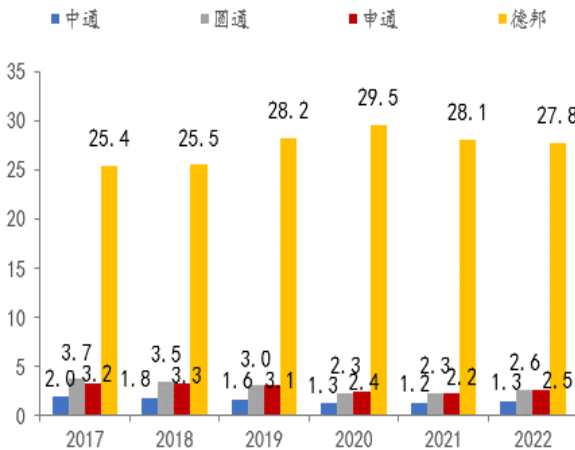
图表 13 2022 年顺丰控股快运业务净利润由亏转盈



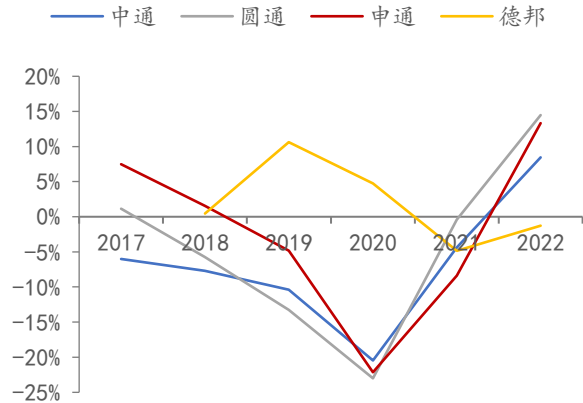
资料来源：公司公告，华安证券研究所

③对于德邦的快递业务来说，由于主要针对大件快递，其与传统电商快递有本质区别，德邦的单票价格与通达系不处于同一价格带，受快递行业价格战影响很小。通达系的单票价格基本在 2 元左右，而德邦的快递业务单票价格可达到 20-30 元区间范围，其次，在 20-21 年电商快递行业发生激烈价格战时，德邦的单票价格变动幅度并不明显。

图表 14 德邦快递业务单票价格远高于通达系



图表 15 德邦快递单价受传统快递价格战影响小



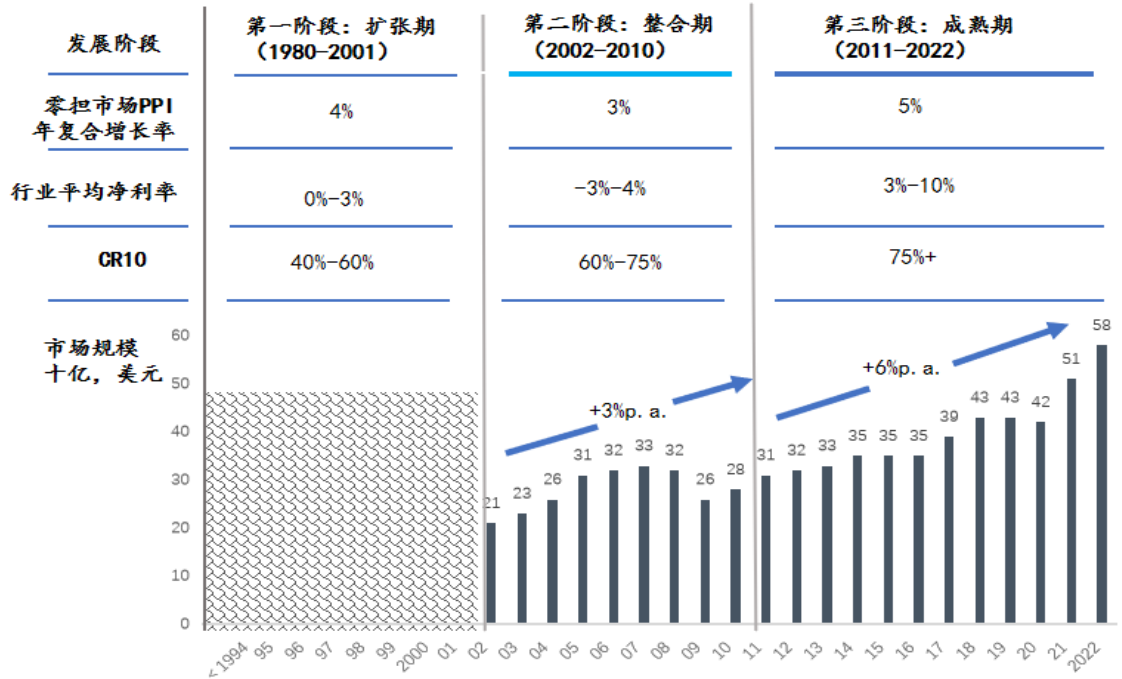
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 快运行业竞争分散，具备整合机会

参考美国零担行业发展历程，我国目前正处于向整合期过度的阶段，行业格局较为分散，头部全网企业存在向下（区域网络、专线）整合的潜力。虽然我国与美国的零担市场规模存在显著差异(2020 年美国零担收入 433 亿元，仅为中国的 19%)，但美国零担行业起步早、发展快，对于国内零担行业未来发展路径具备一定的借鉴意义。

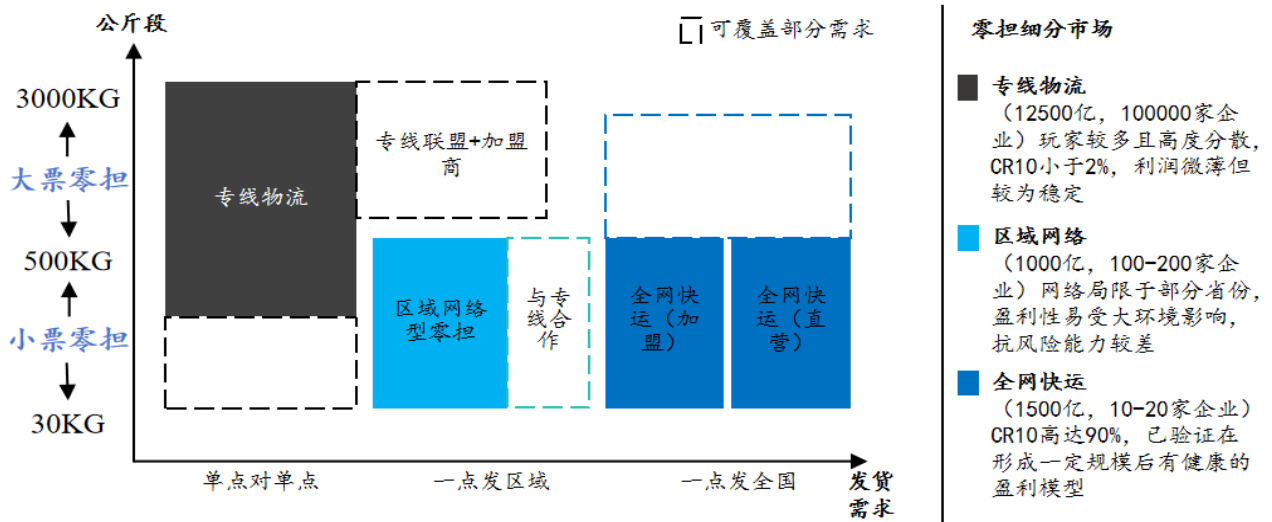
图表 16 美国零担行业发展历程



资料来源：US Census Annual Survey, Mckinsey, 华安证券研究所

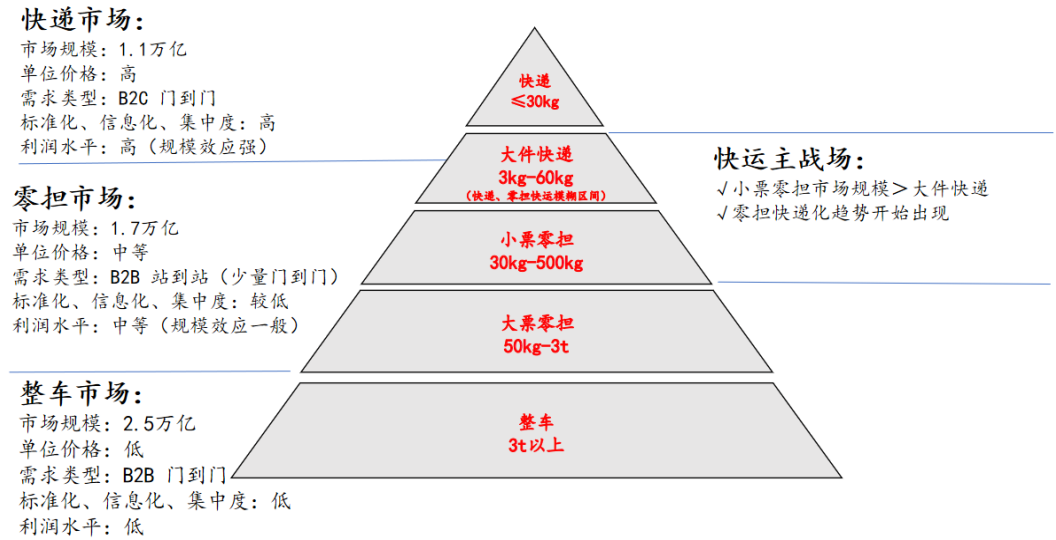
我国零担行业与美国相比行业集中度极低，侧面反映全网头部企业具备较为广阔的整合空间，尤其是向区域网、专线物流渗透的机会较大。当前我国全网快运的细分市场已显现出整合出清的迹象，根据麦肯锡调查，我国全网快运行业 CR5 超过 60%，CR10 达 90%，但整体零担市场集中度相较美国仍处于低水平。据统计，2020 年美国零担行业 CR10 高达 74%，而我国仅为 5.7%，这说明除全网快运板块以外的区域网络和专线物流处于极为分散的竞争格局，我们判断全网快运龙头企业在整合期阶段有机会挤压部分区域网络和专线物流市场，其主要原因有两个：

图表 17 零担物流企业种类划分



资料来源: Mckinsey, 华安证券研究所绘制

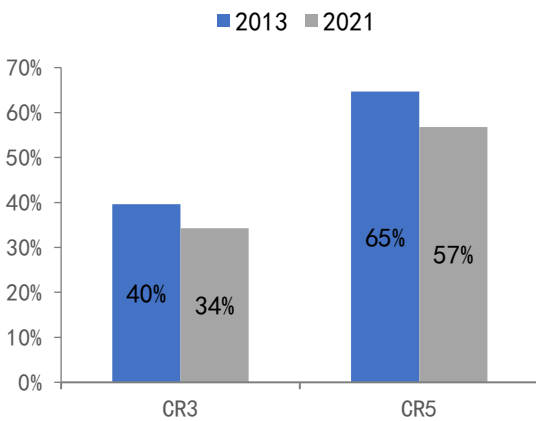
图表 18 公路货运行业分类



资料来源: 国家邮政局, 安能物流招股说明书, 华安证券研究所绘制

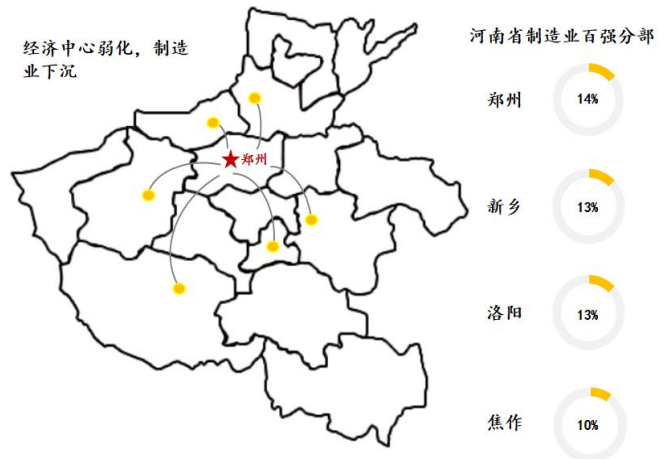
①制造业经济下沉, 区域网络及专线物流的单分拨模式受到挑战, 全网型快运模式是未来趋势。现如今随着省会城市等区域内核心经济中心的能量被弱化, 制造业开始向区域内其他城市下沉, 货源出现分散化, 区域零担单分拨的网络模式开始受到挑战, 从而不得不搭建多分拨运营模式, 这也导致运营成本出现急升, 在利润端出现极大压力, 而全网型快运模式具备全面的覆盖网络, 拥有多次分拨能力, 可以有效应对制造业下沉带来的多分拨物流需求。

图表 19 山东省工业企业集中度 (按利润总额口径)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 20 河南省制造业百强分布

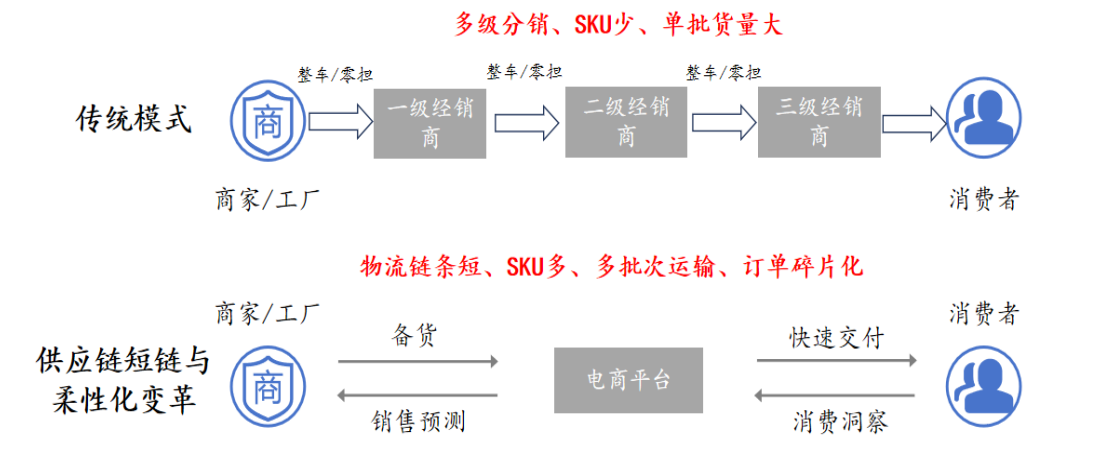


资料来源: 运联智库, 华安证券研究所绘制

②传统制造业逐渐向柔性生产模式 (C2M) 演变, SKU 多样化、生产小批量化、制造周期缩短、高频次运货等特点决定了全网型模式更适合碎片化、多批次订单的配送需求。对于传统制造业生产模式来说, 货源一般来自 B 端的工厂、批发市场、

商贸等企业，多级经销是主流，工广货都是大批量少批次发出，所以在这种情况下，整车是最优选择。而随着供应链升级，逐渐扁平化、柔性化，小批量多批次、碎片化的订单明显增加，同时在渠道多元化的发展下，中小规模的企业也能打通全国市场，辐射更远更深的客户群，对物流网络的覆盖率和性价比的要求也随之提升。而快运可以基于网络效应提供高性价比的揽货送货、点发全国一体化服务，刚好与企业需求相匹配，直接收割大比例原本属于整车或专线的货源。

图表 21 柔性生产模式示意图

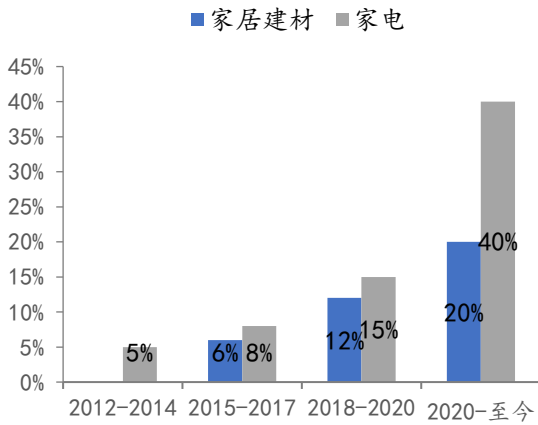


资料来源：华安证券研究所绘制

2.3 大件商品电商化明显，长期看快运行业具备高增长潜力

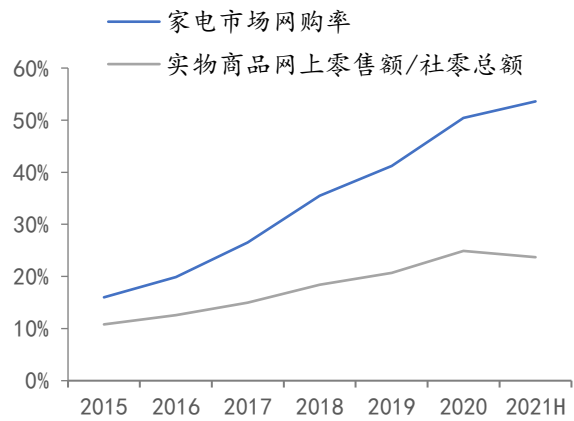
随着消费习惯升级，越来越多的消费者开始通过电商渠道购买家具、建材、大家电等大件物品，B2C 大件商品电商化趋势愈演愈烈，为行业提供新驱动力。我国大家居行业家居建材及家电品类的线上化渗透率在近年来出现了迅猛增长，尤其是疫情在一定程度上重塑了消费者的消费习惯，线上化趋势以及到门需求增长明显。据艾瑞咨询统计，2020 以来我国大家居家电品类网购渗透率已由 2018-2020 年期间的 15% 增长至 40%，家居建材网购率也由 12% 增至 20%。随着大件电商的渗透率也日益高涨，强势增长的电商大件市场给快运带来了新的、持续的增长机遇。相比快递一般运送 10KG 以内快件的重量限制，快运网络的服务范围更广，更能满足 B2C 大件电商产品门到门的配送需求。

图表 22 我国大家居行业家居建材及家电品类网购率



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

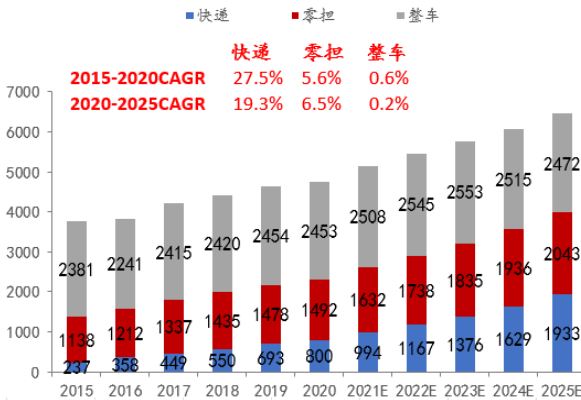
图表 23 我国家电品类网购率已超过 50%



资料来源：浙江省电子商务促进会，华安证券研究所

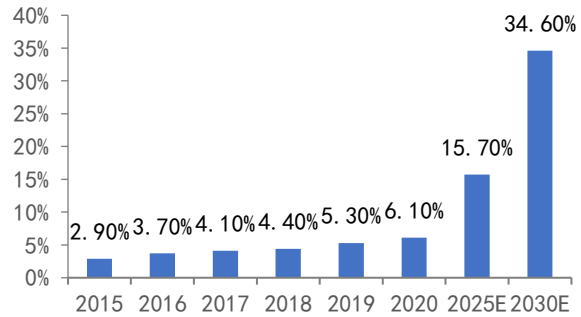
长期看，在增长率角度看（2020-2025CAGR），快递（19.3%）>零担（6.5%）>整车（0.2%），零担行业基本会维持高个位数增长，根据艾瑞咨询预测，快运市场规模增长速度会远高于零担行业的增速，预计 2020-2025 年 CAGR 将达 28.6%，2025-2030 年 CAGR 达 21.9%。以终端客户支出为口径计算，快运网络在中国零担市场的合计市场份额由 2015 年的 2.9% 提升至 2020 年的 6.1%，并预计将进一步提升至 2025 年的 15.7% 及 2030 年的 34.6%。

图表 24 我国公路货运细分市场规规模（十亿元）



资料来源：安能物流招股说明书，华安证券研究所

图表 25 快运网络在零担市场的市场份额占比



资料来源：安能物流招股说明书，华安证券研究所

3 德邦的核心竞争力

3.1 直营模式全链路管控，品牌力深入人心

区别于快递市场，快运公司的单票货量更重、平均价值更高，商户和消费者对物流端价格的敏感性相对不高，而是更看重运输过程中的服务能力，尤其是破损率，这也是快运行业的核心竞争点之一，而直营模式可以对运输过程中进行全链路把控，在时效、破损率等服务方面具有强管控能力。在直营模式下，公司可以统一调动人力、财力、物力保证网络搭建所需的资源支持，确保人、货、车有条不紊地高效运

转，并且总部可以对各区域进行统一管理，在业务范围内组织揽收、运输、中转、投递，对各个环节具有强管控能力，保证经营的连续性与稳定性。

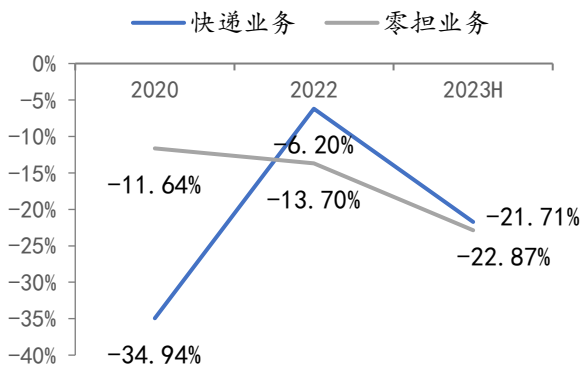
通过直营模式的强管控，德邦的快递和零担业务包裹破损率连年出现大幅下降，位于行业较低水平，而这也使得德邦快递在菜鸟指数排名中一直处于行业前列，综合排名由2017年的第6名升至2023年上半年的第一位，尤其是服务指标的考核中，德邦已连续多年处于行业首位。菜鸟指数的排名也会直接影响到商家端快递公司展示排序、商家端服务推荐等环节。虽然公司目前线上订单占比并不高，但我们预计随着公司服务质量的逐步提升，以菜鸟指数为例的可以正面反应物流服务质量电商指数排名会对德邦的业务量具有导流作用，电商平台公司的线上订单占比也有望进一步扩大。

图表 26 菜鸟指数评分标准

指标	细分指标	评分权重
时效项	路时效达成率、及时揽收率	50%
服务项	签收好评率、代收好评率、物流好评率、物流投诉率、物流停滞率	30%
信息项	信息及时性、信息完整性、信息准确性、信息安全性	20%

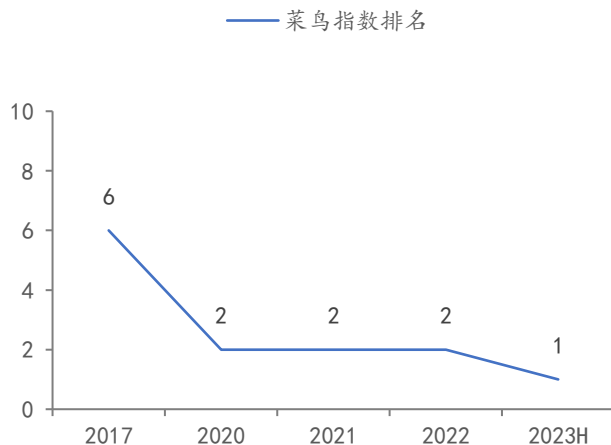
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 德邦快递业务和零担业务破损率同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 23H 德邦菜鸟指数综合排名位列第一



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 投资能力强化，成本有望进一步释放

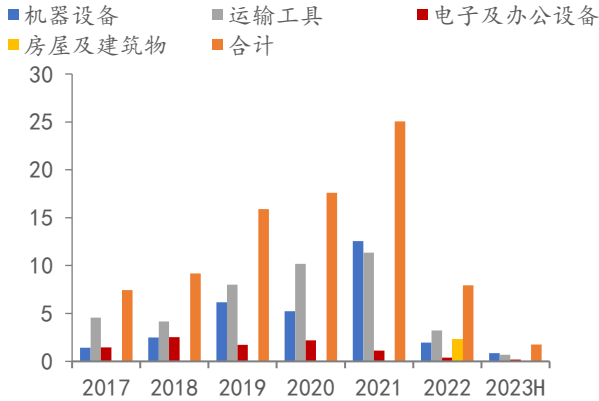
“投资能力”表现较优的企业具备更强的长期竞争力。该处的“投资能力”主要指投资拿地，建设分拨中心的能力（“转”环节）以及投入车辆，加强运输环节的能力（“运”环节）。

“转”环节：分拨中心对长期竞争力至关重要，投资建设分拨中心的能力是其他核心能力得以发挥作用的前提条件。具体而言，分拨中心的产能空间决定了业务量的规模上限与扩张速度，分拨中心的分布与单个分拨中心的面积，既在短期影响网络的成本表现，又在长期影响网络效率的调优空间。分拨中心由土地建筑和机器

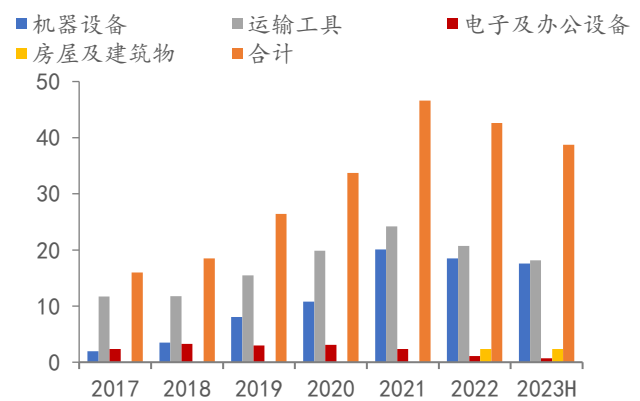
设备两个部分组成，土地建筑因土地稀缺性和建安成本刚性上涨等因素具备很强的先发优势，机器设备则因技术不断进步具备明显的后发优势。

①在机器设备端，德邦投入时间节点较晚(2019-2021年期间有一轮大幅投入)，性价比较高，具备很强的后发优势。19-21年，德邦针对机器设备和运输工具两方面进行了大规模投入，其中机器设备原值当年增加值分别为6.17/5.23/12.54亿元。

图表 29 固定资产原值增加值 (亿元)



图表 30 固定资产期末账面价值 (亿元)

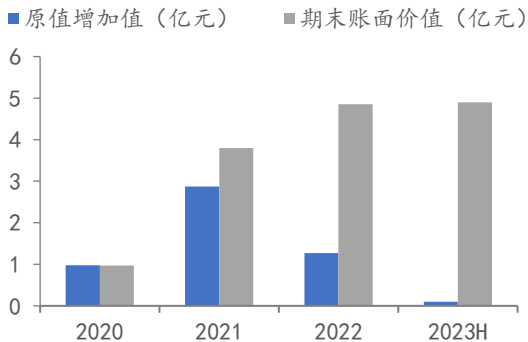


资料来源：公司公告，华安证券研究所

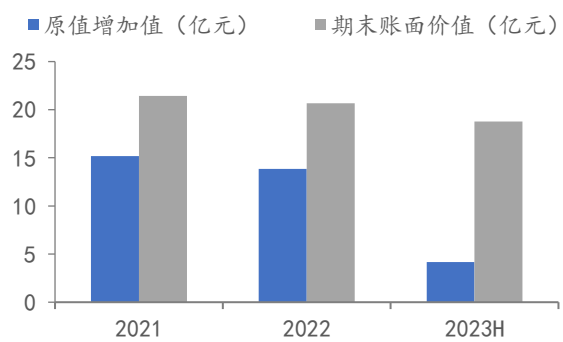
资料来源：公司公告，华安证券研究所

②在土地建筑端，德邦在 2020 年后开启了“自建”加“租赁”并举的投资方式，产能基础进一步提高。1) 自建：公司于 2020 年开启土地购置，20-23 年上半年土地使用权资产原值增加值分别达 0.98/2.88/1.27/0.10 亿元。2) 租赁：在使用权资产方面，21-23H 期间德邦房屋建筑物原值增加值分别为 15.18/13.86/4.17 亿元。我们判断，其中不乏与京东物流的合作开发和定制租赁。这种自建和租赁并举的方式，是“拿地”和“资金”两难自解的明智之举。一方面，在土地紧缺的一线城市，与京东的合作可降低土地获取难度；另一方面，定制租赁可减少短期资金支出。

图表 31 无形资产中土地使用权资产



图表 32 使用权资产中房屋建筑物资产



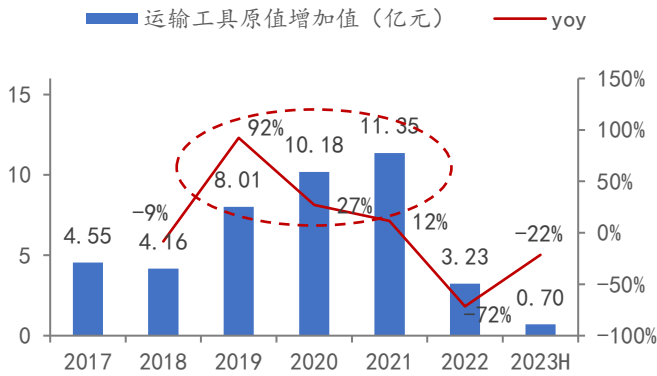
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

“运”环节：德邦在 19-21 年针对车辆进行了大笔投入，自有车辆在此期间出现明显增加。19-21 年，公司运输工具原值增加值分别达 8.01/10.18/11.35 亿元，分别实现同比 92%/27%/12%，车辆自有率也由 21 年的 55.1% 提升至 23H 的 62.2%。

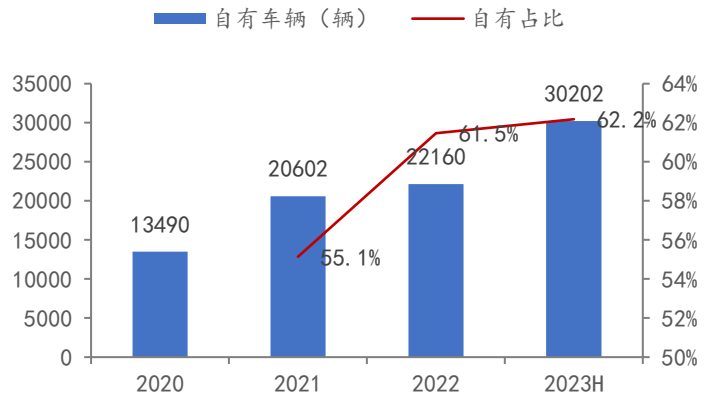
在成本端有两大看点：①德邦近年来通过在各个操作环节及支撑环节做针对性投入，单票成本自 20 年以来一直处于下行趋势（20 年为 26.58 元，22 年降至 25 元），目前公司在中转及末端效能利用仍不饱和，规模效益还有较大提升空间。

图表 33 固定资产中运输工具原值增加值



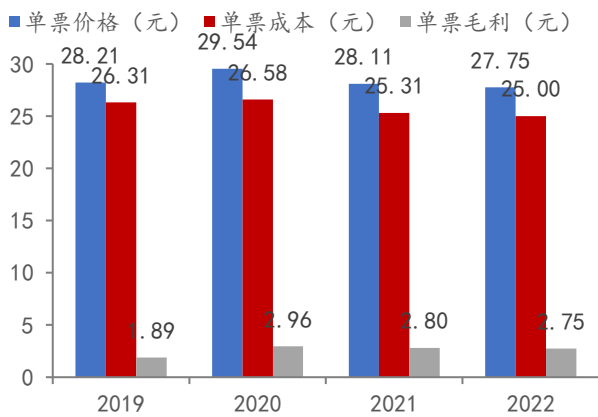
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 公司车辆自有率不断提高



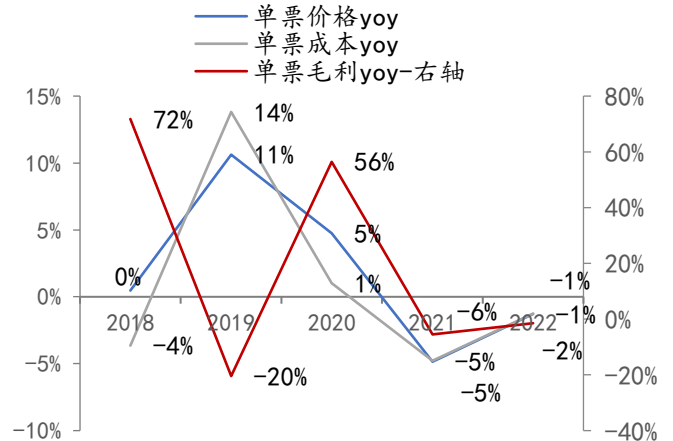
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 快递业务单票成本自 20 年启一直处于下行状态



资料来源：公司公告，华安证券研究所

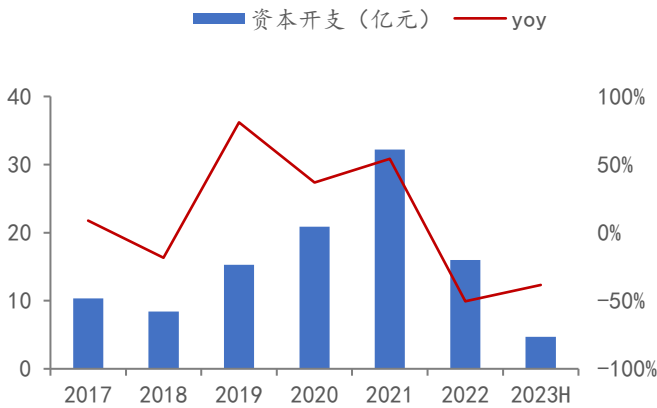
图表 36 快递业务单票数据同比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

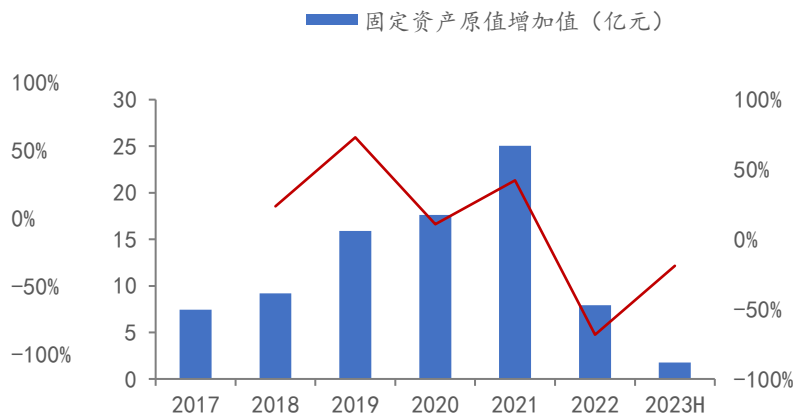
②资本开支节奏放缓，看好成本进一步优化，带动利润上行。22 年公司资本开支达 15.96 亿元，相对于 21 年的 32.19 亿元，同比下降 50.4%，23H 进一步缩减 38.5%，至 4.68 亿元。我们认为公司上一轮资本开支扩张阶段（2019-2021 年）已经结束，推断 22 年开始资本开支大幅缩减的原因有两个：1) 如上文所说，公司目前产能端充沛，利用率不足，所以核心目标是提升货量分摊单票成本，短时间内不会继续投入资产；2) 22 年在与京东物流融合后，双方可以在很大程度上共用资产设施，公司继续资产投入意愿不强。我们预计公司明年可能会继续投入一部分资产以供消化融合京东物流后带来的业务量，但后续资本支出短时间内不会达到像 21 年的高峰，预计在 20 亿元左右。

图表 37 资本开支 22 年及 23H 出现大幅下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 固定资产原值增加值 22/23H 大幅下跌

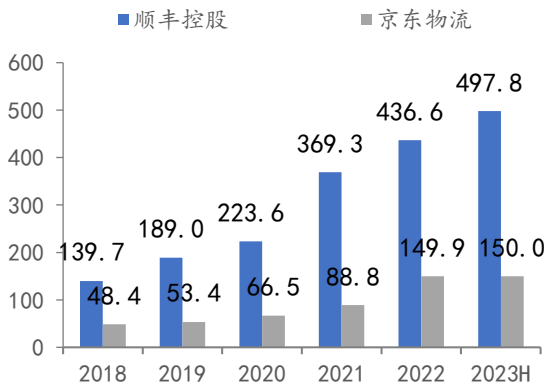


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 携手京东，网络融合后有望提质降本

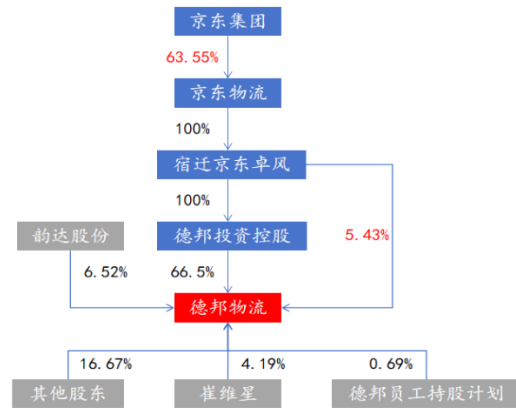
2022 年 7 月 27 日，京东物流宣布已经完成收购德邦控股股本权益的相关交易，以 89.76 亿元收购德邦 66.49% 的股权，创下快递行业至今为止最大并购金额。截至目前，京东间接持股德邦 71.93% 的股权。我们认为，德邦携手京东是强强联合，可以实现双方的资源互补，相较于同为直营快递的顺丰来说，京东物流一直以来是轻资产模式运营，强在丰富的客源和末端仓储运营，干线运输端相对较弱，德邦则具备着优质的大件干线运输能力，两者融合可以实现大于 2 的效果。

图表 39 京东物流固定资产少，轻资产运营 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 京东共持有德邦 71.93% 股权



资料来源：公司公告，ifind，华安证券研究所

图表 41 德邦股份与京东的关联交易

关联交易类别	2023 年预计金额 (万元)	2023 年半年度实际发生金额 (万元)	2022 年预计金额 (万元)	2022 年实际发生金额 (万元)	关联人
向关联方采购商品	4766.87	1096.18	3419	1814.93	京东
向关联方提供劳务	228447	5264.55	16950.62	2141.30	京东、韵达、德基仓储、德邦物流

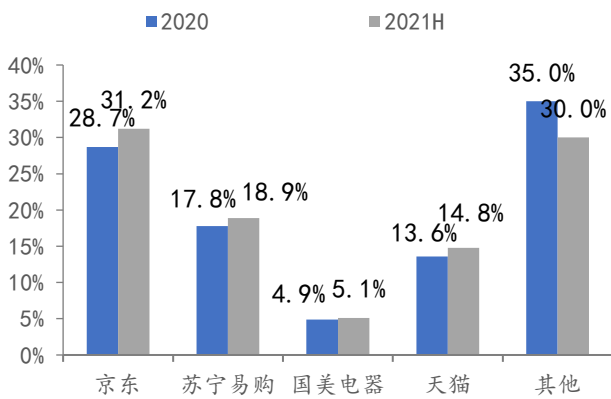
接受关联方提供劳务	68989.13	2468.21	11098.00	1068.16	京东、韵达
向关联方租入资产	2028.17	689.44	3456.95	1865.16	京东
向关联方出租资产	179.63	9.33	324.00	101.51	京东、韵达

资料来源：公司公告，华安证券研究所

对于德邦来说，携手京东物流有两大看点：

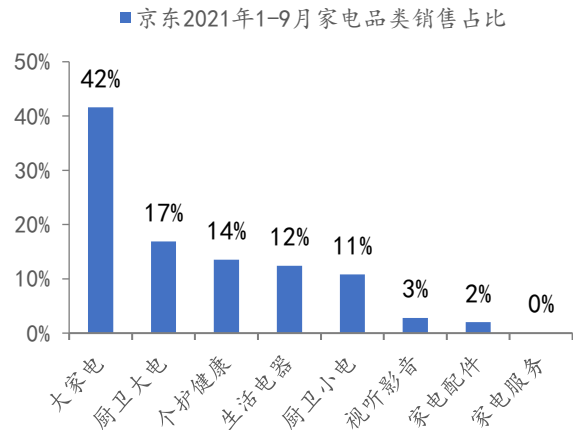
①京东有足够丰富的客源，可以直接给德邦进行业务导流，有望使得德邦业务量更上一层楼。根据中国电子信息产业发展研究院调查得知，京东在家电行业一直以来都是最核心的销售渠道之一，2020年京东的家电销售额占全渠道的28.7%，2021H1上升至31.2%，位列全渠道低于一。而在这其中，大家电在京东家电品类销售占比中处于主导地位（大家电占比42%，厨卫大电占比17%）。此外，今年7月份，京麦发布通知，当用户购买了超出京东快递揽收范围的超长超重商品，为解决其因售后自行寄回等造成的相应问题，京东上线了德邦和京东快运上门取件功能。通过德邦和京东业务上的高度协同，这为德邦提供了较为丰富的订单来源，有望打开自身业务量天花板。

图表 42 21H 京东家电零售全渠道第一



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，华安证券研究所

图表 43 大家电在京东家电销售额占比中占主导地位



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，华安证券研究所

②德邦与京东物流进一步深度融合，降本增效在即。2023年6月，德邦以1.06亿元购买京东物流及其控股子公司83个转运中心的部分资产，其中10个试点场地资产所有权2023年7月1日起归受让方所有，剩余场地资产所有权2023年8月1日起归受让方所有。截至目前，德邦已全面接管上述资产，全面积极推进和京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合。融合后的效果我们总结为两点：1) 接手资产后，京东物流带来业务增量，收入端会出现增长。2023年7月及8月，德邦因网络融合项目为京东物流提供运输等服务带来的收入分别约为1.0亿元及5.5亿元；2) 公司可以将多个转运中心整合为单个大型转运中心，减少分拨次数，拉直线路，从而在缩短时效的同时降低成本。

网络融合项目整体分为两个阶段，第一个阶段为资产全面接管，业务平稳过渡，第二阶段为推进资源整合，增效提质降本，目前仍处于第一阶段，预计明年上半年会进入第二阶段。

图表 44 德邦股份购买京东物流部分资产明细

指标	账面价值 (万元)	评估价值 (万元)
固定资产—设备类	7,400.87	7,318.47
周转材料、房屋装修等	3,296.12	3,296.12
合计	10,696.99	10,614.59

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 估值与盈利预测

通过合理假设，我们预计公司 23-25 年总营业收入为 345.7/373.9/403.4 亿元，实现同比+10.1%/+8.1%/+7.9%。其中，快运业务预计收入为 106.7/116.2/126.6 亿元，同比+11.1%/9.0%/8.9%；快递业务预计收入 226.1/243.1/260.3 亿元，同比+8.8%/7.5%/7.1%；其他业务预计收入 13.0/14.6/16.5 亿元，同比 29.2%/12.6%/12.6%。最终实现归母净利润为 9.06/11.56/14.14 亿元，对应 PE 16.53 倍、12.95 倍、10.59 倍。

图表 45 核心假设

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (亿元)	275.0	313.6	313.9	345.7	373.9	403.4
yoy	6.10%	14.0%	0.1%	10.1%	8.1%	7.9%
快运业务 (亿元)	100.48	106.78	96.01	106.7	116.2	126.6
yoy	-6.5%	6.3%	-10.1%	11.1%	9.0%	8.9%
业务量 (万吨)	594.0	612.1	520.6	588.5	635.6	686.4
yoy	17.4%	3.0%	-15.0%	13.0%	8.0%	8.0%
单公斤价格 (元)	1.69	1.74	1.84	1.81	1.83	1.84
yoy	-20.3%	3.1%	5.7%	-1.74%	0.9%	0.9%
快递业务 (亿元)	166.6	197.3	207.8	226.1	243.1	260.3
yoy	13.6%	18.4%	5.3%	8.8%	7.5%	7.1%
业务量 (亿票)	5.6	7.0	7.5	8.6	9.4	10.2
yoy	8.5%	24.5%	6.7%	7.7%	8.9%	8.5%
单票价格 (元)	29.5	28.1	27.8	26.3	26.0	25.6
yoy	4.7%	-4.9%	-1.3%	-5.3%	-1.3%	-1.3%
其他业务 (亿元)	7.9	9.5	10.1	13.0	14.6	16.5
yoy	55.8%	19.4%	6.1%	29.2%	12.6%	12.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在可比公司的选择上，我们选择了国内同为直营模式的快递企业顺丰控股，以及中通快递作为估值参照。最终给予 24 年 15.2 倍 PE，对应 175 亿元市值，当前市值为 150 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 46 可比公司估值表

股票代码	可比公司	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002352. SZ	顺丰控股	2674.9	2860.1	3283.4	3806.1	45.8	22.03	17.06	13.73
2057. HK	中通快递 -W	353.77	420.62	484.84	552.00	22.46	15.88	13.24	11.27
均值							19.0	15.2	12.5

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

经济恢复不及预期；快运市场竞争加剧；快运零担行业增速放缓等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6030	8652	10272	13616	营业收入	31392	34574	37389	40341
现金	1477	3845	4722	7715	营业成本	28192	31314	33661	36095
应收账款	2298	2320	2733	2967	营业税金及附加	78	86	93	101
其他应收款	219	284	357	300	销售费用	422	501	542	585
预付账款	287	318	342	367	管理费用	1944	1729	1869	2017
存货	31	21	35	33	财务费用	193	115	122	143
其他流动资产	1719	1864	2083	2234	资产减值损失	-36	0	0	0
非流动资产	8995	8553	8227	7919	公允价值变动收益	-13	0	0	0
长期投资	202	211	219	228	投资净收益	91	64	69	74
固定资产	4262	3851	3539	3216	营业利润	780	1094	1396	1708
无形资产	572	670	769	868	营业外收入	73	73	73	73
其他非流动资产	3959	3821	3699	3607	营业外支出	69	72	71	71
资产总计	15025	17205	18499	21535	利润总额	785	1095	1398	1710
流动负债	6241	7396	7415	8917	所得税	135	189	241	295
短期借款	1151	1451	1751	2051	净利润	649	906	1157	1415
应付账款	2430	3151	2857	3648	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	2661	2794	2807	3218	归属母公司净利润	649	906	1156	1414
非流动负债	1860	1978	2097	2215	EBITDA	3708	2120	2403	2742
长期借款	37	73	109	146	EPS (元)	0.64	0.88	1.13	1.38
其他非流动负债	1823	1905	1987	2069					
负债合计	8101	9374	9511	11132					
少数股东权益	-1	-1	0	1					
股本	1027	1027	1027	1027					
资本公积	915	915	915	915					
留存收益	4983	5889	7045	8459					
归属母公司股东权益	6926	7831	8988	10402					
负债和股东权益	15025	17205	18499	21535					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3600	2394	1054	3227	成长能力				
净利润	649	906	1157	1415	营业收入	0.1%	10.1%	8.1%	7.9%
折旧摊销	2777	896	913	924	营业利润	361.6%	40.3%	27.5%	22.4%
财务费用	155	130	160	190	归属于母公司净利	339.1%	39.6%	27.7%	22.3%
投资损失	-91	-64	-69	-74	获利能力				
营运资金变动	25	487	-1125	753	毛利率 (%)	10.2%	9.4%	10.0%	10.5%
其他经营现金流	708	458	2300	680	净利率 (%)	2.1%	2.6%	3.1%	3.5%
投资活动现金流	-719	-314	-435	-462	ROE (%)	9.4%	11.6%	12.9%	13.6%
资本支出	-1522	-506	-620	-621	ROIC (%)	7.4%	8.7%	9.3%	10.0%
长期投资	622	66	71	69	偿债能力				
其他投资现金流	181	125	114	90	资产负债率 (%)	53.9%	54.5%	51.4%	51.7%
筹资活动现金流	-2707	288	258	228	净负债比率 (%)	117.0%	119.7%	105.8%	107.0%
短期借款	-1293	300	300	300	流动比率	0.97	1.17	1.39	1.53
长期借款	36	36	36	36	速动比率	0.65	0.87	1.04	1.21
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0	总资产周转率	2.03	2.15	2.09	2.02
其他筹资现金流	-1472	-48	-78	-108	应收账款周转率	14.05	14.85	14.63	14.05
现金净增加额	173	2368	877	2993	应付账款周转率	11.10	11.22	11.20	11.10
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.64	0.88	1.13	1.38
					每股经营现金流 (摊)	3.51	2.33	1.03	3.14
					每股净资产	6.74	7.63	8.75	10.13
					估值比率				
					P/E	32.55	16.53	12.95	10.59
					P/B	3.09	1.91	1.67	1.44
					EV/EBITDA	6.30	7.07	6.05	4.36

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。