

## 德邦股份 (603056.SH)

强烈推荐 (维持)

### 与京东网络融合推进顺利, 预计 Q4 业绩环比改善

德邦股份发布 2023 年三季报。2023 年前三季度公司实现营业收入 254.4 亿元, 同比增长 11.5%; 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比增长 44.5%。2023Q3 公司实现营业收入 97.5 亿元, 同比增长 21.6%, 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比下降 6.5%。

- 与京东网络融合项目持续推进, Q3 快运业务实现大幅增长; 快递、快运业务单价呈现环比改善趋势。2023 年第三季度, 公司实现营业收入 97.50 亿元, 同比增长 21.64%。其中, 2023 年第三季度主营业公斤单价同比下降 3.73%, 分月度来看, 公斤单价同比降幅呈收窄趋势。1) 快递业务: 营业收入 48.40 亿元, 同比减少 8.73%; 总票数 1.84 亿票, 同比增长 0.68%; 单票快递营收为 26.3 元, 同比下降 9%, 环比提升 3.3%。2) 快运业务: 营业收入 45.85 亿元, 同比增长 87.87%; 随着快运产品服务升级, 公司持续加大营销力度, 零担、整车收入均实现较快增长; 同时, 叠加网络融合项目的推进, 促进快运收入进一步的增长。3) 其他业务: 主要为仓储与供应链业务, 营业收入 3.25 亿元, 同比增长 19.5%。
- 公司成本管控能力仍然较优, 网络融合项目推进的同时使得运输成本有所上升。公司 23Q3 实现营业成本 89.7 亿元, 同比+28.8%。23Q3 公司持续加强对资源利用效能的提升。1) 人工成本同比增长 10.5%, 但剔除网络融合项目影响后, 人工成本占收入比同比持续改善, 公司通过科技赋能、流程优化, 以及优化快递员结构布局, 实现更趋精准化的人员投放。运输成本同比增长 70.3%。一方面, 随着网络融合项目的推进, 以及以运输成本为主的整拼车业务体量提升, 2) 运输成本占收入比同比上升。同时, 为保障运输时效, 扩大标准派送范围, 公司主动增加运输资源投入。另一方面, 公司持续提升车辆运输效能, 抵减部分运输成本, 对冲其上涨趋势。3) 房租费及使用权资产折旧同比增长 27.8%。因对网络融合项目 83 个转运场全面接管, 场地总成本有所增长。剔除该影响, 折旧成本同比基本持平。总体来看, 公司 Q3 毛利率为 8.1%, 环比下降 1.8pcts; 公司 Q3 期间费用率控制较好, 营业+管理费用率环比下降 1.2pcts 净利率为 2.3%, 环比提升 0.2pcts。
- 投资建议: 网络型快运市场竞争壁垒较高, 双寡头格局下行业进入价值竞争阶段, 定价能力提升。德邦深耕中高端零担快运行业, 运营能力及成本控制能力较强, 目前公司加速与京东物流融合, 盈利有望持续提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.2、11.7、14.1 亿元, 对应 2024 年盈利 PE 为 13.2x, 维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示: 新业务发展不及预期、业绩测算风险、运输及人力成本大幅上涨等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	31359	31392	36761	40322	42307
同比增长	14%	0%	17%	10%	5%
营业利润(百万元)	169	780	987	1423	1730
同比增长	-80%	361%	27%	44%	22%
归母净利润(百万元)	148	649	815	1166	1413
同比增长	-77%	339%	26%	43%	21%
每股收益(元)	0.14	0.63	0.79	1.14	1.38
PE	103.9	23.7	18.8	13.2	10.9
PB	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证

周期/交通运输

目标估值: NA

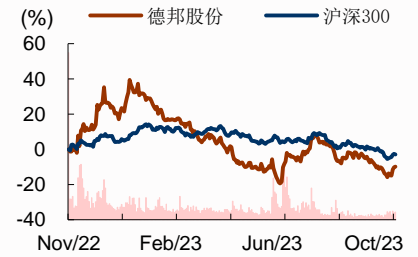
当前股价: 14.95 元

#### 基础数据

总股本(百万股)	1027
已上市流通股(百万股)	960
总市值(十亿元)	15.4
流通市值(十亿元)	14.4
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	56.6%
主要股东	宁波梅山保税港区德邦投资
主要股东持股比例	66.5%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-11	-10
相对表现	-1	-0	-12



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《德邦股份 (603056) — 深耕零担快运行业, 携手京东物流进入良性发展轨道》2023-08-27

苏宝亮 S1090519010004  
 subaoliang@cmschina.com.cn  
 肖欣晨 S1090522010001  
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
 魏芸 S1090522010002  
 weiyun@cmschina.com.cn  
 刘若琮 研究助理  
 liuruocong@cmschina.com.cn

## 正文目录

1、 事件 .....	3
2、 点评 .....	3
3、 投资建议 .....	4
4、 风险提示 .....	4

## 图表目录

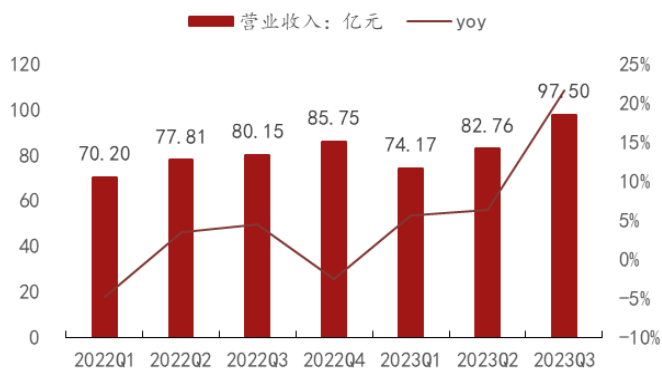
图 1: 德邦营业收入增长情况 .....	3
图 2: 德邦净利润变化情况 .....	3
图 3: 德邦股份盈利水平变化趋势 .....	4
图 5: 德邦股份历史 PE Band .....	4
图 6: 德邦股份历史 PB Band .....	4
附: 财务预测表 .....	5

## 1、事件

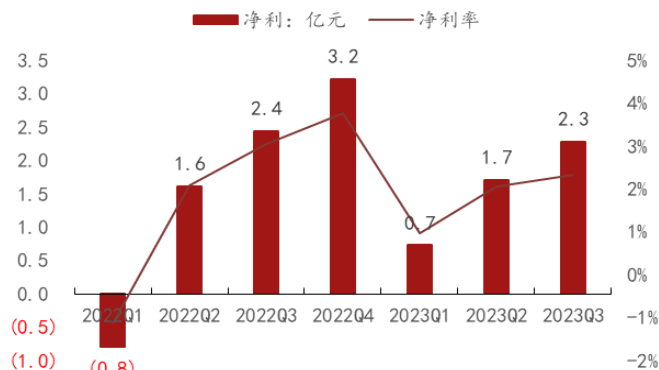
德邦股份发布 2023 年三季度报。2023 年前三季度公司实现营业收入 254.4 亿元，同比增长 11.5%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 44.5%；扣非归母净利润为 2.8 亿元，同比增长 183.5%。2023Q3 公司实现营业收入 97.5 亿元，同比增长 21.6%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比下降 6.5%，实现扣非归母净利润为 1.5 亿元，同比下降 11.3%。

图 1：德邦营业收入增长情况

图 2：德邦净利润变化情况



资料来源：公司公告、招商证券



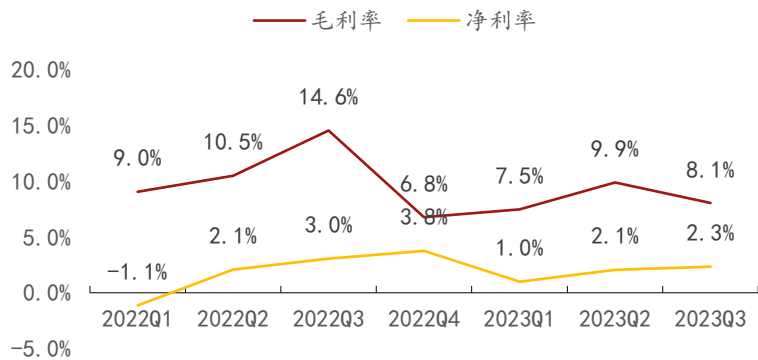
资料来源：公司公告、招商证券

## 2、点评

与京东网络融合项目持续推进，Q3 快运业务实现大幅增长；快递、快运业务单价呈现环比改善趋势。2023 年第三季度，公司实现营业收入 97.50 亿元，同比增长 21.64%。其中，2023 年第三季度主营业公斤单价同比下降 3.73%，分月度来看，公斤单价同比降幅呈收窄趋势。1) 快递业务：营业收入 48.40 亿元，同比减少 8.73%；总票数 1.84 亿票，同比增长 0.68%；单票快递营收为 26.3 元，同比下降 9%，环比提升 3.3%。2) 快运业务：营业收入 45.85 亿元，同比增长 87.87%；随着快运产品服务升级，公司持续加大营销力度，零担、整车收入均实现较快增长；同时，叠加网络融合项目的推进，促进快运收入进一步的增长。3) 其他业务：主要为仓储与供应链业务，营业收入 3.25 亿元，同比增长 19.5%。

公司成本管控能力仍然较优，网络融合项目推进的同时使得运输成本有所上升。公司 23Q3 实现营业成本 89.7 亿元，同比+28.8%。23Q3 公司持续加强对资源利用效能的提升。1) 人工成本同比增长 10.5%，但剔除网络融合项目影响后，人工成本占收入比同比持续改善，公司通过科技赋能、流程优化，以及优化快递员结构布局，实现更趋精准化的人员投放。运输成本同比增长 70.3%。一方面，随着网络融合项目的推进，以及以运输成本为主的整拼车业务体量提升，2) 运输成本占收入比同比上升。同时，为保障运输时效，扩大标准派送范围，公司主动增加运输资源投入。另一方面，公司持续提升车辆运输效能，抵减部分运输成本，对冲其上涨趋势。3) 房租费及使用权资产折旧同比增长 27.8%。因对网络融合项目 83 个转运场全面接管，场地总成本有所增长。剔除该影响，折旧成本同比基本持平。总体来看，公司 Q3 毛利率为 8.1%，环比下降 1.8pcts；公司 Q3 期间费用率控制较好，营业+管理费用率环比下降 1.2pcts 净利率为 2.3%，环比提升 0.2pcts。

图 3: 德邦股份盈利水平变化趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

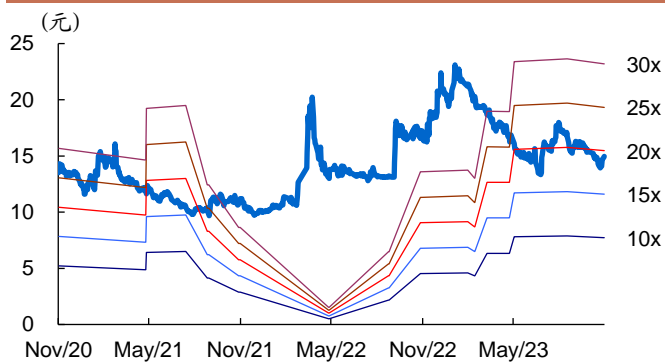
### 3、投资建议

网络型快运市场竞争壁垒较高经过行业并购整合后, 直营制零担重货赛道中主要存在两位核心玩家, 顺丰快运与京东物流, 而京东物流是同时整合了德邦股份、京东快运以及跨越速运。双寡头格局下行业进入价值竞争阶段, 定价能力提升。德邦深耕中高端零担快运行业, 运营能力及成本控制能力较强, 目前公司加速与京东物流融合, 盈利有望持续提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.2、11.7、14.1 亿元, 对应 2024 年盈利 PE 为 13.2x, 维持“强烈推荐”评级。

### 4、风险提示

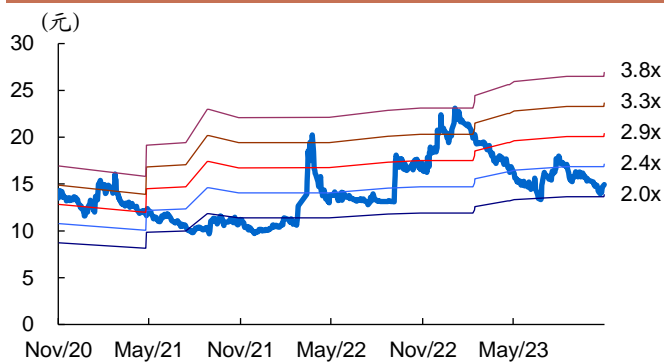
疫情扩散超预期、新业务发展不及预期、业绩测算风险、运输及人力成本大幅上涨等

图 4: 德邦股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 德邦股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5416	6030	6494	7001	7283
现金	1162	1477	1200	1200	1200
交易性投资	85	17	17	17	17
应收票据	30	49	57	63	66
应收款项	2170	2298	2668	2927	3071
其它应收款	293	219	256	281	295
存货	22	31	29	31	33
其他	1656	1939	2266	2482	2601
<b>非流动资产</b>	10482	8995	9760	10838	11254
长期股权投资	194	202	202	202	202
固定资产	4661	4262	4786	5677	5946
无形资产商誉	492	572	534	498	465
其他	5135	3959	4237	4461	4641
<b>资产总计</b>	<b>15898</b>	<b>15025</b>	<b>16253</b>	<b>17839</b>	<b>18537</b>
<b>流动负债</b>	7796	6241	6604	7055	6405
短期借款	2443	1151	1990	2177	1387
应付账款	2807	2543	2940	3193	3327
预收账款	84	106	123	134	139
其他	2461	2441	1551	1551	1552
<b>长期负债</b>	1612	1860	1910	1960	2010
长期借款	1	37	87	137	187
其他	1611	1823	1823	1823	1823
<b>负债合计</b>	<b>9408</b>	<b>8101</b>	<b>8514</b>	<b>9015</b>	<b>8415</b>
股本	1027	1027	1027	1027	1027
资本公积金	741	755	755	755	755
留存收益	4724	5144	5958	7043	8339
少数股东权益	(2)	(1)	(1)	0	1
归属于母公司所有者权益	6492	6926	7740	8825	10121
<b>负债及权益合计</b>	<b>15898</b>	<b>15025</b>	<b>16253</b>	<b>17839</b>	<b>18537</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2402	3600	1735	2376	3009
净利润	148	649	815	1166	1413
折旧摊销	1235	1355	1157	1342	1609
财务费用	126	155	170	190	210
投资收益	(34)	(91)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	954	1531	(329)	(246)	(143)
其它	(26)	1	5	7	4
<b>投资活动现金流</b>	(2788)	(719)	(1840)	(2341)	(1942)
资本支出	(3219)	(1596)	(1600)	(2100)	(1700)
其他投资	430	877	(240)	(241)	(242)
<b>筹资活动现金流</b>	156	(2707)	(171)	(35)	(1067)
借款变动	(1041)	(2956)	(1)	237	(740)
普通股增加	67	0	0	0	0
资本公积增加	489	14	0	0	0
股利分配	(144)	0	0	(81)	(117)
其他	785	235	(170)	(190)	(210)
<b>现金净增加额</b>	<b>(231)</b>	<b>174</b>	<b>(277)</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	31359	31392	36761	40322	42307
营业成本	28028	28192	32587	35391	36881
营业税金及附加	104	78	92	101	105
营业费用	488	422	494	542	569
管理费用	2779	1944	2276	2497	2619
研发费用	60	207	242	266	279
财务费用	169	193	170	190	210
资产减值损失	(21)	(71)	4	4	4
公允价值变动收益	(4)	(13)	(13)	(13)	(13)
其他收益	403	418	5	5	5
投资收益	61	91	91	91	91
<b>营业利润</b>	169	780	987	1423	1730
营业外收入	73	73	73	73	73
营业外支出	75	69	69	69	69
<b>利润总额</b>	167	784	991	1428	1735
所得税	20	135	176	261	321
少数股东损益	(0)	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	148	649	815	1166	1413

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	14%	0%	17%	10%	5%
营业利润	-80%	361%	27%	44%	22%
归母净利润	-77%	339%	26%	43%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.6%	10.2%	11.4%	12.2%	12.8%
净利率	0.5%	2.1%	2.2%	2.9%	3.3%
ROE	2.3%	9.4%	10.5%	13.2%	14.0%
ROIC	2.7%	8.7%	9.5%	11.7%	13.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.2%	53.9%	52.4%	50.5%	45.4%
净负债比率	23.0%	13.8%	12.8%	13.0%	8.5%
流动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	2.1	2.3	2.3	2.3
存货周转率	1376.2	1067.2	1085.4	1180.3	1156.9
应收账款周转率	15.1	13.8	14.5	14.1	13.8
应付账款周转率	10.7	10.5	11.9	11.5	11.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.14	0.63	0.79	1.14	1.38
每股经营净现金	2.34	3.51	1.69	2.31	2.93
每股净资产	6.32	6.74	7.54	8.59	9.86
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.11	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	103.9	23.7	18.8	13.2	10.9
PB	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	26.4	17.0	15.5	12.1	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。