

德邦股份 (603056.SH)

快运龙头经营改善, 与京东物流协同发力

买入

核心观点

德邦是零担快运市场的龙头企业, 主营大件快递和快运两大业务。德邦股份成立于1996年, 以直营模式深耕零担物流市场十余年, 目前已经成为高端快运市场的龙头企业。公司现在收入增长主要通过“快运+大件快递”两大业务双轮驱动, 快运业务负责运输单票60公斤以上的货物, 大件快递业务负责运输单票3-60公斤的货物。公司收入自2017年的203.5亿元增长至2022年的313.9亿元, 年复合增速为9.1%; 2022年快运和大件快递两大业务的收入占比分别为31%和66%。

我国零担物流市场规模庞大且竞争分散, 但细分领域快运市场正处成长期且竞争格局优化。根据艾瑞咨询数据, 2021年我国零担市场规模达到1.6万亿元左右, 2015-2021年市场规模的年复合增速为6.2%, 该行业竞争格局分散, 我们估计2022年行业CR10集中度仅约7.5%。其中, 服务能够覆盖全国的零担企业被称为快运服务商, 我国快运在零担行业的渗透率提升带动了快运市场规模呈较快增长态势, 2020年快运市场规模估计达到910亿元, 艾瑞咨询预计2020-2025年该细分市场年复合增速有望超过25%, 且该市场集中度较高, 我们估计该细分领域的CR10超过70%。我们认为我国零担快运行业正处于加速整合期, 且高端快运市场通过整合已经形成“德邦+顺丰”双寡头竞争格局。

公司经营网络完成优化升级, 与京东物流的协同效应也开始逐步显现, 盈利能力有望提升。近两年公司通过提高自有运力占比、优化线路布局、末端网点整合等措施优化升级网络, 提高了公司的经营效率和服务质量。2022年9月京东物流成为了德邦的新控股股东, 协同效应开始逐步显现, 一方面公司预计2023年京东物流有望贡献约30亿元左右的增量收入, 另一方面我们认为未来公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。

对比美国零担市场, 我国零担龙头公司规模及利润均具有很大的提升空间。2021年, 美国零担行业规模约3700亿元, CR10超过70%, 而我国零担行业规模约1.6万亿元, CR10约6%; 美国零担龙头公司ODFL 2022年的收入和净利润规模分别达到436亿元和96亿元, 而德邦2022年的收入和净利润规模分别为314亿元和6.5亿元。

盈利预测与估值: 预计23-25年归母净利润8.2/10.9/13.8亿元(+27%/+33%/+26%), EPS分别为0.80/1.06/1.34元。通过PE估值, 预计公司合理估值19.1-20.2元, 相对目前股价有29%-36%溢价, 给予买入评级。

风险提示: 国内经济增长不及预期, 激烈竞争导致产品价格下降。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,359	31,392	35,053	39,546	43,613
(+/-%)	14.0%	0.1%	11.7%	12.8%	10.3%
净利润(百万元)	148	649	822	1089	1377
(+/-%)	-77.3%	339.1%	26.7%	32.5%	26.4%
每股收益(元)	0.14	0.63	0.80	1.06	1.34
EBIT Margin	-0.3%	1.7%	2.5%	3.1%	3.6%
净资产收益率(ROE)	2.3%	9.4%	10.9%	13.0%	14.7%
市盈率(PE)	102.9	23.4	18.5	14.0	11.0
EV/EBITDA	25.7	13.5	17.7	14.0	11.2
市净率(PB)	2.34	2.20	2.02	1.82	1.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 物流

证券分析师: 罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师: 高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	19.10 - 20.20元
收盘价	14.79元
总市值/流通市值	15189/14198百万元
52周最高价/最低价	23.37/13.21元
近3个月日均成交额	35.55百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：零担物流龙头企业，2022 年迎来经营拐点	5
深耕零担快运十余年，德邦易主京东物流	5
“快运+大件快递”双轮驱动，2022 年盈利拐点显现	6
直营全国性网络构筑护城河，服务溢价显著	9
零担行业：快运持续渗透零担市场，行业进入整合期	12
零担万亿市场，快运网络渗透率持续提升	12
行业竞争集中度持续提升，集团化巨头出现	15
公司看点：大件快递景气+优化成本费用+京东物流协同	18
大件商品电商化，大件快递市场维持景气	18
提升服务质量，优化成本费用	19
京东物流助力，“业务+网络”协同效果可期	21
高端快运竞争格局改善，行业进入良性竞争阶段	23
他山之石：对标美国零担，德邦整合后尚有成长空间	24
美国零担龙头市占率高、盈利能力优	24
对比美国零担巨头 ODFL，德邦整合后尚有成长空间	26
盈利预测	29
假设前提与盈利预测结果	29
盈利预测的敏感性分析	30
估值与投资建议	32
相对估值：目标价 19.1-20.2 元	32
投资建议：买入评级	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 德邦股份股权结构	6
图 2: 德邦股份产品矩阵	7
图 3: 德邦股份的营业收入 (亿元)	8
图 4: 大件快递业务和快运业务的收入及增速 (亿元)	8
图 5: 德邦股份销售费用率和管理费用率	9
图 6: 德邦股份归母净利润、毛利率及净利率	9
图 7: 德邦股份大件快递业务毛利润及毛利率 (亿元)	9
图 8: 德邦股份快运业务毛利润及毛利率 (亿元)	9
图 9: 德邦直营网络的经营范围示意图	10
图 10: 不同服务质量的快运产品单价对比 (元)	11
图 11: 不同服务质量快运产品单价的结构拆分对比 (元)	11
图 12: 德邦股份及可比公司在员工的学历结构 (2022 年)	12
图 13: 德邦股份及可比公司高层管理团队平均年龄以及平均任期时长 (2022 年)	12
图 14: 我国货物运输的主要方式是公路运输 (货量占比)	12
图 15: 公路货物运输市场按照每单货物重量进行市场细分	12
图 16: 我国零担市场规模及增速	13
图 17: 快运网络在中国零担市场的市场份额	14
图 18: 我国快运市场规模增长趋势	15
图 19: 美国零担市场规模稳定增长, 经历了扩张期、整合期、成熟期 (十亿美元)	16
图 20: 零担公司的竞争格局演变	17
图 21: 中国和美国的零担行业集中度 CR10 对比	17
图 22: 我国家电线上销售额及渗透率	18
图 23: 我国家装线上销售额及渗透率	18
图 24: 德邦股份自有营运车辆数量	20
图 25: 德邦股份直营网点数量	20
图 26: 近一年德邦股份季度归母净利率优化趋势明显	21
图 27: 2022 年德邦股份资本开支大幅下降 (亿元)	21
图 28: 德邦股份的大件快递单票价格变化趋势 (元)	23
图 29: 德邦股份的快运单公斤价格变化趋势 (元)	23
图 30: 2022 年我国零担市场的公路物流运价指数上升明显	24
图 31: 美国零担市场份额分布 (2021 年)	24
图 32: 中国零担市场份额分布 (2021 年)	24
图 33: 美国快运龙头公司收入规模 (亿美元)	25
图 34: 中国快运龙头公司收入规模 (亿元)	25
图 35: 美国快运龙头公司营运利润率 (美国会计准则下的 Operating margin)	26
图 36: 中国快运龙头公司毛利率	26
图 37: 美国快运龙头公司营运利润规模 (亿美元)	26

图 38: 中国快运龙头公司扣非净利规模 (亿元)	26
图 39: 美国零担龙头公司 ODFL 在美国各个细分区域的市场份额增长情况	27
图 40: 美国零担龙头公司 ODFL 的收入稳定增长 (亿元)	28
图 41: 美国零担龙头公司 ODFL 的净利润快速增长 (亿元)	28
图 42: 中美零担代表企业平均单票重量 (KG)	28
图 43: 德邦股份前瞻 PE 变化趋势	30
表 1: 德邦股份发展历程	5
表 2: 2021 年快运公司网络数据对比	10
表 3: 快运龙头公司的主要产品情况	11
表 4: 零担市场中快运公司和专线公司的区别	14
表 5: 零担公司收入排名	17
表 6: 零担公司货量排名	17
表 7: 我国物流龙头企业均已经布局大件快递市场	19
表 8: 京东物流收购的标的情况	22
表 9: 德邦股份与京东集团的关联交易 23 年预计情况及 23 年上半年实际情况	22
表 10: 德邦股份的收入拆分	29
表 11: 德邦股份未来 3 年盈利预测表	29
表 12: 大件快递单价同比变化及综合毛利率变化对归母净利润影响的敏感性分析	30
表 13: 同类公司估值比较	32

公司概况：零担物流龙头企业，2022 年迎来经营拐点

深耕零担快运十余年，德邦易主京东物流

德邦股份深耕零担快运市场十余年，已成为我国零担物流市场的龙头企业。德邦股份于 1996 年正式成立。2001 年，公司开通了第一条长途汽运专线——广州至北京线，正式进军国内公路汽运领域，标志着德邦全国布局迈出第一步。2004 年，公司在业内首创“卡车航班”业务，且凭借“空运速度、汽运价格”的显著优势，迅速占领零担物流中高端市场，奠定了德邦在国内公路零担领域的强者地位。2009 年，总部搬迁至上海，德邦由区域性公司向全国性公司发展迈出关键一步。2010 年，德邦营业收入超过 26 亿元，成为行业第一。2013 年 11 月，德邦的快递业务正式上线。2018 年德邦在上海证券交易所挂牌上市，聚焦“大件快递市场”，成为首家通过 IPO 在国内主板上市的快运企业。2022 年德邦股份的零担收入在行业内排名第三，已经成为零担物流市场的龙头企业。

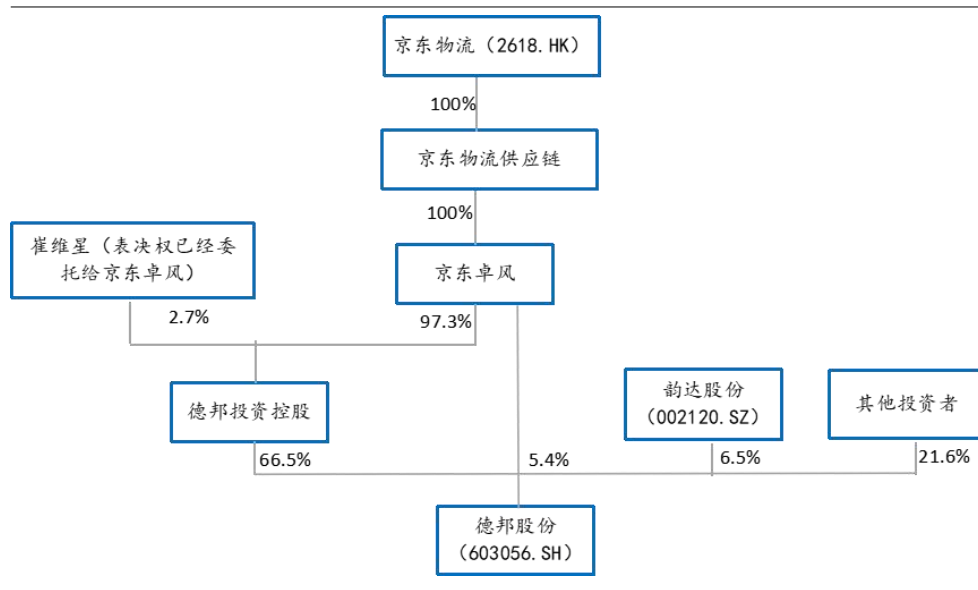
表1: 德邦股份发展历程

时间	重要事件
1996 年	前任董事长崔维星先生正式涉足货运领域，在广东创办德邦股份的前身——“崔氏货运公司”。
1998 年	承包中国南方航空（集团）公司老干部客货运处（简称“南航老干”），创新推出了空运合大票的物流新模式，推动了航空货代行业的一次革新。
2001 年	开通第一条长途汽运专线——广州至北京线，正式进军国内公路汽运领域，标志着德邦全国布局迈出第一步。
2004 年	业内首创“卡车航班”业务，且凭借“空运速度、汽运价格”的显著优势，迅速占领零担物流中高端市场，奠定了德邦在国内公路零担领域的强者地位。
2006 年	成为业内首家面向本科高校启动校园招聘的物流企业，自此开始全面推行人才自主培养战略，为企业长远发展提前布局关键人才梯队，使德邦的高素质人才保有量一直领衔行业。
2008 年	推行物流标准化理念，店面、管理、流程、数据全部实现标准化操作，实现物流网点在全国快速复制，引领物流行业由散乱格局走向标准化管理模式。
2009 年	总部搬迁至上海，德邦由区域性公司向全国性公司发展迈出关键一步。
2010 年	凭借全年 26.2 亿元的营业收入，一跃成为中国公路零担物流领域的龙头企业。
2013 年	德邦快递业务正式上线，旗下明星产品“3.60 特惠件”作为大件快递的雏形迅速赢得市场认可。
2015 年	正式进军仓储与供应链业务，标志德邦向综合性物流再次迈出关键一步。
2016 年	正式开启跨境业务，为客户提供陆、海、空多式联运服务，提供跨境一体化解决方案，为中国商品出海保驾护航。
2018 年	1 月 16 日，在上海证券交易所 A 股市场正式挂牌交易，简称“德邦股份”（代码 603056）。
2022 年	京东物流要约收购德邦股份，成为德邦股份的新实控人。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

京东物流成为德邦的新实控人。2022 年 3 月 13 日，京东物流（2618.HK）发布公告，以每股 13.15 元的价格收购德邦约 66.5% 的股权，总交易价 89.76 亿元，同时向除德邦控股之外的其他德邦股份股东发出全面要约。2022 年 9 月 6 日，京东物流完成了对德邦股份的全面要约收购，京东物流合计控制公司股份 739 百万股，占公司总股本的 71.93%（其中，间接控股 66.5%、直接控股 5.4%）。由于全面要约结束后，德邦股份的社会公众持股数量占总股本的比例仍然高于 10%，不满足退市的条件，因此德邦股份得以继续保持上市地位。此外，目前韵达股份（002120.SZ）仍然是德邦股份的参股股东，持有公司 6.5% 的股份。

图1：德邦股份股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“快运+大件快递”双轮驱动，2022年盈利拐点显现

德邦股份现在主要有两大业务——快运和大件快递。1) 快运业务为公司的传统业务，主要是揽收、运输、派送单票60公斤以上的货物，拥有行业领先的网络布局、市场渠道、服务体验、运营管理模式，享有较高的品牌知名度与美誉度。2) 大件快递业务为公司2013年正式推出的新业务，主要是运输单票3-60公斤的货物，公司切入了大件快递这个相对空白的市场，与传统快递企业展开差异化竞争。

其中，快运业务针对不同时效要求及运输距离，公司已打造了精准卡航（快时效全覆盖）、精准汽运（普通时效高性价比）、精准空运（快时效长距离）三类标准化产品；针对单票重量或体积较大的快运货物，公司为客户提供整车业务服务。此外，公司为客户提供多种增值服务，如上门接送货、代收货款、安全包装及综合信息服务等，以满足不同客户的个性化需求。

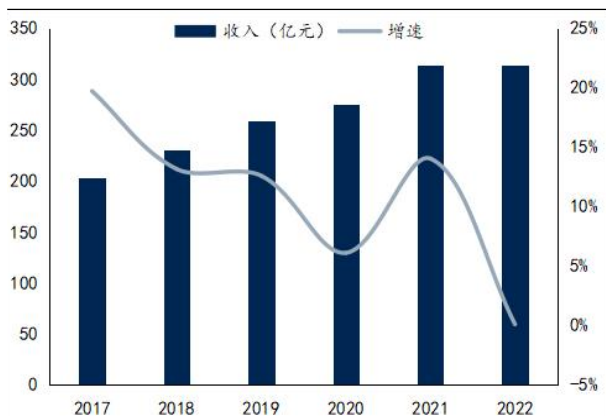
图2: 德邦股份产品矩阵



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

得益于大件快递业务的高增长，公司收入规模增长稳健。公司营业收入自 2017 年的 203.5 亿元增长至 2022 年的 313.9 亿元，年复合增速为 9.1%。其中，大件快递业务的增长表现明显优于快运业务，目前仍然处于成长期，大件快递业务收入自 2017 年的 69.3 亿元增长至 2022 年的 207.9 亿元，年复合增速为 25%，尽管其 2022 年的收入占比已提升至 66%，但增速仍然明显优于快运业务。公司的快运业务已经进入成熟期，在行业内处于领先地位，收入规模近几年呈小幅下滑趋势，2017 年至 2022 年的复合增速为-6%。

图3：德邦股份的营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：大件快递业务和快运业务的收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近几年，多方面因素导致公司利润波动较大。公司 2015 年至 2022 年归母净利润波动较大，2015 年至 2018 年归母净利润从 3.4 亿元稳定增长至 7.0 亿元，2019 年和 2021 年受多方面因素影响，导致利润出现低点，2022 年受益于市场竞争优化以及公司自身经营改善，利润大幅修复至 6.5 亿元。

2019 年和 2021 年公司利润压力较大、在历史较低水平上，主要是因为 1) 物流服务与宏观经济协同性高，2019 年以来我国宏观经济增长承压导致物流需求表现疲软，从而对公司收入增长造成一定负面影响；2) 公司全方面的资源投入以及末端网络变革在短期内带来一定的成本压力；3) 快运市场竞争日趋激烈，公司根据产品定位、竞争情况适时调整价格策略，价格压力较大。

2022 年公司盈利能力开始回升，一是得益于快运行业龙头竞争有所缓和，价格压力缓解；二是因为公司网络产能扩大和升级阶段性告一段落，2022 年资本开支水平开始下滑，产能利用率实现提升；三是公司精细化管理能力不断提升，包括末端网络重构、强控后台费用等。

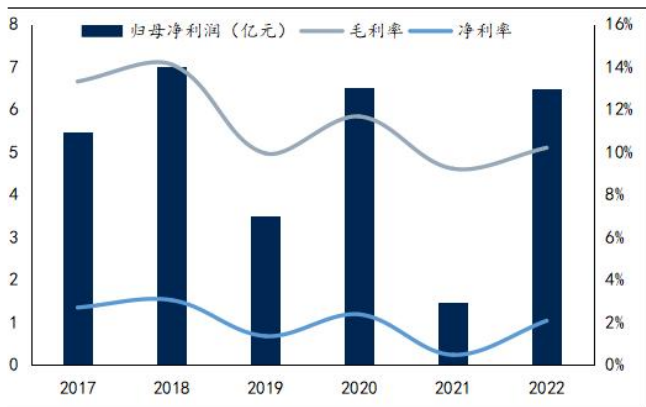
图5：德邦股份销售费用率和管理费用率



注：2022 年费用率统计口径有调整

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

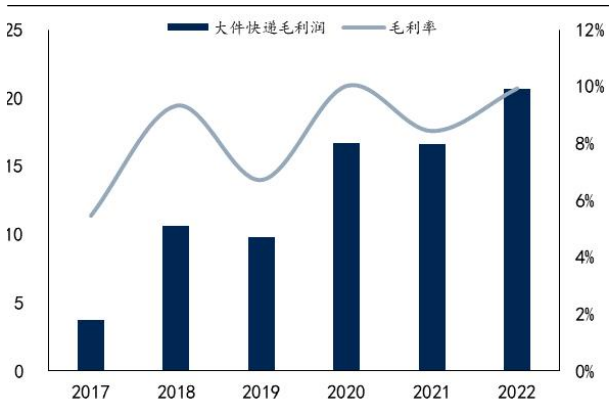
图6：德邦股份归母净利润、毛利率及净利率



注：2022 年的成本费用数据分类有调整，2021 和 2022 年毛利率为最新口径

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

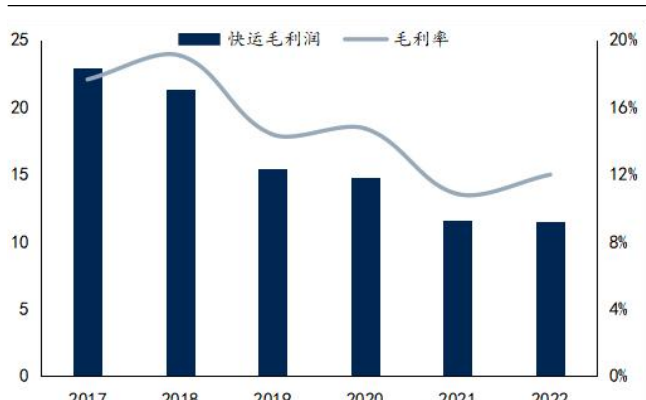
图7：德邦股份大件快递业务毛利润及毛利率（亿元）



注：2022 年的成本费用数据分类有调整，2021 和 2022 年毛利率为最新口径

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：德邦股份快运业务毛利润及毛利率（亿元）



注：2022 年的成本费用数据分类有调整，2021 和 2022 年毛利率为最新口径

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

直营全国性网络构筑护城河，服务溢价显著

优势一：公司已经建成完善的全国性网络

公司 2018 年上市融资后，不断进行战略性投入，夯实底盘建设，快递员数量、运输车辆、运输线路、分拨中心等不断增加，全国网络已经建设完成。截至 2022 年底，拥有末端网点 8801 个，包括 5901 个直营网点、2900 个合伙人网点，乡镇覆盖率 94.0%；拥有分拨中心 132 个，干线线路 2270 条；仓库 146 个（总面积 97.86 万平方米）以及 186 条跨境线路。

表2: 2021 年快运公司网络数据对比

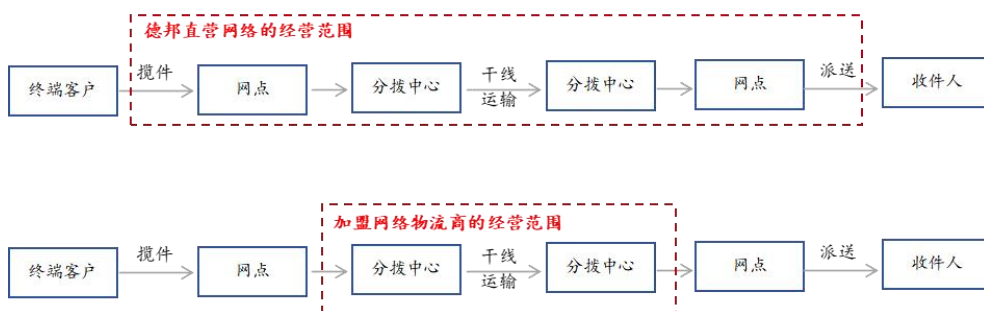
	德邦股份	顺丰快运	安能物流	中通快运
网点数量	9127 个	加盟网络 14000+个	29100 个	16000 余个
分拨中心数量	153	118	162	80
分拨中心面积(万平方米)	233	416	222	-
干线数量	2182	3292	3100	-
乡镇覆盖率	94.50%	91.50%	96%	-
货量(万吨)	450	1465	1261	925

资料来源: 运联传媒, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

优势二: 直营网络经营, 产品服务质量高

德邦的直营网络可控性强, 产品服务质量有保障。物流网络往往分为两种模式——加盟和直营, 加盟模式下的网点与总部是合作关系, 这种模式往往经营成本更低、但是会牺牲总部的控制力和产品服务质量; 相反的是, 直营模式下网点隶属于总部, 这种模式经营成本高, 但是总部的控制力和产品服务质量往往有保障。德邦多年来坚持以直营网络为主的经营策略, 虽然在业务开展的早期阶段资本投入较大, 但由于对开展业务的各个操作环节拥有绝对的控制力, 德邦在产品服务质量方面能够提供更加优质的保障, 因而对市场上更加注重服务质量的优质客户具有更大的吸引力。2022 年全年, 根据菜鸟指数, 在行业 11 家主要快递公司中, 服务项目指标德邦快递排名位居行业前列, 综合排名从 2017 年的第六名提升至 2022 年的第二名。

图9: 德邦直营网络的经营范围示意图



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

德邦的物流产品已经享有服务溢价。全国性快运市场根据产品服务质量的的高低分为中高端市场和低端市场。中高端市场集中度高, 现在的主要玩家包括顺丰快运和京东系(包括德邦、跨越速运、京东快运); 低端市场竞争相对更分散, 代表玩家有顺心捷达(已被顺丰控股)、安能物流、中通快运、百世快运、韵达快运、壹米滴答等。德邦为客户提供了时效快、稳定性强、破损率低的高端快运、

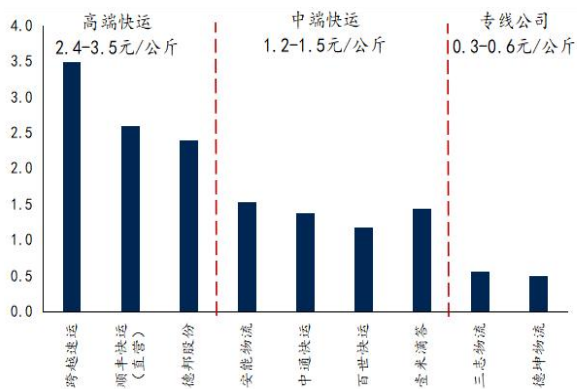
大件快递产品，所以服务价格也明显高于其他竞争对手。高端快运产品的单价一般在 2.5-3.5 元/公斤区间，中低端快运产品的单价一般在 0.5-1.5 元/公斤区间。

表3：快运龙头公司的主要产品情况

公司	大件快递产品	高端快运产品	小票快运产品	大票快运产品
德邦股份	大件快递（3-60kg）	精准卡航、精准汽运、精准空运		
顺丰快运	顺丰卡航（20kg 以上）			
顺心捷达	顺心包裹（0-130kg）	顺心零担（130kg 以上）		
跨越速运	当天达、次日达、隔天达产品（3-500kg）			
安能快运	电商件（10-70kg）	精准零担快运（70-3000kg）		
中通快运	快运小件（60kg）	标准快运（60kg 以上）		大票零担（800kg 以上）
百世快运	电商件（0-70kg）	惠心件（70-300kg）	小零担（300kg-1T）	

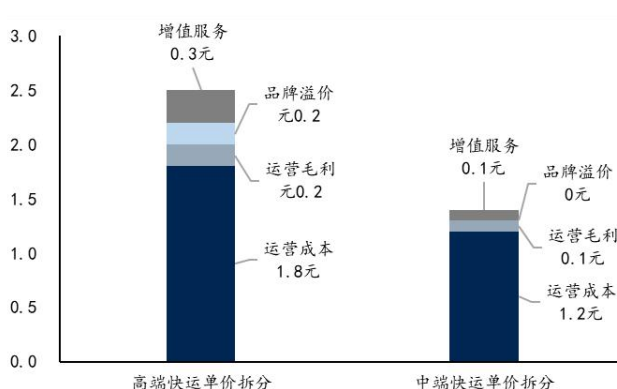
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图10：不同服务质量的快运产品单价对比（元）



注：根据第三方运联传媒的 2021 年数据估算

图11：不同服务质量快运产品单价的结构拆分对比（元）



资料来源：运联研究，国信证券经济研究所整理

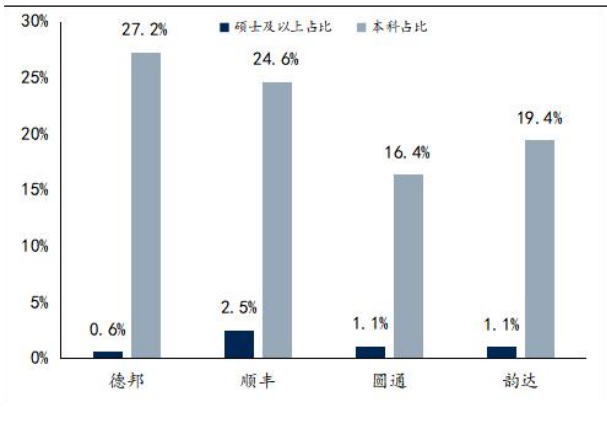
资料来源：公司公告，运联传媒，国信证券经济研究所整理

优势三：构建高质量人才队伍

德邦股份的人才培养体系在物流行业内一直独树一帜，高学历人才占比最高。公司认为校招生是未来中高层干部的重要来源，也是公司培养自有人才的基石。公司从 2006 年起逐步开始本硕博校园招聘，经过十多年的发展，累计招聘 17416 名本科生、2649 名硕士及博士研究生。截至 2022 年 12 月 31 日，公司自有员工中大学本科及以上学历者占比约为 29.1%，大专及以上学历者占比达到 52.5%，人员整体素质较高，有利于提升公司对外服务的质量。

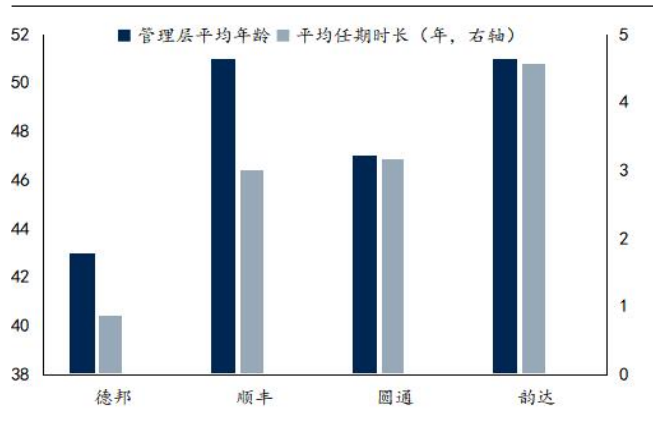
公司拥有一支经验丰富、锐意进取、年富力强的管理团队。公司管理层平均年龄 31 岁，在公司的平均工作时间超过 6 年。其中，核心中高层管理团队平均年龄 37 岁，在公司的平均工作时间已超过 12 年；而高层管理团队任职时间较短主要是 2022 年京东物流收购导致人员发生变动导致的。

图12: 德邦股份及可比公司在职员工的学历结构 (2022年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 德邦股份及可比公司高层管理团队平均年龄以及平均任期时长 (2022年)



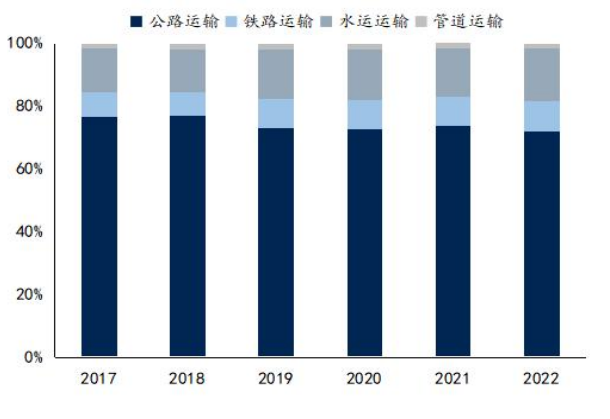
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

零担行业: 快运持续渗透零担市场, 行业进入整合期

零担万亿市场, 快运网络渗透率持续提升

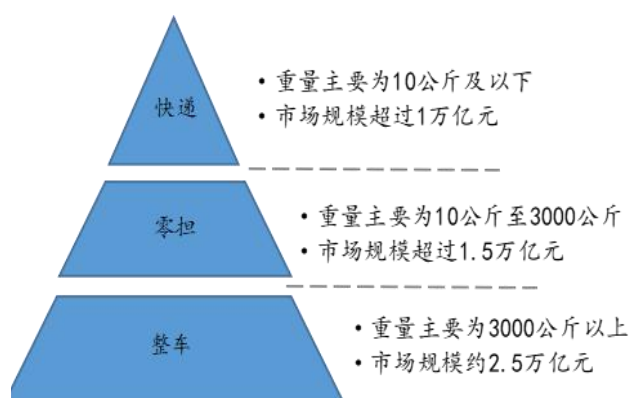
零担是公路货运中的一种形式, 当一批货物的重量或容积不满一辆货车时, 可与其他几批甚至上百批货物共用一辆货车装运。2017-2022年期间, 公路运输在我国货运总量中占比超过70%, 在我国物流体系中发挥着重要的作用。公路运输行业根据货物的单票重量一般可以细分为三个板块, 即快递包裹、零担以及整车。快递通常为重量在10公斤以下的包裹提供门到门的派送服务, 而整车则通常为整车卡车载重3吨及以上的货物提供直接的点到点运输服务。相比之下, 零担采用灵活的运输方式, 运输重量通常在10公斤至3吨之间。

图14: 我国货物运输的主要方式是公路运输 (货量占比)



注: 航空货量占比可忽略不计

图15: 公路货物运输市场按照每单货物重量进行市场细分



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

资料来源：交通运输部，Wind，国信证券经济研究所整理

根据艾瑞咨询数据，2015-2021年，我国零担市场规模从1.14万亿元增长至1.63万亿元，年复合增速为6.2%，而且预计该行业市场规模将持续增长，2025年有望突破2万亿。零担行业增长的驱动力主要在于：

1) 物流需求是一种商流派生的需求，商流的差异决定了物流的选择。长链长半径、长链短半径、短链长半径、短链短半径四类商流分别对应着不同的最佳物流选择。得益于电商的蓬勃发展以及新零售的出现，中国商流目前呈现出供应链短链化、C2M定制化、销售渠道扁平化等新趋势，这些新趋势对物流提出新的要求。商流的定制化和渠道扁平化为物流带来了更多碎片化订单，“零担”物流模式（尤其是其中的快运模式）满足了高效消化小批量、多批次、碎片化订单的需求。

2) 随着电商渗透的提升，B2C大件电商（例如白色家电、家具陈设及家居配饰）将继续维持增长态势。相比快递一般运送10公斤以内的快件，零担服务更能满足B2C大件电商产品门到门配送的需求。B2C大件电商的渗透率提升将为零担市场带来增长机遇（尤其是具备全国各地覆盖及门到门能力的快运网络）。

3) 传统制造业已逐步发展为更柔性化且及时的生产模式，即C2M模式，此模式下呈现出SKU丰富化、生产小批量化、制造周期短及高频次货运等特点。制造商及时生产加快了库存周转及提升了配送效率。因此，强计划性的大批量货运需求已被即时、小批量、高频次货运需求逐步取代，其推动了零担市场的增长。

图16：我国零担市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，国信证券经济研究所整理

中国零担市场按照其运营模式、网络覆盖程度以及服务范畴及水平主要可以划分出两类玩家——快运网络服务商（覆盖全国）以及区域和专线货运运营商（覆盖区域）。与区域和专线货运运营商相比，快运网络服务商往往规模效应更强，且能够提供及时、综合和数字化的服务，以及能够提供更高服务品质的产品。基于以上优势，快运网络服务商在中国零担市场中的市场份额持续提升，因此快运网络对我国零担市场的渗透率自2015年的2.9%提升到了2020年的6.1%，艾瑞咨询

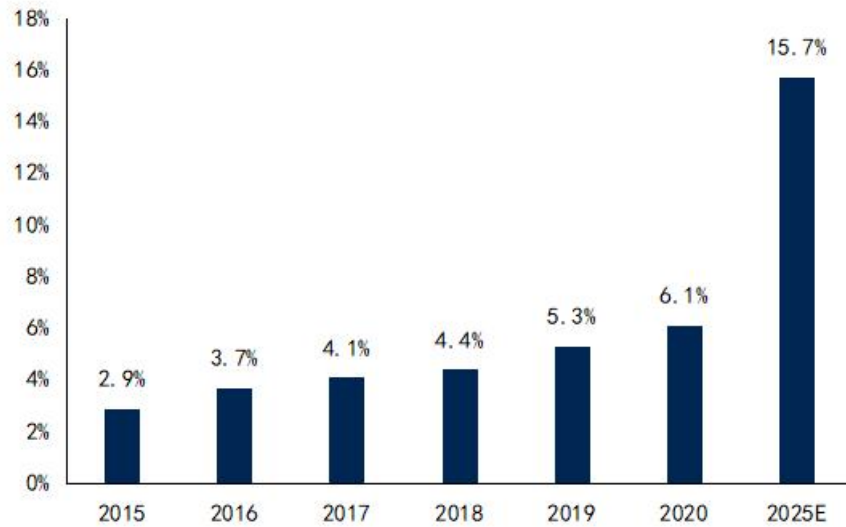
预计 2025 年该比例有望提升至 15.7%，从而满足全国性、端到端及综合服务的终端客户持续增加的需求。

表4: 零担市场中快运公司和专线公司的区别

类别	快运网络	专线及区域货运商
运营模式	· 轴辐射网络模式 · 枢纽负责货物拼装及分类, 货物通过各条路线(轴射线)运输至各网点, 网点则负责揽件及派送	区域货运商收集订单, 并通过专线运输货物
网络覆盖	广泛深入覆盖大多数省市及县镇的全国性网络	点点直达, 不存在网络
端到端	全国性的网络覆盖	有限的干线运输路线
综合性	大量网点以相对较低的成本进行揽件及派送	自提或与市内物流公司合作
托运服务	提供各类产品组合以迎合不同需求	单一类别产品组合
可靠性	实时追踪	终端客户未必能够追踪货运状态
时效性	完备的基础设施及营运系统以确保不同产品的时效性	由于缺乏标准化, 无法保证始终如一的及时交货
品质	通过标准化运营保持一致的服务质量	能够提供定制服务, 但服务质量参差不齐
准入壁垒及行业集中度	· 在建立稳定网络方面有较高准入壁垒 · 目前运营中的快运网络仅十余个	· 准入壁垒较低 · 目前有 20 万至 30 万家运营中的专线及区域货运商

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 快运网络在中国零担市场的市场份额



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图18: 我国快运市场规模增长趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

行业竞争集中度持续提升, 集团化巨头出现

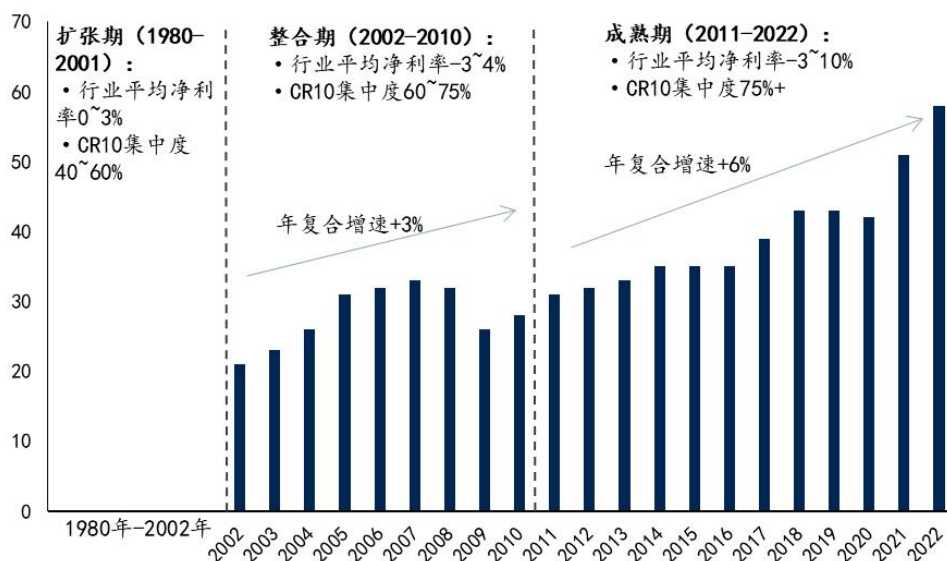
参考美国, 零担行业的发展历程大致可以分为三个阶段:

1) **扩张期 (1980-2001年) - 政府支持、跑马圈地:** 1980年, 美国国会颁布了《公路运输解禁法案》, 取消了公路运输的进入壁垒和费率管制, 大量的竞争者进入零担行业, 行业进入了发展扩张期。1997年以后, Fedex、UPS等快递龙头企业陆续通过并购迅速整合布局零担业务, CR10集中度逐步从40%提升到60%。

2) **整合期 (2002-2010年) - 洗牌整合、加速出清:** 行业需求维持低速增长, 随着快递龙头企业进入零担市场, 行业进入低利润时代。2004年以后, 快运头部企业开始出现破产, 2008年次贷危机进一步加速了行业出清, 最后剩下的龙头零担公司都实现了市占率提升, CR10集中度提升至75%。

3) **成熟期 (2011年-至今) - 格局稳定、比拼内力:** 行业进入高质量增长阶段, 行业的平均盈利水平稳步提升。零担快运龙头企业 ODFL (Old Dominion Freight Line) 长期苦练内功, 其收入从2002年的5.66亿美元增至2020年的40亿美元, 复合年均增长率为11.4%, 市场份额从2.1%相应增至9.4%, 从第五名上升至第二名, 且2022年净利率提升至22%, 显著高于市场平均3%-10%的净利率水平。这主要归功于ODFL长久以来不断优化的运营能力, ODFL主要通过收购竞争对手来快速扩展货运网络并实现规模经济, 从而实现了超出行业平均水平的业务增长以及市值的增加。在形成各自的全国货运网络之后, ODFL不断提升运营效率, 同时对运输枢纽、网点以及科技和智能设备的不断投资, 以及提供定制化的高质量产品服务, 逐渐形成高客户黏性和品牌溢价, 从而实现明显高于行业平均水平的盈利能力。

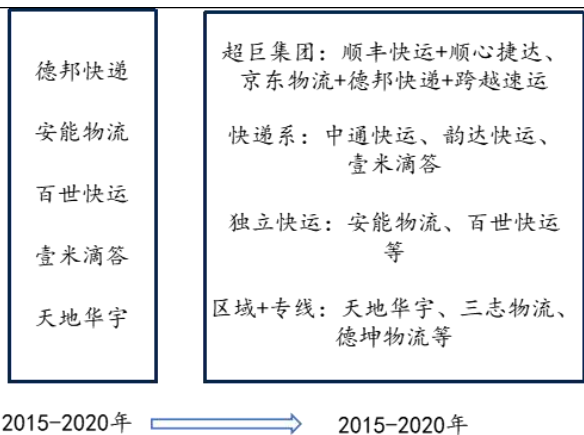
图19: 美国零担市场规模稳定增长, 经历了扩张期、整合期、成熟期 (十亿美元)



资料来源: 麦肯锡咨询, 国信证券经济研究所整理

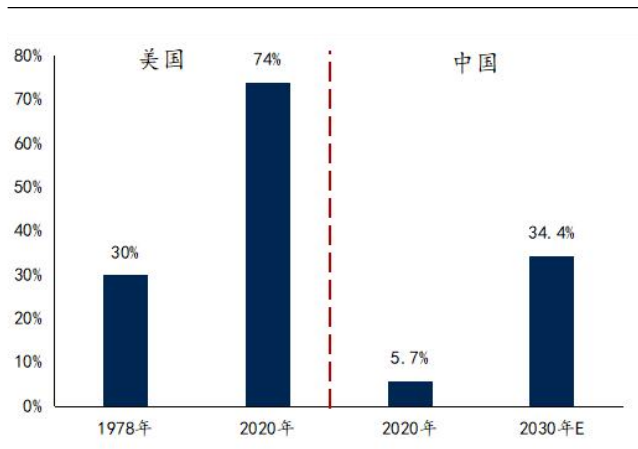
与之类似, 我们认为我国的零担快运行业目前已经发展到第二阶段整合期, 预计中国领先的零担快运网络将继续通过加快市场整合来巩固其市场领先地位和成本领先优势。过去几年零担市场竞争环境加剧, 再加上国内货运需求量大且复杂, 物流企业越发激进, 使得现阶段我国零担物流行业竞争相对分散。但长远来看, 未来我国零担物流行业集中度将不断提升。我们估计 2016 年-2022 年我国零担物流 CR10 由 2.9% 提升至 7.5%, 近几年我国快运市场 CR10 超过了 70%。在中国零担行业集中度提升这个过程中, 龙头公司也是通过收购整合加速自身的市场份额提升。2018 年 3 月, 顺丰收购了广东的新邦物流, 并重新建立了加盟制“顺心捷达”快运品牌, 自此顺丰快运业务包括了两大品牌——顺丰直营的快运产品 (针对高端市场) 以及加盟制的顺心捷达 (针对中端市场)。京东物流于 2020 年 8 月订立最终协议, 确认收购航空快运公司——跨越速运, 然后又于 2022 年 9 月完成了对德邦股份的要约收购。11 月 6 日, 百世创始人周韶宁以及阿里巴巴和菜鸟网络组成的买方集团提出对百世集团的要约收购, 目前百世集团的三大业务就是快运、供应链和国际。

图20: 零担公司的竞争格局演变



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国和美国的零担行业集中度 CR10 对比



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

表5: 零担公司收入排名

排名	2020年		2021年		2022年
	公司	收入 (亿元)	公司	收入 (亿元)	收入 (亿元)
1	顺丰快运	207.8	顺丰快运	302.3	339.3
2	德邦股份	106.5	跨越速运	113	139.7
3	安能物流	75.1	德邦股份	106.8	96.0
4	壹米滴答	67.3	安能物流	96.5	92.9
5	百世快运	52.2	壹米滴答	73.9	88.4
6	三志物流	46	京东快运	67	68.0
7	中通快运	40.5	中通快运	64	61.2
8	德坤物流	33	三志物流	62	49.6
9	韵达快运	19.1	百世快运	54.4	48.9
10	宇鑫物流	15.7	德坤物流	44.8	42.4

资料来源: 运联传媒, 国信证券经济研究所整理

表6: 零担公司货量排名

排名	2019年		2020年		2021年
	公司	货量 (万吨)	公司	货量 (万吨)	货量 (万吨)
1	壹米滴答	1015	安能物流	1025	1465
2	安能物流	920	顺丰快运	1015	1261
3	三志物流	710	壹米滴答	950	1020
4	百世快运	698	百世快运	840	925
5	顺丰快运	591	三志物流	820	922
6	盛丰快运	550	德坤物流	656	450
7	中通快运	465	中通快运	652	402
8	德邦股份	459	德邦股份	463	367
9	盛辉物流	432	宇佳物流	455	320
10	宇佳物流	360	长通物流	451	155

资料来源: 运联传媒, 国信证券经济研究所整理

公司看点：大件快递景气+优化成本费用+京东物流协同

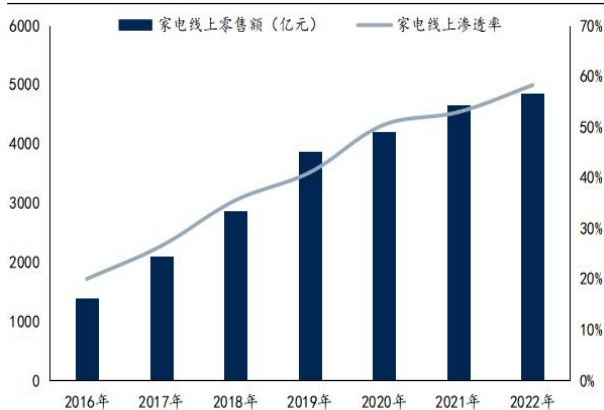
大件商品电商化，大件快递市场维持景气

德邦提供时效更快、服务更优的高端物流产品，因此主要聚焦高端快运市场，其下游需求包括日用品、机器设备、家电家具家装、电子、服装等，因此公司的收入增长与宏观经济、居民消费、地产周期相关性较高。去年由于宏观经济、居民消费、地产周期等复苏乏力，公司去年收入为零增长。

值得注意的是，电商向“大件”商品渗透，为“大件”快递的发展带来空间。从电商发展轨迹来看，电商起步阶段主要依靠价值低、货物体积小商品，而随着电商的成熟和快递行业的迅猛发展，家电、家具、建材、卫浴、酒类等价值高、体积大、非标准化外形的商品迎来了发展机遇。1) 在家电领域，2014年家电线上零售额占比仅为11%左右，而根据中国电子信息产业发展研究院发布的《2022年中国家电市场报告》，2022年国内家电行业线上渠道销售额占比达58.2%，渗透率稳步提升，我国家电零售已经形成“线上市场主导、线下市场辅助”的崭新格局。2) 在家装领域，根据艾瑞咨询数据，家装线上渗透率有望从2018年的15%提升至2024年的21%。

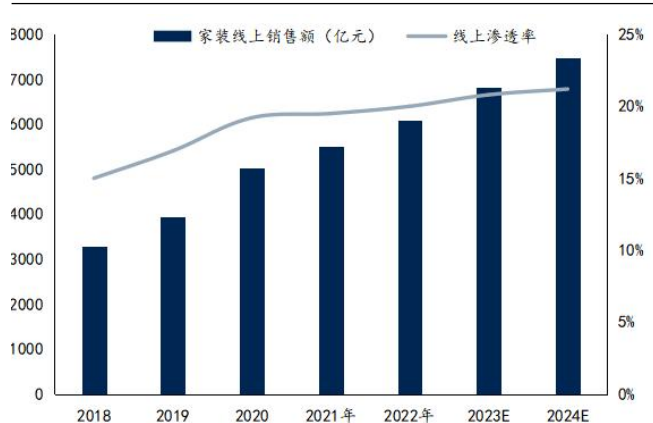
大件商品的电商兴起从而催生出了大件快递（一般覆盖3-100公斤段的货物）的增量需求。易观咨询《2018中国大件快递白皮书》显示，大件快递市场规模大概在2000亿-2500亿元，预计未来几年增速维持25-30%。贝恩咨询也预测，2020年往后5-30公斤段的大件快递市场增速将达到25%，30-100公斤段的物流市场增速将达到20%，到2025年5-100公斤这个细分物流市场的规模有望超万亿元。

图22: 我国家电线上销售额及渗透率



资料来源：中国电子信息产业发展研究院（又称赛迪研究院），国信证券经济研究所整理

图23: 我国家装线上销售额及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

表7：我国物流龙头企业均已经布局大件快递市场

日期	主体	事件
2013年以前	日日顺等企业	为家电家居行业提供了相应的物流解决方案，但暂未将服务大范围的开放至第三方，大件快递尚处于雏形阶段。
2013年	德邦股份	开启大件快递业务，同时在行业中首次推出了基于大件快递产品。
2014年	顺丰速运	推出重货产品，正式从小件快递拓展至大件快递。
2015年	安能物流	推出 Mini 小包产品，正式将业务渗透进低公斤段的大件快递市场
2016年	百世、中通	纷纷进入快运市场，分别推出了惠心件和小票零担产品。
2017年	圆通、韵达优速	推出了电商大件、330 限时达等产品，正式进入大件快递市场。
2018年	德邦、顺丰	对大件快递产品进行服务升级；顺丰直营的重货业务改名为快运业务。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

提升服务质量，优化成本费用

产品聚焦，提升服务质量

德邦近两年一直坚持聚焦优势领域，提升服务质量：

1) **公司坚持聚焦 3-60 公斤段大件快递业务，减少公斤段的扩张。**目前，公司聚焦于大件快递细分市场且采取差异化竞争策略。公司推广产品的策略是“1+n”，1 是标准化产品，n 是在标准化产品基础上提供差异化解决方案。公司将慢慢细分不同类型客户，首先是重点服务好集团大客户，从而建立起品牌客户和服务标杆；其次加速拓展头腰部客户，这部分客户可以贡献优质收入；最后挖掘中小型客户，为其提供标品，赚取利润。

2) **公司坚持优化破损率。**破损率高是快运行业客户流失及评价不满意的主要原因之一，建材、3C、家具、家电、酒类等商品运输过程中的破损问题尤为明显。德邦将低破损率视为大件快递业务的核心竞争力之一，所以不断投入人力、财力、物力，除智慧末端、智慧场站等技术应用外，在收转运派各环节加强基础管理，稳步降低了大件货物的破损率。

3) **公司也一直重视提升时效。**公司充分发挥直营网络优势，持续深挖各环节影响时效准确性的操作点，通过流程梳理、信息化监控、加强时效稳定性考核等持续缩短全链路时长并提升时效稳定性。2023 年，公司核心聚焦短途及核心城市的时效提升，通过优化小运作，减少中转次数、线路拉直、节点调整、增加末端多频线路等方式逐步提升短途、核心城市次日达时效。目前，德邦的时效达成率已经接近 90%，达到历史较优水平。

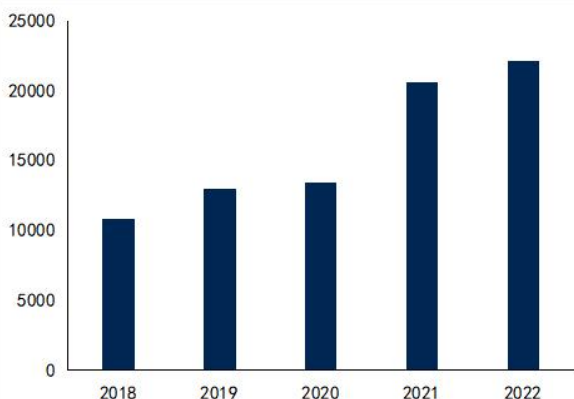
网络及管理升级，优化成本费用

1) 干线运输优化

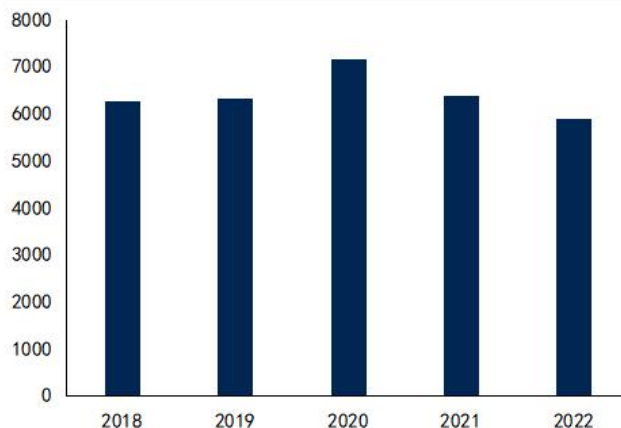
随着业务量的不断增长及网络线路优化，德邦越来越多的线路可实现对发，因此公司在货量稳定的对发线路逐步加大自有车辆的投入，提升自有运力比例，降低运输成本。2022 年公司自有营运车辆从 20602 辆增加至 22160 辆，自有运力占比提升了 6.3 个百分点至 60%以上。

2) 末端网点升级

由于以前对接客户需要线下进行，所以公司需要通过大量开门店揽货。但现在客户对接也线上化了，实体门店的必要性弱化，所以 2021 年公司开始做末端网络变革，通过设置面积更大、功能更全的大门店，取代低效的小门店，从而实现场地租金和人员成本的节约。2022 年公司新建重货分部约 200 个，合并、优化低效门店超 600 个，并配套了更适合大件收派的工具设备，提升末端效率及服务质量，因此快递员（不包含重货快递员）全年日均收派效率由 61.41 件/天提升至 65.34 件/天。得益于网点的重构，公司 2022 年人力成本也实现同比下降。

图24: 德邦股份自有营运车辆数量


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25: 德邦股份直营网点数量


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

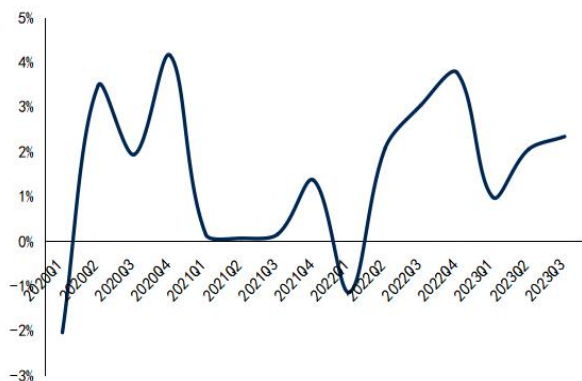
3) 管理费用优化

公司 2020 年下半年开始，加大了后端职能资源投入，除基础职能人员薪资上调外，人才战略进行了全面升级，制定了高潜人才培养计划，并引导业务经验不足的职能中高层管理人员赴一线历练，通过之字形发展培养出更具综合能力的人才，消除业务与职能部门隔阂，增加了人才厚度，但是导致 2021 年上半年管理费用出现明显涨幅。2021 年下半年开始，在坚实的人才基础上，公司通过组织、流程优化有效控制了管理费用的涨幅，管理费用占收入比环比上半年下降 0.36 个百分点。2022 年，基于扎实的人才基础，公司继续逐步推进组织、流程优化，提高人岗匹配度，增加管理跨度，提升后台管理效率，推进后台单位管理费用有质量的降低。

4) 资本开支进入下降通道

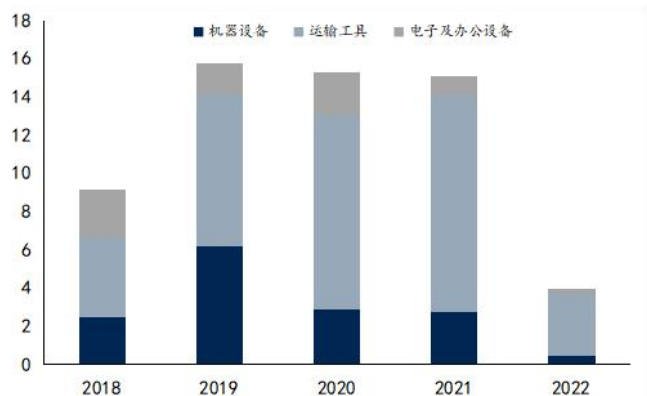
干线升级和末端网点变革接近尾声，2021 年是资本开支高点，2023 年资本开支将维持在低位水平，产能供给增长速度可控。未来随着业务量稳定增长，公司整体的资产利用率将有望继续提升。

图26: 近一年德邦股份季度归母净利润率优化趋势明显



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 2022 年德邦股份资本开支大幅下降 (亿元)



注: 不包括长期租赁房屋及建筑物的支出

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

京东物流助力, “业务+网络” 协同效果可期

京东物流收购德邦股份后, 双方基于自身优势, 将有望实现双赢。

京东物流一直以来的发展战略很清晰, 就是在技术的驱动下, 通过仓储网络、综合运输网络、最后一公里配送网络、大件网络、冷链网络及跨境网络六张网络协同, 不断打磨、升级标准产品, 做好社会化业务。京东物流的优势在于仓配能力以及仓库运营, 在干线运输环节、中转分拣环节以及大件快递服务上仍需提升, 而德邦股份正好可以强化京东物流在这些方面的能力:

- 1) 干线环节, 截至 2022 年底, 德邦在全国拥有超 2270 条干线路线和超 2.2 万辆自有运营车辆。
- 2) 中转环节, 截至 2022 年底, 德邦在全国拥有 132 个分拨中心, 包括 78 个转运中心, 30 个集配站, 24 个运作部, 分拨中心总面积 232 万平米。公司逐步推广自主研发的大小融合自动化分拣设备, 2022 年分拣产能同比提升 4.1%。
- 3) 大件快递, 家电、家居产品特殊性, 末端的配送、安装、维修服务要求更高, 需要专业团队保证统一标准化服务质量。德邦深耕大件快递领域近十年, 作为大件快递领域内高端市场的主要玩家, 在大件快递 (3-60kg) 有其独有的优势。

表8: 京东物流收购的标的情况

收购标的	收购时间	收购方式	标的简介	收购影响
跨越速运	2020.08	30 亿元收购 55.1%的股权	以航空快运为主，特色是全直营服务企业级客户，现有全货运包机 13 架，货运汽车 1.7 万辆，服务网点超 3000 家，覆盖城市超 500 个，日均处理超 30 万票，在中国率先推出当日达、次日达和隔日达等限时产品。	完善航空物流和大宗户，现有全货运包机 13 架，货运汽车 1.7 万辆，货运能力。资料显示，收购完成后京东瞬间拥有超过 620 条航空货运航线。
中国物流资产	2022.07	经过四次增持，持股比例上升至 87.2%	截至 2021 年半年度，在全国拥有 38 个物流园及 179 个物流设施，总建筑面积 318.7 万平方米，在中国 45 座城市管理和运营 65 个物流园区。旗下有达达快送和京东到家两大核心业务平台。其中，达达快送为众包物流平台，为众多零售、服务和 O2O 企业提供规模化、低成本的“最后一公里”物流基础设施服务；京东到家为超市生鲜线。O2O 平台，通过与线下商超、零售店和便利店等深度合作，持续深耕超市生鲜领域。	持续巩固完善物流基础设施平台体系和仓配能力。
达达集团	2022.03	5.5 亿美元增持，持股比例上市至约 52%	截至 2021 年 12 月 31 日，德邦在全国拥有超 2000 条干线线路和超 2 万辆自有运营车辆；在全国拥有 153 个分拨中心，包括 73 个转运中心，40 个集散站，40 个运作部，分拨中心总面积 233 万平方米。	极大提高网点覆盖率、干线运输能力，进一步补齐快运方面的短板。
德邦股份	2022.09	京东物流要约收购 72%的股份		

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

京东物流虽然成为了德邦股份的新实控人，但是未来德邦股份将继续保持原有品牌和团队独立运营，德邦股份产品服务的内容和稳定性并不会发生太大变化。虽然德邦是快运和大件快递领域的头部玩家，但是近几年德邦整体业务增长其实具有一定压力，而被京东物流收购后，有望打开德邦股份的发展空间。我们预计未来京东物流带给德邦股份的协同效应将主要体现在“业务叠加”和“网络融合”两方面：

1) 就业务叠加来说，今年京东物流已经将陆运快运业务的运转派环节均交给了德邦股份，德邦股份公告预计 23 年京东集团给公司贡献的关联交易收入将达到 30 亿元，我们预计 24 年京东物流将为德邦股份贡献更多的增量收入。

表9: 德邦股份与京东集团的关联交易 23 年预计情况及 23 年上半年实际情况

关联交易类别	关联人	2023 年预计金额 (亿元)
向关联方采购商品	京东集团股份有限公司及其控制的企业	0.48
小计		0.48
向关联方提供劳务	京东集团股份有限公司及其控制的企业	22.83
	京东科技控股股份有限公司及其控制的企业	忽略不计
小计		22.83
接受关联方提供的劳务	京东集团股份有限公司及其控制的企业	6.58
	京东科技控股股份有限公司及其控制的企业	0.28
小计		6.86
向关联方出租资产	京东集团股份有限公司及其控制的企业	0.017
小计		0.017
合计		30.18

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

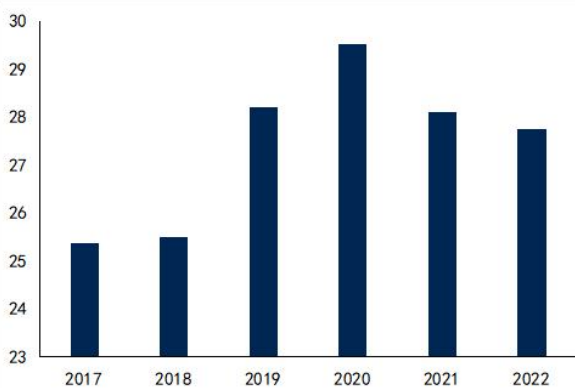
2) 就网络融合来说，德邦股份已经将京东物流的快运网络并入公司，但是截止

目前公司自身的网络和新并入的快运网络的运营还是相对独立的，如果未来两张网络逐步实现融合，将明显提高德邦的经营效率和盈利能力。今年年中，德邦股份和京东物流签订了《资产转让协议》，约定德邦集团将以不超过 1.06 亿元的自有资金购买京东物流及其控股子公司 83 个转运中心的部分资产，截止目前，德邦已全面接管京东物流及其控股子公司上述资产，并对相应转运中心进行运营管理，有序推进公司和京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合。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。项目目前处于第一阶段，公司以客户体验为核心，梳理双方交互流程、完善信息化系统，实现业务平稳过渡。

高端快运竞争格局改善，行业进入良性竞争阶段

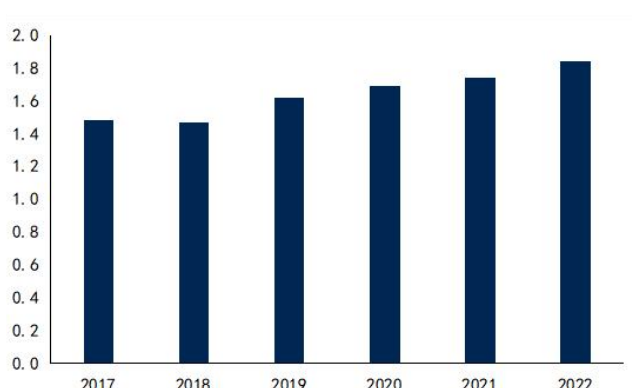
我国快运行业正处于整合期，高端快运细分市场的格局已经完成洗牌、进入良性竞争阶段。2022 年三季度京东物流收购德邦后，高端快运市场的竞争格局就从顺丰快运、德邦股份和京东快运的三足鼎立态势优化成顺丰快运和德邦股份的双寡头格局。从而，高端快运市场的价格竞争明显趋缓，2022 年大件快递业务的单票价格同比降幅为 1.3%，降幅环比下滑（2021 年同比降幅为 4.9%）；2022 年快运业务的单公斤价格同比提升 5.7%，升幅环比提升（2021 年同比升幅为 3.1%）。展望今年及以后，我们认为高端快运市场将维持良性竞争，价格和单位成本将维持相对稳定的下降趋势，价格下降将不再会损害盈利能力。

图28：德邦股份的大件快递单票价格变化趋势（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：德邦股份的快运单公斤价格变化趋势（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 2022 年我国零担市场的公路物流运价指数上升明显



资料来源: WInd, 国信证券经济研究所整理

他山之石：对标美国零担，德邦整合后尚有成长空间

美国零担龙头市占率高、盈利能力优

美国零担市场龙头以 Fedex Freight、ODFL (Old Dominion Freight Line)、Yellow (Yellow Corporation)、XPO Logistics 等为代表，它们的市场份额分别可以占到 17%、10%、10%、8%。而与美国相比，中国零担市场的集中度是较低的，顺丰快运、京东物流系（跨越速运+德邦股份+京东快运）、安能物流、壹米滴答是中国零担收入规模排前四的公司，它们的市场份额分别约为 2.0%、1.9%、0.6%、0.5%，中国的零担龙头公司市场份额还有很大的提升空间。

图31: 美国零担市场份额分布（2021 年）

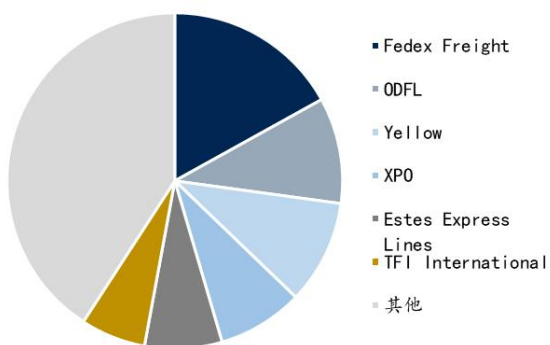
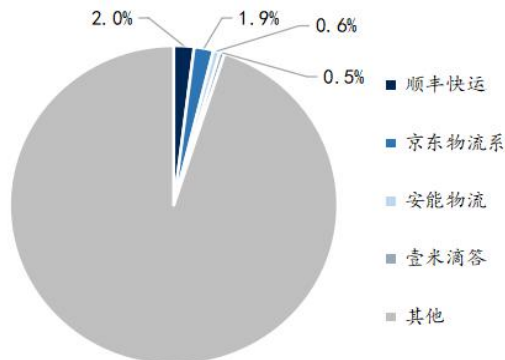


图32: 中国零担市场份额分布（2021 年）



资料来源：SJ Consulting，公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：运联研究院，公司公告，国信证券经济研究所整理

对比美国的零担巨头，中国零担龙头的收入规模、盈利能力水平、利润体量都还有很大的提升空间：

1) 从收入体量角度来看，美国的三大快运巨头 Fedex Freight、ODFL、Yellow 的收入规模分别为 76.4 亿美元（2023 财年）、62.6 亿美元（2022 年）、52.5 亿美元（2022 年）；中国的快运龙头顺丰快运、德邦股份、安能物流 2022 年总部的收入规模分别为 279 亿元、314 亿元、93 亿元。

2) 从盈利能力角度来看，美国的三大快运巨头 Fedex Freight、ODFL、Yellow 的营运利润率（美国会计准则下的 Operating margin）分别为 20.0%（2023 财年）、29.4%（2022 年）、3.8%（2022 年）；中国的快运龙头顺丰快运、德邦股份、安能物流 2022 年的毛利率分别为 12.5%、10.2%、7.8%，扣非净利率分别为 0.1%、1.0%、-4.5%。

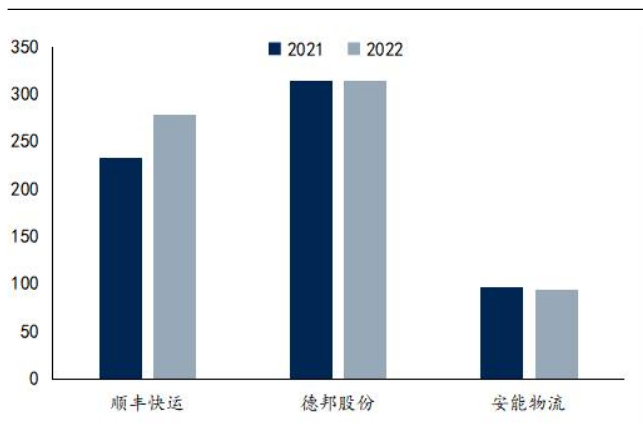
3) 从利润体量来看，美国的三大快运巨头 Fedex Freight、ODFL、Yellow 的营运利润分别为 19.3 亿美元（2023 财年）、18.4 亿美元（2022 年）、2.0 亿美元（2022 年）；中国的快运龙头顺丰快运、德邦股份、安能物流 2022 年的扣非净利润分别为 0.3 亿元、3.1 亿元、-4.2 亿元。

图33: 美国快运龙头公司收入规模（亿美元）



注：Fedex Freight 的数据是 2023 财年的（2022.06-2023.05）

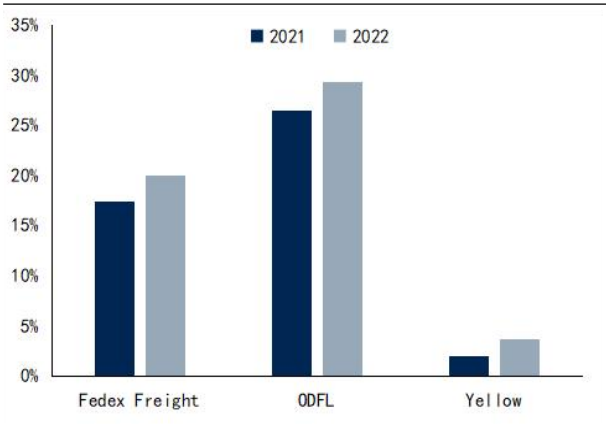
图34: 中国快运龙头公司收入规模（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

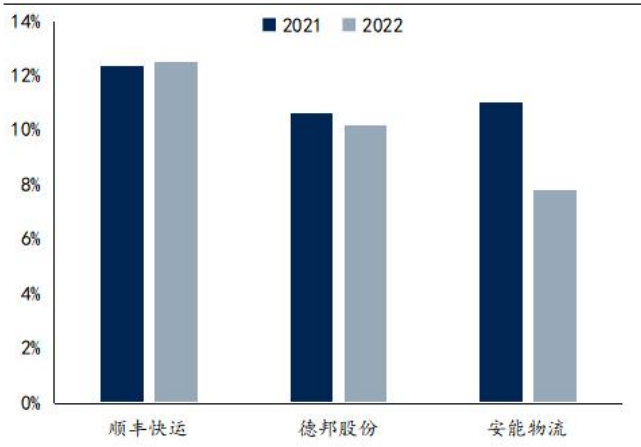
图35: 美国快运龙头公司营运利润率（美国会计准则下的 Operating margin）



注: Fedex Freight 的数据是 2023 财年的 (2022. 06-2023. 05)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 中国快运龙头公司毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

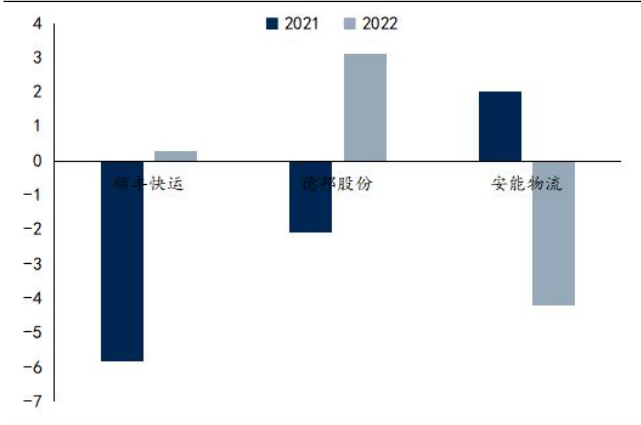
图37: 美国快运龙头公司营运利润规模（亿美元）



注: Fedex Freight 的数据是 2023 财年的 (2022. 06-2023. 05)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 中国快运龙头公司扣非净利规模（亿元）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

对比美国零担巨头 ODFL，德邦整合后尚有成长空间

德邦是一家独立的第三方高端快运物流商,和美国的零担企业 ODFL(Old Dominion Freight Line) 比较可比, ODFL 与德邦的相似之处在于: 1) 直营模式; 2) 重视服务质量, 提供高端物流服务; 3) 重视成本精细化管控。

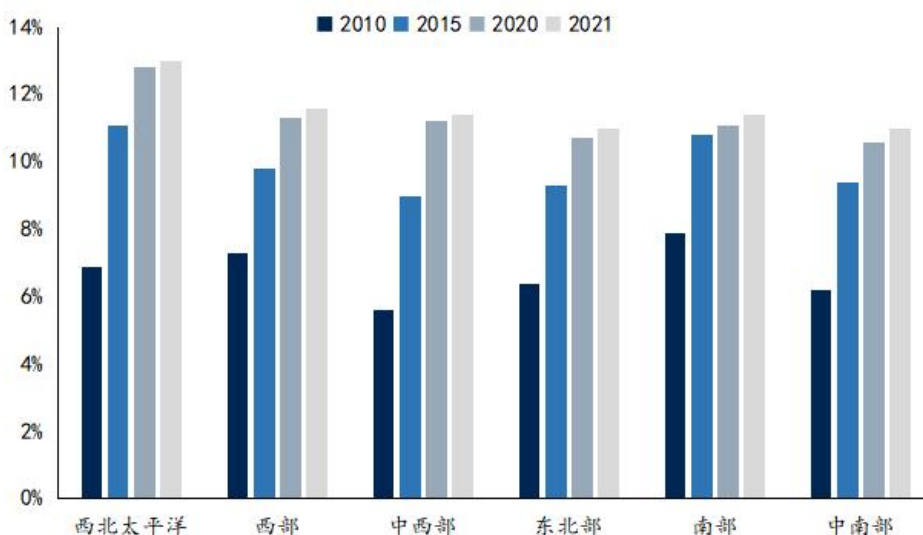
ODFL 于 1934 年在弗吉尼亚州成立, 初期专注短途区域货运, 通过企业并购形式逐步将业务从区域覆盖全美, 主要为 B 端企业客户提供优质的区域及全国零担服

务，客户覆盖制造、能源、零售、通信设备、半导体等行业。2006-2022年，ODFL总资产、营收、净利润的CAGR分别为11%、10%、20%，收入和利润规模维持较快增长态势，净利率也由6%增长至22%。2022年ODFL的收入和净利润分别达到436亿元和96亿元。

值得一提的是，在2008年金融危机冲击下美国快运行业开启洗牌模式，ODFL抓住行业机会，市场份额持续提升。2008年次贷危机引发美国零担业价格战，但是ODFL审时度势并未加入到价格战当中，而是保证优质的服务质量，因此反倒成了当年唯一盈利的上市零担公司。经过这次价格战，ODFL反倒凭借优质的服务及精细化的成本管控迅速提升了市场份额。所以看到，ODFL 2010年以来市场份额呈现稳步提升的趋势，在美国各个区域市场的市场份额从5%~8%一直提升至2021年的11%~13%。

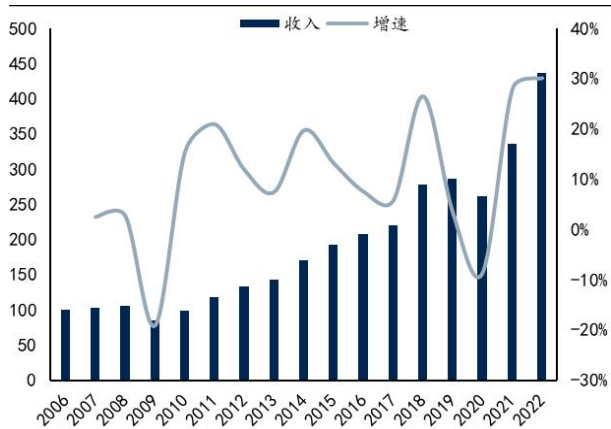
ODFL一直以来都非常重视服务质量，采用直营模式，门店自有率超过90%。以客户最关注的时效和品质为例，ODFL大约70%的发货时间在1-2天，ODFL的准时准点率从2002年的92%提升至2019年的99%，配送转运时间大幅降低，货物索赔占营收比重从2002年的1.5%降至2019年的0.2%，口碑连年提升，甚至多年荣登美国25家零担运营商榜首。

图39：美国零担龙头公司ODFL在美国各个细分区域的市场份额增长情况



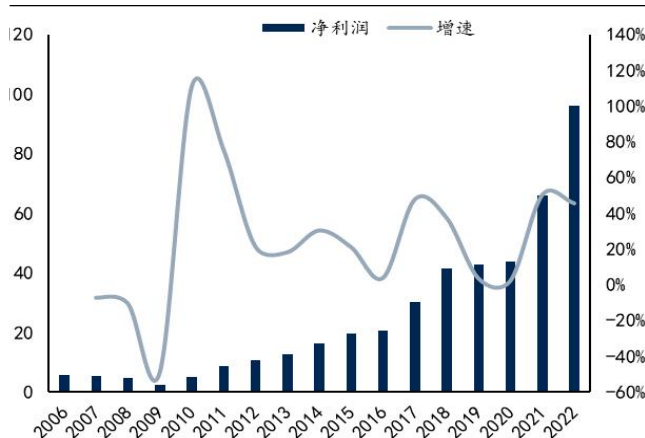
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图40: 美国零担龙头公司 ODFL 的收入稳定增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 美国零担龙头公司 ODFL 的净利润快速增长 (亿元)

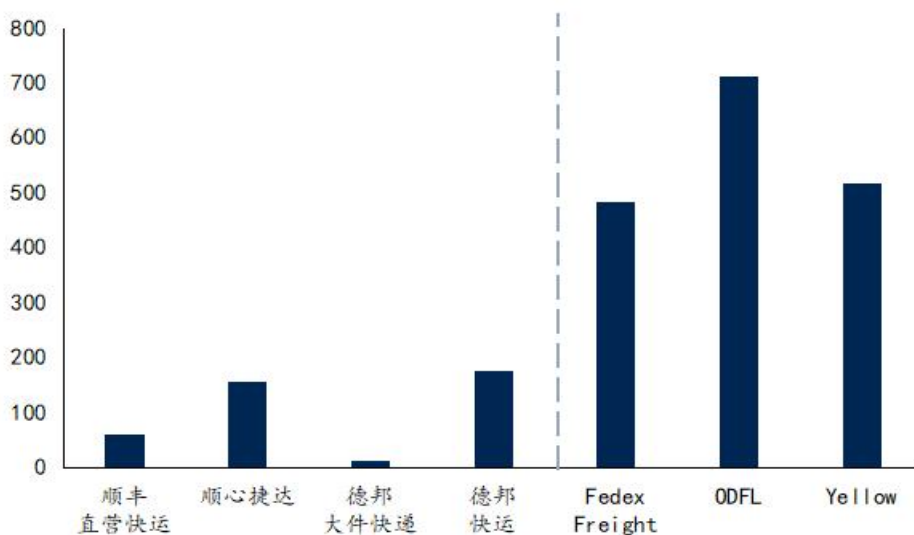


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

但是各国客观条件不同, 也导致美国 ODFL 和德邦有明显的不同之处: 1) 美国是发达经济体, B 端企业对高端物流的需求更大; 2) 美国零担更像是我们国内所熟知的大票零担, 德邦等国内龙头快运公司主要经营小票零担; 3) ODFL 在美国高端零担市场竞争优势明显, 而德邦在高端零担市场面临顺丰快运的竞争, 价格压力更大。

总的来说, 对标美国零担行业和美国零担龙头企业, 我们认为德邦股份在整合了京东快运的业务和网络后, 德邦还有较大的成长空间。

图42: 中美零担代表企业平均单票重量 (KG)



资料来源: 运联研究院, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提与盈利预测结果

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) 大件快递业务收入：在家电家居线上销售渗透率提升的大背景下，我们认为大件快递行业需求增长未来 2 年仍然有望维持较快增长态势。而德邦作为大件快递服务行业的龙头，叠加京东物流的助力，我们预计其大件快递业务货量增长有望明显超过 10%。考虑到零担行业价格竞争缓和，单价下降幅度非常有限，因此我们预计其大件快递业务的收入增长也有望明显超过 10%。

2) 快运业务收入：公司的传统快运业务下游包括服装、食品、家居建材、机器设备等各行各业，该业务的增长与宏观经济息息相关，伴随我国经济的稳健增长，叠加京东物流的助力，我们预计其快运业务收入增长有望接近 10%。考虑到零担行业价格竞争缓和，单价下降幅度非常有限，因此我们预计其传统快运业务的收入增长也有望接近 10%。

3) 毛利率和费用率：考虑到公司自己网络的升级优化已经完成，以及明年将融合德邦快运和京东物流快运的两种网络，网络的优化和网络的融合往往会带来效率提升和成本节约，我们预计未来德邦股份的快递业务和快运业务的毛利率均将呈上升趋势。此外，考虑到公司持续推进组织结构优化、提升流程执行效率，我们预计公司未来几年的管理费用绝对额也不会明显增长，期间费用率将呈下降趋势。

表10：德邦股份的收入拆分

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大件快递业务						
收入	166.6	197.3	207.9	236.3	271.4	303.6
增速	13.6%	18.4%	5.3%	13.7%	14.8%	11.9%
开单票数（亿票）	5.6	7.0	7.5	8.7	10.1	11.4
同比	8.5%	24.4%	6.6%	16.0%	16.0%	13.0%
单票收入（元）	29.5	28.1	27.8	27.2	26.9	26.7
同比	4.7%	-4.9%	-1.3%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
快运业务						
收入	100.5	106.8	96.0	103.7	113.0	120.9
增速	-6.5%	6.3%	-10.1%	8.0%	9.0%	7.0%
快运货重（万吨）	593.5	612.1	520.6	562.2	612.8	655.7
同比	-10.5%	3.1%	-15.0%	8.0%	9.0%	7.0%
快运单价（元/斤）	1.69	1.74	1.84	1.84	1.84	1.84
同比	4.4%	3.1%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
收入	7.9	9.5	10.1	10.6	11.1	11.6
增速	56.0%	19.4%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%
合计						
总营业收入	275.0	313.6	313.9	350.5	395.5	436.1
yoy	6.1%	14.0%	0.1%	11.7%	12.8%	10.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表11：德邦股份未来 3 年盈利预测表

单位：亿元	2022	2023E	2024E	2025E
-------	------	-------	-------	-------

营业收入	313.9	350.5	395.5	436.1
营业成本	281.9	316.9	356.4	391.8
销售费用	4.2	4.2	4.4	4.4
管理费用	19.4	17.8	19.6	21.2
财务费用	1.9	0.9	1.2	1.3
营业利润	7.8	9.9	13.1	16.6
利润总额	7.8	9.9	13.1	16.6
归属于母公司净利润	6.5	8.2	10.9	13.8
EPS	0.63	0.80	1.06	1.34
ROE	9.4%	10.9%	13.0%	14.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计德邦股份 2023-2025 年营收分别为 351/396/436 亿元，同比 +11.7%/12.8%/10.3%，毛利率 9.6%/9.9%/10.2%，归母净利润 8.2/10.9/13.8 亿元，同比+26.7%/+32.5%/+26.4%，每股收益 23-25 年分别为 0.80/1.06/1.34 元。

盈利预测的敏感性分析

未来两年，大件快递业务的单价变化和综合毛利率波动对公司未来盈利影响较大，因此我们围绕这两个核心变量做了敏感性分析：

表12：大件快递单价同比变化及综合毛利率变化对归母净利润影响的敏感性分析

归母净利润（亿元）	2023 年大件快递单价同比假设值					
		-8%	-5%	-2%	+1%	+4%
2023	9.2%	6.79	6.91	7.04	7.17	7.30
年综合	9.4%	7.35	7.49	7.63	7.77	7.91
合毛利率	9.6%	7.91	8.07	8.22	8.37	8.53
假设	9.8%	8.48	8.64	8.81	8.97	9.14
值	10.0%	9.04	9.22	9.40	9.58	9.75

资料来源：国信证券经济研究所分析

图43：德邦股份前瞻 PE 变化趋势



注：剔除了 2022 年一季度亏损造成的 PE 异常值

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

考虑到公司目前处于成长期，且其与京东物流的合作范围以及整合情况尚具有变数，其未来 5 年的稳态增长预测确定性不高，因此我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：目标价 19.1-20.2 元

由于 A 股市场没有专门从事“大件快递+高端快运”的可比物流公司，我们参考德邦股份的历史估值平均水平寻找合理的目标估值。剔除掉 2022 年一季度公司业绩大幅下跌导致短期内偏高的 PE 异常值影响，德邦股份 2019 年以来的历史平均前瞻 PE 估值水平在 24 倍左右，虽然短期宏观经济增长压力会导致公司传统业务增长也受到压制，但是得益于京东物流助力和公司精细化经营，我们预测公司 23-25 年的利润复合增速约 29.4%，我们认为短期给予德邦股份 18-19 倍的目标估值是合理的。因此，我们基于德邦股份 2024 年 10.9 亿元的归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 196-207 亿元，对应的目标价为 19.1-20.2 元。

表 13: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	主营业务	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)	PE	23-25 年净利润 CAGR 预测值		
					2023E	2024E	2023E	2024E	
9956. HK	安能物流	快运零担	6.23 港元	72 亿港元	0.30 港元	0.43 港元	19.1	13.3	+38.5%
002352. SZ	顺丰控股	快递、快运、供应链等	41.11	2012	1.76	2.34	23.4	17.6	+27.9%
600233. SH	圆通速递	快递	13.23	455	1.13	1.31	11.7	10.1	+16.6%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

投资建议：买入评级

综合上述估值分析，我们认为公司股票合理估值区间在 19.1-20.2 元之间，今年动态市盈率 23.8-25.2 倍，相对于公司目前股价有 29%-36% 溢价空间。考虑公司龙头地位和较优的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们给予了德邦股份 18-19 倍的目标 PE 估值，若宏观经济增长不及预期，物流行业需求增长低于预期，则会压制整个物流行业上市公司的估值水平，从而存在对目标 PE 估值高估的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 11.7%/12.8%/10.3%，若宏观经济增长不及预期或者公司与京东物流的合作进度不及预期，从而存在高估未来 3 年货量增长的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 9.6%/9.9%/10.2%，可能存在对公司成本优化效果高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司今明两年的资本开支不会有大幅增长，若实际资本开支明显超出预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

公司经营风险

公司与控股股东京东物流之间利益分配不平衡的风险：京东物流现在是德邦股份的控股股东，收购前两者之间存在同业竞争，收购后如果京东物流和德邦股份的同业竞争问题没有妥善解决，大件快递和快运业务的收入和利润在两者之间的分配则可能出现不平衡的问题，从而存在未来公司收入和利润高估的风险。

行业竞争风险

虽然说现在高端快运市场的竞争格局已经优化至双寡头格局，但是如果未来该市场出现新进入者，行业竞争则会加剧，导致公司单价降幅超预期，从而存在未来收入和利润高估的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1162	1477	1583	1782	1832	营业收入	31359	31392	35053	39546	43613
应收款项	2492	2566	2593	2817	2987	营业成本	28028	28192	31695	35644	39181
存货净额	22	31	34	39	42	营业税金及附加	104	78	88	99	109
其他流动资产	1656	1956	2278	2570	2835	销售费用	488	422	421	435	436
流动资产合计	5416	6030	6489	7208	7696	管理费用	2779	1944	1776	1961	2116
固定资产	4858	4421	5435	6846	7167	研发费用	60	207	210	198	218
无形资产及其他	473	572	550	528	506	财务费用	169	193	87	119	128
投资性房地产	4957	3800	3800	3800	3800	投资收益	34	91	64	73	86
长期股权投资	194	202	197	191	186	资产减值及公允价值变动	(4)	(49)	0	0	0
资产总计	15898	15025	16471	18573	19355	其他收入	349	176	(60)	(48)	(68)
短期借款及交易性金融负债	3654	2042	2731	3694	3219	营业利润	169	780	991	1313	1661
应付款项	2807	2543	2744	2890	2962	营业外净收支	(2)	4	0	0	0
其他流动负债	1334	1656	1875	2102	2304	利润总额	167	785	991	1313	1661
流动负债合计	7796	6241	7350	8686	8485	所得税费用	20	135	168	223	282
长期借款及应付债券	1	337	107	107	107	少数股东损益	(0)	0	1	1	1
其他长期负债	1611	1523	1472	1421	1370	归属于母公司净利润	148	649	822	1089	1377
长期负债合计	1612	1860	1579	1528	1477	现金流量表（百万元）					
负债合计	9408	8101	8929	10214	9963	净利润	148	649	822	1089	1377
少数股东权益	(2)	(1)	(1)	(0)	1	资产减值准备	0	36	8	9	4
股东权益	6492	6926	7542	8359	9392	折旧摊销	1057	1183	501	603	698
负债和股东权益总计	15898	15025	16471	18573	19355	公允价值变动损失	4	49	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	169	193	87	119	128
每股收益	0.14	0.63	0.80	1.06	1.34	营运资本变动	(1878)	778	25	(190)	(211)
每股红利	0.27	0.14	0.20	0.27	0.34	其它	0	(35)	(8)	(8)	(4)
每股净资产	6.32	6.74	7.34	8.14	9.15	经营活动现金流	(668)	2659	1348	1503	1865
ROIC	-2.46%	3.62%	7%	8%	10%	资本开支	0	(674)	(1501)	(2001)	(1001)
ROE	2.28%	9.37%	11%	13%	15%	其它投资现金流	65	85	0	0	0
毛利率	11%	10%	10%	10%	10%	投资活动现金流	54	(597)	(1495)	(1995)	(995)
EBIT Margin	-0%	2%	2%	3%	4%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	6%	4%	5%	5%	负债净变化	1	36	(230)	0	0
收入增长	14%	0%	12%	13%	10%	支付股利、利息	(278)	(147)	(206)	(272)	(344)
净利润增长率	-77%	339%	27%	33%	26%	其它融资现金流	941	(1525)	689	963	(475)
资产负债率	59%	54%	54%	55%	51%	融资活动现金流	388	(1747)	254	691	(820)
股息率	1.8%	1.0%	1.4%	1.8%	2.3%	现金净变动	(226)	315	106	199	50
P/E	102.9	23.4	18.5	14.0	11.0	货币资金的期初余额	1387	1162	1477	1583	1782
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1162	1477	1583	1782	1832
EV/EBITDA	25.7	13.5	17.7	14.0	11.2	企业自由现金流	0	1742	(258)	(584)	775
						权益自由现金流	0	253	129	281	193

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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