

德邦股份(603056)

资源整合协同共赢，精细化运营降本增效

行业： 交通运输/物流
 投资评级： 增持（首次）
 当前价格： 13.13元

投资要点：

► **德邦股份：大件快递领军者，深耕行业二十余年**
 公司深耕快运二十余年，成为中高端零担行业龙头企业。2022年京东完成对公司的收购，京东物流成为公司实际控制人。公司业务结构以快递与快运业务双轮驱动，2017-2023年营业收入复合增速约为10.1%。

► **零担运输行业：万亿市场具备成长潜力，格局红利初显**
 销售商业体系的变革和制造业供应链的升级有望驱动零担万亿规模的中长期增长，2023年我国零担整体市场规模达到1.67万亿，到2027年零担市场规模有望达到1.80万亿，其中全网型零担占比有望自4.5%提升至10.0%。当前零担运输市场集中度较低，公司作为零担运输行业龙头企业，有望充分享受行业集中度提升与运价回升的格局红利。

► **内生增长：持续夯实经营底盘，注重降本增效**
 2018年公司正式聚焦大件快递业务，在基础设施建设方面加大资源投入，并通过“直营+合伙人”模式实现网络的快速拓展。在直营模式管控下，总部在收转运派各环节进行统一管理，在交付质量和客户体验方面具备显著的品牌优势。公司精细化管理能力提升推动节支降费，截至2024年一季度，公司管理费用率从2021年的8.86%下降至4.19%。

► **协同京东：网络与业务资源双重加持，赋能长期发展**
 京东物流在仓网布局和仓配一体方面具有显著的优势，而干线运力资源以及网络覆盖面相对较弱。德邦作为老牌快运企业，在中转及运输环节具有较为丰富的资源优势。公司与京东物流快运业务的中转分拨和干线运输资源进行深度整合，有助于实现双方资源及优势互补，同时京东零售在3c及家电品类的天然优势也有望对公司的业务增长提供新动能。

► **盈利预测与评级**
 预计公司2024-2026年营业收入分别为418.53/478.95/535.35亿元，同比增速分别为15.36%/14.44%/11.78%；归母净利润分别为10.54/13.90/16.50亿元，同比增速分别为41.28%/31.90%/18.78%；3年CAGR为30.32%，EPS分别为1.03/1.35/1.61元/股。鉴于公司聚焦中高端大件快递市场，网络资源整合带来的协同效应有望提振业务规模，精细化管理下盈利能力有望持续提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增速不及预期，行业价格竞争加剧，京东资源整合进度不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,026.96/1,026.96
流通A股市值(百万元)	13,483.92
每股净资产(元)	7.57
资产负债率(%)	55.27
一年内最高/最低(元)	18.15/11.71

股价相对走势



作者

分析师：李蔚
 执业证书编号：S0590522120002
 邮箱：liwj@glsc.com.cn

联系人：李天琛
 邮箱：litch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31392	36279	41853	47895	53535
增长率(%)	0.10%	15.57%	15.36%	14.44%	11.78%
EBITDA(百万元)	2333	2324	2466	3012	3467
归母净利润(百万元)	649	746	1054	1390	1650
增长率(%)	339.08%	14.94%	41.28%	31.90%	18.78%
EPS(元/股)	0.63	0.73	1.03	1.35	1.61
市盈率(P/E)	20.8	18.1	12.8	9.7	8.2
市净率(P/B)	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.7	7.3	6.2	4.8	3.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年07月12日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司聚焦中高端大件快递市场，行业竞争格局改善，运价企稳回升，公司降本增效成果逐步显现，驱动盈利持续修复；公司与京东物流快运网络资源整合带来的协同效应有望提振业务规模，规模效应叠加成本精细化管理，公司盈利能力有望持续提升。

不同于市场的观点

市场认为快运行业顺周期属性较强，宏观经济增速换挡引发投资者对快运企业盈利能力的担忧。我们认为随着销售商业体系的变革和制造业供应链的升级，零担运输在公路货运市场中渗透率会逐渐增加，进而驱动零担万亿规模的中长期增长。凭借广泛的网络覆盖能力和完善的末端服务体现，全网型快运企业有望具备更高的成长潜力。公司聚焦中高端大件快递市场，整合京东物流网络资源有望打开业务成长空间，精益化成本管理下公司盈利弹性可期。

核心假设

- 快运业务：假设快运业务收入 2024-2026 年同比分别增长 16.0%、15.0%和 12.0%，毛利率分别为 8.6%、9.0%和 9.3%；
- 快递业务：假设快递业务收入 2024-2026 年同比分别增长 8.0%、7.0%和 7.0%，毛利率分别为 9.0%、9.0%和 9.0%；
- 其他：假设其他业务收入 2024-2026 年同比分别增长 15.0%、15.0%和 15.0%，毛利率分别为 7.0%、7.0%和 7.0%。

盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 418.53/478.95/535.35 亿元，同比增速分别为 15.36%/14.44%/11.78%；归母净利润分别为 10.54/13.90/16.50 亿元，同比增速分别为 41.28%/31.90%/18.78%；3 年 CAGR 为 30.32%，EPS 分别为 1.03/1.35/1.61 元/股。鉴于公司聚焦中高端大件快递市场，网络资源整合带来的协同效应有望提振业务规模，精细化管理下盈利能力有望持续提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

投资看点

- 短期看，需求回暖带动公司货量规模提升，行业竞争趋缓，运价企稳回升，随着公司组织结构优化与管理效率提升，业绩有望持续修复；
- 长期看，网络资源整合带来的协同效应有望提振公司业务规模，规模效应叠加精细化管理有望催化成本下行，驱动公司盈利能力持续提升。

正文目录

1. 德邦股份：大件快递领军者，深耕行业二十余年	5
1.1 发展历程：从区域性快运到中高端零担龙头企业	5
1.2 股权结构：京东物流为公司实际控制人	6
1.3 业务结构：快递与快运业务双轮驱动	7
2. 零担运输行业：万亿市场具备成长潜力，格局红利初显	8
2.1 公路运输重要组成部分，主要服务B端客户货运需求	8
2.2 商业体系变革与产业供应链升级驱动万亿市场规模	11
2.3 行业集中度提高和行业运价回升的格局红利	14
3. 内生增长：持续夯实经营底盘，注重降本增效	16
3.1 发力基础设施，完善网络布局	16
3.2 直营模式管控，剑指中高端市场	19
3.3 成本管控能力提升，降本增效成果显现	21
4. 协同京东：网络与业务资源双重加持，赋能长期发展	23
4.1 网络协同：共享网络资源互补短板	23
4.2 业务协同：业务导流注入增长新动能	25
5. 盈利预测与投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1：公司发展历程重要节点	5
图表 2：公司产品类型	6
图表 3：公司股权结构示意图（截至 2024 年 3 月末）	7
图表 4：2017-2024Q1 公司营业收入	7
图表 5：2017-2023 年公司营业收入结构占比	7
图表 6：2017-2024Q1 公司归母净利润	8
图表 7：2017-2024Q1 公司毛利率与净利率	8
图表 8：2013-2024Q1 中国公路货运量及占比	9
图表 9：2015-2025 年中国公路运输市场规模（单位：万亿）	9
图表 10：中国公路运输方式分类	10
图表 11：零担运输行业的组织资源模式比较	10
图表 12：零担运输行业经营模式分类代表公司	11
图表 13：2023 年中国零担货运排行榜	11
图表 14：2022 年零担货运企业单吨收入情况	11
图表 15：不同公路运输方式在当前中国商业系统中扮演的角色	12
图表 16：2018-2022 年我国家网购市场规模及增速	12
图表 17：2018-2022 年我国家具网购市场规模及增速	12
图表 18：2016-2025 年我国农村及农产品网络零售额	13
图表 19：商贸及原材料供应链流通结构变化	13
图表 20：2018-2025 年中国 B2B 行业线上化市场规模	14
图表 21：2018-2027 年零担市场规模及占比	14
图表 22：2018-2027 年不同网络模式零担市场规模	14
图表 23：2019-2022 年零担前 10 强收入在前 30 强占比	15
图表 24：2018-2027 年零担前 10 强收入市占率预测	15
图表 25：美国零担前 10 强市占率	15

图表 26:	2017-2021 年中国零担前 10 强单吨收入.....	16
图表 27:	2019-2024 年 5 月公路物流零担运价指数.....	16
图表 28:	2017-2023 年公司 CAPEX 支出.....	16
图表 29:	2017-2023 年公司各项资产净额 (单位: 亿元)	16
图表 30:	2017-2023 年公司各项固定资产当期增加额 (单位: 亿元)	17
图表 31:	2017-2023 年营运车辆数量及自有比例.....	17
图表 32:	2017-2023 年干线线路数量.....	17
图表 33:	2020-2023 年分拨中心数量及产能提升同比.....	18
图表 34:	2020-2023 年分拨中心面积及仓储面积.....	18
图表 35:	事业合伙人参与业务流程.....	18
图表 36:	2017-2023 年公司网络乡镇覆盖率.....	19
图表 37:	2017-2023 年公司网点数量.....	19
图表 38:	直营制快运企业服务流程示意图.....	19
图表 39:	2019-2022 年快递&零担业务货物破损率同比下降幅度.....	20
图表 40:	公司科技发展历程.....	20
图表 41:	2022-2023 年客户投诉及理赔时长改善情况.....	21
图表 42:	2017-2023 年公司在菜鸟指数中综合排名.....	21
图表 43:	2017-2024 年 Q1 公司营业成本及增速.....	21
图表 44:	2017-2024 年 Q1 公司各项成本占比.....	21
图表 45:	2017-2023 年公司员工构成.....	22
图表 46:	2017-2024 年 Q1 公司各项费用率.....	22
图表 47:	2017-2022 年快递业务单票收入&单票成本.....	23
图表 48:	2017-2022 年快递业务单票毛利.....	23
图表 49:	2021 年底顺丰、京东物流、德邦基础设施情况对比.....	24
图表 50:	京东物流-家电家具行业端到端供应链解决方案.....	24
图表 51:	交易标的主要财务信息.....	25
图表 52:	2023-2024 年公司关联交易明细.....	25
图表 53:	2022 年我国家电市场零售商占比情况.....	26
图表 54:	2019-2023 年京东电子及家电商品收入情况.....	26
图表 55:	2018-2023 年京东物流外部客户收入占比.....	26
图表 56:	2018-2023 年京东物流成本细分 (单位: 亿元)	26
图表 57:	2022-2026 年公司营业收入及成本测算 (百万元)	27

1. 德邦股份：大件快递领军者，深耕行业二十余年

1.1 发展历程：从区域性快运到中高端零担领头企业

公司深耕快运行业二十余年，成为中高端零担行业领头企业。公司由创始人崔维星于1996年在广东成立；2001年，公司开通第一条汽运专线——广州至北京线，正式进军国内汽运行业；2004年，公司首创“卡车航班”，以速度快、价格低的优势迅速占领零担物流中高端市场；2013年，公司瞄准一般电商件与大票零担中被忽略的3-60公斤细分市场，推出“3·60特惠件”、“3·60特重件”等大件快递产品；2015年，公司正式进军仓储与供应链业务，并启动“公司合伙人”战略，进一步扩大乡镇网点覆盖率。

2018年，公司在上交所A股上市，正式更名为“德邦快递”，成为国内首家通过IPO上市的快运企业；2022年，京东物流宣布完成收购德邦控股股本权益的相关交易，京东物流成为公司实际控制人，收购后公司仍然保持品牌独立运营。

图表1：公司发展历程重要节点

时间	事件
1996年	崔维星先生在广东创办德邦快递前身“崔氏货运公司”
1998年	承包南航老干部客货运处，创新推出空运合大票的物流新模式
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
2004年	业内首创“卡车航班”业务，迅速占领零担物流中高端市场
2008年	推行物流标准化理念，店面、管理、流程、数据实现标准化操作
2009年	总部搬迁至上海，由区域性公司迈向全国性公司
2010年	全年营业收入26.2亿元，成为国内公路零担物流领域龙头企业
2011年	成立拉萨营业部，全面完成在大陆地区的网络布局
2013年	德邦快递业务正式上线，推出大件快递产品“3.60特惠件”
2015年	正式进军仓储与供应链业务，向综合性物流迈出关键一步；启动“事业合伙人”战略，将网络向乡镇区域布局
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
2017年	参与民航国企混改，入股东航物流
2018年	1月16日在上交所A股市场正式挂牌交易；企业品牌名称更名为“德邦快递”
2020年	引入韵达股份6.14亿元战略投资
2021年	与南航物流启动腹舱运力、客改货包机、空侧场地、系统连接、产品互补模块战略合作
2022年	加入京东集团，德邦快递保持品牌独立运营

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司以零担业务起家，快运业务为公司的核心业务。2013年，公司进行战略转型，定位为货物重量3kg以上大件货物的综合物流服务商，将业务聚焦的公斤段从30kg以上延伸至3kg以上的大件市场。同时，为满足部分客户全公斤段发货需求，新开辟为低票重、小件货提供标准快递服务业务。2024年，公司对各业务板块的产品归属进行调整，将“标准快递”、“特快专递”等票均重量较低的产品分类为快递业务，将票均重量较高的“大件快递3.60”、“航空大件”等产品分类为快运业务。

图表2：公司产品类型

业务类型	产品类型	细分产品	产品内容
快运	大件 (3kg-60kg)	大件快递 3.60	提供单件 3kg-60kg 大件的快递服务，采用首续重报价，上楼无忧、包接包送、件数不限、计价简单、旺季不限收
		航空大件	提供首重最低 5KG 起大件快递的时效服务，次日达覆盖、服务致优、价格优势
	零担 (60kg+)	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
		精准卡航	汽运快时效产品，全网覆盖、全程可视、安全送达
		精准汽运	普通时效产品，性价比更高，全网覆盖
	整车 (单票货物 1吨+)	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
		精准整车	门到门的整车标准化产品
	大票直达	大票货物高性价比产品	
快递	特快专递		高时效、高品质的时效产品，提供精准高效的门到门的快递服务
	标准快递		小件标快产品，适用于 3kg 内的快件
仓储与供应链	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、客服及项目管理等		
跨境服务	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
	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)
	国际快件		门到门，时效稳定，安全可靠，业务范围覆盖美国、加拿大、欧洲全境、港澳台、日韩、东南亚等 220 个国家及地区
	国际联运		为客户提供全球范围内的港到港或门到门的多式联运服务
增值服务	代收货款、保价运输、安全包装、签收回单、预约派送、送货进仓		

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

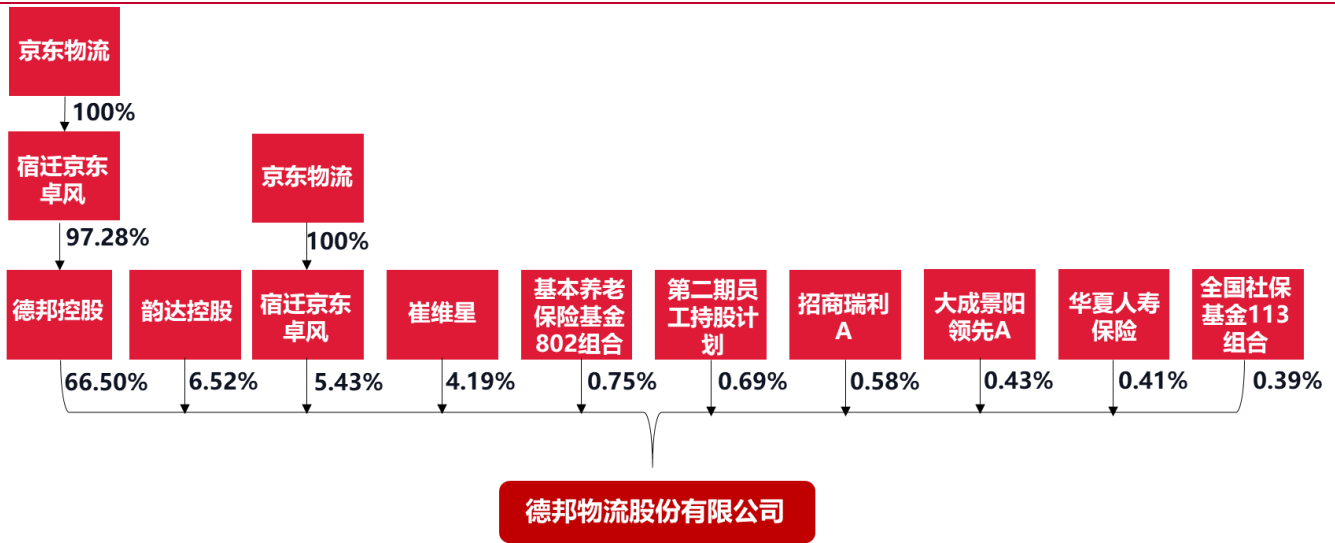
1.2 股权结构：京东物流为公司实际控制人

2022 年，公司收到京东的要约收购，收购交易完成后，宿迁京东卓风通过受让合计取得宁波梅山保税港区德邦投资控股股份有限公司（简称德邦控股）99.987%股份的表决权，间接控制德邦控股所持有的公司 66.5%股份；2022 年 8 月，宿迁京东卓风通过要约形式以 13.15 元/股收购德邦中小股东 5.43%股权，为第三大股东，至此京东物流共持有公司 71.93%股份，成为德邦股份公司实际控制人。

2021 年初，公司通过非公开发行股份的方式引入韵达股份战略投资 6.14 亿元，持有 6.52%限售股，韵达股份成为公司第二大股东，其持有股份解禁期为 2024 年 4 月 22 日。据公司 2024 年 5 月 10 日公告，韵达股份通过大宗交易方式减持其所持公司股份，此次权益变动后，韵达股份持股比例从 6.52%减少至 5.00%。

公司创始人崔维星先生目前为公司第四大股东，其持有的公司 4.19%股权处于质押状态中。

图表3：公司股权结构示意图（截至2024年3月末）



注：截至2024.5.9, 韵达控股持股比例降至5.0%，德邦控股、京东卓风持股比例不变

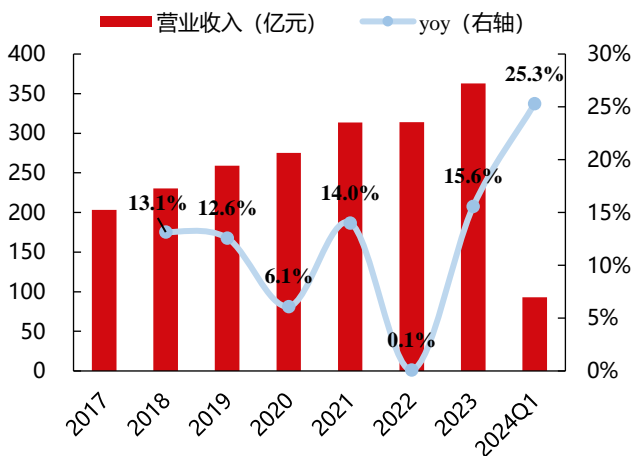
资料来源：Wind, 国联证券研究所

1.3 业务结构：快递与快运业务双轮驱动

公司营业收入规模整体增长稳健,2017-2023年均复合增速约为10.1%。2023年,公司实现营业收入362.8亿元,同比增长15.6%。2018年公司全面聚焦大件快递市场后,公司营业收入主要来源于快递业务,且保持较快增速。2017-2022年,快递业务营业收入年均复合增速约为24.6%,营收占比从34.0%提升至66.2%;快运业务营业收入年均复合增速为-5.9%,呈现小幅下滑态势。

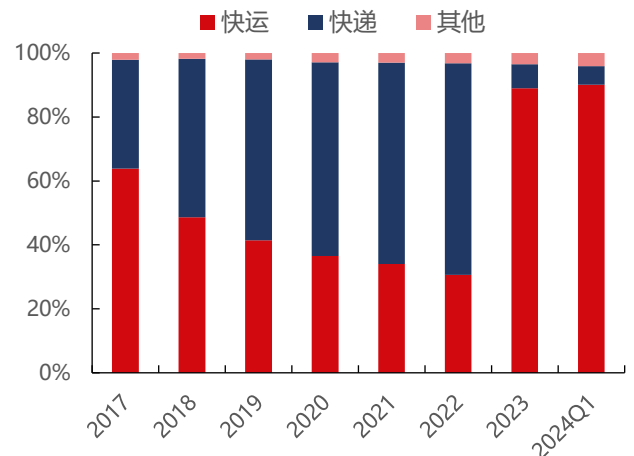
2024年公司调整业务分类口径,将大件快递和航空大件并入快运业务,调整后2023年快运业务收入占比为89.0%,快递业务收入占比为7.5%,其他业务主要为仓储供应链业务,收入占比约为3.5%。

图表4：2017-2024Q1公司营业收入



资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表5：2017-2023年公司营业收入结构占比



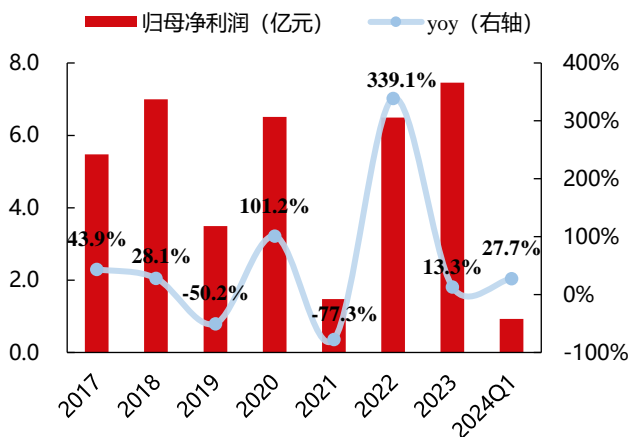
资料来源：Wind, 国联证券研究所

从利润端看，公司业绩呈现一定波动性。2017-2023年，公司归母净利润年均复合增速约为5.3%，但在2019和2021年公司业绩出现同比下滑，主要系外部环境及内部经营策略调整影响：外部环境方面，公司业务具有一定顺周期性，宏观经济增速换挡以及行业竞争加剧致使收入增速放缓；内部策略方面，公司基于长期布局加大资源投入，成本、费用阶段性承压，且行业整体增速放缓背景下，公司在价格策略方面进行相应调整。

伴随行业格局改善，价格竞争缓解，同时公司资本开支回落以及精细化管理水平不断提升，自2022年始公司盈利能力逐步回升。2023年，公司实现归母净利润7.5亿元，同比增长13.3%。

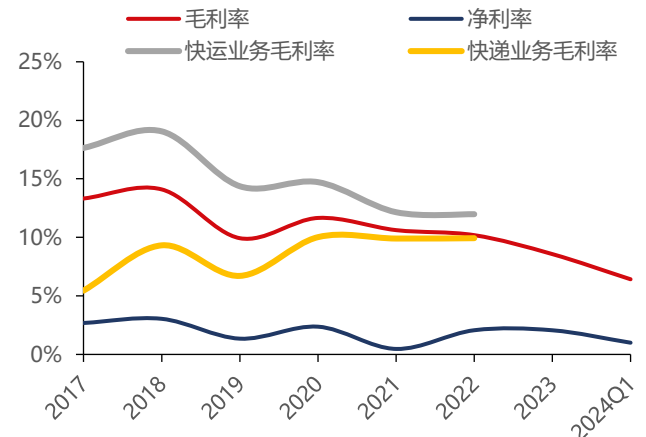
公司毛利率水平整体维持稳定，2023年京东物流将快运业务的中转、运输环节交由公司操作，网络融合项目的推进以及整拼车业务体量提升导致运输成本显著上升，公司毛利率同比下降1.6pct至8.6%。快运业务毛利率水平略高于快递业务，毛利率差距总体呈现收敛态势。

图表6：2017-2024Q1 公司归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2017-2024Q1 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 零担运输行业：万亿市场具备成长潜力，格局红利初显

零担行业属于公路运输大行业，主要服务B端客户需求。根据货物的单票重量，公路运输行业可进一步细分为快递、零担和整车。随着销售商业体系的变革和制造业供应链的升级，零担运输在公路货运中的市场占比预计会逐渐增加，驱动零担万亿规模的中长期增长。

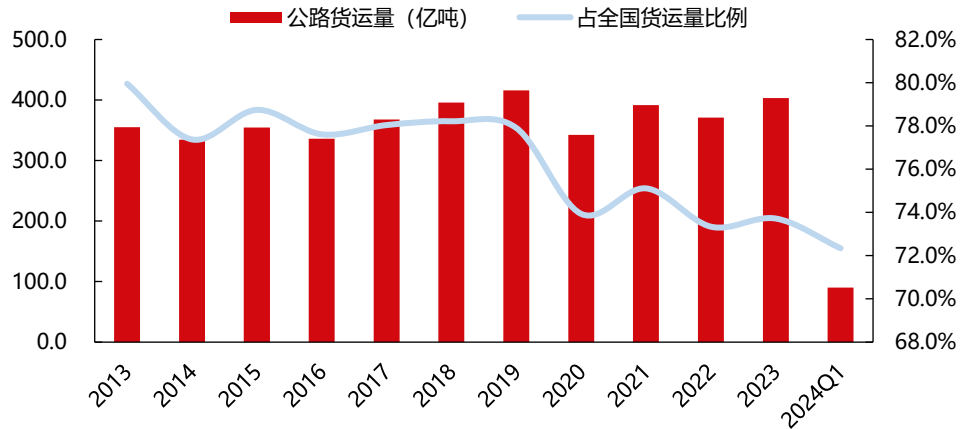
当前零担运输市场集中度较低，公司作为零担运输行业龙头企业，有望充分享受行业集中度提升和运价回升的格局红利。

2.1 公路运输重要组成部分，主要服务B端客户货运需求

公路运输在中国物流体系中发挥着中流砥柱的作用，货运量占比7成以上。2023

年，公路运输实现货运量 403.4 亿吨。2013-2023 年，公路运输在我国货运总量中占比保持在 70%以上。

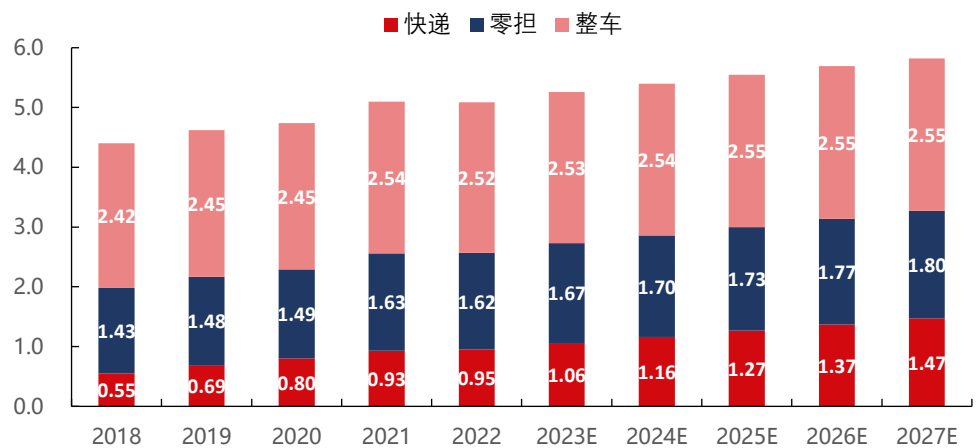
图8：2013-2024Q1 中国公路货运量及占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

据艾瑞咨询，2023 年我国公路运输市场规模达到 5.26 万亿。其中，零担运输市场规模 1.67 万亿，占比约为 31.7%；预测到 2027 年，公路运输市场规模有望达到 5.82 万亿，零担运输市场规模达 1.80 万亿。

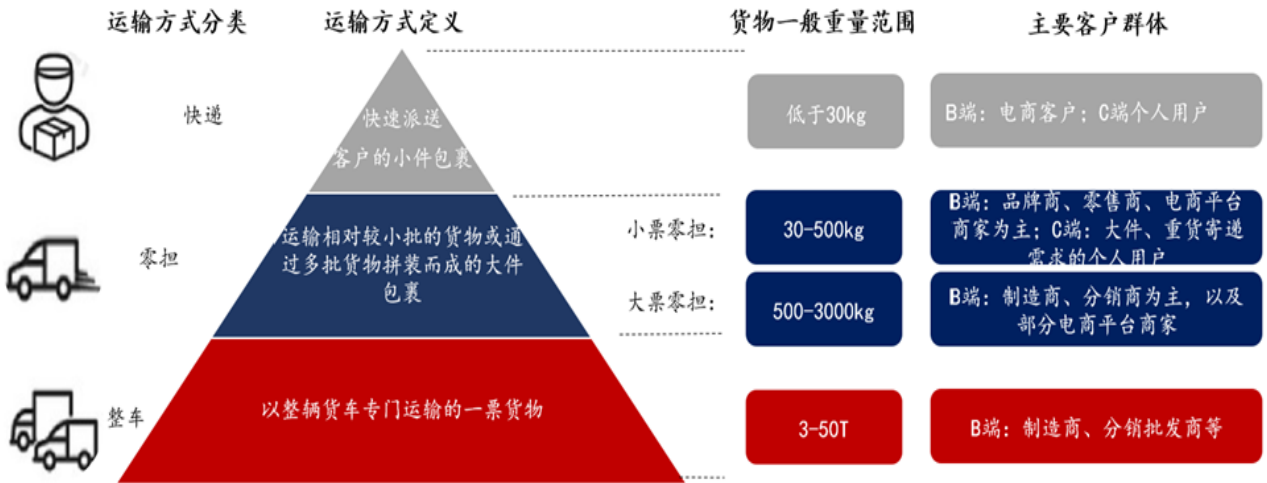
图9：2015-2025 年中国公路运输市场规模（单位：万亿）



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

零担行业属于公路运输大行业，根据货物的单票重量，公路运输行业可细分为三个领域，即快递、零担和整车，三种运输方式分别针对不同的客户群体。快递运输的货物重量一般在 30kg 以下，主要服务各类电商平台商家等 B 端客户和个人消费者等 C 端用户。零担运输的货物重量一般在 30-3000kg 之间，其中，30-500kg 之间称为小票零担，500-3000kg 之间的称为大票零担，以服务制造商、分销商、品牌商和电商平台商家（如家电家具类）等 B 端客户为主。整车运输的货物重量一般在 3 吨以上，主要服务制造商和分销批发商等大 B 端客户。

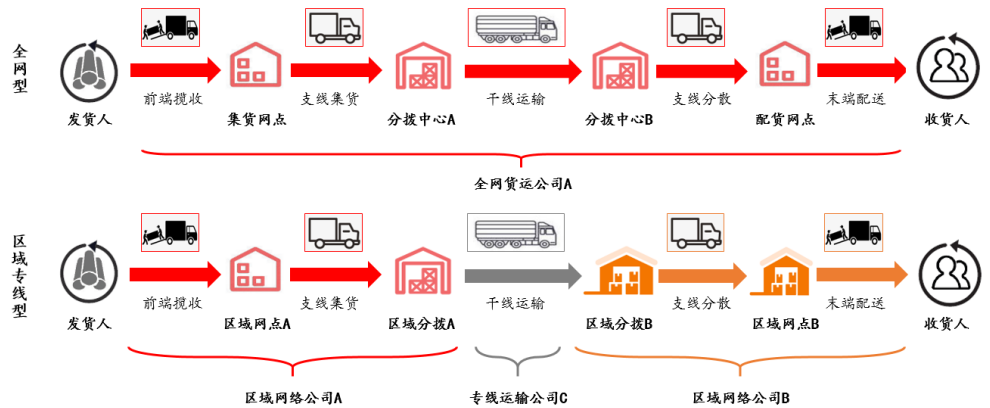
图表10：中国公路运输方式分类



资料来源：安能物流招股说明书，满帮集团招股说明书，国联证券研究所

对于零担运输行业，从组织资源的角度看，可以大致分为全网型和区域支线型。全网型，即自行组织物流资源，完成货物从揽收、支线集散、干线运输再到配送的全流程。区域专线型，即通过区域网络公司和专线公司协作的方式，完成运输全流程。

图表11：零担运输行业的组织资源模式比较



资料来源：物流一图plus公众号，国联证券研究所整理

从组织服务的角度看，可以分为直营模式和加盟（联盟）模式。其中，直营模式以顺丰快运、德邦快递、京东快运和跨越速运为代表；加盟（联盟）模式以安能物流、中通快运、壹米滴答、百世快运、顺心捷达以及类加盟模式的三志物流、德坤物流等专线平台为代表。

图表12：零担运输行业经营模式分类代表公司



资料来源：运联智库，国联证券研究所整理

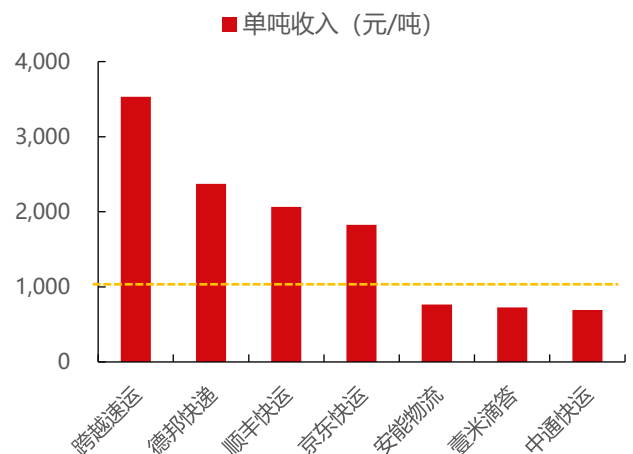
基于不同的客户群体和资源、服务组织模式，全网型公司收入规模更占优势，且直营模式公司单公斤收入更高。由于全网型的零担公司可实现的交付履约范围更广，因此覆盖的客户群体更多。同时，全流程环节更多，可提供的服务类型更多，因此收入来源更大。此外，直营模式下的零担公司，时效和服务相对于加盟制更加稳定和良好，因此存在更高的收入溢价。根据运联智库发布的《2023年零担30强收入榜》，零担收入前10名中，全网型公司占据9席。直营模式下的公司单吨收入均在1500元以上，加盟、联盟等非直营模式的企业单吨收入均在1000元以下，分界线明显。

图表13：2023年中国零担货运排行榜

排名	公司	零担收入(亿元)	经营模式
1	顺丰快递	339.3	全网型直营模式
2	跨越速运	139.7	全网型直营模式
3	德邦快递	96.0	全网型直营模式
4	安能物流	92.9	全网型加盟模式
5	中通快递	88.4	全网型加盟模式
6	京东快递	68.0	全网型直营模式
7	壹米滴答	61.2	全网型加盟模式
8	德坤物流	49.6	区域支线联盟模式
9	百世快递	48.9	全网型加盟模式
10	顺心捷达	42.4	全网型加盟模式

资料来源：运联智库，国联证券研究所（排名以2022自然年收入计算）

图表14：2022年零担货运企业单吨收入情况



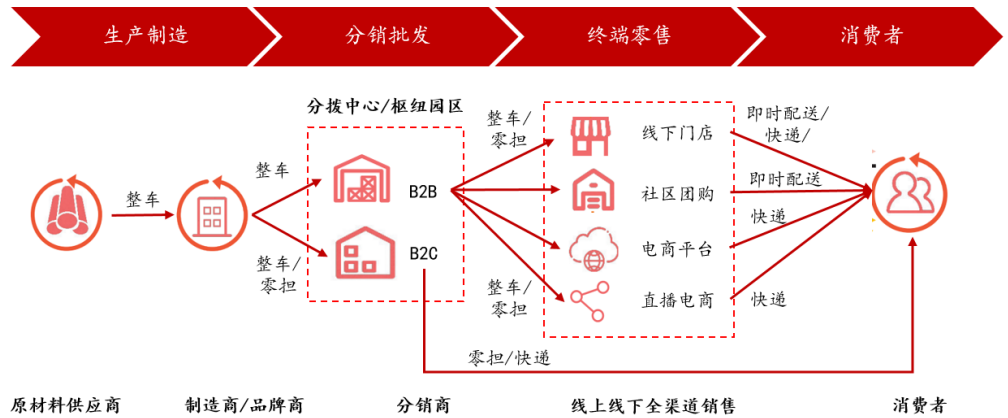
资料来源：运联智库，国联证券研究所

2.2 商业体系变革与产业供应链升级驱动万亿市场规模

电子商务迅速发展带来的中国商业体系和供应链变革，要求快递、零担以及整车等不同公路运输方式进一步升级服务能力。飞速发展的各类电商平台在满足消费者多样性需求的同时，也需要匹配消费者不断升级的物流交付要求，因此需要高度灵活地整合快递、零担以及整车等不同的运输方式，通过分拨中心、枢纽园区构成高效

的物流网络，在生产制造、分销批发及终端零售组成的供应链体系中，为原材料商和制造商提供稳定可靠的供应，为分销商和线上线下结合的全渠道模式提供高效低廉的中转，为消费者提供快速、便捷的交付。

图表15：不同公路运输方式在当前中国商业系统中扮演的角色

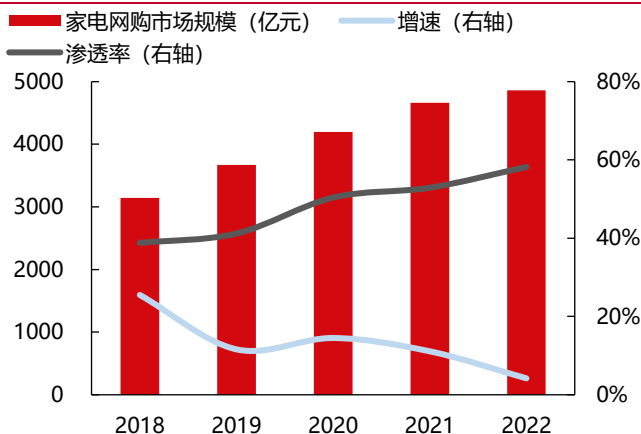


资料来源：安能物流招股说明书，艾瑞咨询，国联证券研究所整理

商流决定物流。由于零担的主要承运货物重量为 10-30KG/件以上，因此随着电商大件品类渗透率提升和产地货物上行以及制造业供应链升级对零担运输需求增加，为零担市场带来增长动能。

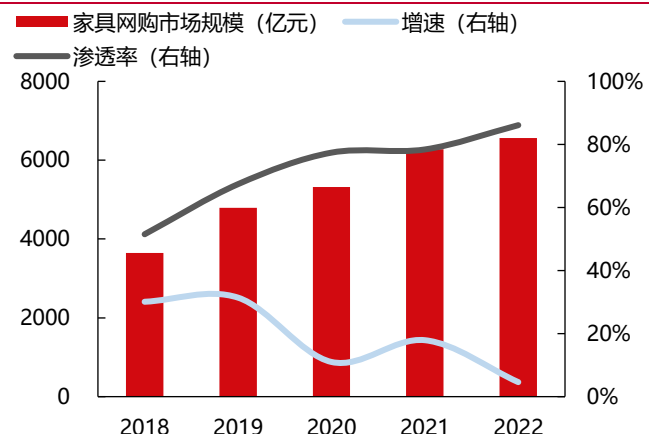
电商大件品类渗透率提升方面，2022 年我国家电和家具的网购市场规模分别为 4861 和 6562 亿元，2018-2022 年，家电网购销售渗透率由 38.8% 增加到 58.2%，家具网购渗透率也由 51.5% 提升至 86.1%，远高于同期社会整体线上销售渗透率(27.2%)。

图表16：2018-2022 年我国家电网购市场规模及增速



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，国家统计局，中国电子商务公共服务网，艾瑞咨询，国联证券研究所

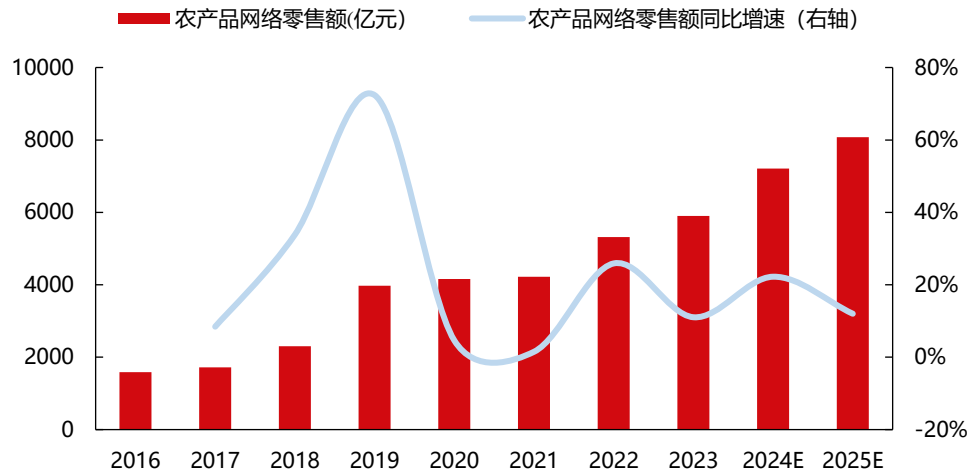
图表17：2018-2022 年我国家具网购市场规模及增速



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，国家统计局，中国电子商务公共服务网，艾瑞咨询，国联证券研究所

产地货物（农产品）上行方面，2016-2023 年，国内农产品网络零售额由 1589 亿元增长到 5900 亿元，年均复合增速约为 20.6%，根据艾媒咨询，到 2025 年农产品网络零售额有望达到 8076 亿元，2023-2025 年复合增长率预计为 17.0%。

图表18：2016-2025年我国农村及农产品网络零售额



资料来源：农业农村部，艾媒咨询，国联证券研究所

制造业供应链升级方面，传统模式下，货物需要在工厂与不同级别经销商之间多次流转，才能到达终端销售渠道，该种模式易导致信息更新滞后，造成工厂产销脱节与库存堆积。伴随产业数字化进程的推进，制造业的订单趋于零散化，以市场需求为核心按需生产，有助于厂家与经销商控制库存，加快货物周转率，因此计划性的大批量统一采购模式逐步更替为以销定产的柔性化生产模式。在制造业供应链升级的趋势下，零担以其灵活机动的特点更加贴合小批量、多频次的运输需求，部分整车订单逐步转化成零担订单，驱动零担市场的规模增长。

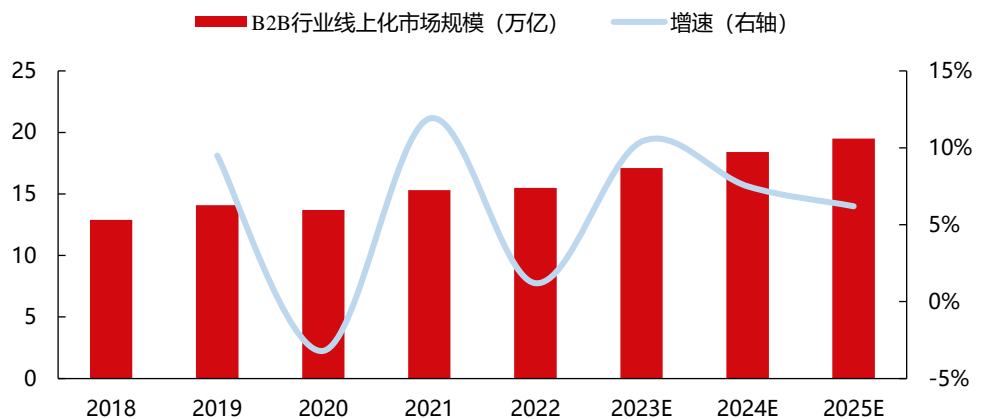
图表19：商贸及原材料供应链流通结构变化



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

据艾瑞咨询数据，我国B2B行业线上化市场规模保持稳健增长态势，预计到2025年市场规模将达到19.5万亿元。以销定产及供应链柔性化将成为生产企业未来重要的运营模式，零担运输将成为企业提升履约能力及加快货物周转率的重要环节。

图表20：2018-2025年中国B2B行业线上化市场规模

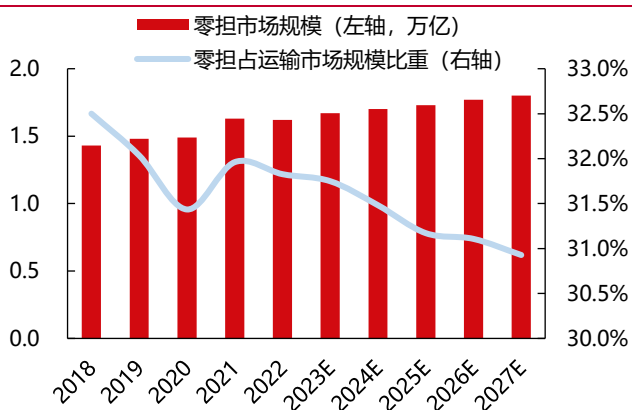


资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

零担运输在当前公路运输中占据3成左右的市场份额，2023年市场规模约1.7万亿，且存在可观的增长潜力。2023年，我国零担整体市场规模达到1.67万亿，预测到2027年，零担市场规模达到1.80万亿；2018-2023年，零担市场规模年复合增长率3.2%，预测2023-2027年，年复合增长率为1.9%，零担运输在公路运输中的占比维持在31%左右。

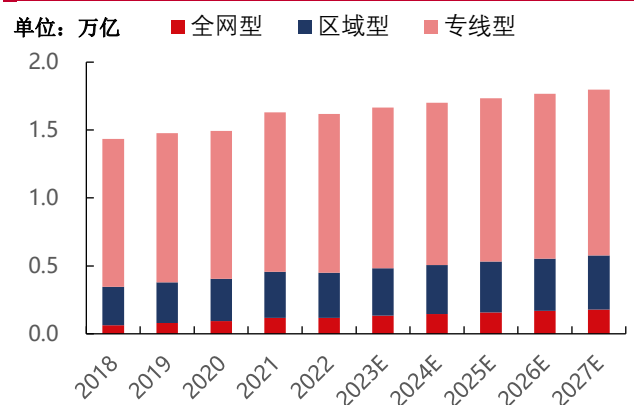
对于全网型零担企业而言，其未来增量除了来自零担行业内生增长动能外，或将额外受益于吸收部分区域型以及专线型企业的存量业务。商流的变化驱动整车向大票零担、小票零担转化，区域网络需求向全网网络需求转化，凭借广泛的网络覆盖能力和完善的末端服务体现，全网型企业有望具备更高的成长潜力。据艾瑞咨询预测，2018-2027年，全网型零担在整体零担市场中规模占比有望自4.5%提升至10.0%。

图表21：2018-2027年零担市场规模及占比



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表22：2018-2027年不同网络模式零担市场规模



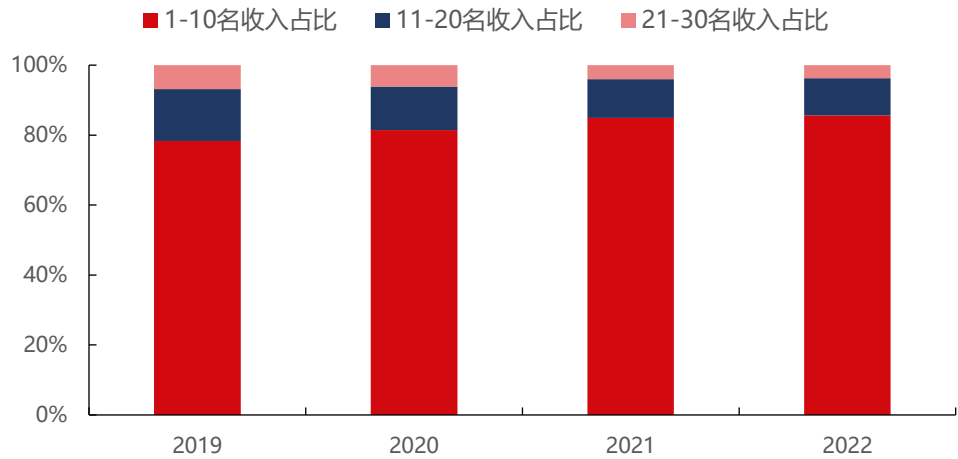
资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

2.3 行业集中度提高和行业运价回升的格局红利

当前中国零担市场高度分散，为头部企业行业整合提供重大机遇。根据运联智库数据，2017-2022年，中国零担前10强总收入从391.5亿元增长到1026.4亿元，

突破千亿大关，收入市占率提升至 6.3%，前 10 强收入在前 30 强总收入中占比提升至 85.6%。预计到 2027 年，中国零担前 10 强收入市占率有望达到 15%。

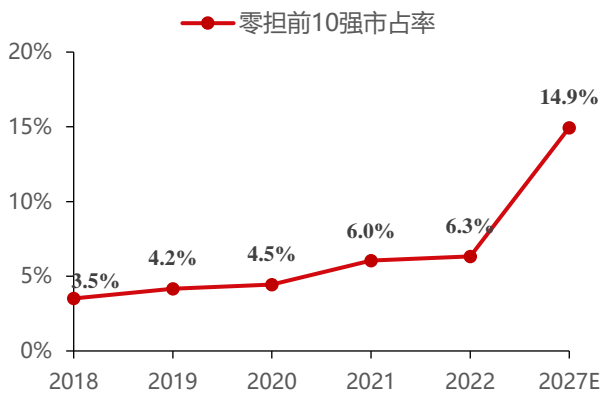
图表23：2019-2022 年零担前 10 强收入在前 30 强占比



资料来源：运联智库，国联证券研究所

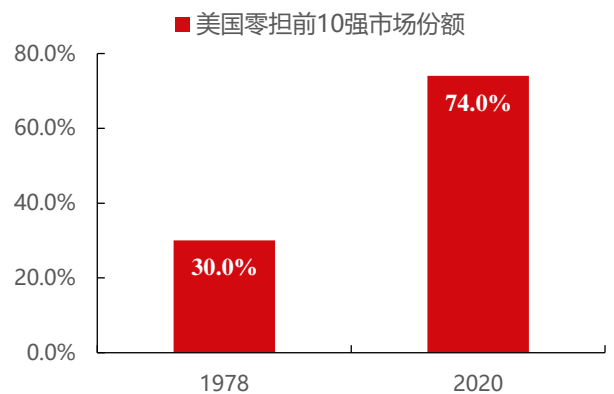
对比中美零担行业格局，在 2020 年美国零担前 10 强的市场份额已达到 74%，相比之下我国零担行业仍处于高度分散状态，行业中长期内依然有很大的整合空间。据艾瑞咨询预测，到 2030 年，我国零担前 10 强收入市占率有望超过 30%。

图表24：2018-2027 年零担前 10 强收入市占率预测



资料来源：运联智库，国联证券研究所

图表25：美国零担前 10 强市占率

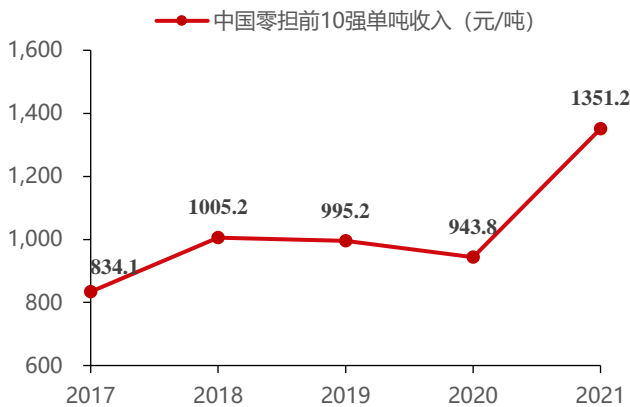


资料来源：安能物流招股说明书，艾瑞咨询，国联证券研究所

随着行业集中度提升，头部零担快运企业将具备更高的溢价能力，带动单吨收入不断提升。2017-2021 年，中国零担前 10 强单吨收入从 834.1 元/吨增长至 1351.2 元/吨，年复合增长率为 12.8%。

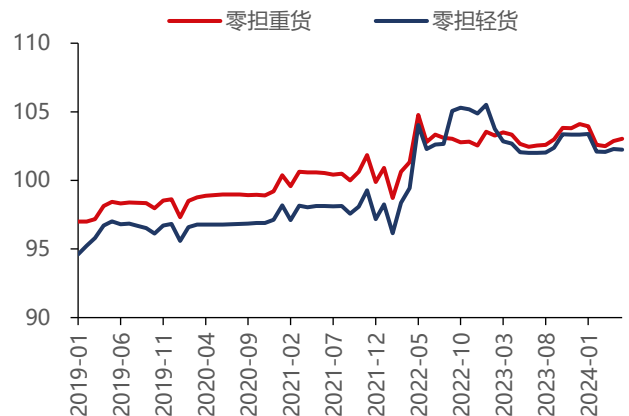
2022 年京东收购公司后，直营快运赛道基本形成“顺丰系”+“京东系”两大阵营为主的局面，行业格局趋稳。经历近几年激烈的价格竞争后，行业整体进入理性发展阶段，由价格竞争重新回归运营和产品层面的竞争。从行业整体运价来看，2019 年 1 月至 2024 年 5 月，零担轻货与零担重货价格指数分别从 94.61、97.00 提高到 102.25、103.03，零担行业整体运价呈现逐步回暖态势。

图表26: 2017-2021年中国零担前10强单吨收入



资料来源: 运联智库, 国联证券研究所

图表27: 2019-2024年5月公路物流零担运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

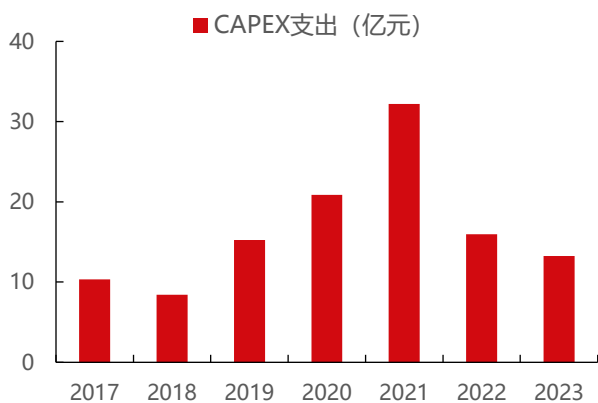
3. 内生增长: 持续夯实经营底盘, 注重降本增效

2018年公司正式聚焦大件快递业务,在基建设施方面加大资源投入,并创建“直营+合伙人”模式以实现网络的快速拓展。在直营模式管控下,总部在收转运派各环节进行统一管理,在降低货损和提升时效方面精准发力。公司战略转型期的资本开支已进入资产实力的释放期,规模效应为后期中转、运输环节的成本节降奠定基础,同时公司精细化管理能力与管理效率的提升将有效拓展成本节降空间。

3.1 发力基建设施,完善网络布局

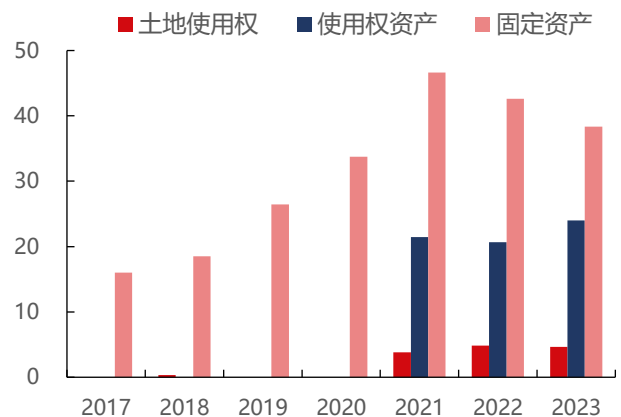
2018年公司正式发力大件快递业务,2019-2021年公司在收转运派各环节加大资源投入,包括购置自营车辆、改造升级中转场自动化设备等,资本开支力度显著提升,2018-2021年公司CAPEX支出复合增速为56.3%。2022年,公司资产布局基本完成,伴随京东入主公司,公司资本开支逐步回落,主要以维稳性支出为主。

图表28: 2017-2023年公司CAPEX支出



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表29: 2017-2023年公司各项资产净额(单位:亿元)

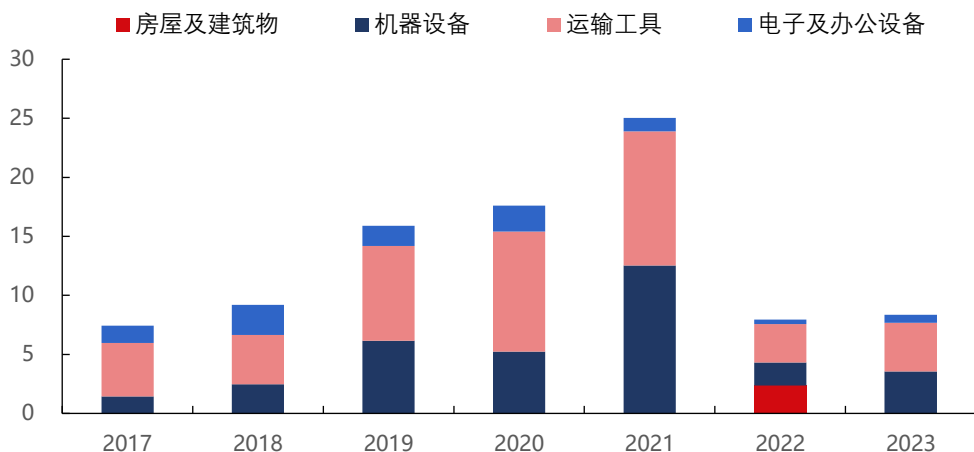


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从各类资产当期增加额来看,前期公司主要在运输工具以及机器设备方面发力,其中运输工具当期增加额从2018年的4.16亿元上升至2021年的11.35亿元,机器

设备增加额从 2018 年的 2.48 亿元上升至 2021 年的 12.54 亿元。2021 年公司资本开支达峰，运输工具与机器设备增加额占比合计达到 74.3%。

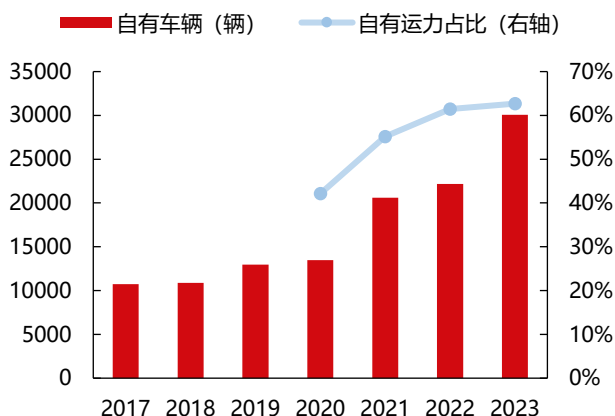
图表30：2017-2023 年公司各项固定资产当期增加额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

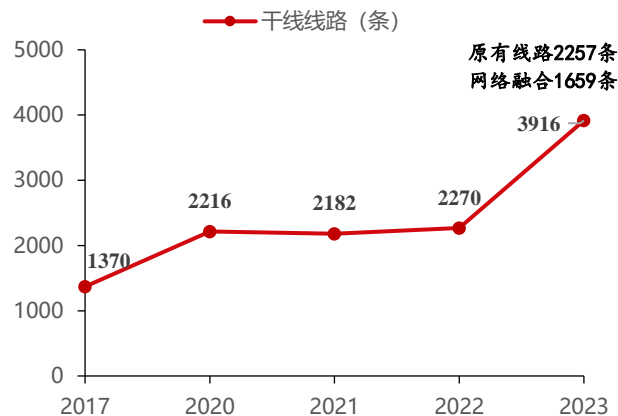
干线运输方面，公司在单位成本更低的自有运力方向持续发力。2020-2023 年，公司自有车辆从 1.35 万辆增至 3.0 万辆，自有运力占比从 42.12% 提升至 62.68%。除干线运力外，2022 年，公司干线线路数量自 2017 年的 1370 条增加至 2270 条，2023 年与京东物流部分转运中心整合后，公司干线数量增至 3916 条。

图表31：2017-2023 年营运车辆数量及自有比例



资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：2023 年自有车辆按 2023 年半年报披露的自有化率为依据测算）

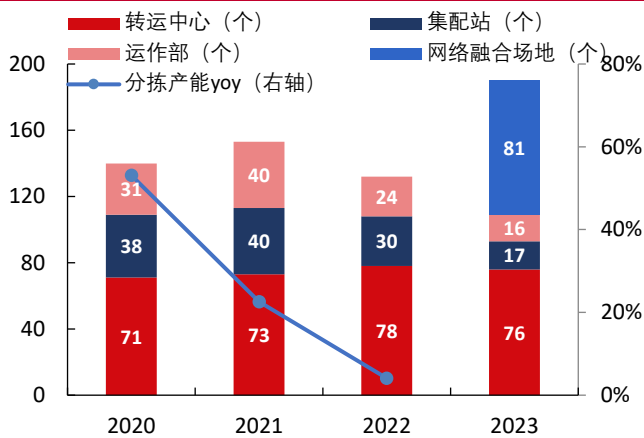
图表32：2017-2023 年干线线路数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

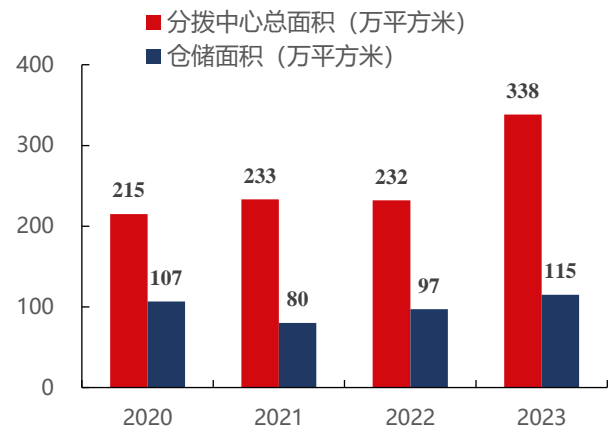
分拨中心方面，公司分拨中心数量总体保持稳定。公司对末端的网络结构进行持续优化，合并、优化低效的营业网点，设立更适配大件收派的重货分部，2022-2023 年公司运作部和集配站的数量开始逐步减少。伴随公司持续投放和升级转运中心自动化设备，目前公司自动化程度已达到 80%，大型的转运中心基本实现自动化，同时分拣产能也实现快速提升。

图表33：2020-2023年分拨中心数量及产能提升同比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表34：2020-2023年分拨中心面积及仓储面积

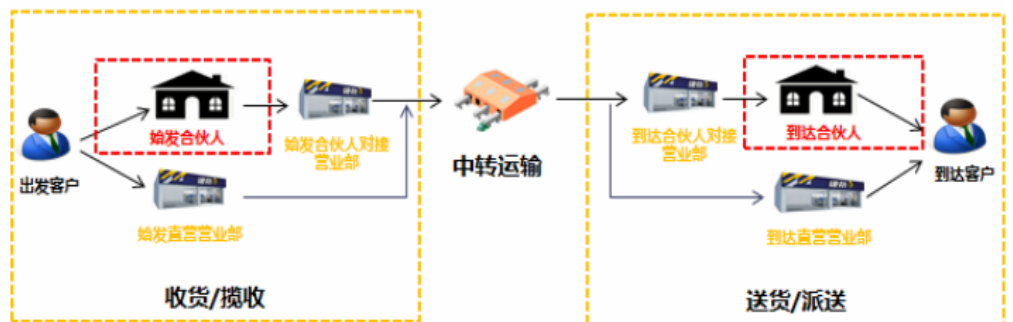


资料来源：公司公告，国联证券研究所

营业网点方面，公司创建“直营+合伙人”模式以实现运输网络的快速拓展。2015年8月，为更加有效地覆盖业务区域，实现运输网络的广泛延伸，并有效降低公司新设网点的成本，公司正式启动事业合伙人计划。针对网络覆盖相对薄弱的地区，公司邀请具备物流配送能力的个人或商户作为快运或快递业务的事业合伙人，事业合伙人在快运和快递业务中直接面向客户，负责所在区域内收货/揽收、送货/派送工作，合伙人参与开展业务模式包括以下三种：

- 1) 合伙人收货/揽收，德邦中转运输，德邦送货/派送；
- 2) 德邦收货/揽收，德邦中转运输，合伙人送货/派送；
- 3) 合伙人收货/揽收，德邦中转运输，合伙人送货/派送。

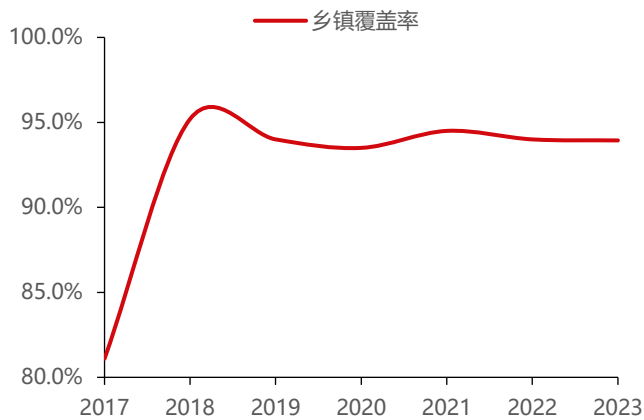
图表35：事业合伙人参与业务流程



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

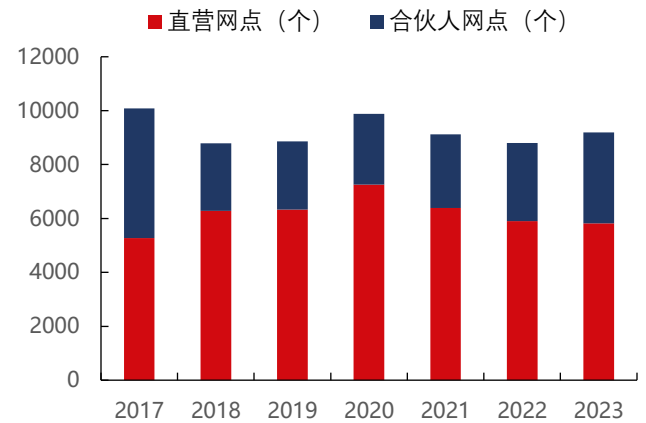
“直营+合伙人”模式助力公司网络覆盖率得到进一步提升。截至2023年底，公司已基本实现全国地级、区级城市的全覆盖，乡镇覆盖率达到93.94%。

图表36：2017-2023年公司网络乡镇覆盖率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表37：2017-2023年公司网点数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 直营模式管控，剑指中高端市场

相较于传统电商快递，大件快递通常具有价值高、破损率高、操作难、服务链条长等特点，对收、转、运、派各环节操作要求更高，具有很强的末端服务需求及场景化定制需求。因此，除运输价格外，货主相对更加注重下游运输企业的服务品质、专业性以及品牌口碑。

直营制模式下，总部按照一定的标准对网点、分拨中心、运输线路进行布局，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、车持续高效运转；总部对各区域进行统一管理，在业务范围内组织揽收、运输、中转、派送，对各个环节具有较强的管控能力，保证经营的连续性与稳定性。同时，总部按照统一标准对员工进行管理培训，有助于把控末端服务品质，为客户提供更好的全流程服务体验，从而更易打造企业形象品牌，塑造品牌口碑，强化客户粘性。

图表38：直营制快运企业服务流程示意图



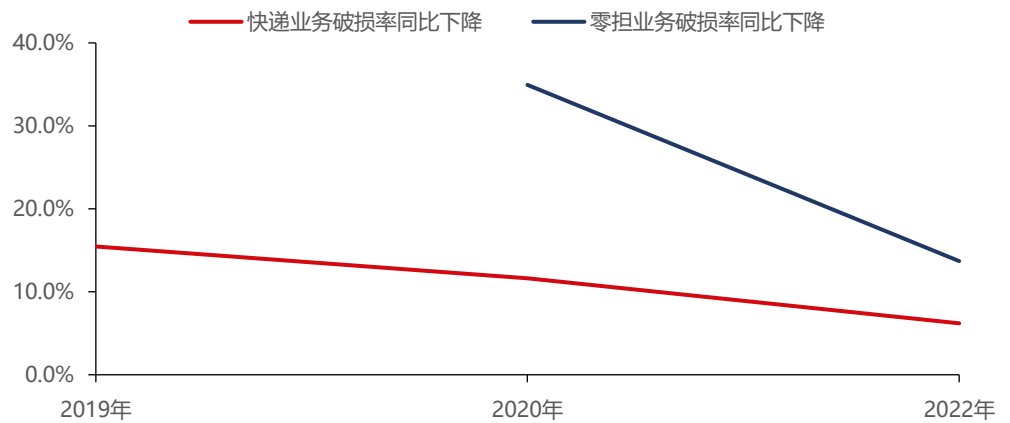
资料来源：运联智库《2020-2021 中国快运行业发展白皮书》，国联证券研究所

在降低货损率方面，公司加强收转运派各环节的基础管理，稳步降低大件货物破损率：收派环节，通过丰富包装种类、推广高损行业定制化包装方案、完善易损易腐

品类发运策略等方式降低货物破损风险；转运环节，通过加强违规操作监控管理、小件建包流程优化、分拣线设备改造优化等手段减少货损问题，同时通过不断的网络优化，逐步减少货物中转次数，未来随着与京东快运网络融合项目的推进，公司单个转运中心的货量将进一步提升，增加拉直线路，从而进一步降低货物中转次数。

通过持续信息化建设以及流程优化，公司快递业务与零担业务的货物破损率逐年下降，2023年公司主营业务破损率同比下降16.4%，在行业同公斤段产品中处于较低水平。

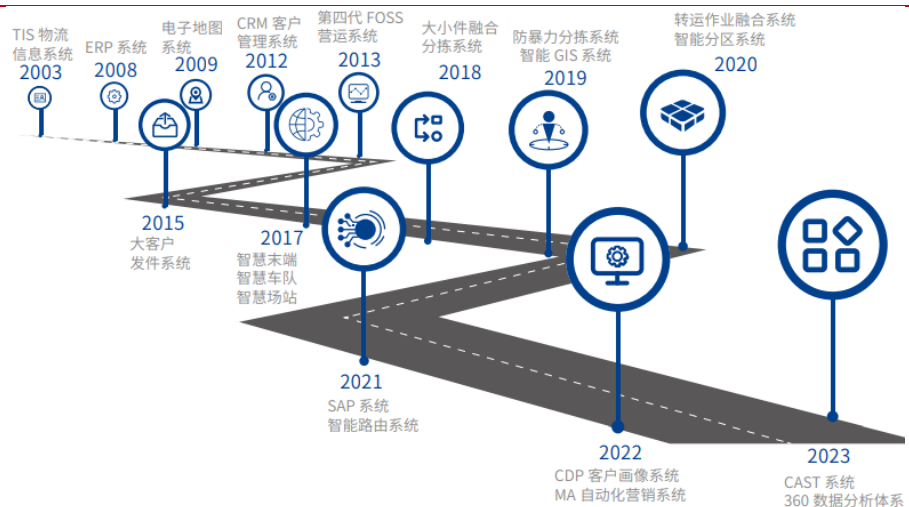
图表39：2019-2022年快递&零担业务货物破损率同比下降幅度



资料来源：公司公告，国联证券研究所

在提高时效方面，公司依托智能路由系统、自动调度等技术，输出时效、成本、体验最优线路方案，提高司机和快递员接送货效率，通过精细化管理和资源投入提升时效准点率。2023年，公司时效准点率相比2022年提升约10pct，目前准点率已接近90%。

图表40：公司科技发展历程

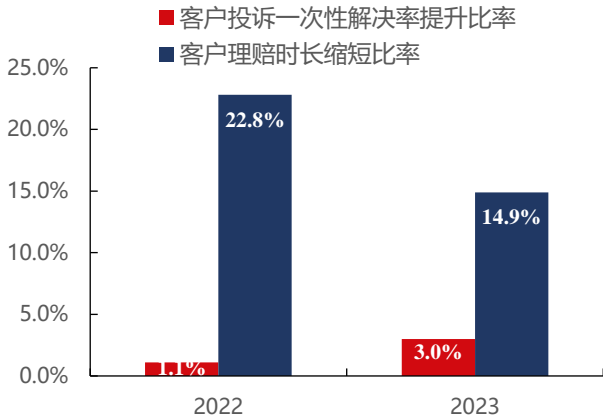


资料来源：公司公告，国联证券研究所

依托信息化技术，通过理赔申请便捷化、全流程可视化、客户服务定制化持续提升售后体验，完善客户服务体系。2022-2023年，公司客户投诉一次性解决率分别提

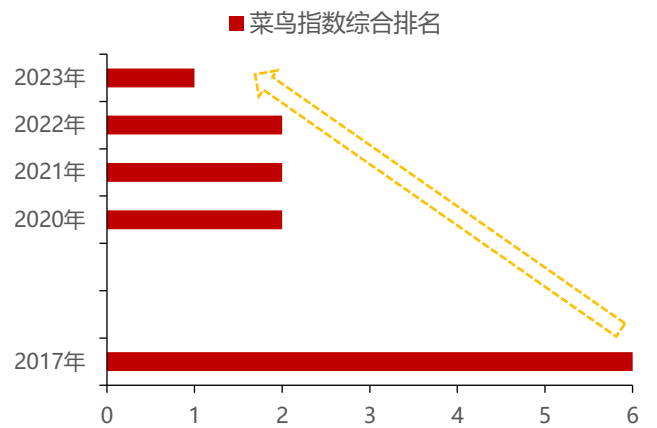
升 1.1、3.0pct，客户理赔时长分别缩短 22.8%、14.9%。基于高效成熟的运输网络以及稳定的末端运营能力，公司在菜鸟指数（履约达成 55%、末端及售后服务 35%、信息规范 10%）综合排名由 2017 年第 6 名升至 2023 年的第 1 名，在交付质量和客户体验方面已具备显著的品牌优势。

图表41：2022-2023 年客户投诉及理赔时长改善情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表42：2017-2023 年公司在菜鸟指数中综合排名

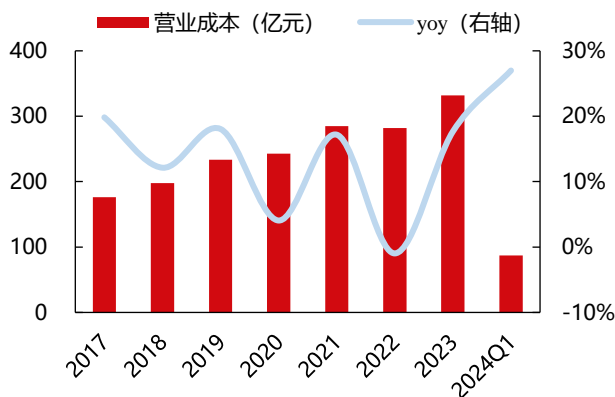


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 成本管控能力提升，降本增效成果显现

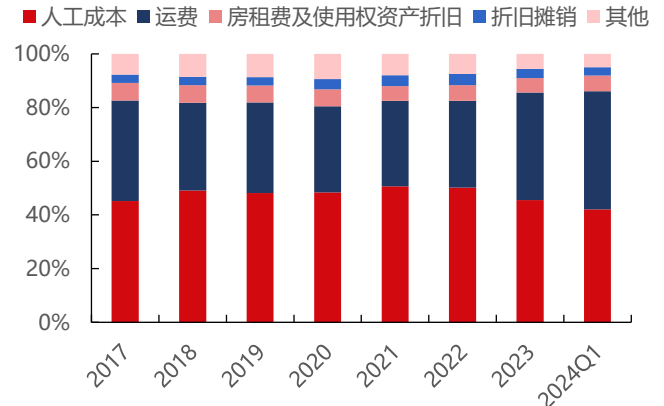
公司营业成本整体保持稳健，2019 年和 2021 年增速相对较高，主要系公司对大件快递市场进行持续投入对成本造成一定压力，2023 年成本增长显著主要系与京东物流网络资源整合造成短期内成本上升。从成本管控的角度来看，公司战略转型期的资本开支高峰期转化为产能的释放期，规模效应为后期中转、运输环节的成本节降奠定基础，同时公司精细化管理能力与管理效率的提升有效拓展了成本节降空间。

图表43：2017-2024 年 Q1 公司营业成本及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表44：2017-2024 年 Q1 公司各项成本占比

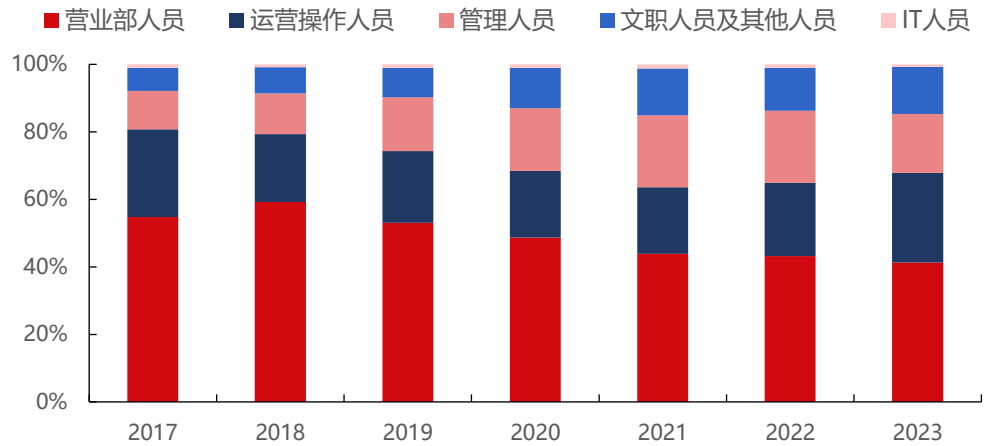


资料来源：Wind，国联证券研究所

公司成本端以人工成本和运输成本为主，二者合计占比在八成以上。前期受基层操作人员集中投放以及人效相对较低的影响，人工成本增速较快，2022 年起公司进行末端网络变革，通过优化网点区位、快递员收派片区以及升级快递员派送设备等措施，提升末端收派效率，并持续推进门店、后勤等部门文职人员的转型优化。剔除网

络融合项目影响，随着收派、中转环节等人效的持续提升，人工成本占比保持稳步下降趋势。

图表45：2017-2023 年公司员工构成

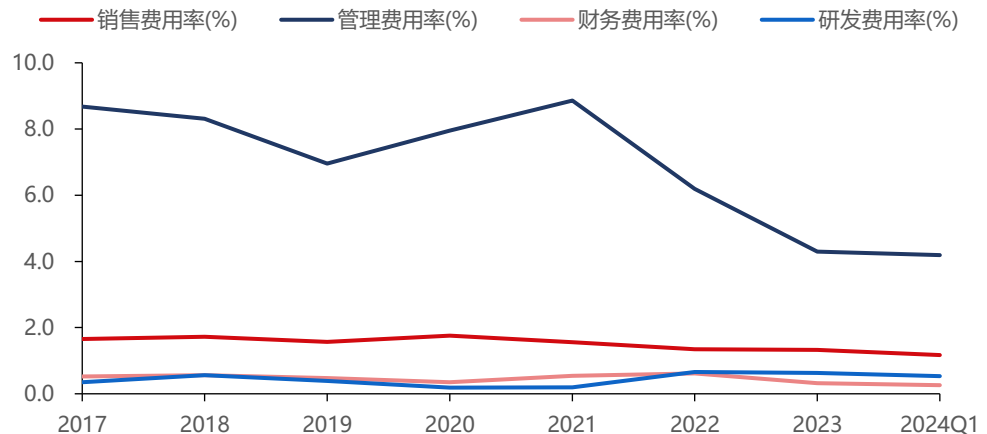


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司运输成本占比维持在 32%左右，截至 2024 年一季度，运输成本占比上升至 44%。一方面，2023 年公司与京东网络资源整合后运输成本有所上升；另一方面，2023 年二季度开始公司对高公斤段的快运业务加大资源布局，运输成本占比较高的整拼车等业务占比提升，同时，为增强产品竞争力，公司主动增加运输资源投入，2023 年运输工具资产增加额环比 2022 年增加约 0.9 亿元。短期内资源投入对成本造成一定冲击，我们认为随着网络融合的深入推进，公司成本有望迎来下行拐点。双网融合下通过合理配载以及车辆装载率的提升，运输成本占比预计环比下行。

公司销售费用率与财务费用率保持相对稳定，管理费用率迎来较大幅度改善。前期由于公司提升基础员工薪酬以及加强人才储备，导致管理费用率居高不下。后期公司通过组织结构及流程优化有效控制管理费用涨幅，截至 2024 年一季度，公司管理费用率从 2021 年的 8.86%下降至 4.19%。

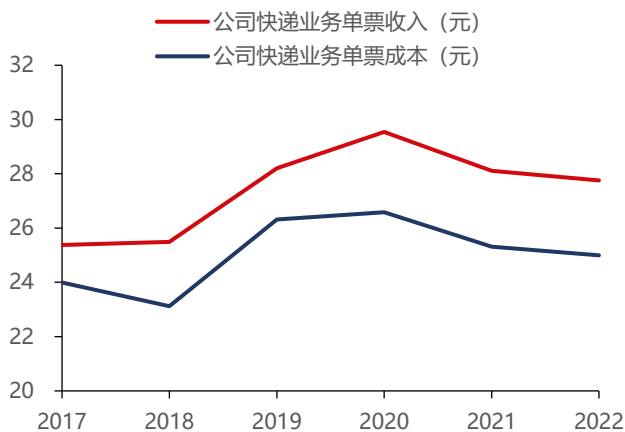
图表46：2017-2024 年 Q1 公司各项费用率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

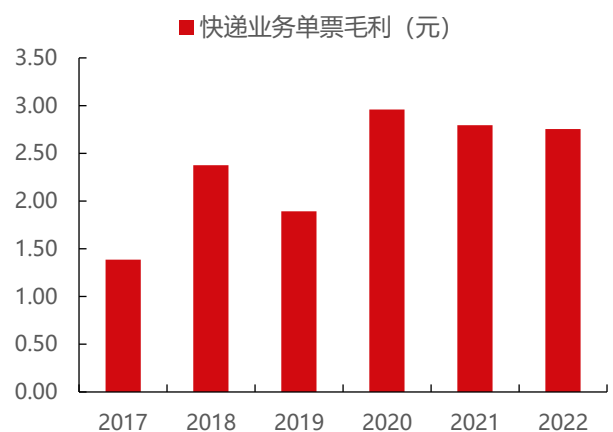
由于 2023 年公司调整业务口径，通过观测 2017-2022 年数据，可以看出公司快递业务的单票收入与传统电商快递业务单票价格具有明显差距，但由于货重以及分拣环节自动化程度的差异，轻小件快递的规模效应要强于大件快递，因此公司快递业务成本摊薄的速度和幅度相对较慢，未来随着货量规模扩张、运营能力提升以及京东资源的赋能加持，规模效应和网络效应仍有进一步释放的空间，同时，新技术与模式的应用使操作效率逐步提高，也有望促进整个运营体系成本的降低。

图表 47：2017-2022 年快递业务单票收入&单票成本



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 48：2017-2022 年快递业务单票毛利



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 协同京东：网络与业务资源双重加持，赋能长期发展

京东物流在仓网布局和仓配一体方面具有显著的优势，而干线运力资源以及网络覆盖面相对较弱。德邦作为老牌快运企业，在中转及运输环节具有较为丰富的资源优势。公司与京东物流快运业务的中转分拨和干线运输资源进行深度整合，有助于实现双方资源及优势互补，同时京东零售在 3c 及家电品类的内生优势也有望对公司的业务增长提供新动能。

4.1 网络协同：共享网络资源互补短板

作为直营制物流的两大龙头企业，京东物流和顺丰快递在仓配资源和运输网络方面各有所长。京东物流通过“以仓代运”模式，将客户库存直接运输及存储在距离终端消费者最近的仓库，并通过自研信息系统以及大数据算法预估需求和提前备货，形成“区域仓-前置仓-末端配送”的仓配模式，从而系统性缩短履约时间，确保配送时效，而顺丰作为网络型快递，需在转运中心-干线运输-网点-派送员等多个环节均匀布局。

因此从京东整合德邦前的 2021 年数据来看，京东物流资产规模相对较轻，在仓网布局和仓配一体方面具有显著的优势，而干线运力资源以及网络覆盖范围方面相对较弱。

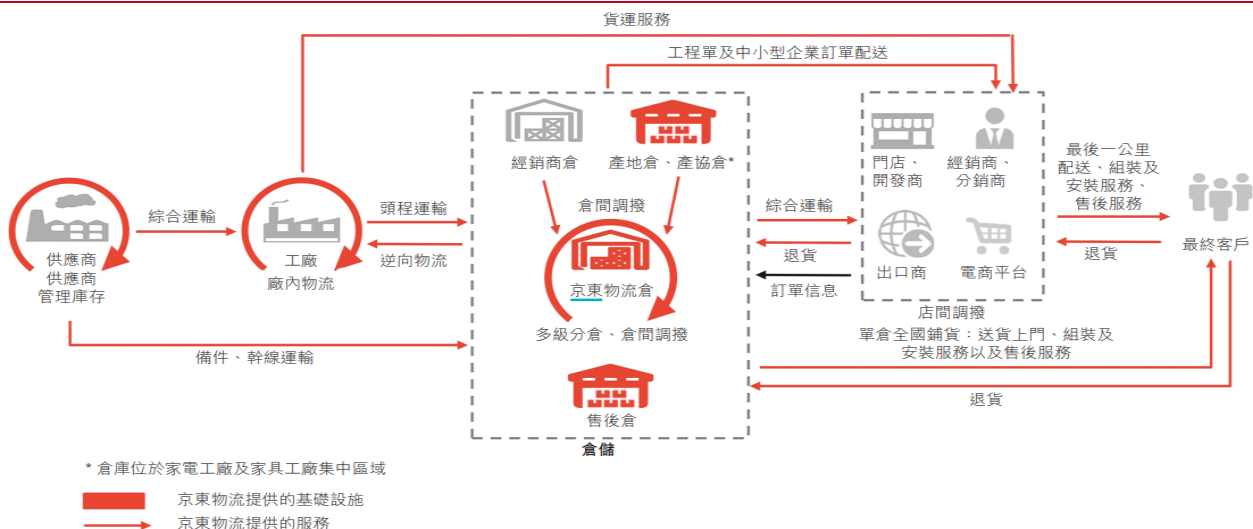
图表49：2021年底顺丰、京东物流、德邦基础设施情况对比

	京东物流	德邦股份	顺丰控股
分拣中心	210个	153个	快递中转场324个，快运中转场118个
运输车辆	自营车队1.8万辆卡车及其他车辆	自营车辆20602辆	运营干支线货车9.5万辆
航空运输	/	/	86架全货机
铁路线路	300+条铁路线，其中200+条高铁线路	/	高铁产品开通563条线路
网点数量	超1万个自营网点，超30万个合作网点	共有网点9127个，直营网点6389个	国内自营网点2.1万个，末端合作网点16.8万个
配送人员	20万人	6.82万人	42万人
仓储面积	自营仓库1300个，云仓1700+座，管理面积超2400万平方米	运营仓库127个，面积79.86万平方米	运营仓库2119座，面积超1000万平方米
网络覆盖范围	覆盖31个省和直辖市，及444个城市和直辖市的区	基本实现全国地级、区级城市的全覆盖，乡镇覆盖率达到94.5%	覆盖335个地级市和2859个县区级城市，城市覆盖率99.4%，县级覆盖率97.5%

资料来源：京东物流、德邦股份、顺丰控股2021年年报，国联证券研究所

从京东物流在家电家具行业一体化供应链服务模式来看，各层次之间的运输、仓间调拨以及逆向物流环节均对干线运输的效率具有较高的要求，从而确保仓储到配送全链条的履约时效与服务质量。而德邦作为老牌快运企业，在中转以及干线运输环节具有较为丰富的资源优势。

图表50：京东物流-家电家具行业端到端供应链解决方案



资料来源：京东物流招股说明书，国联证券研究所

根据2023年6月30日公司公告，公司与京东物流签订《资产转让协议》，公司以合计不超过1.06亿元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，具体包括约135类合计18300台/套物流相关设备，以及周转材料、房屋装修等。

图表51：交易标的主要财务信息

项目	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，国联证券研究所

转运中心资产转让后，公司与京东物流快运业务的中转分拨和干线运输资源进行深度整合。本次资源整合共分为两个阶段：第一个阶段为资产全面接管，业务平稳过渡。资产全面接管已于2023年7月底完成，2023年8月开始公司全面接管京东物流快运业务的83个转运中心。第二阶段为推进资源整合，增效提质降本。2024年一季度开始逐步深化资源整合，包含场地整合、路由规划、车辆/分拣设备投入等。

资产接管初期双方以信息交互为主，双方中转场地以及运输线路存在部分重合，资源裁撤及整合造成的临时性投入在短期内对成本端造成一定压力，但随着网络融合的推进，京东快运业务量逐步导入公司网络，伴随货量规模的抬升，转运中心的利用效率以及干线运输的装载率预计同步提高，进一步提升规模效应，推动单位运营成本与运输成本的下降。同时随着拉直线路的增加，在改善运输时效的同时降低货物中转次数，从而降低货物破损率。整体来看，两网融合下，有助于实现双方资源及优势互补，进一步发挥协同效应增强竞争力。

4.2 业务协同：业务导流注入增长新动能

根据2023年12月1日公司发布的《关于公司2024年度日常关联交易预计的公告》，2024年公司预计向京东集团及其关联企业提供78.00亿元的劳务，占公司2023年收入的比例为21.5%，相比2023年实际发生金额增长约140.8%，主要系网络整合后公司增加对京东快运业务提供的中转及运输服务。

图表52：2023-2024年公司关联交易明细

关联交易类别	2024年预计金额 (万元)	占同类业务比例 (%)	关联人	2023年实际发生金额 (万元)	关联人
向关联方采购商品	4,547.94	1.32	京东	2,665.97	京东
向关联方提供劳务	779,990.26	22.44	京东	323,940.09	京东、韵达、重庆德基仓储、大连德邦物流
接受关联方提供的劳务	44,428.53	2.32	京东	4,617.50	京东、韵达
向关联方租入资产	17,550.88	9.02	京东	6,592.34	京东
向关联方出租资产	4,650.60	125.27	京东	775.10	京东、韵达

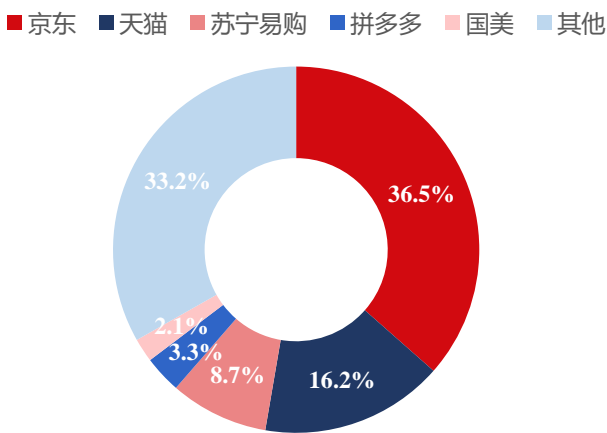
资料来源：公司公告，国联证券研究所

除了网络层面的业务协同外，京东自身的内生优势也有望对公司的业务增长提供新动能。京东零售在3c产品以及家电品类具有较强的用户心智，根据赛迪研究院

数据，2022年我国家电市场零售商中京东占比为36.5%，排名第一，并与第二名拉开约20个百分点的差距。2019-2023年，京东电子产品及家用电器商品收入复合增速为13.2%，收入占比约在50%左右。大件电商渗透率持续提升背景下，京东有望从上游商流层面对公司进行持续赋能。

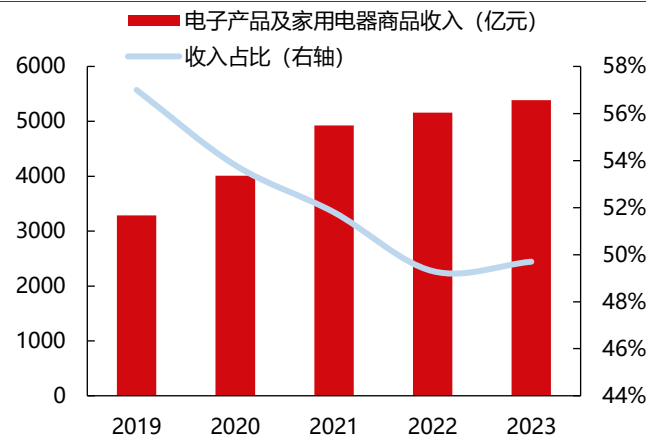
2023年7月19日，京东商家通知平台京麦发布通知，当用户购买了超出京东快递揽收范围的超长超重商品，为解决其因售后自行寄回等造成的相应问题，京东上线了德邦和京东快运上门取件功能。德邦网点具备高覆盖率，且直营制模式下末端服务品质有所保障，因此除干线转运环节外，双方在末端揽派同样具备协同融合空间。

图表53：2022年我国家电市场零售商占比情况



资料来源：赛迪研究院，国联证券研究所

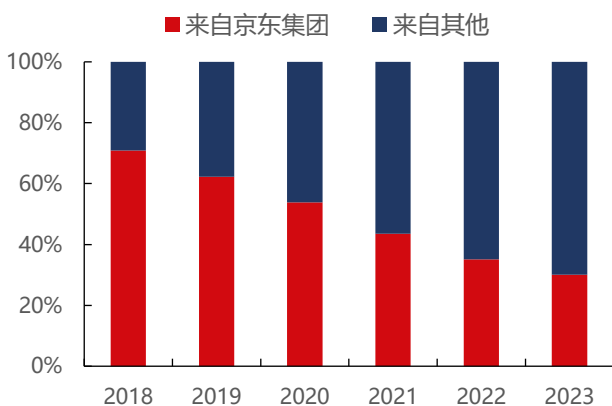
图表54：2019-2023年京东电子及家电商品收入情况



资料来源：京东集团公司公告，国联证券研究所

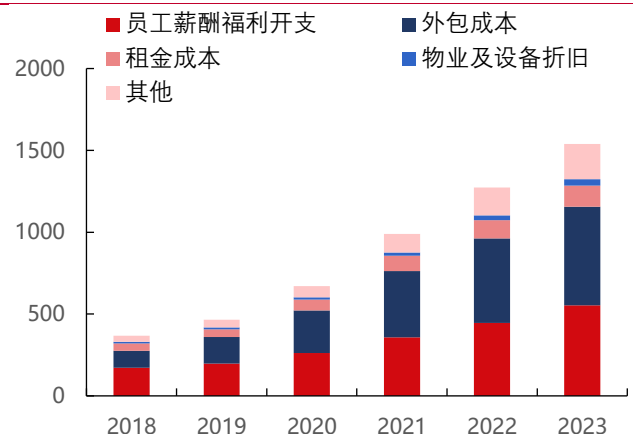
京东物流外部客户占比近年来持续提升，2023年外部客户收入占比达到70%，收购德邦前外部客户占比业已达到56.4%（2021年）。如前文所述，相较于网络型快递企业，京东物流干线运力以及网络覆盖面偏弱，外部业务体量的增长导致对外部运输资源的采购需求同步增加，外包成本占比持续升高。双方网络资源的融合补充，有助于实现双方的成本节降，同时京东物流外部客户体量的增长也为未来公司承接更多运输需求开辟新的空间。

图表55：2018-2023年京东物流外部客户收入占比



资料来源：京东物流公司公告，国联证券研究所

图表56：2018-2023年京东物流成本细分(单位:亿元)



资料来源：京东物流公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

公司的主营业务主要分为快运业务、快递业务和其他三大类。

(1) 快运业务：假设快运业务收入 2024-2026 年同比分别增长 16.0%、15.0%和 12.0%，毛利率分别为 8.6%、9.0%和 9.3%；

(2) 快递业务：假设快递业务收入 2024-2026 年同比分别增长 8.0%、7.0%和 7.0%，毛利率分别为 9.0%、9.0%和 9.0%；

(3) 其他：假设其他业务收入 2024-2026 年同比分别增长 15.0%、15.0%和 15.0%，毛利率分别为 7.0%、7.0%和 7.0%。

图表57：2022-2026 年公司营业收入及成本测算（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	31,391.5	36,278.9	41,852.6	47,894.7	53,534.9
yoy	0.1%	15.6%	15.4%	14.4%	11.8%
毛利率	10.2%	8.6%	8.5%	8.9%	9.2%
快运业务					
收入	9,601.1	32,279.7	37,444.4	43,061.1	48,228.4
yoy	-10.1%	18.2%	16.0%	15.0%	12.0%
毛利率	12.0%	/	8.6%	9.0%	9.3%
快递业务					
收入	20,784.8	2,728.4	2,946.7	3,153.0	3,373.7
yoy	5.3%	-11.2%	8.0%	7.0%	7.0%
毛利率	9.9%	/	9.0%	9.0%	9.0%
其他					
收入	1,005.6	1,270.8	1,461.4	1,680.7	1,932.8
yoy	6.1%	26.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	-1.4%	/	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

5.2 投资建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 418.53/478.95/535.35 亿元，同比增速分别为 15.36%/14.44%/11.78%；归母净利润分别为 10.54/13.90/16.50 亿元，同比增速分别为 41.28%/31.90%/18.78%；3 年 CAGR 为 30.32%，EPS 分别为 1.03/1.35/1.61 元/股。鉴于公司聚焦中高端大件快递市场，网络资源整合带来的协同效应有望提振业务规模，精细化管理下盈利能力有望持续提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

宏观经济增速不及预期：经济增速下滑会导致快运行业需求走弱，对于公司业务量的增长造成负面影响。

行业价格竞争加剧：行业价格竞争加剧会导致公司经营层面以及盈利能力受到不利影响。

京东资源整合进度不及预期：网络资源整合项目进度过慢或效果不及预期可能对公司业务量增速以及盈利能力产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1477	2853	4350	6049	8144	营业收入	31392	36279	41853	47895	53535
应收账款+票据	2347	3909	3525	4034	4509	营业成本	28192	33172	38276	43626	48611
预付账款	287	339	391	448	500	营业税金及附加	78	75	87	99	111
存货	31	23	27	30	34	营业费用	422	480	536	575	642
其他	1888	2256	2485	2843	3178	管理费用	2150	1789	2013	2251	2516
流动资产合计	6030	9381	10778	13404	16365	财务费用	193	118	107	102	97
长期股权投资	202	154	159	164	169	资产减值损失	-36	-5	-6	-7	-7
固定资产	6329	6226	6452	6331	6062	公允价值变动收益	-13	-95	2	2	2
在建工程	159	256	192	128	64	投资净收益	91	19	48	48	48
无形资产	572	500	477	458	439	其他	383	361	378	373	368
其他非流动资产	1733	1061	1039	1010	980	营业利润	780	925	1256	1657	1968
非流动资产合计	8995	8197	8319	8091	7714	营业外净收益	4	-2	0	0	0
资产总计	15025	17577	19096	21495	24079	利润总额	785	923	1256	1657	1968
短期借款	1151	1301	1441	1561	1661	所得税	135	174	200	264	314
应付账款+票据	2543	3491	3709	4227	4710	净利润	649	749	1056	1392	1654
其他	2547	3334	3577	4075	4542	少数股东损益	0	3	2	3	3
流动负债合计	6241	8125	8727	9863	10913	归属于母公司净利润	649	746	1054	1390	1650
长期带息负债	1399	1290	1190	1110	1050						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	461	461	461	461	461	成长能力					
非流动负债合计	1860	1752	1652	1572	1512	营业收入	0.10%	15.57%	15.36%	14.44%	11.78%
负债合计	8101	9877	10378	11435	12424	EBIT	190.83%	6.42%	30.96%	29.09%	17.39%
少数股东权益	-1	16	18	21	24	EBITDA	48.53%	-0.37%	6.08%	22.14%	15.12%
股本	1027	1027	1027	1027	1027	归属于母公司净利润	339.08%	14.94%	41.28%	31.90%	18.78%
资本公积	915	850	850	850	850	获利能力					
留存收益	4983	5807	6822	8162	9753	毛利率	10.19%	8.57%	8.55%	8.91%	9.20%
股东权益合计	6924	7700	8718	10060	11655	净利率	2.07%	2.06%	2.52%	2.91%	3.09%
负债和股东权益总计	15025	17577	19096	21495	24079	ROE	9.37%	9.70%	12.11%	13.84%	14.19%
						ROIC	10.68%	11.12%	11.65%	13.82%	15.82%
						偿债能力					
						资产负债率	53.92%	56.19%	54.35%	53.20%	51.60%
						流动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.5
						速动比率	0.7	0.9	0.9	1.1	1.2
						营运能力					
						应收账款周转率	13.7	9.3	12.0	12.0	12.0
						存货周转率	900.8	1436.3	1436.3	1436.3	1436.3
						总资产周转率	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
						每股指标(元)					
						每股收益	0.6	0.7	1.0	1.4	1.6
						每股经营现金流	2.1	2.0	2.8	2.8	3.2
						每股净资产	6.7	7.5	8.5	9.8	11.3
						估值比率					
						市盈率	20.8	18.1	12.8	9.7	8.2
						市净率	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
						EV/EBITDA	9.7	7.3	6.2	4.8	3.7
						EV/EBIT	23.2	16.2	11.3	8.1	6.2

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年07月12日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼