



公司研究 | 深度报告 | 德邦股份 (603056.SH)

德邦股份：重振旗鼓，奋楫扬帆向未来

报告要点

德邦股份是中国中高端快运市场龙头，也是零担快运产品标准的制定者。当前时点公司基本面迎来三重催化：1) 宏观政策方向转变，公司作为顺周期物流标的具备较大的向上弹性；2) 公司精益化管理持续发力，积极调优竞争策略，有望实现量利齐升；3) 网络融合加速，有望推动货量进一步增长。中长期看，中高端快运市场格局稳固，行业单价中枢有望企稳修复，与京东协同深化有望打开长期增长空间，给予“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002



胡俊文

德邦股份 (603056.SH)

2024-11-29

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

德邦股份：重振旗鼓，奋楫扬帆向未来

引言：顺周期底部的快运龙头

随着宏观政策迎来重大转向，宏观经济预期改善，底部顺周期物流标的具备较大的向上弹性。从定量角度看，德邦股份业绩分位数处于高位，估值分位数相对较低，具备较强的投资性价比。

复盘：直营快运领头羊何以“迷失”

德邦股份作为直营快运龙头企业，自上市以来股价并未有出色的表现，盈利也曾一度止步不前。深度复盘公司发展历史，公司经营存在着竞争加剧、管理战略波动、需求承压三重因素压制：1) 2018年以来快递公司纷纷切入全网快运赛道，中高端快运市场呈现顺丰快运、京东物流、德邦股份“三国对立”局面，激烈的价格战压制行业的盈利水平。2) 公司主动转型进军快递市场，但大件快递业务持续亏损并拖累快运主业发展，叠加管理层频繁换届影响战略执行，产品服务品质下降、公司盈利波动加大。3) 2024年以来，经济修复偏缓，持续压制快运市场需求。随着京东物流完成收购德邦，行业竞争格局优化，管理战略复位。当前宏观经济预期也正在发生积极转变，公司或将迎来盈利和股价的双重拐点。

变局：全网络格局变革，静待需求修复

当前时点，我们看到行业层面和宏观预期都发生着积极变化：1) 行业格局优化：2022年，京东收购德邦股份，促进中高端快运市场格局重构，从过去顺丰、德邦、京东的三足鼎立，变成顺丰、德邦+京东系的双寡头格局，更为稳定的双寡头格局有望推动行业中长期价格中枢进入修复通道。2) 全网渗透率提升：大件商品网购渗透率不断提升，中国零售渠道逐步走向扁平化，传统专线、零担市场空间逐步萎缩，全网快运企业份额持续提升。3) 宏观政策转向：2024年9月以来宏观政策方向迎来了重大转变，后续财政政策有望持续加码，推动货运需求修复。

展望：昔日龙头再次“扬眉吐气”

2022年德邦股份并入京东物流后，不仅积极推动了公司内部管理变革，也促成了物流网络的强强联合：1) 公司新的管理团队搭建完成，由既懂运营又懂财务的老将黄华波担任总裁，战略实现复位，专注快运主业，持续升级产品服务，提升大件产品竞争力。公司将持续推动降本增效，并采取积极的竞争策略，推动公司货量快速增长，实现货量、成本、盈利的正循环。2) 当前网络融合项目第一阶段完成，公司已经承接京东快运全部的运输、中转环节。假设2025年京东快运实现营收50亿元，中性测算网络融合完成后京东快运关联交易的净利率可达2.00%，有望贡献利润1.0亿元。中长期看，德邦股份与京东有望持续发挥协同效应，京东集团在大件家电、家居商品上壁垒稳固，有望为公司持续导流。

精益化管理发力，网络融合加速，贝塔上行可期

德邦股份作为中高端全网快运龙头，具备较强的顺周期属性，政策发力有望推动货运需求改善。短期看，公司持续深耕精益化管理，伴随网络融合稳步推进，资产利用率有望持续提升。同时，公司积极调优经营策略，市占率有望持续提升。中长期看，中高端快运市场格局稳固，长期单价中枢有望企稳修复，公司与京东物流协同深化打开长期增长空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.5/10.2/11.7亿元，对应PE分别为17.5/14.6/12.7倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观需求不及预期；2、快运市场竞争加剧；3、网络融合降本不及预期；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.44
总股本(万股)	102,696
流通A股/B股(万股)	102,696/0
每股净资产(元)	7.85
近12月最高/最低价(元)	17.36/11.71

注：股价为2024年11月28日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：顺周期底部的快运龙头	6
复盘：直营快运领头羊何以“迷失”	7
市场竞争激烈，“三国”相互“厮杀”	8
战略转向“错位”，管理频繁变动	9
货运需求疲弱，规模增长承压	12
变局：全网络局变革，静待需求修复	13
中高端市场格局优化，“三国杀”变“双寡头”	13
零担行业加速出清，全网渗透率逆势提升	16
宏观政策转向，财政持续加码	18
展望：昔日龙头再次“扬眉吐气”	19
战略复位，专注经营	19
协同京东物流，赋能业绩增长	22
精益化管理发力，网络融合加速，贝塔上行可期	24
风险提示	25

图表目录

图 1：物流公司 2025E 年利润分位数（2010-2025E 年）及市盈率分位数（2010-2024E 年）	6
图 2：逆周期财政政策发力推动企业信心快速改善	7
图 3：德邦股份股价与 PMI 呈正相关	7
图 4：德邦处于中高端快运市场第一梯队	7
图 5：德邦产品单价相对较高，主要服务中高端市场	7
图 6：德邦股价表现相对疲软，盈利一度止步不前	8
图 7：2018 年，快运中高端市场“三国”对立	9
图 8：2018-2020 年，中高端快运单价持续下降	9
图 9：2022 年之前，顺丰快运处于持续亏损状态	9
图 10：德邦大件快递起量迅猛	10
图 11：2020 年，德邦合伙人网点占比提升至 76%	10
图 12：公司管理层不稳定，没能及时纠正“错位”战略	10
图 13：2018 年 9 月-12 月，德邦快递申诉率高于全国平均水平	11
图 14：2019-2022 年，德邦单公斤收入降低 9.5%	11
图 15：2018-2022 年，德邦净利润波动加剧	11
图 16：德邦股份产品矩阵及服务客群	12
图 17：2024 年 4 月以来，中国 PMI 指数处于“荣枯线”以下	12
图 18：2024 年以来，中国制造业利润总额当月同比增速表现低迷	12
图 19：2024 年以来，公路货运需求持续承压	13
图 20：2023 年以来，公路运输价格波动下行	13
图 21：2022 年，京东物流收购德邦股份，行业格局由“三国杀”变“双寡头”	14

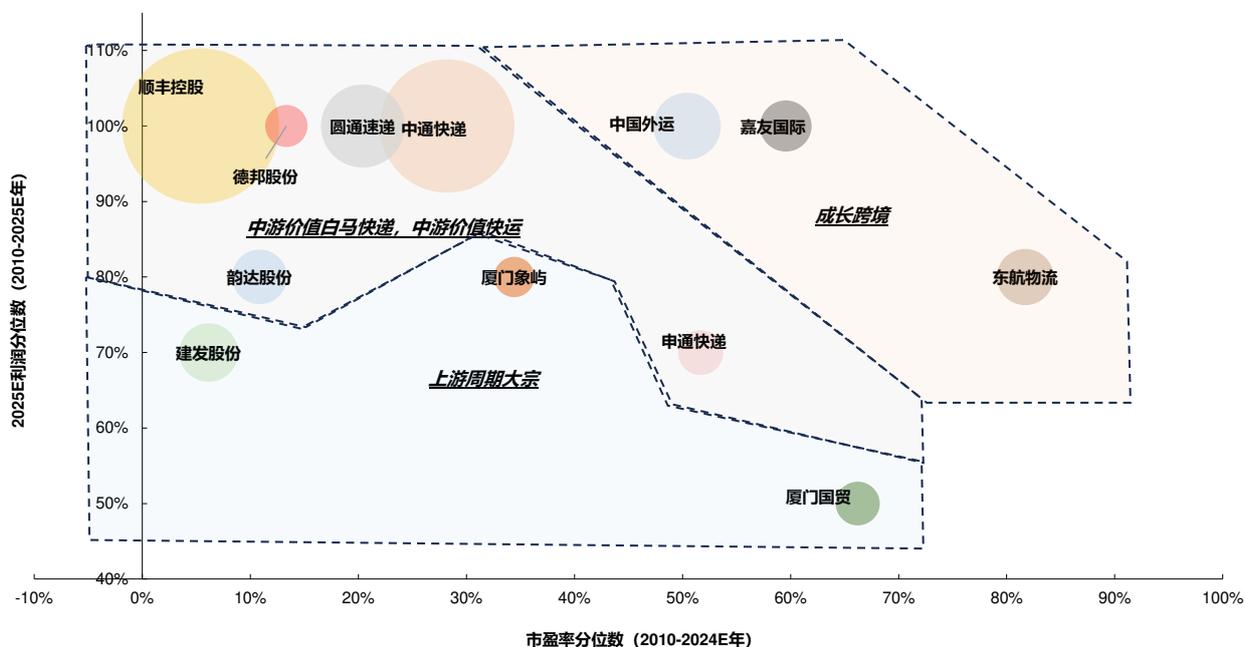
图 22: 2022 年开始, 零担运价开始上行.....	15
图 23: 2008 年以后, 美国快运龙头平均利润率稳步上行.....	15
图 24: 经历 2008 年金融危机后, 美国零担市场加速出清.....	15
图 25: 中国零担市场分类.....	16
图 26: 全国大型批发市场数量逐步萎缩, 规模停滞增长.....	17
图 27: 全国实物网络零售额占比持续提升.....	17
图 28: 2021 年以来, 全国零担市场规模萎缩.....	17
图 29: 2023 年, 全国零担市场中仅全网快运市场规模实现逆势增长.....	17
图 30: 财政政策往往逆周期发力.....	18
图 31: 过往财政政策发力, 对大宗商品需求刺激较为显著.....	18
图 32: 财政政策发力, 对公路货运量的拉动效果相对一般.....	18
图 33: 财政政策发力对社会零售额增速拉动并不明显.....	18
图 34: 制造业和零售业是中国货运行业的前两大货源市场.....	19
图 35: 公司总经理由德邦既懂运营又懂财务的“老将”黄华波担任.....	20
图 36: 公司采取多项举措提升服务品质.....	20
图 37: 公司持续保持自有运力占比的提升.....	20
图 38: 德邦时效兑现率提升至 90%, 和顺丰齐平.....	21
图 39: 公司全链路时长缩短 4.15h 至 50h, 仅和顺丰相差 2h.....	21
图 40: 2023 年以来, 公司人工成本占比持续下降.....	21
图 41: 2020-2022 年, 公司优化网点布局, 精简网点数量.....	21
图 42: 2022H2 以来, 公司管理费用率稳中有降.....	22
图 43: 2022 年, 公司人均创利水平触底回升.....	22
图 44: 2021 年京东快运营收 67 亿元.....	22
图 45: 京东商城大件商品主要公斤段主要集中在 10-80Kg.....	22
图 46: 2023H2, 公司开启与京东快运的网络融合.....	23
图 47: 2023H2, 末端网络融合提升成本, 净利率表现承压.....	23
表 1: 2020 年 10 家快递公司时限排名中, 德邦排名几乎倒数第一.....	11
表 2: 截止 2022 年上半年, 中高端快运市场玩家网络运力情况.....	14
表 3: 德邦承接京东快运业务后, 净利润贡献敏感性测算.....	23
表 4: 京东商城拥有众多优质入驻品牌.....	23
表 5: 公司收入与利润敏感性分析.....	25

引言：顺周期底部的快运龙头

伴随宏观政策迎来重大转向，宏观经济预期改善，底部顺周期物流标的具备较大的向上弹性。从定量角度，参考《因“财”施教，拾级而上——交通运输行业 2024 年四季度投资策略》的定量筛选方法，以业绩分位数、估值分位数作为坐标轴，德邦股份处在坐标系左上角部位，对应估值性价比较高。

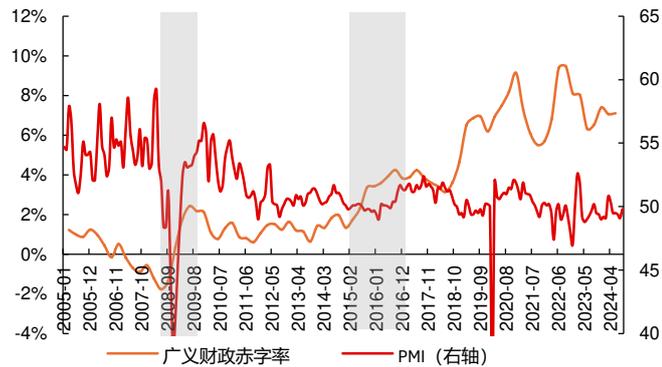
从逻辑推演角度，德邦股份作为快运行业龙头，主要服务中游制造业，股价与 PMI 呈现较强的相关性。伴随后续财政政策逆周期持续发力，有望推动货运需求持续向上，是处于底部的顺周期弹性标的。

图 1：物流公司 2025E 年利润分位数（2010-2025E 年）及市盈率分位数（2010-2024E 年）



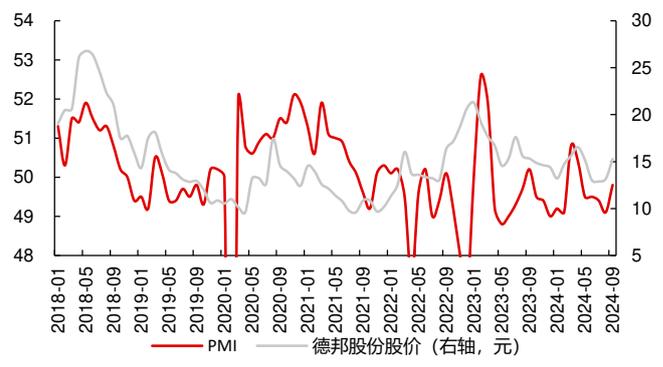
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：1）气泡大小为公司的市值；2）数据截至 2024 年 10 月 7 日；3）2010 年未上市公司的市盈率、业绩分位数公司采用上市时点至 2025E 年的时间段）

图 2：逆周期财政政策发力推动企业信心快速改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：德邦股份股价与 PMI 呈正相关

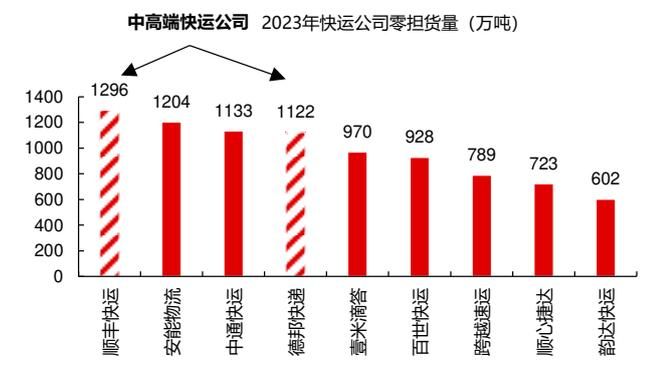


资料来源：Wind，长江证券研究所

复盘：直营快运领头羊何以“迷失”

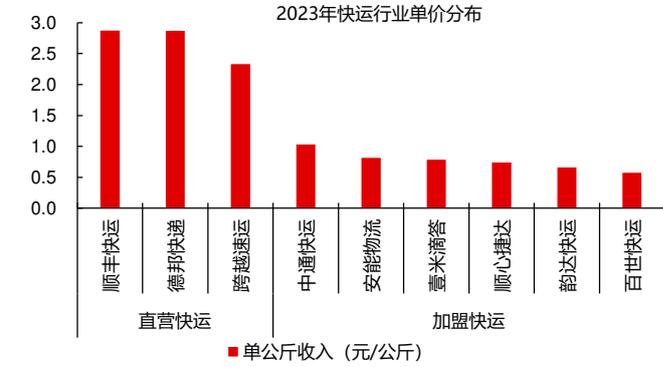
德邦股份作为直营快运龙头企业，主要服务于中高端快运市场，不仅是零担快运产品标准的制定者，也是标准化物流管理模式的先行者，货量规模、服务品质始终处于领先地位。根据运联智库数据，2023 年德邦股份的货量为 1122 万吨，位列全网快运行业第四，稳居全网快运行业第一梯队。

图 4：德邦处于中高端快运市场第一梯队



资料来源：运联智库，长江证券研究所

图 5：德邦产品单价相对较高，主要服务中高端市场

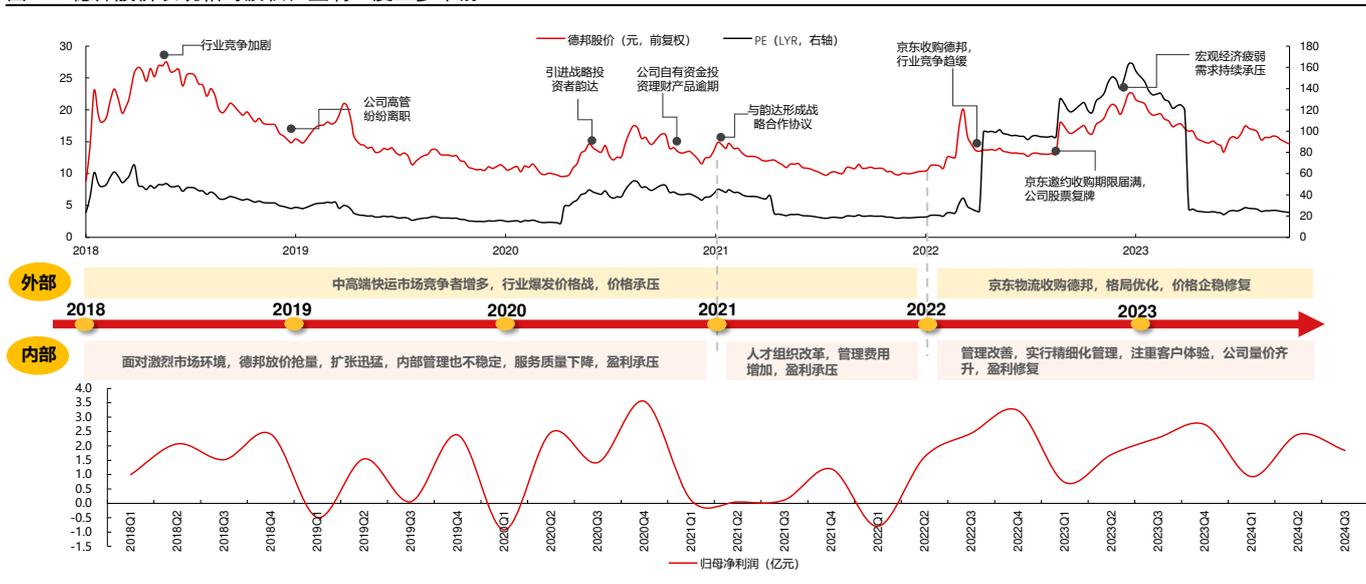


资料来源：运联智库，长江证券研究所¹

自上市以来，公司股价并未有出色的表现，盈利也曾一度止步不前。深度复盘公司发展历史，公司经营存在着竞争加剧、管理战略波动、需求承压三重因素压制。随着京东物流完成收购德邦，行业竞争格局优化，公司管理战略复位。当前宏观经济预期也正在发生积极转变，公司或将迎来盈利和股价的双重拐点。

¹ 德邦 23 年调整产品口径，将“大件快递 3.60”“航空大件”等产品分类为快运业务，收入涵盖京东原独立运营的中转、运输收入。

图 6：德邦股价表现相对疲软，盈利一度止步不前



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：股价数据截至 2024 年 9 月 30 日）

市场竞争激烈，“三国”相互“厮杀”

快递龙头切入全网快运赛道，中高端市场开启“三国杀”。2018 年 1 月 16 日，德邦股份成功登陆 A 股上市。与此同时，顺丰控股、京东物流等快递公司纷纷切入快运零担赛道，转型成为综合物流龙头：2018 年，顺丰控股收购新邦成立“顺心捷达”，并于 2019 年成立直营快运子品牌“顺丰快运”，快速起量冲击快运市场。2018 年，京东物流为了谋求上市，积极开展第三方业务，进军快运市场。**2018-2021 年，中高端快运市场呈现顺丰快运、京东物流、德邦股份“三国对立”的局面。**

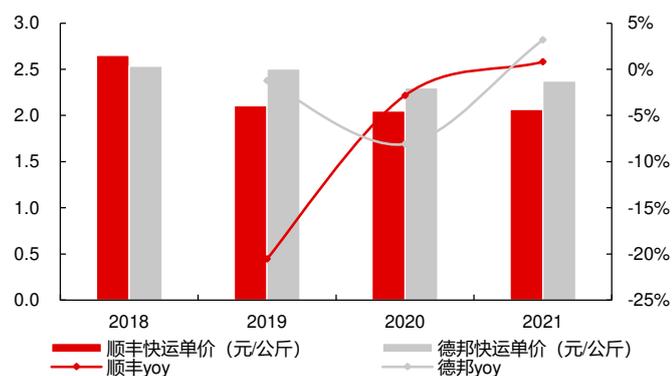
与此同时，低端快运市场头部玩家纷纷获得一级市场资本加持，跃跃欲试抢夺中高端市场接壤的市场份额，加剧了行业的价格竞争。2018-2020 年，顺丰快运、德邦股份单价持续下行，激烈的价格战压制行业的盈利水平。

图 7：2018 年，快运中高端市场“三国”对立



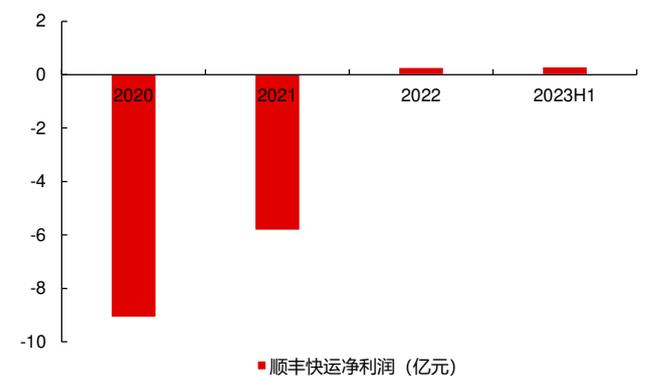
资料来源：运联智库，长江证券研究所

图 8：2018-2020 年，中高端快运单价持续下降



资料来源：运联智库，长江证券研究所

图 9：2022 年之前，顺丰快运处于持续亏损状态



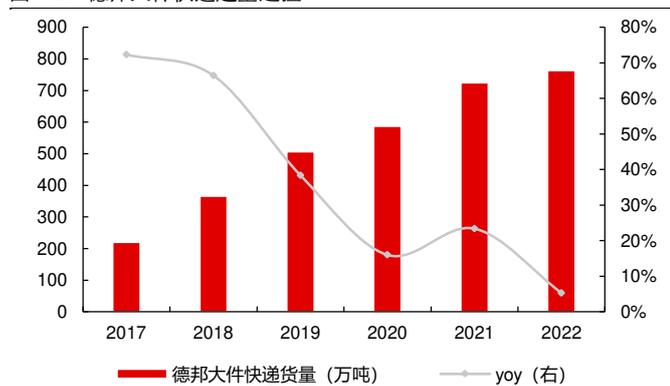
资料来源：公司公告，长江证券研究所

战略转向“错位”，管理频繁变动

多元化转型失利，管理层频繁换届。 电商行业迅速发展推动大件线上渗透率持续提升，公司选择主动转型，进军快递市场，于 2018 年推出了 3kg-60kg 的大件快递产品。但随着快递市场竞争加剧，大件快递业务持续亏损并拖累快运主业发展。

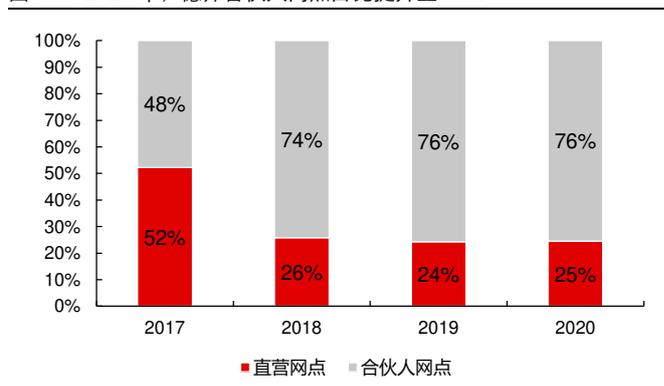
与此同时，公司开启了轮值 CEO 制度，公司管理层频繁换届影响战略执行，难以聚焦主业经营，公司服务品质逐渐被同行拉开差距。2018 年 9 月-12 月，德邦快递申诉率高于全国平均水平。2020 年 10 家快递公司时限排名中，德邦排名倒数第一。随着公司服务品质下滑，公司客单收入逐步降低，公司增收不增利，2018 年-2022 年间公司净利润波动加剧。

图 10：德邦大件快递起量迅猛



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：2020 年，德邦合伙人网点占比提升至 76%²



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：公司管理层不稳定，没能及时纠正“错位”战略



资料来源：《借力咨询》，管同良、王祥伍等，公司公告，长江证券研究所

² 加盟网点包括乡镇网点，2018-2020 年公司乡镇网点数量增长迅猛。

图 13: 2018 年 9 月-12 月, 德邦快递申诉率高于全国平均水平



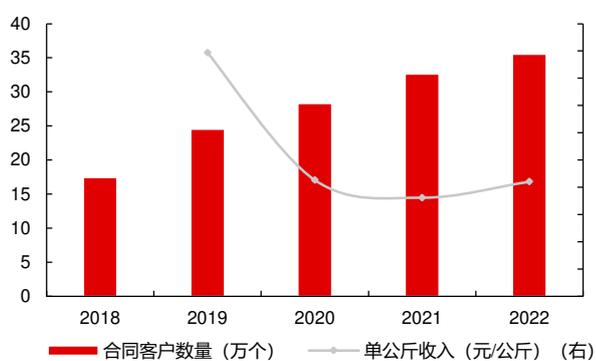
资料来源: 国家邮政局, 长江证券研究所

表 1: 2020 年 10 家快递公司时限排名中, 德邦排名几乎倒数第一

排名\时限	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准时率
顺丰速运	1	1	1	1	1	1
邮政 EMS	2	3	2	2	5	2
京东快递	3	6	3	4	2	3
中通快递	4	5	4	6	4	4
韵达快递	5	2	5	3	6	5
百世快递	6	4	6	5	7	6
申通快递	7	8	7	8	3	7
圆通快递	8	7	8	7	8	8
天天快递	9	9	9	10	9	9
德邦快递	10	10	10	9	10	10

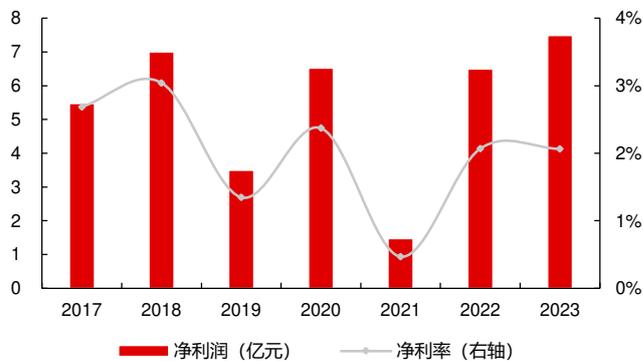
资料来源: 国家邮政局, 长江证券研究所

图 14: 2019-2022 年, 德邦单公斤收入降低 9.5%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 2018-2022 年, 德邦净利润波动加剧



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

货运需求疲弱，规模增长承压

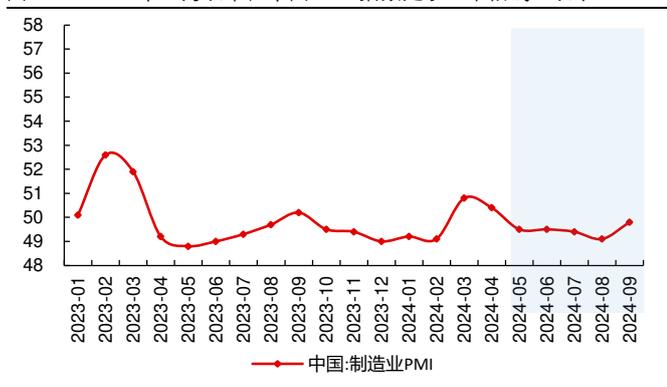
宏观经济修复疲弱，压制零担货运需求。公司零担及大件快递产品主要服务中游制造业、零售批发业，货运量与制造业景气度相关性较高。2024 年以来，PMI 指数、制造业利润总额累计同比增速等指标反映宏观经济修复偏缓。截至 2024 年 11 月 21 日，G7 公路货运流量年初以来累计同比下降 2%，压制公司内生货量增长。同时，公路货运需求疲弱也使得公路运输价格持续下行，盈利释放承压。

图 16：德邦股份产品矩阵及服务客群³

公司主要产品	公斤段	服务对象	服务要求
零担产品 	60Kg-500Kg	电子、五金、汽配、医疗器械、服装、高端食品、白酒.....	一点发全国，一站式服务
大件快递3.60 	3Kg-60Kg	大家电、装潢建材、卫浴、家具、运动器材.....	送货上门，入户安装

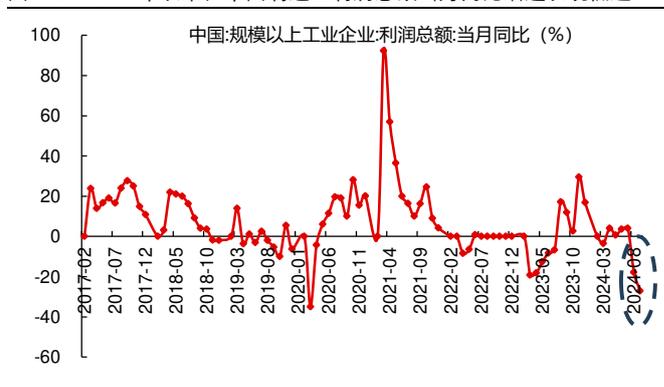
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：2024 年 4 月以来，中国 PMI 指数处于“荣枯线”以下



资料来源：Wind，长江证券研究所

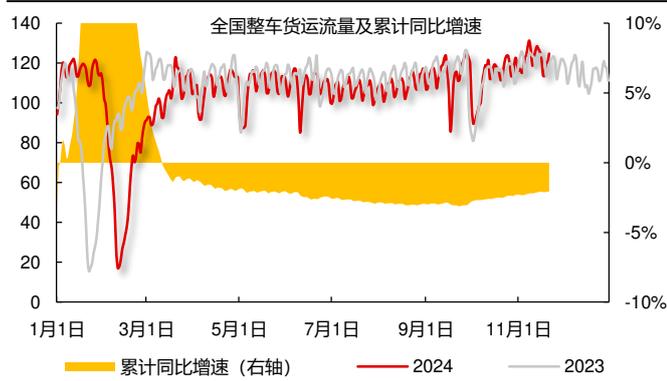
图 18：2024 年以来，中国制造业利润总额当月同比增速表现低迷



资料来源：Wind，长江证券研究所

³ 2024 年年初对各业务板块的产品归属有所调整，2023 年年报调整产品分类，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，将其他票均重量较高的“大件快递 3.60”“航空大件”等产品分类为快运业务。

图 19：2024 年以来，公路货运需求持续承压



资料来源：G7 物联，长江证券研究所（数据截至 2024 年 11 月 21 日）

图 20：2023 年以来，公路运输价格波动下行



资料来源：Wind，长江证券研究所

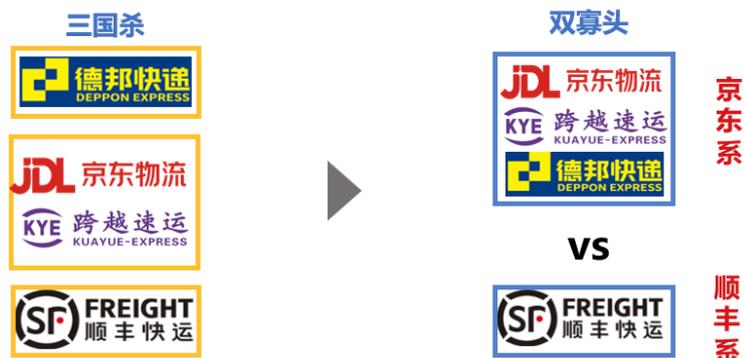
变局：全网络局变革，静待需求修复

当前时点，我们看到行业层面和宏观预期都发生着积极变化：**1) 行业格局优化**：2022 年，京东物流收购德邦股份，促进中高端快运市场格局重构，从过去顺丰、德邦、京东的三足鼎立，变成顺丰、德邦+京东系的双寡头格局，更为稳定的双寡头格局有望推动行业中长期价格中枢进入修复通道。**2) 全网渗透率提升**：大件商品网购渗透率不断提升，中国零售渠道逐步走向扁平化，传统专线、零担市场空间逐步萎缩，全网快运企业份额持续提升。**3) 宏观政策转向**：2024 年 9 月以来宏观政策方向迎来了重大转变，后续财政政策有望持续加码，推动货运需求修复。

中高端市场格局优化，“三国杀”变“双寡头”

京东物流收购德邦股份，中高端快运市场格局优化。在京东物流先后收购达达、跨越速运等物流公司后，加码快运板块布局。2022 年，京东物流收购德邦股份，有效补充京东物流的重货运输能力，补齐“仓干配一体化”短板，快运板块具备京东快运事业部以及德邦股份、跨越速运两家公司。**中高端快运市场格局重构，从过去顺丰、德邦、京东的三足鼎立，变成顺丰、德邦+京东系的双寡头格局。**

图 21：2022 年，京东物流收购德邦股份，行业格局由“三国杀”变“双寡头”



资料来源：公司官网，运联智库，长江证券研究所

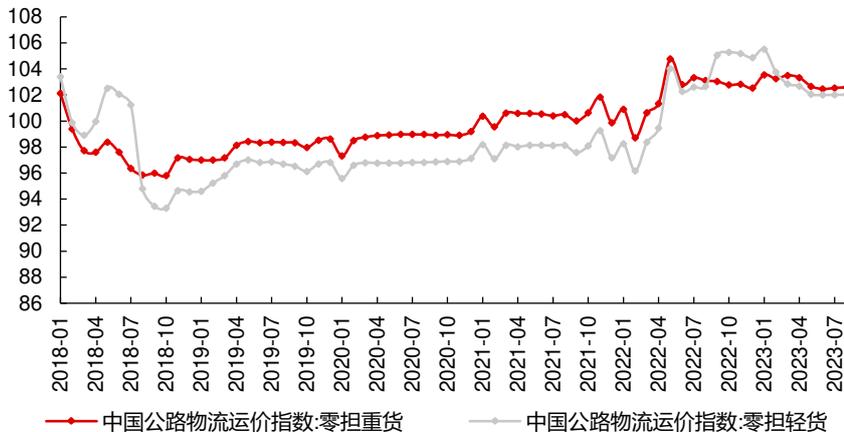
表 2：截止 2022 年上半年，中高端快运市场玩家网络运力情况

	德邦股份	京东快运	顺丰快运
分拣中心（个）	145	100	154（直营+加盟）
总面积（万平方米）	229	300	390
配送站/网点（个）	8964	1800	加盟网点超过 15000 个
覆盖范围	基本实现全国地级、 区级城市覆盖，乡镇 覆盖率 94%	全国 31 个省及 444 个城市	全国 32 个省、365 个主 要城市及地区，2207 个 区县

资料来源：公司公告，运联智库，长江证券研究所

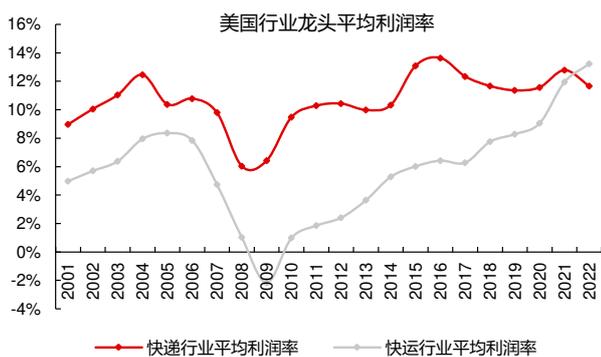
同时，顺丰控股自 2021 年以来强调健康经营的经营基调，快运等多元板块盈利需求增强，没有意愿加剧行业竞争。2022 年，顺丰控股、德邦股份联合推动零担市场价格阶段性上行。正如我们在《“零”而不散，“担”待初晴——以美国零担为鉴，辨市场认知之差》中所言，美国零担市场在 2008 年金融危机后经历一轮出清，格局基本平稳，并在 2010 年后进入了盈利持续向上的拐点。中长期看，更为稳定的双寡头格局有望推动行业中长期价格中枢进入向上修复通道。

图 22: 2022 年开始, 零担运价开始上行



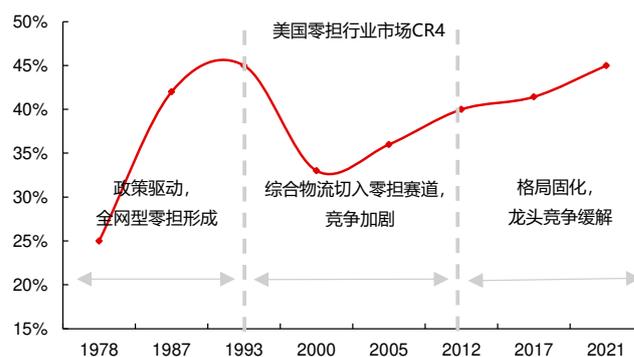
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 2008 年以后, 美国快运龙头平均利润率稳步上行



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 24: 经历 2008 年金融危机后, 美国零担市场加速出清



资料来源: SJ Consulting, 长江证券研究所

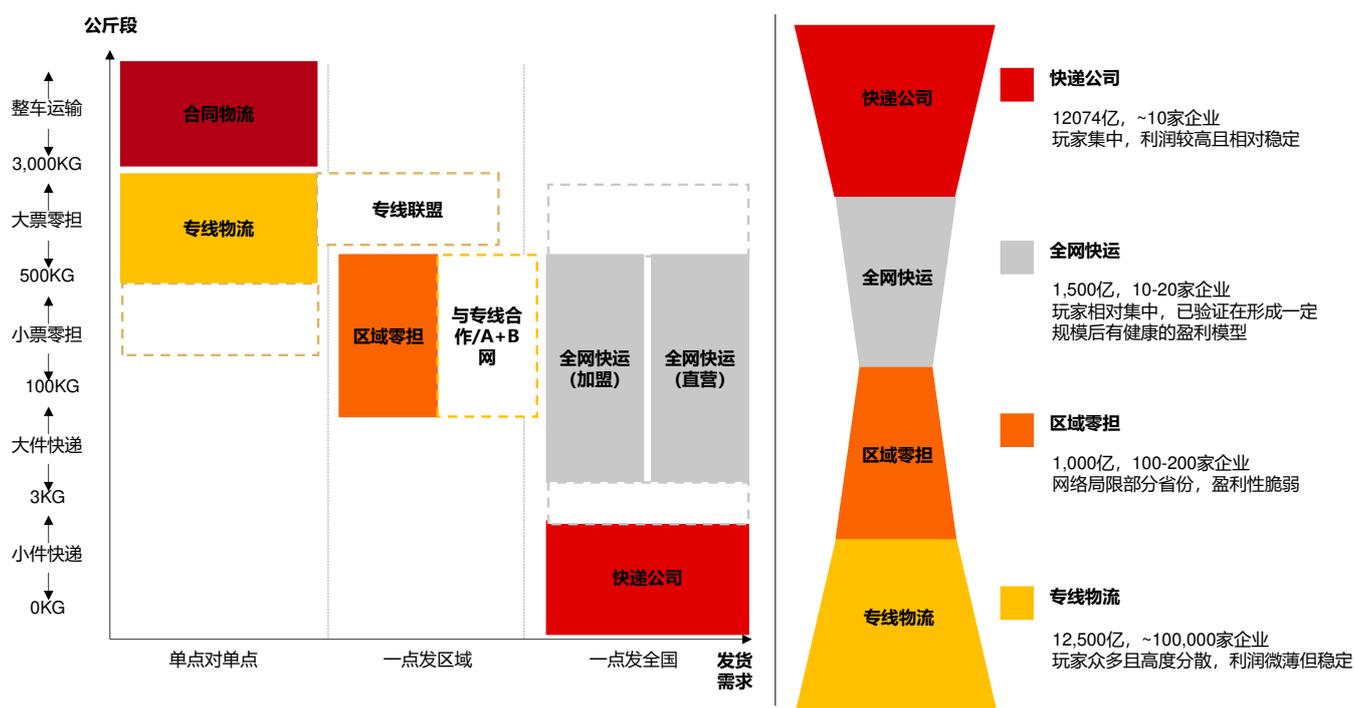
零担行业加速出清，全网渗透率逆势提升

根据网络结构不同，零担网络类型可分为：全国网、区域网和专线三类，对应市场规模分别约 1500 亿元、1000 亿元和 12500 亿元。全网快运指的是一票发全国的网状运营模式，全网快运企业规模较大，盈利能力较强，玩家相对集中。区域网络是指在单个省或者区域内做运输业务，覆盖范围相对较小，货源多数来自于专业批发市场，利润水平普遍偏低。专线市场是以点对点运输为主，专线公司往往只经营单条或者少数几条运输线路，利润水平相对较薄。

渠道扁平化、线上化推动全网渗透率提升。一方面，随着线上电商品类逐步向家电、家具、建材、卫浴、酒类、日用品等大件产品拓展，大件商品网购渗透率不断提升。电商大件运送对收派服务、时效有更严格要求，具备全网服务能力的全网快运企业份额有望持续提升。

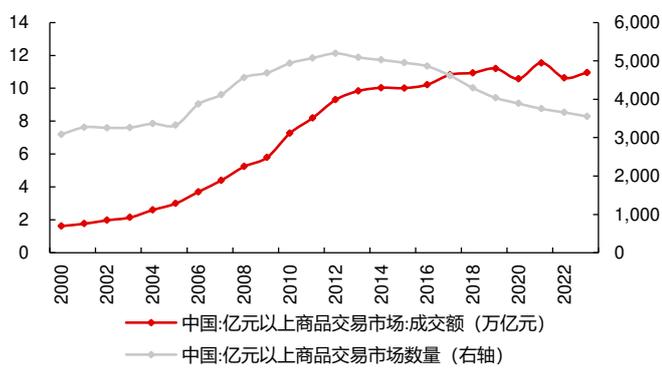
另一方面，中国零售渠道逐步走向扁平化，传统批发市场逐步式微。自 2012 年以来，成交额在亿元以上的批发市场数量持续减少，总规模自 2017 年以来增长几乎停滞，更加依赖传统批发市场的区域零担及专线公司生存空间逐步收窄。

图 25：中国零担市场分类



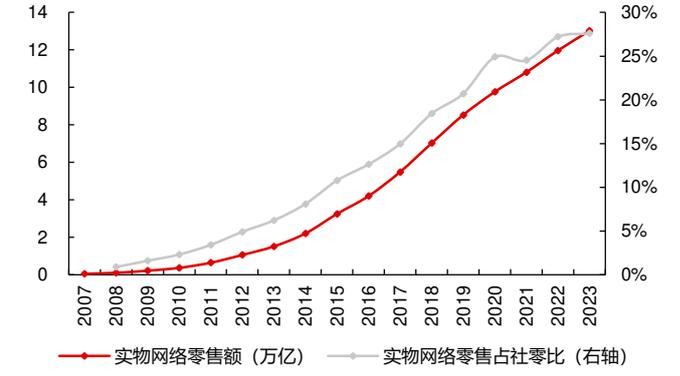
资料来源：运联智库，麦肯锡，国家邮政局，长江证券研究所

图 26: 全国大型批发市场数量逐步萎缩, 规模停滞增长



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 全国实物网络零售额占比持续提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

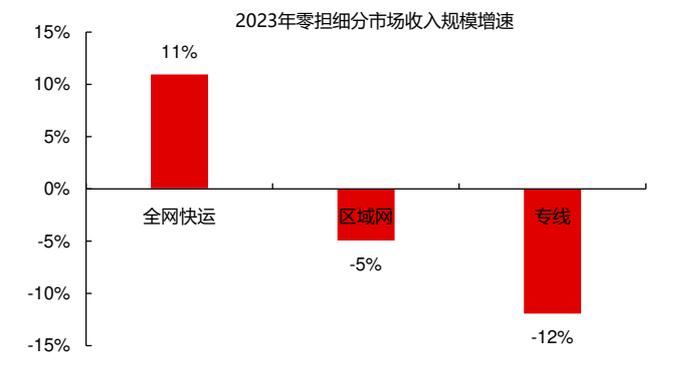
同时, 经济疲弱加速零担市场变革, 全网快运货量实现逆势增长。2021 年以来, 受宏观经济影响, 全国零担市场规模持续萎缩, 盈利能力较弱的区域零担公司、专线公司加速出清, 货量流向了经营能力更强的全网快运市场。根据运联智库数据, 2023 年全网快运市场规模同比增长 11%, 成为零担市场中唯一增长的细分赛道。

图 28: 2021 年以来, 全国零担市场规模萎缩



资料来源: 运联智库, 长江证券研究所

图 29: 2023 年, 全国零担市场中仅全网快运市场规模实现逆势增长



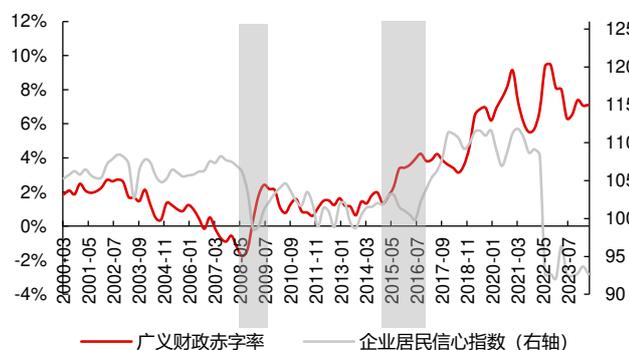
资料来源: 运联智库, 长江证券研究所

宏观政策转向，财政持续加码

宏观财政刺激往往在经济下行时进行逆周期调节，2024 年 9 月以来，宏观政策迎来了重大转变，后续货币、财政政策有望持续加码，推动宏观需求改善。通过复盘 2008-2009 年和 2015-2016 年的两轮财政政策刺激，过往财政政策主要以投资拉动为主，对终端消费的拉动效果相对较弱。受益财政政策弹性较大的依次为：上游大宗商品>中游公路运输>下游消费。

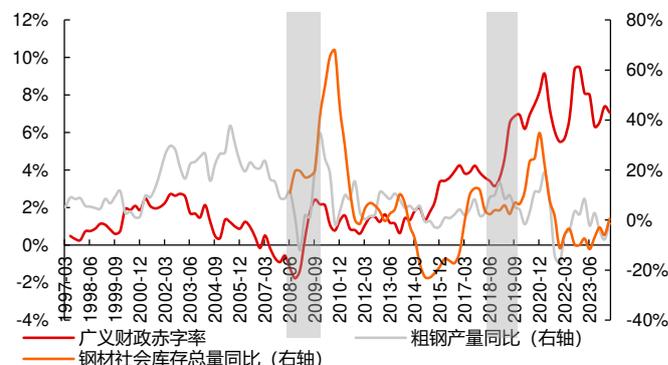
当前大财政之路已经开启，尽管规模、节奏和结构与以往财政刺激有所不同。但从中国公路货运结构来看，2023 年制造业、批发零售业贡献收入分别为 44%、28%，制造业或是消费环节的增量政策均有望推动零担货运需求改善。

图 30：财政政策往往逆周期发力



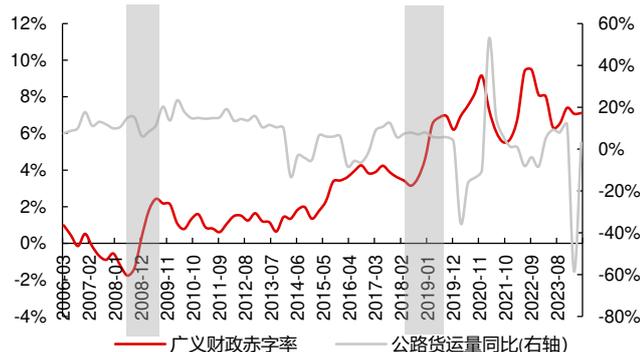
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：过往财政政策发力，对大宗商品需求刺激较为显著



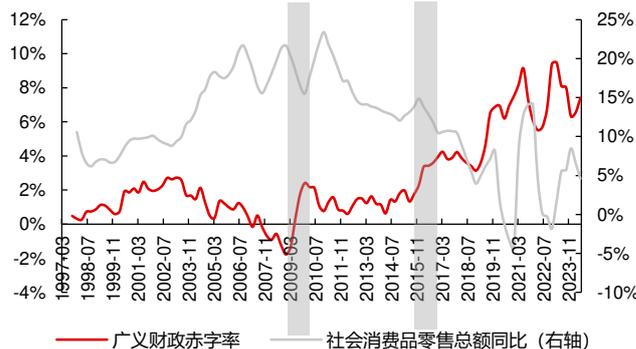
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：财政政策发力，对公路货运量的拉动效果相对一般



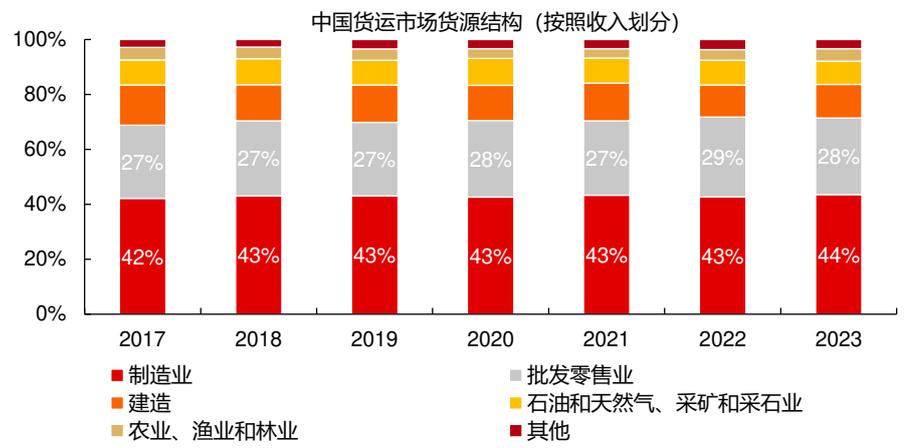
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：财政政策发力对社会零售额增速拉动并不明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：制造业和零售业是中国货运行业的前两大货源市场



资料来源：Mordor Intelligence，长江证券研究所

展望：昔日龙头再次“扬眉吐气”

2022 年德邦股份并入京东物流后，不仅积极推动了公司内部管理变革，也实现了在物流网络上的融通：1) 公司新的管理团队搭建完成，由既懂运营又懂财务的老将黄华波担任总裁，战略实现复位，专注快运主业，持续升级产品服务，提升大件产品竞争力。公司将持续推动融合项目的降本增效，并采取积极的竞争策略，推动公司货量快速增长，实现货量、成本、盈利的正循环。2) 当前融合项目第一阶段已经完成，公司已经承接京东快运全部的运输、中转环节。假设 2025 年京东快运实现营收 50 亿元，中性测算网络融合完成后京东快运关联交易的净利率为 2.00%，有望贡献利润 1.0 亿元。中长期看，德邦股份与京东集团有望持续发挥协同效应，京东集团在大件家电、家居商品上有望为德邦股份持续导流。

战略复位，专注经营

管理改善，战略复位。2022 年京东物流收购德邦后，由老将黄华波担任公司 CEO，黄华波先生自 2001 年起入职德邦，2009 至 2019 年间担任过公司财务负责人、运营事业群总裁、轮值 CEO 等职务，既懂财务又具备丰富的运营经验。

伴随新的管理团队搭建完成，公司战略实现复位，专注快运主业，持续升级产品服务，提升大件产品竞争力，保持公司在全网快运领域的领先地位。

图 35：公司总经理由德邦既懂运营又懂财务的“老将”黄华波担任



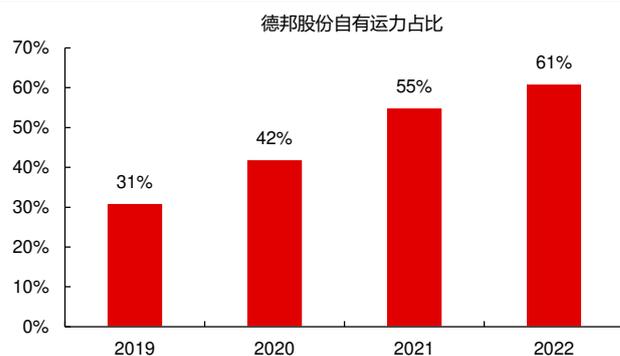
资料来源：《借力咨询》，管同良、王祥伍等，公司公告，长江证券研究所

图 36：公司采取多项举措提升服务品质

目的	具体举措
提高员工积极性	将末端服务能力及品质持续提升作为重要考核项，并选取了主流电商平台指数，菜鸟指数和抖音指数作为观测指标
提高效率	1) 持续布局自有运力 2) 进行末端网络变革，人员优化
降低破损率举措	分别在在收、转、运、派各环节加强基础管理，稳步降低大件货物破损率

资料来源：公司公告，长江证券研究所

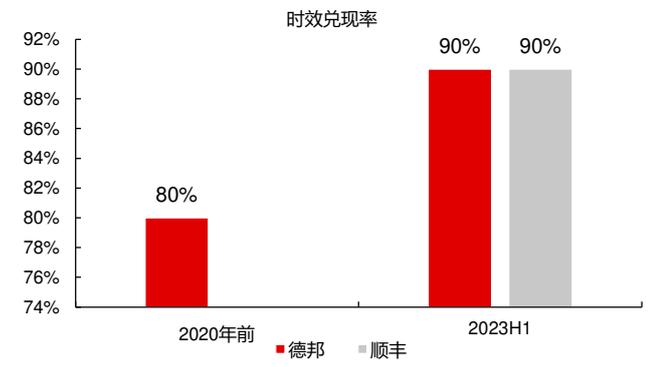
图 37：公司持续保持自有运力占比的提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

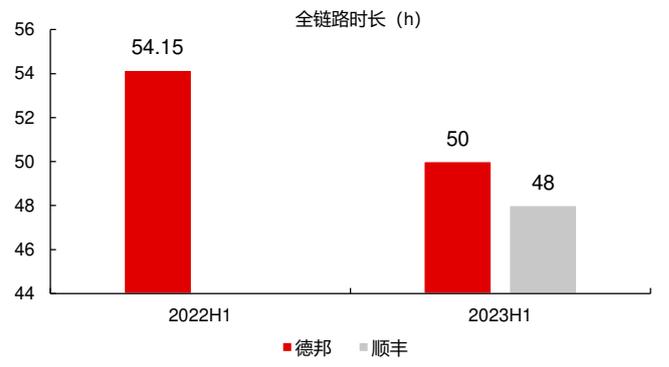
首先，公司将末端服务能力及品质持续提升作为重要考核项，并选取了主流电商平台指数作为观测指标。同时，公司持续提升自有运力占比，提升运输时效稳定性，并分别在收、转、运、派各环节加强基础管理，稳步降低大件货物破损率。2023 年，公司时效兑现率提升至 90%和顺丰齐平。2023 年上半年，公司全链路时长缩短 4.15 小时至 50 小时，仅和顺丰相差 2 小时。公司服务指标现在均位于第三方快递公司排名中的前列，用户认可度提升。

图 38: 德邦时效兑现率提升至 90%，和顺丰齐平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39: 公司全链路时长缩短 4.15h 至 50h，仅和顺丰相差 2h

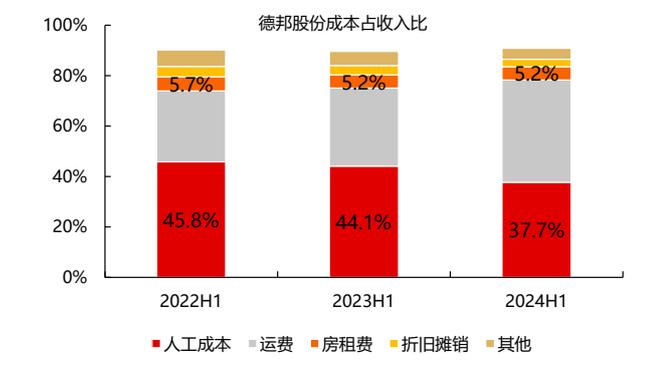


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司积极推动末端网络变革，优化人员和转运中心，向管理要利润。2022 年，公司优化多余的转运中心场地，精简末端网点，实现降本增效。公司回归稳健经营战略后，2022 年以来公司房租费占收入比重、人工成本占收入比重均持续下降，管理费用率水平稳中有降，人均创利水平显著提升。

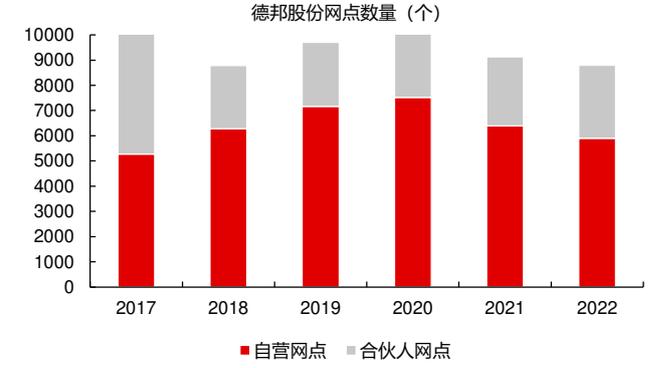
展望未来，公司将持续推动融合项目的降本增效，运输成本有望持续优化，并采取积极的竞争策略，推动公司货量快速增长，实现货量、成本、盈利的正循环。

图 40: 2023 年以来，公司人工成本占比持续下降



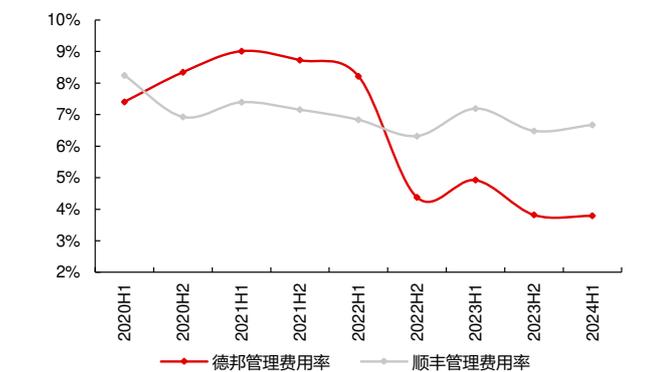
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41: 2020-2022 年，公司优化网点布局，精简网点数量



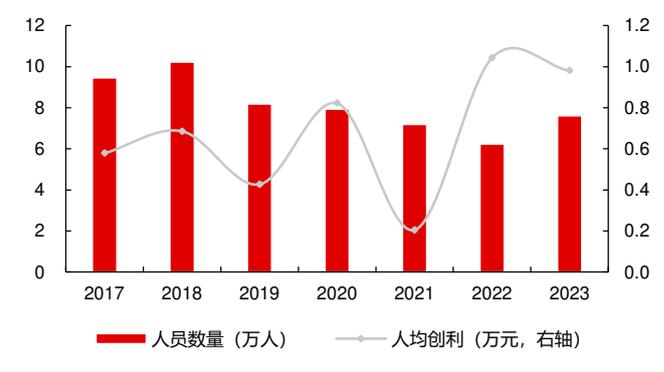
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42: 2022H2 以来, 公司管理费用率稳中有降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 43: 2022 年, 公司人均创利水平触底回升



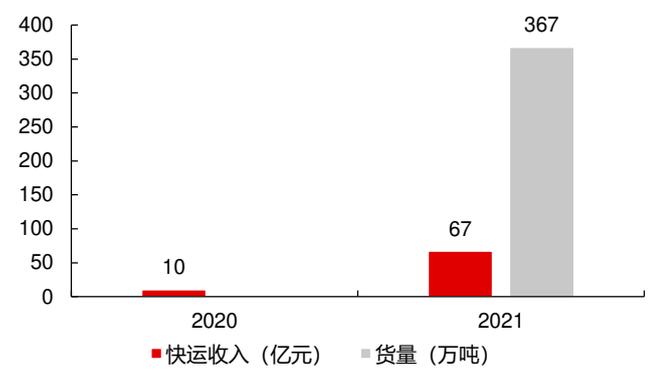
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

协同京东物流, 赋能业绩增长

协同发展快运主业, 网络融合稳步推进。德邦股份作为京东物流旗下深耕快运赛道的独立品牌, 稳步推进与京东快运的网络融合。当前融合项目第一阶段已经完成, 公司已经实现核心环节的全面接管, 承接京东快运全部的运输、中转环节, 2023H2、2024H1 公司主业收入增速分别为 77.9%、16.9%。

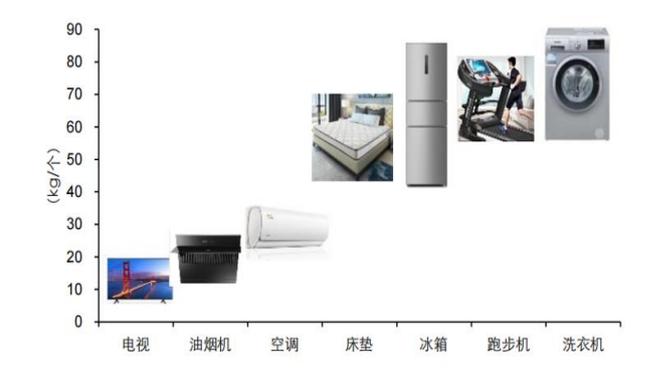
随着网络融合平稳过渡, 公司将进一步推进资源整合, 提升资产使用效率, 盈利能力有望持续提升。**假设 2025 年京东快运贡献营收 50 亿元, 中性测算网络融合完成后京东快运业务关联交易净利率为 2.00% (2023 年公司净利率为 2.06%, 中性假设下京东快运的净利率略低于平均水平), 有望贡献利润 1.0 亿元, 占 2023 年公司净利润的 13.40%。**

图 44: 2021 年京东快运营收 67 亿元



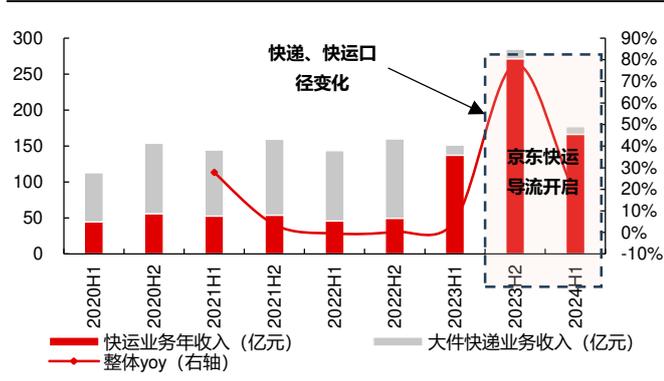
资料来源: 运联智库, 长江证券研究所

图 45: 京东商城大件商品主要公斤段主要集中在 10-80Kg



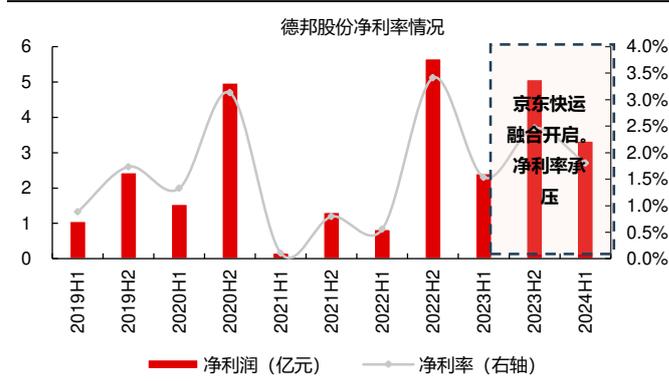
资料来源: 京东商城, 长江证券研究所

图 46: 2023H2, 公司开启与京东快运的网络融合



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 47: 2023H2, 末端网络融合提升成本, 净利率表现承压



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3: 德邦承接京东快运业务后, 净利润贡献敏感性测算

假设	公司净利率	融合后对净利润贡献 (亿元)	占 2023 年净利润的比重
悲观	1.00%	50*1.00%=0.5	6.70%
中性	2.00%	50*2.00%=1.0	13.40%
乐观	3.00%	50*3.00%=1.5	20.11%

资料来源: 公司公告, 运联智库, 长江证券研究所

中长期看, 我们看好德邦股份与京东集团在商流与物流上的协同互补, 京东集团在大家电、家居商品上具备较强的用户心智, 有望为德邦股份持续导流, 引入大件市场优质客户。同时, 德邦股份优质的末端服务体验, 有望进一步巩固京东集团的品牌护城河。

表 4: 京东商城拥有众多优质入驻品牌⁴

大件商品	具体类型	推荐品牌商
大家电	冰箱	
	洗衣机	海尔、美的、格力、长虹、TCL、康佳、海信、美菱、苏泊尔、科沃斯、新宝、华为、容声、西门子、创维、小米、新飞、松下、东芝、博士、奥马、奥克斯、夏新、云米、惠而浦、威力、博士、LG、I-ICLIER、艾美特、飞利浦、戴森、先锋、澳柯玛、华生、几素、夏普、三星、索尼、荣耀
	环境电器	
家居	电视	
	厨房卫浴	美的、海尔、万和、万家乐、老板、史密斯、方太、AOSEMHMS、史密斯兰堡、华帝、苏泊尔、美菱、康佳、长虹、四季沐歌、奥克斯、飞利浦
	家具家装	欧派家居、顾家家居、公牛、梦百合、喜临门、箭牌家居、圣像、东鹏、恒林、蒙娜丽莎、慕斯、志邦、曲美、九牧、TOTO、京东京造、康恩曼、奥克斯、法恩莎、四季沐歌、科勒、汉斯格雅、恒洁、莱尔诗丹、京世威登
	运动器材	

资料来源: 京东商城, 长江证券研究所

⁴ 红色字体为 A 股上市公司

精益化管理发力，网络融合加速，贝塔上行可期

德邦股份作为中高端全网快运龙头，具备较强的顺周期属性，宏观政策发力有望推动货运需求改善。短期看，公司积极调优经营策略，市占率有望持续提升，伴随网络融合稳步推进，资源利用率持续改善。中长期看，中高端快运市场双寡头格局稳固，行业长期单价有望进入修复通道，公司与京东物流协同深化有望打开长期增长空间。当前韵达减持完毕，股价压制因素逐步消除。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5、10.2、11.7 亿元，对应 PE 分别为 17.5、14.6、12.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观需求不及预期。公司是全网快运龙头，货量需求跟随宏观经济变化，当宏观需求修复不及预期，压制公司货量增长，导致公司盈利承压。

2、快运市场竞争加剧。中高端快运市场相对稳固，若低价格带快运市场竞争加剧，影响公司大件零担产品盈利，拖累公司业绩。

3、网络融合降本不及预期。当前公司与京东物流的融合处于第一阶段，若后续网络融合降本低于预期，将导致公司关联交易净利率低预期，影响公司盈利。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为德邦股份货量稳健增长、网络融通成效显著、行业价格相对平稳。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 400 亿元、440 亿元、483 亿元，对应增速分别为 10%、10%、10%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5 亿元、10.2 亿元、11.7 亿元，对应增速分别为 13.9%、19.7%、15.3%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若货量增长不及预期，网络融通降本不及预期，行业价格竞争超预期，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 386 亿元、423 亿元、446 亿元，对应增速分别为 6%、10%、5%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.3 亿元、9.7 亿元、11.2 亿元，对应增速分别为 11.6%、16.2%、16.1%。

表 5：公司收入与利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	399.9	440.3	482.7	386.2	423.4	445.7
—yoy	10%	10%	10%	6%	10%	5%
毛利率	8.0%	8.2%	8.3%	7.8%	8.0%	8.1%
归属净利润	8.5	10.2	11.7	8.3	9.7	11.2
—yoy	13.9%	19.7%	15.3%	11.6%	16.2%	16.1%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。