

## 交通运输

2024年12月09日

## 德邦股份 (603056)

——核心竞争壁垒突出，网络融合未来可期

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

## 投资要点:

- 德邦股份为全国领先的高端快运企业，22年京东入股带来重大变革。高端快运及大件快递为公司主营业务，受宏观经济景气度影响较大。22年京东在完成对德邦股份的收购后，成为公司第一大股东，京东的入股为德邦股份带来京东生态圈的全方位加持，不仅有利于实现双方网络资源的复用、加强协同效应，同时京东也为德邦股份注入新鲜血液、促进了德邦股份管理层的更新换代。
- 快运行业分层清晰，高端快运格局趋于稳定。参考美国零担市场行业变革，我国零担行业目前正处于整合期，行业较为分散，集中度有提升空间。中高端大件快递市场定价整体较中低端有较高的溢价，市场分层类似小件快递：中高端大件市场，直营体系具备更强的管控力，明显占优；中低端市场中加盟体系成本效率更高，呈优势地位。目前高端快运已形成“顺丰+京东”的双寡头竞争格局，长期看高端快运价格竞争有趋缓预期。
- 快运行业来源多元，关注四大需求驱动。具体来看：1)“两新两重”政策加速落地，制造业 PMI 回升；2) 大件品牌商/经销商线上渗透率提升带来行业增量；3) 高端制造业快速发展带来大件快递需求增长；4) 供应链柔性化升级，渠道多元化、碎片化推动全型快运行业高速增长。
- 品质与网络构筑核心壁垒，京东物流融合未来可期。公司核心竞争壁垒突出，服务质量和网络覆盖度构建主要竞争要素。面对行业的服务质量痛点，德邦通过四个方面构筑服务质量高壁垒：1) 优秀的人才储备；2) 精细化的管理流程、科学的运作体系；3) 强大的各级员工激励体系；4) 持续的研发投入与数字化管理建设。京东物流与德邦的互相融合有利于实现资源互补，对于德邦股份有望增强公司的物流运输能力、拓展客户群及提升规模效益。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司 2024E-2026E 实现归母净利润 8.42、10.16、12.09 亿元，同比增长 13.0%、20.6%、19.0%，对应 PE 分别为 18x、15x、12x。德邦股份主营业务为高端直营快运，主要的产品有零担和快递业务。顺丰控股主营业务也为快递及快运业务，其中快运业务主要为高端直营快运，与德邦股份可比，因此我们选取顺丰控股为德邦股份的可比公司，2024E-2026E 可比公司 PE 估值为 20x、18x、16x。对标可比公司估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 20x，对应当前市值仍有 16% 的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观需求不及预期；快运行业价格竞争超预期；网络融合进度不及预期。

## 市场数据：2024年12月09日

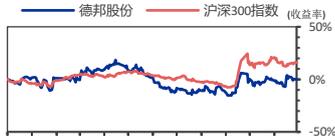
收盘价(元)	14.37
一年内最高/最低(元)	17.36/11.71
市净率	1.8
息率(分红/股价)	0.55
流通A股市值(百万元)	14,757
上证指数/深证成指	3,402.53/10,731.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

## 基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	7.85
资产负债率%	51.65
总股本/流通A股(百万)	1,027/1,027
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com

## 研究支持

王易 A0230123050001  
wangyi@swsresearch.com  
范晨轩 A0230123070006  
fancx@swsresearch.com

## 联系人

王易  
(8621)23297818x  
wangyi@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	36,279	28,296	40,462	44,634	48,916
同比增长率(%)	15.6	11.2	11.5	10.3	9.6
归母净利润(百万元)	746	517	842	1,016	1,209
同比增长率(%)	13.3	9.7	13.0	20.6	19.0
每股收益(元/股)	0.74	0.51	0.82	0.99	1.18
毛利率(%)	8.6	7.6	7.9	7.9	7.3
ROE(%)	9.7	6.4	9.0	10.0	10.9
市盈率	20		18	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖, 给予“增持”评级。**预计公司 2024E-2026E 实现归母净利润 8.42、10.16、12.09 亿元, 同比增长 13.0%、20.6%、19.0%, 对应 PE 分别为 18x、15x、12x。德邦股份主营业务为高端直营快运, 主要的产品有零担和快递业务。顺丰控股主营业务也为快递及快运业务, 其中快运业务主要为高端直营快运, 与德邦股份可比, 因此我们选取顺丰控股为德邦股份的可比公司, 2024E-2026E 可比公司 PE 估值为 20x、18x、16x。对标可比公司估值水平, 我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 20x, 对应当前市值仍有 16%的空间。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### 关键假设点

公司件量方面, 与京东物流深度融合、大件线上渗透率提升、高端制造业快速发展及供应链柔性升级有望带来行业需求增量, 预计公司市占率稳步提升, 2024E-2026E 公司市占率预计为 0.71%/0.73%/0.75%, 测算公司快递业务件量增速为 19%/13%/11%。同时由于价格竞争等因素的影响, 单票重量收入有小幅下降; 成本端, 我们认为凭借公司管理能力的提升、路由线路的规划, 规模效应下单票成本有望进一步释放。快运业务在需求改善下业务量有望恢复增长, 预计公司业务量增速为 10%/9%/8%, 单公斤收入和成本保持稳定态势。

### 有别于大众的认识

市场认为快运需求仅与家居家电挂钩。

我们认为快运行业来源多元, 不只是家居和家电, 更包括医疗器械、服装、生鲜、汽车零部件等行业, 仅将快运和家居家电挂钩是不合理的。

### 股价表现的催化剂

制造业 PMI 持续回升; 与京东物流网络融合效果好, 降本增效明显; 快运行业格局改善, 价格竞争放缓。

### 核心假设风险

宏观需求不及预期; 快运行业价格竞争超预期; 网络融合进度不及预期。

## 目录

<b>1. 全国领先的高端快运企业，京东入股带来变革</b>	<b>6</b>
1.1 深耕快运二十余年，物流行业“黄埔军校”	6
1.2 京东完成收购，整合高端快运格局，管理层完成更新换代	7
1.3 高端快运及大件快递业务推动营业收入稳步提升	8
<b>2. 高端快运格局趋于稳定，关注需求端四大驱动</b>	<b>11</b>
2.1 对标美国零担行业发展里程，我国零担行业正处于整合期	11
2.2 快运行业分层清晰，直营与加盟模式引领不同细分市场	13
2.3 高端快运市场类似时效件，重服务质量背景下，直营网络优势显著，壁垒清晰，格局稳定	15
2.4 快运行业来源多元，后续需求有望维持	17
<b>3. 品质与网络构筑核心壁垒，京东融合未来可期</b>	<b>20</b>
3.1 核心竞争壁垒突出，服务质量和网络覆盖度构建主要竞争要素	20
3.2 京东入局加强公司能力建设，带来业务开拓	23
<b>4. 盈利预测和估值</b>	<b>26</b>
4.1 盈利预测	26
4.2 估值	27
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：2023 年中国零担营业收入前六公司（单位：亿元） .....	6
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日） .....	7
图 4：2018-2023 年公司营业收入（亿元）及其增速情况 .....	8
图 5：2018-2022 年公司营业收入构成.....	8
图 6：2018-2022 年公司快运业务收入（亿元）及同比增速.....	9
图 7：2018-2022 年公司快运业务毛利润（亿元）及毛利率情况.....	9
图 8：2018-2022 年公司快递业务收入（亿元）及同比增速.....	9
图 9：2018-2022 年公司快递业务量（亿件）及同比增速 .....	9
图 10：2018-2022 年公司快递业务单票收入情况.....	9
图 11：2018-2022 年公司快递业务毛利润（亿元）及毛利率情况 .....	9
图 12：中国不同公路运输方式.....	11
图 13：美国零担行业发展历程.....	12
图 14：2020-2024 年零担 30 强收入占比变化 .....	12
图 15：中美集中度对比 .....	12
图 16：快运企业不同公斤段产品 .....	14
图 17：不同模式下快运企业的价格分布.....	14
图 18：不同快运企业的时效 .....	14
图 19：直营和加盟网络模式的区别.....	15
图 20：2023 年零担收入 TOP10（亿元） .....	16
图 21：2023 年零担货量 TOP10（亿吨） .....	16
图 22：24 年零担轻货运价承压，25 年有望改善 .....	16
图 23：快运相关标的季度净利率（%）变化.....	16
图 24：顺丰快递收入环比变动与制造业 PMI 具有一定相关性.....	17
图 25：中国家电市场线上渗透率不断提升 .....	17
图 26：全球家居建材市场线上渗透率不断提升 .....	17
图 27：美国各行业占 GDP 比重变化（%） .....	18
图 28：戴尔与其他传统 PC 企业供应链对比 .....	18
图：CM 模式为传统制造业转型升级探索新出路 .....	

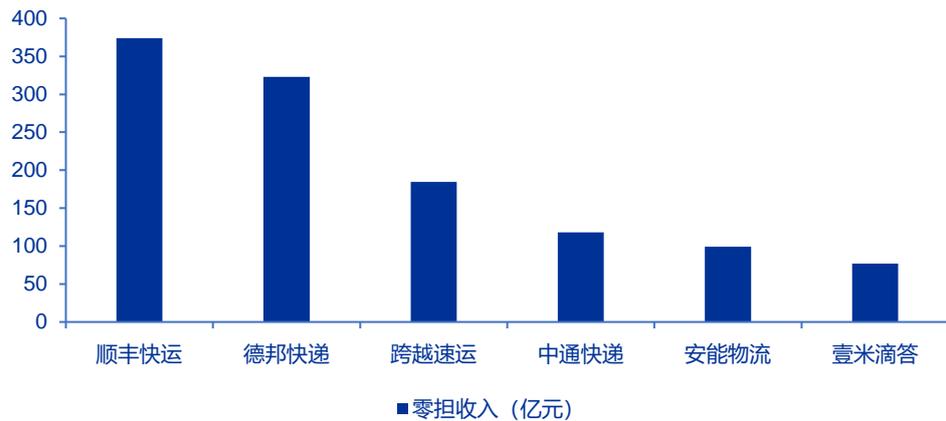
图 30: 大件快递服务环节.....	20
图 31: 德邦本科及以上学历职工占比为行业内较高水平.....	20
图 32: 德邦股份历年管理咨询费 (亿元) 及同比增速 .....	21
图 33: 德邦股份海外集体婚礼.....	22
图 34: 德邦股份金星勋章奖 .....	22
图 35: 德邦股份研发费用 (亿元) 及占收入比 .....	22
图 36: 2015-2023 年公司直营网点和合伙人网点变化情况.....	23
图 37: 2020-2023 年公司分拨中心数量及面积情况 .....	24
图 38: 2020-2023 年公司干线线路及自有车辆情况 .....	24
图 39: 2024 年“双 11”主要平台家用电器行业销售额占比.....	24
图 40: 2024 年“双 11”主要平台家用电器二级行业销售额占比.....	24
图 41: 德邦股份成本明细拆分.....	25
表 1: 公司部分高管介绍 .....	8
表 2: 大件物流和小件快递对比分析.....	13
表 3: 公司科技发展历程 .....	22
表 4: 德邦股份盈利预测 .....	26
表 5: 估值表.....	27

# 1. 全国领先的高端快运企业，京东入股带来变革

## 1.1 深耕快运二十余年，物流行业“黄埔军校”

深耕快运二十余年，布局中高端市场。德邦股份前身崔氏货运公司由前任董事长崔维星先生于 1996 年创立，公司从成立之初就专注于零担货运业务，并凭借“空运速度、汽运价格”的“卡车航班”业务迅速占领了零担物流中高端市场。

图 1：2023 年中国零担营业收入前六公司（单位：亿元）



资料来源：运联智库，申万宏源研究

德邦股份从创立至今，主要经历了以下三个时期：

**快运探索期 (1996-2013 年)**：1996 年创始人崔维星成立崔氏货运公司，陆续通过承包南航公司老干部客货运处、开通第一条长途汽运专线、首创“卡车航班”业务、搬迁总部至上海等战略举措，实现了快运业务的迅速发展，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领先企业。

**业务多元期 (2013-2017 年)**：2013 年公司快递业务正式上线，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。后续公司相继进军仓储与供应链业务、跨境业务等，不断拓展公司的业务版图。

**转型发展期 (2018-至今)**：2018 年在上交所完成 IPO 上市，并提出“大件快递发德邦”的战略口号，正式更名为“德邦快递”。同年，公司快递业务收入比重首次超过公司的快运业务，成为公司的第一大主营业务。2022 年，京东完成对德邦股份的收购，间接控制德邦控股所持有的公司 66.4965% 的股份，成为第一大股东，随着京东的入局，德邦股份开启了新的篇章。

图 2：公司发展历程

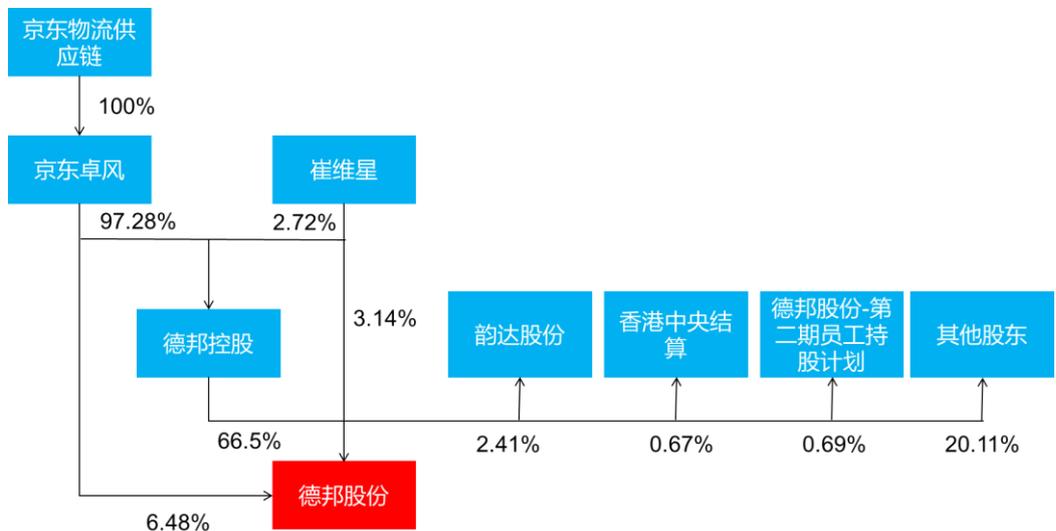


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 京东完成收购，整合高端快运格局，管理层完成更新换代

**22Q3 京东完成收购，高端快运行业格局改善。**2022年3月，京东卓风通过协议转让取得德邦股份66.5%股权，并触发全面要约收购。2022年9月，京东卓风完成对中小股东的全面要约收购，收购价格13.15元/股，收购股份占比约5.43%，最终合计持有德邦股份71.93%的股权。在完成对德邦股份的收购后，京东成为公司第一大股东，截至2024Q3，京东合计持股72.98%，股权结构集中且稳定。高端快运定位商务大件、高价值电商件、制造业等偏高端市场，直营模式占据主导，过往为京东物流、德邦、顺丰快运三家主导，收购后转变为CR2格局，竞争格局大幅改善。

图 3：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，申万宏源研究

**京东物流体系协同，管理层完成更新换代。**京东物流的入股能够为德邦股份带来京东生态圈的全方位加持，不仅有利于实现双方网络资源的复用、加强协同效应，在京东物流完成对德邦股份的收购后，公司核心管理层进行了大幅更新换代，京东系背景的余睿、陈岩磊、丁永晟等人加入公司担任重要职位，为公司带来全新的管理模式和战略布局。公司管理层整体偏年轻化，锐意进取，助力公司的转型发展，截至2023年底，公司管理层平均年龄32岁，在公司的平均工作时间超过7年，其中核心中高层管理团队平均年龄38岁，在公司的平均工作时间已超过年。

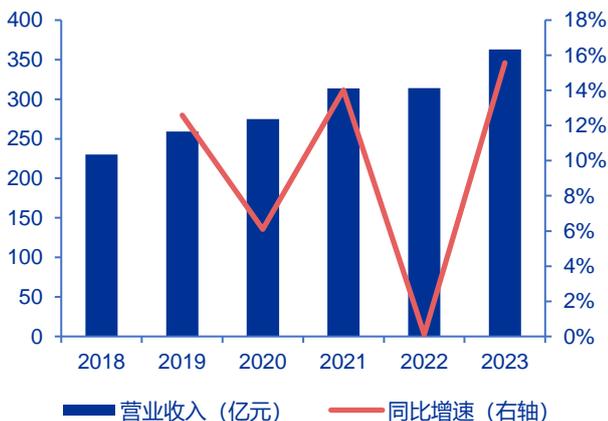
**表 1: 公司部分高管介绍**

姓名	职位	简历
黄华波	总经理,董事	曾任广州市德邦物流服务有限公司营业部经理、广东德邦物流有限公司运营中心副总监、德邦股份财务负责人、营运事业群总裁、轮值 CEO、德邦物流股份有限公司董事、德邦物流股份有限公司效率与客户体验管理中心总裁、运营管理中心总裁，2022 年 8 月至今任德邦物流股份有限公司总经理。
丁永晟	副总经理,财务负责人	曾任职于普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙) 审计经理、京东集团财务报告团队负责人、财务部负责人等职务，2022 年 8 月至今任德邦物流股份有限公司副总经理、财务负责人。
左高鹏	副总经理	曾任公司核心业务研究专员、经理、高级经理、总监、快递市场与产品支持部高级总监、快递市场本部总裁、湖北事业部总裁；2022 年 4 月至今担任德邦物流股份有限公司销售与产品中心(原收入管理中心) 总裁，2022 年 8 月至今任德邦物流股份有限公司副总经理。
罗琪	副总经理	曾历任德邦股份经理、高级经理、总监、营运办公室主任、上海枢纽中心总裁、顺德枢纽中心总裁；2022 年 4 月至今担任德邦物流股份有限公司体验与效率中心(原运营管理中心) 总裁，2022 年 8 月至今任德邦物流股份有限公司副总经理。
黄金龙	董事会秘书	曾任德邦股份财务会计师、财务经理、高级经理、总监；2019 年 5 月至 2022 年 8 月任德邦物流股份有限公司投资者关系部总监、证券部高级总监；2022 年 8 月至今任德邦物流股份有限公司董事会秘书。

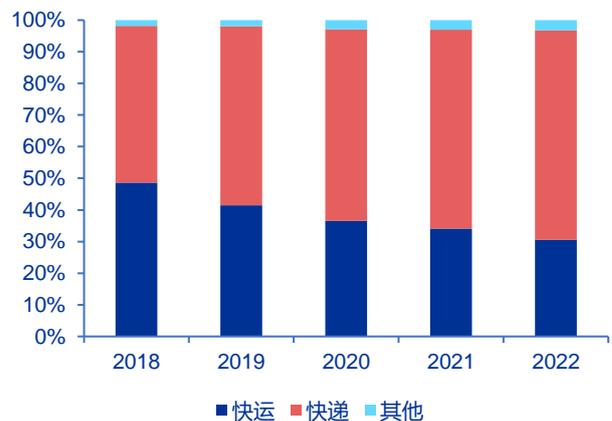
资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 1.3 高端快运及大件快递业务推动营业收入稳步提升

高端快运及大件快递构成公司业务基本盘，营业收入呈现增长态势。2018 年以来公司收入逐年增长，其中 2022 年由于疫情影响增速放缓。公司的主营业务为快运业务和快递业务，其他业务包括仓储与供应链及跨境服务、增值服务等。快运业务主打 60KG+公斤段，包括精准卡航、精准空运、精准汽运、重包入户、整车运输等产品，主要针对中高端的快运市场。快递业务主打 3-60KG 公斤段，包括大件快递、标准快递、特快专递等产品，主要针对大件快递市场。德邦以直营为主的全国性网络对各个环节有着绝对的控制力，可以有力的保证服务质量，因此在大件快递市场较为有优势，从营业收入结构来看，快递业务占比迅速提升。

**图 4: 2018-2023 年公司营业收入 (亿元) 及其增速情况**


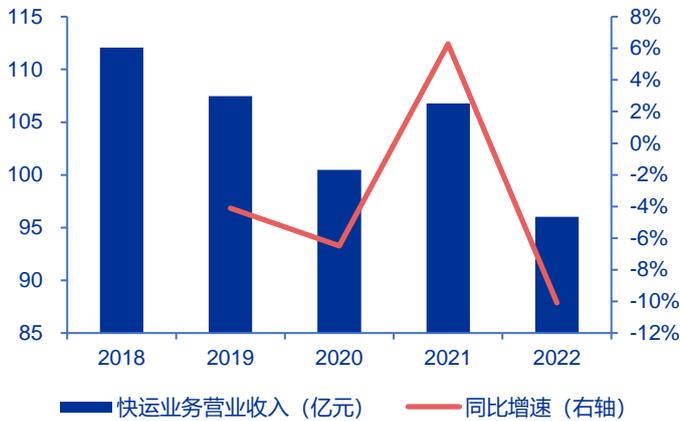
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 5: 2018-2022 年公司营业收入构成**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**需求与宏观经济高度挂钩，快运业务收入及利润短期承压。**公司快运业务收入和毛利率与宏观经济高度挂钩，例如家具、家电等产品为地产需求后周期，近几年有所承压。随着内需改善及宏观经济回暖，快运业务量有望恢复到正常水平。

**图 6: 2018-2022 年公司快运业务收入 (亿元) 及同比增速**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 7: 2018-2022 年公司快运业务毛利润 (亿元) 及毛利率情况**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**快递业务量增速稳定，单票收入有下滑迹象。**大件快递具有货物价值高、破损率高、操作难、服务链条长等特点，对末端服务、运输品质有更高的要求，需采用适用于大件货物的运输网络、分拣设备及配送体系。德邦深耕零担多年，积累了丰富的经验，在大件快递业务上具有先天基因优势及一定的协同效应。2018 年-2022 年公司快递业务收入和业务量均实现逐年增加，年复合增长率分别为 16%和 12%。同时，快递业务毛利率也保持稳定，单票收入有小幅下滑迹象，预计未来快递业务收入及利润均将保持稳健增长。

**图 8: 2018-2022 年公司快递业务收入 (亿元) 及同比增速**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

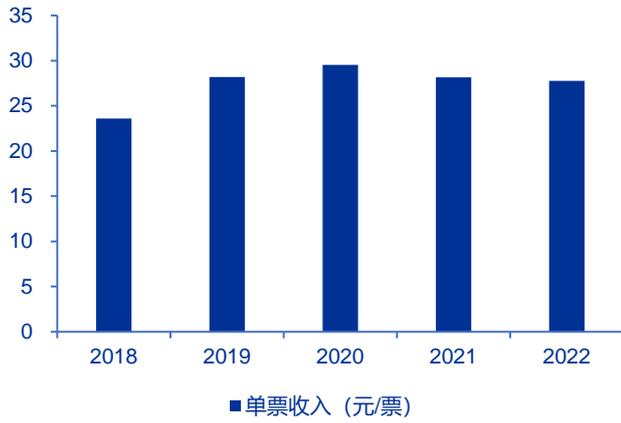
**图 9: 2018-2022 年公司快递业务量 (亿件) 及同比增速**



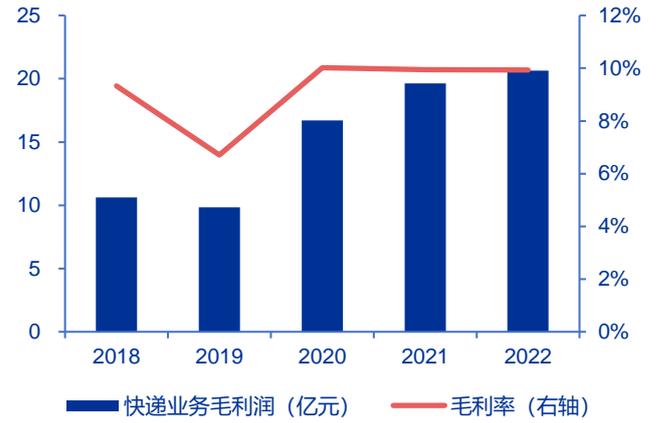
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 10: 2018-2022 年公司快递业务单票收入情况**

**图 11: 2018-2022 年公司快递业务毛利润 (亿元) 及毛利率情况**



资料来源: Wind, 申万宏源研究



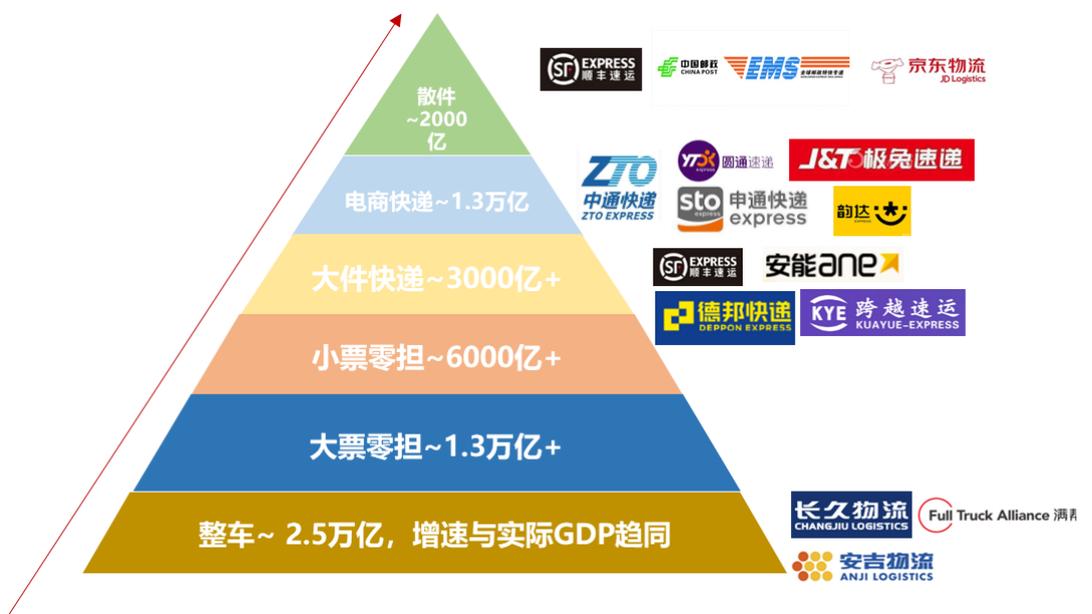
资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2. 高端快运格局趋于稳定，关注需求端四大驱动

### 2.1 对标美国零担行业发展里程，我国零担行业正处于整合期

公路运输业务根据单票重量大小可以分为快递、零担和整车三大板块。零担介于快递和整车运输之间，兼具两者特点。其中，传统零担有与整车相似的终端客户，以 B2B 企业客户为主，对时效性的要求相对较低。受大件电商与 C2M 模式渗透率提升推动，零担以品类多样、小批量、多批次的货源为主，企业客户的 B2B 物流需求逐渐延伸至 B2C 业务，因此日益需要广泛的网点布局以发挥网络效应并面对 C 端客户提供门到门服务，与快递有更多相似性，大件快递整个市场与传统快递、小票零担略有重合，增长较快。

图 12：中国不同公路运输方式



资料来源：交通运输部，国家邮政局，艾瑞咨询，Mordor Intelligence，公司公告，申万宏源研究

注：图中数字表示细分行业测算市场空间

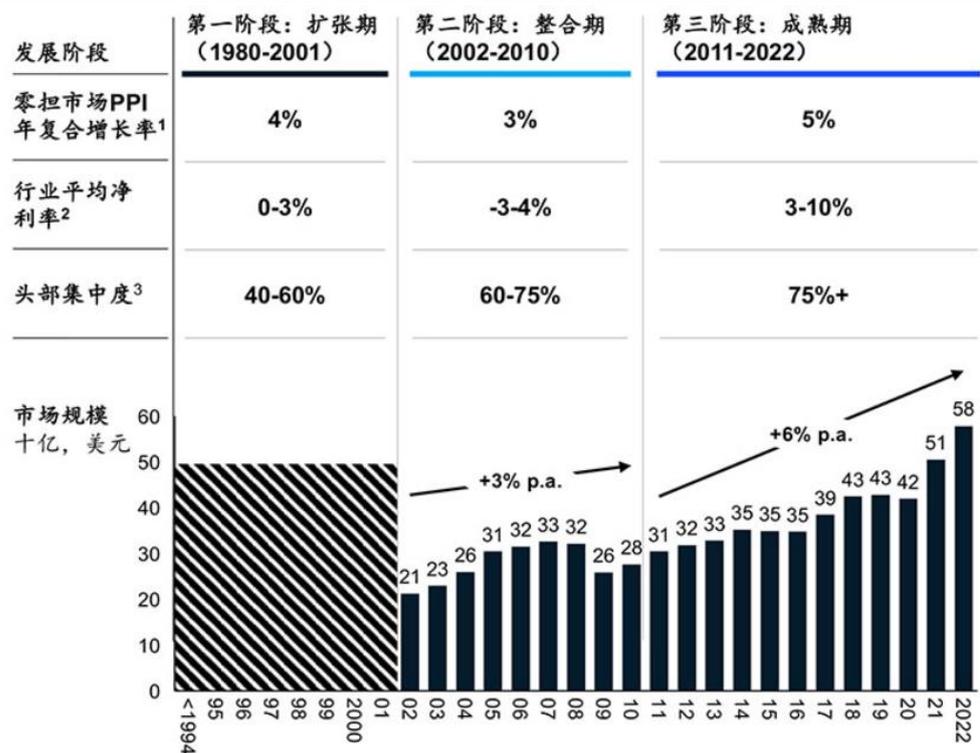
**复盘美国零担市场行业变革，可大致分为三个阶段：扩张期、整合期和成熟期：**

第一阶段（1980-2001 年）扩张期——政策扶持、网络快速扩张：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，大量的从业者进入零担市场，行业进入发展的快车道。1997 年后，FedEx、UPS 等快递龙头陆续通过并购迅速整合扩张零担业务。

第二阶段（2002-2009 年）整合期——增速下降、行业加速出清：快递巨头并购进入零担市场，行业进入低增速低利润时代。自 2004 年开始，已有快运头部企业破产，而随后 2008 年的次贷危机进一步加速行业出清，改变了原有格局。存活下来的头部企业都进一步扩大了规模，CR10 快速上涨。

第三阶段（2010 年-至今）成熟期——格局稳定、利润估值提升：行业进入高质量增长阶段，行业平均盈利水平及估值稳步提升。

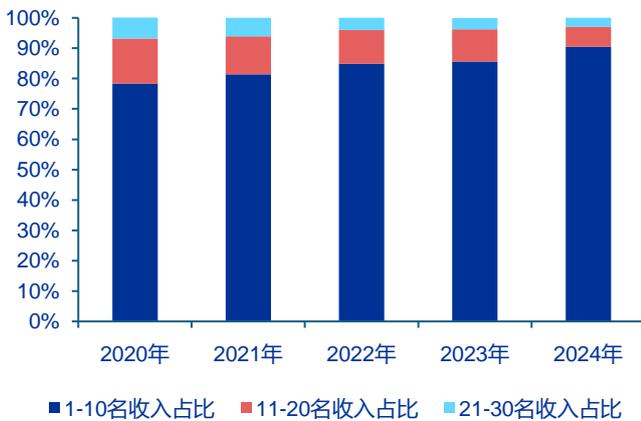
图 13: 美国零担行业发展历程



资料来源：麦肯锡，申万宏源研究

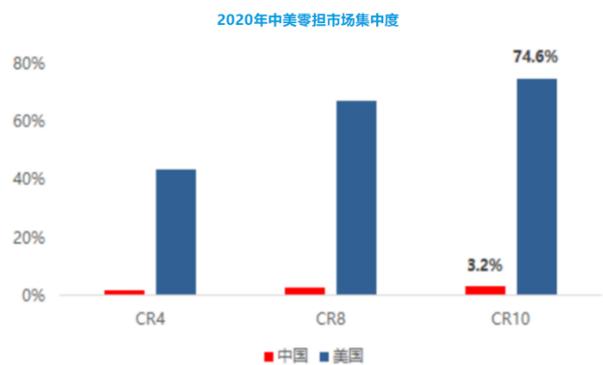
参考美国零担市场行业变革，我国零担行业目前正处于整合期，行业较为分散，集中度有提升空间。当前我国零担快运市场已初步呈现出行业集中度提升迹象，头部全网快运公司相比区域型、专线物流公司具备明显的全链路竞争优势。根据《2023 中国零担企业 30 强排行榜》数据显示，前 10 强企业的收入合计占 30 强企业总收入的比例从 2017 年的 69.3%提升至 2023 年的 85.6%，头部企业与尾部企业间的差距逐渐拉大，零担行业集中度不断提升，马太效应愈加明显。

图 14: 2020-2024 年零担 30 强收入占比变化



资料来源：运联智库，申万宏源研究

图 15: 中美集中度对比



资料来源：大华国际，申万宏源研究

## 2.2 快运行业分层清晰，直营与加盟模式引领不同细分市场

传统的分类主要以重量和公斤段为主，体现是运输方式的差别。目前，众多玩家进入大件快递领域，使得大件快递从定价和服务品质角度的分层逐渐清晰化，主要分为以高质量服务需求导向的中高端大件快递，和以价格导向的中低端大件快递市场。**中高端大件快递市场定价整体较中低端有较高的溢价，与小件快递中顺丰经济件和通达系电商件的溢价水平整体类似。**

从商业合理性上，大件快递服务差异化分层的需求事实上比小件更强。主要原因包括：

(1) **更高的货值意味着强的价格承受能力。**大件物流的商品以家电、家居、医疗器械等为主，整体货值更高，有更强的能力承担差异化的定价体系；

(2) **更高的货值和多元场景孕育更高的时效和服务要求。**从2C端的大件快递服务来看，类似手机3C产品，**更高货值的产品消费者对于时效要求相对也更高**，希望能更快获取相关的产品服务。此外，大件商品C端履约相较于小件快递，还要求**较高的上门服务质量**，大部分商品重量较高、搬运不便，消费者愿意为上楼支付更高的溢价。从2B端来看，高端制造业和线下渠道商追求低库存高资金使用率，也对物流服务的时效要求更高。

(3) **大件商品低破损的需求更大，而较高的非标程度和多次搬运导致行业平均破损率较高，市场愿意为低破损的服务提供溢价。**大件商品还包括酒水、厨卫、药品等产品，对于低破损率的要求较高，叠加大件商品货值较大，因此高破损率对商家的经营压力较小件更高。而从供给端来看，大件物流商品尺寸、重泡比差异较大，共同装车运输和分拣过程中反而比小件更易破损。因此低破损的高质量大件快递服务更为稀缺，市场愿意为此支付一定的溢价。非常典型的市场案例包括药品市场（药品包装破损会导致医院严格拒收），厨卫、高端酒水市场（本身为易碎品）等等。

表 2：大件物流和小件快递对比分析

	大件物流	小件快递
公斤段范围	30-100kg	<30kg，其中90%集中在3kg以下
需求类别	家电、家具、健身器械、酒水、厨卫等	快消、消费电子、百货等
订单来源	线上+线下都有	线上为主
运营环节	仓到门，仓配	门到门，快递
揽收	到仓为主，无单独揽收	上门揽收
中转	无中转	需要中转
运输	大批量干线运输	班车式运输
派送	送货上门、安装、维修等多元服务	到快递柜、到驿站/部分上门
逆向物流	要求较高	要求较低
其他增值服务	延保险、商品保价，当面签收、附带销售等较多	商品保价为主，增值服务少
标准化程度	较低	较高
自动化程度	较低	较高
销售预测依赖度	较高	低

资料来源：锦远速运物流，申万宏源研究

**大件快递的市场分层类似小件快递：中高端大件市场，直营体系具备更强的管控力，明显占优；中低端市场中加盟体系成本效率更高，呈优势地位。**目前进入大件快递行业的

公司较多，整体可以分为直营、加盟和联盟三种模式。其中，顺丰、德邦、京东物流属于直营模式；安能、中通快运、百世快运等属于加盟模式；壹米滴答属于联盟模式。

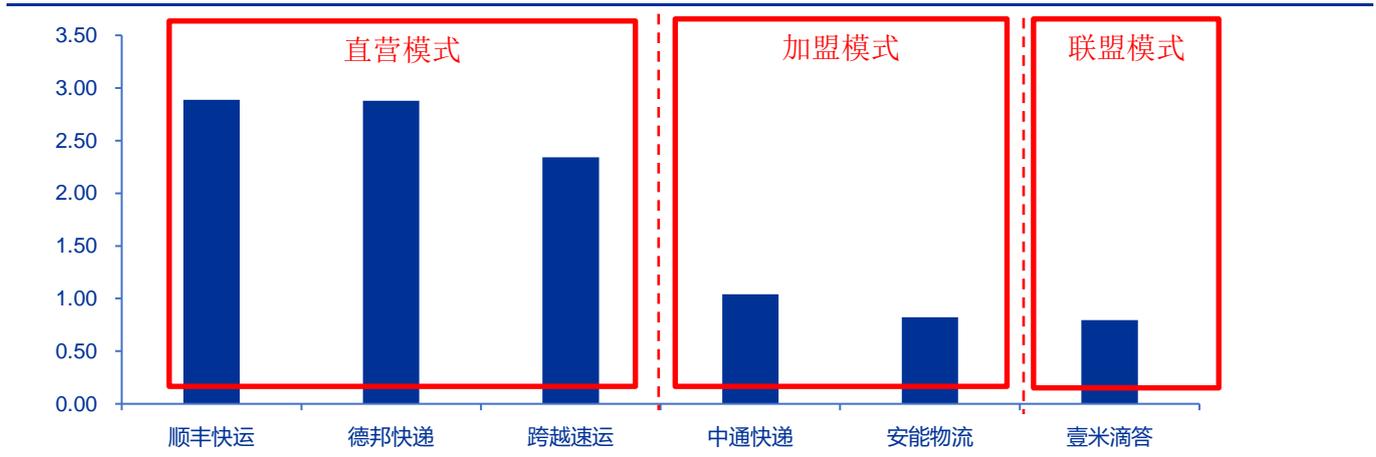
图 16：快运企业不同公斤段产品

	公斤段产品					运输方式	时效产品	其他
	0-3kg	3-60kg	60kg-1T					
德邦	0-3kg 标准快递	3-60kg 大件快递3.60	60kg-1T 零担（精准汽运、精准卡航、精准空运）			拼车/整车	精准卡航 精准汽运 精准空运	国际/仓储
安能	10-70kg Mini电商系列		70kg-3T 精准零担快运			整车	定时达 安心达	
百世	0-70kg 电商件		70-300kg 惠心件	300kg-1T 小零担	1T-3T 大零担	3T-10T 共享卡航	百世优货 (整车)	
顺丰	0-5kg 顺丰快递	5-20kg 特惠D干配	20-100kg 重货包裹	100-500kg 小票零担	500kg以上 大票零担		整车、空运	顺丰卡航 国际/冷链 /医药
顺心	0-40kg 顺心达		40-130kg 顺心包裹	130kg以上 顺心零担			整车、空运	
壹米	0-70kg 电商小件		70-800kg 标准快运		800kg以上 大票零担		整车	壹诺达 滴答到门
韵达	0-30kg 韵小件	30-68kg 韵大件	68-150kg 韵小票	150-500kg 韵优达	500kg以上 韵惠达			韵准达 国际/仓储 /冷链
中通	10-60kg 快运小件		60-800kg 标准快运		800kg以上 大票零担		拼车/整车	国际/仓储
优速	0-3kg U3	3-10kg U10	10-30kg U30	30-70kg UY70	70-150kg YU150			
华宇	15-60kg 小轻抛		60-120kg 易到家	120kg-10T 经济快运、定日达		10T以上 专车达		定日达 安心达
跨越	3kg以上 当天达、次日达、隔日达					整车	当天达 次日达	国际/生鲜

资料来源：公司官网，申万宏源研究

从价格上看，高端直营快运企业有服务和品牌溢价，价格较加盟模式企业普遍有30%-50%的溢价。顺丰、德邦和跨越的单价均在2元以上，而加盟企业中通、安能单价均在1元以下，价格往往与公司时效、服务质量及客户体验有关。

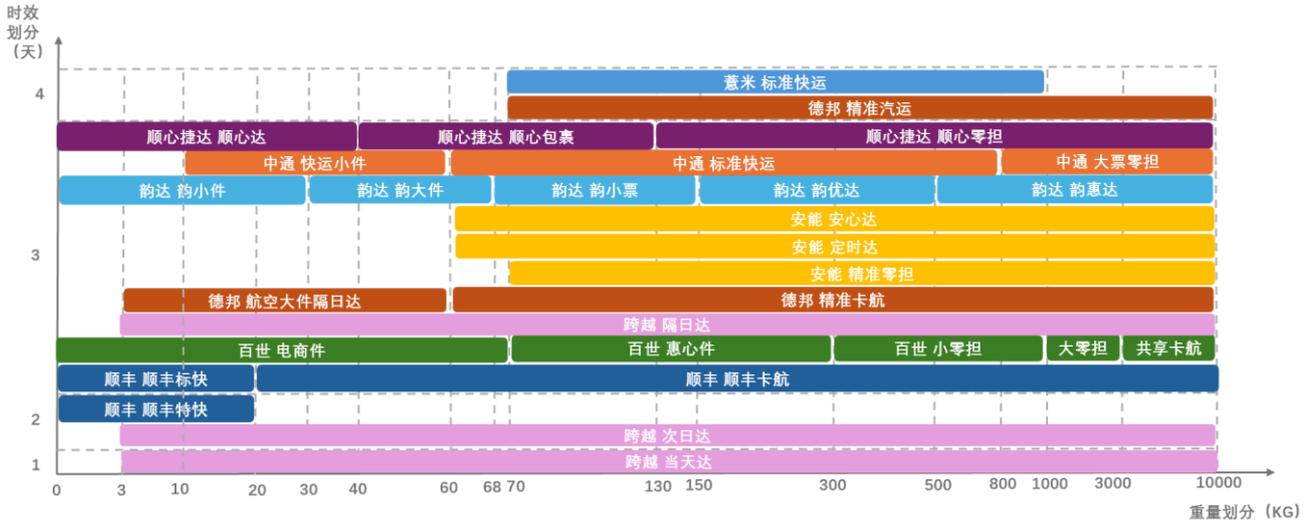
图 17：不同模式下快运企业的价格分布（元/千克）



资料来源：运联智库，申万宏源研究

从时效和服务质量来看，以上海-北京为例，顺丰、跨越和德邦在第一梯队，时效基本在2.5天以内，而加盟企业时效基本落后于直营企业。

图 18：不同快运企业的时效



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2.3 高端快运市场类似时效件，重服务质量背景下，直营网络优势显著，壁垒清晰，格局稳定

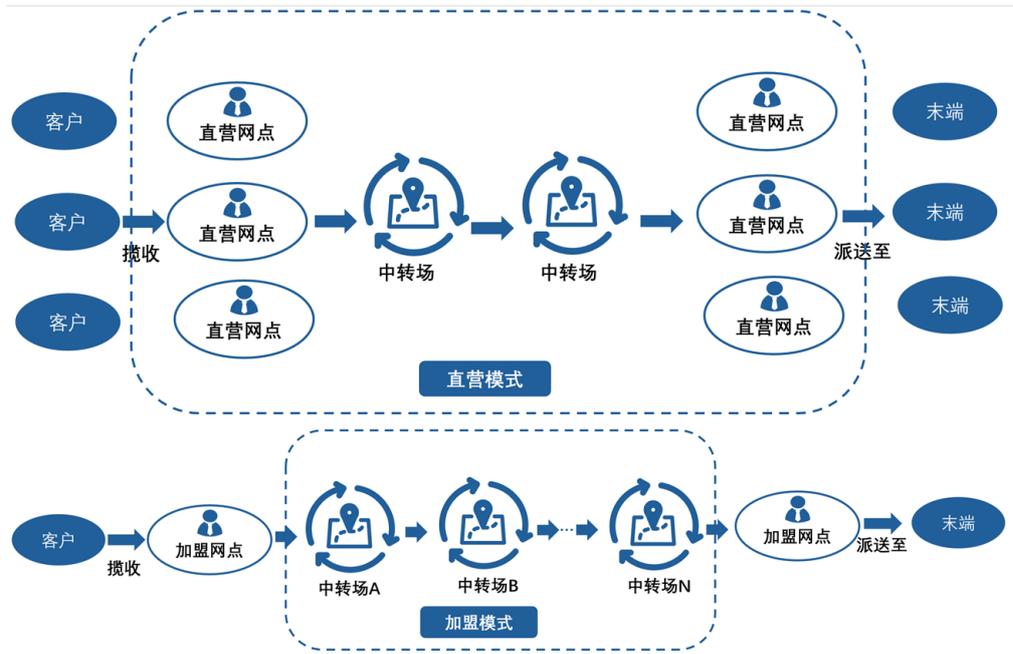
**中高端大件快递行业痛点：低破损，高时效，强末端服务，直营快递有明显优势。**

**破损：**破损一般发生在搬运、转运和运输环节，要求轻拿轻放、减少转运次数和运输过程中的合理装载（重货在下，轻货在上）。对破损率的控制要求公司对整体运营环节和操作流程有强有力的控制，直营模式显然能发挥明显的优势。

**时效：**时效则主要与发车班次、中转次数、派件波次等因素相关，这与行业货量、网络和分拨覆盖程度高度相关，龙头公司优势十分明显。

**末端揽派服务：**末端揽派服务在大件快递中更为重要，一方面是揽件端商户具备大量个性化的寄递需求（包括包装、装箱、保价等），配送端大件商品上楼要求更高，部分产品甚至是客户刚需。因此直营模式的优势也十分明显。

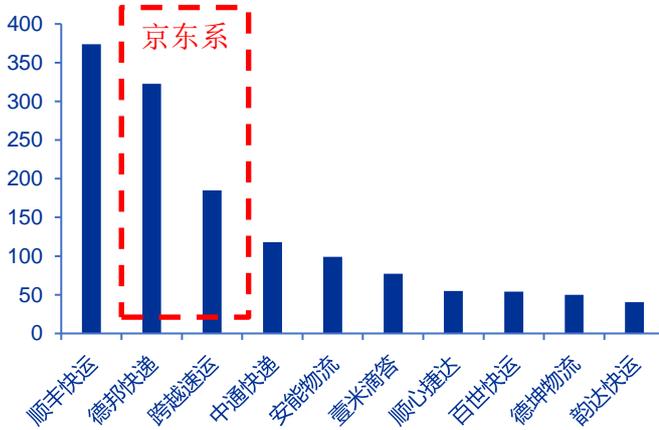
图 19：直营和加盟网络模式的区别



资料来源：申万宏源研究

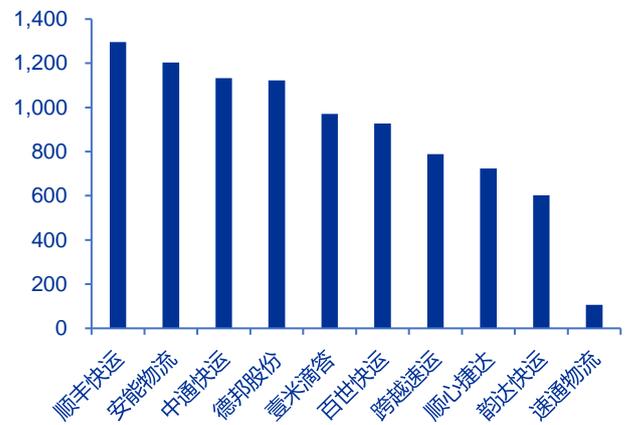
目前高端快运已形成“顺丰+京东”的双寡头竞争格局，长期看高端快运价格竞争有趋缓预期。2020年以来京东陆续收购跨越速运和德邦股份，高端快运格局变为“顺丰系”和“京东系”的双寡头竞争，行业格局改善，有效降低激烈价格竞争的风险。

图 20：2023 年零担收入 TOP10 (亿元)



资料来源：运联智库，申万宏源研究

图 21：2023 年零担货量 TOP10 (万吨)

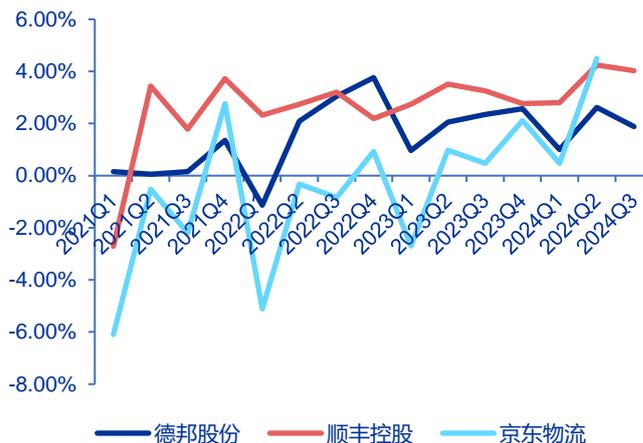
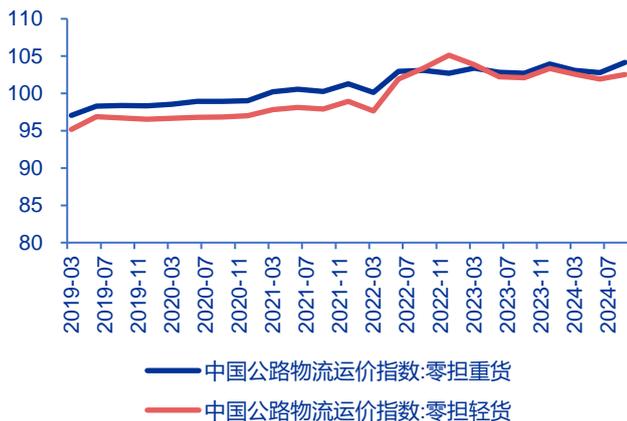


资料来源：大华国际，申万宏源研究

快运客户主要为中小制造企业，对经济的敏感度高，不乏家具、家电等地产后周期需求，将直接受益宏观经济的修复，价格有望修复。高端直营快运企业净利率仍处于低位，我们认为低价抢量阶段已过，后续各家的首要目标应为盈利能力的改善。

图 22：24 年零担轻货运价承压，25 年有望改善

图 23：快运相关标的季度净利率 (%) 变化



资料来源：Wind，申万宏源研究

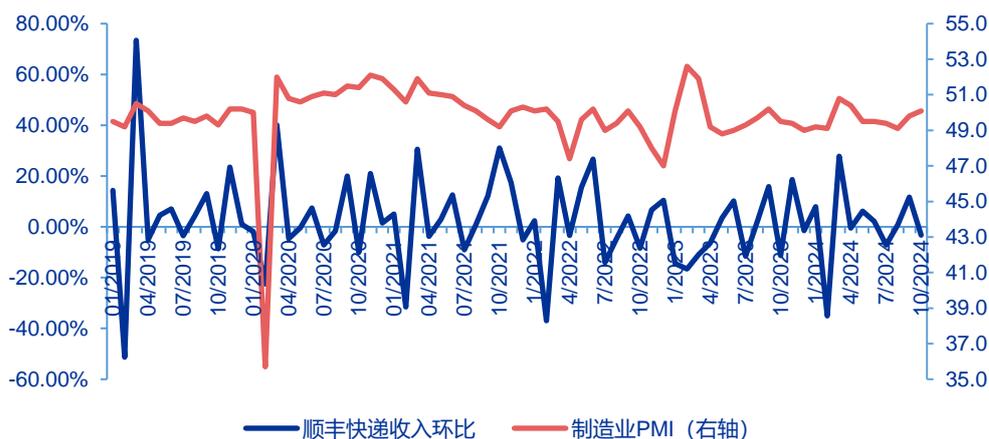
资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.4 快运行业来源多元，后续需求有望维持

快运行业来源多元，不只是家居和家电，更包括医疗器械、服装、生鲜、汽车零部件等行业，仅将快运和家居家电挂钩是不合理的，我们认为后续全网型快运企业需求有望维持，其主要原因有四个：

**需求驱动一：“两新两重”政策加速落地，制造业 PMI 回升。**快运作为实体经济的重要参与者，将直接受益宏观经济的修复，顺丰环比收入变动与制造业 PMI 具有一定相关性。今年以来“两新两重”政策加速落地，带动消费品、高技术制造业景气度回升，11 月制造业 PMI 有所回升，其中内需订单指数涨幅较为显著，因此快运行业景气度有望企稳回升。

图 24：顺丰快递收入环比变动与制造业 PMI 具有一定相关性

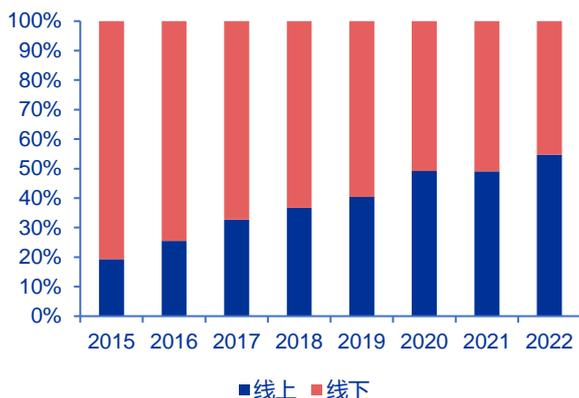


资料来源：Wind，申万宏源研究

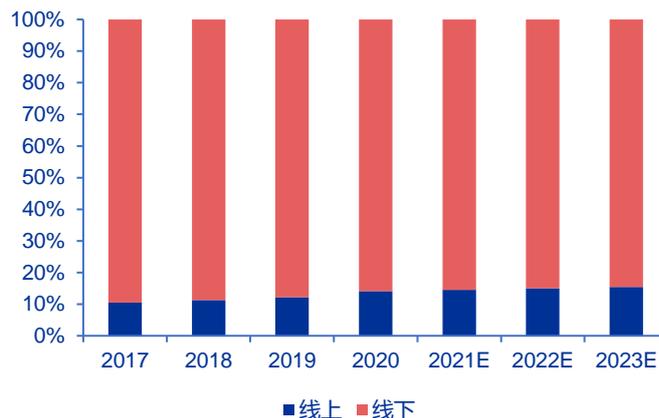
**需求驱动二：大件品牌商/经销商线上渗透率提升带来行业增量。**目前与大件快递 2C 端服务相关的行业包括家用电器、家居建材、酒水饮料、生鲜产品、米面粮油等，这些行业由于过去履约难度大等因素，线上渗透率仍有广阔提升空间。与之对应的，物流服务需求也明显提升。

中国家电市场线上渗透率不断提升

图：全球家居建材市场线上渗透率不断提升



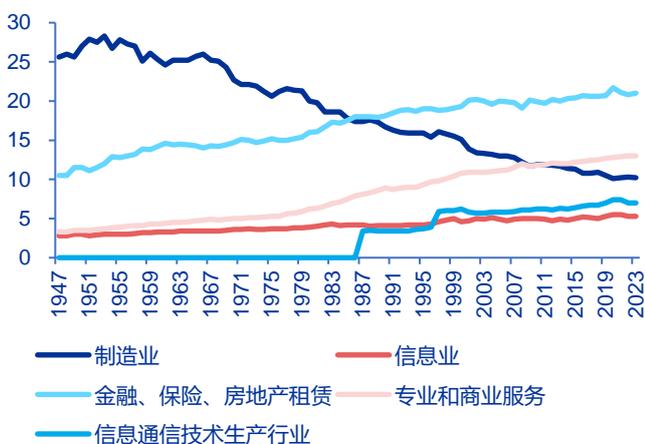
资料来源: Gfk 中怡康, 申万宏源研究



资料来源: Statista, 申万宏源研究

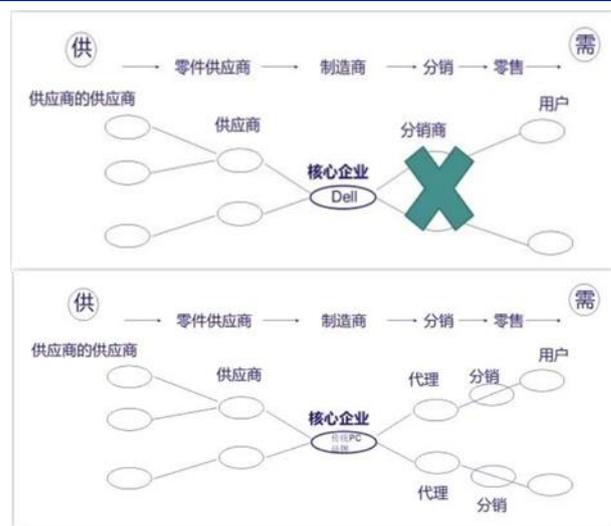
**需求驱动三: 高端制造业快速发展带来大件快递需求增长。**参考美国经验, 高端制造业快速发展推动高时效物流服务需求的快速发展。高端制造业研发与制造分离, 且零部件众多库存较低, 高周转需求下必然要求更高效、碎片化的大件物流服务。由于美国工业区距离较远, 快时效物流需求主要转化为航空货运模式。而中国智能制造四大产业聚集区距离相对更近, 在陆运时效能满足生产制造需要的同时, 陆运成本明显优于航空运输, 因此高端制造业的发展会较大程度利好我国高时效大件快递陆运网络的需求。

图 27: 美国各行业占 GDP 比重变化 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 28: 戴尔与其他传统 PC 企业供应链对比



资料来源: CIPS 供应链管理研究院, 申万宏源研究

**需求驱动四: 供应链柔性化升级, 渠道多元化、碎片化推动全网型快运行业高速增长。**传统的制造业供应链中, 货物通常需要在工厂与各级经销商之间层层递进, 最终到达销售端, 环节冗长, 因此专线物流更合适。随着数字化进程和柔性生产能力的拓展, 货物移动趋于碎片化、高频化, 货物周转速率加快, 对快运业务的时效和服务质量的要求不断提升, 因此全网型快运企业更适用于 C2M 模式。

图 29: C2M 模式为传统制造业转型升级探索新出路



资料来源：未来研究院，申万宏源研究

### 3. 品质与网络构筑核心壁垒，京东融合未来可期

#### 3.1 核心竞争壁垒突出，服务质量和网络覆盖度构建主要竞争要素

中高端大件快递价格敏感程度相对较低，但非常注重服务品质稳定和个性化服务，尤其是低破损率和高妥投率要求，因此持续稳定高质量的服务是公司的立身之本。但是大件快递运输过程环节众多，服务质量管控难度较大。

图 30：大件快递服务环节



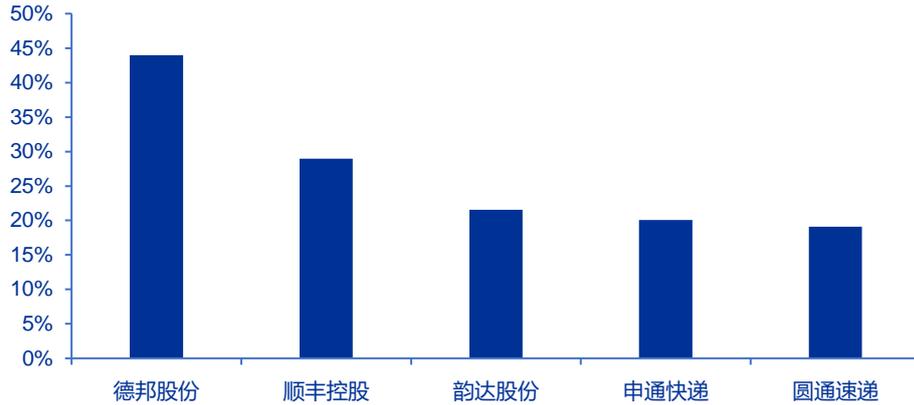
资料来源：公司年报，申万宏源研究

面对行业的服务质量痛点，德邦通过四个方面构筑服务质量高壁垒：1) 优秀的人才储备；2) 精细化的管理流程、科学的运作体系；3) 强大的各级员工激励体系；4) 持续的研发投入与数字化管理建设，服务质量提升后公司货物破损率不断下降，2023 年公司主营业务破损率同比下降 16.4%。同时，公司服务水平也得到客户认可，2023 年公司菜鸟指数排名连续 10 个月第一，综合排名平均位居行业第一，末端及售后服务、信息规范等指标项排名稳居行业前列，抖音指数综合排名同比提升 4 位。随着交付质量的持续提升，客户投诉率稳步下降，2023 年公司客户万票有责投诉量同比下降 10.8%。

四个方面相辅相成，以“人”为核心，通过技术手段保障服务质量。公司强大的考核激励体系充分调动高素质的基层快递员的主观能动性，让快递员能主动发现客户需求并及时做出调整，满足客户个性化的需求；而精细化的管理流程和科学的运作体系能保证庞大的全国网络和众多部门单元齐心协力，共同保障服务质量；持续的研发投入和数字化管理建设使德邦能实时监控各环节的运作情况，并通过数据总结分析运行情况，从而不断优化运作流程和服务体验。具体来看：

- (1) **优秀的人才储备是高质量服务的基石。**德邦是物流行业的“黄埔军校”，拥有丰富的人才梯队和人才培养体系，基层快递员本科生比例显著高于同行，使得公司基层快递员素质明显较高。公司是行业内第一家面向本科招聘的企业，公司以长远发展的眼光布局关键人才梯队，保持高素质人才保有量行业领先。

图 31：德邦本科及以上学历职工占比为行业内较高水平

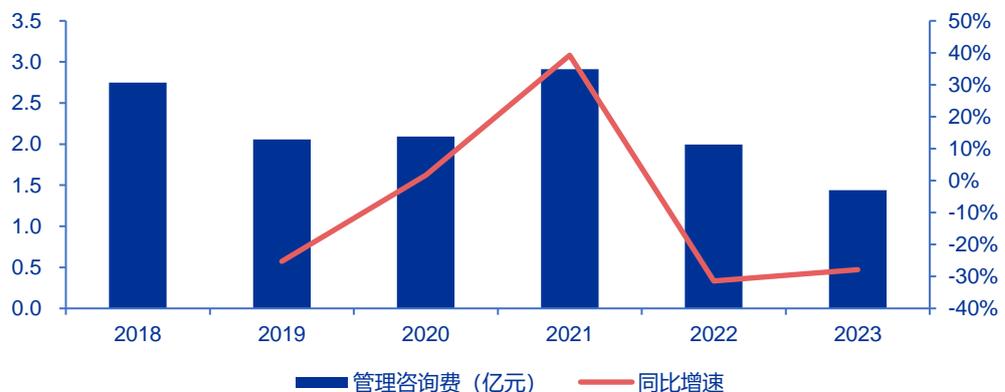


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**培训体系完善, 晋升通道明确。**德邦重视人才培养, 针对新员工设计多样的培训环节, 实行特色走动培训和导师制, 进行快递员业务操作弱项改善; 针对销售人员建立全生命周期培养体系, 定期开展销售训战。德邦的晋升通道分为管理通道和专业通道, 管理人员需要在一线和职能之间进行轮岗, 从业绩、潜力两个维度进行考核, 呈现“之”字形发展路线; 专业人员需要通过多层级认证考试, 全方位考察其专业知识水平以及对公司业务的理解情况, 专业的培训与管理体系提高了德邦股份团队的竞争力。

(2) **精细化的管理流程、科学的运作体系。**对比同行业其他公司, 德邦股份历年管理咨询费较高, 且同比增速一直较大, 体现出公司对整体战略规划的重视, 建立了较为科学的管理体系。德邦股份采取直营模式, 由总部统一经营, 统一管理, 对各个环节可控性较强; 在经营管理层面, 公司按照一定的标准对网点、分拨中心、运输路线进行统一布局管理, 确保网络高效运转; 在客户经营层面, 公司有统一的数据管理和分析, 并能够快速的针对客户需求推出产品; 在品牌管理层面, 公司能够统一车体形象、店面和员工形象, 更好的提升客户粘性和品牌美誉。

图 32: 德邦股份历年管理咨询费 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

(3) **强大的各级员工激励体系。**德邦快递建立了全面薪酬体系, 为员工提供富有竞争力的薪酬待遇, 充分调动员工的积极性。2018 年起, 公司设立“快递员金星勋章奖”并给予 万元的金砖奖励, 表彰连续 个月获得五星级评价的

快递员；2019年4月，公司增设了半年度的“快递员银星勋章奖”和季度的“快递员铜星勋章奖”，分别奖励3万元和1万元。同时公司提供“亲情1+1”、中秋寄情、家庭全程无忧、集体婚礼、住房保障基金等福利方案，富有竞争力的激励体系使得德邦快递的员工综合水平在业内处于领先地位。

**图 33：德邦股份海外集体婚礼**


资料来源：公司官网，申万宏源研究

**图 34：德邦股份金星勋章奖**


资料来源：德邦股份官方微信公众号，申万宏源研究

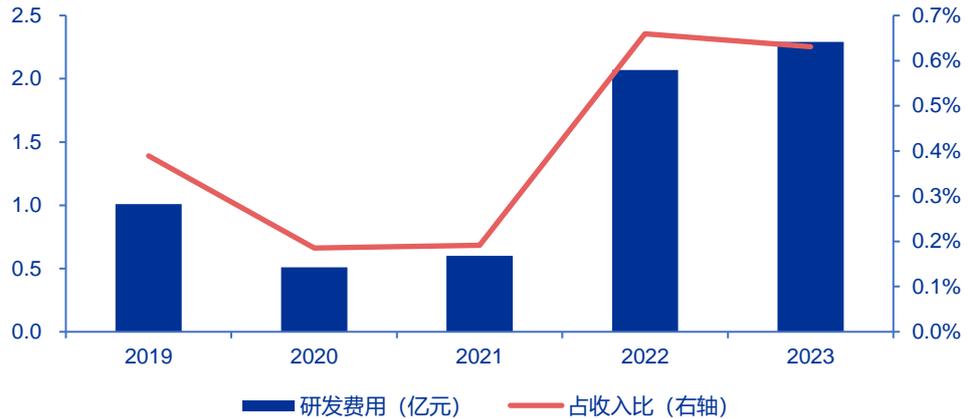
- (4) **科技布局业务前沿，打造前瞻性信息平台。**公司从业务出发，以用户为中心，针对业务流程各环节痛点累计研发出 100 多项能够切实帮助一线“打粮食”的科技成果，不断完善基础应用系统、营运支撑系统和管理系统，配合业务部门降本增效。近 5 年公司科技投入均超过当年营业收入的 1.5%，研发费用和研发费用率有明显提升。通过持续的科技投入驱动服务，2023 年公司客户投诉一次性解决率提升 3pct，客户理赔时长缩短 14.9%。

**表 3：公司科技发展历程**

时间	科技成果	特点
2003	TIS 物流信息系统	在行业内率先实现网上货物实时追踪查询
2008	ERP 系统	自主研发的第三代信息系统
2009	电子地图系统	实现货物动态实时同步可追踪
2012	CRM 客户管理系统	
2013	第四代 FOSS 营运系统	具有自主知识产权的第四代营运系统
2015	大客户发件系统	
2017	智慧末端、智慧车队、智慧场站	新技术推动传统运营管理向智慧物流管理转型
2018	大小件融合分拣系统	
2019	防暴力分拣系统、智能 GIS 系统	
2020	转运作业融合系统、智能分区系统	
2021	SAP 系统、智能路由系统	
2022	CDP 客户画像系统、MA 自动化营销系统	
2023	CAST 系统、360 数据分析体系	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

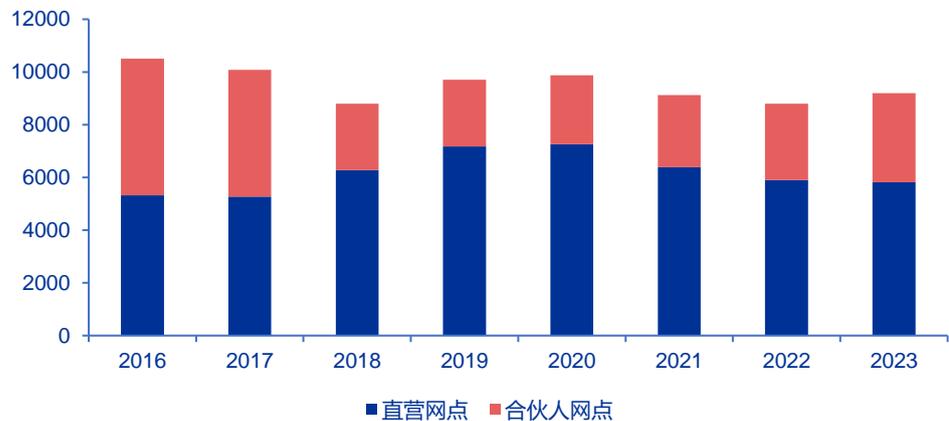
**图 35：德邦股份研发费用（亿元）及占收入比**



资料来源：Wind，申万宏源研究

与专线及区域型快运网络不同，全网型快运网络对于全国范围内网络覆盖度要求较高，德邦股份乡镇覆盖率可达到 94%。针对直营末端劣势，公司于 2015 年设立事业合伙人制：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对网络进行暂时性补充，通过与公司直营网点良性互补与共同作实现事业合伙人与公司的共同成长、互利共赢。为确保服务品质与竞争力，公司仍然按照直营管理模式对网点合伙人实行德邦标准化管理。截止 2023 年公司共有 9194 个营业网点，其中直营网点 5814 个，合伙人网点 3380 个，乡镇覆盖率达 94.0%。2023 年下半年公司推进网络融合项目，通过资产收购全面接管京东物流 83 个转运中心的部分资产，预计公司快运网络覆盖度将进一步拓展。

图 36：2015-2023 年公司直营网点和合伙人网点变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

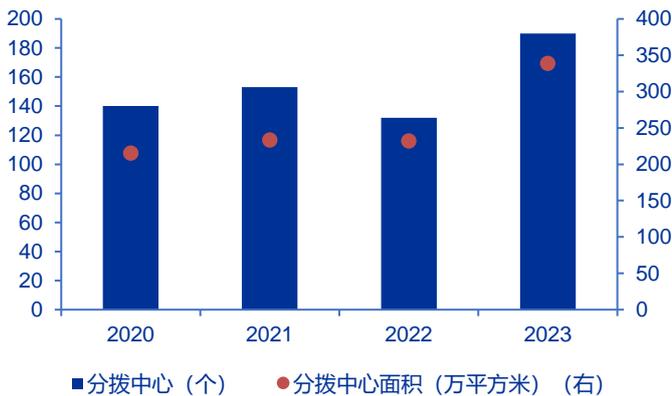
### 3.2 京东入局加强公司能力建设，带来业务开拓

2022 年 7 月 27 日，京东物流完成收购德邦控股股本权益的相关交易，以 89.76 亿元收购德邦 66.49% 的股权，截至 2024Q3 京东卓风间接持有 72.98% 的股权。2024 年 11 月 25 日公司公告称京东卓风拟增持德邦股份总金额不低于人民币 3 亿元（含），不超过人民币 6 亿元（含），京东持股比例将进一步加大。我们认为京东与德邦的互相融合有利于实现资源互补，对双方未来的业务及自身能力建设都有积极影响，对于京东物流来说

携手并进有利于增强京东物流干线运输资源，弥补干线运输的短板，而对于德邦股份来说有利于增强公司的物流运输能力、拓展客户群及提升规模效益，具体来看：

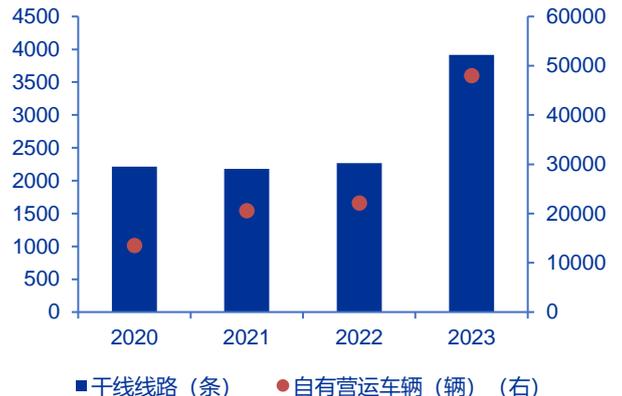
(1) 物流运输能力提升，干线线路及自营营运车辆数量增幅较大。2023 年德邦股份分拨中心数量增长至 190 个，面积超过 330 万平方米，同比 2022 年有大幅增长。另外，截止到 2023 年底，公司拥有 3916 条干线线路，自有营运车辆 47982 辆，网络覆盖度提升，有利于公司发挥全网型快运网络的优势，时效和服务质量均有望同时提升。

图 37: 2020-2023 年公司分拨中心数量及面积情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

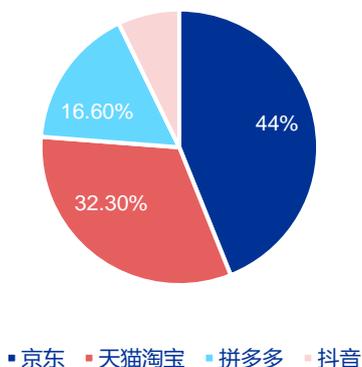
图 38: 2020-2023 年公司干线线路及自有车辆情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

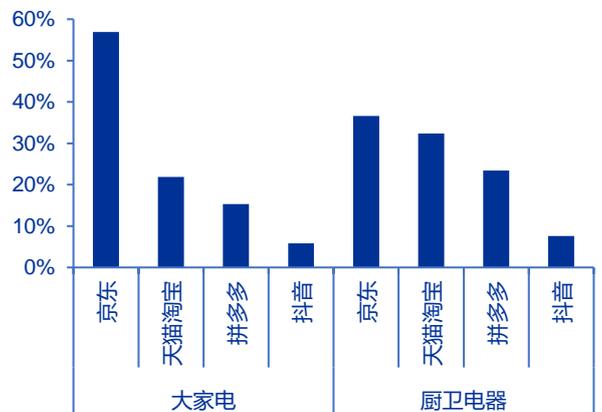
(2) 京东客源丰富，有望为德邦拓展客户群，带来业务量的快速增长。根据中新经纬研究院联合中国国际电子商务中心研究院、浪潮卓数发布的《2024 双十一消费洞察报告》，双十一期间京东在家电品类的销售额占比达到 44%，位居行业第一，在大家电和厨卫电器市场中，京东的销售额占比分别达到 56.9%和 36.6%，领跑全行业。2024 年京东推出京东自营大件退换货运费全免服务，同时提高第三方商家大件运费险额度，此项举措解决买家大件商品退换货的问题，同时也为德邦提供了业务增量。

图 39: 2024 年“双 11”主要平台家用电器行业销售额占比



资料来源：复旦消费大数据实验室，申万宏源研究

图 40: 2024 年“双 11”主要平台家用电器二级行业销售额占比

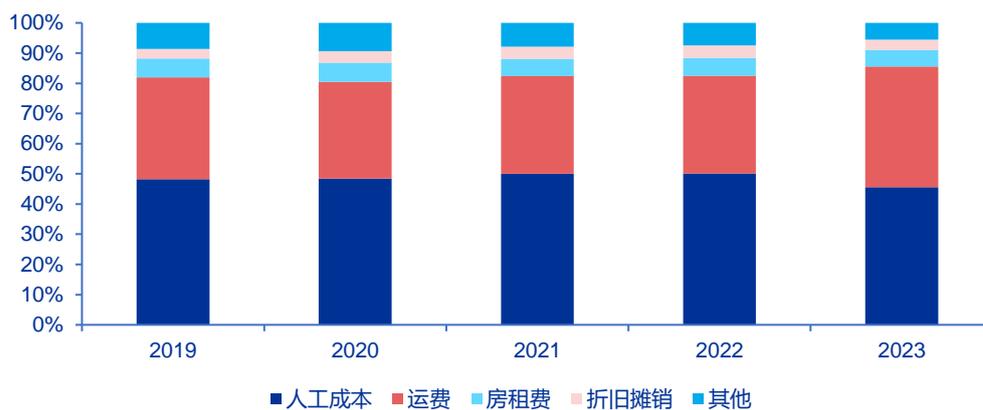


资料来源：复旦消费大数据实验室，申万宏源研究

(3) 业务量增长带来规模效应的释放，德邦降本增效空间较大。德邦的主要成本来自于人工成本和运输费用，年公司人工成本和运输费用占比达到 %。京东的协同为德邦

带来较大的业务增量及收入但尚未体现至利润，根据 23 年德邦股份年报，23 年德邦股份向京东集团及其控制的企业提供 32.38 亿元劳务，收入端增量较多但利润端的增量并不明显，我们认为主要原因可能为两个网络的融合需要时间，短期内可能会存在转运中心场地冗余、路由线路规划未完善、设备利用率不高等情况，从而造成装载率、资源使用效率低等问题。随着网络的融合加深，公司路由线路有望拉直，车辆装载率也随之提高，预计运输费用会有下降。同时随着公司业务量的增长及分拨中心的裁减，分拨中心的利用率也有望提升，单位人工成本预期呈现下降趋势。

图 41：德邦股份成本明细拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4. 盈利预测和估值

### 4.1 盈利预测

由于公司 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, 其他业务分类保持不变, 并同口径重述调整 2022 年分产品收入数据。由于公司新口径数据仍较少, 我们采用 2022 年及之前的数据作为对照。

24 年公司收入有望达到 400 亿元以上, 管理改善、网络融合及规模效应下成本端仍有优化空间。分业务看, 大件快递板块预计业务量稳定增长, 盈利能力有望持续改善。公司件量方面, 与京东物流深度融合、大件线上渗透率提升、高端制造业快速发展及供应链柔性升级有望带来行业需求增量, 预计公司市占率稳步提升, 2024E-2026E 公司市占率预计为 0.71%/0.73%/0.75%, 测算公司快递业务件量增速为 19%/13%/11%。同时由于价格竞争等因素的影响, 单票重量收入有小幅下降; 成本端, 我们认为凭借公司管理能力的提升、路由线路的规划, 规模效应下单票成本有望进一步释放。快运业务在需求改善下业务量有望恢复增长, 预计公司业务量增速为 10%/9%/8%, 每公斤收入和成本保持稳定态势。预计公司 2024E-2026E 实现归母净利润 8.44、10.21、12.13 亿元, 同比增长 13.2%、21.0%、18.7%。

表 4: 德邦股份盈利预测

	2021	2022	2024E	2025E	2026E
1、营业收入 (亿元)	313.59	313.92	404.62	446.34	489.16
同比增速		0.11%	13.53%	10.31%	9.59%
1.1 快递业务					
收入 (亿元)	197.33	207.85	287.51	323.94	358.06
同比增速		5.33%	17.61%	12.67%	10.53%
业务量 (亿票)	7.02	7.49	10.55	11.93	13.24
同比增速		6.70%	18.68%	13.08%	10.98%
单票重量收入 (元/kg)	2.73	2.69	2.63	2.62	2.6
1.2 快运业务					
收入 (亿元)	106.78	96.01	106.03	110.76	118.88
同比增速		-10.09%	5.09%	4.46%	7.33%
业务量 (万吨)	612.06	521.6	631.13	687.93	742.97
同比增速		-14.78%	10.00%	9.00%	8.00%
每公斤收入 (元/kg)	0.17	0.18	0.17	0.16	0.16
2、营业成本 (亿元)	280.27	281.92	372.64	411.12	453.55
同比增速		0.59%	14.97%	10.33%	10.32%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 2024 年增速为 22-24 年两年的复合增速

## 4.2 估值

**首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 2024E-2026E 实现归母净利润 8.42、10.16、12.09 亿元，同比增长 13.0%、20.6%、19.0%，对应 PE 分别为 18x、15x、12x。德邦股份主营业务为高端直营快运，主要的产品有零担和快递业务。顺丰控股主营业务也为快递及快运业务，其中快运业务主要为高端直营快运，与德邦股份可比，因此我们选取顺丰控股为德邦股份的可比公司，2024E-2026E 可比公司 PE 估值为 20x、18x、16x。对标可比公司估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 20x，对应当前市值仍有 16% 的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2024/12/9		预测归母净利润 (亿元, 人民币)			PE		
			收盘价(元或港元)	总市值 (亿元, 人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002352.SZ	顺丰控股	买入	40.83	2036	100.27	115.19	130.38	20	18	16
	平均							20	18	16
603056.SH	德邦股份		14.37	148	8.42	10.16	12.09	18	15	12

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 5. 风险提示

**宏观需求不及预期：**若宏观需求不及预期，制造业需求下降，快运需求存在下降的风险。

**快运行业价格竞争超预期：**若快运行业价格竞争超预期，可能会对公司收入端造成影响，进而导致公司的利润不及预期。

**网络融合进度不及预期：**若网络融合进度不及预期，可能会导致公司资源利用率不足，进而影响公司的整体利润。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,392	36,279	40,462	44,634	48,916
营业收入	31,392	36,279	40,462	44,634	48,916
A 产品_营业收入	0	1	0	0	0
B 产品_营业收入	0	1	0	0	0
C 产品_营业收入	0	1	0	0	0
D 产品_营业收入	0	1	0	0	0
E 产品_营业收入	0	1	0	0	0
营业总成本	31,036	35,633	39,915	43,907	47,949
营业成本	28,192	33,172	37,264	41,112	45,355
A 产品_营业成本	0	1	0	0	0
B 产品_营业成本	0	1	0	0	0
C 产品_营业成本	0	1	0	0	0
D 产品_营业成本	0	1	0	0	0
E 产品_营业成本	0	1	0	0	0
税金及附加	78	75	81	89	98
销售费用	422	480	526	580	636
管理费用	1,944	1,560	1,740	1,785	1,467
研发费用	207	229	255	282	309
财务费用	193	118	50	59	85
其他收益	418	364	500	500	500
投资收益	91	19	52	52	52
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-13	-95	0	0	0
信用减值损失	-36	-31	-62	-25	-26
资产减值损失	-36	-5	0	0	0
资产处置收益	0	28	0	0	0
营业利润	780	925	1,037	1,253	1,492
营业外收支	4	-2	-2	-2	-2
利润总额	785	923	1,035	1,251	1,491
所得税	135	174	190	231	277
净利润	649	749	846	1,020	1,213
少数股东损益	0	3	3	4	5
归母净利润	649	746	842	1,016	1,209

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	649	749	846	1,020	1,213
加：折旧摊销减值	1,427	1,320	440	509	617
财务费用	155	120	50	59	85
非经营损失	-78	53	-52	-52	-52
营运资本变动	37	-336	1,625	589	799
其它	1,445	1,394	-335	-402	-482
经营活动现金流	3,600	3,268	2,573	1,723	2,179
资本开支	1,522	1,243	2,113	2,099	2,075
其它投资现金流	803	468	52	52	52
投资活动现金流	-719	-775	-2,061	-2,047	-2,023
吸收投资	0	15	0	0	0
负债净变化	-1,253	112	227	-300	762
支付股利、利息	147	118	262	269	338
其它融资现金流	-1,307	-1,133	2,009	599	999
融资活动现金流	-2,707	-1,125	1,974	30	1,423
净现金流	173	1,366	2,485	-294	1,579

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,030	9,381	11,474	12,121	14,740
现金及等价物	1,494	2,853	5,338	5,044	6,623
应收款项	2,852	4,573	3,845	4,383	4,943
存货净额	31	23	25	27	25
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,652	1,931	2,266	2,668	3,149
长期投资	1,445	763	763	763	763
固定资产	4,421	4,085	4,848	5,522	6,106
无形资产及其他资产	3,138	3,349	4,321	5,263	6,162
资产总计	15,035	17,577	21,407	23,668	27,772
流动负债	6,241	8,125	9,113	9,766	11,712
短期借款	2,042	2,673	2,700	2,200	2,762
应付款项	3,652	4,804	5,765	6,918	8,302
其它流动负债	547	648	648	648	648
非流动负债	1,860	1,752	2,952	3,752	4,952
负债合计	8,101	9,877	12,064	13,518	16,663
股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
其他权益工具	0	0	9	8	7
资本公积	755	775	1,775	1,775	1,775
其他综合收益	471	156	156	156	156
盈余公积	463	513	571	640	721
未分配利润	4,219	5,213	5,786	6,522	7,395
少数股东权益	-1	16	19	23	28
股东权益	6,934	7,700	9,343	10,151	11,109
负债和股东权益合计	15,035	17,577	21,407	23,668	27,772

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.73	0.82	0.99	1.18
每股经营现金流	3.51	3.18	2.51	1.68	2.12
每股红利	0.30	0.41	0.21	0.21	0.25
每股净资产	6.75	7.48	9.08	9.86	10.79
关键运营指标(%)					
ROIC	9.9	9.7	9.7	10.1	11.0
ROE	9.5	9.7	9.0	10.0	10.9
毛利率	10.2	8.6	7.9	7.9	7.3
EBITDA Margin	7.4	6.4	3.6	4.0	4.4
EBIT Margin	3.1	2.9	2.7	2.9	3.2
营业总收入同比增长	0.1	15.6	11.5	10.3	9.6
归母净利润同比增长	345.4	13.3	13.0	20.6	19.0
资产负债率	53.9	56.2	56.4	57.1	60.0
净资产周转率	4.53	4.72	4.34	4.41	4.41
总资产周转率	2.09	2.06	1.89	1.89	1.76
有效税率	18.2	19.3	19.3	19.3	19.3
股息率	2.1	2.9	1.4	1.4	1.7
估值指标(倍)					
P/E	22.4	19.8	17.5	14.5	12.2
P/B	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/Sale	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.0	8.3	14.0	11.6	10.4
股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。