

2025年02月14日

## 德邦股份(603056.SH)

投资评级：买入(维持)

——直营快运龙头，网络融合成长可期

## 证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

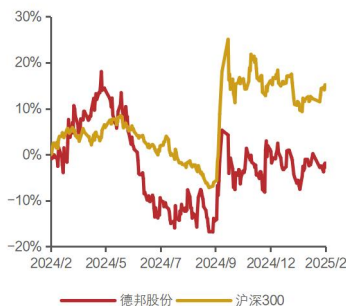
zengzhixing@huayuanstock.com

## 联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 基本数据 2025年02月13日

收盘价(元)	14.11
一年内最高/最低(元)	17.36/11.95
总市值(百万元)	14,490.34
流通市值(百万元)	14,490.34
总股本(百万股)	1,026.96
资产负债率(%)	51.65
每股净资产(元/股)	7.85

资料来源:聚源数据

## 投资要点:

- **全网快运渗透率稳步提升，直营快运竞争趋缓。**零担快运按照运输网络可分为全网型、区域网型、专线型，由于全网快运网络覆盖全面，能够提供各类产品组合以迎合不同需求，时效性及服务质量具备持续性，我们预计全网快运市场在迷你小票及小票市场内将实现持续渗透，据艾瑞咨询数据，2027年全网快运占零担市场的比例有望进一步提升至10.0%，对应规模达1798.1亿，2022-2027CAGR约为9.0%。全网快运中直营网络主要聚焦中高端细分赛道，企业承担从揽收、运输到派送的全环节流程，能够提供高履约的标准服务，大件电商线上渗透率提升及全网快运份额扩张下，预计2027年直营快运市场有望提升至824亿元，对应2023-2027年CAGR约为7.4%。2022年京东收购德邦后，行业竞争格局由三龙头变为双寡头，格局稳定下竞争趋缓，行业价格逐步企稳，各家进入盈利修复期。
- **德邦为直营制全网零担龙头，网络融合下成长可期。**德邦1996年创立，2001年起进入公路汽运领域，以速度快价格低的优势迅速占领零担物流中高端市场。公司以直营模式经营，针对不同重量段不同运输距离等服务需求提供多元化产品矩阵，公司2014-2023年收入由104.93亿元提升至362.79亿元，CAGR达14.78%。2023年公司菜鸟指数综合排名平均位居行业第一，其中末端及售后服务、信息规范等指标项排名稳居行业前列，品牌溢价明显。2022年京东收购德邦后，双方通过业务引流及网络融合的方式实现共赢，2023年因前置资源投入导致成本短期承压，2024年公司推进全面融合，优化干线路由规划，提升分拨中心及车队等物流资产效率，叠加公司精细化管理降本增效，公司盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.5/10.7/13.9亿元，增速14.6%/25.4%/29.6%，对应2024-2026年PE分别为17x、14x、10x。我们选取安能物流、中通快递和圆通快递作为可比公司，2024年平均PE估值约为11x。直营快运壁垒深，集中度高，行业格局稳定下价格企稳。公司为直营快运龙头，服务品质持续提升，行业地位稳固，与京东网络融合持续推进，通过业务引流及物流资产复用等方式实现共赢，精细化管理下成本仍有节降空间，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期；2) 市场竞争逐渐激烈，行业价格战重启；3) 油价持续上涨加大运输成本压力。

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,392	36,279	39,580	43,842	48,399
同比增长率(%)	0.10%	15.57%	9.10%	10.77%	10.39%
归母净利润(百万元)	649	746	854	1,071	1,388
同比增长率(%)	339.08%	14.94%	14.56%	25.36%	29.64%
每股收益(元/股)	0.63	0.73	0.83	1.04	1.35
ROE(%)	9.37%	9.70%	10.04%	11.23%	12.76%
市盈率(P/E)	22.34	19.43	16.96	13.53	10.44

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5/10.7/13.9 亿元，增速 14.6%/25.4%/29.6%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 17x、14x、10x。我们选取安能物流、中通快递和圆通快递作为可比公司，公司作为直营快运行业龙头，估值具备性价比，给予买入评级。

### 关键假设

1) 收入：由于公司营收与宏观经济相关度高，未来随着经济的不断复苏，直营快运市场容量不断扩大，加之京东收购德邦有望产生协同效应，我们认为公司收入在预测期继续维持较高增速。

2) 成本：受益于快运行业的规模效应，加之公司不断深入挖掘各项精益管理举措，持续提升人员效率、资产效能，合理、有效控制成本费用，我们预测公司未来毛利率将企稳回升；

3) 费用：公司成本管控持续发力，公司持续推进科技赋能、流程优化，利用科技提升管理数智化水平，通过流程优化提高流程执行效率，促进管理效率不断提升，职能组织持续优化，我们预测公司未来各项费用率将保持较低水平。

### 投资逻辑要点

全网快运渗透率稳步提升，直营快运壁垒深，集中度高，行业格局稳定下价格企稳。公司为直营快运龙头，服务品质持续提升，行业地位稳固，与京东网络融合持续推进，通过业务引流及物流资产复用等方式实现共赢，精细化管理下成本仍有节降空间。

### 核心风险提示

1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期；2) 市场竞争逐渐激烈，行业价格战重启；3) 油价持续上涨加大运输成本压力

## 内容目录

1. 直营快运龙头，盈利能力逐步修复 .....	6
2. 全网快运渗透率持续提升，格局改善静待需求复苏 .....	10
3. 网络布局完善+品牌口碑+人才储备充裕+布局科技前沿，构筑德邦核心壁垒 .....	14
3.1. 物流网络覆盖全面，拥有专业的物流服务能力 .....	14
3.2. 直营模式经营，全流程管控力强，差异化服务提升品牌口碑 .....	15
3.3. 人才储备充裕，确保经营稳定 .....	16
3.4. 布局前沿科技，实现降本增效 .....	17
4. 与京东物流合作稳步推进，协同效应释放下盈利弹性可期 .....	18
5. 盈利预测与评级 .....	21
5.1. 盈利预测 .....	21
5.2. 评级 .....	22
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 德邦股份股权结构 (截至 2024 年三季报) .....	7
图表 3: 德邦产品体系架构.....	7
图表 4: 2014 年~2024Q3 德邦营收结构 (亿元) .....	8
图表 5: 2017 年~2023 年公司收入与宏观经济相关度高, 具有弹性 (%) .....	8
图表 6: 2017-2024 年 Q1-Q3 德邦归母净利 (亿元)、毛利率 (%) 及净利率 (%) .....	9
图表 7: 2017 年~2024Q3 德邦资本开支规模 (亿元) .....	9
图表 8: 2017 年~2024Q3 德邦费用营收占比 (%) .....	9
图表 9: 公路货运市场结构一览.....	10
图表 10: 2018 年~2027 年中国公路运输市场细分规模 (万亿) .....	11
图表 11: 2018 年~2027 年零担细分运输市场规模 (十亿元) .....	11
图表 12: 2023 年 TOP10 零担企业.....	11
图表 13: 2018 年-2027 年中国零担市场规模 (十亿元) 及预测按网络模式划分.....	12
图表 14: 2018-2023 年亿元以上商品交易批发市场成交额 (千亿元) 及同比增速 (%) .....	12
图表 15: 2024 年部分宏观刺激性政策.....	12
图表 16: 2018 年~2027 年不同模式下快运市场份额演变 (十亿元) .....	13
图表 17: 2017 年~2023 年快运企业单公斤价格 (元/千克) .....	13
图表 18: 各快运企业经营策略变化情况.....	13
图表 19: 2021 年-2024Q3 德邦归母净利润和安能经调整净利 (百万元) .....	14
图表 20: 截止 2024 年 H1 公司快递员数量及营业网点分布情况.....	15
图表 21: 2022 年快运企业单公斤价格 (元/千克) .....	16
图表 22: 2017-2024 年 H1 公司在职员工学历构成情况 (%) .....	17
图表 23: 2017-2024 年 H1 公司累计招聘本科生与研究生数量 (名) .....	17
图表 24: 截止 2024 年 H1 公司前沿科技布局情况.....	18
图表 25: 德邦与京东关联交易梳理.....	19
图表 26: 2022H2~2023H2 自有车辆数量 (辆) 及自有车辆占比 (%) .....	20
图表 27: 2021 年~2024Q2 干线线路数量 (条) .....	20
图表 28: 京东物流与德邦在多维度具备协同效应释放的空间.....	20
图表 29: 2017 年~2024Q3 德邦营业成本占比及毛利率 (%) .....	21

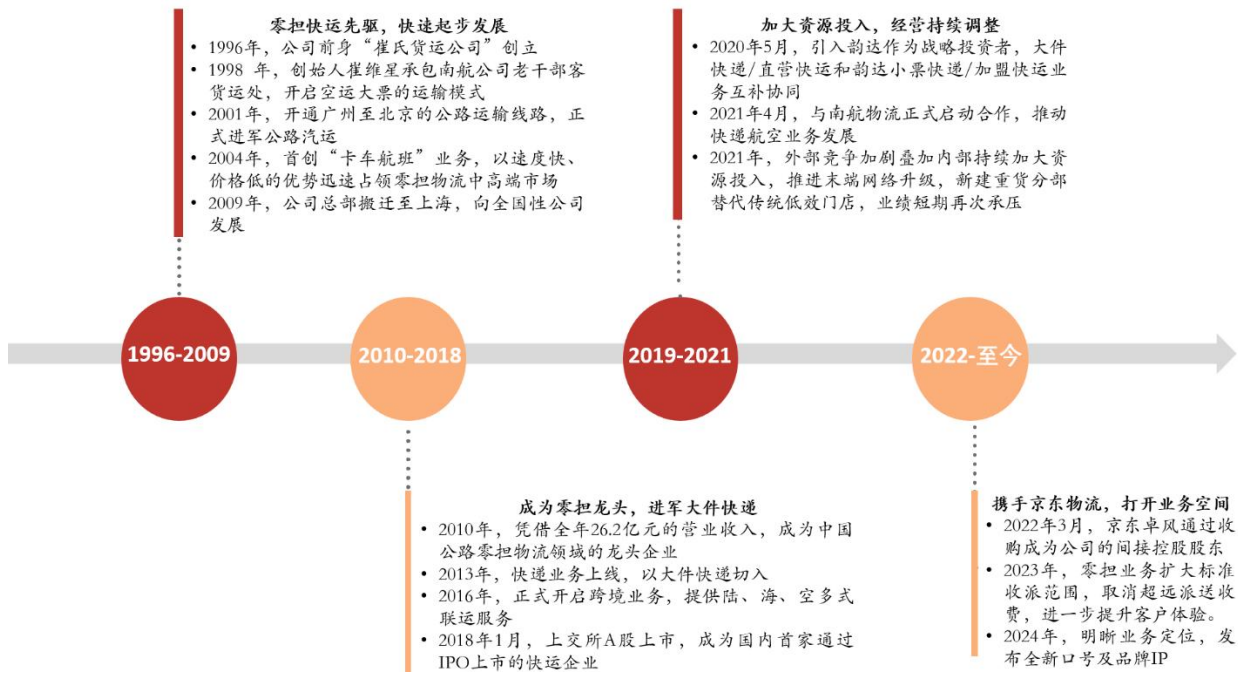
---

图表 30: 2017 年~2024Q3 德邦分项营业成本 (亿元) .....	21
图表 31: 德邦股份估值模型核心假设 .....	21
图表 32: 可比公司估值表 .....	22

## 1. 直营快运龙头，盈利能力逐步修复

**高端零担快运先驱，与京东网络融合持续推进。**德邦前身为“崔氏货运公司”，由创始人崔维星于 1996 年创立。2001 年，公司进入公路汽运领域，面对“小、散、乱”的快运市场，首创“卡车航班”业务，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，德邦快递业务正式上线，以大件快递为切入点，率先推出 3.60 特惠件、标准快递等产品。2018 年，公司在上交所 A 股上市。2020 年 5 月引入韵达作为战略投资者，提升公司整体效益和长期竞争力。2022 年 3 月，京东集团控制的京东卓风通过收购成为公司的间接控股股东。2023 年，公司扩大零担业务标准收派范围，取消超远派送收费，进一步提升客户体验。2024 年明晰业务定位，发布全新口号及品牌 IP “德邦飞象”。

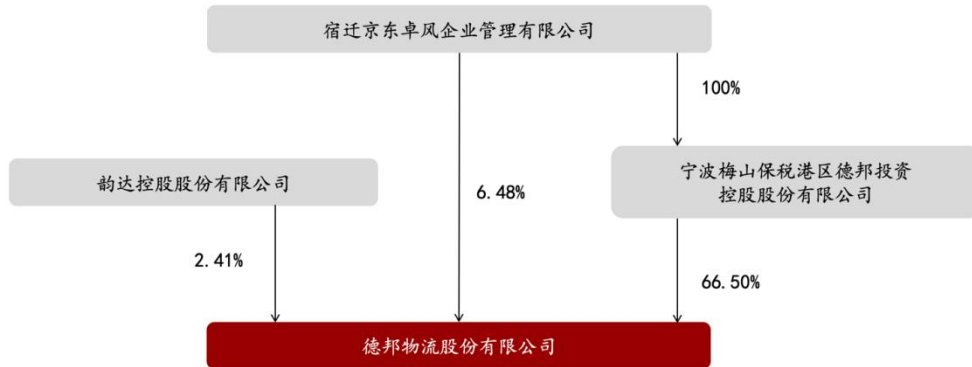
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**2022 年京东收购德邦后，为公司实际控制人。**2021 年初德邦引入韵达股份作为战略投资者，韵达共投资 6.14 亿元，股权占比达 6.52%；2022 年 3 月，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（下称：德邦控股）97.28%股份的表决权，从而间接控制德邦控股所持有的公司 66.5%股份；2022 年 8 月，宿迁京东通过要约形式以 13.15 元/股收购德邦中小股东 5.43%股权，至此京东通过德邦控股以及宿迁京东直接/间接控制公司 71.93%股份，成为公司实际控制人。2024 年 8 月，京东受让崔维星先生持有的剩余的德邦控股的 2.72%的股份，100%控股德邦控股。

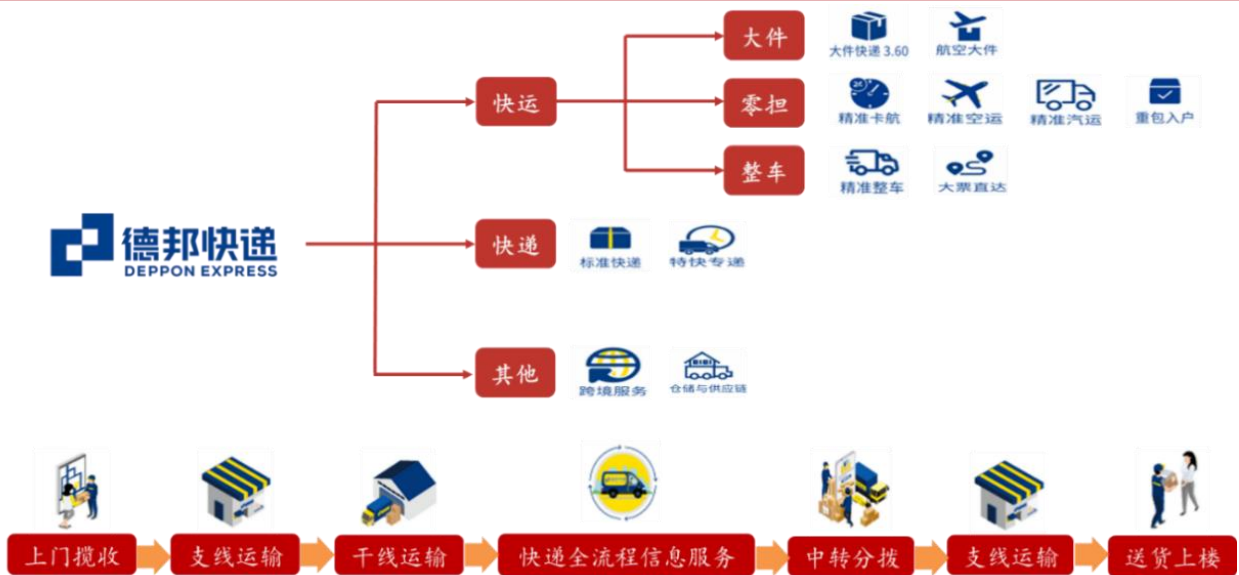
图表 2：德邦股份股权结构（截至 2024 年三季度报）



资料来源：iFind，华源证券研究所

**专注高端快运市场，直营模式经营。**公司坚持直营为主的经营模式，经营管理上统一调度资源，保证揽收、运输、中转、派送等各个环节的经营稳定及连续。目前公司的主营业务包括快运业务、快递业务等。快运业务为公司的传统主业，公司针对不同重量段不同运输时效提供产品矩阵，并通过快递业务、跨境业务及仓储与供应链业务等服务模式满足客户多元化需求。

图表 3：德邦产品体系架构

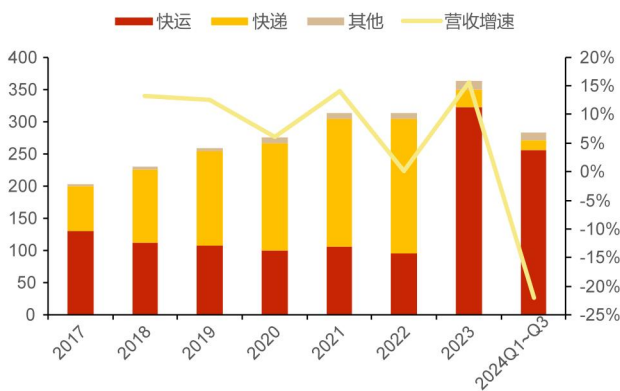


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**快运快递两轮驱动，收入保持稳健增长。**公司自 2013 年起逐渐布局大件快递业务，2018 年起战略转型，正式全面发力大件快递业务，公司 2014-2023 年收入由 104.93 亿元提升至 362.79 亿元，CAGR 达 14.78%。我们观察公司期间营收增速与批发市场成交额增速走势高度趋同。公司快运、大件快递业务与国内制造业发展联系紧密，客户主要为制造企业与批发企业，业务发展与宏观经济景气度协同度高。

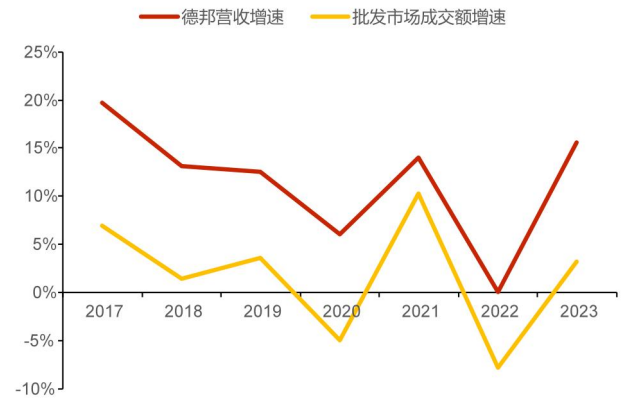
2023 年公司重新梳理业务体系，原快递业务中，票均重量较高的“大件快递 3.60”“航空大件”等产品分类为快运业务，使得 2023 年营收结构发生较大变化，快运业务收入为 322.80 亿元，占比达 88.98%；快递业务收入为 27.28 亿元，占比达 7.52%。**未来随着经济的持续复苏，以及大件物品线上化渗透率提升，公司收入弹性将不断显现。**

**图表 4：2014 年~2024Q3 德邦营收结构（亿元）**



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 5：2017 年~2023 年公司收入与宏观经济相关度高，具有弹性（%）**

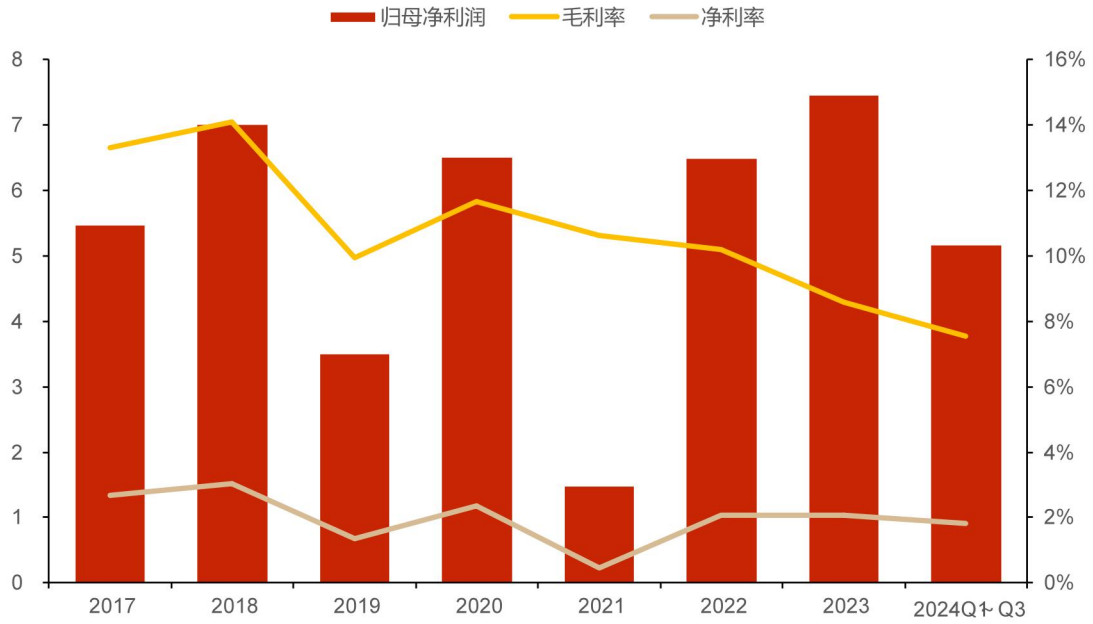


资料来源：公司公告，iFinD，华源证券研究所

**行业竞争放缓，精细化管理下 2022 年起盈利能力逐步修复。**2019-2021 年，公司归母净利润波动较大，主因行业竞争加剧及疫情影响供应链稳定，为保证末端服务质量的稳定，公司持续加大末端网络建设的资源投入，导致业绩存在较大波动。**2022 年起公司盈利能力逐步回升，2022-2023 年归母净利润由 6.5 亿提升至 7.5 亿，同比增长 14.9%，剔除非经影响同比增长 82.0%。**业绩修复主因 1) 2022 年行业竞争放缓，价格有所改善；2) 公司资本开支放缓，通过提升各环节效率、优化网络结构和操作流程、数字化应用和设备升级等方式降本增效，业务量增长下产能利用率有所提升；3) 公司费用管控持续发力，通过科技赋能、流程优化等方式提升管理效率，2022-2023 年费用率改善明显，由 8.8% 降低至 6.6%，其中管理费用由 6.2% 降至 4.3%。

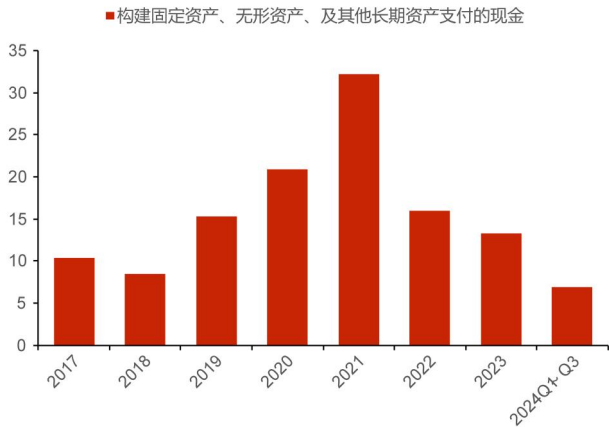


图表 6: 2017-2024 年 Q1-Q3 德邦归母净利 (亿元)、毛利率 (%) 及净利率 (%)



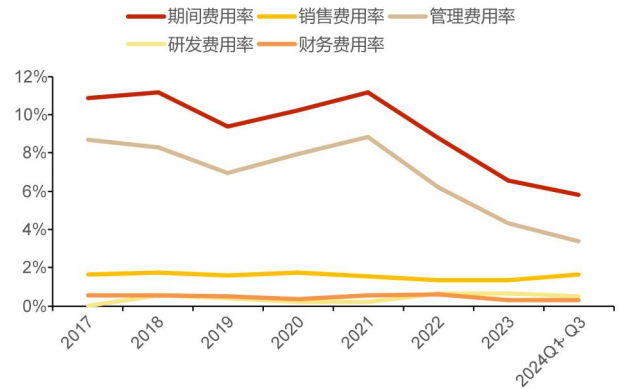
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 7: 2017 年~2024Q3 德邦资本开支规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 8: 2017 年~2024Q3 德邦费用营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

## 2. 全网快运渗透率持续提升，格局改善静待需求复苏

公路运输按货物的重量和运输组织方式区分，分为快递、零担和整车运输三种主要形式。快递针对 0-10kg 的小件包裹，主要客户群体为电商商户，目前市场集中度高，以三通一达、顺丰、EMS 几家公司形成寡头垄断；零担运输针对 10-3000kg 的小件货物或大件包裹，终端客户更加多元化，包括商户、制造商、分销商及零售商，目前全网零担快运市场正加速市场整合；整车运输专门运输 3000kg 以上的一票货物，终端客户主要为制造商及分销商，市场集中度高，在提升标准化及高效化方面潜力广阔。

图表 9：公路货运市场结构一览

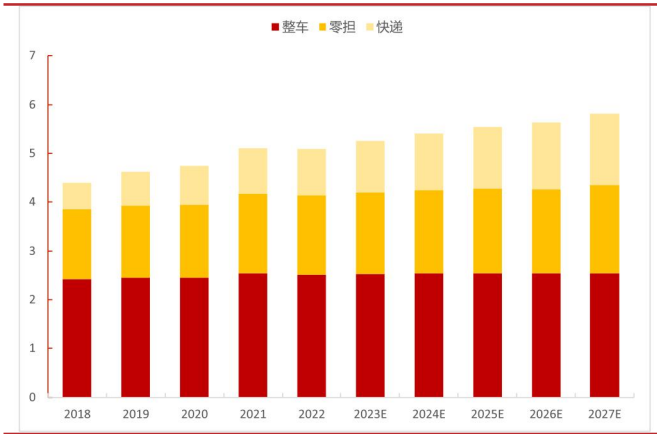


	定义	终端客户及行业概况	2023年市场规模	市场集中度	运营效率
快递	<ul style="list-style-type: none"> <li>快递投递客户的小件包裹</li> <li>重量通常为10公斤及以下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要为电商商户</li> <li>业务邮件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币1.21万亿元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>集中</li> <li>按业务量计，CR8为84.0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>快递包裹配送网络运作高度标准化及高效化</li> </ul>
零担	<ul style="list-style-type: none"> <li>运输相对较小的货物或通过多批货物拼装而成的大件包裹</li> <li>重量通常为10公斤至3,000公斤之间</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多元化，包括商户、制造商、分销商及零售商</li> <li>一般货物</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币1.62万亿元(2022年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分散，全国零担快运网络正加速市场整合</li> <li>按收入计，CR5、CR10为5.56%和7.55%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>零担快运网络快速提升标准化及高效化</li> </ul>
整车	<ul style="list-style-type: none"> <li>以整车专门运输票货物</li> <li>重量通常为3,000公斤以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要为制造商及分销商</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币2.52万亿元(2022年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>极为分散</li> <li>按业务量计，CR6小于0.01%(2020年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在提升标准化及高效化方面潜力巨大</li> </ul>

资料来源：艾瑞咨询，安能物流招股说明书，国家邮政局，华源证券研究所

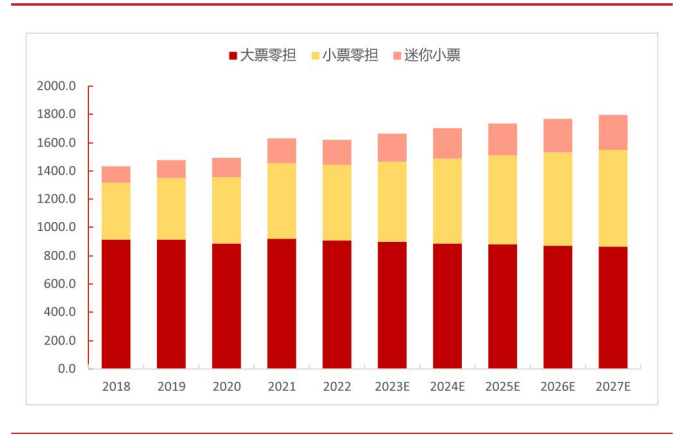
**零担市场规模超万亿，小票零担及迷你小票需求推动市场增长。**根据艾瑞咨询数据，2022年零担市场规模约为 1.62 万亿，2018-2022 年 CAGR 约为+3.1%。**大件电商渗透率提升及供应链扁平化、柔性化趋势下**，行业需求由大批量、少批次、低时效的原材料、工业品 B2B 逐步向小批量、多批次、高时效的商品 B2B、消费品 B2C 转变。大票货物被拆分至小票与快递中，大票零担市场规模有所下降，迷你小票及小票零担引领行业增长，2018-2022 年 CAGR 分别为 11.2%及 7.1%。

图表 10：2018 年~2027 年中国公路运输市场细分规模（万亿）



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 11：2018 年~2027 年零担细分运输市场规模（十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

**零担市场头部企业以全网模式为主，同时存在大量小型区域及专线公司。**零担快运按照运输网络可分为全网型、区域网型、专线型。全网快运主要采取轴辐式中转运营，通过全国网络实现覆盖多重量段货品覆盖，服务众多中小 B 端及部分散客；区域一般深耕省内或特定区域短途运输，覆盖范围较小，一般在货物较多的单个省份或经济发达区域内多家共存；专线主要做点对点运输，通过自建、加盟扩线成网，满足客户多地发货需求。从收入规模来看，零担行业头部主要为全网型企业，同时全国各地存在大量小型区域及专线公司。整体上呈现规模“专线>区域网>全网”，增速“全网>区域网>专线”的格局。

图表 12：2023 年 TOP10 零担企业

排名	企业名称	收入（亿元）	分类
1	顺丰快运	339.3	直营+加盟
2	跨越速运	139.7	直营网
3	德邦快递	96	直营网
4	安能物流	92.92	加盟网
5	中通快运	88.4	加盟网
6	京东快运	68	直营网
7	壹米滴答	61.2	加盟网
8	德坤物流	49.62	区域/专线
9	百世快运	48.88	加盟网
10	顺心捷达	42.4	加盟网

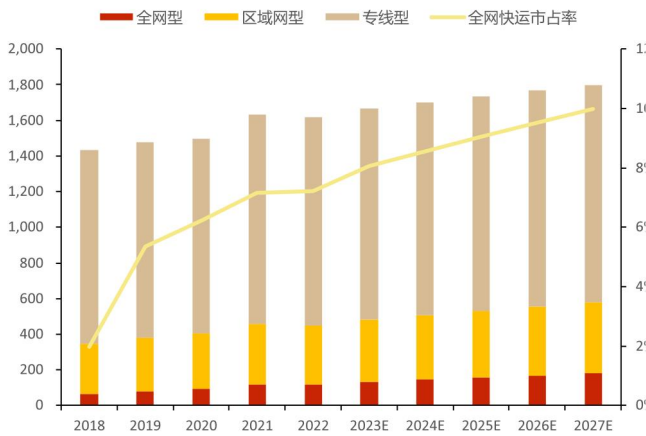
注：直营企业包含全链路收入，加盟制企业仅包含其与网点之间的结算收入（非全网收入），壹米滴答收入中包含汇森速运零担业务。

资料来源：运联智库，华源证券研究所

**全网快运渗透率持续提升，政策发力有望助推行业景气改善。**根据国家统计局数据，2020 年-2023 年，亿元以上商品交易批发市场复合增速仅为 1.6%，我们认为批发市场的增长放缓主因宏观经济疲软以及需求属性发生转变，需求电商化以及供应链扁平化、柔性化趋势下传统快运市场逐步增长受限。区域及专线等对于批发市场依赖度高的细分市场，规模增长也因此放缓，根据艾瑞咨询数据测算，区域及专线市场 2020 年-2022 年复合增速仅为 3.5%。

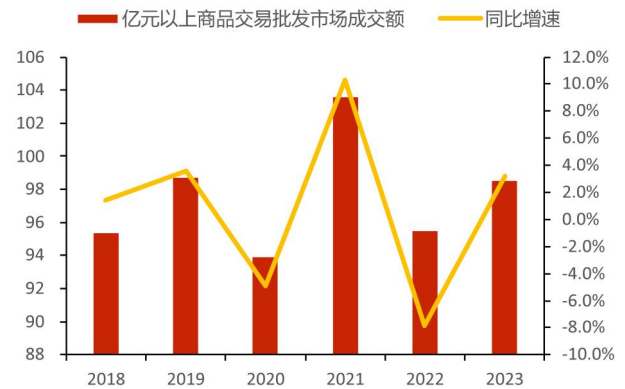
由于全网快运网络覆盖全面，能够提供各类产品组合以迎合不同需求，时效性及服务质量具备持续性，经营能力较强，2020-2022 年渗透率稳步提升，2020-2022 年规模由 933 亿提升至 1168 亿，复合增速为 11.9%。展望未来，随着 2024 年宏观刺激性政策逐步落实，行业景气度预计将有所改善，全网快运市场规模有望随需求改善及渗透率提升而保持较快增长。

图表 13：2018 年-2027 年中国零担市场规模（十亿元）及预测按网络模式划分



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所  
注：按网络模式划分，以运费为口径（十亿元）

图表 14：2018-2023 年亿元以上商品交易批发市场成交额（千亿元）及同比增速（%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 15：2024 年部分宏观刺激性政策

	日期	政策内容
货币政策	2024 年 2 月 5 日	中国人民银行宣布于 2024 年 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元
	2024 年 9 月 27 日	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
财政政策	2024 年 7 月 19 日	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
	2024 年 12 月 22 日	2024 年全年发行了 4 万亿元地方政府专项债券，扩大了投向领域和用作项目资本金的范围
产业政策	2024 年 12 月 12 日	推动交通运输跨区域统筹布局、跨方式一体衔接、跨领域协同发展，形成统一开放的交通运输市场
消费政策	2024 年 3 月 5 日	进一步完善农村电商物流网络，支持电商平台发展，提升农村消费者网购便利性，激发农村消费潜力

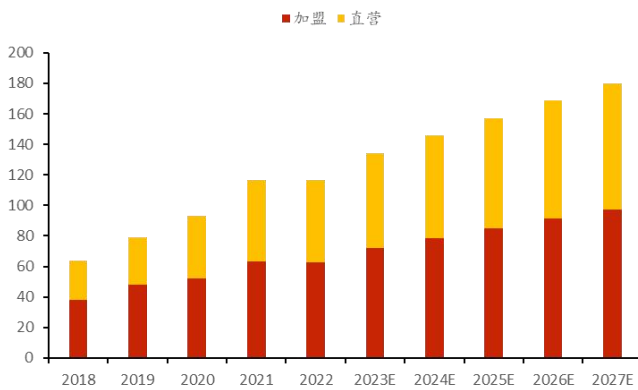
资料来源：政府官网，华源证券研究所

2022 年京东收购德邦，格局稳定下直营快运竞争趋缓，龙头企业进入盈利修复期。按运营管理模式可将全网快运市场进一步拆分为直营模式与加盟模式，直营快运主要聚焦中高端细分赛道，企业承担从揽收、运输到派送的全环节流程，能够提供高履约的标准服务。根据艾瑞咨询数据，2023 年直营快运市场规模约为 619 亿元，2018-2022 年 CAGR 约为 19.8%。

大件电商线上渗透率提升及全网快运份额扩张下,预计 2027 年直营快运市场有望提升至 824 亿元,对应 2024-2027 年 CAGR 约为 7.4%。

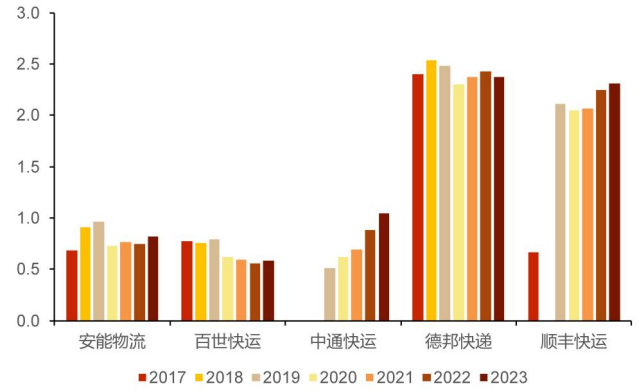
目前直营网络中主要包含顺丰快运、跨越速运、德邦快递、以及京东快运,2022 年京东收购德邦后,行业竞争格局由三龙头变为双寡头,根据引航咨询数据,2023 年京东系全网快运市占率约为 23.0%,顺丰快运市占率约为 14.1%,CR2 约为 37.1%,行业格局稳定下竞争趋缓,德邦、安能等企业进入盈利修复期。

图表 16: 2018 年~2027 年不同模式下快运市场份额演变 (十亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 华源证券研究所

图表 17: 2017 年~2023 年快运企业单公斤价格 (元/千克)

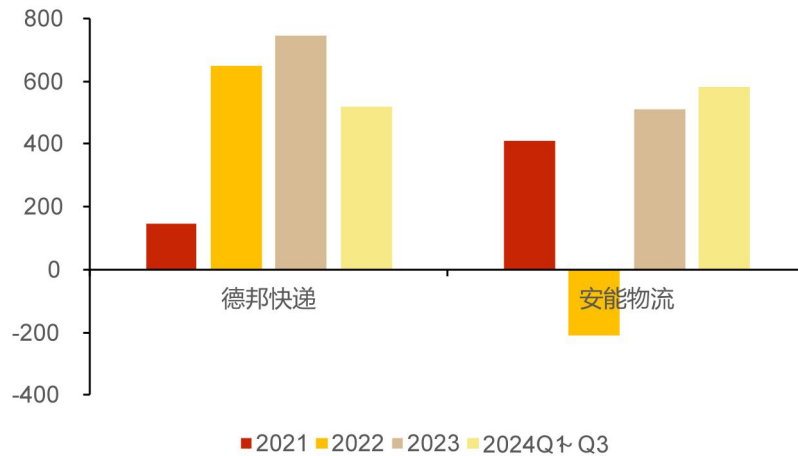


资料来源: 运联智库, 华源证券研究所

图表 18: 各快运企业经营策略变化情况

	2022 年	2023 年	2024 年
顺丰快运	坚持差异化竞争策略, 主动调优产品结构, 减少低毛利产品件量	聚焦核心市场做大规模	致力于追求卓越的服务品质、稳健的业务增长、更优的成本效率
德邦快递	聚焦核心业务竞争力的提升, 加强差异化竞争优势, 追求业务可持续增长	聚焦核心业务竞争力的提升, 加强差异化竞争优势, 追求业务可持续增长	聚焦核心业务竞争力的提升, 加强差异化竞争优势, 追求业务可持续增长
安能物流	改变纯粹以货量和规模为导向的战略目标, 制定以利润和质量为核心的新战略来支撑公司良性增长	以高质量增长为战略重点	继续实施质量与盈利能力并重的战略

资料来源: 各公司公告, 华源证券研究所

**图表 19：2021 年-2024Q3 德邦归母净利润和安能经调整净利（百万元）**


资料来源：iFinD，华源证券研究所

### 3. 网络布局完善+品牌口碑+人才储备充裕+布局科技前沿，构筑德邦核心壁垒

#### 3.1. 物流网络覆盖全面，拥有专业的物流服务能力

**德邦物流已构建覆盖全国的立体化物流网络，形成显著规模效应与竞争壁垒。**公司的公路运输网络由三大部分构成：1）覆盖广泛且高效的末端网点：截止至 2024 年 H1，根据公司公告，公司共有 7956 个营业网点，其中直营占比 60.19%，乡镇覆盖率达 93.73%，通过直营管理+合伙人模式实现高效运营；2）位于关键区域节点的分拨中心及仓储资源：165 个分拨中心+177 个仓库，遍布全国各地及部分海外地区，为客户提供一体化供应链服务；3）运输线路：2.34 万条干支线网络（含跨境线路 1338 条，覆盖 220+ 国家）。

公司持续强化基础设施，通过合理布局的网点、经过专业培训的收派员，以及适合大件派送的工具，确保高公斤段货物的收派能力和优质的服务质量。截止至 2024 年 H1，公司共有 4.81 万辆运营车辆服务干支线运营网络，5.57 万名专业快递员保证全程配送质量，多元化跨境通道（59 条班列+584 条海运+79 条陆运+616 条空运）实现全球多式联运。

图表 20：截止 2024 年 H1 公司快递员数量及营业网点分布情况



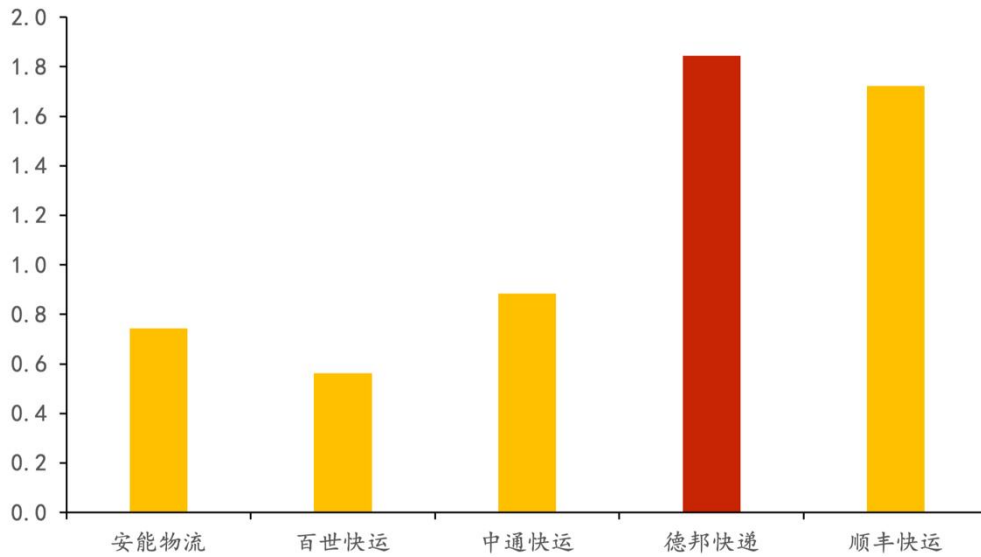
资料来源：公司公告、华源证券研究所

### 3.2. 直营模式经营，全流程管控力强，差异化服务提升品牌口碑

**直营模式经营，确保高服务品质。**公司在快运行业深耕近 28 年，积累了丰富的大件配送经验。自布局大件快递业务以来，公司针对高公斤段门到门的行业痛点，充分发挥自身在大件领域的基因优势和战略定位，通过持续的基础设施建设和科技应用，逐步完善了大件运营配称体系。同时，公司不断优化客户服务体系，提升从下单、收件、运输、派件到异常处理的全流程客户体验，并加强货物破损和理赔的售后服务管理，确保每个环节都能体现贴心的服务。公司针对不同重量段不同运输时效提供产品矩阵，并通过快递业务，跨境业务及仓储与供应链业务等服务模式满足客户多元化需求。

截止至 2024 年 H1，公司在降低货物破损率和提升交付质量方面取得了显著成效。1) **货物破损率下降**：公司持续投入人力、财力、物力，加强科技研发及收转运派各环节的基础管理，稳步降低大件货物破损率。截止 2024 年上半年，公司主营业务破损率同比下降 28.3%，通过持续信息化建设、流程优化及基础管理提升，公司货物破损率逐年下降，在行业同公斤段中位于较低水平；2) **交付质量持续提升**：在送货环节，通过提前电联、按需送货及强化送货上楼能力，2024 年上半年妥投率同比提升 6.2 个百分点，上楼投诉率同比下降 75.9%。客户投诉率稳步下滑，2024 年上半年客户万票有责投诉率同比下降 43.6%。3) **全流程服务体验提升**：公司通过智能语音应答技术和多渠道自助服务功能，提升了客户服务体验，2024 年上半年客户投诉一次性解决率提升 4.0 个百分点，理赔满意度提升 3.7 个百分点。

**伴随网络布局的不断完善，公司服务能力持续增长，差异化服务下品牌口碑及溢价明显。**根据公司公告，2023 年公司菜鸟指数综合排名平均位居行业第一，其中末端及售后服务、信息规范等指标项排名稳居行业前列。根据运联智库数据测算，2022 年德邦平均价格高于行业平均价格，品牌溢价明显。

**图表 21：2022 年快运企业单公斤价格（元/千克）**


资料来源：运联智库，中国物流与采购杂志公众号，微快运公众号，物流沙龙公众号，华源证券研究所

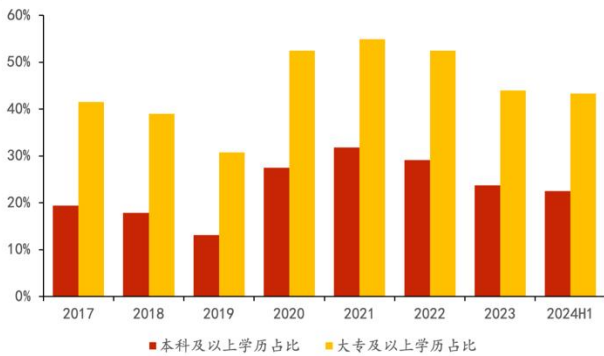
### 3.3. 人才储备充裕，确保经营稳定

德邦股份高度重视人才梯队的建设，自 2006 年起，公司逐步开展本硕博校园招聘，截至 2024 年上半年，累计招聘了 17,582 名本科生和 2,671 名硕士及博士研究生。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在职工中大学本科及以上学历者占比 22.5%，大专及以上学历者占比 43.3%。较高的人员整体素质显著提升了公司的对外服务质量。

公司为员工规划了管理和专业双晋升通道，并通过多种形式的培养提升员工的管理和专业能力。积极推进一线与职能之间的轮岗学习，帮助员工成为复合型人才。为了留住人才，公司制定了具有竞争力的薪酬待遇，包括固定收入、浮动奖金、津贴补贴、长期激励及特色福利，并尝试构建现金与股权的全面薪酬体系。公司管理团队年轻且经验丰富，平均年龄 32 岁，平均工作时间超过 6 年，核心中高层管理团队平均年龄 37 岁，平均工作时间超过 13 年，确保了经营效益的稳定。

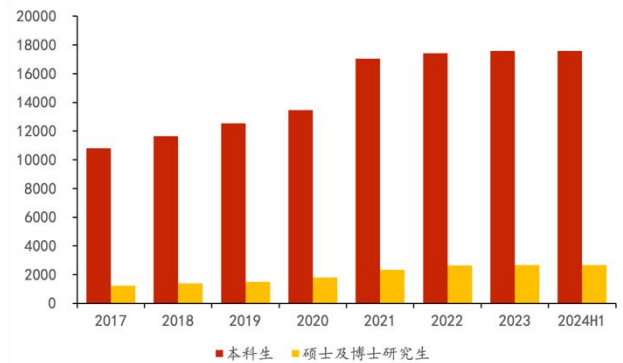


图表 22：2017-2024 年 H1 公司在职工学历构成情况(%)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 23：2017-2024 年 H1 公司累计招聘本科生与研究生数量(名)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

### 3.4. 布局前沿科技，实现降本增效

随着物联网、大数据、云计算、自动化和人工智能等技术的发展，物流行业正逐步从人力密集型向科技密集型方向转型，科技成为降本增效的关键。通过与多家科技企业合作，公司持续为业务运营、客户服务和管理决策赋能。

在业务运营端，公司针对各环节痛点研发了 100 多项科技成果，助力降本增效。在收派环节，推出“销售家”“客户画像”和“自动化营销”工具，帮助挖掘销售线索；推出“1 小时揽件”，提升收派体验；通过研发地图平台，应用智能分区系统，提高派送效率。中转环节，公司推进场站自动化升级，使用大小件融合分拣系统和防爆力分拣系统，提升分拣效率，降低货物破损。运输环节，研发智能路由和自动调度系统，优化线路规划和调度效率。

在客户体验方面，公司不仅拥有客户机器人、95353 热线、7 × 24 小时在线客服，公司同时还利用 CAST 系统搭建客户体验数字化管理体系，实现从下单到售后的全生命周期互动。管理支撑方面，公司构建 360 数据分析体系，辅助管理人员进行快速决策；研发流程支持系统，梳理各部门职责，明确操作标准；搭建流程线上管理平台，优化流程运作效率和质量，降低成本和风险。

图表 24：截止 2024 年 H1 公司前沿科技布局情况



资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 4. 与京东物流合作稳步推进，协同效应释放下盈利弹性可期

与京东物流合作稳步推进，预计 2025 年向京东物流提供 80.5 亿元劳务服务。2022 年京东物流收购德邦，2023-2024 年双方合作稳步推进：1) 2023 年逐步将原独立运营的快运业务的中转、运输环节交由德邦操作，并于 2023 年下半年转让京东物流 83 个转运中心的部分资产。2) 2024 年 1-10 月，德邦向京东提供约 43.6 亿元的劳务。3) 根据公司公告，预计 2025 年德邦向京东提供的劳务总金额可达 80.5 亿元。

**图表 25：德邦与京东关联交易梳理**

类型	时间	具体内容
业务引流	2023 年 1 月	德邦向京东提供综合物流服务及咨询服务，交易金额上限合计不超过人民币 1.8 亿元
	2024 年 1-10 月	德邦向京东提供劳务 43.61 亿元
	2025 年	德邦预计向京东提供劳务 80.48 亿元
网络融合	2023 年 7 月	德邦股份和京东物流签订了《资产转让协议》，约定德邦集团将以不超过 1.06 亿元的自有资金购买京东物流及其控股子公司 83 个转运中心的部分资产
	2023 年 9 月	公司已全面接管京东物流及其控股子公司 83 个转运中心的部分资产，并有序推进公司和京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合
	2024 年 1-10 月	德邦向京东租入资产 1.26 亿元
	2025 年	德邦预计向京东租入资产 1.43 亿元

资料来源：ifind，华源证券研究所

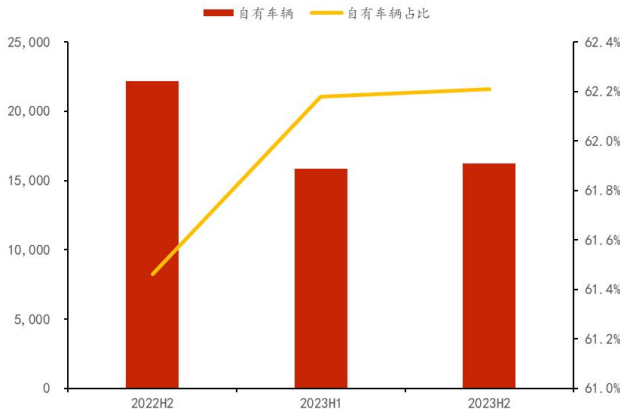
**京东物流与德邦物流资产复用，经营质量持续改善：**京东物流体系以仓为主，德邦大件物流的干线运输及末端配送能力补齐了网络短板，自 2022 年京东收购德邦以来，双方物流资产在干线、分拨、网点融合等多方面实现资源互补，经营质量持续改善。

1) **干线运输：**德邦通过融合干支线、拉直干线线路、升级运输车辆等举措提高运输时效，保证运输质量，2023 年公司核心业务全链路时长缩短 5.23 个小时，全程履约率同比提升 15.1 个百分点，截止 2024 年 H1，公司自有车辆 15511 辆，干线线路 3900 条。

2) **中转环节：**2023 年下半年，德邦推进网络融合项目，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，2023-2024 年通过场地聚合调优，减少冗余操作等方式优化中转效率，截止至 2024 年 H1，公司分拨数量为 165 个，环比 2023 年底减少 25 个，主营业务破损率同比下降 28.3%。

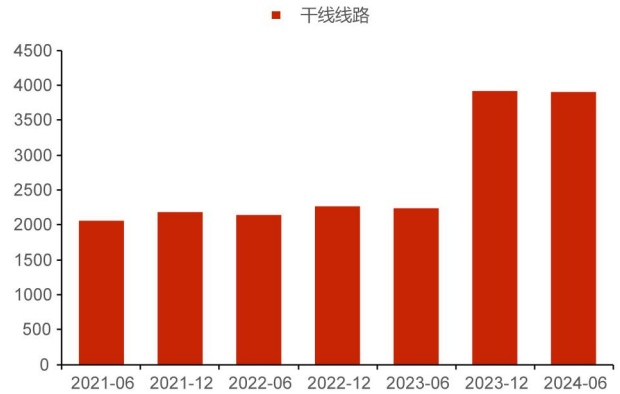
3) **网点收派：**公司持续推进末端网点升级，提升网点整体功能性及坪效，网点数量由 2021 年的 9127 个下滑至 2024 年 H1 的 7956 个，服务质量稳定提升，根据菜鸟指数，2023 年公司综合排名平均位居行业第一，其中，末端及售后服务、信息规范等指标项排名稳居行业前列。截止至 2024 年 H1，上楼投诉率同比下降 75.9%，妥投率同比提升 6.2 个百分点。

图表 26: 2022H2~2023H2 自有车辆数量 (辆) 及自有车辆占比 (%)



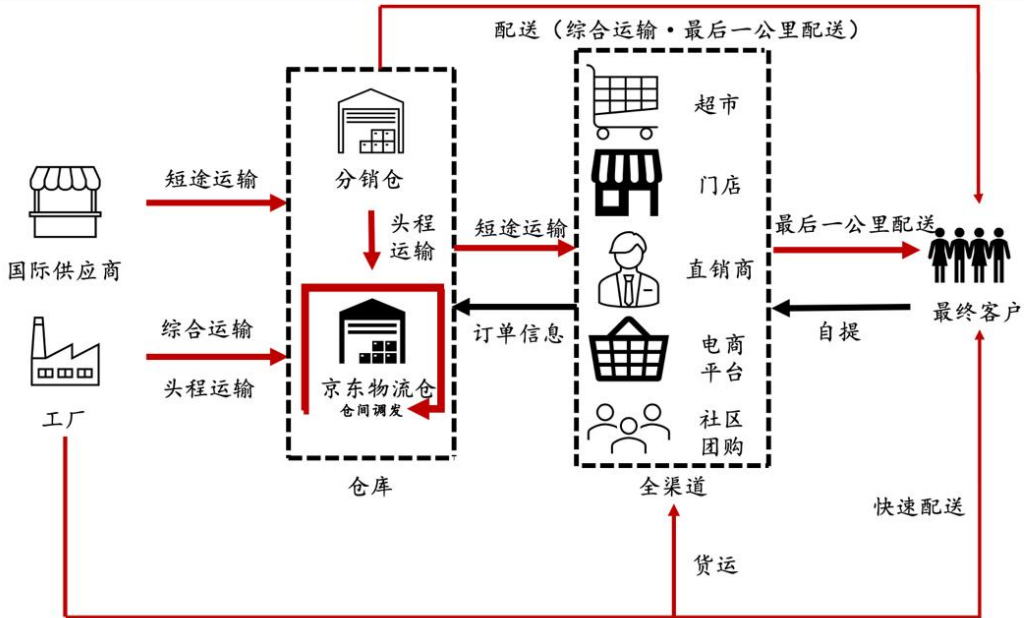
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 27: 2021 年~2024Q2 干线线路数量 (条)



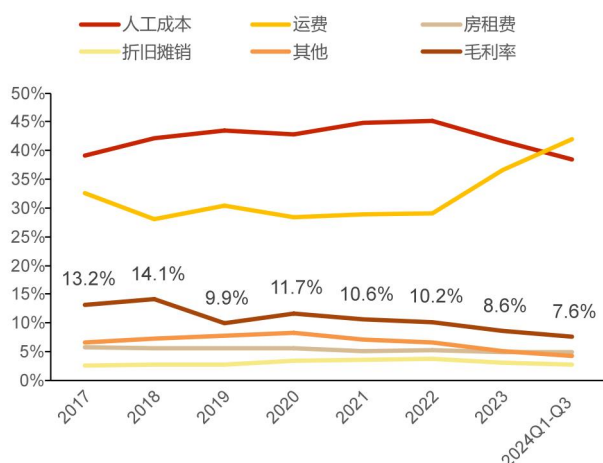
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 28: 京东物流与德邦在多维维度具备协同效应释放的空间

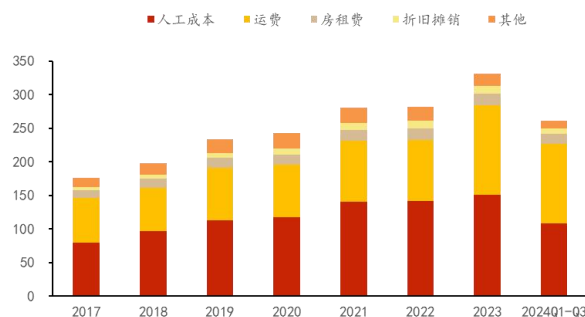


资料来源: 京东物流公司公告, 华源证券研究所

由于网络融合初期以平稳过渡为主, 叠加公司 2023 年下半年整拼车业务体量提升, 投入运输资源改善客户体验, 尽管公司通过提升各环节效率、优化网络结构和操作流程、数字化应用和设备升级等手段实现精益的成本管理, 但毛利率短期仍然承压, 由 2022 年的 10.19% 下滑至 2024 年 Q1-Q3 的 7.55%。随着双方合作持续深入, 我们认为干线线路优化, 分拨中心及车队等物流资产的效率提升有望改善公司服务质量, 进一步提升公司盈利水平。

**图表 29：2017 年~2024Q3 德邦营业成本占比及毛利率 (%)**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 30：2017 年~2024Q3 德邦分项营业成本 (亿元)**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

1) 收入：由于公司营收与宏观经济相关度高，未来随着经济的不断复苏，直营快运市场容量不断扩大，加之京东收购德邦有望产生协同效应，我们认为公司收入在预测期继续维持较高增速。

2) 成本：受益于快运行业的规模效应，加之公司不断深入挖掘各项精益管理举措，持续提升人员效率、资产效能，合理、有效控制成本费用，我们预测公司未来毛利率将企稳回升；

3) 费用：公司成本管控持续发力，公司持续推进科技赋能、流程优化，利用科技提升管理数智化水平，通过流程优化提高流程执行效率，促进管理效率不断提升，职能组织持续优化，我们预测公司未来各项费用率将保持较低水平。

**图表 31：德邦股份估值模型核心假设**

(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	313.92	362.79	395.80	438.42	483.99
yoy	0.11%	15.57%	9.10%	10.77%	10.39%
营业成本	281.92	331.72	363.24	401.19	440.14
yoy	0.59%	17.66%	9.50%	10.45%	9.71%
毛利率	10.19%	8.57%	8.23%	8.49%	9.06%
销售费用率	1.34%	1.32%	1.60%	1.60%	1.60%
管理费用率	4.97%	4.30%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用率	0.37%	0.32%	0.26%	0.21%	0.17%
研发费用率	0.73%	0.63%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源：ifind，华源证券研究所

## 5.2. 评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5/10.7/13.9 亿元，增速 14.6%/25.4%/29.6%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 17x、14x、10x。我们选取安能物流、中通快递和圆通快递作为可比公司，2024 年平均 PE 估值约为 11x。直营快运壁垒深，集中度高，行业格局稳定下价格企稳。公司为直营快运龙头，服务品质持续提升，行业地位稳固，与京东网络融合持续推进，通过业务引流及物流资产复用等方式实现共赢，精细化管理下成本仍有节降空间，给予公司“买入”评级。

图表 32：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿元）	EPS			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
9956.HK	安能物流	76.02	0.65	0.82	0.98	9.98	7.99	6.69
2057.HK	中通快递	1131.20	12.06	14.02	15.88	11.98	10.31	9.10
600233.SH	圆通速递	468.41	1.24	1.45	1.68	11.39	9.72	8.40
平均值						11.12	9.34	8.06

资料来源：ifind，华源证券研究所。

注：可比公司均采用 ifind 一致预期，估值日期 2024/2/12，1 港币=0.9373 人民币：

## 6. 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期，如果经济波动，需求疲软导致运输总量下滑，公司收入有可能低于预期；
- 2) 市场竞争逐渐激烈，行业价格战重启，如果价格战导致行业价格大幅度下滑，公司收入有可能低于预期；
- 3) 油价持续上涨加大运输成本压力，如果油价持续上升，公司运输成本将持续上升。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,853	3,294	4,338	5,732
应收票据及账款	3,909	4,265	4,724	5,215
预付账款	339	342	379	418
其他应收款	325	333	369	408
存货	23	31	34	38
其他流动资产	1,931	1,995	2,210	2,439
<b>流动资产总计</b>	<b>9,381</b>	<b>10,260</b>	<b>12,055</b>	<b>14,251</b>
长期股权投资	154	154	154	154
固定资产	6,226	5,111	4,714	4,262
在建工程	256	1,071	1,190	1,305
无形资产	500	452	434	442
长期待摊费用	209	173	120	50
其他非流动资产	852	1,235	1,280	1,296
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,197</b>	<b>8,195</b>	<b>7,891</b>	<b>7,508</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,577</b>	<b>18,455</b>	<b>19,945</b>	<b>21,758</b>
短期借款	1,301	1,301	1,301	1,301
应付票据及账款	3,491	3,822	4,222	4,632
其他流动负债	3,334	3,371	3,724	4,087
<b>流动负债合计</b>	<b>8,125</b>	<b>8,494</b>	<b>9,246</b>	<b>10,020</b>
长期借款	1,290	976	681	382
其他非流动负债	461	461	461	461
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,752</b>	<b>1,437</b>	<b>1,142</b>	<b>843</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,877</b>	<b>9,931</b>	<b>10,389</b>	<b>10,863</b>
股本	1,027	1,027	1,027	1,027
资本公积	850	850	850	850
留存收益	5,807	6,630	7,663	9,001
归属母公司权益	7,684	8,507	9,540	10,878
少数股东权益	16	17	17	17
<b>股东权益合计</b>	<b>7,700</b>	<b>8,524</b>	<b>9,557</b>	<b>10,895</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17,577</b>	<b>18,455</b>	<b>19,945</b>	<b>21,758</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	749	555	732	1,050
折旧与摊销	2,505	2,262	2,664	3,143
财务费用	118	101	83	65
投资损失	-19	-1	-1	-1
营运资金变动	-336	-70	2	-29
其他经营现金流	252	361	411	411
<b>经营性现金净流量</b>	<b>3,268</b>	<b>3,208</b>	<b>3,892</b>	<b>4,639</b>
投资性现金净流量	-775	-2,320	-2,431	-2,831
筹资性现金净流量	-1,125	-446	-417	-413
<b>现金流量净额</b>	<b>1,366</b>	<b>441</b>	<b>1,044</b>	<b>1,394</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>36,279</b>	<b>39,580</b>	<b>43,842</b>	<b>48,399</b>
<b>营业成本</b>	<b>33,172</b>	<b>36,324</b>	<b>40,119</b>	<b>44,014</b>
税金及附加	75	82	91	100
销售费用	480	633	701	774
管理费用	1,560	1,504	1,666	1,839
研发费用	229	198	219	242
财务费用	118	101	83	65
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
信用减值损失	-31	-31	-31	-31
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	19	1	1	1
公允价值变动损益	-95	0	0	0
资产处置收益	28	18	18	18
其他收益	364	400	400	400
<b>营业利润</b>	<b>925</b>	<b>1,122</b>	<b>1,346</b>	<b>1,748</b>
营业外收入	58	50	100	100
营业外支出	60	90	90	90
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>923</b>	<b>1,082</b>	<b>1,356</b>	<b>1,758</b>
所得税	174	227	285	369
<b>净利润</b>	<b>749</b>	<b>855</b>	<b>1,071</b>	<b>1,389</b>
少数股东损益	3	0	0	1
归属母公司股东净利润	746	854	1,071	1,388
EPS(元)	0.73	0.83	1.04	1.35

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	15.57%	9.10%	10.77%	10.39%
营业利润增长率	18.53%	21.30%	20.00%	29.86%
归母净利润增长率	14.94%	14.56%	25.36%	29.64%
经营现金流增长率	-9.23%	-1.85%	21.34%	19.19%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	8.57%	8.23%	8.49%	9.06%
净利率	2.06%	2.16%	2.44%	2.87%
ROE	9.70%	10.04%	11.23%	12.76%
ROA	4.24%	4.63%	5.37%	6.38%
ROIC	8.52%	9.87%	10.94%	12.97%
<b>估值倍数</b>				
P/E	19.43	16.96	13.53	10.44
P/S	0.40	0.37	0.33	0.30
P/B	1.89	1.70	1.52	1.33
股息率	0.56%	0.21%	0.27%	0.35%
EV/EBITDA	5	5	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。