



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

网络融合深入推进，快运巨头利润可期

—德邦股份(603056)公司深度报告

2025 年 04 月 01 日

匡培钦 交通运输行业首席分析师
执业编号 S1500524070004
邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

证券研究报告

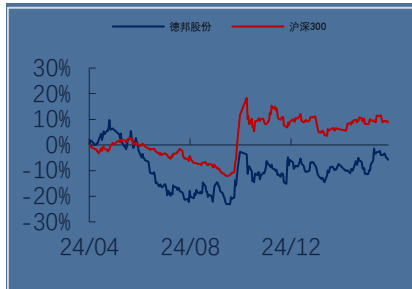
公司研究

公司深度报告

德邦股份 (603056)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	14.61
52 周内股价波动区间 (元)	17.22-12.06
最近一月涨跌幅 (%)	4.08
总股本 (亿股)	10.20
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	150.73

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

网络融合深入推进，快运巨头利润可期

2025 年 04 月 01 日

本期内容提要：

◆我国直营制快运巨头，2022 年京东实现入主

公司自 1996 年成立以来深耕重货领域，在 2010 年成为国内公路零担营收规模巨头，2013 年开始切入快递领域，并于 2018 年登陆 A 股市场，2022 年为京东收购。得益于直营为主的经营模式，公司能够从整体层面按照统一标准对末端网点、中转中心及干支运输线路进行布局，保证全网运行所需的各项资源支持。

从业务结构看，2024 年初公司对各业务板块的产品归属进行调整，24 年前三季度快运业务收入占比达 90.2%，快递业务收入占比约 5.7%。从财务数据看，受益于直营快运赛道格局改善及网络融合项目推进，公司盈利能力显著改善，23 年及 24 年前三季度扣非归母净利润同比分别增长 76.77%及 24.65%。

◆大件重货：格局稳固，公司网络及服务能力突出

公司的业务以零担快运及大件快递等为主。1) 零担快运方面，公路零担主要面向 B 端的制造业、分销商及零售商等终端客户，在社会物流总额增长及柔性供应链模式发展推动下仍有稳健增长，根据麦肯锡分析，2022 年整体零担快运市场规模达到 1.5 万亿元左右，2025-2030 年六大场景各自细分复合增速在 4%-7%之间。2) 大件快递方面，B2C 大件商品消费线上化电商化发展推升大件快递配送需求，随着电商市场和物流能力的不断发展成熟，高价值、体积大的货物的市场零售规模和线上渗透率也不断深化。

考虑到直营制快运格局集中度提升且主要头部参与者已对发展质量及盈利能力形成共识，我们预期公司价格策略有望维稳，且叠加公司资产网络和服务能力逐步夯实，盈利能力有望提升。

◆集团商流赋能叠加网络融合，有望带来显著盈利增量

京东商流赋能，有望导流收入增量。截至 2025 年 2 月 14 日，京东共计持股 75.40%，京东平台发力大件电商业务，2024 年“双 11”京东家电销售额领先主要电商平台，随着京东商流赋能稳步推进下，德邦与京东集团日常关联交易额逐步提升，公司预计 24 年 78 亿元，较 22 年、23 年分别增长 77.80 亿元、45.62 亿元，预计 25 年关联交易额约 80.48 亿元（其中京东物流 80.25 亿元），2025 年合作项目或继续增多。

网络融合深化等多项变革共振，稳步驱动成本支出改善。1) 干线+中转方面，与京东物流的网络融合项目逐步深化推进，2024 年起或进入资源整合期。2) 末端收派方面，网点变革整合冗余资源，建设更适合大件收派的重货分部替代部分传统营业部，实现门店人员优化及末端房租费用节降，24 年公司推进新一轮的末端网点升级，减少总网点个数以提升网点整体功能性及坪效，同时提升收派人员四轮车占比以提高大件收派能力和效率。公司多项变革下，成本端有望持续改善。

◆盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.61 亿元、10.23 亿元、12.16 亿元，同比分别增长 15.4%、18.9%、18.9%。德邦股份为我国直营制快运巨头，2022 年由京东实现控股，身处整合后格局稳固的直营制快运赛道，公司价格策略有望维稳；京东集团导流增量叠加公司网络融合深化等，有望从边际的角度推动公司营收规模增长及成本费用优化，从而驱动整体盈利能

力向上，打开价值空间，此外地产链上游政策改善或有催化，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**宏观经济增长不及预期；快运价格竞争恶化；网络融合不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31,392	36,279	40,379	46,265	50,975
增长率 YoY %	0.1%	15.6%	11.3%	14.6%	10.2%
归属母公司净利润 (百万元)	658	746	861	1,023	1,216
增长率 YoY%	345.4%	13.3%	15.4%	18.9%	18.9%
毛利率%	10.2%	8.6%	8.3%	8.1%	8.3%
净资产收益率ROE%	9.5%	9.7%	10.2%	10.8%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.73	0.84	1.00	1.19
市盈率 P/E(倍)	22.64	19.98	17.31	14.56	12.25
市净率 P/B(倍)	2.15	1.94	1.76	1.57	1.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年3月31日收盘价

目 录

一、我国直营制快运巨头，2022 年京东实现入主	5
二、大件重货：行业格局稳固，公司网络及服务优势突出	9
2.1 零担市场稳健发展，全网型服务商渗透率有望中长期提升	9
2.2 大件商品消费线上化及末端服务品质需求提升催化大件快递业务发展	12
2.3 公司网络及服务能力逐步夯实，核心壁垒稳固	14
三、集团商流赋能叠加网络融合，有望带来显著盈利增量	17
3.1 京东商流赋能，有望导流收入增量	17
3.2 网络融合深化等多项变革共振，稳步驱动成本支出改善	19
四、盈利预测及投资评级	21
4.1 预计公司 2025 年归母净利润 10.23 亿元	21
4.2 首次覆盖，给予“增持”评级	22
五、风险提示	23

表 目 录

表 1：快运行业头部参与者自 2020 年下半年起开启战略整合，市场格局趋于改善	11
表 2：德邦股份全链路资产布局完备	14
表 3：公司在底盘能力建设方面的 2024 年经营计划	16
表 4：京东物流网络资产以仓储与航空货运为主（2022 年中报）	18
表 5：公司向京东集团及其控制的企业提供劳务产生的日常关联交易额梳理	19
表 6：德邦股份营业收入拆分（亿元）	21
表 7：德邦股份简易利润表（亿元）	22
表 8：可比公司估值情况（2025-3-31）	22

图 目 录

图 1：德邦股份发展历程	5
图 2：德邦股份股权架构（截止 2025-2-14）	6
图 3：德邦股份业务结构拆分	6
图 4：德邦股份调整后 2024 年前三季度营收结构拆分（亿元）	7
图 5：德邦股份营业成本结构拆分（亿元）	7
图 6：公司 2024 年前三季度成本构成情况	7
图 7：公司 24 年前三季度营业收入同比增长 11.2%	8
图 8：公司 24 年前三季度归母净利润同比增长 9.7%	8
图 9：公司自由现金流 2022 年起转正	8
图 10：零担在终端客户、营运模式、货品重量等方面与快递、整车存在区别	9
图 11：2022 年我国零担市场规模约 1.5 万亿元	9
图 12：社会物流总额的增长与 GDP 增长具有较高的相关性	10
图 13：弹性供应链要求在同一成本下提升碎片化响应能力	10
图 14：全国零担运价指数有所回暖	11
图 15：零担市场中主要有全网、专线和区域三种细分模式	12
图 16：艾瑞咨询预计全网型零担渗透率 2030E 达 34.6%	12
图 17：我国零担 1-10 名收入占前 30 名比重逐步提升	12
图 18：电商有望向“大件”快递渗透	13
图 19：2015-2024 年我国大家电线上销售额年复合增速 20%	13
图 20：2023 年我国家电零售线上占比提升至 56.0%	13
图 21：《2023 快递幸福感报告》显示，送货上门为最受偏好的收快递方式	14
图 22：德邦股份截止 2024 年 9 月末固定资产账面价值 33.62 亿元	15
图 23：京东家电全渠道零售份额 2021 年后排名行业首位	17
图 24：2024 年“双 11”主要电商平台家用电器销售额占比	17
图 25：京东第三方商家数量 2011-2019 年复合增速 81.4%	17
图 26：京东第三方商家数量占比提升至 2019 年 92%	17
图 27：京东物流家具及家电行业解决方案	18
图 28：跨越速运网络资产情况	19
图 29：顺丰大件分部于 2022 年实现净利扭亏	20
图 30：顺丰大件分部 2020-2022 年净利率稳步提升	20
图 31：公司 2023 年营业部人员数量较 2017 年大幅下降	20
图 32：公司 2023 年网点数量较 2017 年大幅下降	20
图 33：德邦股份近 5 年 PE(TTM)均值约 40 倍	22

投资聚焦

德邦股份为我国直营制快运巨头，2013 年切入大件快递领域，从而形成“快运+快递”双主业，22 年由京东集团实现控股。身处整合后格局稳固的直营制快运赛道，竞争秩序有望维稳，此外京东集团导流增量叠加网络融合深化等降本增效措施，有望从边际的角度推动整体盈利能力向上，打开价值空间。

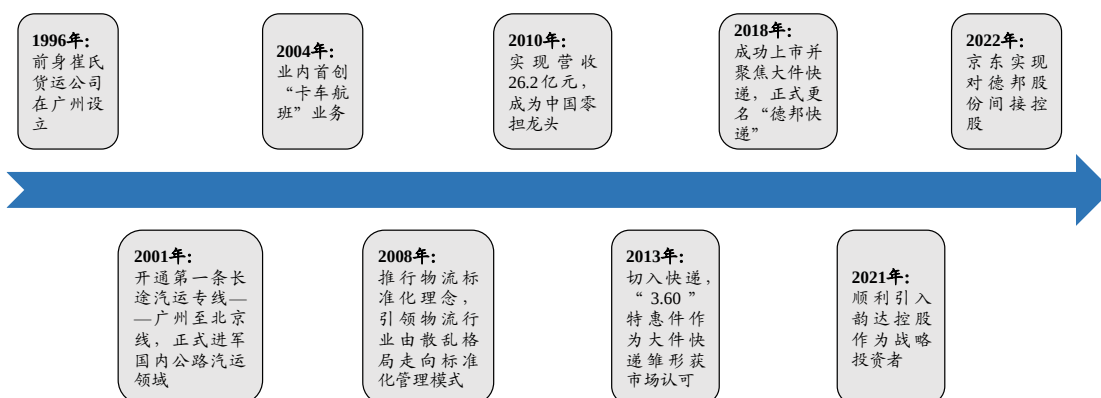
一、我国直营制快运巨头，2022 年京东实现入主

创立于上世纪 90 年代，专注重货成就巨头。公司自 1996 年以来深耕重货领域，建立了完善的网络基础、成熟的运作模式以及完善的服务流程，逐步成为快运及大件快递领域的直营制巨头。公司的发展分为以下两个阶段：

1) 稳步成长期：1996 年，公司前身“崔氏货运公司”在广州创立；2001 年，首条京广长途客运专线开通，标志着德邦正式进军国内公路汽运领域作全国化布局；2004 年，业内首创卡航业务，迅速占领零担物流中高端市场；2009 年，公司进行股份制改革并将总部迁往上海；2010 年，公司实现 26.2 亿元营收，成为国内公路零担龙头。

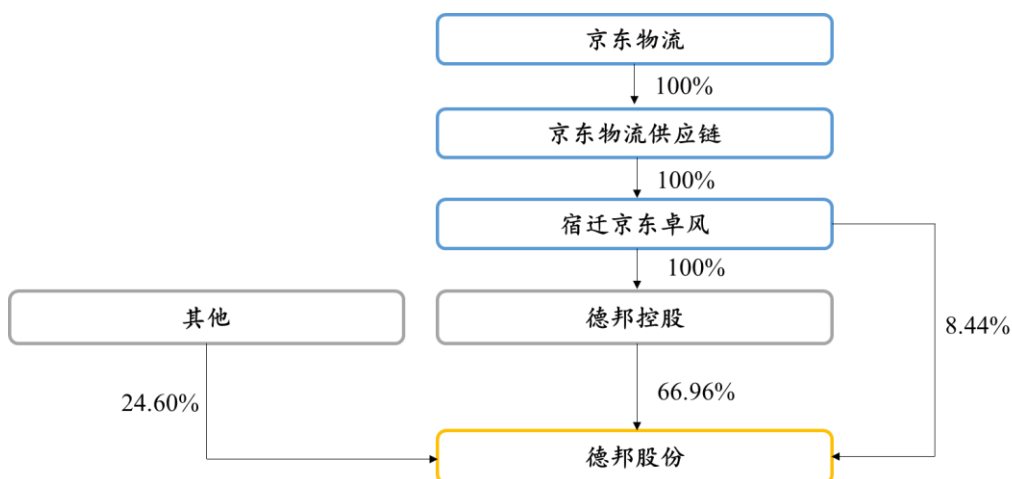
2) 业务转型期：2013 年，正式上线快递业务，旗下“3.60 特惠件”成为大件快递雏形；2018 年，公司成功登陆 A 股市场；2021 年，公司引入韵达控股作为战略投资者；2022 年，京东卓风完成对德邦股份的控股股东德邦控股 100% 股权收购，实现间接控股德邦股份。

图1：德邦股份发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

2022 年京东入主德邦股份。2022 年 3 月，京东卓风通过受让取得部分德邦控股股份且同时接受委托获得部分表决权的方式，合计取得德邦控股 99.9870% 表决权，从而间接控制德邦股份 66.4965% 股份。2022 年 9 月，完成要约收购后，京东卓风合计控制德邦股份 71.93% 股份。截至 2025 年 2 月 14 日，京东共计持股 75.40%，为公司实际控制人。韵达控股原参股德邦股份 6.52% 股权，于 2024 年 4 月 22 日起上市流通，并于 2024 年 10 月 18 日出售完毕。

图2：德邦股份股权架构（截止 2025-2-14）


资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

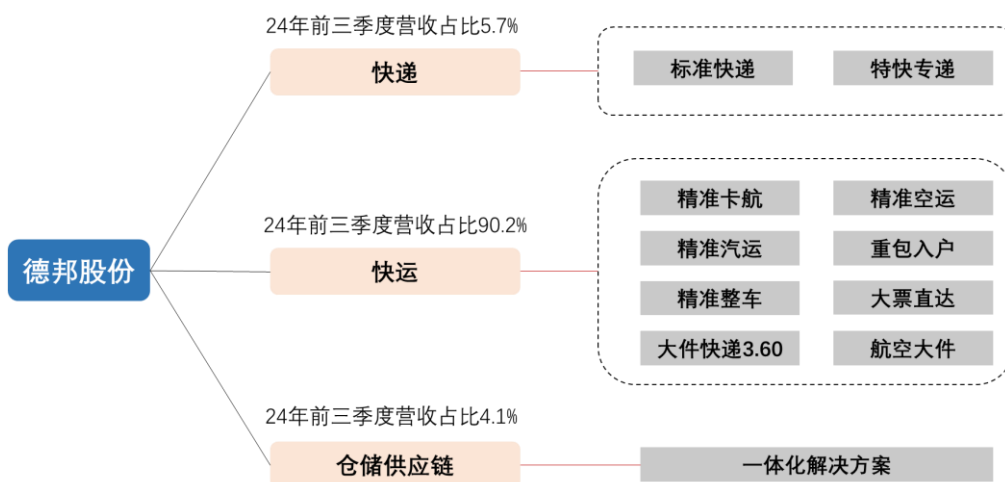
公司主营快运及大件快递两大主业：

1) 快运业务：公司自 2001 年起就已进入公路汽运领域，快运为公司传统主业，根据不同时效要求与运距，已打造**精准卡航（快时效全覆盖）、精准汽运（普通时效高性价比）、精准空运（快时效长距离）、重包入户（包接包送）**四类零担产品以及**精准整车、大票直达**两类整车产品，此外 2024 年初梳理产品体系，将票均重量较高的“**大件快递 3.60**”、“**航空大件**”等产品分类纳入到快运业务。2024 年前三季度公司快运业务营收 255.14 亿元，同比增长 13.4%，占总营收比重 90.2%。

2) 快递业务：为满足部分客户“大小件齐发”的需求，为低票重的小件货物提供标准快递运输服务,实现公斤段不断层,多产品全覆盖。2024 年前三季度公司快递业务营收 16.08 亿元，同比下降 22.1%，占总营收比重 5.7%。

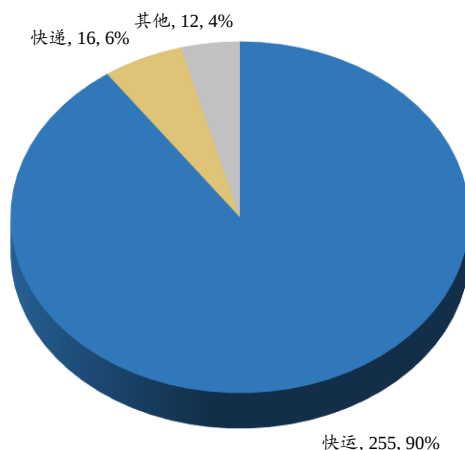
3) 国际业务：2016 年公司开通国际业务，已形成 FBA 进仓、电商小包、国际快件、国际联运的产品布局，覆盖美国、欧洲、加拿大、日韩、东南亚等 220 多个国家及地区。目前国际业务收入按开单类型并入快运、快递业务。

4) 其他业务：主要为仓储与供应链业务，依托快运及大件快递全网布局能力，在业务量较大的地区支撑制造业企业全程供应链商流、物流、信息流与资金流融通。2024 年前三季度公司其他业务营收 11.74 亿元，同比增长 34.2%，占总营收比重 4.1%。

图3：德邦股份业务结构拆分


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：德邦股份调整后 2024 年前三季度营收结构拆分（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

人工成本及运费为公司核心成本，合计占比近九成。公司营业成本主要由人工成本、运费、房租费用、折旧摊销等构成，人工成本主要是末端及中转操作相关工作人员成本，2024 年前三季度约 108.74 亿元，占营业成本的 41.6%，运费成本主要是干支线运输成本，2024 年前三季度约 118.57 亿元，占营业成本的 45.3%。

图5：德邦股份营业成本结构拆分（亿元）

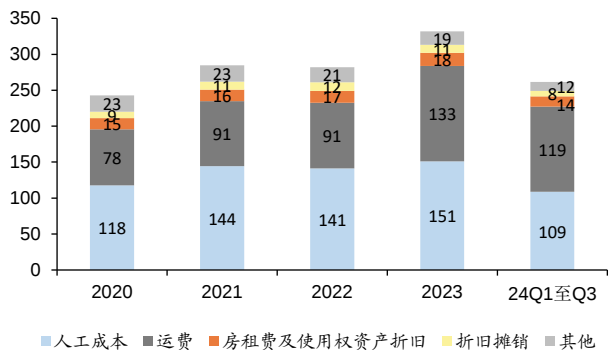
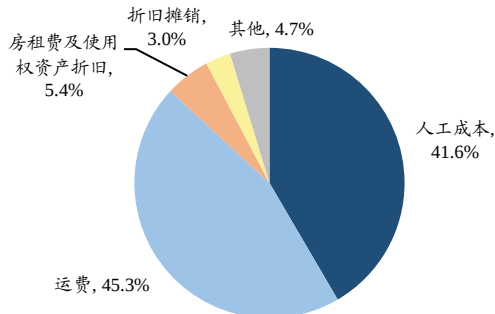


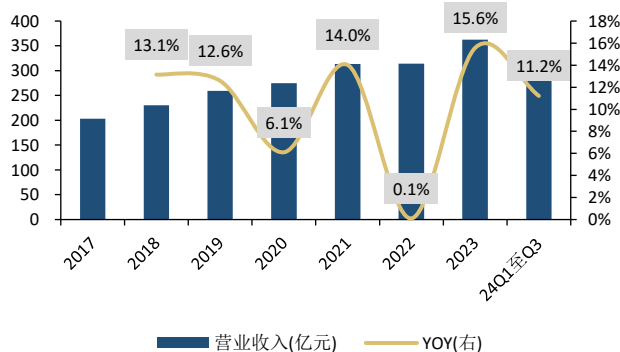
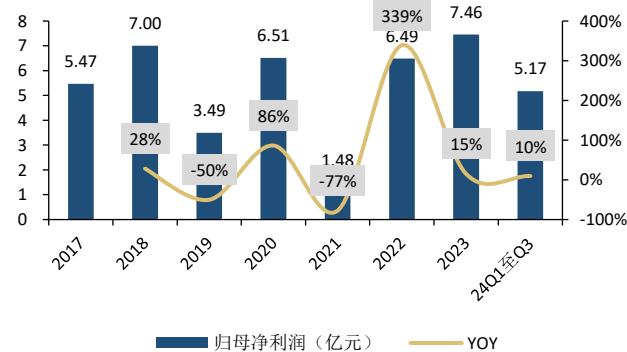
图6：公司 2024 年前三季度成本构成情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

格局向好叠加成本费用管控推进，2022 年后盈利明显提升。公司过去 5 年中 2019 年与 2021 年发生过利润同比下滑，2019 年归母净利润同比下降 50.2%，主要是战略发展快递业务初期有较多的末端直营网点与快递分部、干支线外请运力、分拣厂房设备等投入，对成本端形成一定压力；2021 年归母净利润同比下降 77.3%，主要是人工成本提升、油价提升、运输分拣资产投入、计入当期损益的金融资产公允价值变动所致。近年公司在管理上更精细化，降本增效成果明显，叠加网络融合的业务增量，驱动盈利显著增长。24 年前三季度，公司营业收入同比+11.2%，归母净利润同比+9.7%。

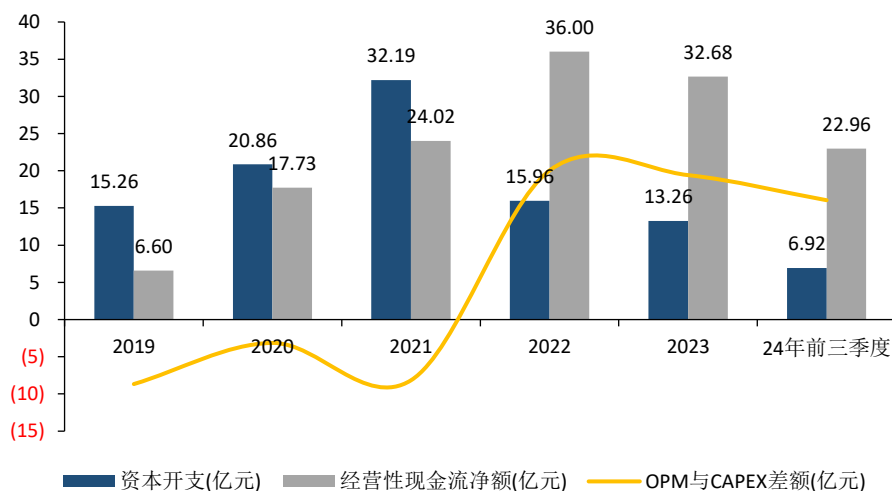
图7：公司 24 年前三季度营业收入同比增长 11.2%

图8：公司 24 年前三季度归母净利润同比增长 9.7%


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

自由现金流有望稳中向好。2019-2021 年为公司发展快递业务及布局资产的增量资本开支高峰期，期间自由现金流为负。2022-2023 年，公司资本开支以维稳性为主，此外京东入主后经营稳步改善且带来业务导流增量，经营性现金流情况稳中向好，因此 22 年公司自由现金流实现转正至 20.04 亿元，23 年自由现金流 19.42 亿元同比基本维稳，24 年前三季度自由现金流同比增长 16.5%至 16.04 亿元。

展望未来，一方面经营性现金流受益于网络融合项目深化有望持续改善，另一方面资本开支基于网络融合深化后货量的增加或有可控范围内的增加（主要是新增融合场地的自动化设备投入以及干线运输车辆的投入），公司的自由现金流或有望稳中向好。

图9：公司自由现金流 2022 年起转正


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

二、大件重货：行业格局稳固，公司网络及服务优势突出

2.1 零担市场稳健发展，全网型服务商渗透率有望中长期提升

零担是公路货运行业的重要组织形式之一，覆盖公斤段介乎快递和整车之间。公路零担是指承运部门将不同货主的货物按同一到站凑整一车后再发运的服务形式，其运输重量通常在 10KG 至 3 吨之间。相较于以整辆卡车专门运输一单货物的整车运输，零担标准化程度较高、组织形式较为灵活，因而毛利率更高、拥有更强的成长性；相较于快速派送至客户的快递包裹，零担的终端客户更加多元化，主要面向商户、制造商、分销商及零售商等，因而市场体量更大。

图10：零担在终端客户、营运模式、货品重量等方面与快递、整车存在区别

	定义	终端客户及行业概况	2022市场规模	市场集中度	运营效率
快递	- 快速派送客户的小件包裹 - 重量主要为10公斤及以下	- 主要为电商商家 - 业务邮件	人民币1.06万亿元	集中：2022年快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 84.5	一线快递包裹派送网络运作高度标准化及高效化
零担	- 运输相对较小批的货物或过多批货物拼装而成的大件包裹 - 重量主要为10公斤至3000公斤之间	- 多元化，包括商家、制造商、分销商及零售商 - 一般货物	人民币1.5万亿元	分散：快运网络加速市场整合	快运网络快速提升标准化及高效化
整车	- 以整辆卡车专门运输一单货物 - 重量主要为3000公斤及以上	主要为制造商及分销商	人民币2.55万亿元	极为分散：按货运量计，前六大车队运营商所占市场份额不足0.01%	在提升标准化及高效化方面潜力巨大

资料来源：安能物流招股说明书，国家邮政局，艾瑞咨询，信达证券研发中心

我国零担行业规模未来仍有望持续稳健增长。根据麦肯锡分析，零担市场的需求主要由六大场景构成，包括零售调货、生产运输、专业商贸、大件电商、国际物流与个人/企业偶发大件寄递，其中生产运输及专业商贸占到了整体货源的 80%左右，2022 年整体市场规模达到 1.5 万亿元左右，2025-2030 年六大场景各自细分复合增速在 4%-8%之间。

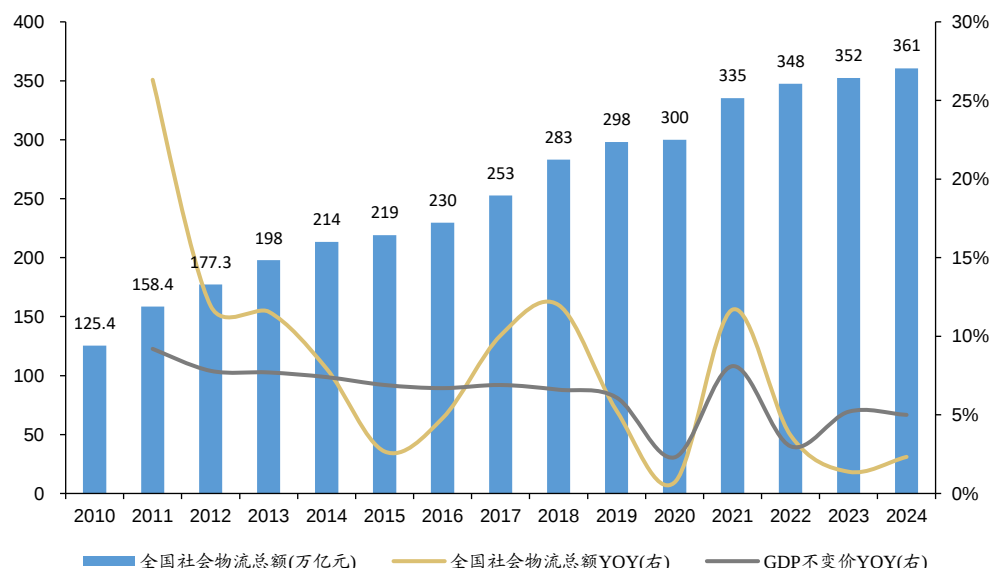
图11：2022 年我国零担市场规模约 1.5 万亿元

2022年零担市场细分，亿元					最具潜力领域增长		
	小票零担 (30-500KG)	大票零担 (>500KG)	2025-30 CAGR	场景描述	全网	区域	专线
零售调货	900	1,100	6%	针对零售门店的库存补给或门店间的货物调拨	☑	☑	
生产运输	1,800	4,600	5%	成品货物供应下游制造商，大批库存补货、工业区寄出样品及零部件等生产相关的货运物流	☑		☑
专业商贸	2,400	3,800	3%	在多个批发市场之间以及至下游经销商的调配和交易	☑	☑	☑
大件电商	600	100	7%	大件电商如家具和家电为电商增速较显著的细分	☑		☑
国际物流	60	100	8%	跨境电商和国际贸易进出口的头程（货源地到海外仓）和尾程（海外仓到分拨）运输需求	☑		☑
其他	240	300	4%	处理个人或企业的大件运输需求，如：办公室设备寄递、搬家、展会等偶发性需求	☑	☑	
总计	~6,000						
	~9,000						

资料来源：麦肯锡，信达证券研发中心

增长驱动一：社会物流总额增长。近年我国物流市场迅速发展，伴随经济内循环对物流需求的拉动持续增强，以新产业、新业态、新模式为主要内容的物流新动能正在快速集聚。此外，物流行业是支撑国民经济发展的基础性行业，与宏观经济增长的协同性较高（物流费用增速与 GDP 增速趋势大体一致），伴随着我国宏观经济的发展，虽然物流费用率受第三方专业物流服务需求的崛起有下行趋势，但物流行业的整体规模或仍将持续扩张。

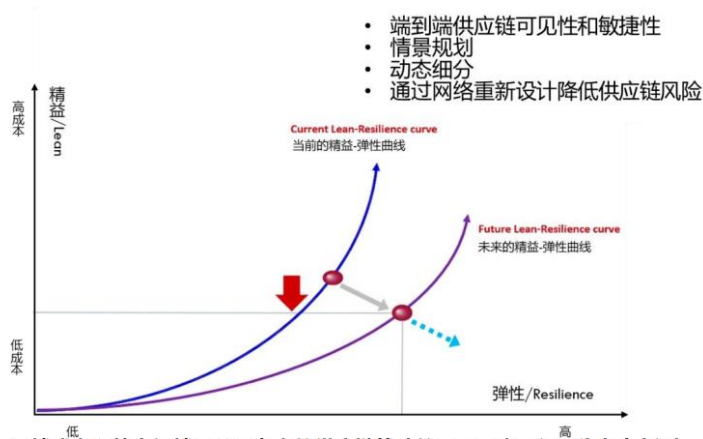
图12：社会物流总额的增长与 GDP 增长具有较高的相关性



资料来源：Wind，信达证券研发中心

增长驱动二：柔性供应链模式发展。受益于电商渗透与消费升级，消费需求的变化或将更加灵敏地传导至产业链条上端，末端需求碎片化及交付周期高频化带来 C2M 的更高要求，驱动生产制造供应链更加柔性化发展。柔性供应链模式的发展，相应也有望推动具备短时间内集齐同一线路不同货主的更多货量资源的零担赛道的发展。

图13：弹性供应链要求在同一成本下提升碎片化响应能力



资料来源：罗戈网，信达证券研发中心

2020 下半年起快运零担头部参与者并购整合拉开序幕，市场竞争格局延续改善。2020 年，京东物流收购跨越速运控股权益；2021 年，汇森速运收购壹米滴答；2022 年，京东物流进一步控股德邦股份。头部参与者通过并购整合使得行业竞争格局进一步改善。此外，顺

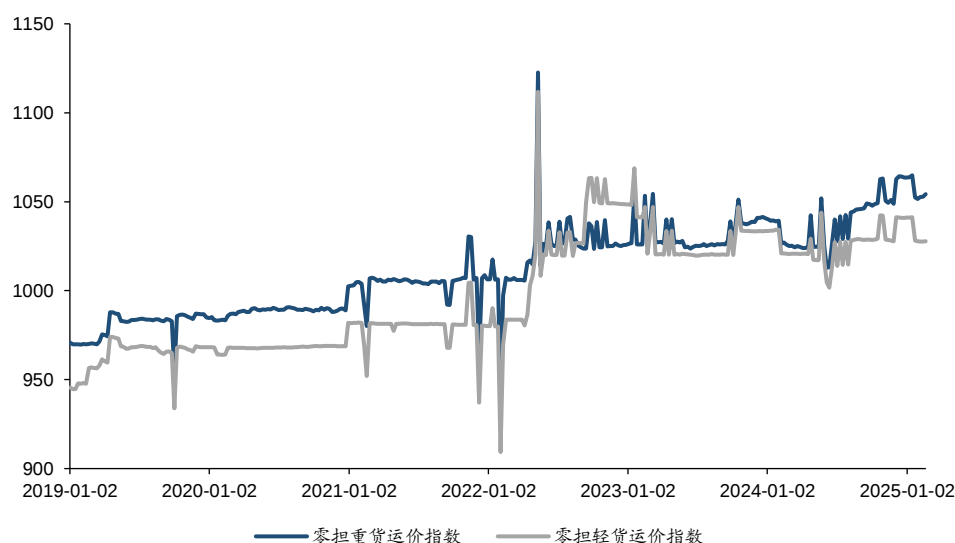
丰自 2021 年起开展自身快运和快递网络的融通项目，更加追求快运业务的盈利质量改善，同样带动了直营制快运竞争格局的改善。

表1：快运行业头部参与者自 2020 年下半年起开启战略整合，市场格局趋于改善

时间	收购方	事项
2022 年 7 月	京东物流	京东物流收购德邦股份股权
2021 年 9 月	汇森速运	7 月，极兔借助关联方汇森速运完成了对壹米滴答的战略整合； 9 月汇森全球完成对壹米滴答的收购
2020 年 8 月	京东物流	京东物流收购跨越速运控股权益

资料来源：公司公告，贝果财经，界面新闻，反垄断局，信达证券研发中心

图14：全国零担运价指数有所回暖

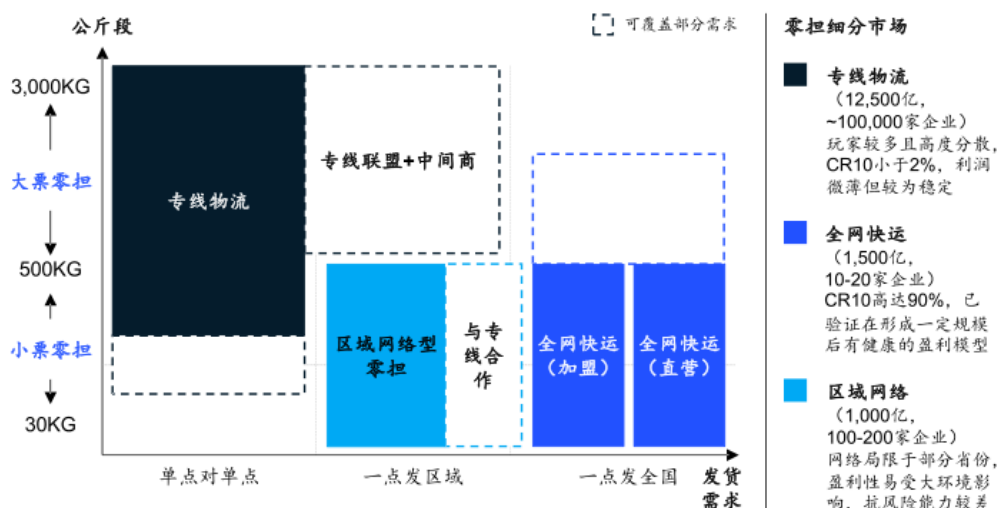


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

全网型零担综合优势明显，行业格局有望由分散走向集中。我国的零担市场按照运营模式、网络覆盖度及服务范畴等标准可以划分为全网型、区域型及专线三大类。全网型零担为轴辐式网络模式，得以实现全国性覆盖、且通过规模效应实现较低单位成本的履约能力。

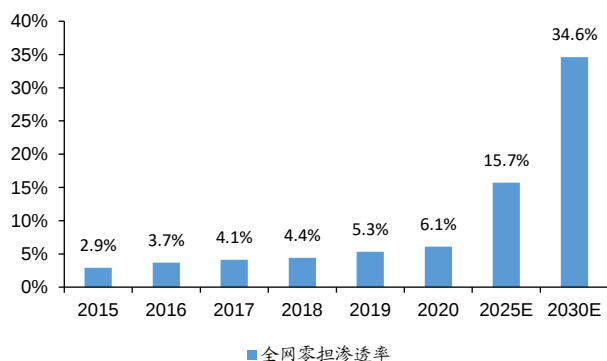
全网型头部企业优势明显，有助于其抢占市场份额，提升行业集中度：1）运输网络范围更广，可以为单一客户提供全线路、更便捷的服务；2）数字化程度高，发达的信息系统为客户提供全程可视的货物轨迹，运输时效更稳定；3）可凭借一定的规模优势降低成本；4）资金实力雄厚，运营管理能力强，有更强的抗风险能力。根据艾瑞咨询预计，全网零担占零担市场份额将由 2015 年 2.9%提升至 2025E 的 15.7%以及 2030E 的 34.6%，全网型零担渗透率有望中长期提升。

图15：零担市场中主要有全网、专线和区域三种细分模式



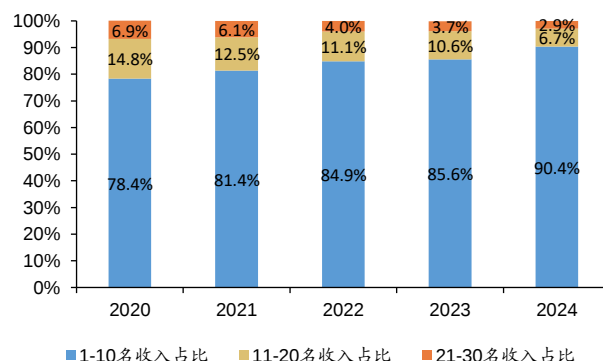
资料来源：麦肯锡，信达证券研发中心

图16：艾瑞咨询预计全网型零担渗透率 2030E 达 34.6%



资料来源：安能物流招股说明书，艾瑞咨询，信达证券研发中心

图17：我国零担 1-10 名收入占前 30 名比重逐步提升



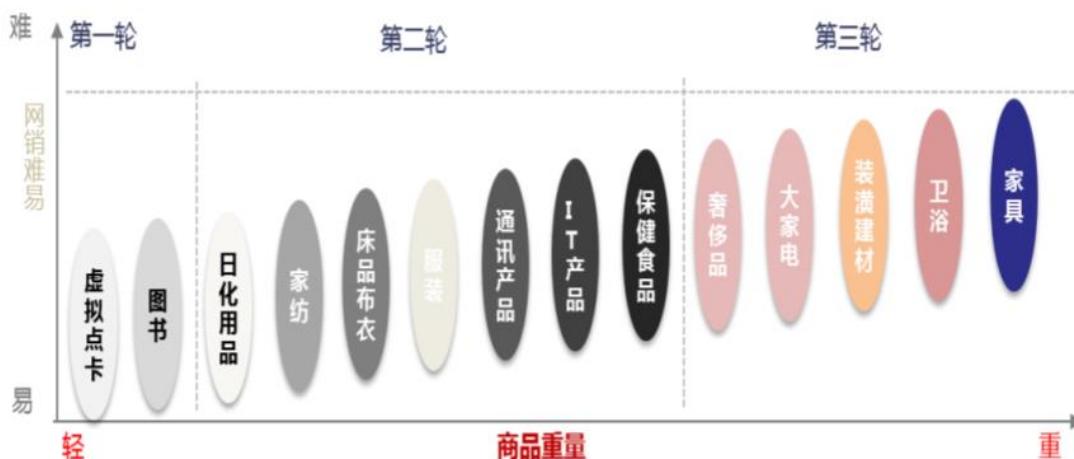
资料来源：运联智库，信达证券研发中心

备注：当年数据统计区间为上一年1月1日至12月31日

2.2 大件商品消费线上化及末端服务品质需求提升催化大件快递业务发展

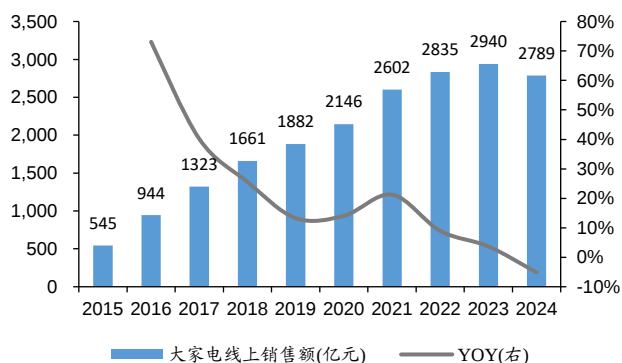
B2C 大件商品消费线上化电商化发展推升大件快递配送需求。从电商发展轨迹来看，发展初期主要是货物体积小、价值低的商品，随着电商市场和物流能力的不断发展成熟，高价值、体积大的货物的市场零售规模和线上渗透率也不断深化。其中，B2C 大件电商（如白电等大家电、家具陈设及家居配饰等）销售规模维持相对高增，我国大家电线上销售额 2024 年达 2789 亿元，2015-2024 年复合增速 19.9%。电商有望逐步向大件快递渗透，扩大了大件快递的发展空间，相比传统电商小件，大件快递重量体积、货值较高，在末端收派及中转环节有较大的操作壁垒，对服务品质及时效稳定性有更高要求。

图18：电商有望向“大件”快递渗透



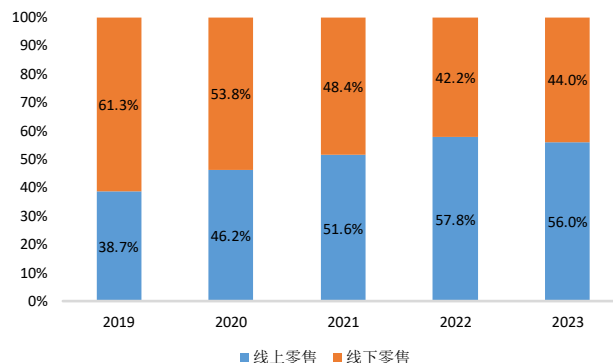
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图19：2015-2024 年我国大家电线上销售额年复合增速 20%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图20：2023 年我国家电零售线上占比提升至 56.0%



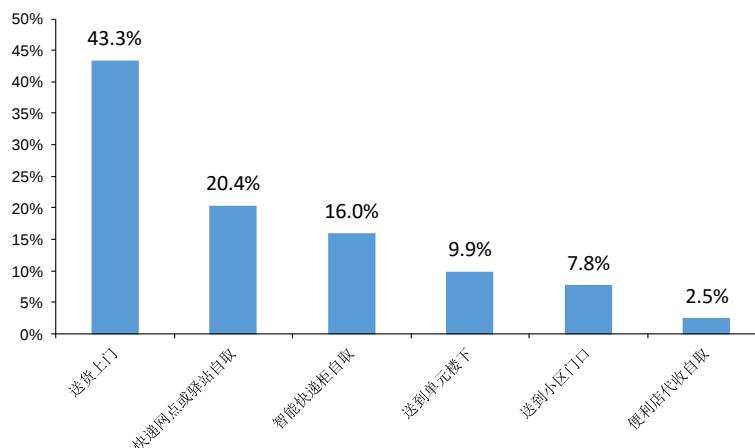
资料来源：全国家用电器工业信息中心，信达证券研发中心

行业发展更重质量，利好直营制大件业务发展。

快递消费者对服务质量要求持续提升，根据京东物流《2023 快递幸福感报告》，送货上门为最受偏好的收快递方式，且在寄快递时，除速度快、包装专业外，送货上门也是寄件人主要考虑的因素之一。

大件快递重量体积、货值较高，在末端收派及中转环节有较大的操作壁垒，在行业逐步重视服务质量的大背景下有望迎来显著发展。德邦坚持直营制为主，控制全部的网络和核心资源，对分拨中心、网点、线路、快递员等具有较强的管控力，服务质量方面有更强的保障，契合大件业务发展的需要。

图21: 《2023 快递幸福感报告》显示, 送货上门为最受偏好的收快递方式



资料来源: 京东快递、DT 研究院、信达证券研发中心

2.3 公司网络及服务能力逐步夯实, 核心壁垒稳固

坚持直营为主的经营模式, 具备全网战略及执行的高效性与稳定性。公司自 2008 年起推广“直营+标准化”模式, 在保障服务品质的前提下, 实现物流网点在全国的快速复制, 引领标准化管理模式在重货物流行业的发展。为立足直营模式的同时加速业务扩张, 公司自 2015 年 9 月起启动事业合伙人计划, 针对网络覆盖相对薄弱的区域邀请符合标准的个人或商户作为快运或快递业务的事业合伙人, 按照直营模式实行标准化管理, 截止 2024 年 6 月末事业合伙人一级网点 3167 个。

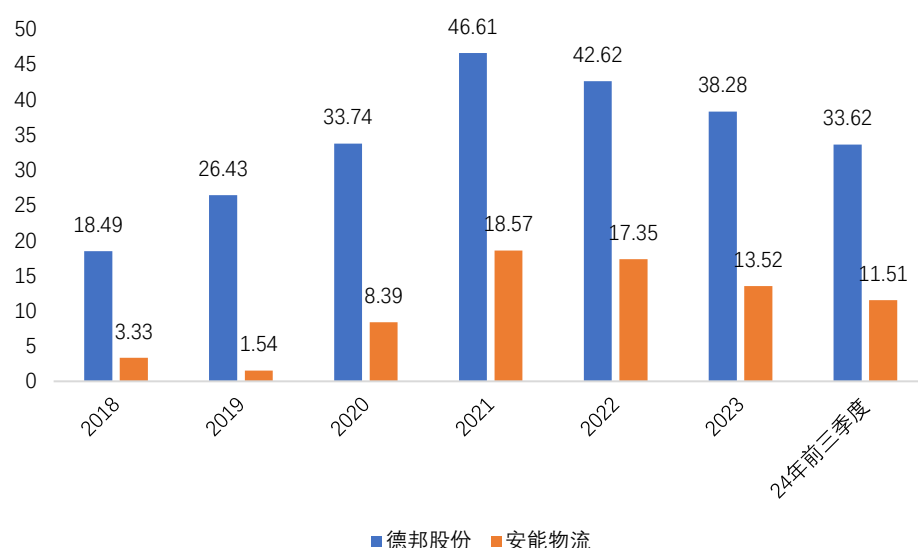
表2: 德邦股份全链路资产布局完备

环节	指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
末端	直营网点(个)	5278	6282	7169	7253	6389	5901	5814	4789
	合伙人网点(个)	4809	2510	2535	2624	2738	2900	3380	3167
	乡镇覆盖率	81.10%	95.20%	94%	93.50%	94.50%	94.0%	93.94%	93.73%
	快递员数量(万人)	-	-	-	6.78	6.82	6.68	6.08	5.57
分拨	转运中心(个)	58, 其中 2 个枢纽中心	60, 其中 2 个枢纽中心	-	71	73	78	76	190
	集配站(个)	32	48	-	38	40	30	17	
	运作部(个)	25	52	-	31	40	24	16	
	网络融合场地(个)	-	-	-	-	-	-	81	
	分拨中心总面积(万平)	172	202	-	215	233	232	338.47	301.21
	分拣产能 YOY	-	-	50%	53.10%	22.54%	4.1%	-	-
运输	干线数量(条)	1370	1794	-	2216	2182	2270	3916	3900
	其中: 原有线路	-	-	-	-	-	-	2257	-
	网络融合	-	-	-	-	-	-	1659	-
	营运车辆(辆)	10742	10875	-	13490	20602	22160	47982	48100
仓储	自有比例	-	-	-	42.12%	55.14%	61.46%	62.68%	-
	仓库数量(个)	37	72	92	132	127	146	200	-
	总面积(万平)	20	33.3	60.5	106.5	79.86	97.03	114.95	110.74

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

网络布局完善，具备专业性物流服务能力。畅通全国、高效、均衡、稳定的网络是公司获取客户、持续经营、维持竞争力的核心资源。公司公路运输网络由三部分组成：高覆盖率且可达可派的末端网点、处于关键区域节点的分拨中心和精心规划设计的运输线路。公司不断进行战略性投入，优化资源配置，夯实底盘建设：合理布局的网点、精心培训的收派员、适宜大件的派送工具，保障了末端高公斤段收派能力与优质的收派服务质量；直接控制的分拨中心、不断升级的运输车辆、持续投入的自动化设备，既能有效降低货物破损，又能提高运输时效。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，实现快运网络的进一步拓展。

图22：德邦股份截止 2024 年 9 月末固定资产账面价值 33.62 亿元



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

基于资产壁垒持续升级服务能力。

1) 货物破损率不断下降。公司将低破损率视为大件业务的核心竞争力之一，不断投入人力、财力、物力，一方面，加强科技研发，应用智慧末端、智慧场站等系统，另一方面，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。2024 年上半年公司主营业务破损率同比下降 28.3%，通过持续的信息化建设、流程优化及基础管理提升，公司货物破损率逐年改善，在行业同公斤段产品中处于较低水平。

2) 平台指数排名行业领先。公司将末端服务能力及品质持续提升作为重要考核项，不断提升员工的服务水平和专业能力，提高客户满意度。收货环节，公司通过系统功能提醒，人员合理调配，一线高效执行，不断提升货物揽收及时性，主营业务揽收率保持高位水平。送货环节，公司通过提前电联，及时与客户交互，按需送货，同时，持续强化送货上楼能力建设，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%。随着交付质量的持续提升，客户投诉率稳步下降，2024 年上半年公司客户万票有责投诉率同比下降 43.6%。

3) 科技驱动服务，提升全流程体验。除人工在线服务外，公司通过智能语音应答技术应用实现了全场景语音机器人与客户直接交互，运用多项科技实现了 7×24 小时的不间断自主在线服务，实现客户问题实时解答、历史订单实时推送，客户服务前置化；完善多渠道自主服务功能，客户可通过微信、APP 等多渠道进行理赔自主申请，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。2024 年上半年，客户投诉一次性解决率提升 4.0 个百分点，客户理赔满意度提升 3.7 个百分点。

表3：公司在底盘能力建设方面的 2024 年经营计划

维度	细分方面	措施
运输时效	收件	通过改善前端揽收、约车等流程，避免出现揽收和约车不及时等情况
	分拣	通过场内准点分层管理、卸车口同库同板等方式，提升货物进出效率
	运输	通过加强运力供应商管理、优化临时合车操作及异常天气应对等流程，提升线路运输的准点率
货物交付	破损改善	1) 收件环节，通过包装补贴方案优化、包装线上化、适配性包装方案推广等举措，驱动包装持续改善。通过开箱验货、生鲜揽收筛单、人工件单独打标签等，降低揽收环节的出险率 2) 分拣环节，首先，加强现场管理，严抓现场操作，设立违规质检组，对现场发现致损点实时反馈、及时改善，形成闭环。其次，完善分拣设备自检流程，进行季度例检，实时整改。最后，配置专用工具，例如：推广异形件码放工具（长条车）、笼车、循环箱进行大小件分离等 3) 运输环节，升级车辆配套工具设备，落实平板车倒塌压损管控，规范平板车夹板捆绑、车厢尾部防移动撑杆等新标准
	丢货治理	1) 分拣环节，通过卸车差异系统看板实现管理层过程干预，及时处理差异，减少丢货上报，通过优化无标签系统实现系统自动核实运单信息，输出疑似单号，助力一线快速核实无标签货物 2) 派送环节，实现长期滞留件预警，针对超期未签收货物系统自动上报丢货，协助区域确认货物安全
	快递员	1) 创新流程模式，通过低货量网点合并、推进班车到达规划，实现班车早到，优化快递员收派时长 2) 推进系统及工具迭代升级，对排班预警、线上化约车、IMAP 新地图系统等功能进行持续优化，实现片区调整更合理、排班更准确、出车效率更高 3) 通过搭建四轮车投入模型，提升快递员四轮车占比
收派服务	售后	1) 通过拓宽客户投诉渠道，优化客服权限配置等方式，持续提升客户问题一次性解决率 2) 通过优化合同客户理赔处理机制、推动散客理赔全流程触点改善，不断缩短客户理赔处理时长

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

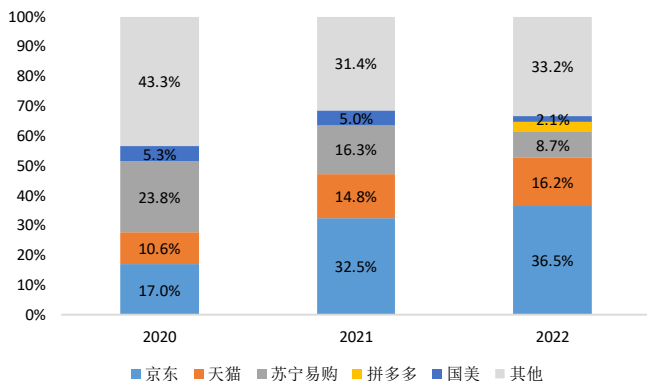
三、集团商流赋能叠加网络融合，有望带来显著盈利增量

3.1 京东商流赋能，有望导流收入增量

京东核心品类稳基石效应及平台商家多元化有望为德邦带来商流赋能。

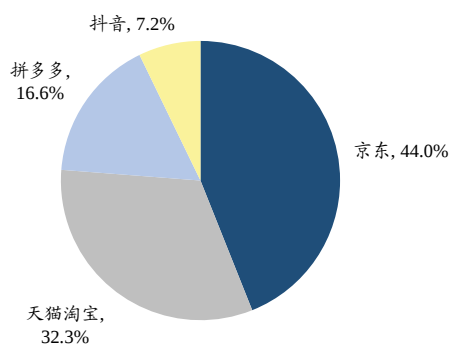
一方面，近几年京东也在大力发展电器、家装、汽车等产业，平台上诸如家电与家具、家装建材的大件商品销售额持续高增，其中家电份额 2021-2022 年以来两年排名第一（根据中国电子信息产业发展研究院报告），2024 年“双 11”京东家电销售额领先主要电商平台。这类商品具有货值高、体积大、安装配送专业性等特点，需要完备的大件物流网络来保障服务质量。

图23：京东家电全渠道零售份额 2021 年后排名行业首位



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，光明网，鲁网，映象网，信达证券研发中心

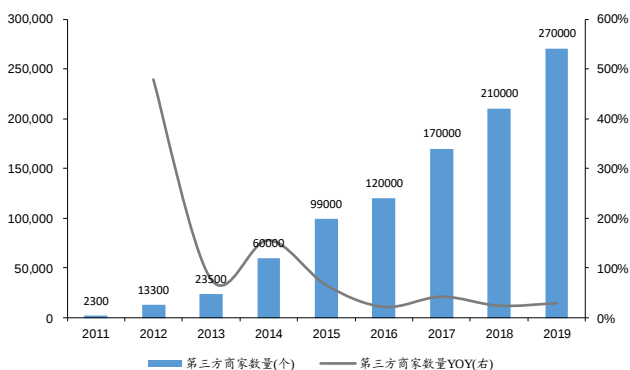
图24：2024 年“双 11”主要电商平台家用电器销售额占比



资料来源：复旦发展研究院，信达证券研发中心

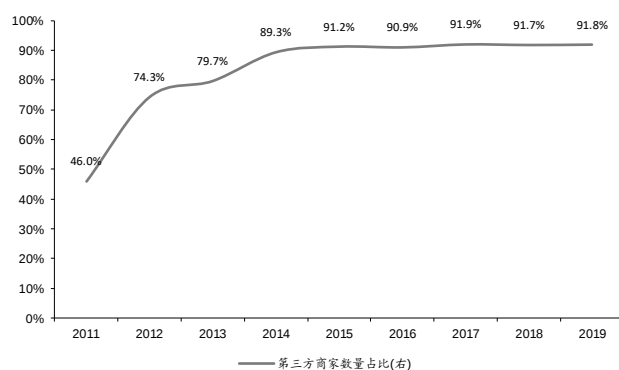
另一方面，京东于 2010 年 10 月推出线上电商平台，从此不断增加第三方商家数量（第三方商家数量 2011-2019 年末复合增速为 81.4%，占比由 2011 年末 46.0% 提升至 2019 年末 91.8%），且要求所有的第三方商家达到京东对产品品质和服务质量的严格标准，同时京东向第三方商家及合作伙伴全面开放领先的物流基础设施，我们分析这或将使京东自有的物流服务商优先受益。

图25：京东第三方商家数量 2011-2019 年复合增速 81.4%



资料来源：京东集团公司公告，信达证券研发中心

图26：京东第三方商家数量占比提升至 2019 年 92%



资料来源：京东集团公司公告，信达证券研发中心

公司与京东物流仓储为主的网络形成协同互补效应。在收购德邦股份前，京东物流营业收入的 50%-70% 来自于仓配服务，其前置多级仓配服务（提前根据终端消费者需求分布将产品储存在多地点仓库，实际订单确认后实现产品的配送及交付）具备强竞争力。因此从

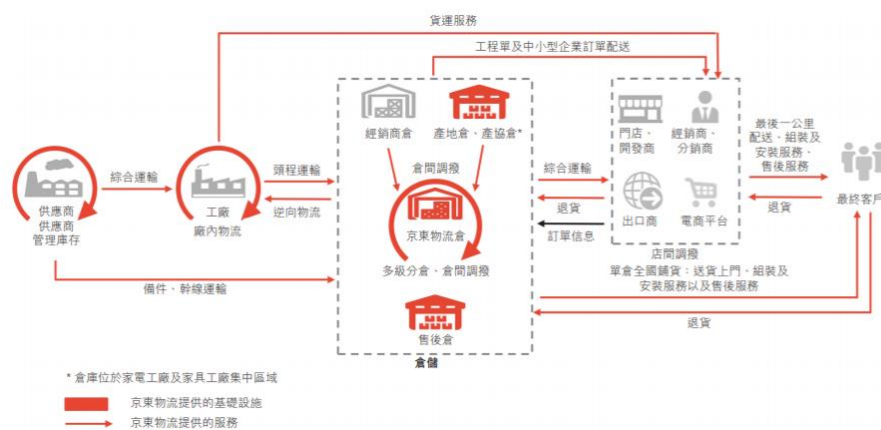
网络资产储备看，并表德邦股份前主要资产优势体现在仓储网络及航空货运干线上。而德邦股份主要资产优势则体现在陆路干支线运输、中转分拣及末端布局上，因此有望与京东物流既有仓储为主的网络形成优势互补的协同效应。特别地，对于家电及家具行业，京东物流此前已将部分仓库建在家电厂及家具厂集中区域的临近地带，叠加德邦的线路及末端网络优势协同，有望全面提升服务质量。

表4：京东物流网络资产以仓储与航空货运为主（2022 年中报）

网络类型	设施类型	截止 2022 年 6 月末情况
仓储网络	自营仓库（个）	1400
	云仓（个）	1700
	仓储总管理面积（万平）	2600
	亚洲一号仓（个）	32
综合运输网络	自营车辆（辆）	19000
	分拣中心（个）	210
	航空货运航线（条）	1000
最后一公里网络	配送站（个）	7600
	自营服务站（个）	10000
大件网络	仓库（个）	90
	分拣中心（个）	100
	总管理面积（万平）	300

资料来源：京东物流公司公告，信达证券研发中心

图27：京东物流家具及家电行业解决方案



资料来源：京东物流公司公告，信达证券研发中心

京东商流赋能稳步推进，与集团日常关联交易额逐步提升。2022 年 9 月，京东完成对德邦股份的收购控股，由于初期合作业务量较少，22 全年实际向京东集团及其控制的企业提供劳务而实际发生的日常关联交易金额约 0.20 亿元；23 年 12 月，公司预计 24 年度全年向京东集团及其控制的企业提供劳务发生的关联交易额为 78.00 亿元（其中京东物流 77.88 亿元），较 23 全年实际发生金额多增 45.62 亿元，截至 2024 年 10 月实际发生 43.61 亿元。24 年 12 月，公司预计 25 年度全年向京东集团及其控制的企业提供劳务发生的关联交易额为 80.48 亿元（其中京东物流 80.25 亿元），预计 2025 年合作项目继续增多。

表5：公司向京东集团及其控制的企业提供劳务产生的日常关联交易额梳理

向京东集团及其控制的企业提供劳务产生的日常关联交易额（亿元）	
2022 年实际	0.20
23 年 3 月预计 2023E	22.83
23 年 10 月预计 2023E	36.44
2023 年实际	32.38
23 年 12 月预计 2024E	78.00
24 年 1-10 月实际	43.61
24 年 12 月预计 2025E	80.48

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

同业竞争问题未来中长期有望有序解决。2024 年 12 月京东物流宣布计划收购跨越速运剩余 36.43%股权，收购完成后，京东物流将持有跨越速运 100%股权。跨越速运同样为国内领先的零担快运巨头公司，因此在京东物流收购德邦股份后，存在部分业务重合情况。对此，京东物流承诺，自要约收购完成之日起五年内，依法履行相关决策程序采取法律法规及监管原则允许的包括但不限于委托运营、业务整合等具有可操作性的方式，逐步解决同业竞争问题。我们看好业务协同中长期内稳步推进，跨越速运当前拥有 21 架全货机运力、为京东物流航空货运网络重要构成，因此德邦股份精准空运零担等产品有望受益于航空货运网络合作的资源补强。

图28：跨越速运网络资产情况



资料来源：跨越速运公司官网，信达证券研发中心

3.2 网络融合深化等多项变革共振，稳步驱动成本支出改善

干线与中转方面，公司与京东物流的网络融合项目逐步深化推进，或带来降本增效空间。公司于 2023 年开始与京东物流的网络融合项目，整体推进分两个阶段：

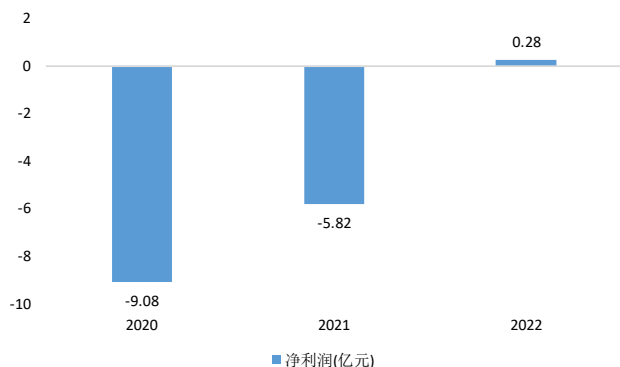
1) **第一阶段：转运场接管。**全面接管已经在 23 年 7 月底完成，从 8 月起德邦已经全面接管了京东物流快运业务的 83 个转运中心。在这个阶段，以客户交付体验为核心，更多是把双方交互的流程梳理并跑顺、信息系统持续优化、基础数据沉淀及确定 2024 年场地融合计划。

2) **第二阶段：资源整合。**从 2024 年起逐步开始按第一阶段输出的规划推进资源整合，包含场地整合、路由规划、车辆/分拣设备投入等。随着网络融合的推进，成本效率提升的

效果有望慢慢体现，同时随着线路拉直，运输时效有望明显提升、减少中转次数后破损率也有望进一步改善。

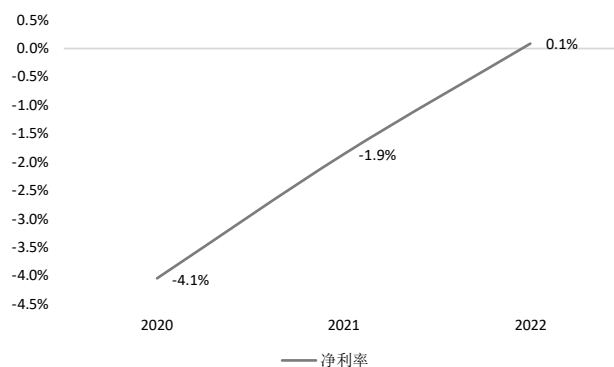
我们参考顺丰自 2021 年以来推进的网络融通项目，通过推进中转场的融通建设、干线整合，提升资源使用效率，使得场地和人员效能释放，相应大件分部 2020-2022 年净利率分别为-4.1%、-1.9%、0.1%，分部盈利能力逐步改善。我们认为，2024 年或为德邦开启网络资产深度融合的元年，后续盈利能力显著提升可期，融合的效果或有望超预期体现。

图29：顺丰大件分部于 2022 年实现净利扭亏



资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

图30：顺丰大件分部 2020-2022 年净利率稳步提升



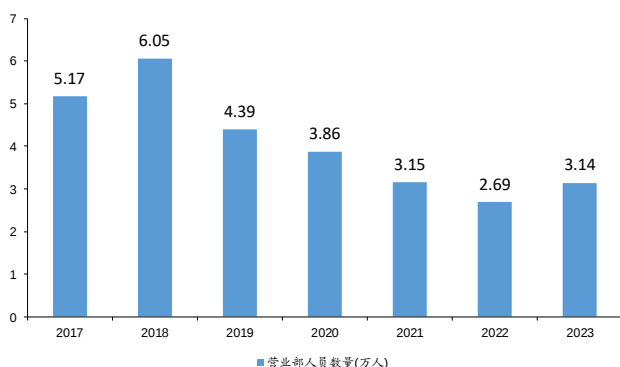
资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

末端收派方面，持续推动网点变革升级。

一方面，推动末端网络变革：货物流通的小批量、多频次、扁平化发展趋势之下，客户需求发生了转变，上门发货的频率越来越低，因此公司从 2021 年起推动末端网络变革，建设更适合大件收派（大场地、车辆工具更适合重货、租金低、规模效应更明显）的重货分部从而替代部分传统营业部，公司营业部人员由 2017 年末 5.17 万人下降至 2023 年末 3.14 万人；

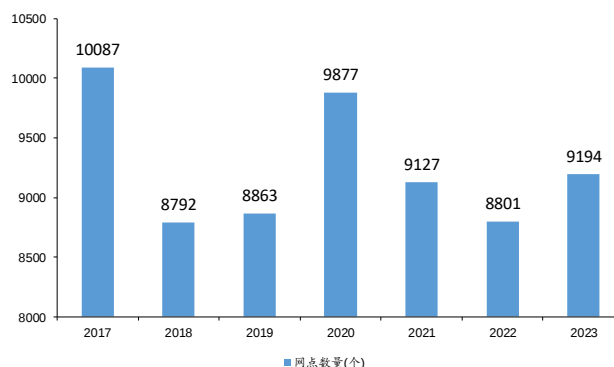
另一方面，优化网点布局，提高大件收派能力和效率：末端网点及快递员是快递公司接触客户的直接触点，承担了“最后一公里”的服务工作，网点的合理布局及功能设置是快递员提供高效、高质量服务至关重要的因素之一，通过对低效营业网点的合并与优化有望实现末端房租费用的节降，公司网点总数由 2017 年末 1.01 万个调整至 2023 年末 9194 个。同时提升收派人员四轮车占比，2023 年公司快递员四轮车占比已提升至 50%左右，2024 年公司拟进一步提升至 60%左右，以更好地满足客户接送货需求，接送货环节的成本效率也有望进一步改善。

图31：公司 2023 年营业部人员数量较 2017 年大幅下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32：公司 2023 年网点数量较 2017 年大幅下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测及投资评级

4.1 预计公司 2025 年归母净利润 10.23 亿元

收入端：

1) 快递业务：考虑到公司业务口径按公斤段进行重分类后，快递业务以中小件包裹为主，未来快递业务整体规模占比或较为稳定，我们假设公司 2024-2026 年快递业务收入分别同比-10.0%、-5.0%、+0%。

2) 快运业务：考虑到公司快运业务品牌效应及网络资产壁垒，我们预计公司除京东集团导流业务之外内生业务仍有稳健增长，此外根据公司公告披露的日常关联交易预计额度，假设集团导流业务体量逐年增长。

3) 其他业务：主要是仓储以及尚处于发展初期的供应链业务，假设收入规模同比维稳。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 403.79 亿元、462.65 亿元、509.75 亿元，同比分别增长 11.3%、14.6%、10.2%。

表6：德邦股份营业收入拆分（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	313.92	362.79	403.79	462.65	509.75
YOY		15.6%	11.3%	14.6%	10.2%
1、快递业务营收	30.73	27.28	24.56	23.33	23.33
YOY		-11.2%	-10.0%	-5.0%	0.0%
2、快运业务营收	273.12	322.80	358.64	418.73	465.83
YOY		18.2%	11.1%	16.8%	11.2%
3、其他	10.06	12.71	20.59	20.59	20.59

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润端：

1) 人工成本方面，考虑公司通过科技赋能、流程优化，推进文职人员转型，以及优化快递员结构布局，实现更趋精准化的人员投放，同时随各项精益管理举措的推进，收派、分拣等环节操作效率持续提升，我们假设 2024-2026 年人工成本占收入比重较 23 年同比略有下降，分别为 38.7%、39.0%、38.5%。

2) 运输成本方面，综合考虑集团导流带来的公司业务规模的增长以及车辆替代、数字化管理路由优化等因素综合影响，我们假设 2024-2026 年运输成本分别同比增长 22.0%、16.0%、12.0%。

3) 房租费及使用权资产折旧方面，主要为分拨中心与仓库的租金，考虑到公司对土地使用权自有化替代有所重视，带动 23 年房租费使用权资产折旧占收入比重同比下降，我们假设 2024-2026 年房租费使用权资产折旧占收入比重同比维稳。

4) 折旧摊销成本方面，考虑网络融合推进可能导致公司 24、25 年资本化支出相比 23 年有一定的增加，我们假设 2024-2026 年折旧摊销成本同比分别增长 16.9%、14.4%、9.5%。

5) 期间费用方面，考虑到集团战略上对精细化运营以及降本增效的重视，同时结合公司近年费用率趋势，我们假设 2024-2026 年销售费用率分别为 1.31%、1.30%、1.30%，管理费用率分别为 4.0%、3.9%、3.9%。

最终，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.61 亿元、10.23 亿元、12.16 亿元，同比分别增长 15.4%、18.9%、18.9%。

表7：德邦股份简易利润表（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	313.92	362.79	403.79	462.65	509.75
YOY	0.0%	15.6%	11.3%	14.6%	10.2%
营业成本	281.92	331.72	370.36	425.21	467.38
毛利润	31.99	31.07	33.43	37.44	42.37
YOY		-2.9%	7.6%	12.0%	13.2%
毛利率	10.2%	8.6%	8.3%	8.1%	8.3%
销售费用	4.22	4.80	5.29	6.01	6.63
管理费用	19.44	15.60	16.15	18.04	19.88
归母净利润	6.58	7.46	8.61	10.23	12.16
YOY		13.3%	15.4%	18.9%	18.9%
归母净利率	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 首次覆盖，给予“增持”评级

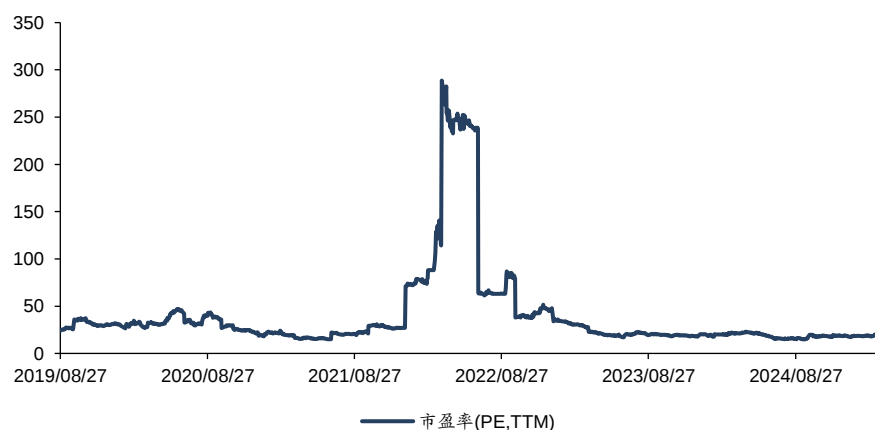
选取同样具备中高端直营快运业务的顺丰控股作为可比公司，2024-2026 年可比公司 PE 估值为 21 倍、18 倍和 15 倍。公司身处整合后格局稳固的直营制快运赛道，后续价格策略有望维稳，京东集团导流增量叠加公司网络融合深化，有望从边际的角度推动营收规模增长及成本费用优化，从而驱动整体盈利能力向上，打开价值空间，此外地产链上游改善或有催化，首次覆盖，给予“增持”评级。

表8：可比公司估值情况（2025-3-31）

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002352.SZ	顺丰控股	2,150	101.7	119.11	142.63	21.14	18.05	15.08
平均值						21.14	18.05	15.08
603056.SH	德邦股份	149	8.61	10.23	12.16	17.31	14.56	12.25

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：归母净利润为信达交运团队预测

图33：德邦股份近 5 年 PE(TTM)均值约 40 倍



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

五、风险提示

宏观经济增长不及预期。公司主营的重货快运业务具备较强的顺周期性，如若宏观经济增长不及预期，或将导致业务业绩表现不及预期。

快运价格竞争恶化。如果快运行业价格竞争因缺乏政策规制而发生恶化，或将影响公司快运业务盈利。

网络融合不及预期。如果公司与集团网络融合进度不及预期，那么核心中转及干线运输资产的协同效应释放或不及预期，最终可能导致降本增效节奏低于预期。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,030	9,381	9,377	11,780	14,235
货币资金	1,477	2,853	1,473	3,249	5,206
应收票据	49	0	0	0	0
应收账款	2,298	3,879	3,365	3,855	4,248
预付账款	287	339	379	435	478
存货	31	23	26	30	33
其他	1,888	2,286	4,134	4,211	4,271
非流动资产	9,004	8,197	7,601	7,353	7,089
长期股权投资	202	154	154	154	154
固定资产(合计)	4,262	3,828	3,719	3,871	3,997
无形资产	572	500	490	480	480
其他	3,968	3,715	3,238	2,848	2,458
资产总计	15,035	17,577	16,978	19,133	21,324
流动负债	6,241	8,125	6,763	7,802	8,671
短期借款	1,151	1,301	901	1,201	1,501
应付票据	114	78	87	100	109
应付账款	2,430	3,413	3,189	3,662	4,025
其他	2,547	3,334	2,586	2,840	3,036
非流动负债	1,860	1,752	1,732	1,832	1,932
长期借款	37	0	0	0	0
其他	1,823	1,752	1,732	1,832	1,932
负债合计	8,101	9,877	8,495	9,633	10,603
少数股东权益	-1	16	20	23	28
归属母公司股东权益	6,935	7,684	8,463	9,476	10,693
负债和股东权益	15,035	17,577	16,978	19,133	21,324

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,392	36,279	40,379	46,265	50,975
同比(%)	0.1%	15.6%	11.3%	14.6%	10.2%
归属母公司净利润	658	746	861	1,023	1,216
同比(%)	345.4%	13.3%	15.4%	18.9%	18.9%
毛利率(%)	10.2%	8.6%	8.3%	8.1%	8.3%
ROE%	9.5%	9.7%	10.2%	10.8%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.73	0.84	1.00	1.19
P/E	22.64	19.98	17.31	14.56	12.25
P/B	2.15	1.94	1.76	1.57	1.39
EV/EBITDA	6.30	4.43	7.80	6.36	5.19

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,392	36,279	40,379	46,265	50,975
营业成本	28,192	33,172	37,036	42,521	46,738
营业税金及附加	78	75	84	96	106
销售费用	422	480	529	601	663
管理费用	1,944	1,560	1,615	1,804	1,988
研发费用	207	229	242	254	280
财务费用	193	118	90	116	106
减值损失合计	-36	-5	-2	0	0
投资净收益	91	19	46	28	31
其他	369	265	257	336	345
营业利润	780	925	1,085	1,236	1,469
营业外收支	4	-2	-46	0	0
利润总额	785	923	1,040	1,236	1,469
所得税	126	174	176	209	248
净利润	659	749	864	1,027	1,221
少数股东损益	0	3	3	4	5
归属母公司净利润	658	746	861	1,023	1,216
EBITDA	3,708	3,601	2,126	2,390	2,630
EPS(当年)(元)	0.65	0.74	0.84	1.00	1.19

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,600	3,268	1,930	2,251	2,432
净利润	659	749	864	1,027	1,221
折旧摊销	2,777	2,505	997	1,038	1,054
财务费用	155	120	132	138	155
投资损失	-91	-19	-46	-28	-31
营运资金变动	25	-194	43	111	72
其它	75	107	-60	-35	-39
投资活动现金流	-719	-775	-2,236	-727	-721
资本支出	-1,522	-1,243	-281	-685	-681
长期投资	622	558	-1,875	-60	-60
其他	181	-90	-80	18	21
筹资活动现金流	-2,707	-1,125	-908	262	245
吸收投资	0	15	8	0	0
借款	3,557	2,600	-400	300	300
支付利息或股息	-147	-118	-213	-138	-155
现金流净增加额	173	1,366	-1,216	1,786	1,956

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。