

2025 年 08 月 18 日

投资评级：增持（下调）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 15 日
收盘价（元）	16.93
一年内最高/最低（元）	23.10/11.95
总市值（百万元）	17,265.47
流通市值（百万元）	17,265.47
总股本（百万股）	1,019.82
资产负债率（%）	48.90
每股净资产（元/股）	8.20

资料来源：聚源数据

德邦股份(603056.SH)

——业绩短期承压，管理层变动或推动收入质量提升

投资要点：

- **事件：**1) 德邦股份发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 205.55 亿元，同比+11.43%；归母净利润 0.52 亿元，同比-84.34%；其中 Q2 收入 101.48 亿元，同比+10.89%；归母净利润 1.21 亿元，同比-49.81%。2) 此前公司发布关于董事兼总经理辞职暨补选董事、聘任总经理的公告，原董事兼总经理黄华波先生因个人原因辞职，经董事长胡伟先生提名，董事会聘任王雁丰先生为公司总经理。
- **聚焦大件市场，收入延续较快增长趋势。**Q2 公司实现营收 101.48 亿元，同比+10.89%。分业务来看，快运/快递/其他业务分别实现收入 91.60/4.65/5.23 亿元，同比 10.87%/-12.40%/+45.69%。公司持续推进产品分层策略，强化经济型产品竞争力，推动快运收入增长。2025 年 7 月，公司聘任王雁丰先生为公司总经理，我们认为新管理层上任或聚焦运输品质及服务水平提升，推进核心业务优化，助力收入质量进一步提升。
- **毛利率短期承压，存在效率提升空间。**2025Q2 公司毛利率为 6.70%，同比-2.15pct，实现归母净利润 1.21 亿元，同比-49.81%。成本拆分来看，人工/运输/房租费及使用权资产折旧/折旧摊销/其他成本占收入比分别为 37.3%/45.7%/3.9%/2.4%/4.1%，同比-1.2pct/+5.5pct/-1.4pct/-0.5pct/-0.2pct。毛利率下滑主因：1) 持续优化收派网络，强化乡镇覆盖，推高人工成本。2) 增投运力保障实效推高运输成本。
- **费用节降持续发力，销售费用因资源投入而小幅增长。**2025 年 Q2 期间费用率为 5.33%，同比 -0.74pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 1.90%/2.88%/0.32%/0.23%，同比+0.11pct/-0.50pct/-0.02pct/-0.32pct。公司费用率减少主因公司职能组织持续提效，促进期间费用稳步减少。销售费用率小幅增加，主因公司将资源投向业务营销，如引入销售精英、扩充销售团队等。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.23/8.34/14.10 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 53.5/20.7/12.2 倍。高端快运格局清晰，公司与京东网络融合持续推进，产能利用率提升下进一步强化成本的节降空间，随着经营改善持续释放，公司盈利弹性可期，考虑到宏观需求疲软，2025 年公司成本承压，经营质量提升有待推动，我们调整公司评级为“增持”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济波动导致运量增速不及预期；2) 燃料价格上升导致成本管控不及预期；3) 市场竞争加剧导致份额流失。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	36,279	40,363	44,303	48,660	52,496
同比增长率（%）	15.57%	11.26%	9.76%	9.83%	7.88%
归母净利润（百万元）	746	861	323	834	1,410
同比增长率（%）	14.94%	15.41%	-62.48%	158.29%	69.07%
每股收益（元/股）	0.73	0.84	0.32	0.82	1.38
ROE（%）	9.70%	10.17%	3.69%	8.77%	13.07%
市盈率（P/E）	23.15	20.06	53.47	20.70	12.24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,350	2,310	3,365	5,151
应收票据及账款	4,382	4,810	5,283	5,700
预付账款	366	407	447	482
其他应收款	270	334	367	396
存货	14	30	33	35
其他流动资产	3,316	3,716	3,936	4,129
流动资产总计	9,699	11,608	13,431	15,893
长期股权投资	153	153	153	153
固定资产	5,387	5,216	4,949	4,456
在建工程	44	125	115	100
无形资产	240	242	275	335
长期待摊费用	159	52	77	102
其他非流动资产	1,287	1,349	1,373	1,368
非流动资产合计	7,270	7,137	6,941	6,514
资产总计	16,970	18,744	20,372	22,407
短期借款	298	398	498	598
应付票据及账款	3,694	4,124	4,478	4,769
其他流动负债	2,817	3,668	3,983	4,244
流动负债合计	6,809	8,191	8,959	9,611
长期借款	1,350	1,450	1,550	1,650
其他非流动负债	327	327	327	327
非流动负债合计	1,677	1,777	1,877	1,977
负债合计	8,487	9,968	10,837	11,589
股本	1,027	1,020	1,020	1,020
资本公积	861	868	868	868
留存收益	6,575	6,868	7,625	8,904
归属母公司权益	8,463	8,756	9,513	10,792
少数股东权益	19	20	22	26
股东权益合计	8,483	8,776	9,535	10,818
负债和股东权益合计	16,970	18,744	20,372	22,407

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	864	189	702	1,280
折旧与摊销	2,362	2,394	2,655	3,087
财务费用	107	75	80	84
投资损失	-18	-20	-20	-20
营运资金变动	100	333	-100	-124
其他经营现金流	-86	130	130	130
经营性现金净流量	3,328	3,101	3,448	4,437
投资性现金净流量	-2,172	-2,236	-2,436	-2,636
筹资性现金净流量	-2,673	95	42	-15
现金流量净额	-1,522	960	1,055	1,786

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,363	44,303	48,660	52,496
营业成本	37,288	41,633	45,205	48,138
税金及附加	77	84	93	100
销售费用	686	797	827	892
管理费用	1,241	1,240	1,314	1,391
研发费用	184	199	219	236
财务费用	107	75	80	84
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
信用减值损失	-28	-28	-28	-28
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	20	20	20
公允价值变动损益	-9	-10	-10	-10
资产处置收益	117	50	50	50
其他收益	205	150	150	150
营业利润	1,077	450	1,099	1,830
营业外收入	43	50	50	50
营业外支出	79	90	90	90
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,041	410	1,059	1,790
所得税	177	86	222	376
净利润	864	324	836	1,414
少数股东损益	3	1	2	4
归属母公司股东净利润	861	323	834	1,410
EPS(元)	0.84	0.32	0.82	1.38

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.26%	9.76%	9.83%	7.88%
营业利润增长率	16.48%	-58.24%	144.21%	66.55%
归母净利润增长率	15.41%	-62.48%	158.29%	69.07%
经营现金流增长率	1.84%	-6.84%	11.20%	28.68%
盈利能力				
毛利率	7.62%	6.03%	7.10%	8.30%
净利率	2.14%	0.73%	1.72%	2.69%
ROE	10.17%	3.69%	8.77%	13.07%
ROA	5.07%	1.72%	4.09%	6.29%
估值倍数				
P/E	20.06	53.47	20.70	12.24
P/S	0.43	0.39	0.35	0.33
P/B	2.04	1.97	1.81	1.60
股息率	0.85%	0.17%	0.45%	0.76%
EV/EBITDA	4	6	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）。