

2019年10月12日

德邦股份 (603056)

“零担冠军”的突围之路

■前言与思考:

对于物流行业而言，通常重量越小的货物其单位重量带来效益越大，因而从细分赛道的规模效应与盈利能力看，无疑是快递>零担>整车，我们不难理解公司从零担转型大件快递的决心，过去20年，德邦依靠标准化和规范化的管理一步步成长为“零担冠军”，而如今零担行业整体增速趋缓，以壹米滴答、安能、百世为代表的加盟快运模式仅通过短短几年的发展在货量规模上实现了对德邦的超越，同时顺丰、中通快运、跨越亦在加速追赶。在大件快递领域，德邦尽管保持较快增速，公司仍面临着同行激烈的价格竞争，叠加近期高管的频繁变动，公司正处于转型阵痛期。展望未来，随着创始人的重新回归以及自身经营策略的调整，我们认为德邦凭借其业内领先的管理水平与产品的口碑品质，仍有望实现突围。

■德邦为国内老牌零担快运龙头，以直营模式全国布网，定位中高端。德邦是国内老牌零担快运企业，深耕行业二十余载，公司通过直营+事业合伙人模式完成全国布网，全国乡镇覆盖率达94%。公司在零担快运领域建立了丰富的产品体系，其首创的“卡航”产品树立了行业高时效标杆。高标准服务体系下，公司建立起高端品牌形象，行业龙头地位凸出。公司所处的零担行业市场规模约1万亿，但集中度CR10仅为5.2%，竞争格局分散。

■借零担优势转型，差异化切入大件快递市场。随着电商渗透率的提升，越来越多的大件商品（家电、家具建材、卫浴等）转移至线上销售，而线下B2B的专业性市场（经销商-分销商-个人）也不断萌发出大件商品配送需求。德邦借助重货运输经验优势，顺势切入大件快递空白市场，我们测算大件快递市场空间在2000亿元以上。2014年-2018年，公司快递业务量实现了爆发式增长，年均复合增速132.64%，目前快递收入占比达到56%。德邦大件快递领域的竞争优势在于：1)网络适配度高（分拣设备、车辆、场地适合），2)解决大件痛点（货品安全、送货上门、协助安装），3)先发优势，建立客户粘性。

■快递单公斤价格企稳回升，毛利率有望持续回升。18年德邦大件快递单票收入约25.5元，单公斤重量约8.2公斤，单公斤价格企稳回升，达到3.1元/公斤（提升0.1元）。随着人均效能和路由效率的提升，快递单票成本持续降低，单票成本约23元，单公斤成本约2.8元/公斤（降低0.01元）。2018年公司单票毛利2.38元，毛利率9.3%，提升3.8pct。随着公司快递业务规模效益的逐步显现及降本增效等成本管控措施的

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **增持-A**

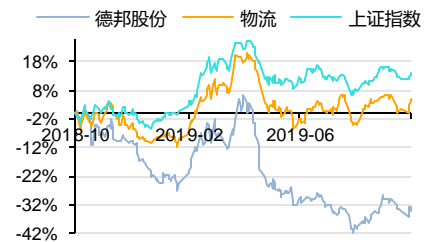
首次评级

6个月目标价: **16.45元**
股价(2019-10-11) **13.21元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 12,681.60 |
| 流通市值(百万元) | 2,875.27 |
| 总股本(百万股) | 960.00 |
| 流通股本(百万股) | 217.66 |
| 12个月价格区间 | 11.65/21.80元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -4.88 | -4.78 | -52.65 |
| 绝对收益 | -6.05 | -2.87 | -37.55 |

明兴

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

报告联系人

sunyan1@essence.com.cn

相关报告

深入，快递业务毛利率有望进一步提升。

■**转型阵痛期，成本料有改善空间。**公司 19 上半年营业成本为 106.54 亿元，同比增长 22.4%。当前成本结构中主要支出为人工和运费，合计占比达 83%，未来公司的成本管控策略将主要包括：提升人均效能，通过燃油统购、干线外请运力集采等方式。公司期间费用营收占比约 10%，管理费用率持续降低。公司处于从零担向大件的转型期，投入成本相对较高，随着管控提升，预计成本将有所改善。

■**物流“黄埔”，管理能力与人才建设一流，网络硬件完善。**对比我国所有上市快递物流企业，德邦当前市值处于较低位置，我们认为公司底蕴深厚，核心竞争力包括两大方面，软实力：人才体系、管理能力；硬实力：全国物流网络、IT 设备。公司被誉为物流行业的“黄埔军校”，管理与人才建设一流，同时公司深耕物流领域，完成了全国布网，当前大件快递以及零担快运的竞争格局均未明朗，尽管遇到外部较强竞争，我们认为公司仍有望突出重围。

■**投资建议：**公司短期正处于转型阵痛期，展望未来，随着公司创始人的重新回归以及自身经营策略的调整，我们认为公司盈利情况有望逐步改善。预计公司 19/20/21 年归母净利润分别为 5.53/6.97/8.42 亿元，EPS 分别为 0.58 /0.73/0.88 元，对应 PE 为 23x、18x、15x，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

■**风险提示：**宏观经济下滑，大件快递拓展不及预期，行业价格战，理财资金减值风险。

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 20,350.1 | 23,025.3 | 27,782.1 | 34,391.9 | 38,473.6 |
| 净利润 | 546.6 | 700.4 | 553.2 | 697.1 | 841.7 |
| 每股收益(元) | 0.57 | 0.73 | 0.58 | 0.73 | 0.88 |
| 每股净资产(元) | 3.20 | 4.20 | 4.66 | 5.21 | 5.86 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 23.2 | 18.1 | 22.9 | 18.2 | 15.1 |
| 市净率(倍) | 4.1 | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| 净利润率 | 2.7% | 3.0% | 2.0% | 2.0% | 2.2% |
| 净资产收益率 | 17.8% | 17.4% | 12.4% | 13.9% | 15.0% |
| 股息收益率 | 1.3% | 1.7% | 0.9% | 1.5% | 1.7% |
| ROIC | 30.4% | 60.9% | 50.3% | 38.7% | 43.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1. 首家 IPO 上市快运企业，深耕物流二十余载 | 5 |
| 1.1. 零担快运起家，注重科技发展 | 5 |
| 1.2. 直营化的管理模式，构建全国网络布局 | 6 |
| 1.3. 快运业务平稳发展，快递成为增长新核 | 7 |
| 2. 零担占据高端市场，整车战略收缩巩固 | 9 |
| 2.1. 零担行业万亿规模，竞争格局分散 | 9 |
| 2.2. 高时效精准卡航业务为快运核心，毛利率稳定 | 11 |
| 3. 转型切入大件快递，先发占领空白市场 | 13 |
| 3.1. 大件快递势猛发展，毛利率持续提升 | 13 |
| 3.2. 大件快递核心市场：家电、家具 | 15 |
| 3.3. 大件快递竞争格局分析 | 17 |
| 4. 转型阵痛期，公司核心价值不减 | 20 |
| 4.1. 营业成本有待改善，费用端表现良好 | 20 |
| 4.2. 具备核心竞争力，公司长期价值不减 | 22 |
| 5. 盈利预测与投资建议 | 25 |
| 5.1. 核心假设 | 25 |
| 5.1. 盈利预测与投资建议 | 26 |
| 6. 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|--------------------------|----|
| 图 1：德邦发展历程图 | 5 |
| 图 2：德邦股权结构图 | 5 |
| 图 3：运营车辆数量 | 7 |
| 图 4：外请车运力占比变化 | 7 |
| 图 5：德邦产品体系架构 | 7 |
| 图 6：德邦各项业务营业收入 | 8 |
| 图 7：德邦各项业务营收占比 | 8 |
| 图 8：公司整体毛利润及毛利率 | 8 |
| 图 9：公司各业务毛利率情况 | 8 |
| 图 10：公司归母净利润 | 9 |
| 图 11：2018 年公路货运细分市场规 模占比 | 10 |
| 图 12：公司快运产品介绍 | 11 |
| 图 13：公司零担产品零担营收及增速 | 11 |
| 图 14：公司零担产品分业务收入构成 | 11 |
| 图 15：公司快运业务毛利率 | 12 |
| 图 16：公司零担业务毛利率 | 12 |
| 图 17：公司精准卡航业务毛利率 | 12 |
| 图 18：公司精准汽运业务毛利率 | 12 |
| 图 19：公司零担价产品价格处于行业较高水平 | 12 |
| 图 20：消费升级催生大件快递需求 | 13 |
| 图 21：公司快递业务收入及增速 | 13 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 22: 公司快递业务量及增速..... | 13 |
| 图 23: 公司快递业务单票收入..... | 14 |
| 图 24: 公司快递业务单公斤收入..... | 14 |
| 图 25: 公司快递业务单票成本..... | 14 |
| 图 26: 公司快递业务单公斤成本..... | 14 |
| 图 27: 公司快递业务毛利润与毛利率..... | 15 |
| 图 28: 公司快递业务单票毛利润..... | 15 |
| 图 29: 大件配送市场规模..... | 15 |
| 图 30: 家电线上、线下市场规模..... | 16 |
| 图 31: 各品类家电的线上渗透率..... | 16 |
| 图 32: 家电线上销售格局..... | 16 |
| 图 33: 家具行业市场规模..... | 17 |
| 图 34: 家具行业线上规模及渗透率..... | 17 |
| 图 35: 大件快递市场竞争格局..... | 17 |
| 图 36: 京东物流收入..... | 18 |
| 图 37: 苏宁物流发展历程..... | 18 |
| 图 38: 苏宁物流收入及费用..... | 19 |
| 图 39: 公司营业成本及其增速..... | 20 |
| 图 40: 公司成本结构..... | 20 |
| 图 41: 公司人均效能..... | 21 |
| 图 42: 公司人工成本及增速..... | 21 |
| 图 43: 公司运费及增速..... | 21 |
| 图 44: 公司期间费用情况..... | 22 |
| 图 45: 公司费用营收占比..... | 22 |
| 图 46: 公司经营性净现金流与资本开支、归母净利润..... | 22 |
| 图 47: 我国上市快递企业市值对比 (最新交易日) | 23 |
| 图 48: 我国上市快递企业利润对比 (2018 年) | 23 |
| 图 49: 德邦管理咨询费占管理费用的 13%以上..... | 23 |
| 图 50: 公司科技投入情况..... | 23 |
| 图 51: 公司主要信息系统/科技产品..... | 24 |
| | |
| 表 1: 德邦直营网点与事业合伙人网点情况 | 6 |
| 表 2: 截止 2019H1, 德邦网络情况布局..... | 6 |
| 表 3: 快递、零担和整车运输市场竞争格局 | 9 |
| 表 4: 公路货运市场规模预测 | 10 |
| 表 5: 零担市场前 10 企业营业收入 (亿元) | 10 |
| 表 6: 德邦、顺丰、韵达、中通和百世大件产品对比 | 19 |
| 表 7: 德邦人员整体素质较高 | 24 |
| 表 8: 上市快递企业网络情况对比 (2019H1) | 24 |
| 表 9: 公司快递、快运业务收入及成本拆分 | 25 |

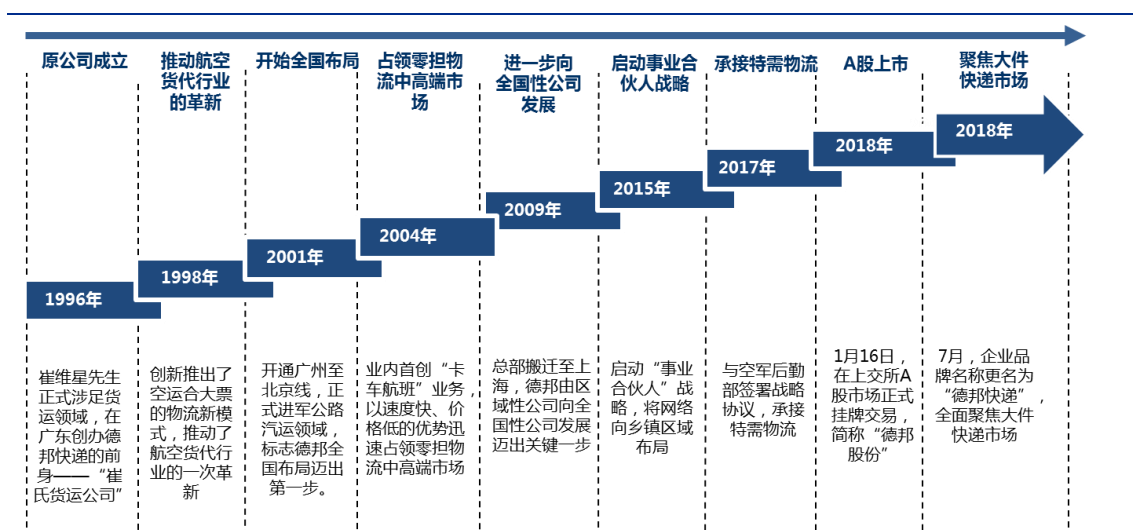
1. 首家 IPO 上市快运企业，深耕物流二十余载

1.1. 零担快运起家，注重科技发展

德邦物流（2018年7月改名为“德邦快递”）成立于1996年，公司法人代表为崔维星，注册资金9.6亿元，公司主营快递、快运、仓储与供应链等物流服务，是国家5A级物流企业。

公司以零担快运业务起家，18年开始全面聚焦大件快递市场。2001年，公司开通广州至北京的公路运输线路，正式进军公路汽运；2004年，公司首次开创“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；2009年，公司总部搬迁至上海，进一步向全国性公司发展；2015年8月，公司启动了事业合伙人的经营模式，网点覆盖了相对薄弱的支线地区；2018年1月，公司在上交所A股上市，成为国内首家通过IPO上市的快运企业；2018年7月，公司品牌名更为“德邦快递”，开始全面聚焦大件快递市场。

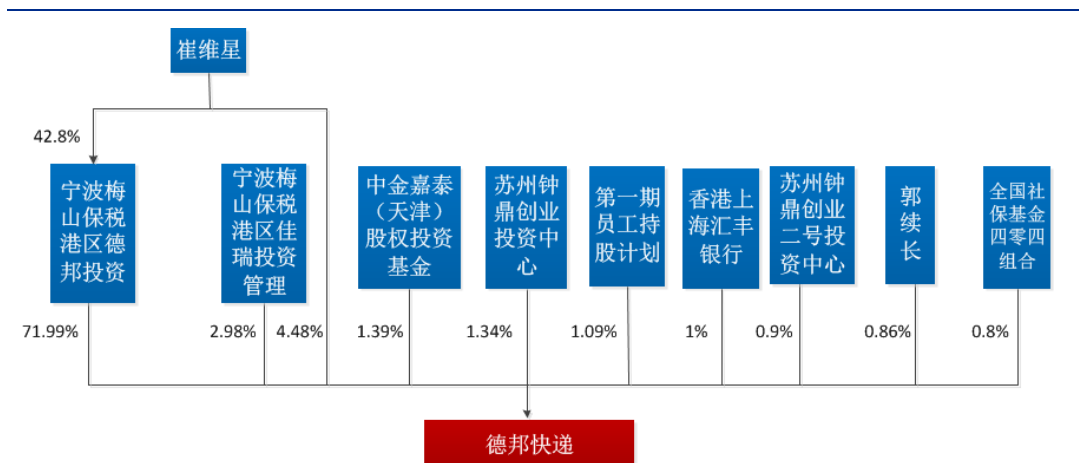
图 1：德邦发展历程图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司实际控制人为崔维星，持有公司 35.3%股份。德邦实际控制人为崔维星（公司创始人，目前担任董事长，厦门大学管理学学士），直接及间接持有公司 35.29%股份；其他股东包括钟鼎、中金佳泰等投资机构。

图 2：德邦股权结构图



资料来源：公司2019年半年报，安信证券研究中心

1.2. 直营化的管理模式，构建全国网络布局

德邦采取以直营为主的经营模式。德邦自成立以来，坚持以直营为主的经营模式，总部建立转运中心、门店、购置自营车辆。在直营模式下，公司对各分支机构实施统一经营、统一管理，对业务各个环节拥有绝对控制力，奠定了高服务质量的基础。

15年启动事业合伙人完善网络布局，仍以直营模式管理。2015年8月，为了有效覆盖业务区域，延伸运输网络，降低新设网点的成本，公司启动了事业合伙人的经营模式：针对公司传统上相对薄弱的支线地区（乡镇区域），公司邀请具备物流配送能力的个人或商户成为公司快运或快递业务的事业合伙人。公司对合伙人按照直营管理模式进行管理。

网点结构不断优化，寻求贴近市场。2018年公司事业合伙人数量大幅下降至2510个，主要是公司对末端的合伙人进行优化，将一些效率低和盈利性差的网点进行清理，目前合伙人网点数量已经稳定。直营网点数量则保持上升，主要系公司为了更贴近市场，尝试以公司直营方式、并以低成本方式开设新网点。

表 1：德邦直营网点与事业合伙人网点情况

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 |
|----------------|------|--------|--------|-------|--------|
| 直营网点 (个) | 5581 | 5320 | 5278 | 6282 | 6368 |
| 事业合伙人网点 (个) | - | 5190 | 4809 | 2510 | 2521 |
| 合计 | 5581 | 10,510 | 10,087 | 8,792 | 8,889 |

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

目前公司的网络布局基本完善，实现全国范围覆盖。截止2019H1，公司的网络包括转运中心155个，营运车辆11,046辆，网点总数27,986个，其中直营网点6,368个，合伙人网点2,521个，服务点19,097个。目前公司乡镇覆盖率达94%，实现了全国网络的布局。

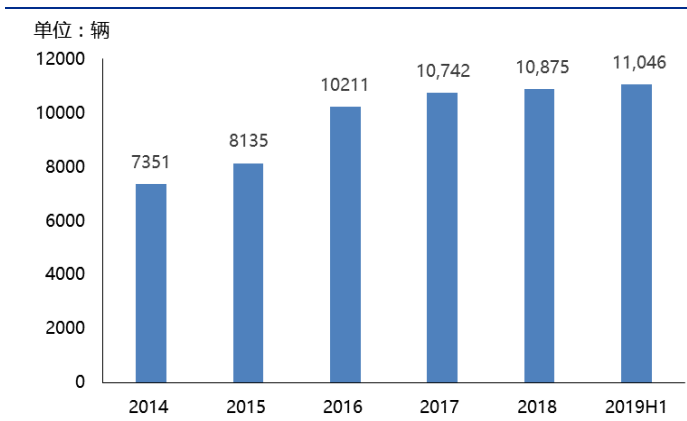
表 2：截止2019H1，德邦网络情况布局

| 营运车辆 (辆) | 自有人员 (万人) | 外包人员 (万人) | 转运中心 (个) | 乡镇覆盖率 (%) |
|----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 11046 | 8.9 | 2.7 | 155 | 94% |

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

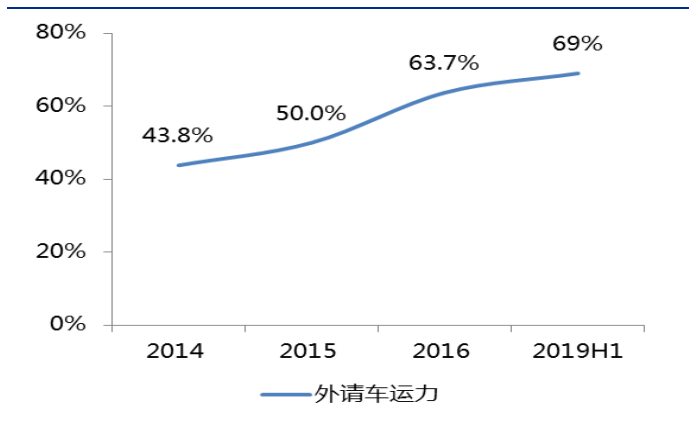
外请运力占比提升，合理化资源配置。公司在运力扩张的过程中，合理扩大自有车辆以及外请运力的规模。外请车运力占比从2014年的43.8%提升至2019H1的69%，主要系2014年开始公司大力推广的大票订单大多为单向运输，出现部分线路运营效率较低，公司由此委托第三方进行货物运输，外请车比例逐年增大。

图 3：运营车辆数量



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 4：外请车运力占比变化

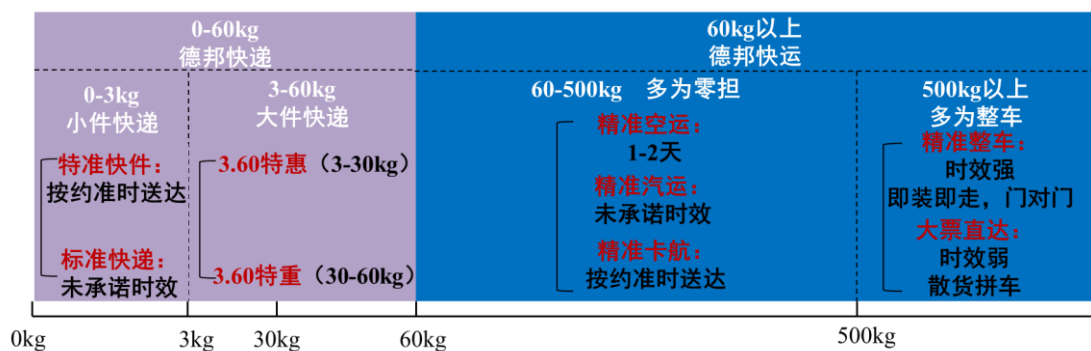


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.3. 快运业务平稳发展，快递成为增长新核

公司的主营业务为快递、快运业务，各业务又依据产品重量、时效要求多维度区分为多产品。其中，60kg 以下为快递，60kg 以上为快运。快递包括小件快递(0-3kg)和大件快递(3-60kg)；德邦快运包括零担（多在 60-500kg）和整车（多在 500kg 以上），零担包括**精准空运**、**精准卡航**及**精准汽运**三类标准化产品，其中精准空运、精准卡航为时效产品，且精准空运时效最快，承诺 1-2 天可送达。

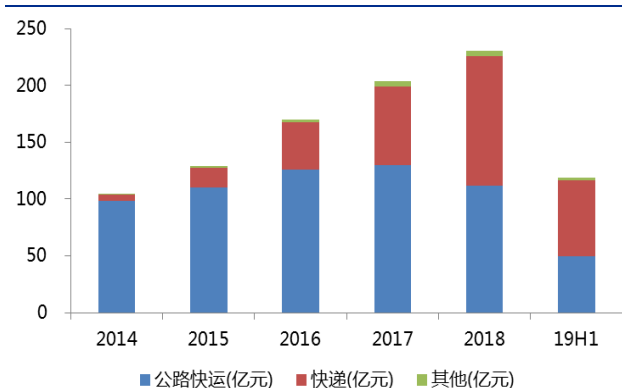
图 5：德邦产品体系架构



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

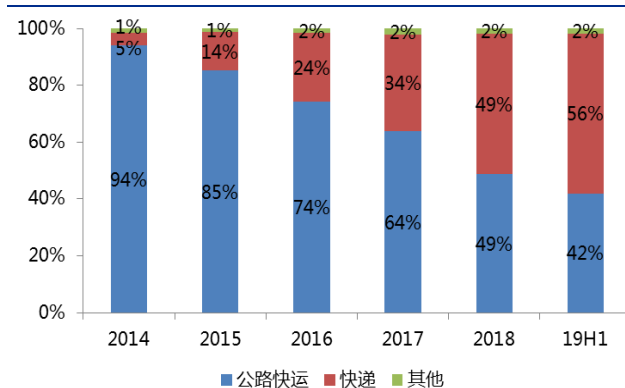
快递收入快速增长，占比超过快运。2019H1，公司营业收入 118.9 亿元，同比增长 16.7%，其中快递营收 66.77 亿元，同比增加 49.88%；快运业务营收为 49.92 亿元，同比减少 9.7%；其他业务为 2.23 亿元，同比增加 5.69%。从业务结构来看，快递业务营收占比逐年提升，从 2014 年的 5% 上升至 2019 年上半年的 56%；快运业务逐年下降，呈相反趋势，从 2014 年的 94% 下降至 2019 年上半年的 42%，2018 年开始快递业务收入首次超过快运。

图 6：德邦各项业务营业收入



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

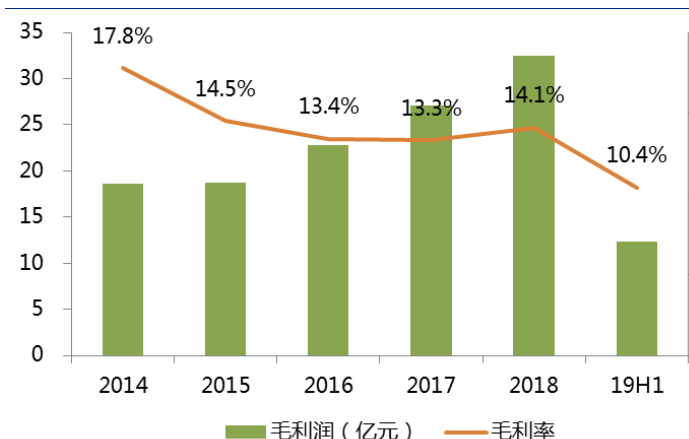
图 7：德邦各项业务营收占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

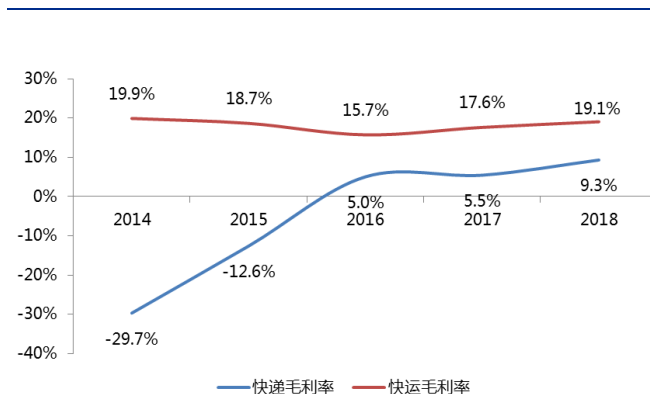
快递毛利率低于快运，公司转型期的毛利率下滑。公司的快运业务毛利率高于快递，18 年快运毛利率达 19.1%，而快递毛利率为 9.3%，公司处于向大件快递转型发展的时期，因此综合毛利率受到一定拖累，除 2018 年外，公司毛利率呈下降趋势，2019 上半年公司综合毛利率为 10.4%，同比下滑 4.2pct。(2018 年公司毛利率出现回升，主要是由于低毛利率的整车业务收缩以及快递毛利率提升所致)

图 8：公司整体毛利润及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

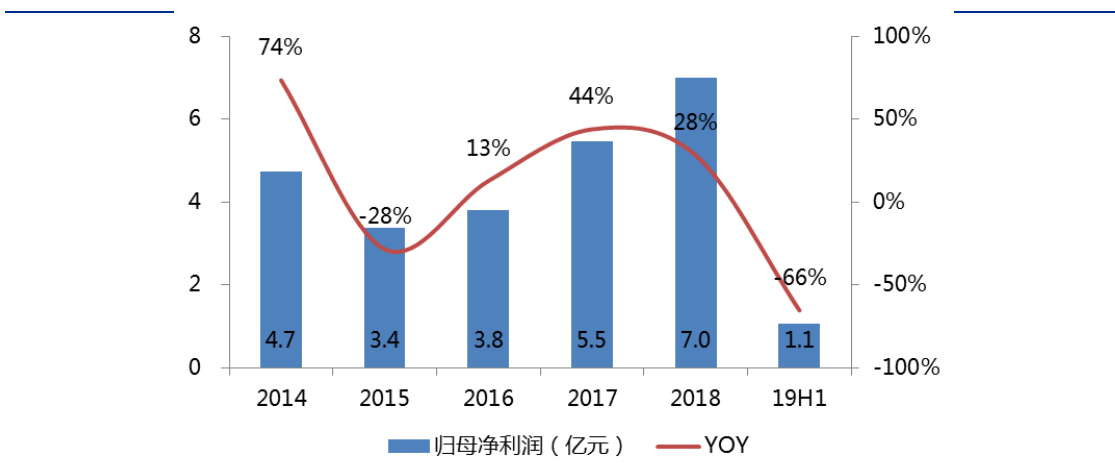
图 9：公司各业务毛利率情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2019H1，公司归母净利润为 1.05 亿元，同比减少 65.61%，主要系公司为增强快递业务竞争力而加大对快递的成本投入所致，包括：1) 为了提高较为偏远的快递加盟网点的服务质量，增加对其末端派费投入；2) 为了增加时效而投入的运输成本增多。

图 10: 公司归母净利润



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

2. 零担占据高端市场, 整车战略收缩巩固

2.1. 零担行业万亿规模, 竞争格局分散

公路运输按货物的重量和运输组织方式区分出了快递、零担和整车运输三种主要形式。行业内一般按 3 公斤、3 吨为界限区分。0-3kg 为小件快递, 以三通一达、顺丰、EMS 形成寡头垄断, 市场集中度高; 3-60kg 为大件快递, 竞争格局较为混乱, 快运、快递企业纷纷切入该市场; 60-3000kg 为零担运输, 主要参与者有德邦、顺丰、安能、中通、百世、韵达、壹米滴答; 3000kg 以上多为整车, 竞争市场分散。

表 3: 快递、零担和整车运输市场竞争格局

| 对应公斤段 | 公路货运形式 | 定义 | 代表性公司 |
|-----------|--------|---|------------------------|
| 0-3kg | 小件快递 | 通过铁路、公路和空运等交通工具, 对客户的包裹进行快速投递的货运方式。 | 四通一达、顺丰、EMS |
| 3-60kg | 大件快递 | | 德邦、顺丰、安能 |
| 60-3000kg | 零担 | 不符合整车运输条件, 将若干件符合体积、重量和包装规定的货物组合拼装成整车, 并对每件货物分别按重量或体积计算运费的货物运输。 | 德邦、顺丰、安能、中通、百世、韵达、壹米滴答 |
| 3000kg 以上 | 整车 | 是指根据规定批量按整车货物办理委托手续、组织运送和计费的货物运输方式。 | 市场分散 |

资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

根据我们的测算, 2018 年公路货运整体市场规模约 4.2 万亿。根据国家统计局数据, 2018 年全国公路货运周转量 7.12 万亿吨公里, 同比+6.7%, 同时根据国家发改委价格监测中心披露 36 个大中城市的整车、零担运价数据, 综合测算 2018 年公路货运平均价格为 0.596 元/吨公里。最终测算 2018 年公路货运市场规模为 4.2 万亿元, 增速为 7.7%。

零担市场规模约 1 万亿。根据运联传媒与行业经验数据, 零担行业规模约占整个公路货运行业的 23% 左右, 测算 2018 年零担行业市场规模约 1 万亿元。同期快递行业市场规模 6038 亿元, 占比约 14%; 整车行业市场规模约 2.7 万亿, 占比 63%。

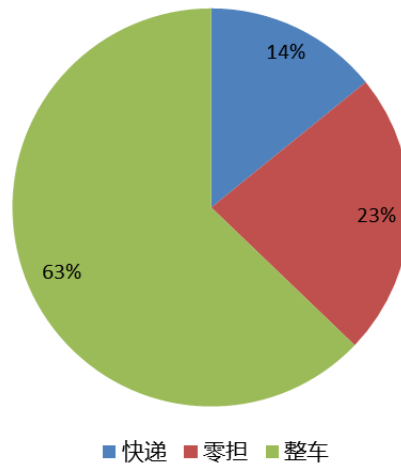
表 4: 公路货运市场规模预测

| 时间 | 公路货运市场规模(万亿元) | YOY | 公路货运周转量(万亿吨公里) | YOY | 公路货运平均价格(元/吨公里) | YOY |
|------|---------------|-------|----------------|-------|-----------------|------|
| 2015 | 3.57 | | 6.47 | 5.8% | 0.551 | |
| 2016 | 3.43 | -3.8% | 6.12 | -5.4% | 0.561 | 1.7% |
| 2017 | 3.94 | 14.7% | 6.67 | 9.0% | 0.590 | 5.3% |
| 2018 | 4.24 | 7.7% | 7.12 | 6.7% | 0.596 | 0.9% |

资料来源: Wind, 国家发改委价格监测中心, 安信证券研究中心

注: 公路货运平均价格计算方法: 以国家发改委价格监测中心披露的 36 个大中城市的零担、整车月度运价为基准进行综合测算。

图 11: 2018 年公路货运细分市场占比



资料来源: Wind, 运联传媒, 安信证券研究中心

目前零担行业的格局较为分散, 集中度较低。我国零担行业排名前 10 名的企业市场份额合计占比仅 5.2%, 集中度低, 市场竞争格局分散。2018 年行业前 5 的企业分别是德邦、顺丰、安能、跨越、百世。

德邦作为零担行业龙头, 具备高端定位和全网服务优势。德邦相比区域型和专线型零担企业竞争优势明显, 网络覆盖度高、时效和服务质量领先。尽管顺丰、跨越等竞争对手的增速较高, 但零担市场容量大、格局分散的特征, 决定了公司仍拥有较为充足的发展空间。

表 5: 零担市场前 10 企业营业收入 (亿元)

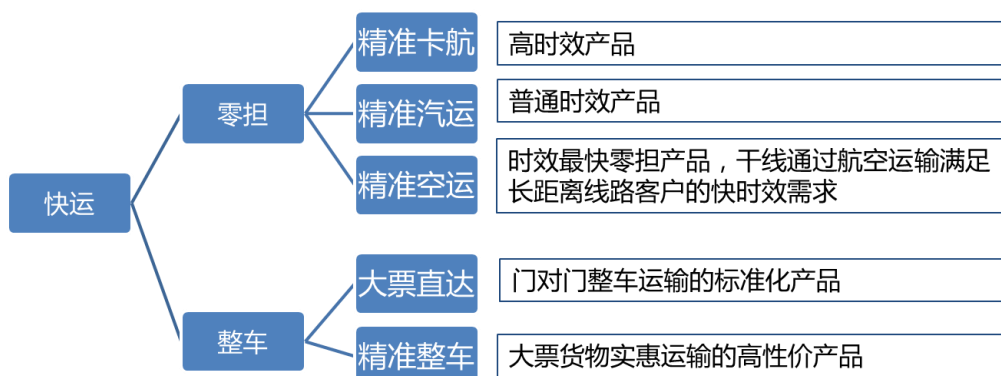
| 零担收入排名 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 1 | 德邦 107 | 德邦 114.8 | 德邦 125.7 |
| 2 | 安能物流 37 | 安能 56.7 | 顺丰 82.2 |
| 3 | 中铁物流 36.6 | 顺丰 46.7 | 安能 67 |
| 4 | 远成快运 27 | 百世 33.4 | 跨越 51.5 |
| 5 | 壹米滴答 25.8 | 壹米滴答 30 | 百世 41 |
| 6 | 天地华宇 24.6 | 三志物流 25.3 | 壹米滴答 39 |
| 7 | 顺丰速运 23.4 | 盛丰物流 22 | 三志物流 29.8 |
| 8 | 盛丰物流 23 | 盛辉物流 21.8 | 盛丰物流 24.5 |
| 9 | 龙邦快运 23 | 天地华宇 21.3 | 盛辉物流 22.6 |
| 10 | 佳吉快运 21 | 远成快运 19.5 | 天地华宇 19 |
| CR3 | - 2.3% | - 2.4% | - 2.8% |
| CR10 | - 4.4% | - 4.3% | - 5.2% |

资料来源: 运联传媒, 安信证券研究中心

2.2. 高时效精准卡航业务为快运核心，毛利率稳定

德邦快运产品中以零担为主，整车业务战略收缩。德邦将快运分为“零担”与“整车”两条产品线，由于当前整车业务巩固收缩，故快运基本为零担业务。零担具体包括精准空运、精准卡航、精准汽运三类标准化产品：精准空运时效最快，承诺 1-2 天可送达，精准卡航同样为高时效产品，用于距离在 480 公里以上的货物，基本覆盖了从珠三角、长三角及京津唐地区至全国的运输线路；精准汽运为普通时效产品，主要用于覆盖 480 公里以内的运输服务。

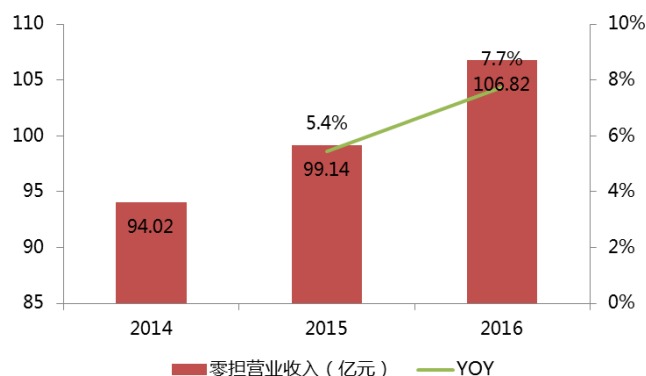
图 12：公司快运产品介绍



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

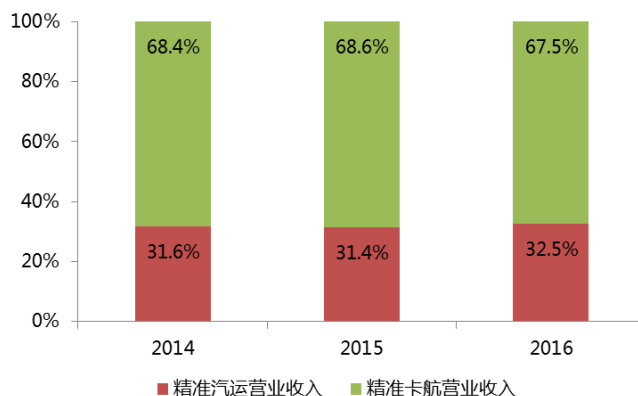
零担业务中，高时效的精准卡航占比约 70%、普通精准汽运占比约 30%。2014-2016 年，精准卡航营业收入约占零担收入的 70%，精准汽运约占零担收入的 30%，占比保持稳定。

图 13：公司零担产品零担营收及增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 14：公司零担产品分业务收入构成

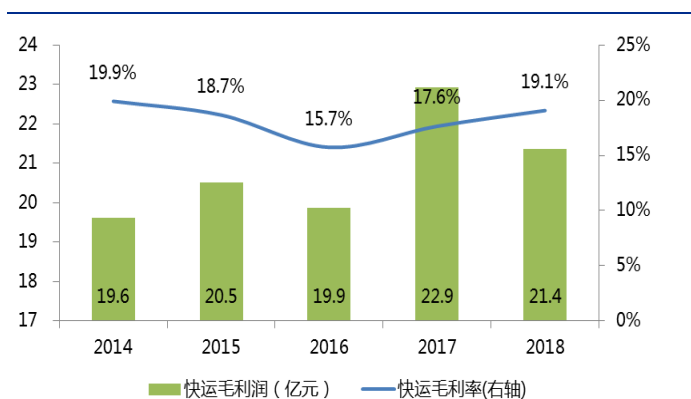


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

注：本章节精准卡航产品为广义，包括精准卡航（高时效长距离）及精准城运（高时效短距离），其中精准城运收入成本较小。

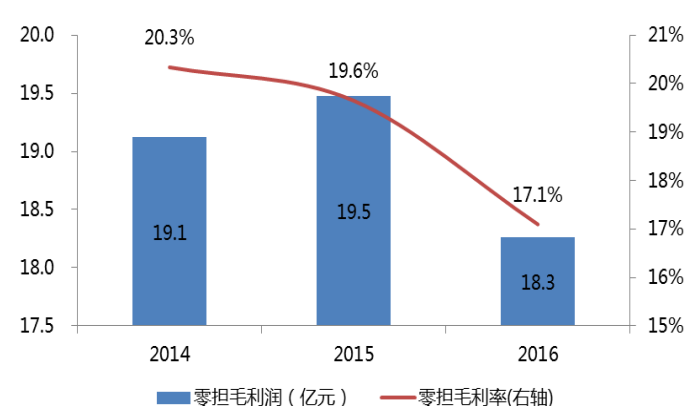
快运发展成熟，毛利率较为稳定。2018 年公司快运业务毛利率为 19.1%，同比提升 1.5pct。近些年公司快运毛利率不断提升，主要是由于低毛利率的整车业务逐步收缩退出。2016 年公司零担业务毛利率为 17.1%（2017 年开始未单独披露零担业务收入成本），由于公司整车业务较少且逐步退出，所以认为目前零担毛利率与整体快运业务相当。

图 15: 公司快运业务毛利率



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

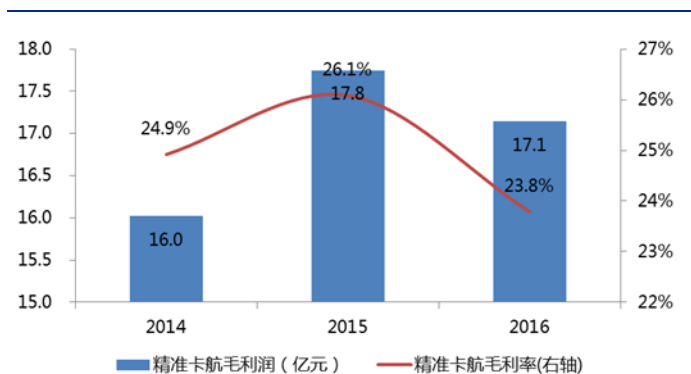
图 16: 公司零担业务毛利率



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

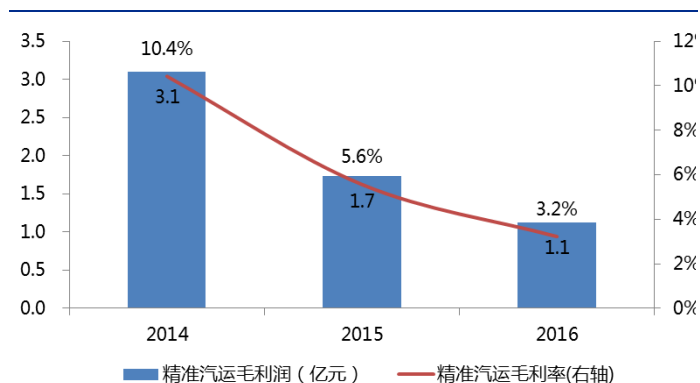
高时效零担产品毛利率较高。精准卡航产品毛利率相对较高, 主要由于卡航产品定价较高, 2016 年卡航业务毛利率为 23.8%, 精准汽运产品毛利率较低且呈下滑趋势, 主要是定位低价低时效产品, 并且易受到同行价格竞争, 2016 年精准汽运毛利率为 3.2%。

图 17: 公司精准卡航业务毛利率



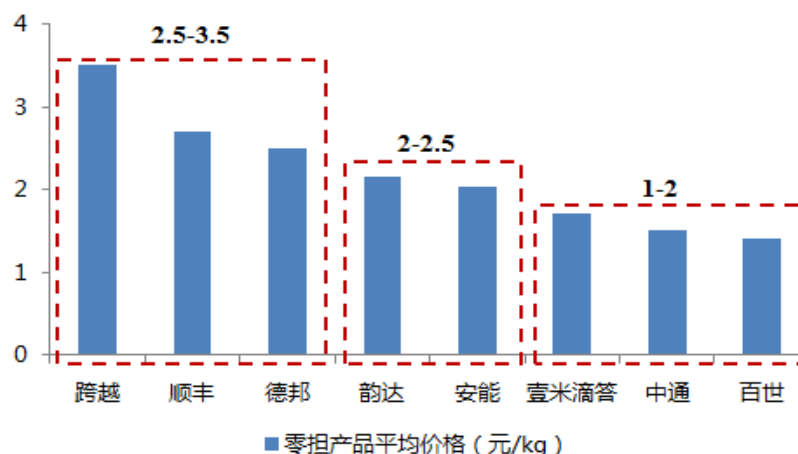
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 18: 公司精准汽运业务毛利率



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 19: 公司零担价产品格处于行业较高水平



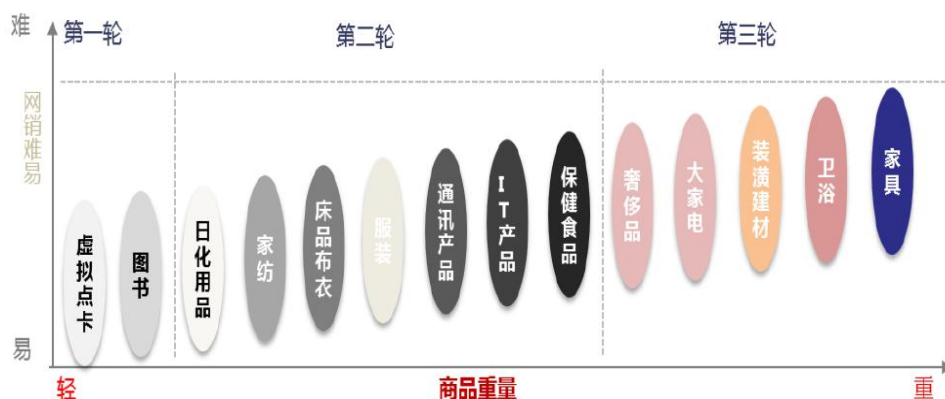
资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3. 转型切入大件快递，先发占领空白市场

3.1. 大件快递势猛发展，毛利率持续提升

随着消费升级，传统家电、家居等大重量、体积的商品线上渗透率不断提升，催生了庞大的大件快递市场需求。德邦于 2013 年 11 月战略布局快递业务，结合自身零担运输的优势，以大件快递为切入点，避开与传统小件的竞争，率先推出 3.60 特惠件产品，针对 3-30kg 的大件商品为客户提供高性价比的快递服务，将服务段由 30kg 提升至 60kg。2018 年 7 月 2 日，公司在水立方召开战略发布会，宣布公司品牌名称更名为德邦快递，全面发力大件快递业务。

图 20：消费升级催生大件快递需求



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

公司大件快递业务发展迅速。2014 年至 2018 年，公司快递业务收入从 4.92 亿元增长到 113.97 亿元，年均复合增速高达 119.39%。2018 年公司快递业务收入首次超越快运业务，成为公司最主要的营收来源。快递业务收入的高速增长主要系业务量的大幅上升，2014 年至 2018 年，公司快递业务量从 0.15 亿件增长到 4.47 亿件，年均复合增速 132.64%。

我们认为公司在大件快递市场具备两点重要竞争优势：1) 零担基因：公司的分拣、路由、信息系统适用于大件货物。2) 抓住大件痛点：大件快递通常单件货值高，在运输中转过程中易破损，需要特殊的物流设备进行搬运、部分商品还需协助安装。公司品牌定位高端，人员素质相对较高，能提供送货上门等服务，质量保障高。

图 21：公司快递业务收入及增速

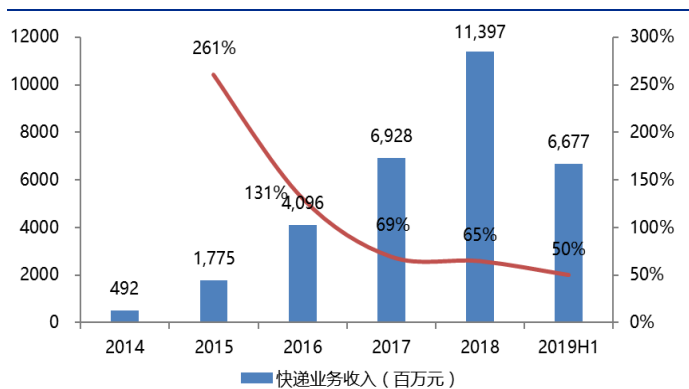
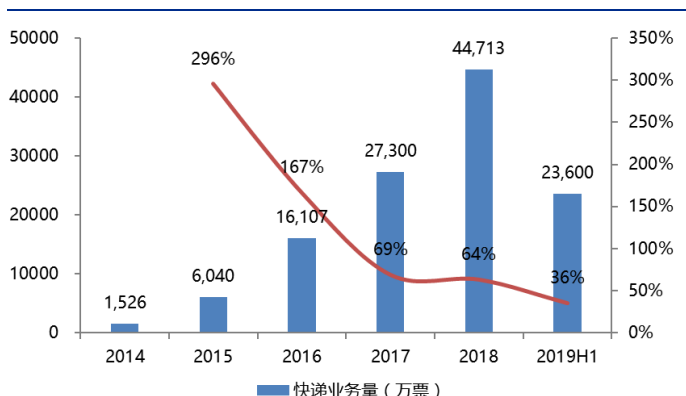


图 22：公司快递业务量及增速

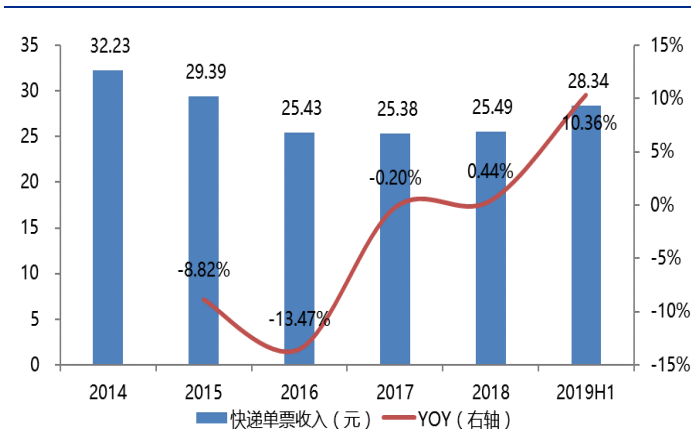


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

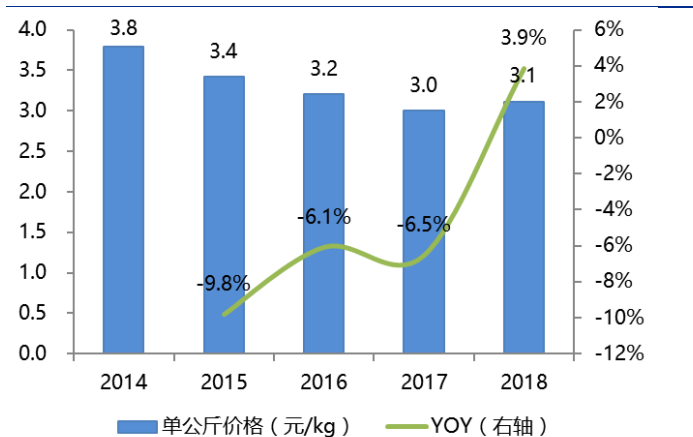
德邦快递单票重量约 8kg，单票收入回升。公司的单票收入与单票重量以及单公斤价格变化有关，2018 年单票收入 28.34 元，同比增长 10.4%。从单票重量角度看：公司快递的单票重量在 8 公斤以上，2018 年下半年公司推出新产品“360 特重件”，预计快递未来的平均重量会有所增加；从单公斤收入角度看：2015-2017 年单公斤收入连续下滑，可能与公司给予市场优惠拓展大件以及竞争对手价格冲击影响，2018 年公司单公斤收入企稳回升，达到 3.1 元/公斤，同比增长 3.9%。

图 23：公司快递业务单票收入



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

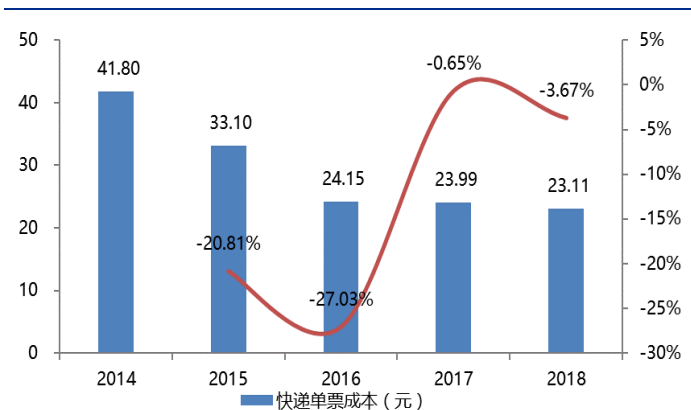
图 24：公司快递业务单公斤收入



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

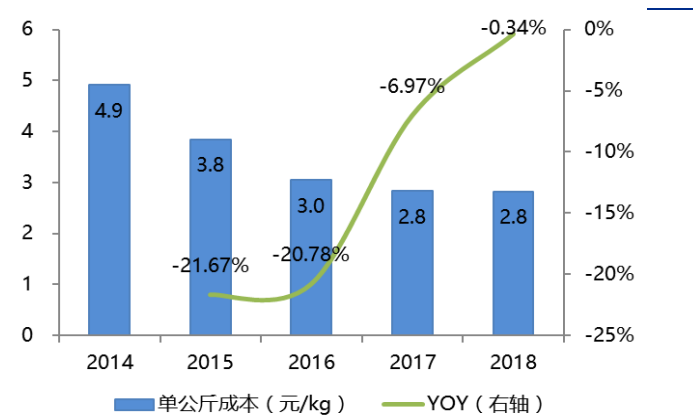
降本增效，快递单票成本不断下降。公司单票成本与单公斤成本均持续下降，我们认为有以下几方面原因：1) 公司网点覆盖率逐渐提升，从 2016 至 2018 的三年间，公司乡镇网点覆盖率分别为 66.8%、81.1%和 95.2%，呈现逐年上升趋势，已建成覆盖全国的营业网络，达到了业内领先水平，大大减少了末端服务成本。2) 公司大力发展电子面单，目前公司全渠道均已实现电子运单，相较于传统面单，电子面单可节约成本 82.9%。3) 公司持续的科技投入起到了降本增效的作用，近几年，公司每年在 IT 上的总体投入约占营业额的 1.5%-2%。

图 25：公司快递业务单票成本



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

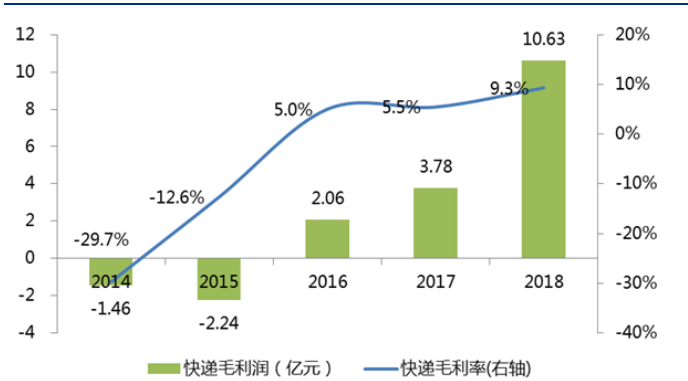
图 26：公司快递业务单公斤成本



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

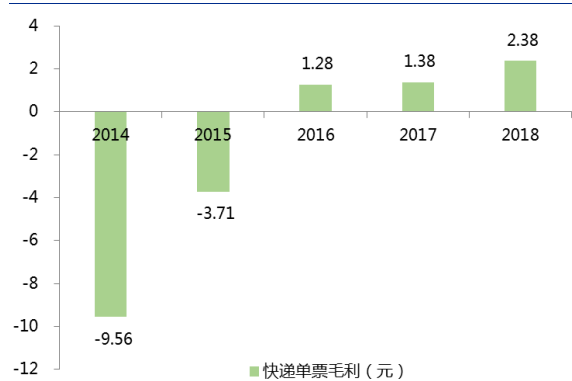
随着公司单票收入的稳定回升和单票成本的不断下降，公司的毛利率扭负为正，持续上行。2018 年公司单票毛利 2.38 元，毛利率 9.3%，提升 3.8pct。随着公司快递业务规模效益的逐步显现及降本增效等成本管控措施的深入，快递业务毛利率有望进一步提升。

图 27：公司快递业务毛利润与毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 28：公司快递业务单票毛利润

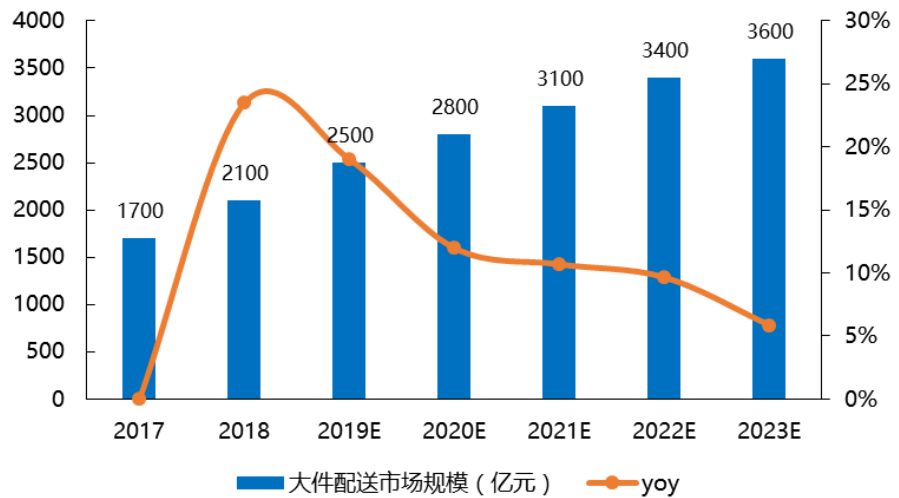


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.2. 大件快递核心市场：家电、家具

随着电商渗透率的提升，越来越多的大件商品（家电、家具建材、卫浴等）转移至线上销售，产生了较多的 B2C 需求；同时线下众多 B2B 的专业性市场（经销商-分销商-个人）也不断萌发出大件商品的配送需求，但传统的快递与零担企业却往往满足不了用户的需求，因此，大件快递空白市场由此产生。根据易观数据，2018 年大件快递市场规模达到 2100 亿元。

图 29：大件配送市场规模



资料来源：易观《中国大件快递白皮书 2018》，安信证券研究中心

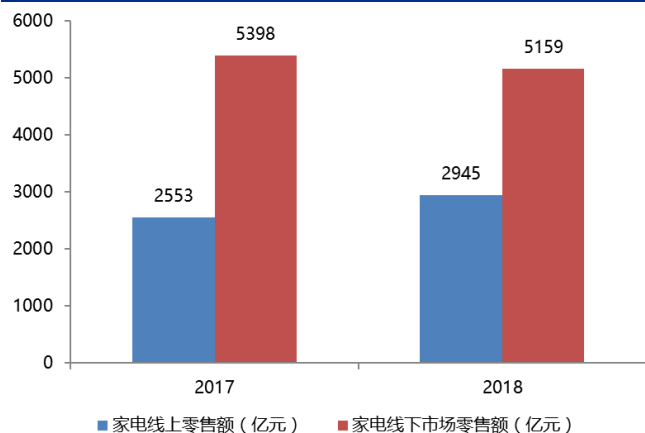
我们从家电、家具两个核心市场来分析大件快递市场：

➤ 家电行业

家电产生的大件快递市场规模约 700 亿元。根据国家家用电器工业信息中心发布数据：2018 年中国家电行业市场规模为 8104 亿元，同比+1.9%；线上家电市场零售额为 2945 亿元，同比+15.3%。我们认为家电的线下门店配送以及线上销售均构成大件快递的上游需求，当前我国的家电线上渗透率不断提升，2018 年达到 36.3%，同比提升 4.2pct，随着消费升级，家电线上渗透率还有较大提升空间，未来家电主要增长点在于线上。按照物流费用占销售费

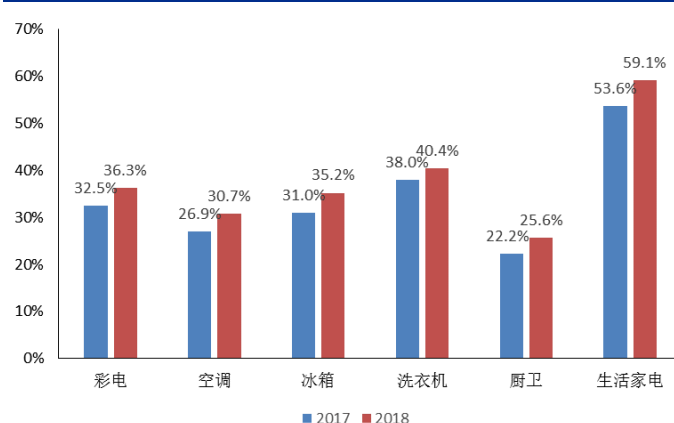
用的平均比例 8.5%来估算，家电大件快递市场规模约有 700 亿元。

图 30：家电线上、线下市场规模



资料来源：全国家用电器工业信息中心，安信证券研究中心

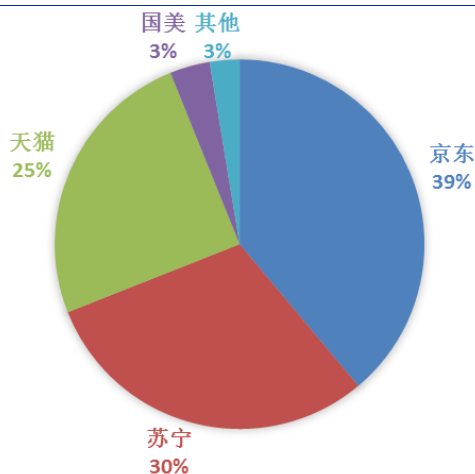
图 31：各品类家电的线上渗透率



资料来源：全国家用电器工业信息中心，安信证券研究中心

家电线上销售格局高度集中，垂物流占有资源优势。根据国家家用电器工业信息中心数据，目前家电的线上销售格局形成了三分天下的态势。京东、苏宁、天猫的合计占比达到了 94%，我们认为京东、苏宁、天猫平台上的垂物流服务商（京东物流、苏宁物流、日日顺）具备仓储、渠道、客户等资源优势，自营商家普遍选择自营物流，因此自营物流在线上销售端的市场份额较高。而德邦、安能等第三方快递企业主要切入这些电商平台上的长尾非自营卖家市场以及其他电商平台。

图 32：家电线上销售格局

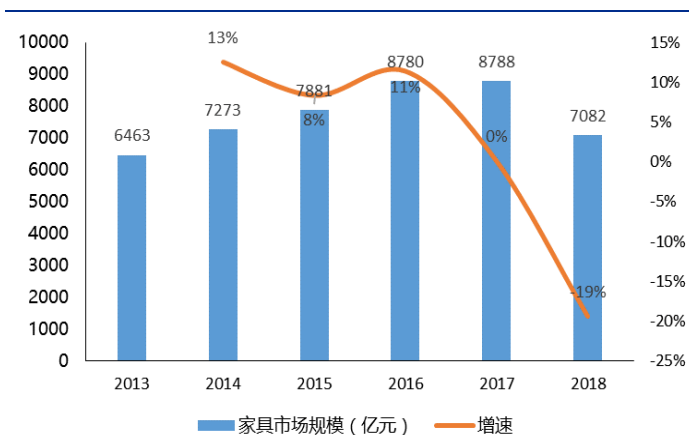


资料来源：全国家用电器工业信息中心，安信证券研究中心

➤ 家具行业

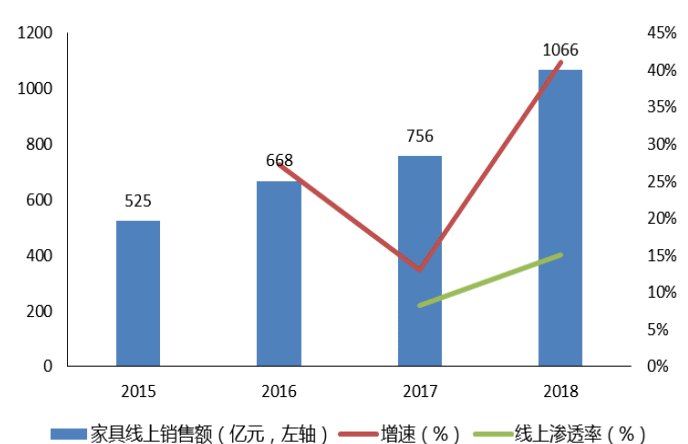
家具产生的大件快递市场规模约 600 亿元。根据国家统计局数据，2018 年我国家具制造业营业收入为 7081.7 亿元，同比下滑 19%，主要是由于房地产销售放缓，引起家具需求的疲软。其中，家具线上销售额为 1066.12 亿元，同比增长 41%，线上渗透率达到 15.05%。按照物流费用占销售费用的平均比例 8.5%来估算，家电大件快递市场规模约有 600 亿元。

图 33：家具行业市场规模



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 34：家具行业线上规模及渗透率



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

除了家具、家电外，我们认为大件快递还存在于卫浴、建筑建材、大家居、五金等多个目标市场，因此大件快递总体市场空间较大。值得注意的是，自 2018 年以来，房地产持续严控，大件快递部分上游行业增长放缓。但长期来看，随着我国城镇化的加速推进、居民可支配收入的不断提高，新增需求和更新换代需求也将释放，我国大件产品市场规模仍将稳步增长。

3.3. 大件快递竞争格局分析

目前大件快递的市场参与方主要有三类：1) 电商或家电企业的垂直物流公司（苏宁、京东、日日顺）、快运企业（德邦、安能、壹米滴答）、快递企业（顺丰、中通、百世和韵达）。

图 35：大件快递市场竞争格局



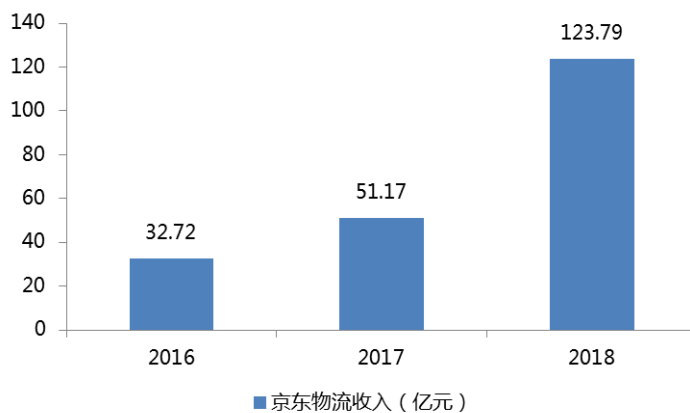
资料来源：网络资料，安信证券研究中心

1) 电商、家电企业的垂直物流公司

京东物流在 3C 仓配领先，目前向社会开放。根据京东 2018 年财报，2018 年京东集团净服务收入达 459.11 亿元，其中物流及其他服务收入为 123.79 亿元。目前京东物流的客户主要针对京东平台的商家提供物流仓储、配送服务。京东的个人快递业务于 2018 年 10 月向全社

会开放。目前京东物流主要在 3C 物品的配送领域处于领先。

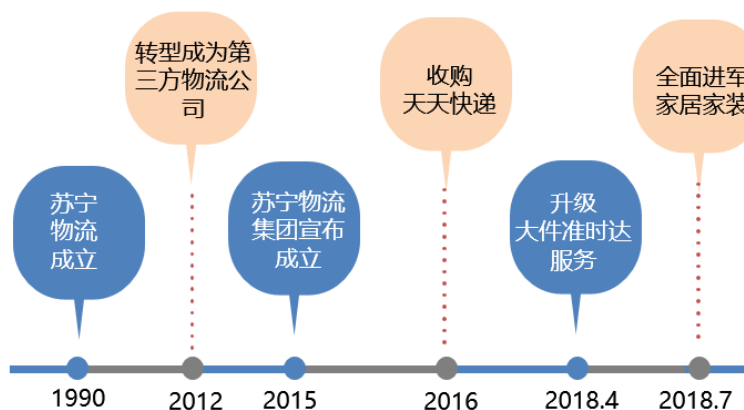
图 36：京东物流收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

苏宁物流加快大件业务布局，服务领域涵盖家电、家装、家居、卫浴、健身器材等多种类型产品。苏宁物流始于 1990 年，早期主要为苏宁提供物流服务。2012 年苏宁物流从苏宁的内部服务体系中剥离出来，转型成为第三方物流公司。2015 年 1 月，苏宁物流集团宣布成立，物流云全面对外开放。2016 年 12 月，苏宁收购天天快递，强化了苏宁物流最后一公里配送能力。2018 年 4 月，苏宁物流对自身的大件准时达服务进行了升级（消费者在苏宁易购购买大件商品，如果选择大件准时达服务，可享受 5 个送货时间段自由挑选以及一定优惠的服务）。2018 年 7 月，苏宁全面进军家居家装市场。

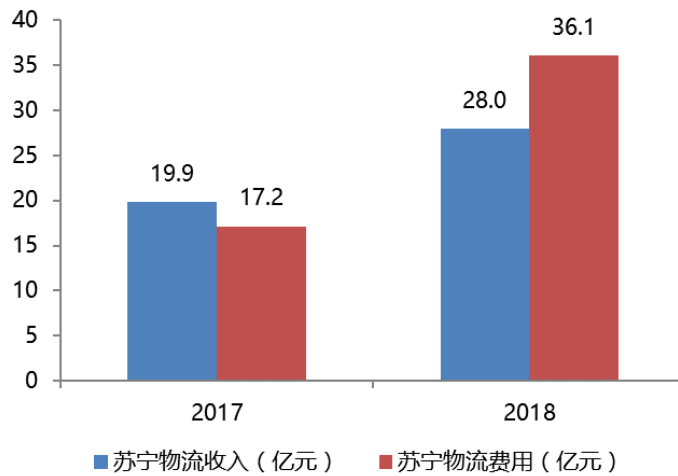
图 37：苏宁物流发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目前苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 1090 万平方米，拥有快递网点 24,615 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,864 个区县级城市。

图 38：苏宁物流收入及费用



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

日日顺物流是海尔集团的自营物流体系，目前 80% 以上的收入来自于为海尔集团提供运输服务，日日顺目前入驻天猫电器城，为第三方卖家提供大件配送服务。

2) 快运、快递企业推出针对性产品

针对大件快递，快运、快递企业均分别在传统业务上拓展，推出针对性的产品。梳理快递与快运企业推出的大件产品，我们发现德邦时效领先且单价水平最高，我们认为主要与其时效较快以及具有免费送货上楼的服务有关；顺丰单价次之；百世、中通的预计时效相同，但百世单价高于中通，主要是百世对于 50kg 以下物品提供免费上楼的服务，而中通送货上楼需收取额外费用有关；韵达定价排在后两名，仅高于中通，主要是与其时效较慢有关。

表 6：德邦、顺丰、韵达、中通和百世大件产品对比

| 代表性企业 | 对应产品 | 公斤段 | 30kg 大件快递 | | 送货上楼服务 |
|-------|-----------|----------|-------------|-------------|----------------------------|
| | | | 平均单价 (元/公斤) | 预计时效 | |
| 德邦 | 大件快递 | 3-60kg | 4.2 | 第三天 14:00 前 | 60kg 以下 100% 免费上楼 |
| 顺丰 | 重货包裹 | 20-100kg | 3.9 | 第四天 14:00 前 | 如无电梯，3 楼以上送货上楼需收费 |
| 韵达 | 168 大件 | 10-68kg | 2.05 | 第五天 | 40kg 以内免费上楼，超过 40kg 收取费用 |
| 百世 | 惠心件 | 5-60kg | 2.4 | 第三-四天 | 50kg 以下免费上楼，超过 50kg 收取费用 |
| 中通 | 小票零担 | 10-300kg | 1.7 | 第三-四天 | 需收取费用 |
| 安能 | MINI 电商小包 | 10-70kg | 3.5 | 第四天 | 不超过 40kg 免费上楼；超过 40kg 收取费用 |
| 壹米滴答 | 壹米小件 | 5-70kg | 3 | 第三-四天 | 40KG 以内免费上楼，40KG 以上收取费用 |
| 优速 | 330 限时达 | 3-30kg | 4.0 | 第三-四天 | 免费送货上楼 |

资料来源：公司官网，公司网站，安信证券研究中心

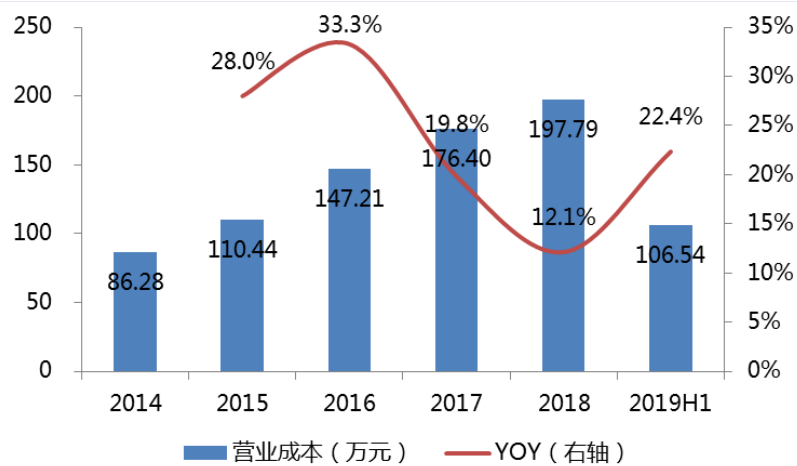
注：以上海浦东新区-北京市朝阳区为例，距离约 1200 公里；寄件日期算作第一天；韵达 168 大件产品 30kg 以内均为 60 元，30kg 以上平均单价为 2.05 元/公斤；

4. 转型阵痛期，公司核心价值不减

4.1. 营业成本有待改善，费用端表现良好

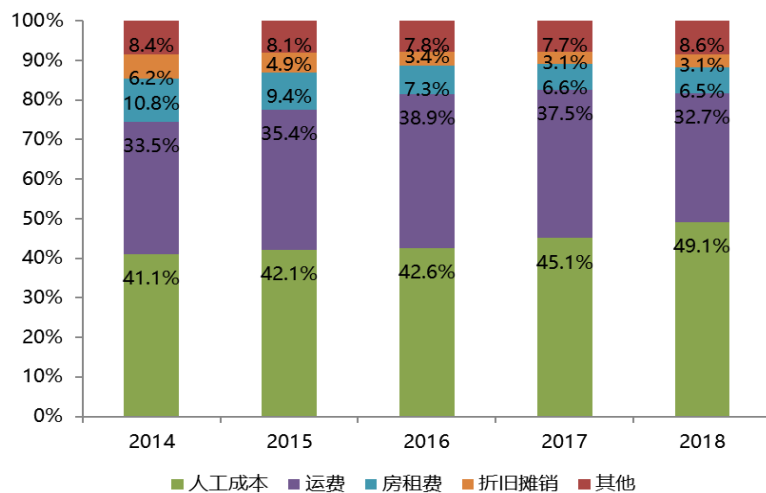
2019H1 公司营业成本为 106.54 亿元，同比增长 22.4%，主要系公司上半年对快递投入成本增多所致，表现在：1) 为了提高较为偏远的快递加盟网点的服务质量，增加对其末端派费投入；2) 为了增加快递业务时效，加大发车频率导致装载率下降，投入的中转场自动化设备增多导致折旧摊销上升以及投入的人力成本增多致使运输成本增多。

图 39：公司营业成本及其增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 40：公司成本结构

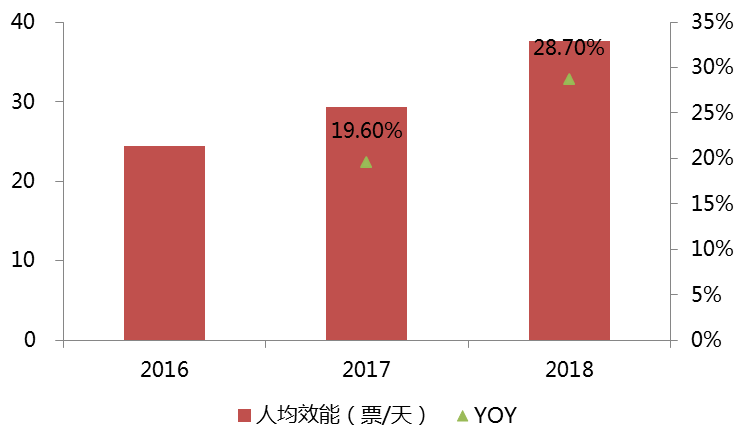


资料来源：Wind，安信证券研究中心

细分来看，公司人工成本占比不断升高，2018 年人工成本的比重接近 50%，是导致公司营业成本上升的主要因素。2014 年至 2018 年，公司人工成本增速始终高于营业成本增速，主要由于企业的快递业务高速发展需要大量劳动力，而社会用人成本正在不断上升，两者的叠加效应导致公司的人工成本上升。

人均效能持续提升，公司人力成本有望进一步改善。近三年公司人均效能持续提升，2018年公司快递小哥人均派件量达38票/天，同比提升28.7%。

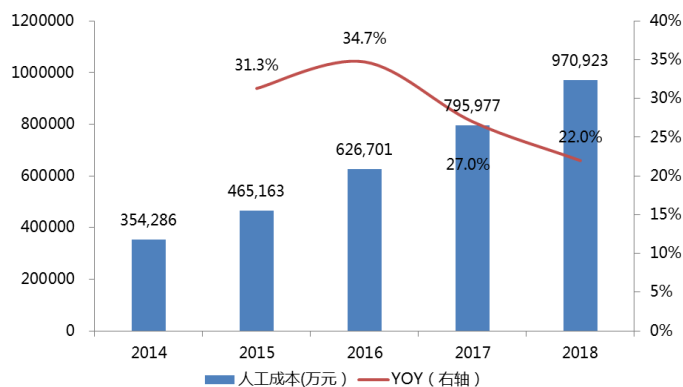
图 41：公司人均效能



资料来源：公司年报，安信证券研究中心测算

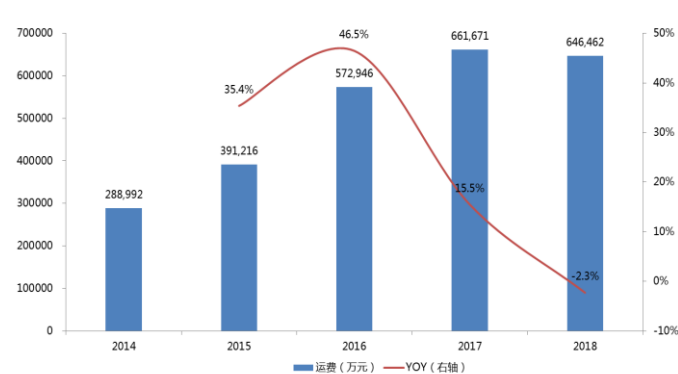
运费是公司营业成本的另一重要组成部分，近两年占营业成本的比重有所下滑，主要是由于公司通过燃油统购、干线外请运力集采、进行整车业务战略调整等成本管控措施导致的。我们认为随着公司干线网络的铺设基本完成以及一系列降本增效等成本管控措施的深入，公司的运费有望得到控制。

图 42：公司人工成本及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

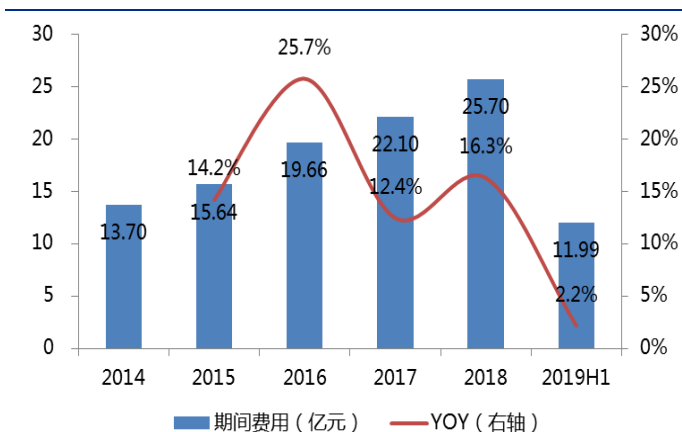
图 43：公司运费及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

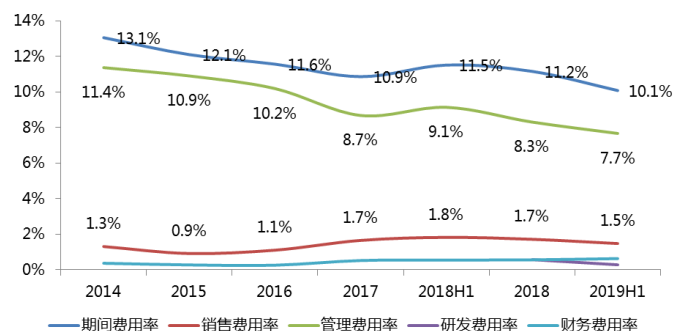
公司期间费用营收占比约10%，管理费用率持续降低。2019H1公司期间费用为11.99亿元，同比增长2.2%；期间费用营收占比为10.1%，同比下降1.4pct，主要系前期持续的信息化建设投入，带来后端管理效率的逐步提升，公司管理费用率持续降低，2019H1管理费用率为7.7%，同比下降1.5pct。

图 44：公司期间费用情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

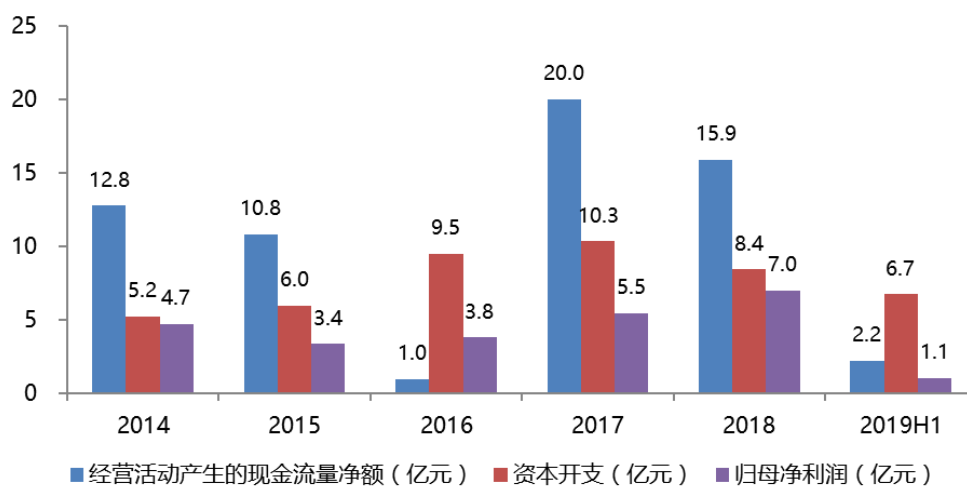
图 45：公司费用营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司经营净现金流超过净利润。2018 年公司经营净现金流 15.9 亿，高于净利润（8.4 亿）与资本开支（7 亿）。2019H1 经营性净现金流为 2.23 亿元，减少 6.84 亿元，同比下降 75.4%，主要系公司上半年购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 14.31 亿元，支付给职工的现金同比增加 7.18 亿元，导致经营活动的现金流流入增加额小于现金流流出增加额。

图 46：公司经营净现金流与资本开支、归母净利润

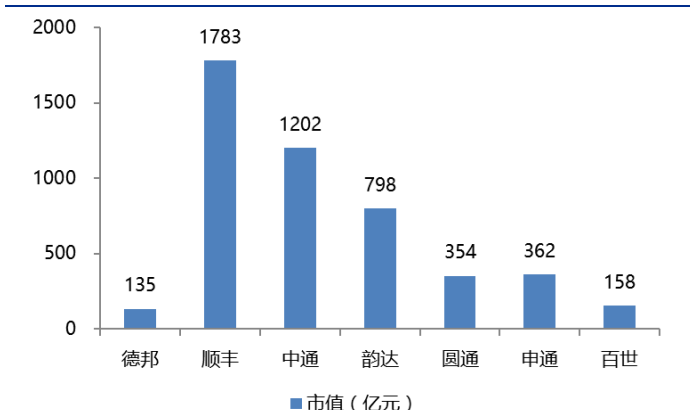


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 具备核心竞争力，公司长期价值不减

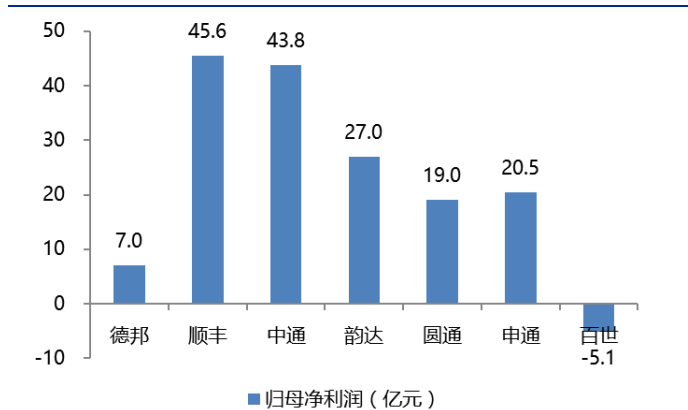
综合前文所述，德邦目前的业务模式是大件快递+零担快运双轮发展，公司处于转型大件的阵痛期，利润波动较大。对比我国所有上市快递物流企业，德邦当前市值处于较低位置，我们认为公司核心竞争力包括两大方面，软实力：人才体系、管理能力；硬实力：全国物流网络、IT 设备。当前大件快递以及零担快运的竞争格局均未明朗，而公司软硬实力兼具，尽管遇到外部较强竞争，我们认为公司仍有望突出重围。

图 47：我国上市快递企业市值对比（最新交易日）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 48：我国上市快递企业利润对比（2018 年）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

人才体系完善，精细化管理突出

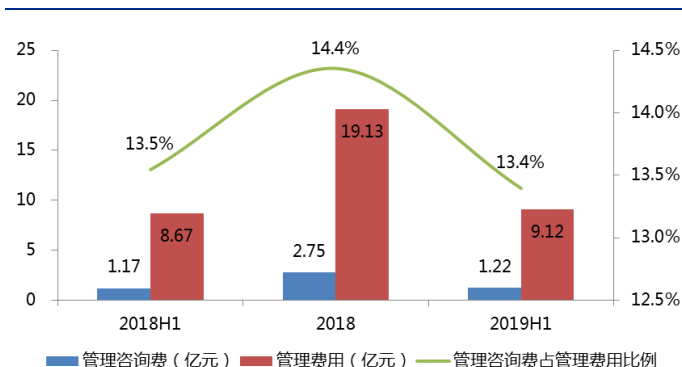
目前中国的物流行业，仍然是一个人力密集型与经验主导型的行业，管理能力是物流公司的核心竞争力，而员工素质则是管理水平的重要外化表现。

德邦重视人才引进与培养。自 2005 年起，德邦在行业内率先启动校园招聘，截至 2019 年 6 月 30 日，公司大学本科学历及以上的员工比例约为 19%，大专学历及以上的员工比例达到 53%，均高于业内同行，公司人员整体素质较高。

培训体系完善，业内独树一帜。公司对一线操作人员到办公文职人员及管理工作人员，持续进行系统培训；公司员工经常性轮岗熟悉各业务条线；管理人员通过内部培养和提拔；构建以人为本、重视一线员工的企业文化；业内称德邦为物流界的“黄埔军校”。

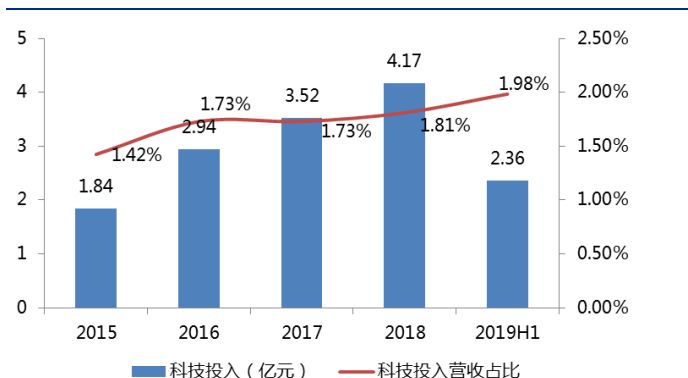
借力外部咨询，另辟蹊径。2019H1 公司管理咨询费为 1.22 亿元，同比增长 13.4%，占管理费用的 13.4%。在运输线路方面，公司引入了麦肯锡、IBM 等知名的外部咨询公司进行优化协助；在财务管理体系方面，公司与国际知名的咨询公司合作，建立精细化成本管理体系。

图 49：德邦管理咨询费占管理费用的 13% 以上



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 50：公司科技投入情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表 7：德邦人员整体素质较高

| 学历 | 德邦 | 韵达 | 圆通 |
|--------|-----|-----|-----|
| 研究生及以上 | 19% | 1% | 1% |
| 本科 | | 15% | 11% |
| 大专 | 34% | 21% | |
| 高中专及以下 | 21% | 63% | 89% |

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

➤ 物流网络具备核心价值，信息系统覆盖业务场景

全国网络已经成型，规模效应显现，构筑起准入门槛。目前德邦完成了全国三级网络布局：即遍布全国各地的营业网点、处于关键区域节点的分拨中心、运转协调的运输线路。全国网络形成后，随着业务量的拓展，规模效应显现。对新进入者而言，新建物流网络的代价与风险极高（前期投入高，后期业务量拓展不及时将拖累运营成本）。

表 8：上市快递企业网络情况对比（2019H1）

| | 日均快递业务量 (万件) | 转运中心数 (个) | 终端网点数 (个) | 运输车辆 (辆) | 县级以上城市 覆盖率 (%) |
|----|-----------------|----------------|-----------|--------------------|-------------------|
| 德邦 | 130 (快运 9.8) | 155 | 27986 | 11046 (自有) | 94% |
| 顺丰 | 1108 | 193 (快运 44) | 约 16000 | 35000 | 94% |
| 中通 | 2951 | 87 | 约 30000 | 5800(自有 4950) | 98% |
| 韵达 | 2381 | 55 | 30070 | - | 95% |
| 圆通 | 2090 | 82 | 31302 | 1572 (自有) | 97% |
| 申通 | 1654 | 68 | 27000+ | 5200+ (自有 3650) | - |
| 百世 | 1784 | 97 | 31000 | - | 99% |

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

注：百世 2019H1 终端网点数采用 2018 年数据，中通/百世 2019H1 县级以上城市覆盖率采用 2018 年数据

公司形成了覆盖各个业务场景的信息系统平台。德邦致力于打造前瞻性的信息平台，以促进管理和业务的持续优化，先后与 81 家公司开展了 108 个项目，合作对象包括华为、科大讯飞等知名科技企业。2019H1 公司科技投入 2.36 亿元，约占总收入的 2%，基本建立了覆盖所有业务场景的信息系统。

图 51：公司主要信息系统/科技产品



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

➤ 股权激励计划彰显发展信心

公司第一期员工持股计划完成，深度绑定核心员工。2018年9月，公司发布第一期员工持股计划，董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司及控股子公司其他员工（共计不超过2300人）拟认购持股计划份额不超过10505.05万份，预留份额不超过11494.95万份，公司业绩考核目标为，2019年扣非归母净利润不低于4.68亿元，2020年扣非净利润不低于5.70亿元，2021年扣非归母净利润不低于6.96亿元。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

✓ 大件快递业务:

- 1) 预计19-21年公司大件快递业务保持快速增长,对应业务量增速分别为40%、30%、25%;
- 2) 由于公司18年推出360产品,大件快递单票重量提升,预计快递单票收入短期提升幅度较大,但同时由于竞争持续,单票收入增速后续将放缓甚至面临价格战,预计19-21年单票收入增幅分别为10%、5%、-5%;
- 3) 随着公司管理的精细化提升以及人均效能提升,预计大件快递的毛利率逐年提升,19-21年分别提升0.5pct/1pct/1pct,即19-21年毛利率分别为9.8%、10.8%、11.8%。

✓ 快运业务:

- 4) 由于受到经济下滑影响、竞争者抢占市场份额、公司业务结构调整,预计公司19年快运业务量负增长,随着经济回暖,快运业务量增速有望反弹回升。预计19-21年快运业务量增速分别为-10%、5%、2%;
- 5) 快运市场面临中低端品牌价格竞争,价格有持续下滑的可能,预计19-21年快运单票收入增速分别为-3%、-3%、-6%;
- 6) 预计19-21年公司快运业务毛利率分别变化-1pct/+0pct/-1pct,即19-21年毛利率分别为18.1%、18.1%、17.1%。

表9: 公司快递、快运业务收入及成本拆分

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 快递 | | | | | |
| 业务量 (亿件) | 2.73 | 4.47 | 6.26 | 8.14 | 10.17 |
| yoy | 69.5% | 63.8% | 40% | 30% | 25% |
| 单票收入 (元/票) | 25.38 | 25.49 | 28.04 | 29.44 | 27.97 |
| yoy | -0.2% | 0.4% | 10% | 5% | -5% |
| 快递业务收入 (亿元) | 69.28 | 113.97 | 175.52 | 239.58 | 284.51 |
| yoy | 69.1% | 64.5% | 54% | 37% | 19% |
| 单票成本 (元/票) | 23.99 | 23.11 | 25.28 | 26.25 | 24.66 |
| yoy | -0.6% | -3.7% | 9% | 4% | -6% |
| 快递业务成本 (亿元) | 65.50 | 103.35 | 158.28 | 213.65 | 250.87 |
| yoy | 68.4% | 57.8% | 53% | 35% | 17% |
| 快递业务毛利 (亿元) | 3.78 | 10.63 | 17.24 | 25.93 | 33.64 |
| yoy | 83.4% | 181.3% | 62% | 50% | 30% |

| | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 快递业务毛利率 | 5.5% | 9.3% | 9.8% | 10.8% | 11.8% |
| 快运 | | | | | |
| 业务量 (亿件) | 0.40 | 0.36 | 0.32 | 0.34 | 0.35 |
| yoy | -2.2% | -11.4% | -10% | 5% | 2% |
| 单票收入 (元/票) | 320.94 | 312.43 | 303.06 | 293.96 | 276.33 |
| yoy | 5.3% | -2.7% | -3% | -3% | -6% |
| 快运业务收入 (亿元) | 129.94 | 112.06 | 97.83 | 99.64 | 95.53 |
| yoy | 2.9% | -13.8% | -13% | 2% | -4% |
| 单票成本 (元/票) | 264.33 | 252.87 | 248.31 | 240.86 | 229.18 |
| yoy | 2.9% | -4.3% | -2% | -3% | -5% |
| 快运业务成本 (亿元) | 107.02 | 90.70 | 80.16 | 81.64 | 79.23 |
| yoy | 0.6% | -15.2% | -12% | 2% | -3% |
| 快运业务毛利 (亿元) | 22.92 | 21.36 | 17.67 | 18.00 | 16.30 |
| yoy | 15.4% | -6.8% | -17% | 2% | -9% |
| 快运业务毛利率 | 17.6% | 19.1% | 18.1% | 18.1% | 17.1% |

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

5.1. 盈利预测与投资建议

公司短期正处于转型阵痛期，展望未来，随着公司创始人的重新回归以及自身经营策略的调整，我们认为公司盈利情况有望逐步改善。预计公司 19/20/21 年归母净利润分别为 5.53/6.97/8.42 亿元，EPS 分别为 0.58/0.73/0.88 元，对应 PE 为 23x、19x、15x，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

6. 风险提示

- 1) 宏观经济大幅下滑：公司快运业务与宏观经济关联度较大，宏观经济大幅下滑将导致公司快运业务盈利不及预期；
- 2) 大件快递业务拓展不及预期：大件快递市场规模通过物流费用占比估算，实际市场容量可能低于预期；尽管公司进入大件快递市场较早，仍不乏竞争对手进入，公司存在快递业务毛利率提升不及预期的风险；
- 3) 行业大规模价格战：随着资本的进一步介入快运快递行业，竞争对手可能发动行业大规模价格战，使公司盈利不及预期；
- 4) 理财资金减值风险：公司公告其控股子公司以自有资金认购的 1.6 亿私募产品逾期兑付，可能存在理财资金减值风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 20,350.1 | 23,025.3 | 27,782.1 | 34,391.9 | 38,473.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 17,639.5 | 19,779.0 | 24,241.4 | 29,951.8 | 33,441.8 | 营业收入增长率 | 19.7% | 13.1% | 20.7% | 23.8% | 11.9% |
| 营业税费 | 65.1 | 66.0 | 80.6 | 99.7 | 111.6 | 营业利润增长率 | 132.1% | 26.5% | -21.6% | 26.9% | 20.7% |
| 销售费用 | 337.2 | 395.8 | 458.4 | 550.3 | 615.6 | 净利润增长率 | 43.9% | 28.1% | -21.0% | 26.0% | 20.8% |
| 管理费用 | 1,766.1 | 1,913.3 | 2,278.1 | 2,887.6 | 3,194.1 | EBITDA 增长率 | 44.1% | 31.7% | 20.8% | 51.4% | 28.5% |
| 财务费用 | 107.1 | 130.3 | 118.7 | 124.5 | 121.6 | EBIT 增长率 | 80.2% | 49.7% | -13.0% | 23.7% | 17.8% |
| 资产减值损失 | 32.3 | 50.0 | 34.4 | 38.9 | 41.1 | NOPLAT 增长率 | 127.2% | 26.3% | -19.5% | 23.1% | 18.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -37.0% | -2.6% | 60.1% | 5.7% | 13.9% |
| 投资和汇兑收益 | 119.3 | 120.6 | 130.0 | 150.0 | 125.0 | 净资产增长率 | 21.6% | 31.1% | 11.2% | 11.7% | 12.6% |
| 营业利润 | 706.2 | 893.4 | 700.4 | 889.1 | 1,072.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -4.0 | 3.6 | 3.7 | 2.7 | 2.5 | 毛利率 | 13.3% | 14.1% | 12.7% | 12.9% | 13.1% |
| 利润总额 | 702.2 | 897.0 | 704.2 | 891.8 | 1,075.4 | 营业利润率 | 3.5% | 3.9% | 2.5% | 2.6% | 2.8% |
| 减:所得税 | 155.6 | 196.6 | 150.9 | 194.7 | 233.6 | 净利润率 | 2.7% | 3.0% | 2.0% | 2.0% | 2.2% |
| 净利润 | 546.6 | 700.4 | 553.2 | 697.1 | 841.7 | EBITDA/营业收入 | 6.0% | 6.9% | 7.0% | 8.5% | 9.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 3.1% | 4.1% | 2.9% | 2.9% | 3.1% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 27 | 27 | 25 | 23 | 22 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 4 | -5 | -4 | -2 | -2 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 67 | 72 | 68 | 55 | 51 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 24 | 22 | 22 | 21 | 21 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 108 | 115 | 108 | 91 | 87 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 30 | 20 | 22 | 22 | 22 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 17.8% | 17.4% | 12.4% | 13.9% | 15.0% |
| | | | | | | ROA | 8.4% | 8.5% | 6.5% | 7.8% | 8.8% |
| | | | | | | ROIC | 30.4% | 60.9% | 50.3% | 38.7% | 43.2% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% |
| | | | | | | 管理费用率 | 8.7% | 8.3% | 8.2% | 8.4% | 8.3% |
| | | | | | | 财务费用率 | 0.5% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.3% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 10.9% | 10.6% | 10.3% | 10.4% | 10.2% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 52.9% | 51.0% | 47.1% | 43.7% | 40.4% |
| | | | | | | 负债权益比 | 112.3% | 104.1% | 89.0% | 77.6% | 67.7% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.18 | 1.32 | 1.34 | 1.42 | 1.54 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.18 | 1.32 | 1.34 | 1.42 | 1.53 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 5.87 | 7.23 | 6.90 | 8.14 | 9.82 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.17 | 0.22 | 0.12 | 0.19 | 0.22 |
| | | | | | | 分红比率 | 30.0% | 30.0% | 20.0% | 26.7% | 25.6% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.3% | 1.7% | 0.9% | 1.5% | 1.7% |

资产负债表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 1,898.8 | 2,756.4 | 2,222.6 | 1,855.4 | 2,167.5 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 1,304.7 | 1,571.3 | 1,747.1 | 2,322.6 | 2,208.7 |
| 应收票据 | 39.8 | 9.8 | 41.3 | 33.9 | 45.4 |
| 预付帐款 | 279.0 | 352.9 | 441.7 | 521.6 | 558.4 |
| 存货 | 8.3 | 19.3 | 14.4 | 21.4 | 22.9 |
| 其他流动资产 | 432.5 | 578.1 | 717.5 | 576.1 | 623.9 |
| 可供出售金融资产 | 499.4 | 513.0 | 520.0 | 531.0 | 532.0 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | 57.7 | 117.7 | 177.7 | 237.7 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 1,600.1 | 1,848.8 | 2,053.0 | 2,247.5 | 2,425.9 |
| 在建工程 | 1.1 | 0.2 | 120.1 | 192.1 | 235.3 |
| 无形资产 | 17.9 | 32.8 | 36.4 | 40.0 | 42.4 |
| 其他非流动资产 | 439.8 | 480.4 | 467.2 | 440.6 | 454.1 |
| 资产总额 | 6,521.2 | 8,220.8 | 8,499.0 | 8,959.8 | 9,554.2 |
| 短期债务 | 1,078.0 | 1,000.7 | 789.1 | - | - |
| 应付帐款 | 1,087.5 | 1,628.1 | 1,705.4 | 2,456.0 | 2,190.5 |
| 应付票据 | 38.5 | 29.5 | 113.3 | 48.3 | 115.9 |
| 其他流动负债 | 1,146.1 | 1,340.7 | 1,253.2 | 1,238.2 | 1,350.1 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 99.7 | 194.6 | 121.2 | 138.5 | 151.4 |
| 负债总额 | 3,449.9 | 4,193.5 | 3,982.2 | 3,881.0 | 3,808.0 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - |
| 股本 | 860.0 | 960.0 | 960.0 | 960.0 | 960.0 |
| 留存收益 | 2,212.4 | 3,067.3 | 3,516.8 | 4,038.8 | 4,666.3 |
| 股东权益 | 3,071.3 | 4,027.3 | 4,476.8 | 4,998.8 | 5,626.3 |

现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 净利润 | 546.6 | 700.4 | 553.2 | 697.1 | 841.7 |
| 加:折旧和摊销 | 720.1 | 800.7 | 1,112.4 | 1,910.0 | 2,560.9 |
| 资产减值准备 | 32.3 | 50.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 56.7 | 80.9 | 118.7 | 124.5 | 121.6 |
| 投资损失 | -119.3 | -120.6 | -130.0 | -150.0 | -125.0 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - |
| 营运资金的变动 | 1,775.0 | 136.1 | -427.2 | 200.8 | -70.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 2,001.1 | 1,587.9 | 1,267.2 | 2,822.4 | 3,369.0 |
| 投资活动产生现金流量 | -948.9 | -836.4 | -1,367.0 | -2,101.0 | -2,721.0 |
| 融资活动产生现金流量 | 62.7 | 58.8 | -434.0 | -1,088.5 | -335.9 |

业绩和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.57 | 0.73 | 0.58 | 0.73 | 0.88 |
| BVPS(元) | 3.20 | 4.20 | 4.66 | 5.21 | 5.86 |
| PE(X) | 23.2 | 18.1 | 22.9 | 18.2 | 15.1 |
| PB(X) | 4.1 | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| P/FCF | 8.8 | 19.3 | -27.2 | -51.2 | 25.3 |
| P/S | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | - | 8.2 | 5.3 | 3.4 | 2.5 |
| CAGR(%) | 8.4% | 6.3% | 13.3% | 8.4% | 6.3% |
| PEG | 2.7 | 2.9 | 1.7 | 2.2 | 2.4 |
| ROIC/WACC | 3.0 | 6.0 | 4.9 | 3.8 | 4.2 |
| REP | - | 1.7 | 1.0 | 1.2 | 0.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

明兴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 021-35082737 | chenyy6@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034