

德邦股份 (603056)

零担巨头布局大件快递，成长空间广阔

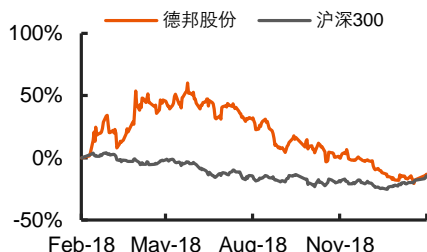
推荐 (首次)

现价: 16.31 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.deppon.com
大股东/持股	德邦控股/71.99%
实际控制人	崔维星
总股本(百万股)	960
流通 A 股(百万股)	218
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	156.58
流通 A 股市值(亿元)	35.50
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	56

行情走势图



证券分析师

王伟 投资咨询资格编号
S1060518080001
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号
S1060119010028
ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **德邦股份发展迅速，业绩稳步增长：**德邦股份于 2018 年初登陆 A 股，2010-2017 年，德邦股份营业收入复合增长率达 34.0%，发展迅猛。2018 年前三季度，德邦实现营业收入 160.5 亿元，同比增长 9.6%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 28.3%。
- **深耕零担运输多年，打造行业龙头：**德邦公路快运业务采用直营模式运营，品牌形象良好，客户以中高端为主。零担业务细分为精准卡航/城运和精准汽运，德邦的精准卡航/城运业务盈利能力优势明显，自 2014 年以来利润占零担业务比重均超过 80%，2017 年前三季度，德邦精准卡航、城运业务毛利率达 26.4%，远超行业平均水平，精准汽运业务毛利率仅为 6.8%。按照我们的测算，在全国性网络布局的快运公司中，德邦市占率超 10%，处于龙头地位。
- **快递业务发展迅猛，提供新的业绩增长点：**自 2013 年开通快递业务以来，德邦在网络布局、市场渠道、服务体验、精益管理和运营模式等五大方面持续投入，已建立相匹配的大件处理能力。2017 年，德邦快递业务收入占比 34.0%，已成为德邦收入的重要贡献部分。随着电商的发展，大件快递正逐步成为德邦新的增长点，近三年复合增长率 97.58%，德邦作为大件快递的领航者，业务发展空间巨大。
- **投资建议：**德邦股份是我国零担快运行业的龙头，具备良好的口碑和品牌优势，大件快递业务将成为德邦新的业绩增长点，我们预计，2018 年、2019 年、2020 年公司 EPS 分别为 0.74 元、0.94 元、1.22 元，对应 PE 分别为 22.0x、17.4x、13.4x，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 宏观经济波动风险：如果未来中国经济增速放缓，将对我国物流行业的整体发展以及德邦未来业务增长情况产生一定影响；(2) 电商增速不达预期风险：大件快递的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递业务增速下降；(3) 客户需求变化风险：若德邦未能及时根据客户需求的变化，及时调整经营策略并不断完善产品类型，则可能面临失去进一步扩大客户范围机遇的风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17001	20350	25653	31455	38058
YoY(%)	31.6	19.7	26.1	22.6	21.0
净利润(百万元)	380	547	713	899	1169
YoY(%)	12.7	43.9	30.3	26.2	30.0
毛利率(%)	13.4	13.3	13.2	13.3	13.6
净利率(%)	2.2	2.7	2.8	2.9	3.1
ROE(%)	15.0	17.8	19.1	19.6	20.5
EPS(摊薄/元)	0.40	0.57	0.74	0.94	1.22
P/E(倍)	41.2	28.6	22.0	17.4	13.4
P/B(倍)	6.2	5.1	4.2	3.4	2.7

正文目录

一、 多点布局，稳步增长	4
1.1 德邦股份基本情况	4
1.2 财务状况良好，业绩稳步增长	6
二、 快运业务：行业龙头，深耕多年	8
2.1 强化高端快运业务，精细化运输网络	8
2.2 零担市场规模万亿，深耕多年居龙头	10
三、 快递业务：聚焦大件，蓝海市场	12
3.1 聚焦大件快递市场，未来发展空间巨大	12
3.2 扭亏转盈，德邦快递业务高速发展	16
四、 推行员工持股计划，彰显发展信心	17
五、 投资建议	18
六、 风险提示	18

图表目录

图表 1	德邦股份发展历程	4
图表 2	德邦业务覆盖范围	4
图表 3	德邦营业收入结构情况	5
图表 4	德邦股份股权结构（截至 2018 年 9 月 30 日）	5
图表 5	德邦股份资产状况（单位：亿元）	6
图表 6	德邦运输货物总重量（单位：万吨）	6
图表 7	德邦股份营业收入及增速（单位：亿元）	6
图表 8	事业合伙人参与模式	7
图表 9	德邦合伙人业务收入（单位：亿元）	7
图表 10	德邦合伙人业务收入占总营业收入比重	7
图表 11	德邦股份归母净利润及增速（单位：亿元）	8
图表 12	德邦股份毛利率、净利率	8
图表 13	德邦快运业务运输货量（单位：万吨）	8
图表 14	德邦快运业务运输票数（单位：万票）	8
图表 15	德邦零担业务收入及增速（单位：亿元）	9
图表 16	德邦零担业务利润及增速（单位：亿元）	9
图表 17	德邦零担快运产品	9
图表 18	德邦精准卡航/城运业务量占零担业务比重	10
图表 19	德邦零担快运产品利润占零担总利润比重情况	10
图表 20	德邦零担快运产品毛利率情况	10
图表 21	公路零担市场规模（单位：万亿）	11
图表 22	零担市场集中度	11
图表 23	2017 年零担重货行业收入排行榜（单位：亿元）	12
图表 24	大件歧视的三大原因	12
图表 25	德邦大件快递的两项核心项目	13
图表 26	各快递快运公司大件产品特征	13
图表 27	德邦、顺丰、中通价格与时效对比（以北京市朝阳区至上海市浦东新区为例）	13
图表 28	德邦快递业务单票收入（单位：元）	14
图表 29	货运及快递公司开展大件业务的优劣势分析	14
图表 30	消费升级，电商产品渗透率逐步深化	15
图表 31	新兴的大件快递直指消费升级带来的潜藏市场空间	15
图表 32	大件快递迎来机遇，未来发展空间大	15
图表 33	德邦快递业务量及增速（单位：百万）	16
图表 34	德邦快递业务收入及增速（单位：亿元）	16
图表 35	德邦快递业务利润及增速（单位：亿元）	16
图表 36	德邦快递业务毛利率	16
图表 37	德邦员工持股计划持有人名单及份额分配情况（单位：万元）	17
图表 38	公司业绩考核要求 - 净利润指标	17

一、多点布局，稳步增长

1.1 德邦股份基本情况

德邦股份成立于 2009 年，凭借其坚实的网络基础、强大的人才储备、深刻的市场洞悉，德邦为客户创造了多元、灵活、高效的物流选择，是国内领先的公路快运与快递服务提供商。

图表1 德邦股份发展历程

时间	事件
1996 年	崔维星在广东创办德邦的前身，“崔氏货运公司”
2001 年	开通第一条长途汽运专线——广州至北京线，正式进军国内公路汽运领域，标志德邦全国布局迈出第一步
2004 年 10 月	崔维星、崔维刚共同出资成立“广东德邦物流有限公司”
2004 年	首创“卡车航班”业务，凭借其“空运速度、汽运价格”的优势，迅速占领零担物流中高端市场，使德邦奠定了在国内公路零担领域的地位
2009 年 08 月	德邦控股与自然人崔维星共同发起设立“德邦物流股份有限公司”
2013 年 11 月	德邦启动战略布局快递业务，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
2015 年 08 月	德邦启动事业合伙人计划，进一步加强对部分区域业务的渗透，使德邦的业务网络得到进一步延伸
2015 年 10 月	德邦物流股份有限公司在业务量较大的地区开始提供仓储供应链服务
2016 年 05 月	德邦跨境业务上线，推出涵盖港澳台地区、欧洲 26 国、美国、日韩及东南亚等精品线路，推出跨境电商小包、FBA 头程物流服务和联运服务等产品
2016 年 08 月	德邦打造快运业务新的战略增长点，围绕“家”的概念设计推出“德邦 e 家”零担电商整体解决方案
2017 年	德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统，已在武汉正式运行
2017 年 12 月	德邦快递业务的服务网络基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖
2018 年 01 月	德邦在上海交易所主板挂牌，成为中国首家通过 IPO 上市 A 股快递服务企业
2018 年 07 月	德邦全面聚焦大件快递市场，正式推出“大件快递 3.60”产品，引领客户体验升级
2018 年 08 月	德邦快递业务的服务网络已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，快递业务增长势头良好

资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

德邦股份主要产品线包括公路快运业务、快递业务和其他业务，其他业务主要包括仓储供应链业务、航空货运代理业务及其他物流相关业务。

图表2 德邦业务覆盖范围

业务分类	业务开展	
快运业务	零担	精准卡航产品 针对高时效、长距离需求；精细线路规划，稳定可靠的车辆性能，限时运输，保障货物准时送达
		精准城运产品 针对高时效、短距离需求；准点到达，准点派送
		精准汽运产品 针对普通时效需求；覆盖网络更广，价格更优
	整车	针对单票重量较大的快运货物
快递业务		大件快递 3.60 针对 3KG - 60KG 大件快递
		标准快递 采用标准定价与保准操作流程，为客户提供安全可靠、专业、

业务分类	业务开展
	高性价比的快递体验
	特准快件 针对高时效高品质产品（利用空运网络）
	电商尊享 针对月发货量大于 500 件的电商客户，性价比高
空运代理业务	与国内主要的航空公司确立了战略合作伙伴关系，代理其空运物流服务，辐射范围覆盖全国
仓储供应链业务	针对部分货物周转量大、周转时间较长的客户提供仓储供应链的增值服务
跨境业务	推出涵盖港澳台地区、欧洲 26 国、美国、日韩及东南亚等精品线路，推出跨境电商小包、FBA 头程物流服务和联运服务等产品
事业合伙人业务	邀请支线地区具备物流配送能力的个人或商户成为公司快运和快递事业的事业合伙人，与直营网点形成良性互补的合作关系

资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

其中，零担业务是德邦传统公路快运业务，近年来其营业收入占比均保持最高。但是，随着德邦大力发展快递业务，德邦快递业务收入占比逐年提升，到 2017 年，占比已达到 34%。

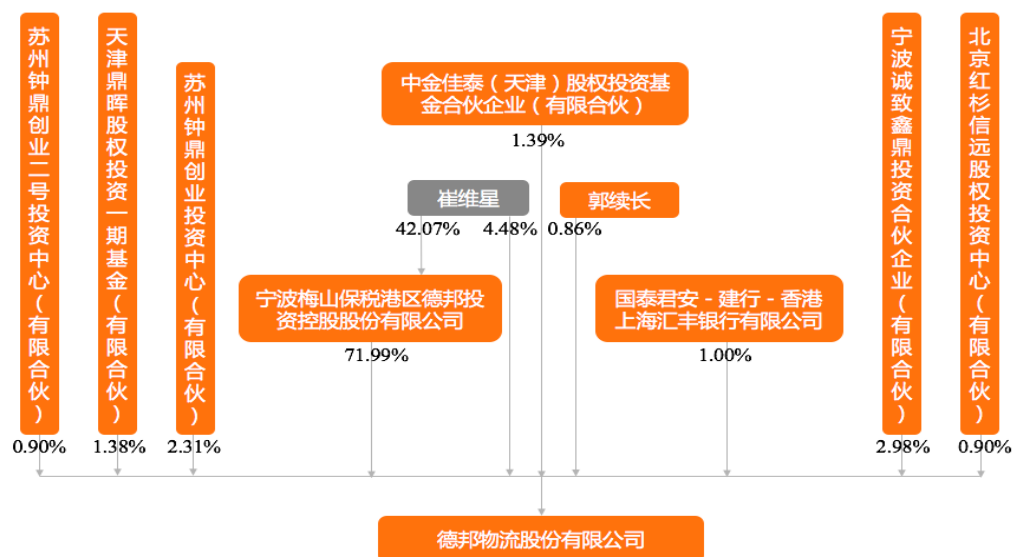
图表3 德邦营业收入结构情况

	2013	2014	2015	2016	2017
公路快运 - 零担	94.7%	89.6%	76.7%	62.8%	63.8%
公路快运 - 整车	3.3%	4.3%	8.4%	11.4%	
快递	0.1%	4.7%	13.7%	24.1%	34.0%
其他主营业务	1.9%	1.4%	1.1%	1.6%	2.2%

资料来源：wind、平安证券研究所

2018 年 1 月，德邦成为国内首家通过 IPO 上市的快递物流企业，正式登陆资本市场，并募集资金 4.84 亿元。截至 2018 年 9 月底，德邦股份实际控制人为崔维星，第一大股东系宁波梅山保税港区德邦投资控股股份有限公司，持股比例为 71.99%。

图表4 德邦股份股权结构（截至 2018 年 9 月 30 日）

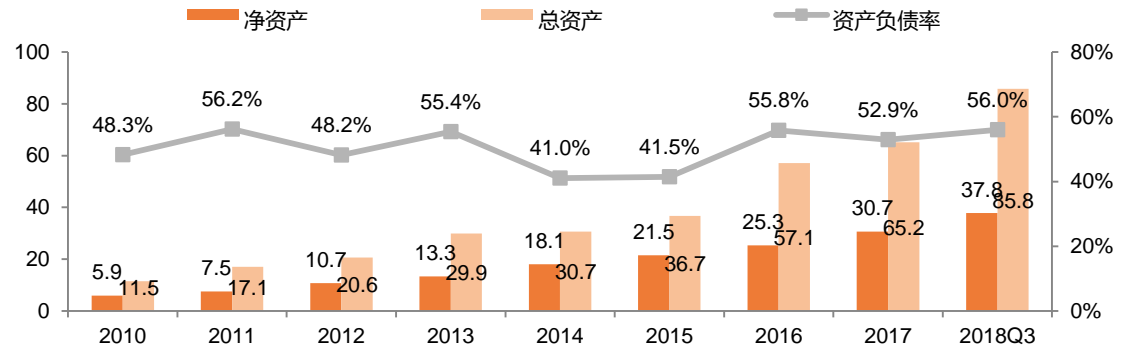


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 财务状况良好，业绩稳步增长

2018年前三季度，德邦股份总资产为85.8亿元，同比增长41.15%，公司归属于上市公司股东的净资产为37.8亿元，同比增长31.16%，主要得益于德邦2018年利润规模的扩大。业绩增长的同时带来了良好的现金流，此外，德邦资产负债率保持稳定。

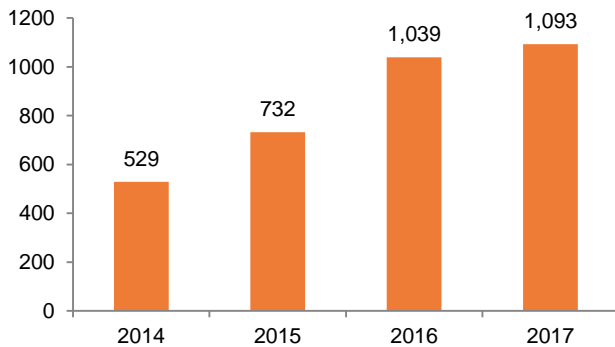
图表5 德邦股份资产状况（单位：亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

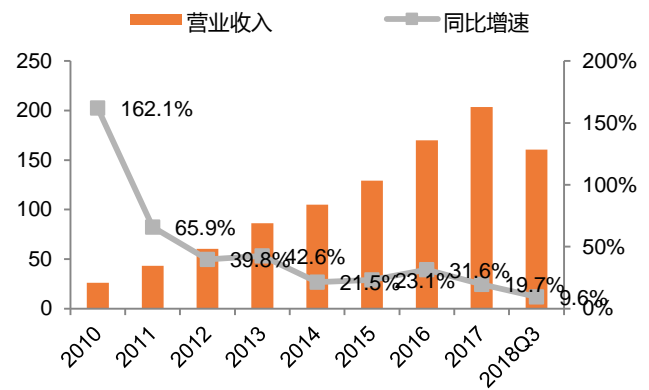
德邦物流网络区域从集中于华南地区到向华东、华北、华中、东北、西北及西南等地区进行全国性扩散。2014年初至2017年德邦营业部数量从4335个增长至5278个，线路数量从596条增长至1370条，运输线路遍布全国，使各地经营网点及分拨中心实现高效连接，规模效应显现，业务量持续保持高速增长。2014-2017年间，德邦运输货物总重量分别为528.8万吨、732.3万吨、1039.1万吨和1093.0万吨，2018上半年，德邦业务件量达到1.9亿票，同比增长45.8%。从营业收入来看，2010-2017年复合增长率达34.0%，2018年前三季度，德邦实现营业收入160.5亿元，同比增长9.6%。

图表6 德邦运输货物总重量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 德邦股份营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

2015年8月，为了能够更加有效地覆盖业务区域，实现运输网络的广泛延伸，同时有效降低公司新设网点建设以及运营所发生的成本，德邦正式启动了“事业合伙人计划”。“德邦事业合伙人”不是一般的加盟制，而是在德邦自身网络体系覆盖不到的地方或者做的不够好的地方开放加盟，邀请当地具备物流配送能力的个人或商户成为公司的事业合伙人，与公司的直营网点形成良性互补的合作关系。针对合伙人，德邦仍然按照直营网络的管理模式对合伙人进行管理，确保公司的核心竞争力。

“德邦事业合伙人”开展业务的模式共有三种类型：

- 第一种：合伙人直接面对客户开展业务，向客户收取全部服务费，按照约定计费规则，向德邦物流支付中转运输费和派送费；
- 第二种：德邦委托合伙人派送，按照约定计费规则向合伙人支付派送费；
- 第三种：始发合伙人向客户收取全部服务费，向德邦物流支付中转运输费，向到达合伙人结算派送费（通过德邦 PTP 系统完成）。

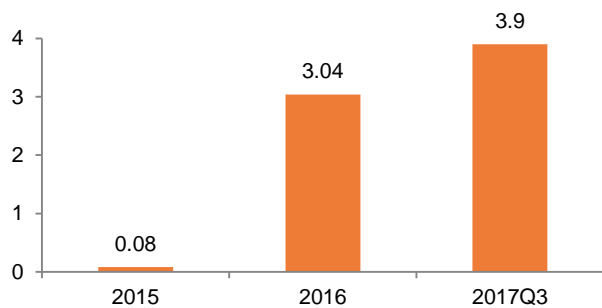
图表8 事业合伙人参与模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

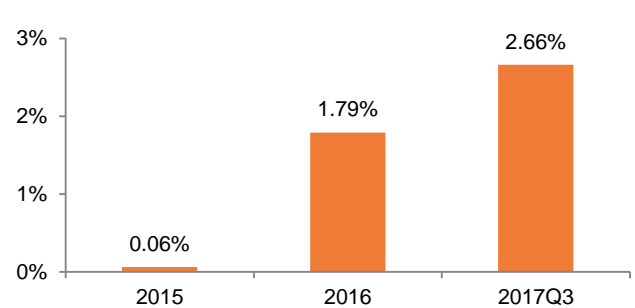
截至 2018 年 6 月，德邦的网点共计 10641 个，其中直营网点 6016 个，事业合伙人网点 4625 个，已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，其中乡镇覆盖率达到 90.7%。此外，来自事业合伙人模式的收入规模逐年提升，截至 2017 年三季度，德邦事业合伙人计划实现收入达 3.90 亿元，占德邦总营业收入的 2.66%。

图表9 德邦合伙人业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

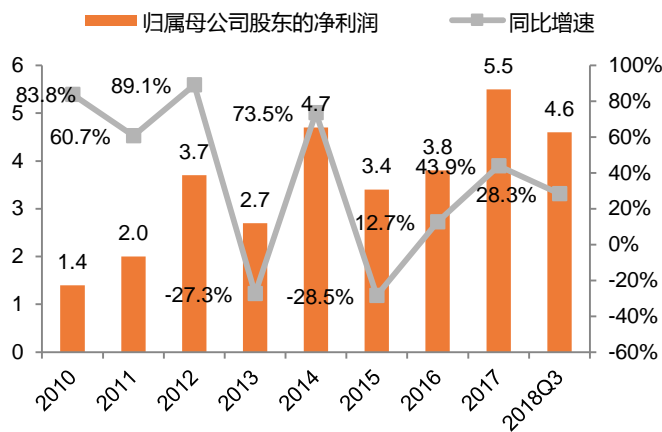
图表10 德邦合伙人业务收入占总营业收入比重



资料来源：公司公告、平安证券研究所

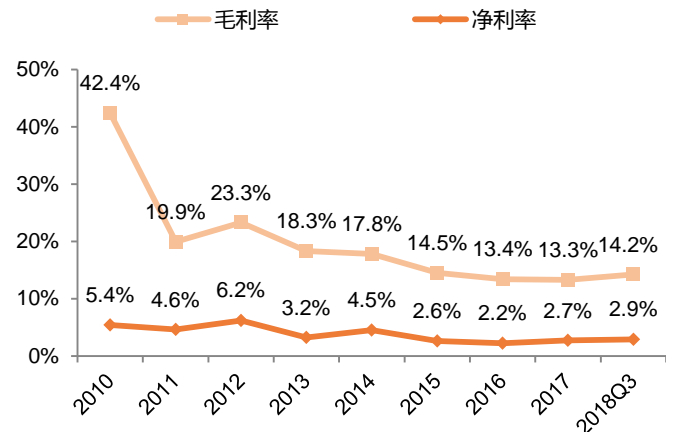
由于德邦业务规模的持续扩大，效率稳步提升，成本管控措施的有效实施，公司利润也实现大幅增长。2018 年前三季度，公司实现归母净利润 4.59 亿元，同比增长 28.3%，2010-2017 年复合增长率为 21.6%。

图表11 德邦股份归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表12 德邦股份毛利率、净利率



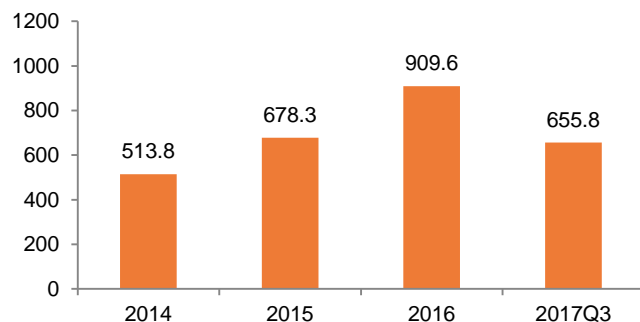
资料来源:wind、平安证券研究所

二、快运业务：行业龙头，深耕多年

2.1 强化高端快运业务，精细化运输网络

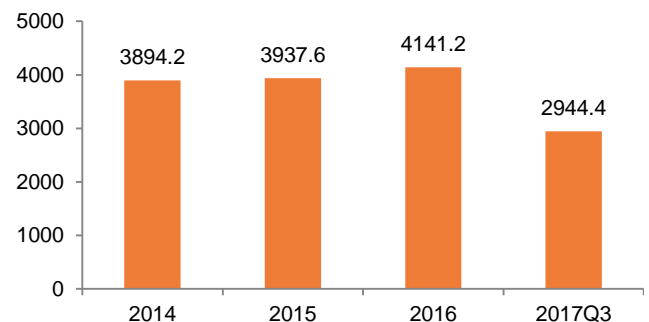
2014年至2017年，德邦的公路快运业务年运输货量和年运输票数稳步提升，具体来看，2014年至2016年，德邦分别实现快运业务年运输货量513.79万吨、678.31万吨和909.56万吨，复合增长率为20.97%；快运业务年运输票数分别为3894.15万票、3937.57万票和4141.18万票；2017年1至9月，德邦实现快运业务运输货量655.76万吨，实现快运业务运输票数2944.43万票。（注：德邦股份自2017年第四季度起未公布快运业务运输货量、快运业务运输票数等分项数据，故本次分析采用2017年前三季度数据。）

图表13 德邦快运业务运输货量（单位：万吨）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

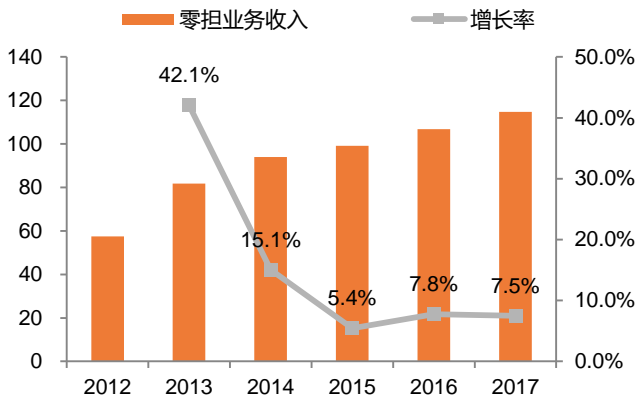
图表14 德邦快运业务运输票数（单位：万票）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

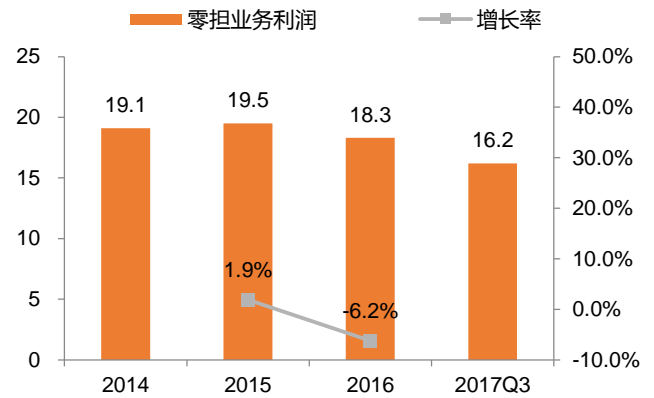
从收入和利润的角度，2012年至2017年，德邦零担业务实现收入稳步增长，2017年德邦零担业务收入达114.8亿元，较2016年同期增长7.5%。此外，2014年至2017年9月，德邦零担业务利润保持稳定，2015-2016年出现小幅下滑，主要由于德邦开始推广大票零担业务，且当时折扣力度较大的原因。

图表15 德邦零担业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源:公司公告、星汉供应链、平安证券研究所

图表16 德邦零担业务利润及增速（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

在具体营运模式上，为满足客户对运输时效的不同需求，德邦按照提供货物运输服务的时效性、货运运输距离等不同标准，将公路快运中的零担业务产品分为精准卡航业务（高时效长距离）、精准城运业务（高时效短距离）和精准汽运业务（普通时效）。

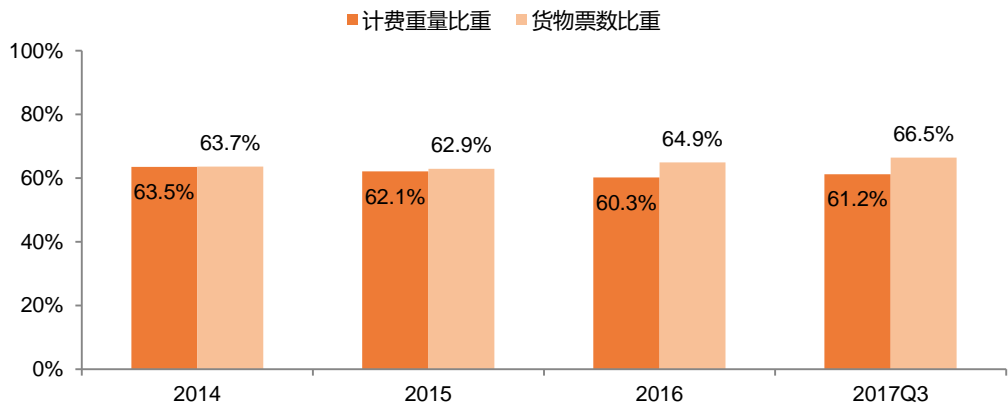
图表17 德邦零担快运产品

产品	定位	覆盖区域
精准卡航	公司优势产品,用于运输出发运作城市与到达运作城市之间的距离在 480公里以上 的货物	基本覆盖了从珠三角、长三角及京津塘地区出发至全国大部分城市的运输线路
精准城运	公司优势产品,用于运输出发运作城市到到达运作城市之间的距离在 480公里以内 的货物	目前覆盖珠三角、长三角、京津唐、山东、辽宁、川渝区域城市之间,基本实现快速、准点到达和在部分区域的派送
精准汽运	普通公路快运产品 ,时效性略低,运输价格也相对较低	在全国所有已覆盖的区域均有经营,且没有运输距离的限制,公司在进行货物配载时,在保证精准卡航及精准城运两类优势业务能全部配载完的前提下,进行“精准汽运(长途)/(短途)”货物的配载

资料来源:公司官网、公司公告、平安证券研究所

作为德邦公路快运业务中起价和单价较高的精准卡航/城运业务，其在德邦业务结构中的占比较高，2014年至2017年1-9月，德邦精准卡航/城运的收入占零担业务比例分别达到68.4%、68.6%、67.5%和68.1%，业务量（票数）占零担业务比例分别为63.7%、62.9%、64.9%和66.5%。形成上述趋势主要与近几年德邦发展高端公路快运业务定位有关，德邦为了强化高端品牌建设，通过优先满足高端产品服务需求、加大卡航/城运业务投入以及宣传力度等措施，促进了高端产品收入占比维持相对较高水平。当然，精准汽运作为覆盖不同客户群体需求的重要服务产品，也保持稳定增长。

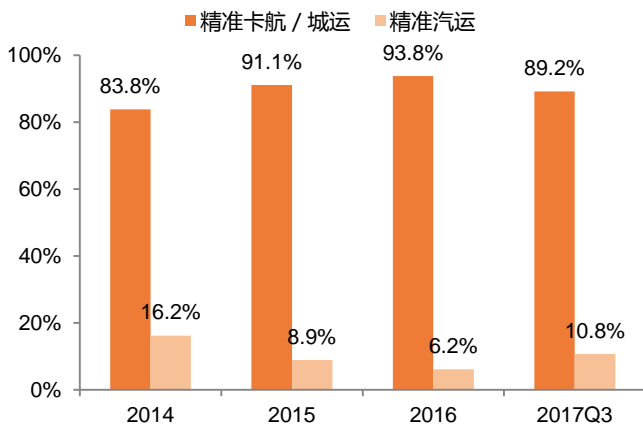
图表18 德邦精准卡航/城运业务量占零担业务比重



资料来源：公司公告、平安证券研究所

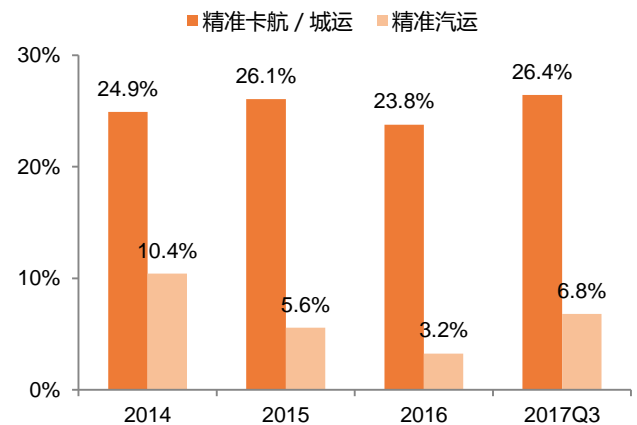
德邦的精准卡航/城运业务盈利能力优势明显，其自2014年以来利润占零担业务比重均超过80%。2017年1-9月，德邦精准卡航、城运业务毛利率达26.4%，而精准汽运业务毛利率仅为6.8%。目前，国内零担企业业务更类似德邦精准汽运业务。

图表19 德邦零担快运产品利润占零担总利润比重情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 德邦零担快运产品毛利率情况

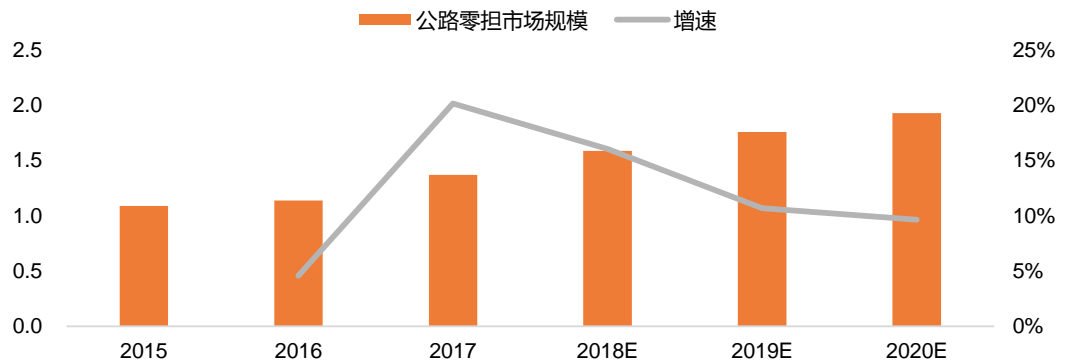


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 零担市场规模万亿，深耕多年居龙头

据了解，公路零担物流一般占公路运输规模的25%~30%，考虑零担运送主要为公路运送，所以我们大致测算，零担物流市场规模在1.3万亿~1.8万亿，与第三方咨询机构鲸略咨询给出的市场规模预测基本吻合。

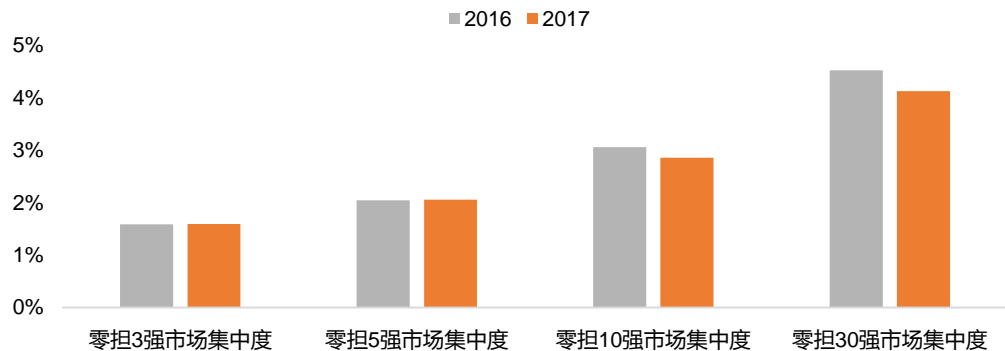
图表21 公路零担市场规模（单位：万亿）



资料来源：鲸略咨询、平安证券研究所

据运联研究院数据显示，2017年零担企业CR3为1.6%，CR5为2.06%，CR10为2.86%，CR30为4.13%。2017年零担企业前三十强营收门槛为4.2亿元，较16年的3.4亿元有明显提升，但仍处于较低水平，零担营收过100亿的企业只有德邦一家，过30亿的仅有四家，与超万亿的市场规模相比微不足道。

图表22 零担市场集中度

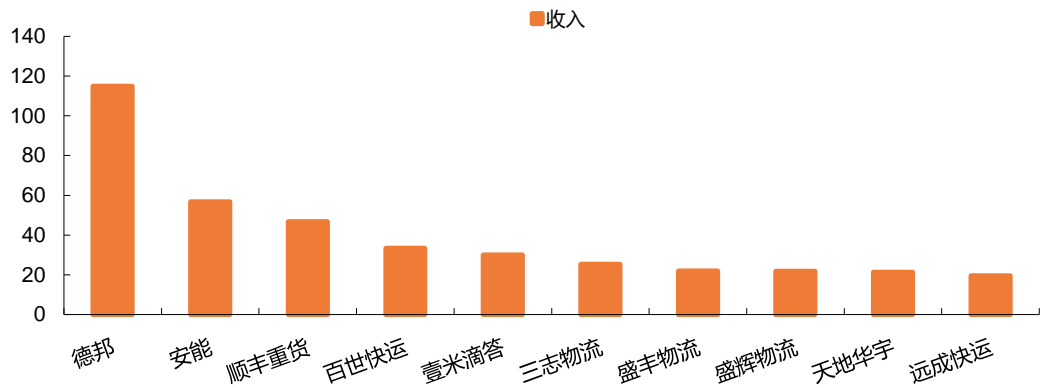


资料来源：运联研究院、平安证券研究所

从这个角度看，零担市场的集中度看似极低，容易造成零担行业壁垒较低的错觉。但是我们认为，应该从更加细分的角度来看待这一问题，我们把整个零担市场分为专线、区域网络及全国网络这三个层次的细分市场，需要指出的是，区域性网络公司和专线型公司想要做全国性的布局，是比较困难的。

对于德邦，根据我们的了解和披露的信息，显然是属于全国性网络这一类别。那么全国性网络的市场规模多大呢？在2017年零担重货行业收入排行榜中，德邦零担业务高居榜首，相较于排名第二的安能物流（56.7亿元）、排名第三的顺丰重货（44.0亿元），德邦股份领先优势明显，排名第十的是远成快运（19.5亿元）。我们这里粗略认为，再低于19.5亿元规模的企业无法称之为全国性网络。那么前十大零担重货行业的收入规模总和应该基本可代表全国性网络的市场规模，经计算，大概为400亿元的规模。如果综合考虑其他排名靠后的企业，我们假设在500亿元的规模，那么德邦股份在零担这一领域的市场份额在20%左右。如果再考虑收入计量模式的不同（德邦是直营制企业，全流程计收入，壹米滴答这类企业偏联盟形式运作，收入计量方式完全不同），德邦股份的市场份额可能在10%–15%左右。

图表23 2017年零担重货行业收入排行榜（单位：亿元）



资料来源：运联传媒、平安证券研究所

三、 快递业务：聚焦大件，蓝海市场

3.1 聚焦大件快递市场，未来发展空间巨大

大件快递一般指重量在 3kg 至 100kg 的快递包裹，具有运输商品附加值高、体积大、运输难度高、仓配一体化要求高、服务链条长等特点，其配送要求较一般零担和整车运输高，因此导致很多物流企业不愿承运此类大件订单。同时，由于大件快递提成无明显优势，客户服务体验较差等原因，共同导致了大件快递市场仍存在一定“大件歧视”。

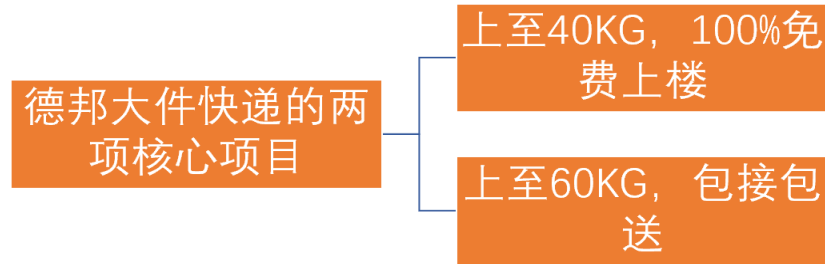
图表24 大件歧视的三大原因



资料来源：平安证券研究所

对此，德邦于 2018 年 7 月，率先推出 3.60 特惠件、标准快递等产品，提供 3kg-60kg 大件的快递服务，除了主打大件快递单纯的特定重量产品差异化，德邦还提供 40kg 免费上楼，60kg 包接包送的服务，并且对外承诺专业做大件，无论淡旺季，都持续提供稳定的大件服务，旨在为所有用户提供一体化的大件快递解决方案，真正消除“大件歧视”。

图表25 德邦大件快递的两项核心项目



资料来源：平安证券研究所

相较其它快递快运公司针对大件产品推出的业务特点，德邦大件快递在业务区域、末端服务、配送费用等方面均具有一定优势。

图表26 各快递快运公司大件产品特征

公司	德邦快递	安能物流	顺丰速运	韵达快运	中通快运
产品	大件快递 3.60	迷你小包	重货包裹	电商大件	小票零担
承运重量	3-60kg	5-70kg	20-100kg	30-100kg	10-300kg
业务区域	覆盖面大	覆盖面较大 部分地区未覆盖	覆盖面较大 部分地区未覆盖	覆盖面大	覆盖面较大 部分地区未覆盖
末端上楼服务	免费上楼	40kg 以下免费上楼 40kg 以上有偿上楼	如无电梯 三楼以上需收费	收取上楼费	收取上楼费
是否收取体积费	标准计价 不收体积费	收取体积费	标准计价 不收体积费	收取体积费	收取体积费

资料来源：易观咨询、各快递快运公司官网、平安证券研究所

在大件快递运费和时效方面，我们对比了顺丰快递和中通快递针对 3kg、5kg、7kg、10kg、30kg 和 50kg 快递给出的运费和时效水平发现，德邦 3.60 大件运费价格均低于同行公司，且时效均保持在 2 天内。

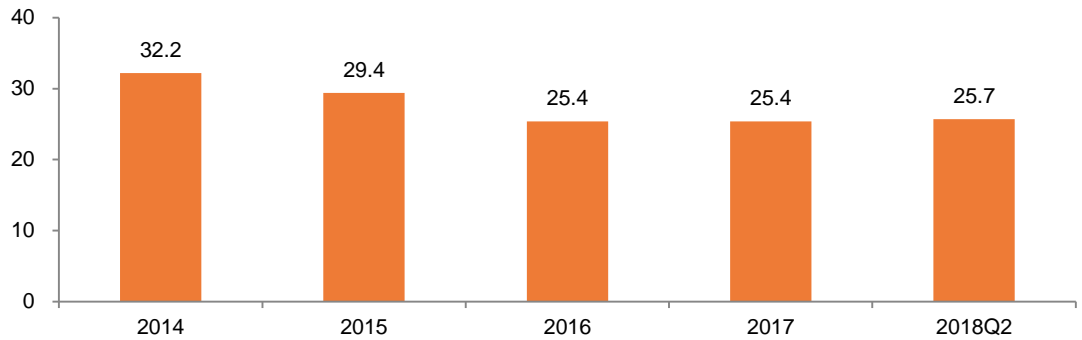
图表27 德邦、顺丰、中通价格与时效对比（以北京市朝阳区至上海市浦东新区为例）

重量	德邦 3.60 大件	顺丰			中通
		顺丰标快	顺丰特惠	顺丰重货	
3kg	16 元, 2 天	43 元, 1 天	28 元, 2 天	66 元, 2 天	35 元, 2.2 天
5kg	22 元, 2 天	63 元, 1 天	38 元, 2 天	66 元, 2 天	55 元, 2.2 天
7kg	28 元, 2 天	83 元, 1 天	48 元, 2 天	66 元, 2 天	75 元, 2.2 天
10kg	37 元, 2 天	113 元, 1 天	63 元, 2 天	66 元, 2 天	105 元, 2.2 天
30kg	97 元, 2 天	313 元, 1 天	150 元, 2 天	100 元, 2 天	305 元, 2.2 天
50kg	156 元, 2 天	513 元, 1 天	250 元, 2 天	168 元, 2 天	505 元, 2.2 天

资料来源：各快递公司官网、平安证券研究所

德邦精准的大件快递定位和优质的服务带来了高于同行的品牌溢价，2018年上半年，德邦实现快递业务票均收入 25.68 元，高于行业的平均水平。

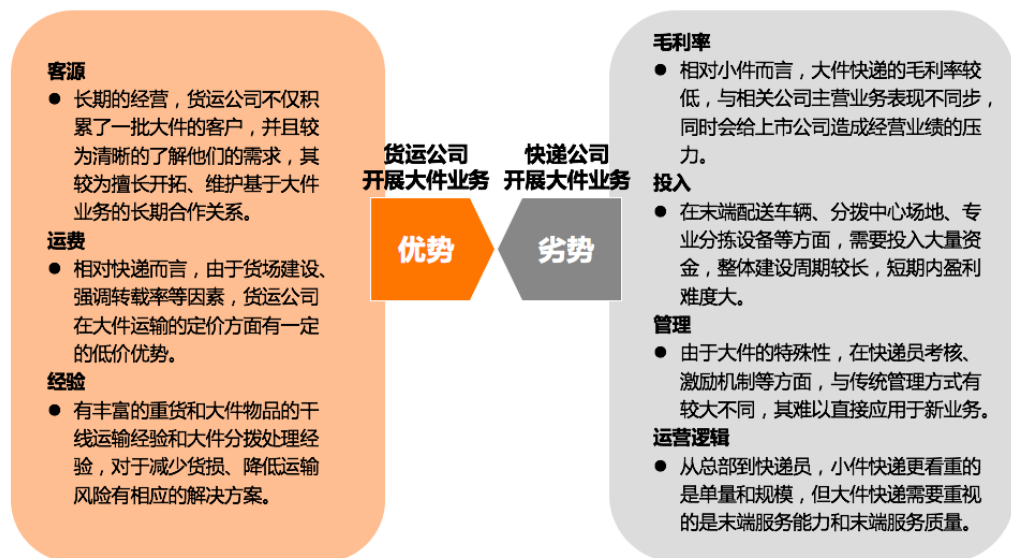
图表28 德邦快递业务单票收入（单位：元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

德邦快递之所以能成为变革大件快递的合适选手，与其自成立以来的大件基因和网络优势、人力优势关系密切。德邦作为快运行业内的标杆企业，深耕零担运输多年，通过在网络布局、市场渠道、服务体验、精益管理和运营模式等五大方面的持续投入，在大件和重货运输方面已形成了先进的管理经验和与之匹配的物流网络、信息管理系统。也是这些优势共同在起作用，使得德邦快递增速明显。相较而言，对于没有大件基因的快递公司，想要涉足大件快递领域，劣势相对明显，我们认为，或需要探索较长时间。

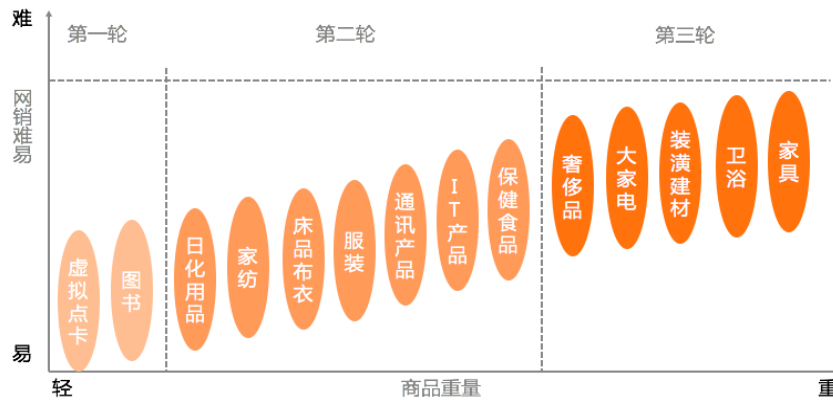
图表29 货运及快递公司开展大件业务的优劣势分析



资料来源：易观咨询、平安证券研究所

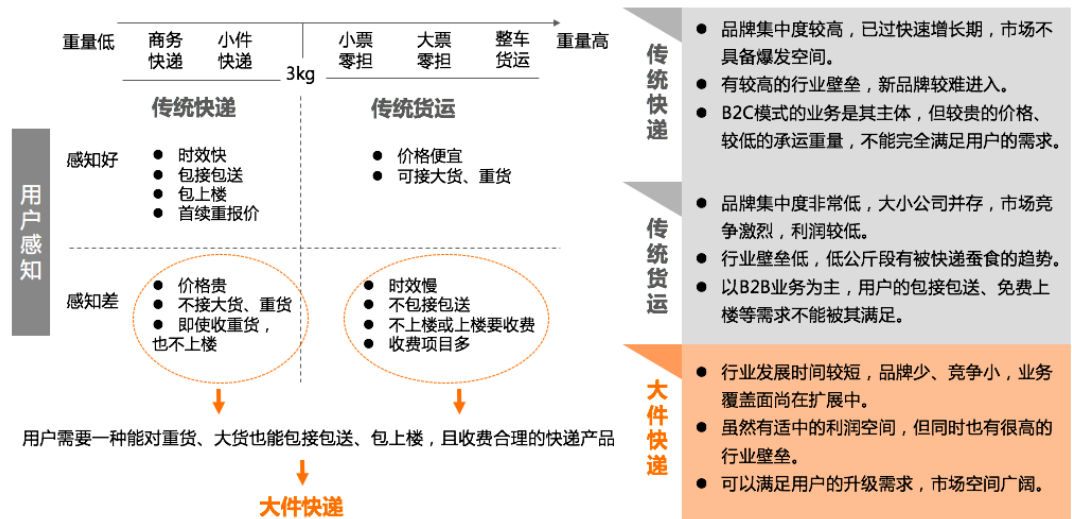
随着消费升级的发展，电商产品渗透率在逐步深化，大件商品（大家电、家具、建材、运动器材和卫浴等）物流逐渐迎来发展的春天。

图表30 消费升级，电商产品渗透率逐步深化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 新兴的大件快递直指消费升级带来的潜藏市场空间



资料来源：易观咨询、平安证券研究所

德邦作为业内大件快递的领航者，其业务发展空间巨大，有望成为德邦最有价值的新业务。

图表32 大件快递迎来机遇，未来发展空间大

序号	事件
1	据赛迪研究院数据显示，2017年大家电行业整体规模达6589亿，线上渗透率为26.5%。其中，电视、空调、冰箱、洗衣机等四大传统家电的线上销售额达1746亿元，同比增长50.4%，远超电商增速，且增速非常快。预计，2018年大家电行业市场规模可达7248亿。
2	根据天猫2018年双十一“亿元俱乐部”品牌名单显示，2018年共有83个家电家具品牌步入“亿元俱乐部”，同比增长29.7%，可见家具家电品牌在电商平台越来越活跃。
3	根据中国物流与采购联合会预测，到2020年，大家电、家装等品类的商品在电商平台渗透率

序号	事件
	将分别达到 55%和 25%，这预示着大件快递将成为物流市场新的战略增长点。
4,	据易观咨询预测, 2017-2025 年中国大件配送市场规模将逐年扩大, 到 2025 年有望突破 4000 亿。

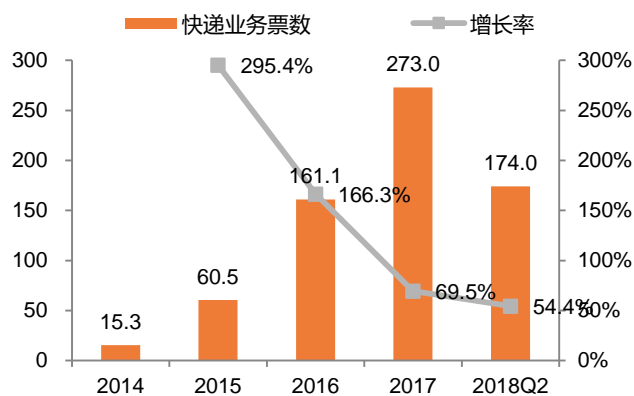
资料来源: 运联传媒、易观咨询、平安证券研究所

3.2 扭亏转盈，德邦快递业务高速发展

德邦自 2013 年 11 月开始战略布局快递业务, 以大件快递 (货物重量在 3kg - 30kg 的快递产品) 为切入点, 发展至今, 德邦持续提升快递的网络和时效能力, 其快递市场份额稳步提升。如今, 德邦快递业务的服务网络已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖。

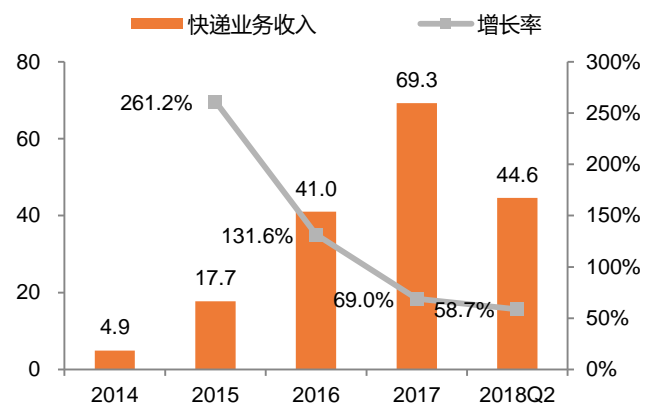
2014 年至 2017 年, 德邦快递业务收入占比分别达到 4.7%、13.7%、24.1%和 34.0%, 增长势头良好, 近三年复合增长率 97.58%。其中, 2018 年上半年, 德邦实现快递件量 1.74 亿票, 同比增长 54.40%; 快递收入 44.55 亿元, 同比增长 58.65%。随着业务逐渐发展, 快递已成为德邦收入的重要贡献部分。

图表33 德邦快递业务量及增速 (单位: 百万)



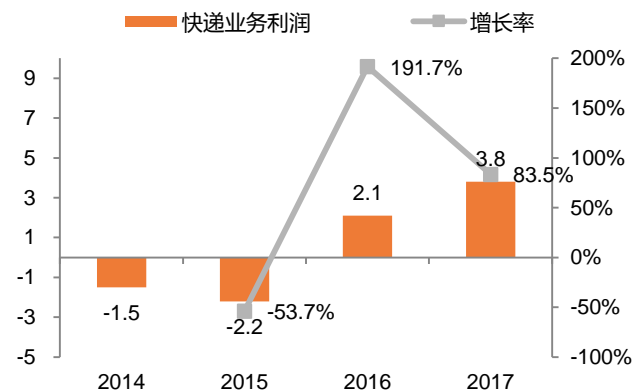
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表34 德邦快递业务收入及增速 (单位: 亿元)



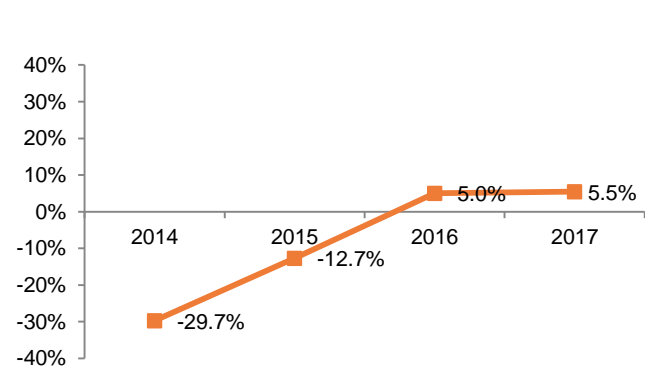
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表35 德邦快递业务利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表36 德邦快递业务毛利率



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

德邦 2014 年至 2015 年快递业务处于发展初期，为提高市场占有率对部分客户推出优惠活动，折扣力度增加，因此其快递业务利润较低，处于亏损状态。但自 2016 年起，德邦快递业务转亏为盈，毛利率持续增加，于 2017 年提高至 5.5%。我们认为，随着电商的高速发展，我国快递行业仍将保持着较高的增长速度，也将为德邦未来快递业务的发展提供良好空间。

四、 推行员工持股计划，彰显发展信心

德邦于 2018 年 9 月发布了第一期员工持股计划，拟在股东大会审议通过后的 6 个月内，通过二级市场购买取得并持有德邦股份股票。德邦员工持股计划设立时资金总额不超过 2.2 亿元，参与对象主要为德邦公司的董监高管理人员、公司及控股子公司其他员工。

图表37 德邦员工持股计划持有人名单及份额分配情况（单位：万元）

持有人	职务	员工持股计划的 认购金额上限	占员工持股计划 总金额比例（%）
崔维星	董事长，总经理		
崔维刚	副董事长，副总经理		
韩永彦	董事，副总经理	1406.6	6.39%
黄华波	董事，副总经理		
单剑林	财务负责人，副总经理		
汤先保	董事会秘书，副总经理		
公司及控股子公司其他员工（167人）		9908.4	41.36%
预留		11494.5	52.25%
合计		22000.0	100.00%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：参与对象最终认购员工持股计划的份额以员工实际出资金额为准

德邦实际控制人参与员工持股计划，彰显其对公司未来发展的信心。公司的净利润指标考核如下：

图表38 公司业绩考核要求 - 净利润指标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	2019 年经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 4.68 亿元
第二个解锁期	2020 年经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 5.70 亿元
第三个解锁期	2021 年经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 6.96 亿元

资料来源：公司公告、平安证券研究所

截至 2019 年 1 月 18 日，公司第一期员工持股计划已在二级市场累计买入本公司股票 6,353,888 股，占总股本的 0.66%，成交均价为人民币 17.343 元/股，成交金额约为人民币 1.1 亿元。

五、 投资建议

德邦股份是我国零担快运行业的龙头，具备良好的口碑和品牌优势，大件快递业务将成为德邦新的业绩增长点，我们预计，2018年、2019年、2020年公司EPS分别为0.74元、0.94元、1.22元，对应PE分别为22.0x、17.4x、13.4x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、 风险提示

- (1) 宏观经济波动风险：如果未来中国经济增速放缓，将对我国物流行业的整体发展以及德邦未来业务增长情况产生一定影响；
- (2) 电商增速不达预期风险：大件快递的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递业务增速下降；
- (3) 客户需求变化风险：若德邦未能及时根据客户需求的变化，及时调整经营策略并不断完善产品类型，则可能面临失去进一步扩大客户范围机遇的风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3963	5675	6530	8536
现金	1899	2681	3517	4463
应收账款	1103	1800	1759	2547
其他应收款	202	298	315	427
预付账款	279	427	439	609
存货	8	10	12	14
其他流动资产	472	459	487	476
非流动资产	2558	2192	2199	2077
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1600	1291	1365	1359
无形资产	18	17	17	14
其他非流动资产	940	884	817	704
资产总计	6521	7867	8729	10613
流动负债	3350	4030	4034	4800
短期借款	1078	1078	1078	1078
应付账款	715	1116	1125	1578
其他流动负债	1557	1836	1831	2145
非流动负债	100	100	100	100
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	100	100	100	100
负债合计	3450	4130	4134	4900
少数股东权益	0	0	0	0
股本	860	960	960	960
资本公积	0	0	0	0
留存收益	2212	2877	3701	4747
归属母公司股东权益	3071	3737	4595	5713
负债和股东权益	6521	7867	8729	10613

现金流量表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2001	842	1397	1451
净利润	547	713	899	1169
折旧摊销	720	443	511	612
财务费用	107	-3	69	43
投资损失	-119	-62	-67	-78
营运资金变动	786	-249	-15	-294
其他经营现金流	-39	0	0	0
投资活动现金流	-949	-15	-451	-412
资本支出	1033	-366	7	-122
长期投资	-224	0	0	0
其他投资现金流	-140	-382	-444	-534
筹资活动现金流	63	-44	-110	-94
短期借款	116	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	100	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-144	-110	-94
现金净增加额	1112	782	837	945

利润表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20350	25653	31455	38058
营业成本	17640	22274	27267	32882
营业税金及附加	65	98	109	130
营业费用	337	320	388	499
管理费用	1766	2227	2642	3178
财务费用	107	-3	69	43
资产减值损失	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	119	62	67	78
营业利润	706	799	1047	1404
营业外收入	30	142	134	125
营业外支出	34	26	26	27
利润总额	702	915	1155	1502
所得税	156	203	256	333
净利润	547	713	899	1169
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	547	713	899	1169
EBITDA	1431	1355	1639	2059
EPS (元)	0.57	0.74	0.94	1.22

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	19.7	26.1	22.6	21.0
营业利润(%)	132.1	13.1	31.1	34.1
归属于母公司净利润(%)	43.9	30.3	26.2	30.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	13.3	13.2	13.3	13.6
净利率(%)	2.7	2.8	2.9	3.1
ROE(%)	17.8	19.1	19.6	20.5
ROIC(%)	13.1	14.6	15.3	16.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	52.9	52.5	47.4	46.2
净负债比率(%)	-26.7	-42.9	-53.1	-59.2
流动比率	1.2	1.4	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	3.3	3.6	3.8	3.9
应收账款周转率	17.7	17.7	17.7	17.7
应付账款周转率	24.3	24.3	24.3	24.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.74	0.94	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	0.88	1.46	1.51
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.89	4.79	5.95
估值比率	-	-	-	-
P/E	28.6	22.0	17.4	13.4
P/B	5.1	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	10.4	10.4	8.1	6.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033