

个股深度报告  
德邦股份 ( 603056.SH )

# 新物流时代系列之德邦股份(一)： 零担快运第一品牌，大件快递打开成长空间

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券 (601901.SH) 是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，中高端市场顺丰暂无对手，中低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国版快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势

- 
- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
  - 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
  - **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，中高端赛道的德邦，能否保持领先优势？
  - **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
  - **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
  - 经过2018年的调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运“新物流时代系列”报告，给你答案！

## 德邦股份 ( 603056.SH )

### 零担快运第一品牌，大件快递打开成长空间

- **零担快运第一品牌，直营+咨询助力公司成长**

德邦深耕零担快运市场18年，并凭借差异化的产品、优质的服务在公路物流行业内赢得了“小件发顺丰，大件发德邦”美誉，其品牌形象和口碑均为行业领先水平。在发展的过程中，德邦实现从直营到事业合伙人制度的过渡转型，并借力咨询，确立管理优势的同时切入大件快递市场，打开新的成长空间。

- **快运聚焦中高端，行业整合带来想象空间**

快运市场市场空间大，目前正处于加速整合期，吸引资本不断流入，近年来顺丰、顺心、中通、韵达相继切入快运市场，市场竞争加剧。德邦主营中高端快运市场，其精准系列产品在时效服务保障的基础上相较顺丰具备价格优势，且该价格优势是德邦精细化管理的直营快运网络带来的，短期内具备不可复制性。在中低端市场，行业快速整合带来想象空间，具备低成本基因的公司更具竞争力，德邦想要参与分割中低端市场的大蛋糕，仍需不断降低自身服务成本，提升运力上限来做好迎接市场整合的准备。

- **逆流而上切入大件快递，新业务培育期高速增长**

大件快递是使用快运网络运送的快递，其需求可划分为两部分：①存量需求：随着市场细分和产品标准化，部分快递、快运需求逐渐转化为大件快递；②增量需求：大件电商是大件快递的重要动力，其渗透率仍有较大提升空间，大件电商的快速发展将为大件快递提供强动力。德邦是最早切入大件快递市场的玩家，其产品定位明确，业务经验丰富。中转环节，德邦完善的快运网络可以保证时效和低成本，配送环节，直营模式保障了服务品质。目前德邦大件快递业务仍处于培育期，业务量保持高速增长且毛利转负为正，有望释放业绩。

- **业绩增长稳健，大件快递决定估值吸引力**

近年来德邦业绩实现稳健增长，2018H1大件快递业务在收入占比44%情况下仍保持高速增长态势。估值方面，2019年保守、中性、积极预期下，德邦总市值分别为161.30、188.61、215.93亿，目前（2019.02.28）德邦市值175亿，积极预期下仍有23%的提升空间。

- 预计德邦快递2018-2020年营业收入分别为225.49亿元、266.29亿元、308.44亿元人民币，归母净利润7.02亿元、8.81亿元、11.28亿元人民币，对应PE为20.29倍、16.16倍、12.63倍
- 首次覆盖，给予“推荐”评级
- 风险提示：恶性价格战爆发，人工成本超预期上涨，大件电商市场发展不及预期，事业合伙人网点停摆

图表1：盈利预测

单位/百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	20,350.11	22,549.14	26,629.06	30,844.23
(+/-)(%)	19.7	10.81	18.09	15.83
归母净利润	546.62	701.93	881.48	1127.54
(+/-)(%)	43.87	28.41	25.58	27.91
EPS(元)	-	0.82	1.02	1.31
P/E	-	20.29	16.16	12.63

-  **零担快运第一品牌，直营+咨询助力公司成长** **P7**
-  **快运聚焦中高端，行业整合带来想象空间** **P15**
-  **逆流而上切入大件快递，新业务培育期高速增长** **P24**
-  **业绩增长稳健，大件快递决定估值吸引力** **P34**

## 1.零担快运第一品牌，直营+咨询助力公司成长

- 1.1 零担快运第一品牌，快运+大件快递双向布局 P8
- 1.2 直营化运营塑造公司品牌形象，事业合伙人制度完善公司运营模式 P10
- 1.3 管理优越，借力咨询，打造行业领先的管理模式 P13

## 1.1 零担快运第一品牌

- 零担快运第一品牌**：2017年德邦实现零担快运业务收入115亿元，排名行业第一；货运量479万吨，排名行业第三，仅次于安能物流和壹米滴答（两者均为加盟制）；**作为快运行业唯一A股上市公司，德邦是当之无愧的零担快运第一品牌。**
- “小件发顺丰，大件发德邦”**：自2001年德邦物流成立以来，德邦深耕零担快运市场18年，并凭借差异化的产品、优质的服务在公路物流行业内赢得了“小件发顺丰，大件发德邦”美誉，其品牌影响和口碑均为行业领先水平。

图表2：2017年德邦零担快运收入行业第一

名次	公司	零担快运业务收入（亿元）	货量（万吨）
1	德邦物流	115	479
2	安能物流	57	828
3	顺丰重货	47	117
4	百世快运	33	429
5	壹米滴答	30	700
6	三志物流	25	433
7	盛丰物流	22	380
8	盛辉物流	22	375

注：德邦为全网收入

图表3：德邦股份历史沿革

广州市德邦物流服务有限公司正式成立

7月，德邦控股与崔维星发起设立**德邦物流股份有限公司**，分别持股**93%与7%**  
完成对广东德邦全部36家下属子公司100%股权的收购

5月，正式入驻菜鸟，为天猫、淘宝等平台商家和消费者提供**30公斤以下的大件物流服务**  
8月，启动了**事业合伙人计划**

1月，在A股正式完成上市  
7月，**正式更名德邦快递**，并推出**大件快递360产品**



# 1.1 快运+大件快递双向布局

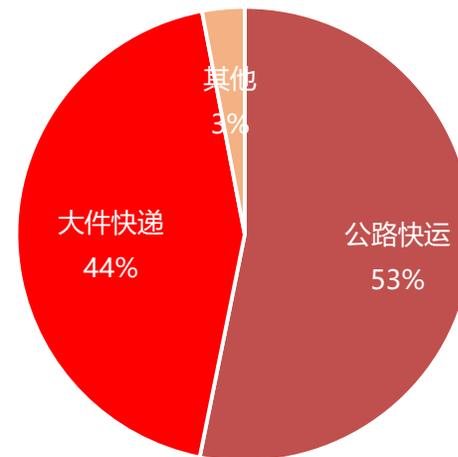
## ■ 快运：支柱业务，增速放缓

快运业务是公司支柱产业，2018H1快运收入占比达53%；但随着公司业务多元化扩展及宏观经济发展的变化，2013年以来公司快运业务增速逐渐放缓，2017年快运同比增速约为3%左右。目前公司的快运业务整体已步入平稳增长期。

## ■ 快递：新兴动力，占比提升

德邦2013年利用自己的快运直营网络基础，推出“360特惠快件”产品，切入大件快递市场，形成快递市场的错位竞争。快递业务相对快运业务，具备高增速高毛利特征，2018H1年德邦大件快递收入占比达44%，未来德邦的经营战略将更加侧重于大件快递业务。

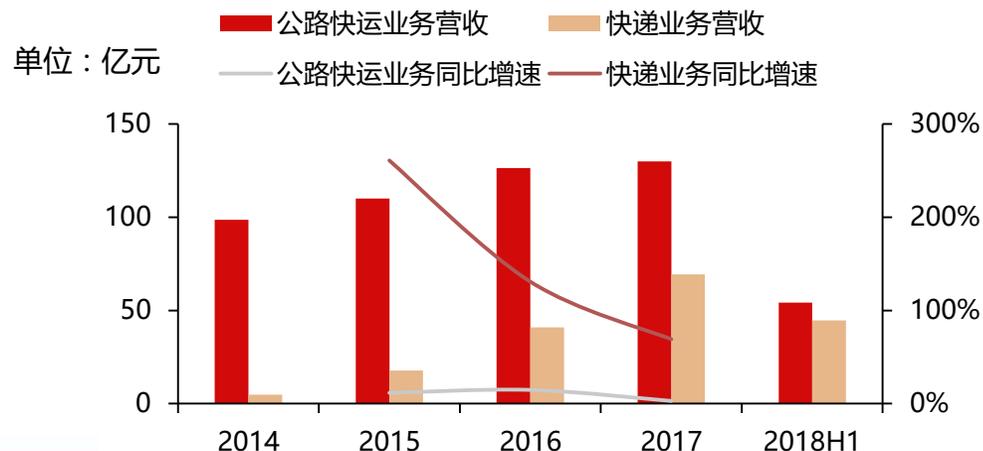
图表4：2018年H1德邦快运收入占比最高



图表5：精准卡航和360特惠件是德邦优势产品



图表6：快运收入增速放缓，快递高速发展



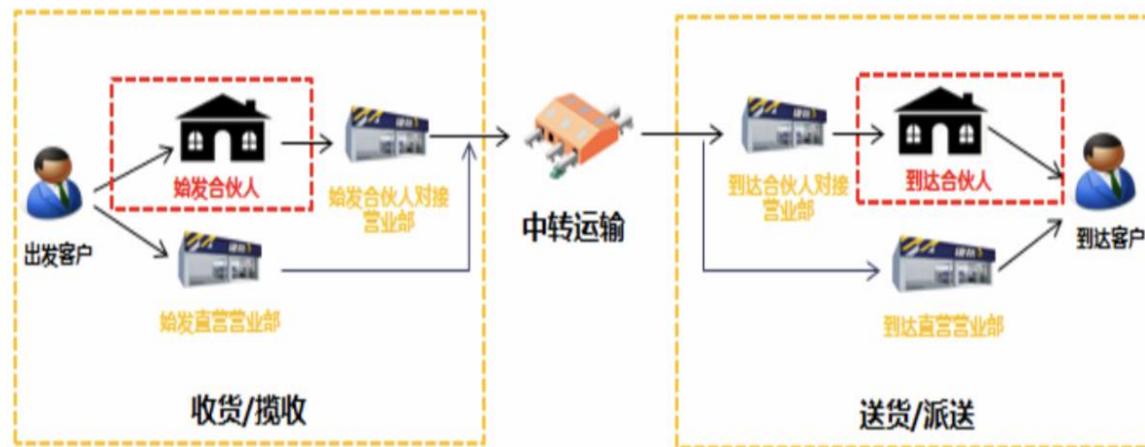
## 1.2 制度改革新 | 直营+事业合伙人

- 零担快运目前主要存在四种经营模式：包括加盟、直营、专线以及联盟模式，前两种模式主要针对快运行业巨头，后两种模式则多为快运市场中小企业所采用。
- **德邦目前采取直营+事业合伙人运营模式**：德邦于15年独创直营+合伙末端经营模式，降本增效同时实现了快速扩张。兼顾服务与成本，这一模式对德邦日后大件快递业务扩张以及快运中高毛利业务发展至关重要。

图表7：德邦在零担快运传统经营模式中加以创新

经营模式	代表公司	优势	劣势
直营	早期德邦	管控力较强，高质量时效与服务	成本相对较高，扩张速度缓慢
加盟	安能	成本较低，扩张迅速	末端管理难度大，难以保证服务和时效
专线	众多小微专线公司	规模小，成本低，灵活性强	基本不可能形成规模效应，难以发展扩张
联盟	先飞达物流	迅速形成规模效应	利益协调相对困难

图表8：德邦事业合伙人模式参与模式



## 1.2 事业合伙人制度不是传统的加盟制

- 事业合伙人制度不是传统的加盟制，其本质更类似于成熟阶段的加盟制。
- 事业合伙人制度为末端网点加盟，且事业合伙人网点主要功能以派件为主。而早期的快递加盟制包含转运中心和网点加盟，且网点功能包含收派件。**事业合伙人模式下，公司对核心资产和业务环节仍旧具有绝对的控制力，且减少了末端服务成本。**

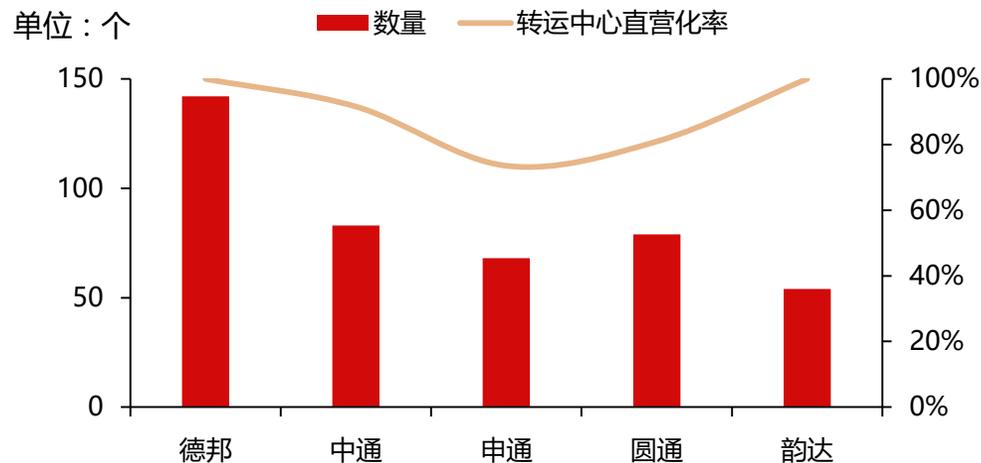
图表10：事业合伙人与加盟制比较

	加盟环节	加盟地区	加盟对象
事业合伙人	末端派件网点	支线地区为主	符合条件的地区物流服务商
加盟 (通达系)	转运中心、末端揽派件网点	主线支线全范围	符合条件的地区物流服务商

图表9：德邦事业合伙人选取标准较为严格

要求层面	具体标准
经营基础	对当地市场具有丰富经营经验、广泛的客户群体及稳定的货源基础
服务意识	与公司经营理念无明显相悖，业务流程规范、服务质量可靠
经济条件	事业合伙人自负盈亏，需要一定经济基础支撑

图表11：2018H1德邦转运中心直营率领先通达系



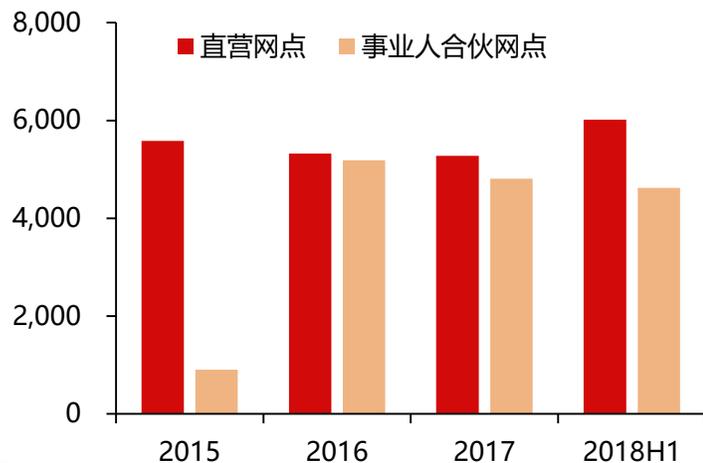
## 1.2 直营+事业合伙人 | 降本增效，适应快递快运联动发展

图表12：直营+事业合伙人的优势

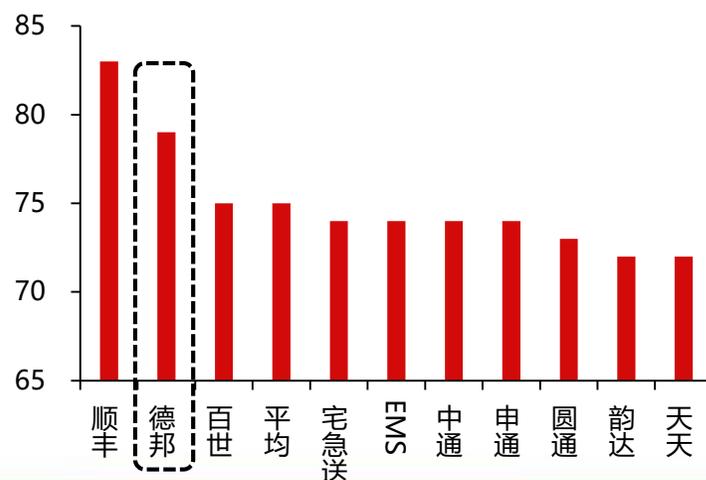
- **发展现状**：事业合伙人自15年启动以来，发展飞速。**截至2018年6月，事业合伙人网点数量已达4625个，占比达43.5%。在短时期内，网点已基本实现区级及以上城市的全覆盖。**
- **优势**：直营与事业合伙的结合完成了短时期内网点覆盖率的迅速提升，在保证直营主体地位的情况下，**在高质量服务与时效基础上也相对地降低了成本，十分契合快运与大件快递业务发展要求。**

优势层面	具体优势
成本	相对直营，能实现更有效地降低成本
管理	相对大加盟，总部对于网点的管控能力更强
扩张速度	在主干网络直营基础上，更快速地覆盖广袤支线地区
服务	更能适应快运及大件快递对时效及服务的需求

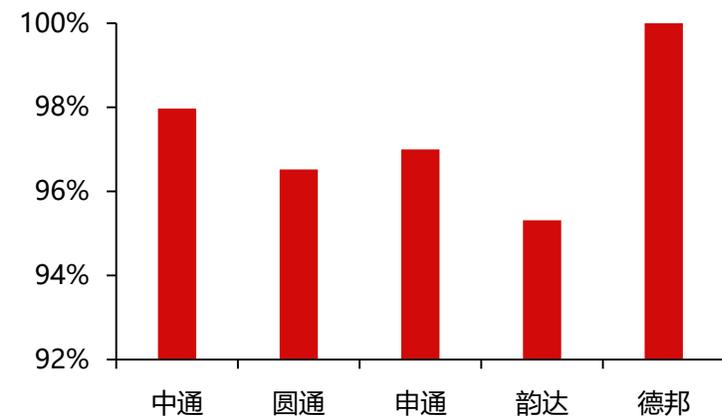
图表13：德邦事业合伙人网点布局迅猛



图表14：2017年消费者协会报告中德邦服务质量领先



图表15：2017德邦县以上区域覆盖率先于通达系



## 1.3 管理优越 | 丰富经验融入先进管理打造可持续生态

- 管理层经验丰富**：公司管理层均有极为丰富的物流行业从业经验，部分从基层做起，有着清晰的底层逻辑，出众的企业家才能是德邦能在竞争激烈的传统物流行业站稳脚跟的关键。
- 流程管理**：德邦2011年引入流程管理概念，以IT为驱动力，分核心业务流程，职能流程和流程信息化三阶段推进，以适应业务的高速发展。
- 人才培养**：德邦注重内部人才培养，在校招、晋升体系、激励等关键环节持续优化升级，其员工本科比例超过顺丰。

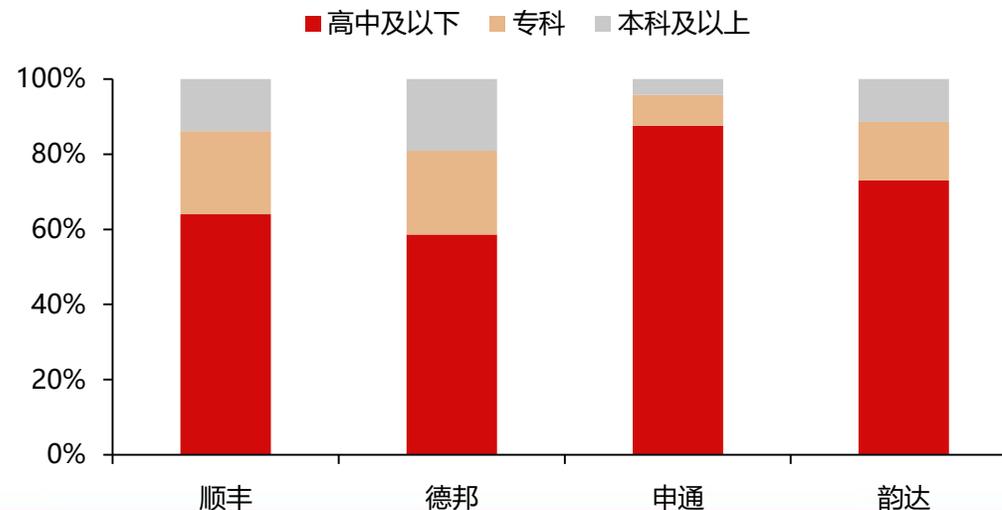
图表17：管理层多为公司元老，物流行业经验丰富

姓名	职务	性别	年龄	加入德邦时间
崔维星	董事长,董事,总经理	男	49	创始人, 96年创立公司前身
崔维刚	副董事长,董事,副总经理	男	43	2001
韩永彦	董事,副总经理	男	35	2007
黄华波	副总经理	男	40	2001
汤先保	副总经理,董事会秘书	男	37	2005
田民芽	副总经理	男	36	2006

图表16：德邦流程管理快速推进



图表18：2017年德邦物流企业员工相比通达系学历层次较高



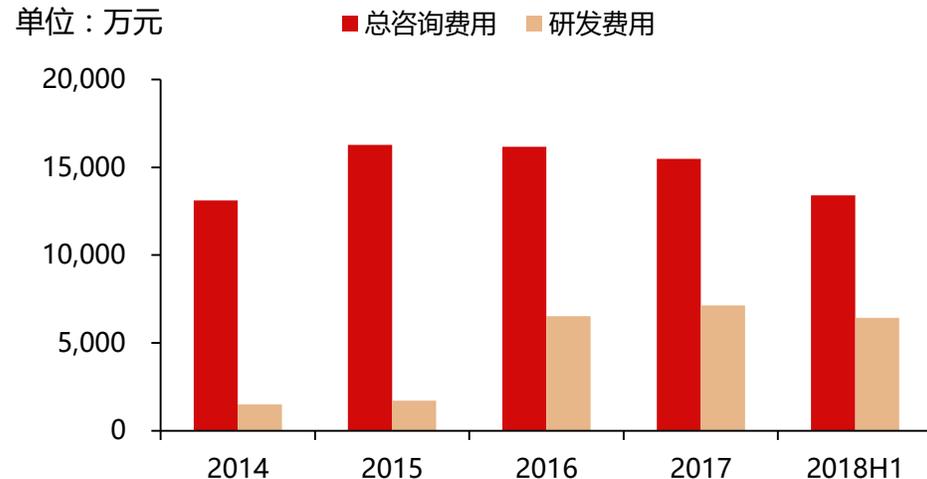
## 1.3 管理优越 | 借力咨询，打造领先行业的管理模式

- 德邦从2011年开始大规模引进国际知名咨询公司，与咨询公司的密切合作是德邦的一大特色，**物流这一传统行业与先进管理技术的结合，为德邦的发展注入了强大动力。**
- 咨询费用投入较大，超过研发费：**德邦在咨询方面的投入巨大，早在2014年，在其前五大供应商中，麦肯锡排名第三位，咨询费用达5000万元左右。**德邦在咨询公司上的严标准、高投入，也一定程度上成就了其快运领头羊的地位。**

图表20：德邦参与合作咨询机构较多



图表19：德邦咨询费用远超研发费用



图表21：德邦与咨询公司合作的重要战略决策及合作项目

时间	战略决策	合作机构
2011	流程IT体系，CRM系统	IBM
2013	BI系统，FOSS系统	IBM
2013	进军大件快递市场	麦肯锡
2015	上线仓储供应链业务	埃森哲
2016	开展国际跨境业务	麦肯锡

## 2.快运聚焦中高端，行业整合带来想象空间

2.1门槛低竞争充分的二流行业，为什么会吸引资本流入？

P16

2.2零担快运的大蛋糕，德邦能分割几何？

P19

## 2.1 门槛低竞争充分的二流行业，为什么会吸引资本争先流入？

- **快运行业是二流行业，特点是门槛较低，且竞争充分**

与快递行业相比，快运行业进入门槛低，规模效应尚未显现，无法构筑有竞争力的护城河。另外，由于行业门槛低，小规模快运企业只需配备人和车辆，即可进行点对点服务，许多玩家渴望从中分一杯羹，从而造成行业集中度较低的现象。目前，快运市场C10的份额不超过3%，竞争格局非常分散。

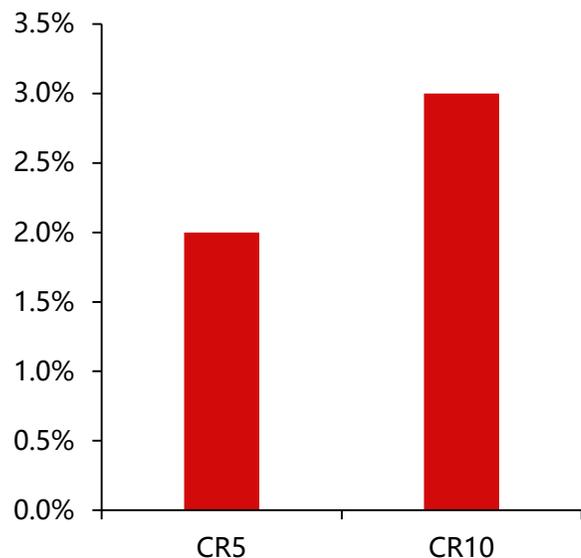
- **快递企业在布局快递市场完成后，纷纷入局快运**

2012年至今，百世、顺丰、中通等企业推出零担快运产品，传统快递公司正向综合性物流服务商转变。

- **虽然快运行业门槛低，竞争充分，但资本却不断地注入快运**

快运行业属于二流行业，但2017年至今，资本持续不断地流入快运，行业融资频繁。

图表22：2017年我国零担快运市场集中度较低



图表23：快递企业纷纷入局快运

时间	公司名称	产品
2012	百世快运	惠心件：5-60kg大件物流，50KG以下免费上楼 S3电商大件：60-180KG S10标准小票零担：180-600KG，王牌产品 T托盘运输：600KG以上
2015	顺丰速运	重货快运：>20KG的高端航空快运产品 重货专运：提供整车货物运输 重货包裹：20-100KG大件包裹（高端） 小票零担：100-500KG兼顾时效与价格（经济）
2018		收购新邦物流，建立“顺心捷达”快运品牌：中低端
2016	中通快运	小票零担：10-300KG / 大票零担：300KG以上
2017	圆通速递	试运行快运业务 电商大件：30-100KG
2017	韵达快运	小票零担：100-500KG / 大票零担：500KG以上
2017	申通快递	携手快捷快递成立申通快运，次年4月暂缓推进

图表24：近两年快运领域大额融资整理

时间	公司名称	领投方	金额
2017.1	运满满	Tiger老虎基金	7.85亿元
2017.1	货拉拉	顺为资本	3亿元
2017.5	货车帮	百度资本	10.21亿元
2017.5	驹马物流	普洛斯GLP	4.5亿元
2017.8	货车帮	全明星投资	3.7亿元
2018.1	福佑卡车	京东物流	1.5亿元
2018.4	优速	未公布	未公布
2018.4	壹米滴答	远洋资本	5亿元
2018.6	中通快运	红杉中国	超1亿美元
2018.4	满帮	软银	19亿美元
2019.1	壹米滴答	博裕资本	18亿元

# 原因1 | 万亿市场空间，整合已成为必然趋势

## ■ 我国的零担市场已经达到万亿规模，大市场空间具备吸引力

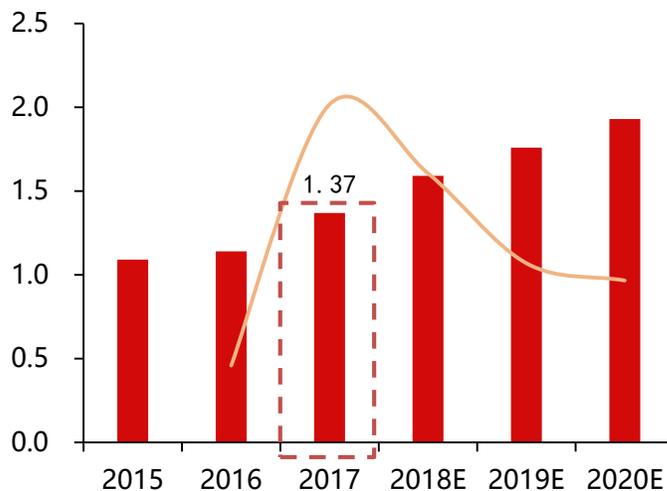
2017年我国零担物流市场规模分别为1.37万亿元，随着电商行业的快速发展，以及物流基础设施的逐渐完善，零担物流市场规模将在未来几年保持10%-20%的增长率。同时借鉴美国快运市场的经验，我国快运行业CR5集中度极低，远低于美国水平，随着行业不断地将进化和发展，中国零担快运市场整合存在必然性。

## ■ 快运企业价格已逐渐低于专线，整合成为必然趋势

从价格水平来看，目前部分快运产品的价格已经低于专线价格，不具备竞争力的快运企业会逐步被淘汰掉，行业整合是大势所趋。

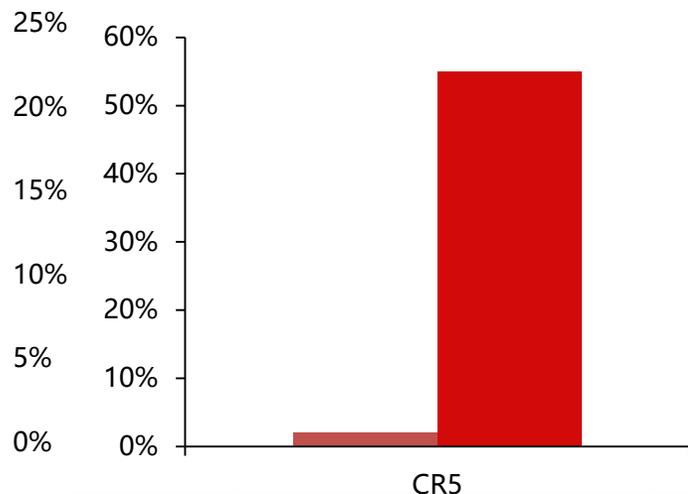
图表25：我国零担物流市场稳健增长

单位：万亿元



图表26：2017年我国零担行业集中度远低于美国

■ 中国零担行业 ■ 美国零担行业



图表27：50kg大件快递，自北京海淀到上海静安价格时效对比

	计价方式	价格	时效
中通快运	重货1.73元/kg，轻货345元/立方	86.5元	3天
德邦快递	首重99元，>30kg续重3元/kg	159元	2天
顺丰重货	首重66元，>20kg续重约3.5元/kg	168元	2天
壹米滴答	重货约3元/kg，轻货约300元/立方米		4天
专线【淘宝】	不含取、卸货费最低一票200元左右	220元	2-3天

## 原因2 | 在公路物流市场，快运是仅次于快递的“好生意”

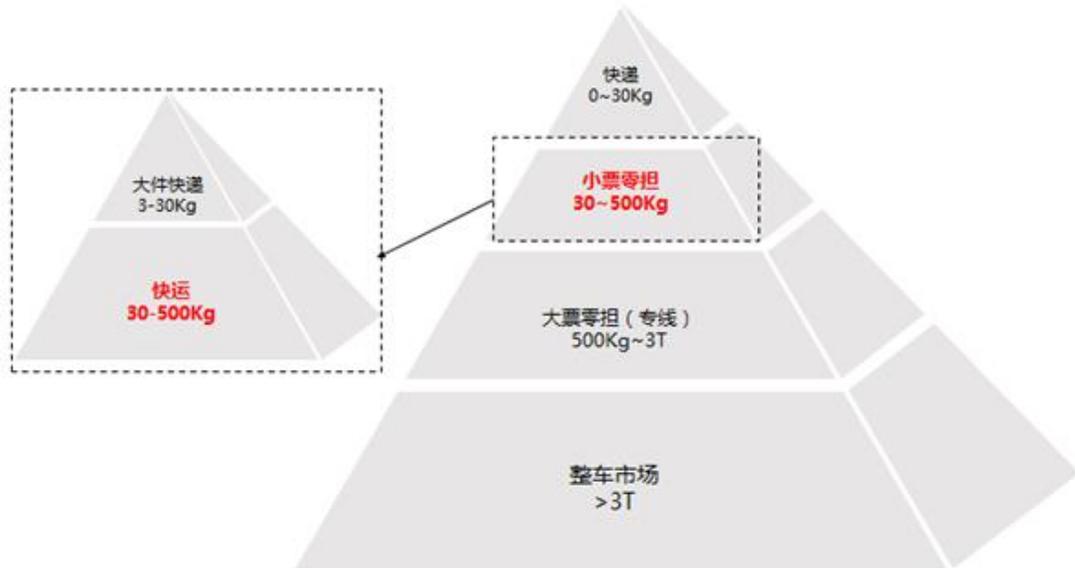
### ■ 物流金字塔，快运是仅次于快递的“好生意”

根据货物重量的差异，整个公路货运行业可分为快递、快运、专线和整车。从整车到快递，单票的重量递减，利润率逐步提升，而快运在物流行业是仅次于快递的好生意。

### ■ 快递的今天就是快运的明天

各快递公司快运业务量高速增长，规模效应下，盈利空间逐渐显现，未来随着技术更迭，积累到一定规模的快运也会释放其利润弹性。

图表28：零担市场的金字塔



图表29：各快运公司业务保持高增速

公司	快运业务发展近况
顺丰重货	2018H1重货营收达34.5亿元人民币，同比增长 <b>95.82%</b>
德邦快递	大件快递业务2018H1实现收入44.55亿元人民币，同比增长 <b>58.65%</b>
中通快运	2018年全年预计营收16亿元人民币，同比增长 <b>105%</b> 左右
百世快运	2018H1营收达17.9亿元人民币，同比增长 <b>33.8%</b>

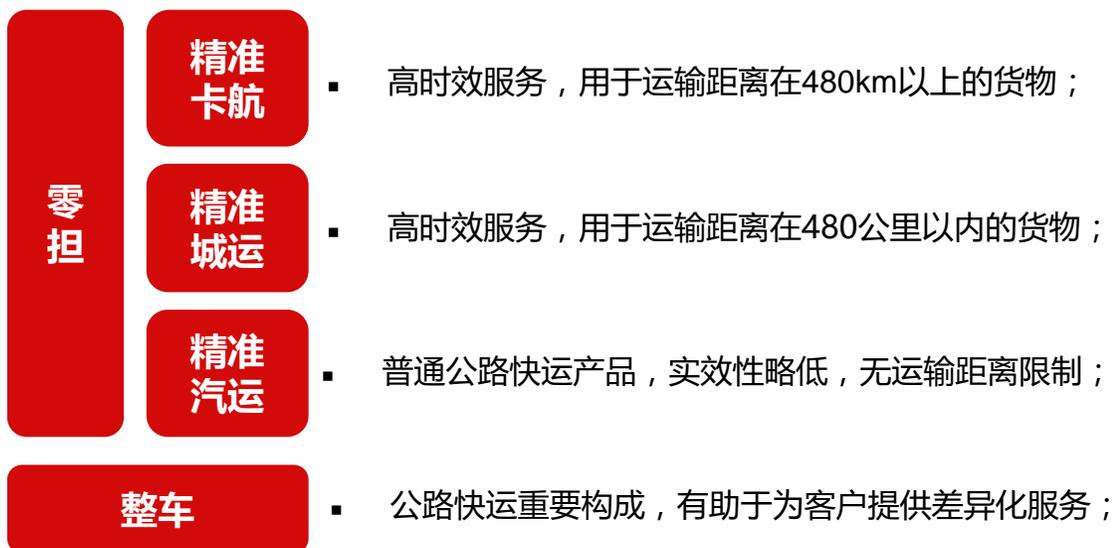
- **资本加持，快运将加速走一遍快递的路。**
- **在快运行业高速发展，整合趋势明晰的大潮中，德邦作为快运行业巨头，将如何参与快运蛋糕的分割？**

## 2.2 德邦快运业务聚焦中高端

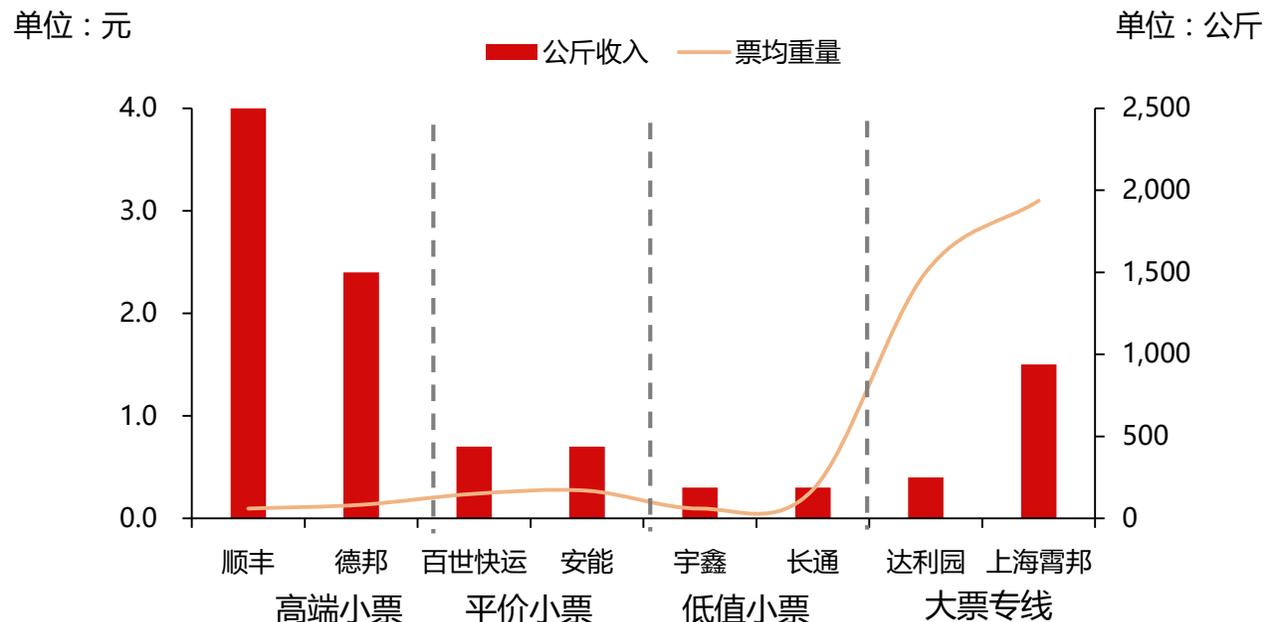
### 德邦的快运业务聚焦于中高端产品，难以被其他玩家模仿

德邦主要聚焦于中高端快运产品，根据需求中不同的距离以及时效要求，给予客户多层次的快运服务。目前中高端市场主要由顺丰和德邦两家公司来做，且均为直营制企业。德邦主要提供精准卡航（高时效长距离）、精准城运（高时效短距离）、精准汽运三类公路快运的标准化产品。由于其产品以中高端为主，且直营模式下资本投入较大，对业务的各个环节有绝对的控制力，因此产品在市面上很难被模仿。

图表30：德邦快运系列产品



图表31：直营模式零担产品公斤收入最高



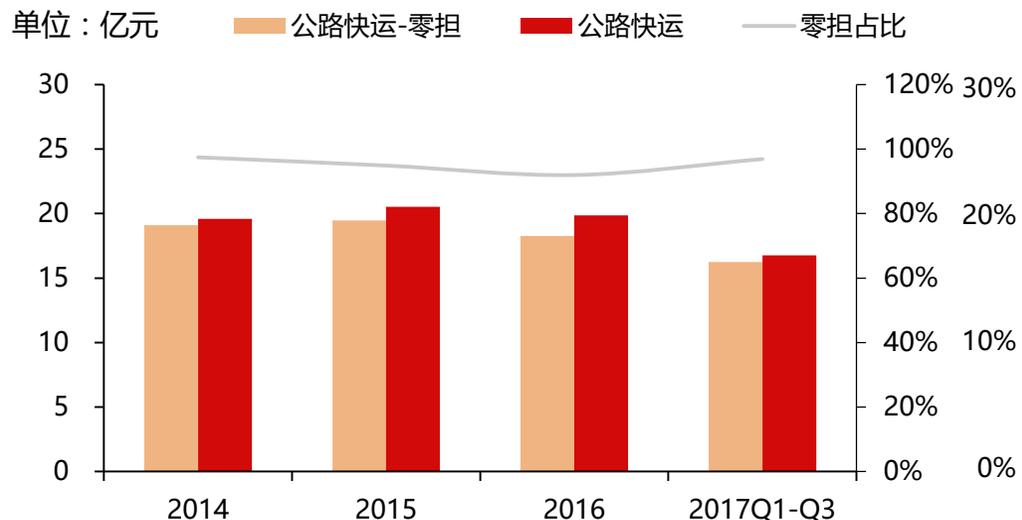
## 2.2中高端市场利润率高，但行业增速放缓

- 德邦中高端快运业务毛利率高，与顺丰相差不大

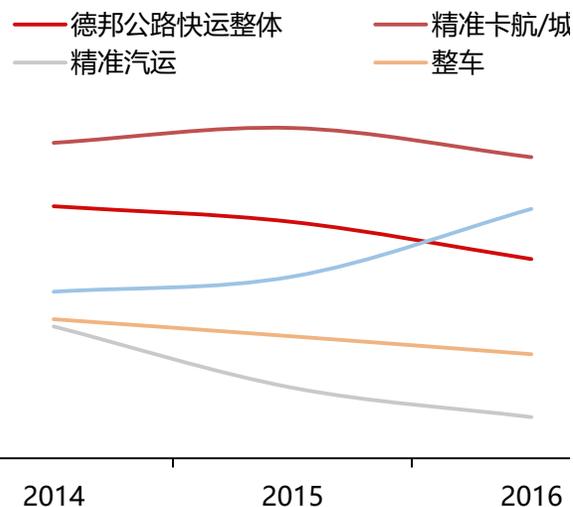
中高端快运业务是零担快运中最优质的业务，毛利率高，是德邦主要的利润来源，其中，精准卡航/城运贡献毛利率最多。对比顺丰，德邦快运业务的毛利率与顺丰毛利率水平相当，反映出德邦在快运中高端市场优秀的盈利能力。

- 但中高端快运的市场空间有限，近年来德邦精准系列产品增速亦逐渐放缓

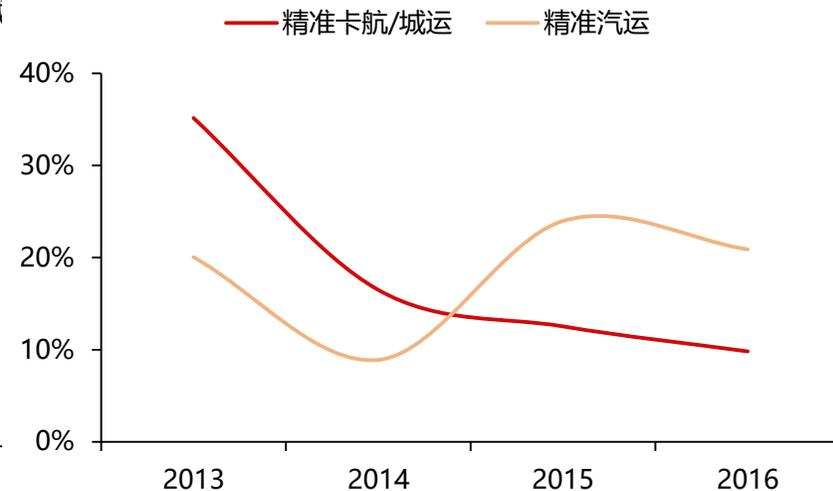
图表32：零担业务贡献公司主要利润



图表33：德邦快运毛利水平较高



图表34：精准系列产品货物周转量增速放缓



注：货量数据不全，此处用货物周转量增速

## 2.2 中高端业务 | 德邦具有竞争优势，能带来稳定的业绩增长

- 中高端市场看点在时效和服务，将价格放在次要地位，具备高时效、优服务的公司更有竞争力**

中高端市场的需求群体看重时效和服务，将价格放在次要地位。中高端市场的主要竞争者是德邦和顺丰，两者均以直营模式为主，具备时效和服务两个双重竞争力。

- 对于中高端快运产品，德邦的时效低于顺丰，价格优于顺丰**

以重量分别为100kg和1000kg、寄往一线城市和二线城市为例，德邦的中高端快运产品在时效方面略低于顺丰，但价格比顺丰更具竞争力。

图表35：中高端市场的看点在于时效和服务



图表36：顺丰、德邦产品时效价格对比

公司	产品种类	重量	目的地	时效	价格
德邦快递	精准卡航	100kg	深圳	4天内到达	315元
		1000kg			2555元
		100kg	宁波	4天内到达	254元
		1000kg			2036元
顺丰股份	小票零担	100kg	深圳	4天内到达	320元
		1000kg			3200元
		100kg	宁波	3天内到达	281元
		1000kg			2400元

注：从北京朝阳寄件，到深圳福田/宁波江北

## 2.3 中低端业务 | 中低端市场的整合带来巨大的想象空间，低成本属性公司更具竞争力

- **中低端市场整合会带来想象空间，其看点在于价格，具备低成本属性的公司更具竞争力**

定位中低端的企业必须围绕价格打造产品，将服务与时效放在次要地位，在保证基本服务和稳定时效的基础上，以降低成本为核心。因此，降价能力和成本管控能力是中低端市场快递公司的核心竞争力。

- **德邦以直营模式为主，与加盟制公司相比，成本不具备优势**

实行加盟模式的企业，具有较好的成本管控能力，从而在价格方面具有优势，但德邦并不具备该优势。

- **德邦参与中低端业务的难度较大**

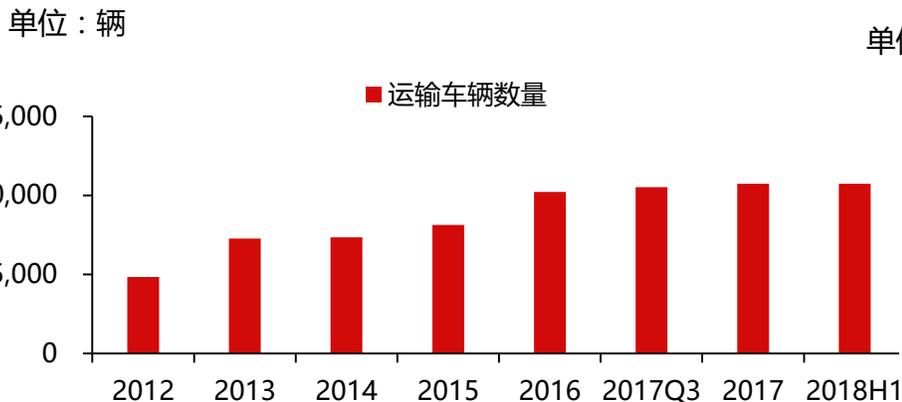
从业务量角度来看，德邦的快运业务量远远小于加盟制的安能和壹米滴答，德邦本身从事的中高端业务和中低端市场的重叠率较低。但从运力储备的角度来看，德邦车辆数量近几年来增长放缓，产能释放有限。

- **综上，德邦想要参与分割中低端市场的大蛋糕，仍需不断降低自身服务成本，提升运力上限来做好迎接市场整合的准备。**

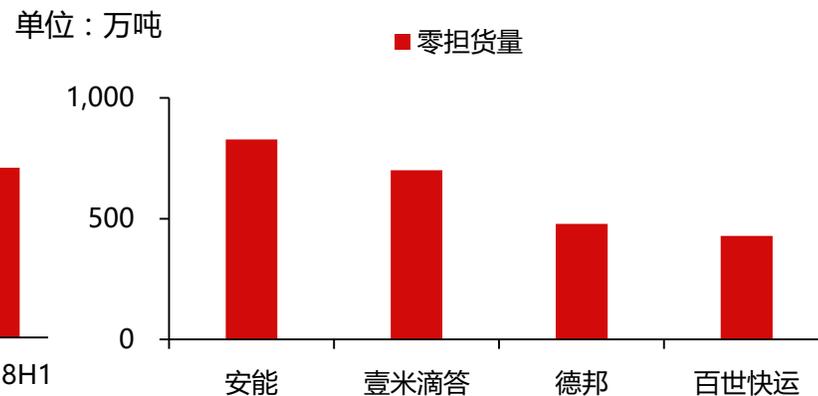
图表37：中低端市场的看点在于价格



图表38：2016年至今德邦车辆增长放缓



图表39：2017年加盟制公司零担业务量较高



### 3.逆流而上切入大件快递，新业务培育期高速增长

- 3.1快运运输+快递配送的大件快递市场，市场格局未定 P25
- 3.2市场动力充足，电商渗透提供增长 P27
- 3.3市场契合度高，德邦新业务高速增长 P29

### 3.1 大件快递市场 | 大件快递=快运运输+快递配送，仓配与网络模式适用不同场景

- **大件快递打破传统物流定义划分**，可以视为**使用快运网络运输的快递**。在中转环节，大件快递重，要走快运网络或独立快递网络起网；在配送环节，要求快递员必须提供上门配送服务。
- **大件快递的服务商可划分为仓配型和网络型两种**。在B2B场景和个人散件需求下，网络型运输公司更符合业务需求。在大件电商需求下，仓配式物流具备平台和低价高效的竞争优势，适用于一二线城市的B2C电商业务；而网络型运输公司的优势在于其覆盖范围广泛，适用于中小电商需求和三四线城市配送需求。

图表40：快递、小票零担、大件快递产品在多方面有重合之处

	快递	小票零担	大件快递
公斤段	一般0-3KG	30-3000kg	3kg-30kg/50kg/60kg
服务链条	门对门服务，智能快递柜普及降低上门服务频次	点对点服务	提供包接包送、送货上门
运输网络	中转分拣上，大多快递公司已使用自动分拣系统；	快运网络	目前一般与快运并网运行
货物类型	文件与一般货物	客户主要为服装、电子、五金、家具的等工业及贸易企业	线上、线下大件商品。货物主要为B2B、B2C、C2C链条中的大件商品。包括大家电、家具建材、快消物料、个人大件等

图表41：根据大件快递应用场景不同，选择不同模式的运输公司

应用场景	货物类型	客户主要构成	运输服务
B2B	原材料、五金、配件、服装	物料供应商、经销商	网络型运输公司大件快递产品
大件电商	家电、家居建材	线上与线下销售商	仓配模式物流为主，网络型大件快递为辅。 线上如京东选择京东物流，海尔品牌指定日日顺；线下如苏宁电器专卖店为客户提供配送
个人散件	搬家行李	外出务工求学、搬家人口	网络型运输公司大件快递产品

### 3.1 大件快递市场 | 产品逐渐标准化，免费上楼成标配

- 随着大件快递市场需求逐渐明确，各公司产品亦逐渐实现标准化。
- 从产品重量来看，目前各公司大件快递产品重量主要集中在3-100KG，且区间有缩小趋势，但仍未完全实现标准化统一。
- 从服务标准来看，免费上楼逐渐成为行业服务趋势。

图表42：各公司不断推出大件快递产品，产品标准仍未统一

公司	代表产品	公斤段	产品特点	推出时间
韵达	168大件	10-68KG	40KG以内免费送货上楼，40-68KG收取小额上楼费	2018年12月
百世	惠心件	5-60KG	50KG以下免费上楼，超过50KG收取小额上楼费用，使用自动载物爬楼机	2016年4月
优速	330限时达/2100限时达/350限时达	3-30KG	单件重量3-30kg，单票300kg以内。大包裹门到门产品，优先中转、优先派送承诺特定区域内限时未达，运费最高全退还。	2016年3月/2016年9月/2018年3月18日
顺丰	重货包裹	20-100KG	托运大件包裹类、仓店调拨类货物	2018年4月
德邦	大件快递3.60	3KG-60KG	3.60特惠件(单件3-30KG)，3.60特重件(单件30-60KG)。40KG以下100%免费上楼，包接包送，大小件齐发	2013年11月/2018年
安能	mini小包	5-70KG	全程包接送+免费上楼	2015年6月
天地华宇	350大件快递	3-50KG		2018年11月
壹米滴答	易到家	0-30KG	专为电商客户设计，包括易入户、易安装、易包裹三大子产品，所有公斤段重量的上楼入户	2015年4月
壹米滴答	壹米小件	单票5-60KG	单票40KG以内免费上楼，40KG以上收取小额上楼费	2018年7月

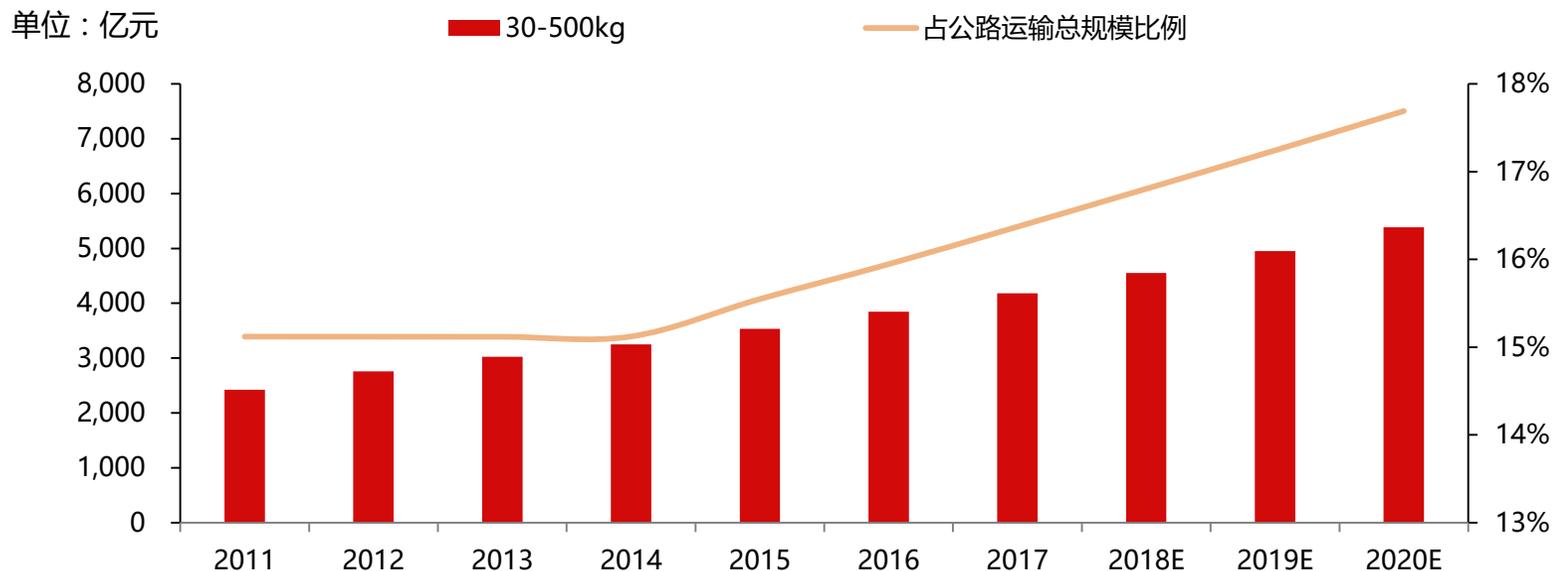
## 3.2 成长动力充足 | 快递快运市场不断转化，电商渗透提供增长机会

### 对大件快递市场的需求可分为存量需求和增量需求。

- ① 存量需求：随着市场细分和产品标准化，部分快递、快运需求逐渐转化为大件快递；
- ② 增量需求：大件电商是大件快递的重要动力，其渗透率仍有较大提升空间，大件电商的快速发展将为大件快递提供强动力。

- **存量需求的主要动力来源于快递、快运产品的转化。** 快递行业目前已发展至相对成熟的阶段，目前行业“轻量化”特征明显，大件快递被逐渐挤出快递市场。快运行业则处于产品不断细化、标准化的阶段，随着大件快递产品的出现，部分小票零担亦会转化至大件快递市场。

图表43：低公斤段零担业务增多，带来更多大件快递需求

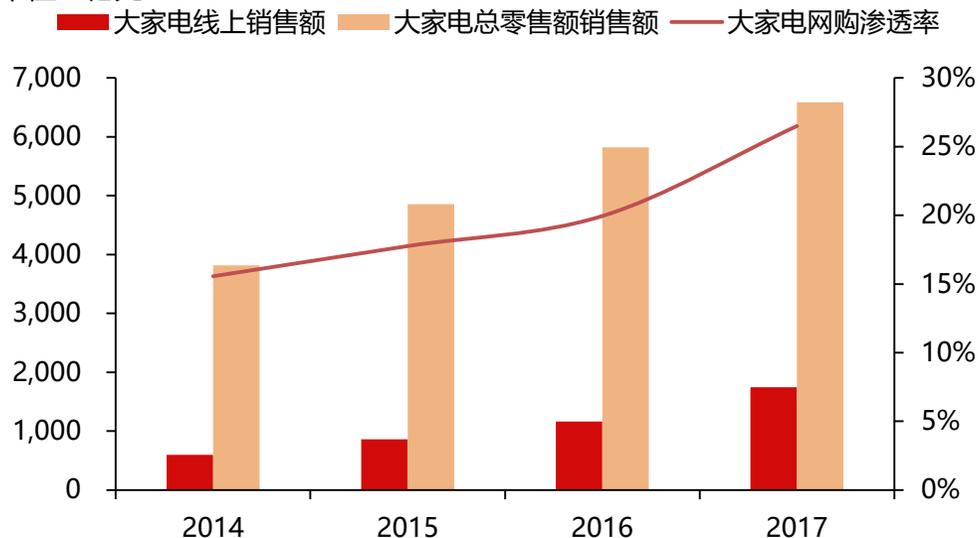


## 3.2 成长动力充足 | 快递快运市场不断转化，电商渗透提供增长机会

- **增量需求的发展动力源于大件快递与大件电商互相促进增长的良性循环。**
- **大件电商渗透率仍然较低，成长空间充足。**以家居建材为例，根据麦肯锡测算，2017年我国家居建材线上渗透率仅为8%，远低于美国（15.4%），其上升空间充足。在大家电方面，2014-2017年，大家电线上渗透率年复合增速达20%，保持高速增长。
- **大件快递的发展与大件电商互相促进。**参考快递发展经验，快递的低配送成本和我国电商市场大发展相辅相成。过去大件电商渗透率相对较低，并非需求不足，而是大件快递市场不能达到低成本、高服务水准，目前随着该市场逐渐成熟，产品免费上楼成为标配，大件电商的成长性将被进一步打开。

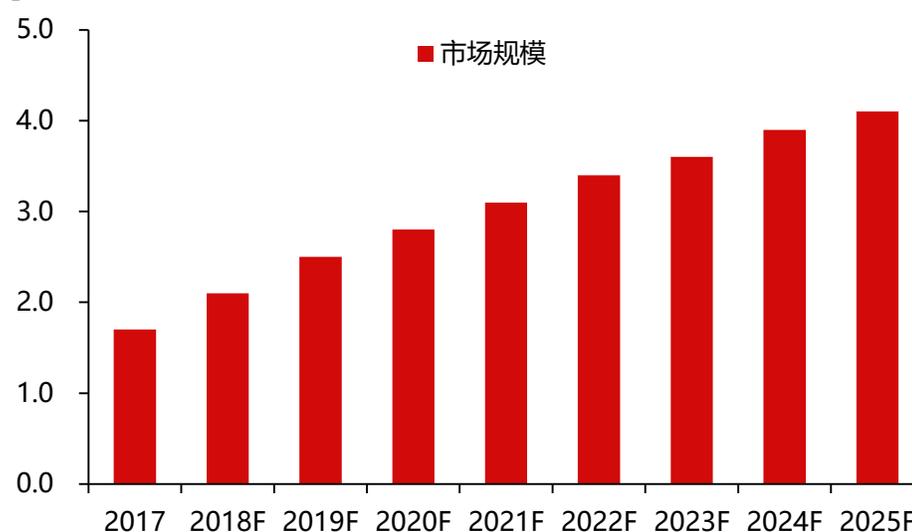
图表44：大家电网购覆盖率快速提升

单位：亿元



图表45：2017-2025年中国大件配送市场规模预测

单位：千亿元



### 3.3 市场契合度高 | 德邦最早切入大件快递市场

- **大件快递对物流服务商要求较高，德邦市场契合度高。** 大件快递产品特殊，尤其是大件快递中的家具、家电快递，其运送产品货值高，要求服务商能送货上门并承担安装功能，对物流服务商的服务水平提出高要求。而德邦发展过程中的诸多属性恰好契合大件快递的发展。
- **契合度1：德邦是最早切入大件快递的物流公司，具备先发优势。** 作为首个提出大件快递概念并提供大件快递产品的公司，德邦已在行业内深耕5年，具备最为丰富的行业经验，在管理和运输方面积累了先发优势。

图表46：2013年进军大件快递领域，德邦占据先发优势



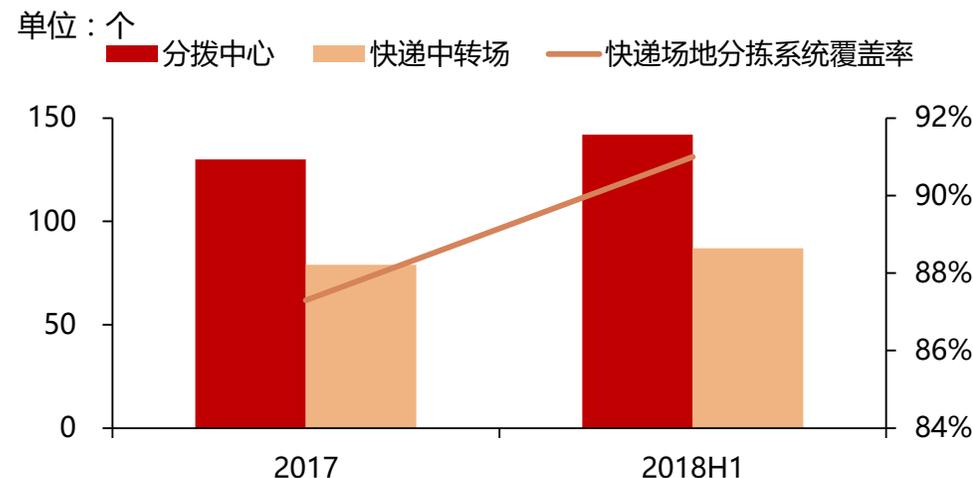
### 3.3 市场契合度高 | 成熟的快运网络助力快递发展

- 契合度2：快运逆向切入快递，快运网络助力快递发展。** 大件快递是适用于快运网络配送的业务，至2018H1，德邦在全国拥有142个快运转运中心，其中全国快递中转场87个，实现91%的场地分拣系统的覆盖。相对成熟快运运输网络和升级完备的快递中转场能有效提升大件快递业务的运输时效和运送成本。
- 德邦首创行业内第一套大小件融合的多层立体分拣系统。** 上层操作小件，下层操作零担大件，有效提升场内流通效率和场地承载。

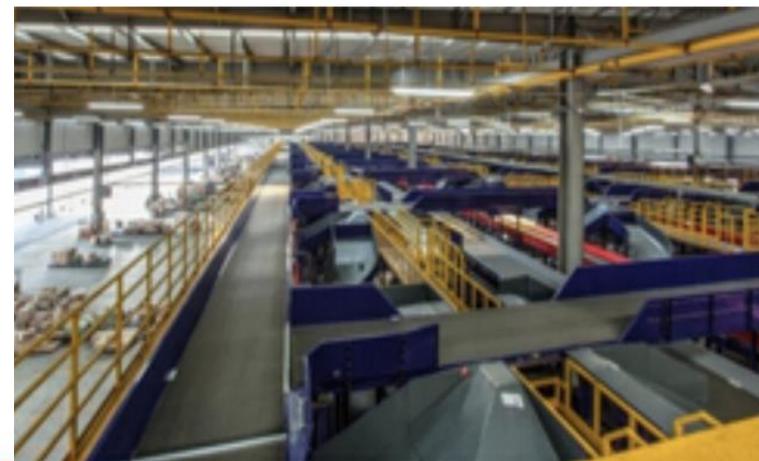
图表48：直营制快运企业切至大件快递领域，业务契合度高

模式	代表品牌	优势	劣势
仓配	日日顺、苏宁、京东	仓配模式的快时效和高水平服务，多应用于B2C	以仓为节点，以落地配企业构建运输通道，规模和网络密度目前还不高
网络	快运起网	德邦（直营）、安能	运输网络共用，成本低 管理：直营>加盟； 服务：直营>加盟
	快递起网	顺丰（直营）、中通、韵达、达、百世	因C2C服务有较高知名度； 服务：直营制>加盟制 快递起网成本高； 公司管理：直营>加盟

图表47：转运中心数量稳步提升



图表49：德邦多层立体分拣系统大大提高分拣效率和场地承载



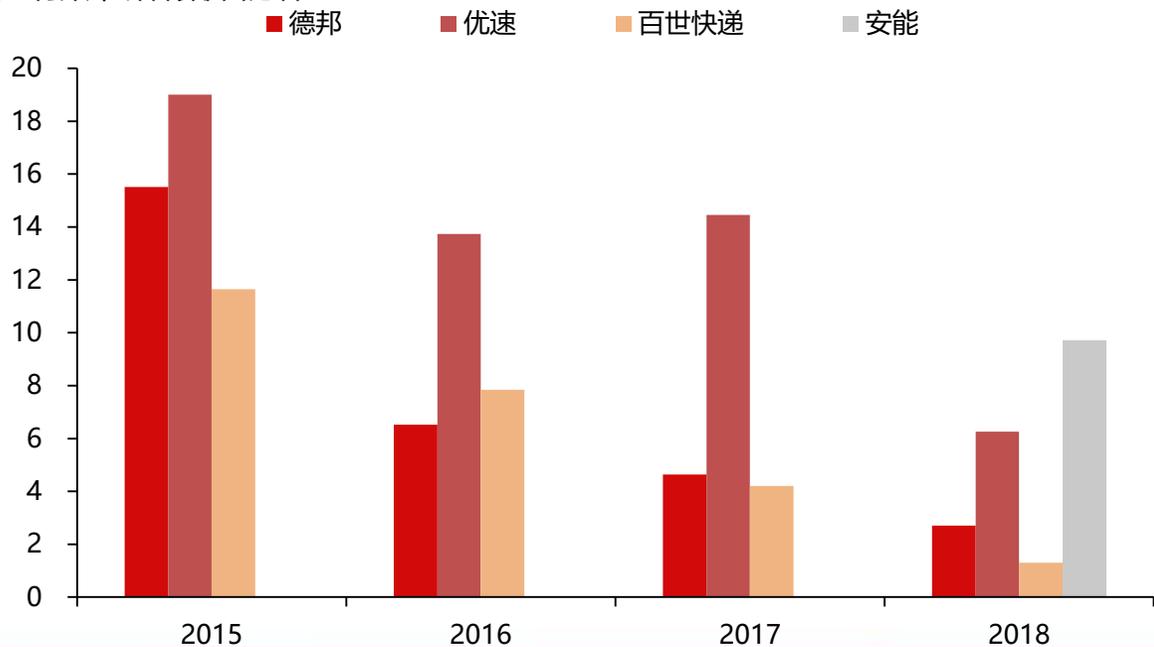
### 3.3 市场契合度高 | 直营模式拉开服务水平差距

■ **契合度3：直营模式拉开服务水平差距。**

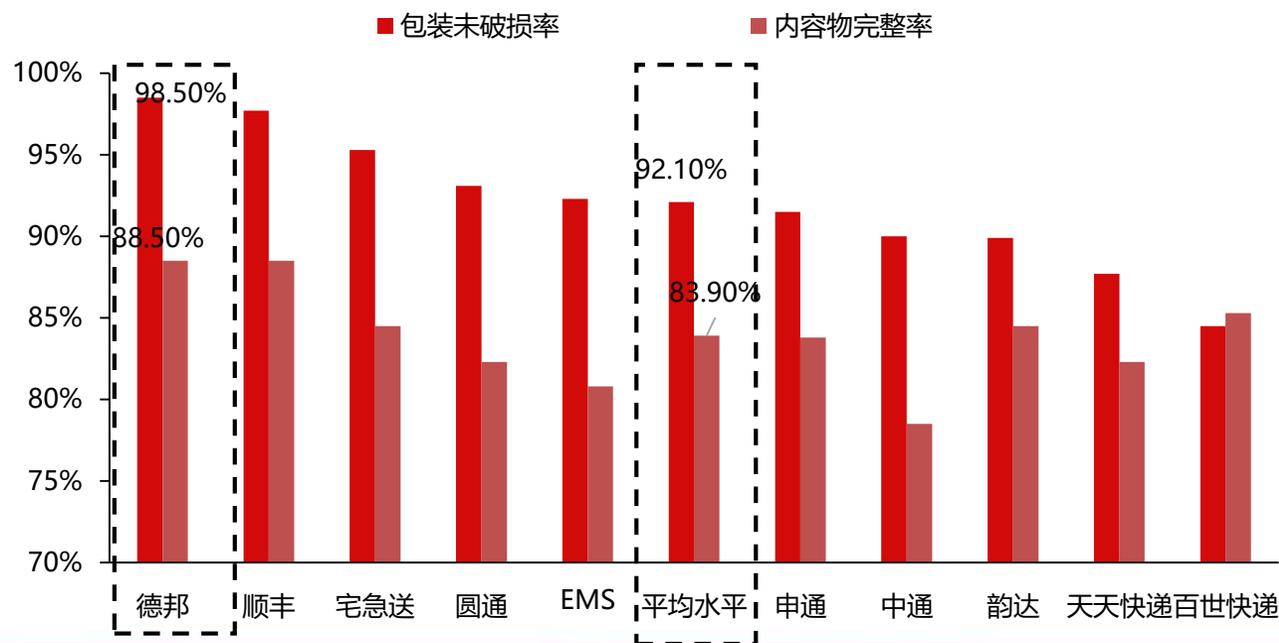
直营模式先天在服务水平上就处于领先优势，对比德邦、优速、安能三家快运物流商，德邦一直保持着有效申诉率优势。

图表50：德邦有效申诉率低于同行

单位：有效申诉件数/百万件



图表51：2017年德邦包装未破损率、内容物完整率远超行业水平



### 3.3 市场契合度高 | 德邦是真正能够提供免费送货上楼服务的物流商

- 通过调研对比德邦、顺丰、中通、优速的大件快递服务，我们发现：
  - ①在时效方面，一线城市德邦=顺丰=优速>中通，二线城市顺丰=优速>德邦=中通，三线城市德邦>顺丰≈优速>中通
  - ②在价格方面，一线城市中通<德邦<优速<顺丰，二线城市中通<德邦<优速<顺丰，三线城市中通<德邦<优速<顺丰
  - ③服务方面，只有德邦、中通提供免费送货上楼服务，顺丰、优速需要咨询当地网点确认实际情况。

图表52：德邦大件快递价格、时效、服务均具有优势

公司	产品	目的地	重量	时效	交通费	送货上楼费		
德邦	3.60大件快递	一线城市	深圳	10kg	3天	55元	0元	
			50kg	3天	235元	0元		
			上海	10kg	3天	37元	0元	
			50kg	3天	156元	0元		
			重庆	10kg	3天	55元	0元	
			50kg	3天	255元	0元		
		二线城市	宁波	10kg	2天	37元	0元	
			50kg	2天	157元	0元		
			金华	10kg	2天	37元	0元	
			50kg	2天	157元	0元		
			三线城市	济宁	10kg	2天	37元	0元
			50kg	2天	157元	0元		
顺丰	重货包裹	一线城市	深圳	10kg	3天	105元	0元	
			50kg	3天	213元	30元		
			上海	10kg	2天	66元	0元	
			50kg	2天	174元	30元		
			重庆	10kg	3天	91元	0元	
			50kg	3天	208元	30元		
		二线城市	宁波	10kg	2天	66元	0元	
			50kg	2天	174元	30元		
			金华	10kg	3天	66元	0元	
			50kg	3天	174元	30元		
			三线城市	济宁	10kg	2天	105元	0元
			50kg	2天	174元	30元		

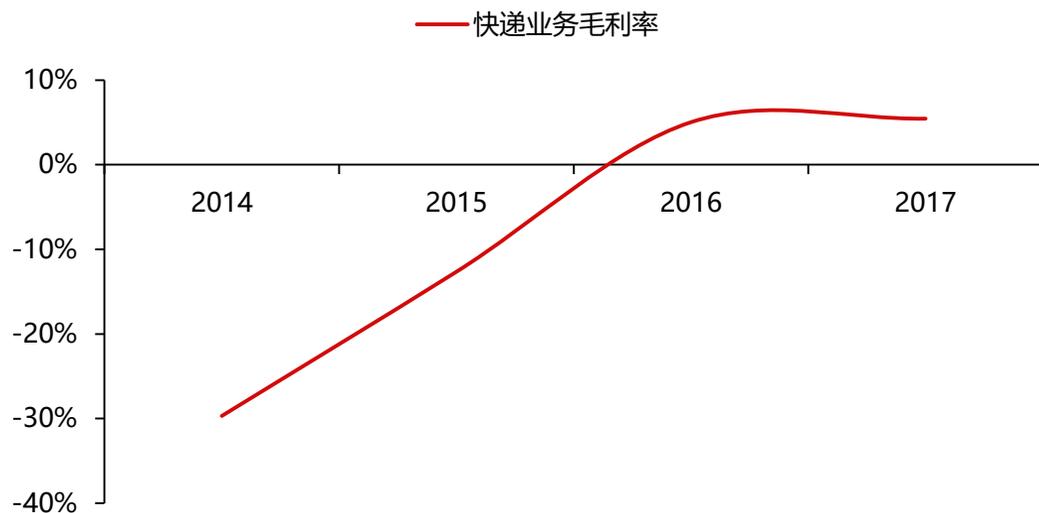
公司	产品	目的地	重量	时效	交通费	送货上楼费		
中通快运	小票零担	一线城市	深圳	10kg	4天	21.8元	0元	
			50kg	4天	109元	0元		
			上海	10kg	3天	21.2元	0元	
			50kg	3天	106元	0元		
			重庆	10kg	4天	25.3元	0元	
			50kg	4天	126.5元	0元		
		二线城市	宁波	10kg	3天	21.2元	0元	
			50kg	3天	106元	0元		
			金华	10kg	3天	21.2元	0元	
			50kg	3天	106元	0元		
			三线城市	济宁	10kg	3天	15.3元	0元
			50kg	3天	76.5元	0元		
优速	330限时达	一线城市	深圳	10kg	3天	57元		
			50kg	3天	257元			
			上海	10kg	2天	49.8元		
			50kg	2天	217.8元			
			重庆	10kg	3天	43.5元		
			50kg	3天	183.5元			
		二线城市	宁波	10kg	2天	49.8元		
			50kg	2天	217.8元			
			金华	10kg	2天	49.8元		
			50kg	2天	217.8元			
			三线城市	济宁	10kg	3天	48元	
			50kg	3天	208元			

咨询寄件网点

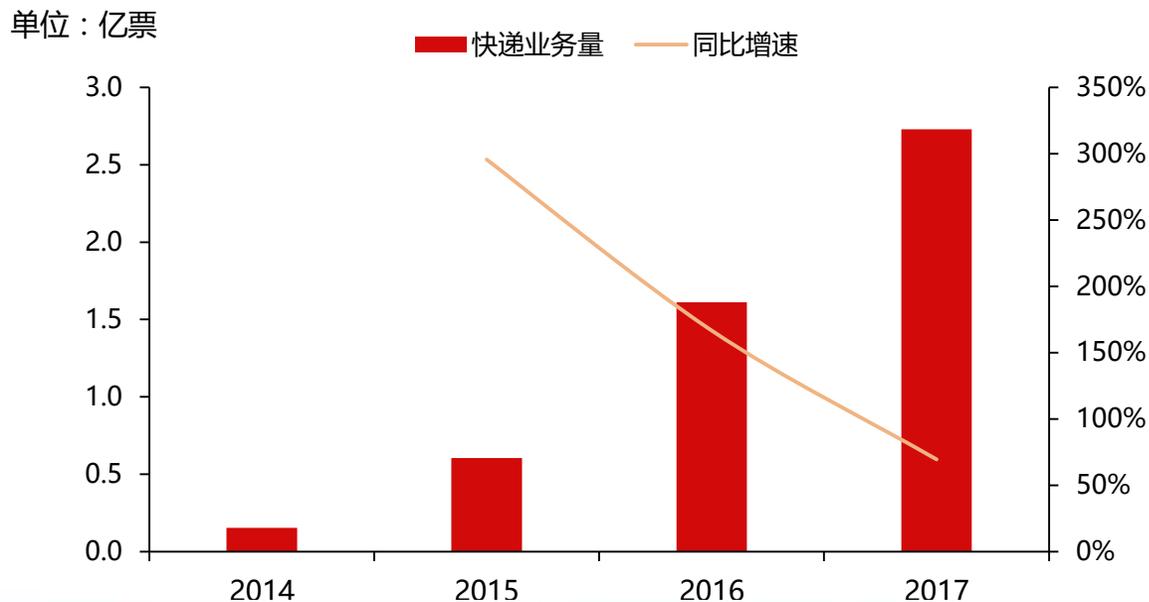
### 3.3 市场契合度高 | 德邦新业务高速增长

- 受益于市场的高契合度，德邦大件快递在发展的过程中凸显出高增长、稳盈利的特征。
- 高增长：2014-2017年，德邦快递业务量实现复合增速163%，高速增长势头不减。
- 稳盈利：快递业务经历五年培育，自2016年开始毛利转负为正，2017年毛利率小幅提升至5.45%，随着业务量的持续增长，规模效应逐渐发挥，快递业务短期内有望释放业绩。

图表53：德邦快递业务毛利转负为正



图表54：德邦快递业务量增长速度快



## 4.业绩增长稳健，估值合理具备吸引力

- 4.1 业绩保持中高速稳健增长，毛利水平略有回升 P35
- 4.2 人工成本占比提升，成本端仍有优化空间 P36
- 4.3 资产负债率居高，快递目标每年35亿投资 P37
- 4.4 估值水平相对合理，大件快递决定估值吸引力 P38

## 4.1 业绩保持中高速稳健增长，毛利水平略有回升

### ■ 营收、利润保持中高速增长

2018H1德邦实现营业总收入达101.95亿元，同比增长10.1%，归母净利润3.07亿，同比增长159.58%，营业、业绩均保持中高速增长。

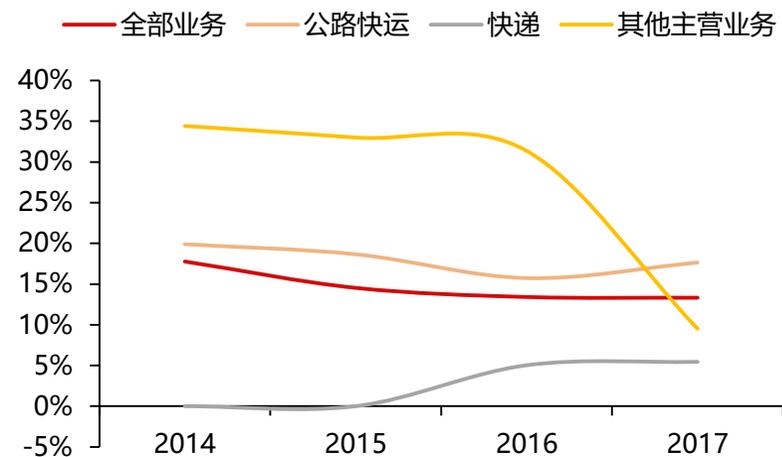
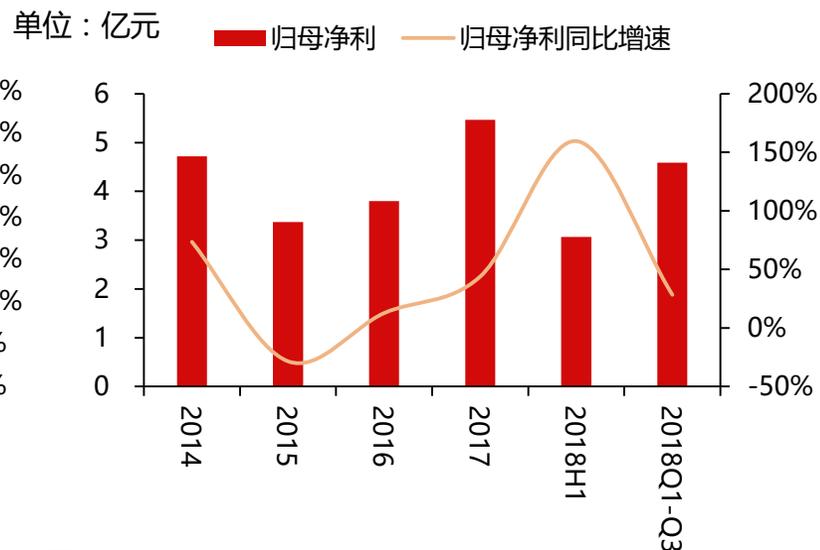
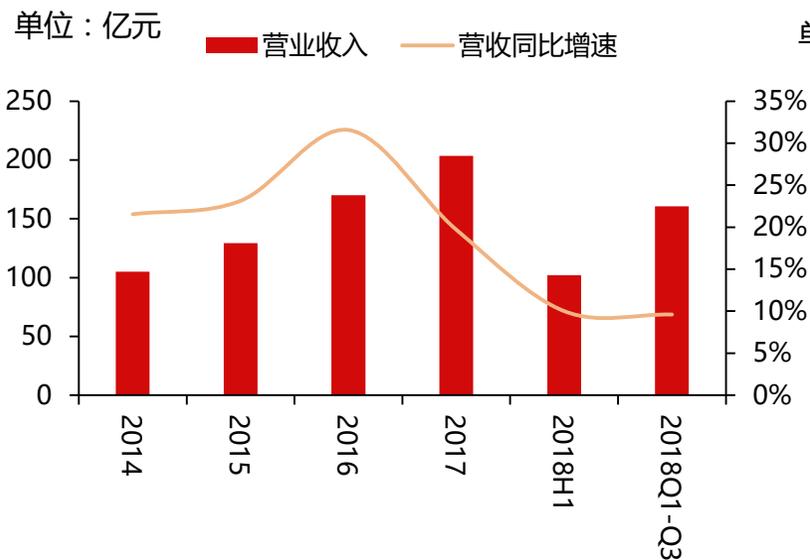
### ■ 快递业务两年实现盈利；整体业务毛利率略有回升

德邦于2013年进军快递业务，2016年实现盈利，2017年毛利率较2016年有小幅增加。近年随着新业务开展，整体业务毛利率略有下滑，于2017年为13.32%，2018Q3毛利率小幅增至14.2%，说明德邦管理能力良好，拓展新业务，面临市场激烈竞争情况下保持较高的毛利率和营业收入增长。

图表55：德邦营业收入稳健增长

图表56：德邦归母净利润稳健增长

图表57：德邦毛利水平略有回升



## 4.2 人工成本占比提升，成本端仍有优化空间

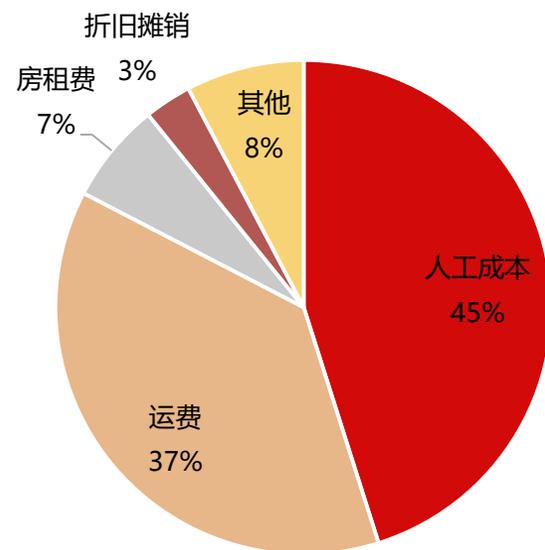
### 人工成本占比提升

截至2017年德邦人工成本占比45%，且人工成本增速居全部成本增速之首。对于快运企业，货物分拣运输自动化率低，人工依赖程度较高，随着德邦大件快递业务的发展，末端配送量增加，人工成本随之增长。

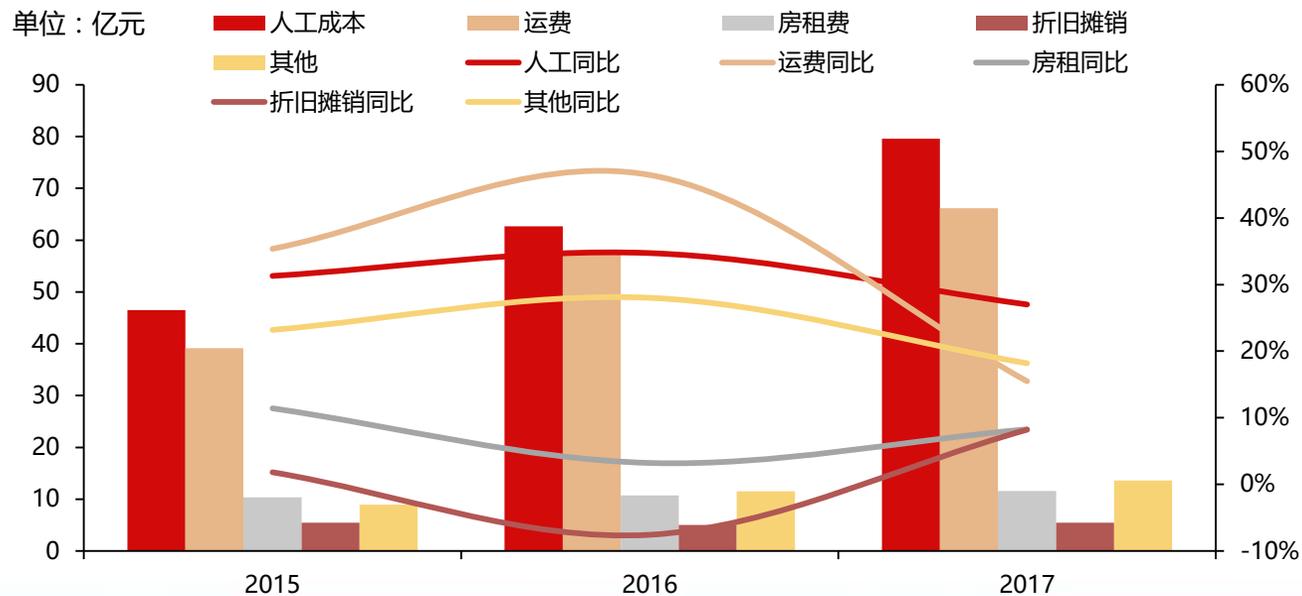
### 运费增速放缓，成本端仍有优化空间

随着德邦业务量的增长，快运、快递业务规模效应逐渐发挥，运费成本增速趋缓。未来随着技术水平的进步，固定成本占比提升，德邦成本端仍有较大优化空间。

图表58：2017年德邦人工成本、运费占比高



图表59：人工成本、运费增速呈放缓趋势



## 4.3 资产负债率居高，快递目标每年35亿投资

图表60：现金资产逐年增加

### ■ 资产负债率偏高

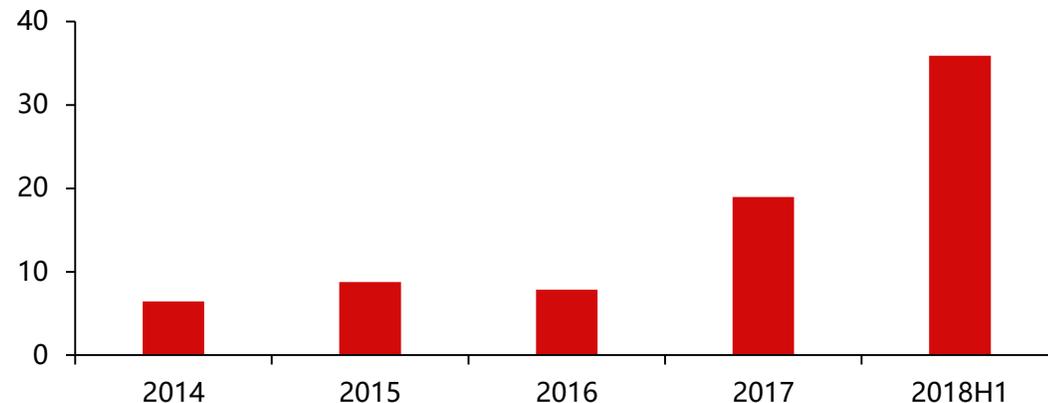
对比通达系、顺丰，德邦的资产负债率较高，但良好的现金流使得德邦资金压力较小，德邦偿债能力逐步提高。

### ■ 快递目标每年35亿投资

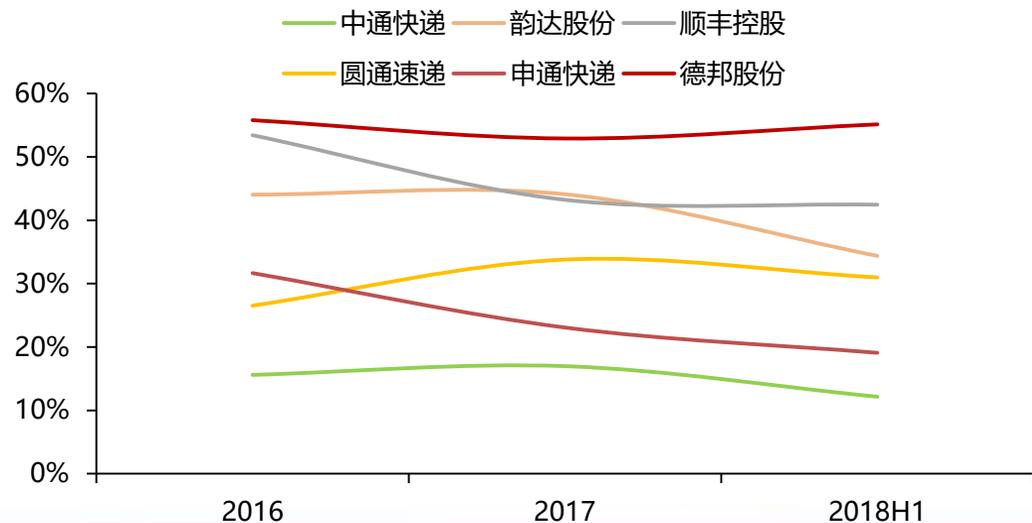
2018年德邦表示未来3年每年投入35亿元于快递运营，主要放在研发、车辆、分检系统等板块，德邦大件快递业务有望持续高增长。

单位：亿元

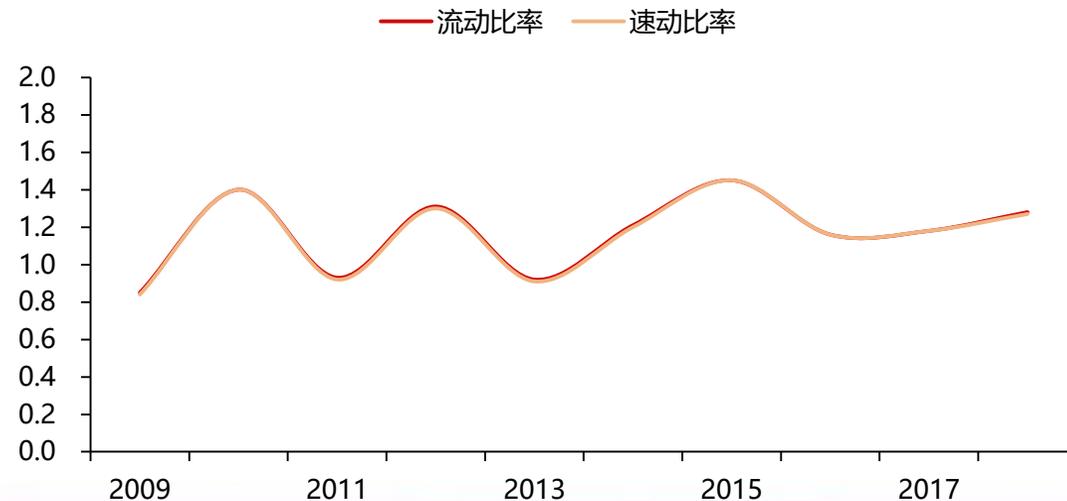
■ 现金及等价物



图表61：德邦资产负债率偏高



图表62：德邦偿债能力逐步提高



## 4.4估值水平相对合理，大件快递决定估值吸引力

- 由于业务性质的不同，针对快运、大件快递两部分业务采取不同的估值方法。

- 1、快运业务按PE估值法

德邦快运业务增速相对稳健且毛利稳定，适用于PE估值。2017年快运业务的毛利占比84.55%，假设①德邦业务毛利占比即为利润占比，则2017年德邦实现快运利润4.62亿。

假设②德邦快运业务增速稳健，假设2018-2019利润增长率分别为8%，6%，则2019年德邦快运业务利润5.29亿。

参考快递行业估值水平，给予德邦快运业务15倍PE，则**德邦快运市值79.35亿**。

- 2、大件快递按PS估值法

德邦大件快递业务仍在培育期，业务高速发展，考虑到目前大件快递业务毛利已经转负为正，故采用PS估值更为合适。我们预计大件快递业务2019年收入136.58亿元，**在保守、中性和积极预期下，大件快递市值分别为82、109、136亿**。

- 3.总市值

**保守、中性、积极预期下，德邦总市值分别为161.30、188.61、215.93亿。**

图表63：德邦分业务估值预测

业务分类	利润/收入（亿元）	估值	市值（亿元）
快运	5.29	PE=15	79.35
快递	收入=136.58	保守预期PS=0.6	81.95
		中性预期PS=0.8	109.26
		积极预期PS=1.0	136.58
市值合计		保守预期	161.30
		中性预期	188.61
		积极预期	215.93

图表64：分业务收入预测

业务分类(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
公路快运业务	12,993.78	11,860.80	12,286.89	12,772.86
增速	2.93%	-8.72%	3.59%	3.96%
快递业务	6928.34	10162.49	13658.39	17223.22
增速	69.10%	46.68%	34.40%	26.10%
其他业务	427.99	525.85	683.79	848.15
增速	52.64%	22.86%	30.03%	24.04%

- 恶性价战爆发
- 人工成本超预期上涨
- 大件电商市场发展不及预期
- 事业合伙人网点停摆

图表65：可比公司估值比较

同行业估值比较	总市值（亿元）	PE <sup>TTM</sup>	PB <sup>LF</sup>
德邦股份	174.5	26.9	4.62
圆通速递	366.60	22.40	3.57
顺丰控股	1602.70	35.18	4.38
韵达股份	614.7	23.1	5.4
申通快递	326.10	15.90	3.80
中通快递	1027.38	24.40	3.20
百世集团	157.78	-25.50	3.83

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3962.99	5509.93	7440.33	9606.47	<b>营业总收入</b>	20350.11	22549.14	26629.06	30844.23
现金	1898.78	3385.65	4977.27	6753.57	营业成本	17639.53	19416.27	22900.67	26419.29
应收账款	1102.78	927.89	1213.59	1507.59	营业税金及附加	65.14	54.37	64.20	74.36
其它应收款	201.90	289.09	312.90	349.25	营业费用	337.20	411.68	486.17	563.12
预付账款	279.00	450.19	471.25	519.68	管理费用	1766.09	1867.38	2130.33	2405.85
存货	8.26	9.02	9.79	11.12	财务费用	107.13	97.27	114.72	132.35
其他	472.27	448.09	455.53	465.27	资产减值损失	32.28	30.07	30.07	30.07
<b>非流动资产</b>	2558.18	1896.44	1363.08	852.01	公允价值变动收益	0.00	124.55	124.55	124.55
长期投资	499.35	513.35	529.35	547.35	投资净收益	119.33	92.40	92.40	92.40
固定资产	1601.17	1042.35	488.02	-49.67	<b>营业利润</b>	706.18	889.06	1119.85	1436.13
无形资产	385.00	268.07	273.04	281.66	营业外收入	30.06	44.00	44.00	44.00
其他	72.66	72.66	72.66	72.66	营业外支出	34.04	33.72	33.72	33.72
<b>资产总计</b>	6521.17	7406.37	8803.41	10458.49	<b>利润总额</b>	702.19	899.34	1130.13	1446.41
<b>流动负债</b>	3350.15	3503.34	3988.83	4486.30	所得税	155.57	197.40	248.65	318.87
短期借款	1078.04	1078.04	1078.04	1078.04	<b>净利润</b>	546.62	701.93	881.48	1127.54
应付账款	714.91	708.84	849.33	1011.07	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1557.20	1716.46	2061.46	2397.19	<b>归属母公司净利润</b>	546.62	701.93	881.48	1127.54
<b>非流动负债</b>	99.71	99.71	99.71	99.71	EBITDA	1262.21	1429.82	1715.58	2087.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	-	0.82	1.02	1.31
其他	99.71	99.71	99.71	99.71					
<b>负债合计</b>	3449.86	3603.06	4088.54	4586.01	<b>主要财务比率</b>	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	-	860.00	860.00	860.00	营业收入	0.20	0.11	0.18	0.16
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1.32	0.26	0.26	0.28
留存收益	2212.41	2914.34	3795.83	4923.37	归属母公司净利润	0.44	0.28	0.26	0.28
归属母公司股东权益	3071.31	3803.31	4714.87	5872.47	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6521.17	7406.37	8803.41	10458.49	毛利率	0.13	0.14	0.14	0.14
					净利率	0.03	0.03	0.03	0.04
					ROE	0.18	0.18	0.19	0.19
					ROIC	0.24	0.62	2.57	-3.38
<b>现金流量表</b>	2017	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	2001.07	1275.16	1545.82	1791.04	资产负债率	0.53	0.49	0.46	0.44
净利润	546.62	701.93	881.48	1127.54	净负债比率	0.35	0.28	0.23	0.18
折旧摊销	720.06	630.37	667.89	706.17	流动比率	1.18	1.57	1.87	2.14
财务费用	56.73	46.89	46.89	46.89	速动比率	1.18	1.57	1.86	2.14
资产减值	-119.33	-92.40	-92.40	-92.40	<b>营运能力</b>				
公允价值变动	787.29	93.12	146.71	107.61	总资产周转率	3.33	3.24	3.29	3.20
其他	9.69	-104.76	-104.76	-104.76	应收账款周转率	17.67	22.21	24.87	22.67
<b>投资活动现金流</b>	-948.88	258.61	92.70	32.13	应付账款周转率	28.07	31.68	34.18	33.16
资本支出	-981.51	55.66	-108.25	-166.82	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	-53.33	-14.00	-16.00	-18.00	每股收益	-	0.82	1.02	1.31
其他	85.95	216.95	216.95	216.95	每股经营现金	-	1.33	1.61	1.87
<b>筹资活动现金流</b>	62.69	-46.89	-46.89	-46.89	每股净资产	-	3.96	4.91	6.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	-	20.29	16.16	12.63
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	-	4.18	3.37	2.71
资本公积增加	0.00	-0.91	-1.53	-2.80	EV/EBITDA	-	8.34	6.02	4.10
其他	62.69	-45.98	-45.36	-44.09					
<b>现金净增加额</b>	1114.87	1486.87	1591.62	1776.29					

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

## 致谢

感谢卢冰、柴杉、许杰对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# THANKS

方正证券 正在你身边

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

## 方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F,Pacific Insurance Building,No.28 Fengsheng Lane,Taipingqiao Street,

Xicheng District,Beijing,China