

艾迪西 (002468.SZ) 快递业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 29.89元

轻资产模式打造规模优势, 多管齐下塑造品牌效应

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	331.78
总市值(百万元)	9,916.78
年内股价最高最低(元)	47.34/13.71
沪深300指数	3269.59
深证成指	10852.21



相关报告

1. 《申通快递借壳上市, 成就快递第一股-艾迪西公司研究》, 2015.12.28

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.025	0.012	0.772	0.971	1.169
每股净资产(元)	2.19	2.19	14.20	15.17	16.34
每股经营性现金流(元)	0.11	0.46	0.92	0.96	1.14
市盈率(倍)	580.71	3,357.51	38.74	30.79	25.57
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	38.71	38.71	38.71
净利润增长率(%)	-6.73%	-53.58%	30423.50%	25.83%	20.43%
净资产收益率(%)	1.15%	0.53%	5.43%	6.40%	7.16%
总股本(百万股)	331.78	331.78	1,529.78	1,529.78	1,529.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

最新事件更新

- 7月19日艾迪西发布公告, 回复关于证监会对其资产重组审查反馈意见; 2016年5月7日, 申通在成都设立首家快递超市, 正式升级布局O2O销售平台, 打造“产, 供, 销, 运”为一体的电商平台。

经营分析

- 轻资产模式打造网络规模, 加强关键节点把控保证服务质量:** 申通快递多采用加盟模式扩张快递网络, 截至2015年末公司加盟商达到1500家, 服务网点及门店约20000余家, 对于全国县级以上城市网点覆盖率达到90%以上。随着行业快递量持续处于高速上升通道, 公司轻资产加盟模式及已形成的大规模的终端网点布局将有能力持续吸收新增业务量并优先从中受益。同时公司为保证服务时效性及安全性, 拟在重要节点城市建设直营转运中心, 同时实现干线网络的直营化转变, 以完成对重要节点及干线运输的统一运营及管理, 便于在未来打造标准化服务, 提升公司整体竞争力。此次重组募集资金将有约14亿用于中转仓储一体化项目, 5亿用于运输车辆购置项目。
- 把握行业发展脉搏, “向下、向西、向外”延伸:** 从上半年快递行业区域发展趋势来看, 中西部地区近期开始加密快递网络, 即将成为快递企业下一个必争之地, 快递量的同比增速也正逐步逼近及超越东部地区。2016年上半年东部地区快递业务量同比增速达到56%, 中西部地区同比增速分别达到了64%及57%。整体来看快递业呈现下沉东部, 向中西部延伸的局面。同时跨境电商的高速增长也带动着国际快递业务的高发展, 上半年国际快递业务量同比增速达到50%。公司抓住行业发展趋势, 致力于“向下、向西、向外”逐步拓展延伸网络。公司7月1日官网发布公告, 近期申通快递新增乡镇服务点约5000余家, 至2016年公司乡镇网点已达12000余家。同时截至2016年3月, 公司已建成1600余家乡村服务站。申通现国际业务也已经覆盖香港、台湾、日本、欧洲等全球60多个国家及地区。同时也在不断挖掘海外优质合作伙伴, 2016年6月与波兰邮政签署战略合作协议拟打通东欧跨境电商通道。
- 产品结构优化, 打造品牌优势:** 2016年申通加大产品更新优化力度以满足日益多元化的客户需求。2016年5月份联合菜鸟网络推出“橙诺达”产品, 主要覆盖北上广等主要城市间的212条线路, 承诺当日揽收完成后在次日24时前送达。6月1日, 申通在上海市区内正式推出“同城次日达”服

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

务产品，承诺在次日 22 时前送达。现快递业竞争正逐步从价格战向物流战过渡，随着近 10 年快递单价的逐步下滑，消费者对快递服务的诉求也逐步从价格转向服务质量及时效性问题，所以增强快递产品时效性及服务质量是取得未来竞争优势的关键。申通接连推出时效性产品，提供差异化服务，可以在现阶段提升品牌认知度，打造品牌优势，同时也有助于未来在高端商务件及精品件上有所增长。

- **探索电商产业延伸，实现“产、供、销、运”一体化：**在快递行业竞争日益激烈的环境下，公司也积极探索向产业链上游的电商行业进行延伸，以延长收益链条，同时保障终端快递量增长的可持续性。5 月申通与自贸购 APP 正式成为合作伙伴，7 月与贝贝网签订战略合作协议。与各大 O2O 平台加强合作不仅仅是电商平台优化售后服务的战略部署，也是快递公司维持业务增量，提升品牌认知的重要手段。除了加强与电商平台的合作外，公司于今年 5 月份在成都推出 O2O 销售平台，提供统一采购、统一质检，结合线下超市及线上电商平台，打造门店快递二合一模式，最终打造“产、供、销、运”一体化电商平台。通过该模式公司不仅可以向上游产业延伸，将业务渗透至产品生产及销售环节，同时也为当地申通快递加盟商提供快递业务增量，双管齐下提升盈利能力。
- **规模效应及快递智能化促毛利率提升：**2016 年前 5 个月申通实现快递业务量为 11.79 亿件，市场占有率维持在 11-12% 之间，预计全年快递业务量同比增长约 35%，达到 35 亿件。同时一季度整体毛利率达到 21.15%，较 15 年毛利率 16.9% 有较大幅度的提升。毛利率上升的主要原因是（1）快递业务量的上升，使得运输空载率及单位固定成本下降。（2）公司电子面单使用占比正快速提升，大程度上降低面单成本。随着快递业务量的逐年提升，公司盈利能力也将得到改善。

投资建议

- 申通作为国内最早的民营快递之一，其以加盟轻资产模式及重要节点直营模式建立大规模终端网点；公司把握行业发展趋势，“向下、向西、向外”延伸网络；逐步推出时效性产品以优化产品结构，构建品牌优势；探索电商产业链，实现“产、供、销、运”一体化；规模效应及快递智能化提升公司未来盈利能力。如交易方案顺利实施，预测 2016-18 年 EPS 分别为 0.77、0.97、1.17 元/股。现股价对应市值为 457 亿元，PEG 为 0.7 倍，对标圆通 PEG 为 1 倍，估值偏低，给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,456	1,716	1,447	10,026	12,036	13,415	货币资金	171	202	293	3,915	4,544	4,884
增长率		17.9%	-15.7%	593.0%	20.1%	11.4%	应收款项	351	392	312	1,101	1,321	1,473
主营业务成本	-1,244	-1,479	-1,247	-8,229	-9,844	-10,811	存货	362	373	340	56	67	74
%销售收入	85.4%	86.2%	86.2%	82.1%	81.8%	80.6%	其他流动资产	59	66	49	916	1,029	1,137
毛利	212	237	199	1,796	2,193	2,604	流动资产	944	1,034	994	5,989	6,963	7,568
%销售收入	14.6%	13.8%	13.8%	17.9%	18.2%	19.4%	%总资产	61.0%	63.8%	63.3%	25.4%	27.4%	27.5%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-30	-36	-40	长期投资	0	0	0	180	200	220
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	492	475	444	1,003	1,833	3,211
营业费用	-49	-53	-48	-100	-120	-134	%总资产	31.8%	29.3%	28.3%	4.3%	7.2%	11.7%
%销售收入	3.4%	3.1%	3.3%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	97	96	94	16,403	16,431	16,454
管理费用	-127	-132	-134	-261	-313	-349	非流动资产	603	587	576	17,605	18,484	19,906
%销售收入	8.7%	7.7%	9.3%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	39.0%	36.2%	36.7%	74.6%	72.6%	72.5%
息税前利润 (EBIT)	34	48	13	1,405	1,723	2,081	资产总计	1,546	1,620	1,570	23,594	25,447	27,475
%销售收入	2.3%	2.8%	0.9%	14.0%	14.3%	15.5%	短期借款	504	576	573	10	10	10
财务费用	-40	-39	-24	25	87	97	应付款项	227	221	193	1,212	1,450	1,598
%销售收入	2.7%	2.3%	1.6%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	18	26	24	605	725	806
资产减值损失	1	-4	2	0	0	0	流动负债	749	823	789	1,826	2,186	2,414
公允价值变动收益	2	-4	1	0	0	0	长期贷款	15	15	4	4	4	5
投资收益	4	-1	0	100	120	150	其他长期负债	20	18	17	5	5	5
%税前利润	27.8%	n.a	n.a	6.3%	6.0%	6.3%	负债	784	856	811	1,835	2,195	2,424
营业利润	1	1	-8	1,530	1,931	2,328	普通股股东权益	722	728	728	21,722	23,207	24,996
营业利润率	0.1%	0.0%	n.a	15.3%	16.0%	17.4%	少数股东权益	41	37	32	37	45	55
营业外收支	15	5	5	50	60	70	负债股东权益合计	1,546	1,620	1,570	23,594	25,447	27,475
税前利润	16	6	-4	1,580	1,991	2,398							
利润率	1.1%	0.4%	n.a	15.8%	16.5%	17.9%	比率分析						
所得税	-5	-1	4	-395	-498	-599		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	29.8%	24.3%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	11	5	0	1,185	1,493	1,798	每股收益	0.032	0.025	0.012	0.772	0.971	1.169
少数股东损益	2	-4	-4	5	8	10	每股净资产	2.611	2.193	2.194	14.200	15.170	16.340
归属于母公司的净利润	9	8	4	1,180	1,485	1,788	每股经营现金净流	0.376	0.105	0.455	0.916	0.960	1.137
净利率	0.6%	0.5%	0.3%	11.8%	12.3%	13.3%	每股股利	0.000	0.300	0.250	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.24%	1.15%	0.53%	5.43%	6.40%	7.16%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.58%	0.51%	0.25%	5.00%	5.84%	6.51%
净利润	11	5	0	1,185	1,493	1,798	投入资本收益率	1.85%	2.71%	-0.01%	4.84%	5.56%	6.23%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	47	56	52	84	142	199	主营业务收入增长率	21.56%	17.86%	-15.70%	593.03%	20.06%	11.45%
非经营收益	21	36	25	-126	-181	-221	EBIT 增长率	113.13%	43.68%	-74.16%	11124%	22.63%	20.73%
营运资金变动	24	-61	74	259	15	-37	净利润增长率	11.99%	-6.73%	-53.58%	30423%	25.83%	20.43%
经营活动现金净流	104	35	151	1,402	1,469	1,739	总资产增长率	11.55%	4.79%	-3.09%	1402%	7.85%	7.97%
资本开支	-75	-16	-16	-16,889	-940	-1,530	资产管理能力						
投资	0	-21	-18	-210	-20	-20	应收账款周转天数	73.2	67.1	76.5	35.0	35.0	35.0
其他	2	4	3	100	120	150	存货周转天数	97.2	90.7	104.5	2.5	2.5	2.5
投资活动现金净流	-73	-33	-31	-16,999	-840	-1,400	应付账款周转天数	50.7	44.6	49.0	35.0	35.0	35.0
股权募资	3	0	0	19,814	0	0	固定资产周转天数	118.0	100.5	111.7	25.5	34.3	54.7
债权募资	63	72	-19	-576	0	1	偿债能力						
其他	-75	-23	-54	-19	0	0	净负债/股东权益	45.04%	50.64%	34.67%	-18.16%	-19.70%	-19.64%
筹资活动现金净流	-9	49	-73	19,219	0	1	EBIT 利息保障倍数	0.9	1.2	0.5	-56.3	-19.7	-21.4
现金净流量	22	51	47	3,622	629	340	资产负债率	50.68%	52.82%	51.61%	7.78%	8.62%	8.82%

来源：公司公告、国金证券研究所

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD