

速递易社区 O2O 战略布局优势突显

投资要点：

- 今年速递易业务已经进入加速成长期，而庞大的用户基础，较大的用户价值也为公司速递易业务收入的快速增长创造了条件，如一季度实现收入3297万元，公司预计2015年将实现收入4亿元，其中，基本收入方面，包含收件占速递易业务收入的一半，而我们认为考虑到以下原因，速递易今年底收入超过4亿元也将是大概率事件：随着速递易业务的便捷性、高效性更多为快递和用户所熟悉，智能柜子的周转率也会不断提高，由此会带来更多的收件费收入；而未来随着速递易业务快速发展带动的用户使用次数以及频率增加，公司智能柜的屏幕广告价值还将得到进一步提升。
- 随着速递易APP的发布，集成了社区周边包含衣、食、住、行、娱、购在内的各领域商户服务资源以及各类社区O2O的垂直应用也将进入平台，它们带给用户更为便利和愉悦生活体验的同时，也可以将更多的线下流量导入线上电商，从而为速递易创造更丰富的商业模式与收入来源。
- 我们也由此预期随着明年速递易业务在全国主要城市核心社区的落地以及基于速递易为载体的社区O2O业务生态的成熟，公司新兴业务盈利增长将进入快速增长，而它的发展也会带动公司传统产业的升级，增强传统产品和服务的盈利能力。
- 公司一方面利用自身已获取的领先的社区入口价值优势，不断吸引巨头的加盟合作，以充分利用合作伙伴的资源加快完善社区O2O生态布局，另一方面还不断加快组织变革，以激发员工与合作伙伴共创社区O2O业务的动力。这些战略的实施也将加快公司社区O2O业务的优势，公司未来两年有望成为市值千亿的社区O2O业务的平台级企业。目前市值只有400多亿，给予增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	657	898	1,256	1,508
增长率(%)	49.87%	36.65%	39.85%	20.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	56.66	86.57	94.05	102.44
增长率(%)	5.61%	52.80%	8.64%	8.91%
毛利率%	33.63%	32.31%	28.26%	31.00%
净资产收益率(%)	7.16%	10.03%	5.71%	2.22%
EPS(元)	0.30	0.23	0.21	0.11
P/E(倍)	179.66	233.91	257.34	482.14
P/B(倍)	53.50	49.05	25.70	9.19

数据来源：民族证券

三泰电子 (002312.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	80

市场数据

市价(元)	54.75
上市的流通 A 股(亿股)	5.32
总股本(亿股)	7.73
52 周股价最高最低(元)	99.83-19.41
上证指数/深证成指	5023.1/ 17649.09
2014 年股息率	0%

52 周相对市场改变

14-6 14-8 14-10 14-12 15-2 15-4

相关研究

正文目录

速递易业务已经进入加速成长期	3
速递易商业模式加快落地.....	3
社区 O2O 生态成熟提升公司盈利能力.....	3
公司社区 O2O 业务增长空间大	5
财务预测.....	6

图表目录

图 1:速递易智能柜	4
------------------	---

速递易业务已经进入加速成长期

今年以来，2015年一季度营业收入只有-8%，较去年同期大幅度下滑，这主要归因于传统业务增速的放缓，如公司的金融自助、BPO业务及金融安防业务增速都明显下滑，而这一方面与公司主要银行客户因自身盈利压力加大放缓了金融自助设备投资有关，另一方面也与部分客户的业务调整有关，如BPO业务中建总行因业务调整，系统内部对于大堂业务信息化存在分歧，导致公司该块业务进度较慢。

公司也认识到传统业务增速放缓带来的压力，于是一方面在积极稳定传统主业的同时，如公司制定了今年传统业务增速与去年持平的目标，另一方面在充分认识到传统主业增长空间已经比较有限，且容易受到银行自身业务调整冲击的情况下，也正加快布局以速递易为主体的社区服务平台，而由于这一块业务增长空间很大，并贴近增速变化比较平缓的C端，未来也将成为公司新的更持续增长的动力，从今年的情况来看，速递易业务已经进入加速成长期。

如截至5月底，速递易已经进驻全国72个城市，比去年底增加36个，社区布点数近2.5万个，比去年底增加1.2万个，用户超过1500万人，比去年底增加500万，快递人员注册数超过19万人，包裹日均传递量80万件，用户累计包裹量超过1.5亿件，而由于目前已经与公司协议签约的小区数量已经达到50000万个，超过年初2万多个，我们也由此预计，公司今年底就很有可能实现之前预计的明年6月份4万个社区网点部署的目标，届时，假设每个社区1000人，则公司速递易业务将覆盖4000万个家庭、约1.2至1.5亿人口，即使保守估计也将达到2600万。而由于速递易这些网点都主要分布在经济发达以及电商消费比较活跃的一、二线城市，其中，成都2000多个点，重庆约1600个，北京、上海、深圳有1500多，且绝大多数都位于中高档小区，这也使得速递易用户价值较大。

速递易商业模式加快落地

庞大的用户基础，较大的用户价值也为公司速递易业务收入的快速增长创造了条件，如一季度实现收入3297万元，公司预计2015年将实现收入4亿元，其中，基本收入方面，包含收件（目前按大中小箱子收4、5、6角钱每次）、超期收费（每超期一天1元）等，它们占速递易业务收入的一半，而我们认为考虑到以下原因，速递易今年底收入超过4亿元也将是大概率事件。

第一，随着速递易业务的便捷性、高效性更多为快递和用户所熟识，智能柜子的周转率也会不断提高，由此会带来更多的收件费收入，如目前部分箱子每天使用次数平均已经在1次以上，我们假设公司去年布局的1.3万个智能柜的箱子周转率为1，以平均一个网点72个箱子、每个箱子每天被使用一次进行粗略计算，一个网点每天的收入为33.6元，全年为1.2万，则去年的柜子收件费收入可达1.57亿，今年新布局的智能柜子大约有2.7万，假设它们的周转为1.5天一次，则可以产生收入1.1亿元左右，则初步估算15年收件费收入将达到2.67亿元。

第二，目前广告收入占速递易业务的一半，而未来随着速递易业务快速发展带动的用户使用次数以及频率增加，公司智能柜的屏幕广告价值还将得到进一步提升。如速递易的广告投放方式主要分三种：提供多广告循环滚动播放的主屏幕投放；提供单个广告投放、贴在箱柜门上的柜面粘；提供多文字广告循环滚动播放的LED显示，在合理假定单个网点设备投入运营六个月后开始产生广告业务，以及每个网点广告收入1000元/月情况下，保守预计公司15年有望获得1.9亿元广告收入。

而公司获得这些收入的成本并不高，如每个速递易柜子的成本大约为3-4万元，以年底用户2600万计算，用户获取成本只有46-61元，而且未来随着速递易柜子价值的逐渐增加以及用户粘性的增强，获取成本还会进一步降低，这与目前互联网上用户获取成本相比，具有一定的成本优势。

社区O2O生态成熟提升公司盈利能力

而实际上，以上只是非常保守的估计，随着公司加快推进以速递易为载体的社区 O2O 业务发展，速递易还将衍生出以下更丰富、广泛的商业模式与收入来源。

第一，由于速递易智能快件箱作为承接社区最后一公里物流的交付平台价值已经凸显，公司合作的对象已经不仅是物流公司快递员，还有更多的商家，包括大型电商和商超等主动与公司合作，如近期天虹商场旗下官方购物网站“网上天虹”与公司合作，速递易将成为网上天虹在线下重要的自提点；沃尔玛也将公司的智能快件箱作为物流配送点；海尔产业金融旗下控制的食物企业、电商企业也将选择速递易作为其社区终端物流合作伙伴，这都使得公司速递易有望获得更多来自大型商家的物流配送收入，而不仅是局限于收件费。

第二，随着速递易 APP 的发布，集成了社区周边包含衣、食、住、行、娱、购在内的各领域商户服务资源以及各类社区 O2O 的垂直应用也将进入平台，它们带给用户更为便利和愉悦的生活体验的同时，也可以将更多的线下流量导入线上电商，从而为速递易创造更大的平台价值。如商家可将商品储存在速递易柜子出售，公司向平台商户收取租赁费用；结合用户个人信息、位置、时间等参数基础上，公司可以通过 APP 精确推送商品信息，实现个性化销售，公司也就可以向平台商户收取增值服务费用；公司大规模智能柜的屏幕布局类似分众传媒，其价值已经得到诸多广告主的认可，这也为公司更深度挖掘屏的商业价值创造了条件，如公司近期正与微信合作，未来类似摇一摇等形式的互动广告将出现，由此进一步增加屏的广告价值，未来公司屏广告的价值有望接近分众（分众 14 年单屏价格已经超过 4 万元/年，是公司的 4 倍多）。

图 1:速递易智能柜



资料来源：民族证券

第三，速递易平台商业的活跃以及用户粘性的增强，也为公司发展更复杂的包括互联网金融在内的社区 O2O 业态创造了条件。如速递易活跃用户众多，高频次的交易活动使得它具备成为社区交易撮合的平台，如小区车位拥有者将闲时空余车位转租，空房者出租房屋，出行拼车等；用户日常消费数据的持续积累可为公司构建一个基于大数据的社区个人信用体系，公司也就可以据此开展消费信贷服务，一个典型的场景是：当用户选择货到付款时，快递将货送进智能柜，得到用户确认后，速递易云平台的支付系统就会将钱付给商家；公司还拟引入与速递易平台对接的第三方支付系统，未来大量商户与用户之间交易将通过第三方支付进行，而这又为公司积累商户经营数据，开展针对商户的小额信贷创造条件；公司在掌握大量用户消费习惯、偏好基础上，还可以利用 C2B 发起产品众筹，甚至是联合用户以股权众筹的方式成立相关商业企业，以满足用户定制化的消费需求。

而除了以速递易平台为载体布局社区 O2O 业务外，公司还在线下建立实体店以构建更丰富的社区 O2O 生态，

这有利于公司进一步强化与用户的关系，增强用户体验，获取更多增值服务收益。如公司 2014 年已在北京、山东、四川开设了金惠家线下实体店面 100 余家，未来 3-5 年体店面将拓展到 5000 家。它不仅可以与现有的速递易业务形成较强的业务协同效应，如金惠家可以作为智能柜的延伸，解决柜子“内线下实爆仓”导致的物流配送难题，更重要的还在于它将成为公司社区金融服务、便民服务以及健康医疗服务的 O2O 平台，如作为公司社区医疗提供商的富顿科技，已为社区服务网点“金惠家”提供远程药师咨询设备，使社区居民可以通过远程设备与药师实现“面对面”交流，解决患者问诊、用药方面的痛点；再如每个店内还配备了 3-5 名专业并具有银行或理财经验的客服人员帮助用户处理金融生活需求，包括银行理财产品、保险产品代理，券商开户等，金惠家也将成为为客户提供银行、保险、证券、基金、贷款等综合金融业务一站式咨询和服务平台，对于银行等金融机构来说也就具备了巨大的社区金融入口价值，公司完全可以外包银行等金融机构的社区金融业务，获得更多的增值服务收入。

公司社区 O2O 业务增长空间大

我们也由此预期随着明年速递易业务在全国主要城市核心社区的落地以及基于速递易为载体的社区 O2O 业务生态的成熟，公司新兴业务盈利增长将进入快速增长，而它的发展也会带动公司传统产业的升级，增强传统产品和服务的盈利能力。如“速递易”未来计划借助智能柜上的屏成为 VTM 机，还将在速递易设备及服务平台上加载支付、理财等金融服务功能，向用户提供便民支付、自助缴费、综合自助银行等服务，从而将智能柜打造为银行金融服务自助的终端，这会拉动公司传统金融自助设备的升级以及销量增长。当然，未来业务增长的最大不确定性来源于诸多巨头企业，包括以京东为首的电商企业以及以彩生活为代表的传统企业进军社区 O2O 带来的激烈竞争，因此，公司也就需要更短时间内完成社区 O2O 业务的布局及丰富业态的构建，建立强大的“护城河优势”。对此公司已经做好了充分的战略准备。

如一方面公司利用自身已获取的领先的社区入口价值优势，不断吸引巨头的加盟合作，如近期公司与海尔产业金融的合作就是很好的例证，未来双方将在智能社区终端物流及社区服务平台领域展开深度战略合作，包括：融资支持，产业整合，产业资源与信息共享，社区投放与终端物流，共同品牌推广与股权合作等，通过这些合作，公司可以实现多方面战略目标：有利于公司盘活资产，获得更多的资金和物质支持以加速速递易快递柜的扩张；海尔在社区金融及社区服务领域拥有丰富的客户资源，在海尔产业资源的助力下，公司可以通过并购或与优质合作伙伴战略合作的方式加快完善社区 O2O 生态布局。

再如公司还不断加快组织变革，以激发员工与合作伙伴共创社区 O2O 业务的动力。如公司成立了“成都核桃网络有限公司”，目标是为包括但不限于在速递易平台上创业的小微企业或个人提供办公空间、本地商业及生活信息服务等；公司还鼓励地推人员成立运营社区 O2O 业务的小微企业，公司将为他们提供融资方面的资助等。这些战略的实施也将加快公司社区 O2O 业务的优势，未来两年公司有望成为市值千亿的社区 O2O 业务的平台级企业。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	94,452	126,195	196,287	369,308	营业收入	657	898	1,256	1,508
现金	43,230	37,003	54,464	223,963	营业成本	436	608	901	1,040
应收账款	40,229	61,670	104,737	110,640	营业税金及附	14	15	16	20
其它应收款	1,646	2,259	4,951	5,100	营业费用	82	88	168	271
预付账款	1,396	2,676	5,367	6,191	管理费用	68	86	89	143
存货	7,952	15,220	12,702	15,414	财务费用	10	22	34	-21
其他	0	7,368	14,065	8,000	资产减值损失	1	4	11	6
非流动资产	28,340	42,414	76,231	170,473	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	1,584	5,493	4,208	16,808	投资净收益	-1	0	13	6
固定资产	10,411	28,086	49,368	53,663	营业利润	45	75	51	54
无形资产	3,573	4,059	4,053	4,948	营业外收支	25	25	45	60
其他	12,773	4,776	18,601	95,054					
资产总计	122,792	168,609	272,518	539,781	利润总额	70	101	95	114
流动负债	37,117	69,438	104,164	75,691	所得税	14	13	0	11
短期借款	22,580	30,240	49,400	19,400	净利润	56	87	95	104
应付账款	11,436	22,591	41,678	45,012	少数股东损益	-1	1	1	1
其他	3,101	16,607	13,087	11,280	归属母公司净	57	87	94	102
非流动负债	6,220	11,674	3,700	3,500	EBITDA	97	149	181	176
长期借款	5,000	8,800	3,700	700	EPS (元)	0.30	0.23	0.21	0.11
其他	1,220	2,874	0	2,800	主要财务比				
负债合计	43,337	81,113	107,864	79,191	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	350	1,205	0	110	成长能力				
股本	18,592	36,986	44,207	90,207	营业收入	49.87%	36.65%	39.85%	20.00%
资本公积金	34,669	16,663	81,154	325,154	营业利润		68.61%	-33.07%	7.65%
留存收益	22,174	25,845	32,642	39,292	归属母公司净	5.61%	52.80%	8.64%	8.91%
归属母公司股东权益	79,106	86,291	164,653	460,480	获利能力				
负债和股东权益	122,792	168,609	272,518	539,781	毛利率	33.6%	32.3%	28.3%	31.0%
现金流量表					净利率	8.5%	9.7%	7.6%	6.9%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	7.2%	10.0%	5.7%	2.2%
经营活动现金流	-20	-26	-124	91	ROIC	12.2%	12.9%	9.9%	1.6%
净利润	56	87	95	104	偿债能力				
折旧摊销	1,803	2,751	4,625	8,758	资产负债率	35.29%	48.11%	39.58%	14.67%
财务费用	1,105	2,273	2,952	-2,139	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	149	357	1,064	600	流动比率	2.54	1.82	1.88	4.88
营运资金净变动(增加为负)	17,452	13,550	37,422	2,247	速动比率	2.33	1.49	1.63	4.57
其它	-20,583	-19,043	-46,282	-9,478	营运能力				
投资活动现金流	26	-161	-494	-948	总资产周转率	0.54	0.53	0.46	0.28
资本支出	14,266	9,378	36,933	88,000	应收帐款周转	1.63	1.46	1.20	1.36
长期投资	350	11,100	14,745	12,000	存货周转率	5.49	4.00	7.10	6.75
其他	-14,590	-20,639	-52,172	-100,948	每股指标(元)				
筹资活动现金流	105	211	811	2,552	每股收益	0.30	0.23	0.21	0.11
短期借款	10,102	7,660	19,160	-30,000	每股经营现金	-0.03	-0.03	-0.16	0.12
长期借款	4,400	3,800	-5,100	-3,000	每股净资产	1.02	1.12	2.13	5.96
普通股增加	847	18,394	7,222	46,000	估值比率				
资本公积增加	5,510	-18,006	64,491	244,000	P/E	179.66	233.91	257.34	482.14
其他	-20,753	-11,636	-84,961	-254,448	P/B	53.50	49.05	25.70	9.19
现金净增加额	112	24	193	1,695	EV/EBITDA	103.42	136.28	133.83	268.89

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)