

# 收购天天快递，物流价值重估可期

## ——苏宁云商（002024）事件点评

2017年01月03日

强烈推荐/维持

苏宁云商 事件点评

### 事件：

苏宁云商全资子公司江苏苏宁物流有限公司与天天快递有限公司自然人股东何文孝、张鸿涛、陈燕平、徐建国、陈东以及通过前述股东代持的实际股东奚春阳、陈向阳签署《股权转让协议》，江苏苏宁物流以现金出资人民币 29.75 亿元收购转让方持有天天快递 70% 股份，在交割完成后 12 个月内，江苏苏宁物流或其设立的快递相关行业运营公司以股权方式购买届时部分转让方及届时的天天快递全部或部分 A 轮投资者拥有的剩余 30% 股份，对应的转让价款为 12.75 亿元。前述 30% 股权转让完成后，江苏苏宁物流及其运营公司合计持有天天快递 100% 股权。

### 主要观点：

#### 1. 天天快递规模发展较快、收购价格合理

天天快递成立于 2010 年 5 月，2015 年营业收入 17.6 亿元，较 2014 年同比增长 50.6%，显著快于可比公司申通、圆通、韵达平均收入增幅 28.8%。2016 年全年预计完成票件量约 12.6 亿件，过去两年复合增长率 57.30%。截至 2016 年 6 月，已拥有 721 家一级加盟商，快递网络遍布国内 300 多个地级市和 2800 多个县，在全国拥有 61 个分拨中心，超过 10000 个配送网点，1800 条运营线路，服务客户 30 万余家，世界 500 强客户 100 多家，已在大部分省内提供次日达、部分省际跨区提供隔日达服务，在 8 个国家建立国际仓，在国内建立 3 家跨境仓，大力发展仓配一体业务。

从估值来看，天天快递 100% 股权估值为 42.5 亿元，按照天天快递预测 2016 年税后净利润不低于 8400 万元人民币，2017 年税后净利润不低于 1.8 亿元人民币，则隐含 2016 年预测市盈率为 50.6 倍，2017 年预测市盈率为 23.6 倍。结合截至 2016 年 6 月底天天快递净负债 4.4 亿元以及 2016 年预测票件量约 12.6 亿件，则隐含 2016 年企业价值比票件量 3.7 倍，与可比上市公司估值水平相比存在一定折价，此次收购价格合理。

#### 2. 快递行业迎资本时代、高增速或将延续

根据国家邮政局数据显示，目前我国每天快递量近 1 亿件，其中有

### 分析师：徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

### 联系人：史琨

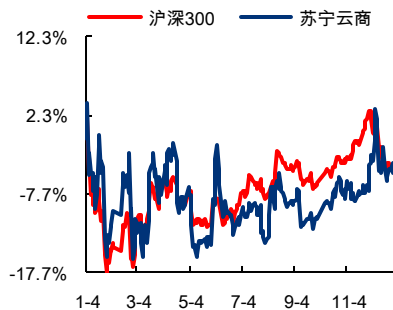
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	11.45-12.22
总市值 (亿元)	1066
流通市值 (亿元)	574.54
总股本/流通 A 股 (万股)	931004/501781
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.25

### 52 周股价走势图



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《苏宁云商（002024）：从对手到携手，互联网+零售深度跨界竞合》2015-08-12
- 2、《苏宁云商调研报告 新模式新格局新未来》2013-04-25

60%以上服务电商，快递业连续六年每年增长超过 50%。2016 年前三季度，全国邮政企业和快递服务企业业务收入为 3783 亿元，同比增长 32.6%；业务总量 5073 亿元，同比增长 47.3%；其中，全国快递服务企业业务收入 2703.7 亿元，同比增长 43.9%；业务量为 211 亿件，同比增长 54%。截至 2016 年 12 月 20 日，我国快递业务量突破 300 亿件、同比增长 53%，继续稳居世界第一；其中得益于“快递下乡”工程的推进，我国乡镇快递网点覆盖率已提升至 80%，到 2020 年力争达到 100%覆盖。今年“双 12”，全天邮政企业与快递企业共揽收快递包裹 1.76 亿件，比去年同期增长 55.75%。快递数量迅速增长在某种程度上体现了电子商务价格便宜、消费便利等特征，还折射出传统零售业劳动力成本上升、税费负担较重、房屋租金成本过高等问题。

2016 年是民营快递企业集体上市的“狂欢年”，五大民营快递巨头（顺丰、申通、圆通、韵达、中通）集体亮相资本市场，2017 年快递行业的资本动作或将持续，快递产业链的并购整合有望加快。快递业良好的发展态势一方面由于中国人口众多、生活水平提高所带来的旺盛消费需求，另一方面快递业的发展离不开电商和快递的联动发展。我们认为，电商业务增长的趋势短期内不会改变，尤其是网红电商、跨境电商、农村电商等细分领域仍能保持较快的增长速度，这也成为支撑快递行业未来增长的主要动力，行业巨头将充分收益。而随着消费者对快递速度以及服务质量要求提高、以及快递巨头的集体上市促进上下游资源整合，快递行业将会进入新的发展阶段，其发展模式逐渐由“规模速度型”的粗放式向“质量效率型”的精细化转变，竞争策略由价格竞争向差异化服务转型。

### 3、苏宁强化最后一公里配送，为实现社会化物流奠定基础

仓储配送是电商企业的重要环节，关乎产品配送的“准确率”、“及时性”。物流和仓储对供应链的支撑是电商之间竞争的根本。电商物流成本较高，挤压线上销售的利润空间，比如生鲜电商配送将近 30%以上的物流成本，实难盈利。对电商来说，为了弥补缺乏物流硬件的弊病，加快自建物流或与第三方物流企业深度合作是必然选择，但像京东自建物流的庞大资本开支压力是多数企业所无法负担的，寻求与线下资源的整合成为电商的最优化选择。而实体零售企业经过长期经营，门店网络、仓储物流、供应链管控等优势明显，可以有效补充电商的物流配送能力，同时也为线下带来转型良机 and 增量价值。

2016 年苏宁完成向阿里增发募资 292 亿元；同年 10 月苏宁与阿里合作成立猫宁电商，围绕渠道、物流、营销等继续深化合作、协同双方优势。“阿苏”合作之后，苏宁线上线下全面融合的效果初显。2016 年前三季度，公司线上平台实体商品交易总规模为 518.65 亿元，同比增长 65.49%；苏宁物流平台以服务供应商、菜鸟业务为重点，实现社会化物流收入同比增长 411.11%。截至 2016 年 9 月 30 日，公司共计拥有各类店面 1501 家、苏宁易购服务站直营店 1727 家、苏宁易购授权服务网点 2170 家、仓储面积 478 万平方米，线下门店仓储物流资源丰厚。此次收购天天快递有助于在业务范围、仓储布局、物流体系、配送时效等方面进行协同、强化苏宁最后一公里的物流配送能力，为消费者带来更高效的服务体验，推动苏宁加快社会化物流以实现经营性盈利，同时促进物流仓储价值重估。

#### 结论：

作为国内领先的互联网零售平台，苏宁与阿里的全方位战略合作助力线上业务快速增长，线下渠道、仓储资源价值丰厚，物流与金融业务布局逐步完善，有望带来新盈利增长点，目前股价与定增价（15.17 元/股）倒挂约 24%，具有较高安全边际。我们预计公司 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.01 元、0.02 元，对线上、线下、金融、物流业务分部估值，公司合理市值在 1700 亿，目标价 18.3 元，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

线上线下不同商业模式、公司文化、团队管理等磨合障碍，导致合作效果不佳

**表 1：天天快递与可比公司估值水平对比**

可比公司	2016 年预测市盈率	2017 年预测市盈率	2016 年预测企业价值比票件量
圆通快递	65.3	53.7	15.0
申通快递	38.9	32.5	12.8
韵达快递	45.2	37.6	15.9
平均值	49.8	41.3	14.6
天天快递	50.6	23.6	3.7

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

## 联系人简介

### 史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。