

三泰电子 (002312.SZ)

速递易率先起航、四业务同铸社区生活服务平台

● 速递易——领先的快递代收及临时寄存自助服务平台

速递易是快递末端配送解决方案供应商，能够较好地解决目前快递行业普遍存在的“最后 100 米”难题。目前，速递易已在全国 29 个城市实现超过 9000 网点的落地，成为领先的快递代收及临时寄存的自助服务平台。速递易现有收件收费、超时收费、寄件收费与广告收费四种主要盈利模式，全面收费后将有望为公司带来十亿规模收入，贡献巨大业绩弹性。

● 独特竞争力带来明显竞争优势，龙头地位有望愈加突出

速递易在末端配送解决方案领域中优势明显。和电商、物流企业自建的末端配送网点相比，速递易的第三方优势将大大降低其包裹成本；面对同类智能快递箱的企业竞争，速递易的先发优势、上市资金优势和 IT 背景优势将助力公司扩大其领先规模；而与以便利店为主的其他末端配送模式相比，速递易能以低成本、高服务稳定性及处理包裹量优势占据主流地位。我们相信速递易末端配送的王者地位有望愈加突出，尽享行业的高成长。

● 200 亿投资进军社区 O2O 蓝海，四大业务铸就社区生活服务王者地位

公司拟在未来三年总投资 200 亿打造社区综合服务平台，我们相信近期开始布局的金惠家与速递易 APP 将成为重点。金惠家是公司与银行合作开展的社区金融生活服务中心，将与速递易网点产生高度协同，助力公司形成全面社区服务布局；速递易 APP 有望于年内推出，将大概率开展社区电商类业务，成为 O2O 入口，强化公司线下资源价值。同时结合“维度金融”与“家易通”的金融增值服务，四大业务有机结合，将大大提升公司作为社区综合服务平台的业务内涵与门槛。

● 社区入口稀缺资源全面提升估值，维持“买入”评级

我们以同类上市公司作为估值参考，对金惠家、速递易与传统业务分别估值，结合公司成为大型线下社区 O2O 入口后作为稀缺资源拥有的估值溢价，与四大业务之间的充分协同带来的价值提升，公司的潜在市值空间将远远大于单个业务的加总，未来成长空间依然广阔。由于金惠家收入模式尚在探索，我们暂不计入盈利预测，保守预计公司 2014~2016 年 EPS 为 0.23 元、0.62 元、1.24 元，其中速递易业务将分别贡献-0.12 元、0.30 元、0.79 元。维持“买入”评级。

风险提示：速递易网点拓展前期需较大资金投入；社区 O2O 收入分成模式还在探索；社区 O2O 市场竞争较激烈

盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	657.42	898.36	1,146.70	1,821.11	2,632.04
增长率(%)	49.87%	36.65%	27.64%	58.81%	44.53%
EBITDA(百万元)	74.47	128.22	144.82	369.21	701.68
净利润(百万元)	56.66	86.57	100.96	275.61	546.94
增长率(%)	5.61%	52.80%	16.62%	173.00%	98.45%
EPS(元/股)	0.305	0.234	0.228	0.623	1.237
市盈率(P/E)	32.62	79.34	113.03	41.40	20.86
市净率(P/B)	2.33	7.96	6.81	5.85	4.57
EV/EBITDA	22.25	53.24	74.05	29.19	14.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	25.45 元
前次评级	买入
报告日期	2014-11-12

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	442/304
流通 A 股市值(百万元)	11,251
每股净资产(元)	2.33
资产负债率(%)	50.33
一年内最高/最低(元)	37.83/13.39

相对市场表现



分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gflinuxuefeng@gf.com.cn

分析师：康健 S0260111040002



010-59136690



kangjian@gf.com.cn

相关研究：

三泰电子(002312.SZ)：2014-10-29

200 亿总投资促社区生活服
务全面腾飞

三泰电子(002312.SZ)：2014-09-25

快递业加速开放，速递易尽
揽双重利好

三泰电子(002312.SZ)：2014-08-25

速递易进展超预期、社区服
务布局全面启动

联系人：孙阳冉 021-60750629

sunyangran@gf.com.cn

目录索引

一、投资要点.....	5
二、速递易——领先的自助快递解决方案供应商.....	6
1、速递易简介.....	6
2、速递易解决快递“最后 100”米难题.....	8
3、收入来源多样，试点收费顺利.....	10
4、发展现状及市场规模预测.....	11
1)、发展现状.....	11
2)、实地调研结果：各参与方积极使用，速递易使用率高.....	12
3)、速递易市场空间广阔，全面收费后将带来充足业绩弹性.....	13
三、末端配送解决方案市场空间巨大，速递易优势明显.....	16
1、快递行业高速发展，区域集中度较高.....	16
2、国内竞争对手众多，速递易优势明显.....	18
1)、类型一：电商自建把握渠道入口.....	18
2)、类型二：物流公司自营“最后 100 米”，目前收效甚微.....	22
3)、类型三：第三方智能快递箱竞争激烈，速递易优势明显.....	23
4)、类型四：其它行业切入的可能性分析.....	27
5)、便利店加盟模式 v.s. 智能速递箱模式.....	28
6)、速递易各方面竞争优势总结.....	29
四、展望未来：四大业务共铸社区生活服务平台.....	31
1、200 亿投资布局社区 O2O 蓝海.....	31
2、金惠家打造社区金融、医疗、便民全方位生活服务平台.....	32
3、速递易 APP 即将上线，助力开展社区电商业务.....	35
4、社区 O2O 参与者众多，速递易强化三泰竞争优势.....	36
1)、金惠家 v.s. 彩生活：金融 IT 背景带来独特专业优势.....	37
2)、速递易 APP v.s. 叮咚小区/社区 001：凭借速递易享天然用户粘性优势..	39
5、全方位布局铸就社区生活服务平台王者地位.....	39
五、国外“最后一公里”概况及著名企业案例分析.....	41
六、盈利预测与估值.....	49
1、盈利预测.....	49
2、估值.....	49
七、风险提示.....	52

图表索引

图 1: 速递易实景图	6
图 2: 速递易操作主界面	7
图 3: 速递易用户取件页面	7
图 4: 速递易快递员投件页面	8
图 5: 速递易快递查询页面	8
图 6: 速递易扫码口	8
图 7: 速递易刷卡处和投币处	8
图 8: 快递行业单个包裹成本结构	9
图 9: 速递易与物业公司四类合作方式	10
图 10: 速递易盈利模式	11
图 11: 速递易官方披露签约、布点累计情况和包裹送抵总量	12
图 12: 2009-2014 上半年邮政行业业务总量和同比增长	16
图 13: 2009-2014 上半年邮政行业业务收入和同比增长	16
图 14: 2008-2014 快递业务收入和同比增幅	17
图 15: 2008-2014 快递业务量和同比增幅	17
图 16: 2013 年分省规模以上快递服务企业业务量	17
图 17: 2013 年分省规模以上快递服务企业业务收入	18
图 18: 天猫猫屋直营门店	18
图 19: 京东自提柜	18
图 20: 京东包裹自提柜和人力自提点在全国重点城市和省份布点情况	20
图 21: 主要竞争对手企业成立时间	23
图 22: 上海宝盒(左)和北京递兴泊(右)	25
图 23: 南京云柜	25
图 24: 金惠家门店实景图	32
图 25: 金惠家与中国银行合作网点	33
图 26: 惠家金融服务体系	33
图 27: 惠家医疗提供药师平台	34
图 28: 社区居民使用金惠家内体检设备	34
图 29: 金惠家提供服务范围展示	35
图 30: 速递易 APP 上线后使用过程	36
图 31: 彩生活至今累计服务使用前五名	38
图 32: 欧洲 2011 年各国国内与国外快递市场增速	43
图 33: 2012 年智能速递箱销售收入来源地区对比	44
图 34: 2013 年智能速递箱销售收入来源地区对比	44
图 35: 欧洲各国 2011 年快递市场空间	45
图 36: 彩生活各项收入增速与占比	51
图 37: 彩生活各项业务毛利率	51

表 1: 智能速递箱的系统构成	6
表 2: 速递易六大功能及使用方式	7
表 3: 速递易对各参与方当前问题解决优势	9
表 4: 草根调研中社区 A 和 B 的具体结果	12
表 5: 截止 2014 年 11 月 7 日我国主要城市主城区社区数量统计	14
表 6: 速递易收费情况假设	14
表 7: 速递易收入规模预测	15
表 8: 京东提货点类型及数量	20
表 9: 两大电商自营“最后 100 米”业务比较	21
表 10: 顺丰嘿客服务优势及特点	23
表 11: 速递易与竞争对手的背景对比	24
表 12: 第三方营业现阶段发展规模	25
表 13: 各公司经营的业务模式与速递易对比	26
表 14: 速递易在行业中竞争对手优势和劣势	26
表 15: 便利店模式与智能速递箱模式区别分析	28
表 16: 三泰电子未来社区综合服务平台战略规划	31
表 17: 社区 O2O 不同背景参与者分析	36
表 18: 彩生活网络平台提供服务内容	37
表 19: 金惠家与彩生活提供服务对比	39
表 20: 国外“最后一公里”提货点概况	41
表 21: 2013 年 InPost 业务转型前布点情况	44
表 22: 2014 年底前 InPost 业务转型后计划布点情况	45
表 23: 业务转型后 InPost 主要合作对象和合作方式	45
表 24: Inpost 公司在经营智能速递箱业务面临的主要风险	46
表 25: 传统业务同类公司估值对比表	49

一、投资要点

◇ “最后100米”介入空间广阔，各方需求明显

我国快递行业正处在高速发展时期，2013年、2014上半年快递业务量同比分别增长达62%、54%。在业务量爆发同时，长年粗放型管理带来成本与服务商的问题也愈加凸显。以速递易为代表的快递自助投取件平台为“最后100米”问题提供了良好的解决方案。

◇ 速递易在市场中拥有独特核心竞争力，全面领先地位有望保持

我们认为速递易在目前竞争激烈的末端配送解决方案领域，拥有独特的竞争力：

- ✓ **对电商和物流公司自建末端配送：**第三方地位优势将能明显降低单位包裹成本；
- ✓ **对其他第三方智能快递箱竞争对手：**速递易目前已在全国29个城市布点超过9000个，遥遥领先所有有公开报道的竞争对手，且与物业签署协议多为排他性协议，领先优势有望保持。同时，作为上市企业，公司在需要大量前期资本投入的智能快递箱领域能够以更多融资渠道获得迅速扩张的资金。最后，公司多年金融IT软硬件与服务的经验与资源积累将助力其在后续增值服务领域继续保持先发优势。
- ✓ **对以便利店为代表的其他末端配送解决方案：**速递易在模式上明显占优，未来有望在末端配送领域以更多全国性布点、更稳定的服务质量和更大的包裹投放量占据主流地位。

◇ 200亿投资进军社区O2O，开辟蓝海市场

公司计划未来三年总投资超过200亿，通过“速递易”、“金惠家”、“家易通”、“维度金融”等品牌，打造社区综合服务平台。我们相信金惠家和速递易APP将是现阶段进军社区金融与生活服务的重点发展业务。

- ✓ **金惠家：**与银行合作开展社区金融、医疗、便民服务等全方位生活服务平台，作为人工服务网点与自助网点速递易形成良好互补。
- ✓ **速递易APP：**除了提供基础的取送件服务外，还可能在强大的用户粘性优势下，开展社区电商业务。届时，APP有望在公司整体业务布局中扮演O2O入口角色，强化线下网点资源价值。
- ✓ **维度金融与家易通：**有望作为金融增值服务，提升公司综合服务平台的业务内涵与门槛。

◇ 想象空间广阔，维持“买入”评级

我们以同类上市公司作为估值参考，对金惠家、速递易与传统业务分别估值，结合公司成为大型线下社区O2O入口后作为稀缺资源拥有的估值溢价，与四大业务之间的充分协同，公司的潜在市值空间将远远大于单个业务的加总，未来成长空间依然广阔。由于金惠家暂为明确其收入模式与计划，我们暂不计入盈利预测，保守预计公司2014~2016年EPS为0.23元、0.62元、1.24元，其中速递易业务将分别贡献-0.12元、0.30元、0.79元。**维持“买入”评级。**

二、速递易——领先的自助快递解决方案供应商

1、速递易简介

速递易的出现，很好地解决了当前快递行业普遍面临的最后100米配送难点。速递易是快递代收及临时寄存自助服务平台，旨在为快递员和用户 提供自助存取包裹服务。速递易由主控制柜和副柜组成，并集成数字视频监控系统，主控智柜负责人机交互，副柜规格为2列*9行，尺寸大小不一，并通过软件控制电磁锁打开指定的机柜，实现不同尺寸的快递分隔存放。速递易设备投入使用 时，可根据实际需要和施工面积拼接多个副柜。一个主柜最多可支持200门柜子的应用。

图1：速递易实景图



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1：智能速递箱的系统构成

物联网技术	设备、技术
感知层	NFC、RFID 标签与读写器、二维码、GPS、摄像头
网络层	3G 网络、4G 网络、网络管理系统、云计算
应用层	移动终端、箱体、电磁锁、应用程序

数据来源：苏州市物流协会《快递自提箱建设初探》、广发证券发展研究中心

速递易六大功能实现最后100米服务更高效、更安全

速递易作为物流最后100米的智能服务中转站，消费者可随时寄件取件。另配视频监控，在物流产生纠纷时，如快递丢失、损坏，公司可通过监控明确确认责任方。相对于目前传统的递送方式，速递易优势明显：

表 2: 速递易六大功能及使用方式

速递易实现功能	使用方式
快件集中投递	快递员无需挨个上门投件，或通知和等待用户取件，只需将包裹放入快递箱，输入手机号码并扫描单号，系统将自动发送短信通知收件人取件。
用户包裹自取	系统发送给收件人的短信内容包含动态生成的包裹提取码，收件人随时可以去自助终端上输入提取码后，取走包裹。
用户自助寄件	注册用户可随时登陆速运服务系统，进行自助寄件操作，用系统发送的密码登陆后打开柜门，放入快递完成寄件。
管理人员	管理员利用 IC 卡在系统指定位置刷卡操作，输入登陆密码，进入管理界面进行用户管理、抽屉检索、日志查询、系统配置、修改密码等操作。
支持联网	系统支持联网，系统通过网络连接到后台服务器，上报投递信息。后台服务器查询到客户信息，给收件人发送短信或电子邮件，通知客户包裹已到达。
实时监控	与监控中心系统无缝衔接，实现实时监控。

数据来源：三泰电子官网、广发证券发展研究中心

速递易交互界面友好，实际使用效率高

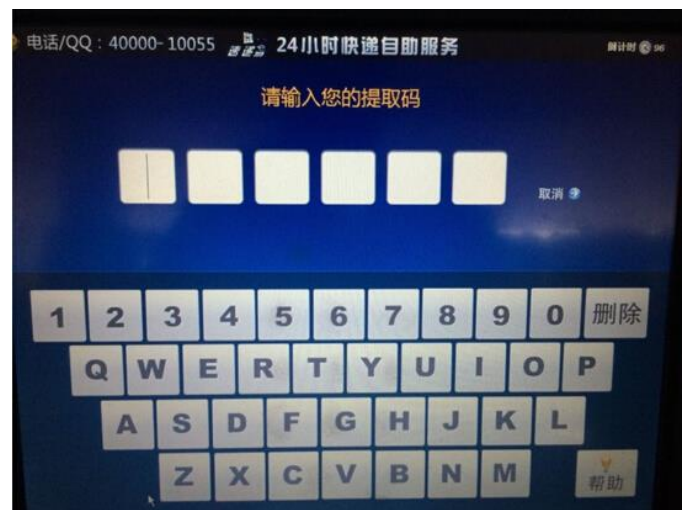
据现场观察，主界面对操作步骤介绍详细，三个副界面分别为收件人取件、快递员投件和快递查询输入窗口，设备配有语音提示系统，全过程有语音指示服务。用户取件只需一个界面即可完成，经过计时耗时10秒左右。快递员投件则在25秒左右。具体如下图所示：

图 2: 速递易操作主界面



数据来源：广发证券发展研究中心

图 3: 速递易用户取件页面



数据来源：广发证券发展研究中心

图 4: 速递易快递员投件页面



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 5: 速递易快递查询页面



数据来源: 广发证券发展研究中心

除主显示屏外, 速递易配有扫码口、刷卡处和投币口。快递员通过刷卡处刷卡认证个人信息, 在扫码口扫描快递运单上的条形码实现运单号便捷输入。投币口供收件人在超期后缴纳一元罚款使用。如下图所示:

图 6: 速递易扫码口



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 7: 速递易刷卡处和投币处

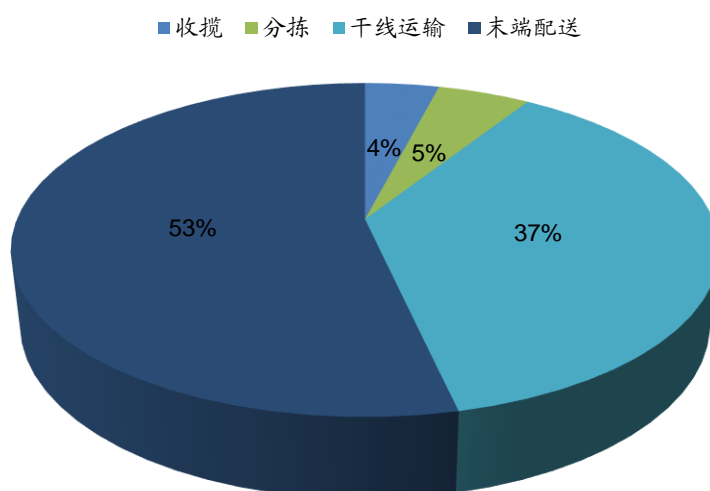


数据来源: 广发证券发展研究中心

2、速递易解决快递“最后 100”米难题

电子商务近年来的爆发式增长带动了全社会对快递服务需求量的迅速增加和快递行业的高速发展。但另一方面, 快递行业常年的粗放式管理所带来的隐患也因为业务量的快速膨胀而愈加凸显, 尤其是在快件从中转站配送到客户手中的“最后 100 米”。根据学者研究, 在快递配送成本中, 末端配送环节成本占比超过 50%, 远高于其他部分。快递公司想要节省运营开支, 有效的方法是对末端配送环节的模式调整, 提高快递员每日投件上限。

图8: 快递行业单个包裹成本结构



数据来源: A.T. Kearney Analysis、广发证券发展研究中心

同时,“最后100米”也是快件配送过程中牵涉到的相关单位和人员最多的环节。目前国内一线快递人员有公司聘用的,服务外包的,也有个体承包招人送货的,人员素质有较大差距。上门送件、取件时,服务质量难以得到保证,对物业和收件人都存在一定的困扰。

速递易作为智能快递自助收发平台,针对普遍困扰快递行业的“最后100米”难题,为参与各方都提供了解决方案。

表3: 速递易对各参与方当前问题解决优势

参与方	当前问题	速递易优势
快递员	收入突破瓶颈难,工作效率有待提升。快递员现阶段收入分为基本工资加送件和收件分成,例如:广西梧州市快递员送件平均1元/件,一天送40-50个件{数据来源:国家邮政局}	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 送单个包裹的时间成本降低 ✓ 揽件单件价格高,速递易节省收件时间,让快递员能够用更多时间揽件 ✓ 每日可投递包裹数增加 ✓ 快递员可大幅提升收入上限,按件提成增加
快递公司	送件效率需要进一步提高,成本有待降低	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 同等人力下,快递公司可以提高日均包裹投递与收取量 ✓ 同等包裹处理量下,快递公司可以精简人力 ✓ 降低基础工资部分的人员成本
物业公司	代收快递管理成本高;代收快递可能带来社区安全隐患	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 缓解物业管理压力 ✓ 降低包裹纠纷风险 ✓ 在安保上,也可以降低快递人员或冒充快递人员进入小区(速递易多放于小区门口处)进行盗窃等非法活动。 ✓ 物业可以在合作中获得额外收益
收件人	保护安全与隐私,时间安排	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 收件人可以无需担忧快递到货时是否时间方便 ✓ 收件时不用与快递员面对面接触,降低消费者对安全的担忧 ✓ 减少个人隐私的泄露

数据来源：广发证券发展研究中心

3、收入来源多样，试点收费顺利

速递易目前的签约对象均为物业公司。根据速递易配股说明书中对目前所签合同的统计分析，物业所收场地费主要依据支付固定费用和支付浮动费用（即收益分成）的模式，后者约占5%，其中支付固定费用又分为一次性支付和定期支付，另有些物业免费提供场地。合同中支付固定场地使用费的区间为1,000元/年~4,000元/年，而收益分成比例为40%。第1年单网点预计收费2,500元/年，第2年实现盈利后场地使用费可能面临较大幅度增长，当前预测为5,300元/年，第3年为5,600元/年（约为预计网点年收入的14%），其后年度考虑一定幅度（约5%）的增长。（数据来源：三泰电子配股说明书）

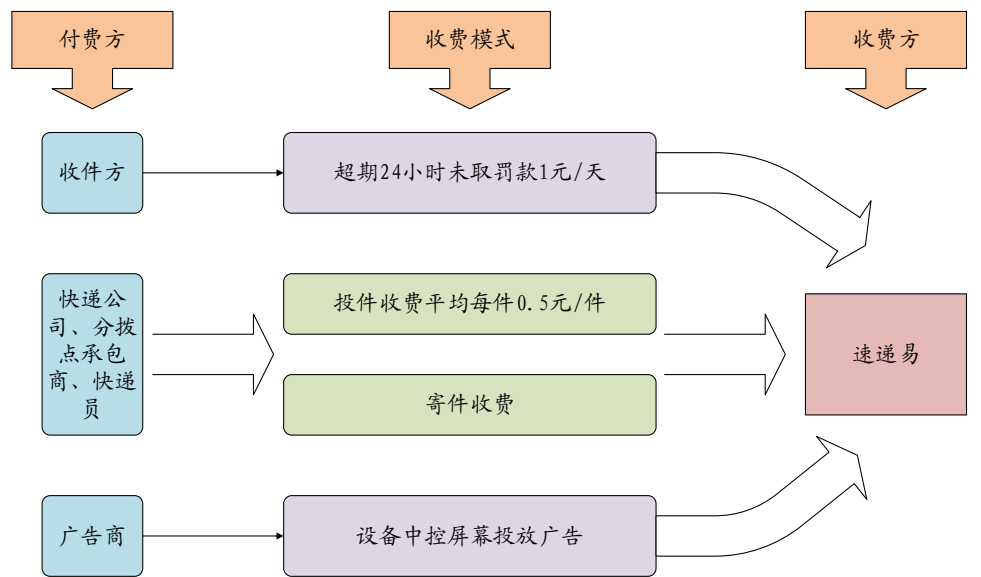
图9：速递易与物业公司四类合作方式



数据来源：三泰电子投资者关系活动记录表、广发证券发展研究中心

现阶段，速递易已经拥有大量忠实的用户群体，线下200多万用户，5万多注册快递员（数据来源：三泰电子投资者关系活动记录表）。以公司目前在部分城市的试点来看，收费模式主要为以下四种：

图10: 速递易盈利模式



数据来源: 中国证券报·中证网、广发证券发展研究中心

公司已与韵达货运、百世汇通签署《战略合作协议》，约定使用费分别为小格0.4元/件、中格0.5元/件、大格0.6元/件，快递柜费用结算以双方对接系统后台数据为结算依据，快递公司以转账方式按月向公司支付服务费。（数据来源：配股说明书）

公司目前收费试点主要集中于成都地区，在2013年实现收入126万，2014年上半年收入达490万元，实现大幅增长。

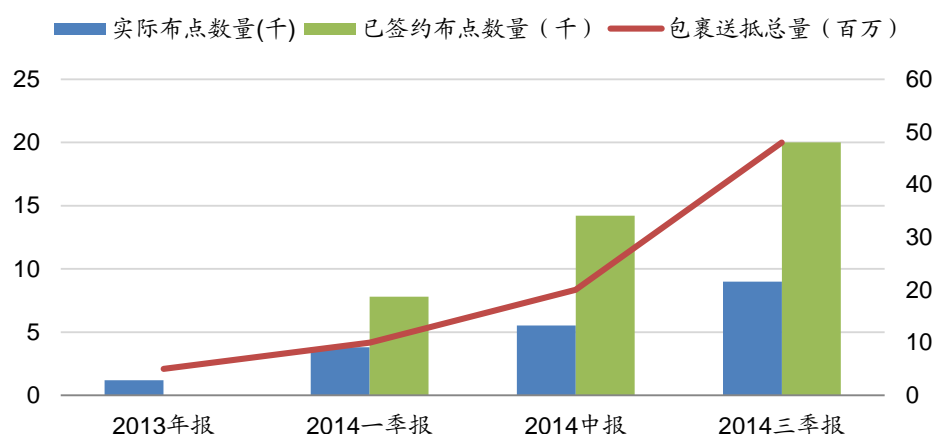
4、发展现状及市场规模预测

1)、发展现状

从2013年至今，速递易布点数量和新点签约数量呈爆发性增长。截至2014年9月30日已完成布点数量超过9000点，配股方案中计划2015年年中新增10000个落地网点的目标有望在2014年底提前完成。其中，成都地区已经实现布放1000多小区，共1200多套速递易落地，超过50%的小区提供速递易服务（数据来源：成都商报，2014年7月23日）。

对比两年数据，2014年上半年，速递易的发展势如破竹。当客户习惯形成后，包裹安全送抵量，从2014年年初每日3万件，增长至年中的20万件左右（数据来源：成都商报，数据截止于2014年6月30日），呈加速增长态势。

图11: 速递易官方披露签约、布点累计情况和包裹送抵总量



数据来源: 三泰电子财报、速递易官网、亿邦动力网、广发证券发展研究中心

公司于10月29日发布公告,以配股募集的资金净额7.1亿,对主营速递易的子公司我来啦进行增资。在7.1亿资金支持下,速递易在全国范围内的网点扩张有望全面提速。

2)、实地调研结果: 各参与方积极使用, 速递易使用率高

为详细了解速递易在现实场景中的布局环境和实际使用需求,我们在上海两处装有速递易小区进行了调研。

表 4: 草根调研中社区 A 和 B 的具体结果

社区	项目	情况
社区 A	地理位置	松江大学城附近
	小区组成	公寓 1193 户 别墅 242 户
	入住率	100%
	速递易安放数量	3 个*54 柜
	速递易安放地点	物业管理处附近一个 两幢公寓住宅门禁内各一个 (需保安刷卡进入)
	观测点	物业管理处附近速递易
	使用情况	早晨快递人员送包裹到速递易至满柜,傍晚收件人取件
社区 B	日周转率	1 次
	使用率	100% (排除延迟取件情况)
	地理位置	松江大学城附近
	小区组成	商品房和别墅共 2680 户
	入住率	100%
	速递易安放数量	两个分别 108 柜、72 柜
	速递易安放地点	小区入口门厅
观测点	108 柜处	

使用情况	上午 9:00~12:15, 192 件 (包含前日未取包裹数) 下午 1:15~5:30, 120 件 (全为新投递包裹)
日周转率	约为 2.8
使用率	100%

数据来源: 广发证券发展研究中心

通过定点调研结果和与物业的沟通中, 我们发现, 速递易使用时影响周转率的关键原因是: 小区人员属性和物业对快递员送件的流程要求。

社区A管理相对严格, 要求快递员送件时按照先送货上门, 没人时放速递易中, 速递易满后存物业的具体流程, 由保安负责监督。另外小区人员多以上班族为主。因此, 社区A的日周转率为1次。

社区B的速递易安放和管理相对开放, 小区距离大学城近, 并有老人居住, 日常家中有留人, 导致日周转率较高。

管理方物业公司是速递易的直接合作者, 所以在管理上满足物业要求的情况下, 速递易能够争取到最大化的使用率。该地区物业公司表态仍然对速递易充满需求, 有增加柜子的意愿。

单就使用情况来看, 速递易在实际使用中, 需求旺盛, 能满足日周转率至少1次。

目前观察到的使用者包括: 申通、中通、圆通、顺丰、京东、全峰、韵达、fedex等。

3)、速递易市场空间广阔, 全面收费后将带来充足业绩弹性

按照公司计划, 到2016年公司将在全国建立4万个速递易网点。假设50%的主城区覆盖率可在区域内形成规模效应, 我们统计了全国13个主要城市主城区社区数量, 如要覆盖总计约6.2万个社区并形成规模效应, 公司约需要布设大约3万点——因此, 如公司继续按计划稳步实现网点的落地, 将2015~2016年完成对重点城市的全面覆盖。

表 5: 截止 2014 年 11 月 7 日我国主要城市主城区社区数量统计

城市	主城区社区数量
北京	7300
上海	15000
天津	3700
重庆	4000
广州	6000
深圳	4100
杭州	3000
成都	3600
西安	4100
南京	3000
苏州	2500
无锡	1500
武汉	4500
总计	62300

数据来源: 安居客、广发证券发展研究中心

我们对速递易的收费模式与计划作出如下假设:

- 1、速递易在区域内布点密集到一定程度才可能最大限度地发挥末端配送的高效率, 因此我们预计 2014 年主要为网点建设期, 2015 年将开始大部分地区的收费, 2016 年将开始全面收费。
- 2、具体项目收费情况假设:

表 6: 速递易收费情况假设

年度	2013	2014E	2015E	2016E
网点数量	2,356	12,000	25,000	40,000
平均网点储物箱个数	72	72	72	72
储物柜日使用率		80%	90%	100%
投递包裹收费 (元/件)		0.5	0.5	0.5
收费网点占比		10%	70%	90%
寄件收费 (元/件)		2	3	3
寄件率 (日寄件量同速递易箱格数比例)		0%	6%	6%
超时收费比例		5%	10%	10%
广告收入 (元/月)		1000	1000	1000

数据来源: 广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们估计速递易未来三年可实现收入如下表：

表 7：速递易收入规模预测

年度	2013	2014E	2015E	2016E
投件收入（百万元）		8	153	384
寄件总收入（百万元）		-	88	154
超时收入（百万元）		8	44	85
广告收入（百万元）		9	155	351
总收入（百万元）		24	440	974

数据来源：广发证券发展研究中心

在我们对收费网点占比、寄件率相对保守的估计下，速递易在2014~2016年分别有望实现收入2400万元、4.4亿元、9.7亿元，为公司贡献巨大增长弹性。

最后，我们对速递易的潜在市场空间做大致测算——以我国城市人口排名前30的城市总人口数量3.3亿（数据来源：各地统计局官方网站）、2000人/网点密度来实现较全面的覆盖，所需智能快递箱网点总量约为16.5万，按照70%的使用率、90%的收费率、6%寄件率与10%的超期收费的保守假设，整个智能快递箱行业未来潜在收入规模将达到24亿，相信速递易作为起步最早、规模最大、竞争力最强的龙头企业，将有望在其中占到最大份额。

三、末端配送解决方案市场空间巨大，速递易优势明显

电商的快速发展带动了快递包裹量的爆发式增长，为以速递易为首的末端配送解决方案带来了广阔的介入空间。相比来自各方的竞争对手，我们认为速递易的如下竞争力将助力其在末端配送领域获得全面优势：

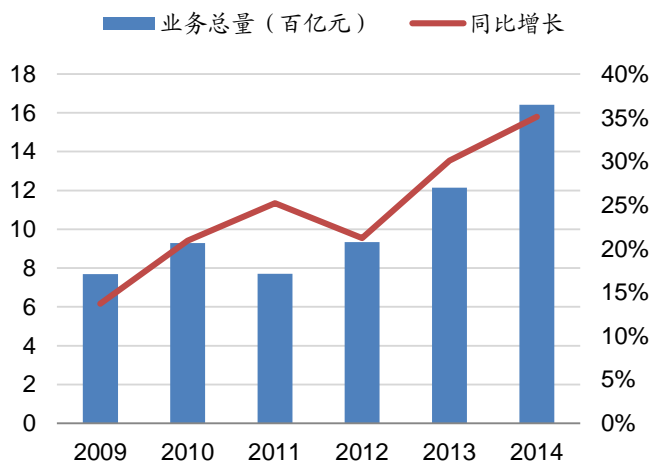
- ✓ 第三方地位优势
- ✓ 明显先发优势，布点数量全面领先对手
- ✓ 深厚金融IT经验积累
- ✓ 上市公司的信用及融资成本优势
- ✓ 业务间协同优势

具体分析如下：

1、快递行业高速发展，区域集中度较高

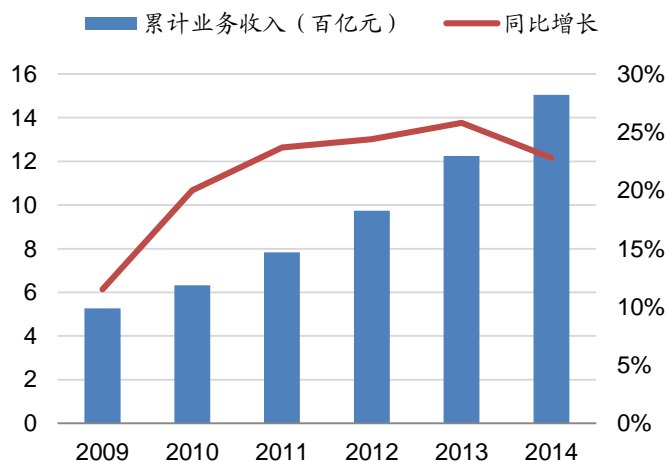
根据国家邮政局统计，自2009年起，我国邮政行业业务总量与收入增长速度基本保持在20%以上。其中，2014年上半年，全行业累计完成业务总量1642亿元，同比增长35.1%，增幅提高5.1%；全行业累计实现业务收入1504.6亿元，同比增长22.8%，增幅回落2.9%。（注：邮政行业业务指邮政企业和全国规模以上快递服务企业业务，内容包含：邮政函件业务、包裹和快递业务、杂志业务和汇兑业务。）

图 12：2009-2014 上半年邮政行业业务总量和同比增长



数据来源：国家邮政局、广发证券发展研究中心

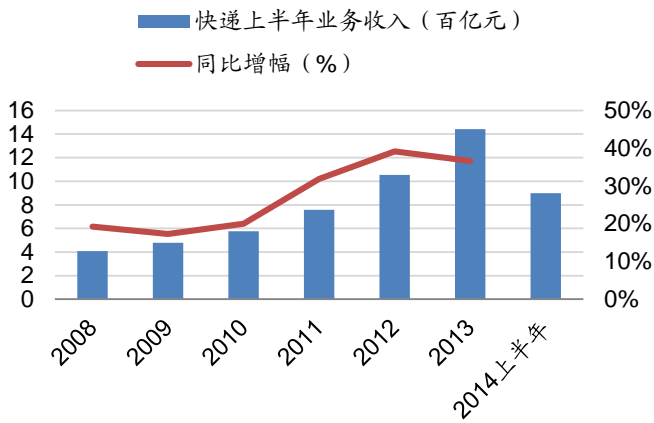
图 13：2009-2014 上半年邮政行业业务收入和同比增长



数据来源：国家邮政局、广发证券发展研究中心

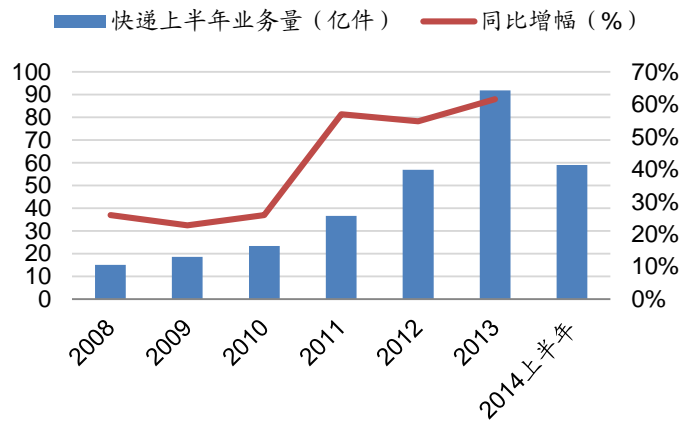
相比于邮政行业平均不低于20%的增长速度，快递业务的增速在2010年后持续保持在30%以上。国家邮政局最新统计，2014年9月快递业务收入占邮政业务收入64%，快递收入和邮政收入同比增长分别为37%、23%。2014年10月20日，据国家邮政局最新通报，2014年至今全国快递服务企业累计业务量首次突破100亿件，这有极可能成为我国快递行业发展的转折点，量变推动着行业从“价格战”转向“服务战”。

图 14: 2008-2014 快递业务收入和同比增幅



数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

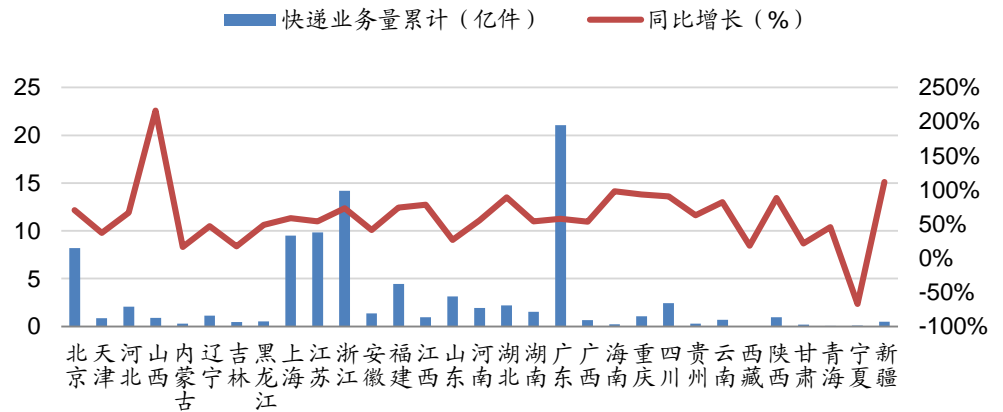
图 15: 2008-2014 快递业务量和同比增幅



数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

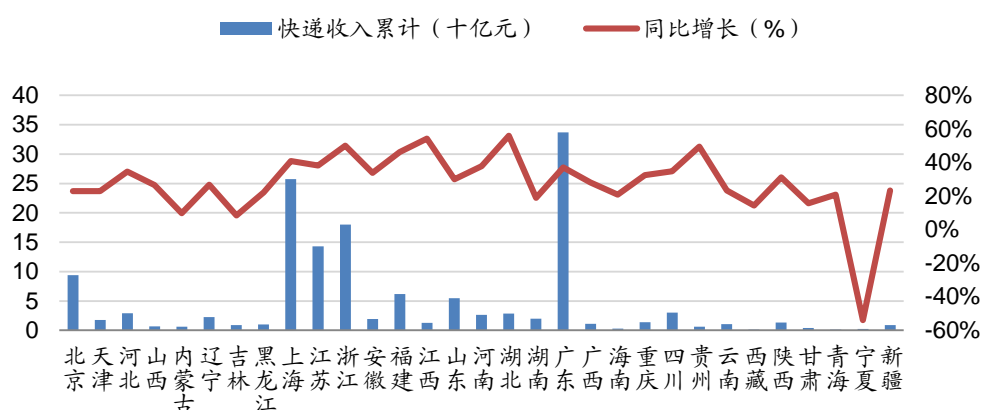
同时, 快递行业还呈现出地域之间高集中度的特点。由2013年统计数据可以看出, 快递累计业务量排名前五的省份依次为: 广东 (21亿件)、浙江 (14.2亿件)、江苏 (9.8亿件)、上海 (9.5亿件) 和北京 (8.2亿件), 业务量、业务收入合计占全国的比重分别达到68.9%和70.3%。前十名依次为上海、广州、北京、深圳、杭州、金华 (义乌)、苏州、东莞、成都和南京, 业务量、业务收入合计占全国的比重分别达到54.6%和57.9%。快递行业在部分省市的高集中度为速递易以重点城市为圆心铺开业务创造了可能性。

图 16: 2013 年分省规模以上快递服务企业业务量



数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

图 17: 2013 年分省规模以上快递服务企业业务收入



数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

2、国内竞争对手众多，速递易优势明显

最后100米业务形态多样，进入门槛较低，行业竞争较激烈。市场环境中存在着众多类型的竞争对手和可能成为竞争对手的企业。

通过比较，我们认为比起电商企业和物流企业，第三方在末端配送自助设备市场更有优势，而在第三方中，三泰电子在各方面都处于全面领先地位。

我们将从业务模式、成本、所需资金、技术等方面对目前速递易目前存在或潜在的竞争对手进行分析：

1)、类型一：电商自建把握渠道入口

作为电商两大巨头，天猫和京东提供分别以“天猫猫屋”和“京东自提柜”进军末端配送领域。

图 18: 天猫猫屋直营门店



数据来源: 搜物网、广发证券发展研究中心

图 19: 京东自提柜



数据来源: 搜狐资讯、广发证券发展研究中心

我们认为电商自建末端配送主要在于以下两个目的：

1、掌握社区O2O入口

社区O2O是电子商务未来重要的方向之一。一旦电商将物流配送的末端扎根于社区，即有望以末端配送站点为入口，将平台流量与用户的消费行为从线上延伸至线下，实现从Online到Offline的全面渗透。

2、提升配送效率与服务质量

自营快递的电商通过自建末端物流配送点，提升其最后100米的投递效率，节省人力成本。

天猫立足于点，在末端提供符合应用场景的小邮局系统解决方案。该系统以手机短信密码的形式通知领件；同时领取人可以通过领取处电脑查询自己的快件。

天猫猫屋目前以直营和代理加盟两种模式运营，其中代理店分为两类形式：校园类和加盟店类。

直营店主要目的是培养用户在店中购物的使用习惯，承担包裹自提和O2O营销双重任务，需要在店内做商品展示，因此对选址要求较高，路口多设于商铺等租金较贵的地点，并需要培训完善的客户服务，这会大幅提升单点的租金成本和人力成本——假设直营店平均20平方米，则每年的房租成本即在10万左右；店中配两名员工则年人工成本即可达7万以上，加上水电、网络、装修等成本，单店的成本可达20万。

天猫同时开放加盟猫屋代理店，主要加盟方是便利店（后文我们会具体分析便利店模式），仅提供包裹自提服务。对加盟者要求如下：

- ◇ 缴纳500-3000元的保证金要求
- ◇ 加盟者店铺位置需要在买家集中社区
- ◇ 店员服务好
- ◇ 店铺需要已有口碑
- ◇ 门店位置醒目
- ◇ 需要有电商发展眼光。

京东立足于线，从线上商品，线下物流配送环节，到“最后100米”业务，全线实现自营。为方便顾客收货，京东也提供固定地点提货的模式“上门自提”，顾客在提交订单时，选择“上门自提”，选择离自己最近的提货地点。订单到达自提点后，系统会以短信形式通知顾客。京东自助提货柜有大约60个左右的柜子组成，主要投放商品为中小体积的3C商品。这种货柜配备了支付终端，可实现刷卡支付等货到付款的业务。用户取货时可直接扫描提货二维码，完成身份认证，按提示完成POS机刷卡支付。

京东提货点具体类型如下：

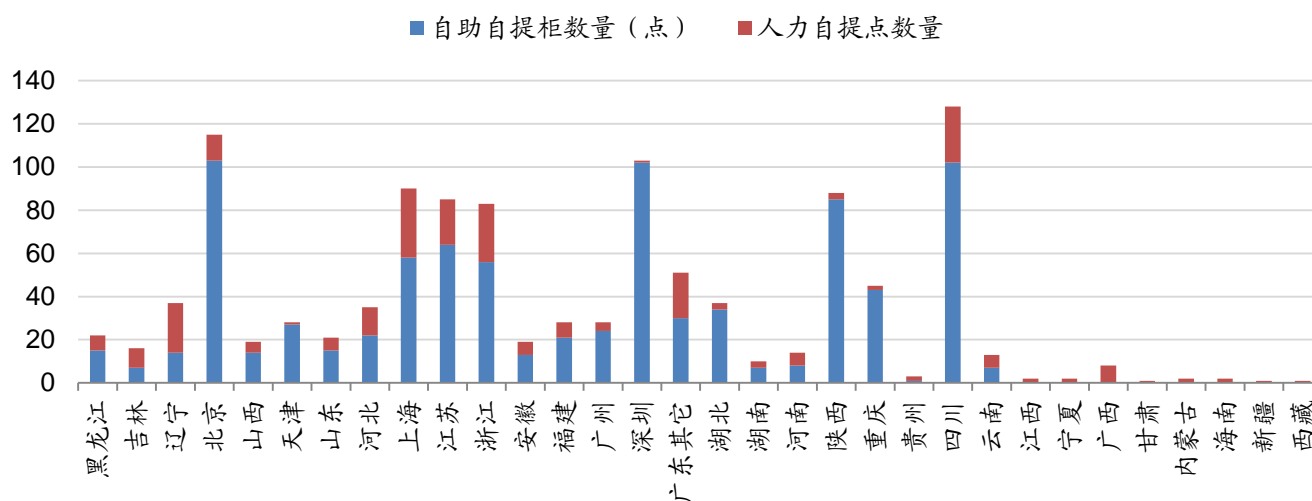
表 8: 京东提货点类型及数量

类型	全国数量
城市自提点 (人工)	265
城市自提柜 (自助)	872
校园营业厅	55
便利店自提点	5
移动自提车	3

数据来源: 京东官网、广发证券发展研究中心

京东包裹自提柜和自提点均实现全国范围布局, 主要依靠城市自提点布局, 辅以城市自提柜增量, 个别偏远地区只有城市自提点服务。据观察, 北京、上海、广州、深圳四个城市布点密度最高。总体情况如下:

图 20: 京东包裹自提柜和人力自提点在全国重点城市和省份布点情况



数据来源: 京东快递官网、广发证券发展研究中心

京东的网点属于自营, 主要目的是为购买京东平台上产品的消费者提供服务。而自提柜主要用于提升快递员递送效率, 但考虑到布点总数只有872个点(数据来源: 京东快递官网, 统计截止于2014年11月1日), 平均每个城市网点相对较少, 最多的城市不超过120个, 加上200余个人工服务自提店, 想要全面实现客户居住周边的包裹自提服务, 并不现实。另外, 京东的自提柜不对其他快递公司和电商平台开放, 仅对京东上的商家开放, 因此部分地区的自助提货柜的使用率不高。

我们详细比较了天猫与京东在末端配送方面的尝试, 尽管将自身的业务从线上延伸至社区能够为电商业务带来部分助益, 但考虑到成本与受益, 我们认为由电商平台自建/自己把控末端配送点较难得到成功的大范围推广, 未来与第三方合作共同推进末端配送与社区O2O将是更为现实的发展路径。

表 9: 两大电商自营“最后 100 米”业务比较

项目	天猫猫屋	京东快递
启动时间	✓ 2013 年 5 月	✓ 2012 年
布点数	✓ 15 个旗舰店 ✓ 692 个代理店 (截止 13 年 10 月)	✓ 1200 个自营点 (其中 872 点为智能速递箱)
布点地区属性	✓ 学校、社区便利店	✓ 小区、办公楼、学校和开发区
布点城市	✓ 深圳为主	✓ 4 个直辖市+24 个省
提供服务	✓ 快递自提服务 ✓ 揽件服务 ✓ 商品海报展示与扫二维码自助购物 ✓ 猫屋平台提供生鲜粮油网购 ✓ 对企业开放 O2O 优品展示与营销	✓ 快递自提服务 ✓ 货到付款服务 ✓ 退货服务
服务对象	✓ 平台商家、消费者	✓ 第三方商家、平台商家、自营电商、消费者
合作对象	✓ 快递公司总部、天猫、淘宝、菜鸟网络、商品零售店	-
类型分类	✓ 直营店 ✓ 加盟店(学校加盟、便利店加盟)	✓ 自营自提点 ✓ 合作自提点 ✓ 自助自提柜 ✓ 移动自提车
开放程度	✓ 对其他电商平台开放 ✓ 对商家开放	✓ 对其它电商平台不开放 ✓ 对第三方商家开放全面的快递服务, 不包含货到付款
收入来源	✓ 在包裹自提中, 天猫和淘宝给予的部分分成补贴 ✓ 门店配送服务时为商家提供从各运输口岸 (航空、铁路、公路、码头等) 至同城各猫屋门店的配送服务收入 (物流费用与快递公司分成)。	✓ 消费者和非自营部分商家商品物流费用
收费对象	✓ O2O 营销中向商家收取一定的市场营销费用 ✓ 天猫和淘宝、商家	✓ 消费者或平台商家
建设目的	✓ 投资、建设和运营电子商务一体化平台 ✓ 直接服务于末端客户	✓ 解决京东物流问题, 增加运营效率和收益 ✓ 提升自营物流的配送效率
优点	✓ 人工服务相对自助服务自由度更高 ✓ 门店内可提供商品展示、销售 ✓ 提供 O2O 体验 ✓ 加盟模式, 便于以较低成本快速扩张 ✓ 自营点包裹存放空间较大 ✓ 加盟店可获得商品销售提成, 加盟动力足	✓ 给用户更多配送方式选择, 提升服务质量 ✓ 人工提货点与自助服务点协同较强 ✓ 提供货到付款和退货服务
缺点	✓ 自营门店需投入大量租金与人力成本 ✓ 加盟店需给予大量补贴与分成 ✓ 对加盟店要求较低, 难以控制加盟店服务水平	✓ 京东快递不对其他电商平台开放, 包裹数量有限, 单位包裹成本高 ✓ 能产生收入的环节少, 收益率较低

- | | |
|-------------------|-------------------------------|
| ✓ 现有加盟店多为夫妻店，稳定性低 | ✓ 用自提柜取代货到付款服务，降低用户体验 |
| ✓ 人工服务的提货时间有限制 | ✓ 以降低配送成本为目的建设，打击快递员使用自提柜的积极性 |
| ✓ 目前覆盖面有限 | ✓ 目前覆盖面有限 |
| ✓ 快递损坏丢失责任认定有障碍 | |

数据来源：猫屋官网、京东官网、广发证券发展研究中心

2)、类型二：物流公司自营“最后 100 米”，目前收效甚微

方式一：物流公司自建智能提货柜

典型案例：浙江省政府牵头，邮政推出“E邮柜”试点

浙江省政府牵头，中国邮政合作主推，服务于最后一公里业务。使用的是东城电子、smart智柜等（长期生产超市储物柜企业）提供的产品，名为“E邮柜”。目前，发展处于试点阶段，投放地点为浙江省几个主要城市，如杭州、温州等。

分析：邮政公司价格相对低廉的邮政服务需要居民到指定邮局领取，不涉及速递易方面业务。能产生竞争的仅仅为EMS等速递业务，但由于速递费用价格高，并非居民日常消费首选。在电子商务领域，邮政服务效率低下，通常需要3天，不能满足高频消费时间上的需求，若非偏远地区，使用邮政作为物流的情况极少。此外，消费者通过EMS和挂号信邮递的东西比较贵重，消费点在于安全和到位，如：证件、合同等，可能并不希望放入速递箱。

我们相信物流公司自建智能快递箱的模式存在天然缺陷导致其推广难度较大：

- 1、智能快递箱只有非常密集布点达到规模效应才能培养用户习惯，这就需要非常大的包裹运送量来分摊单位包裹的成本。与速递易的“和多个快递与物流公司合作”从而能够用大量包裹分摊单位成本相比，单个快递公司或物流公司的包裹数量有限，成本较高。
- 2、速递易的布点需要长期大量现金投入。民营快递中没有上市公司，而且行业竞争激烈，现金流较难支撑。近年来，每年都有民营快递因为资金链断裂而倒闭。例如：2012年，星辰急便亏损1.2亿倒闭（数据来源：网易财经）、上海希伊艾斯快递有限公司CCES欠债1.7亿倒闭（数据来源：北京商报）。
- 3、快递与电商建设智能柜更多是从节省成本的角度考虑。例如快递员上门配送与使用本公司的智能柜配送，单位包裹收入可能有较大差距，这可能会造成快递员使用动力不强。

方式二：物流公司向电商扩张，意图借末端配送开展O2O服务

案例：顺丰建“嘿客”自提点，目标进军社区电商

顺丰为了整合渠道资源，为客户建立灵活、便捷和智能的网购社区店“嘿客”。“嘿客”主要适应的对象是城市客户。

表 10: 顺丰嘿客服务优势及特点

服务	优势及特点
网购线下体验	客户到店体验实物商品，通过二维码扫描下单
商品预售	门店用海报、展示屏展示商品，客户预付货款购买，可享用顺丰的物流服务
JIT 服务	客户可先预约商品的到店试穿（或试用），体验后决定是否付款购买
金融服务	门店为顾客提供 ATM、VTM 等金融服务
便民服务	门店提供衣服干洗、飞机票预订、话费充值、缴水电费等多项便民服务
快件自寄自取	客户可到店收寄快件，节省等待收派员上门的时间，保证个人隐私，物流费用享受优惠

数据来源：顺丰嘿客官网、广发证券发展研究中心

分析：顺丰速递开“嘿客”实体店，其战略目标主要是涉足电子商务领域。门店主要的用途在于向客户展示商品，票务预订等服务，附加值是同时使用顺丰的物流，部分可获得快递优惠。

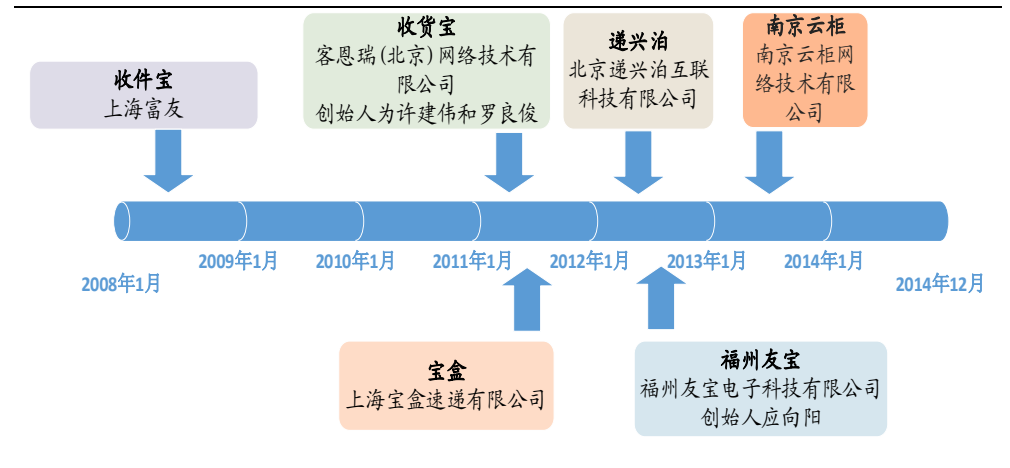
与天猫猫屋自营点一样，承担着快递自提与O2O营销双重任务的“嘿店”需承担20万以上的单店成本，在没有开放加盟模式的情况下，需要达到较高的覆盖率需要付出极高的成本——布局1000个点即需至少2亿投资，短期内快速扩张的可能性不大。而消费者在“嘿店”购物时，仍需在店内联网下单购买，实际上比普通购物更加复杂，这将使该类方式使对消费者吸引力大幅下降。可以说，顺丰嘿客的业务定位与发展方向依然不清晰。

3)、类型三：第三方智能快递箱竞争激烈，速递易优势明显

三泰电子作为第三方开展速递易业务，需面对诸多同类企业的竞争，国内主要对手均为创业型企业。

观察行业内主要竞争对手的成立时间，基本与快递行业高速发展的时间吻合。大部分对手企业均成立于2011年以后。在经过初期的研发，对手企业目前均处于试运营阶段，可以说“最后100米”业务正处于行业发展初期的试探阶段。三泰电子成立于1999年，并已经于2009年12月3日在深圳中小板上市，公司“最后100米”业务始于2012年，并在2013年开始试运营，基本与对手处于同一阶段发展，在时间上旗鼓相当。

图 21: 主要竞争对手企业成立时间



数据来源：各竞争对手企业官网、广发证券发展研究中心

在主要的竞争对手中，南京云柜母公司华设科技和上海富友与速递易背景类似，都是高科技企业，原本就拥有面向行业客户终端的生产和研发经验。三家公司在原主营业务上均有广泛的客户群体，并且以自身背景为依托，致力于最终于社区O2O的结合。而其余四家企业均为创业公司，客户基础和生产实力相对较弱。

表 11: 速递易与竞争对手的背景对比

公司列表	行业竞争对手背景
上海宝盒	位于上海杨浦科技创业中心，复旦大学和专业投资机构联合成立的“梦想天地”旗下的创业孵化项目
南京云柜	母公司华设科技成立于 2004 年，主营业务是面向电力、通信、金融、税务、医疗等行业用户的各类自助服务终端及其系统软件的生产、研发，公司先后通过了 ISO9001 企业质量管理体系认证、ISO27001 信息安全管理认证、ISO14000 环境管理体系认证、产品通过 CCC 认证，公安部安全防范报警系统产品的检测，并承担多项国家、江苏省、南京市科技计划，是江苏省重点扶持的高新技术企业。
收件宝	上海富友是国内领先的独立第三方支付服务提供商，人民银行收单、互联网、预付卡牌照持牌企业，中国银联成员机构，中国银联便民支付业务授权合作方，富友已在全国 60 余个地方推广银联便民支付点 50000 余个，累计服务持卡人超过 6000 万人次。
福建友宝	位于福建省国家级高新技术创业园，拥有五项国家专利，100%员工具有本科或研究生以上学历。公司是 IBM GEP 全球合作伙伴；参与了国家标准的调研和制定；公司战略合作伙伴包括：永安电商、福州电信。公司经销商已开始覆盖全国各主要城市，项目在多个省市作为便民工程得到政府的大力支持。
北京递兴泊 收货宝	位于中关村软件园冠方大厦，由留美归国人员创办，77.7%员工具备本科或研究生以上学历。线下与便利店合作模式，是“阿里菜鸟驿站代收服务”的实际提供方；与顺丰合作提供代寄服务
速递易	三泰电子致力于金融电子设备及系统软件的研发、生产、销售和服务。主要产品和服务包括两大类，一是以电子回单系统为代表的 ATC 类银行自助服务产品；二是以 ATM 监控系统、银行数字化网络安防监控业务为代表的 DVR 类银行安全防范业务。公司是国家数字音视频编解码技术标准工作组成员、中国安防协会会员、全国安标委委员、中国电子视像行业协会副会长单位、四川省建设创新型培育企业、四川省重点企业信息系统先进单位、四川省守合同重信用企业、四川省高新技术企业和软件企业、四川省 30 家重点培育的信息产业成长性创新企业之一。

数据来源：各企业官网、三泰电子官网、广发证券发展研究中心

主要对手产品外观结构相对一致，均包含中控台和多尺寸箱柜。在之前的背景分析中，生产能力强的企业（如速递易，南京云柜等）的产品，单机拥有更多的箱柜数量，主机控制能力更强。创业公司相对单机箱柜数量少，有可能是受成本控制和技术的局限性的影响。具体如下图：

图 22: 上海宝盒 (左) 和北京递兴泊 (右)



数据来源: 宝盒官网、递兴泊官网、广发证券发展研究中心

图 23: 南京云柜



数据来源: 云柜官网、广发证券发展研究中心

根据目前从各公司官网采集的数据来看, 收货宝以与便利店合作加盟模式运营布点数量较多。而涉及智能速递箱业务的其它企业中, 速递易的布点规模和网点布局范围远多于其它同类对手, 规模领先带来的优势如下:

1. 公司与物业签署的协议中超过95%为排他性协议, 这代表速递易在跑马圈地的进程中处于绝对领先地位, 后来者很难超越。
2. 由于智能快递箱设备需要可持续的运营与维护服务, 物业在选择合作对象时会考虑服务商的背景以确保服务的可持续性。速递易遥遥领先的布点规模和上市公司的地位是速递易强大运营能力的良好体现, 这在与物业公司商谈合作时将是极大优势。

表 12: 第三方营业现阶段发展规模

公司	注册资金	网点数量	网点或试点布局
上海宝盒	5000 万	100 (截至 14 年 2 月底)	上海古北、新江湾城等小区进行试点
南京云柜	1000 万	300 (预计 14 年底)	南京新世界花园、御水湾花园试点
收货宝	714.3 万	1 万余个代收网点 (人力代收网点)	70%以上为便利店及小卖部, 其他业态包括药店、干洗店等
福建友宝	-	400 在建 (截至 2014 年 4 月)	厦门、福州、西安、北京等 8 个加盟商
北京递兴泊	500 万	28 个	北京地铁
速递易	6000 万	9000 (截止至 2014 年 10 月)	全国 25 个城市的高档小区

数据来源: 各竞争对手企业官网、北京工商管理局、上海工商管理局、广发证券发展研究中心

在收费情况上, 速递易完成了付费试运营, 已经逐渐开始产生现金流。短期内虽无法覆盖投入成本, 但与行业中大部分企业仍处于免费使用阶段相比, 速递易已经在收费上形成阶段性的领先。

表 13: 各公司经营的业务模式与速递易对比

公司	收费情况	主要业务	业务与速递易模式对比
上海宝盒	✓ 免费使用	✓ 提供包裹投递服务	✓ 尚未形成收费
南京云柜	✓ 免费使用	✓ 提供包裹投递服务	✓ 尚未形成收费
收件宝	✓ 免费使用	✓ 提供包裹投递服务 ✓ 新增提供包括水、电、煤气等公共事业缴费、银行卡转账、信用卡还款、手机充值、彩票购买等多项便民业务，仅无取款功能	✓ 新增电商合作者天猫 ✓ 新增缴费等金融业务
福建友宝	✓ 对快递公司按小中大件收 0.5-0.8 元不等 ✓ 收件人超 48 小时付延时费用	✓ 一是直营模式，向快递公司收取服务费 ✓ 二是发展加盟商获得硬件销售利润。在其商业模式里，其中设备的收入占据了 98% 的份额	✓ 大部分为设备销售，非自营
北京递兴泊	✓ 广告收费 ✓ 缴费服务费	✓ 提供包裹投递服务，新增货到付款 ✓ 第三方支付功能，自助缴费 ✓ 广告投放	✓ 新增货到付款 ✓ 新增缴费功能
速递易	✓ 快递员投件收费平均 0.5 元/件 ✓ 取件人超过 24 小时收费 1 元/天 ✓ 屏幕广告收费 1000 元/月 ✓ 寄件收费	✓ 提供包裹投递服务 ✓ 广告投放服务	-

数据来源：各竞争对手企业官网、三泰电子官网、广发证券发展研究中心

“最后100米”业务尚未形成公认的商业模式，每个竞争对手在经营上都进行着不同方向的探索和尝试，存在优势和劣势。具体分析如下：

表 14: 速递易在行业中竞争对手优势和劣势

公司列表	优势	劣势
上海宝盒	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在上海本地企业中规模最大 ✓ 上海本地市场空间大 ✓ 获得上海政府的关注 ✓ 目前上海进驻小区速度快于速递易等 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 创业公司资金量有限，推进速度慢 ✓ 团队人数只有 50 人，管理和维护人员不足
南京云柜	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 华设科技提供稳定的生产线和资金流 ✓ 具备业务拓展空间如：直购、寄存转交、本地服务信息、金融服务 ✓ 南京已布点超过 100，预计年底 500 点 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 成本控制差——设备 3-4 万元/套（数据来源：公司官网） ✓ 实际投入运营的点少，公司起步最晚
收件宝	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上海富友提供稳定的产品供应和资金支持 ✓ 上海富友长期金融终端服务可提供技术支持 ✓ 新增公共事业缴费等增值服务 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 包含刷卡服务，存在银行卡被盗等安全隐患 ✓ 功能增加，导致操作复杂，客户拿取快递的时间成本反而有可能增大 ✓ 增加金融终端机的软硬件，单机生产成本提高

- ✓ 参考 ATM 维护频率，单点维护频率可能提高，人工成本提高
- ✓ 后期维护费用较高

福建友宝	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 直营同时销售设备，获得稳定的现金流 ✓ 在福建省开发市场份额中占 90% ✓ 2013 年获得了 280 万元的天使轮投资 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 创业公司仅处于天使轮，未来发展不确定性大 ✓ 公司人员数量少，稳定性低 ✓ 销售代替自营，无法形成后期的规模优势
北京递兴泊	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自主研发的 AEM 自助快递系统，开放式好，后期新增服务方便 ✓ 提供第三方支付服务实现货到付款功能 ✓ 提供滞留件回收服务，快递员一键回收 ✓ 有人机对话系统 ✓ 广告通过网络直接远程管理投放 ✓ 创业者人员素质高 ✓ 提供自助缴费功能 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 增加金融终端机的软硬件，单机生产成本提高 ✓ 增加语音识别系统，单机生产成本提高 ✓ 参考 ATM 维护频率，单点维护频率可能提高，人工成本提高 ✓ 仅在北京地铁站布点，对象有局限性 ✓ 布点数仅 28 点发展进度慢（截止 2013 年 11 月）
速递易	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 先发优势，全国落地网点 9000 个，遥遥领先 ✓ 布点范围广，已在全国 29 个大中城市有所布局，且多与物业签署排他性协议，巩固优势地位 ✓ 上市公司背景，资金成本优势。7 亿资金推动速递易布点扩张进度进一步加速 ✓ 深厚金融 IT 背景，在后续增值服务方面有明显专业与资源优势 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 部分地区可能被区域性厂商抢占先机

数据来源：各竞争对手企业官网、广发证券发展研究中心

4)、类型四：其它行业切入的可能性分析

电商直接收购当地小型创业智能速递箱公司。创业公司可能在某区域会形成局部布点优势，不排除有被电商巨头收购，扩充资金实力的可能性。但正如我们在之前章节所分析的，电商自建末端配送点成本远大于能够获得的受益。此外，大多数创业公司业务较单一，O2O领域的发展模式亦尚不明朗，没有形成全国性的全面布局，竞争力有限，电商若以高估值将其收购可能将面临高估值带来的高风险。

典型案例：创业公司 BufferBox，发展时间轴：

- 2011年5月创建，提供快递自助揽收站服务。
- 2012年10月，推广使用首批5台。
- 2012年12月1日，Google 1700万美元收购。
- 2014年4月，Google 宣布停止该公司业务。

BufferBox 在每次包裹成功交付后，都会产生收费，收费对象和来源如下：

- 向已集成服务的零售商收取一定的费用，收费按照递送量，消费者不需支付任何费用
- 使用非集成服务的零售商递送到 BufferBox 的服务，消费者需要支付3

美元/包裹的费用

主要停运原因:

- ◆ 相较于提供免费服务, 成本投入过高
- ◆ 想要实现收入则需要继续加大投入
- ◆ 模式与互联网公司理念不一致
- ◆ 此次收购仅是Google在电商领域的探索性行为。

5)、便利店加盟模式 v.s. 智能速递箱模式

经过上述不同资方背景的横向比较, 我们可以发现, 不论是电商企业还是物流企业, 解决“最后100”米最终还是需要第三方的介入。而目前代表性的第三方, 除了智能快递箱之外, 便利店也是较为普遍的合作方。这两种服务有着众多共同的优点如: 取货时间灵活性提升、可不暴露家庭住址等个人隐私问题、减少重复投递、降低沟通成本、客户满意度提高、快递人员集中投递, 各方效率提高等。

但从根本上讲, 模式区别仍然明显, 各自存在优势与局限:

表 15: 便利店模式与智能速递箱模式区别分析

项目	便利店加盟	智能速递箱
布点地区属性	✓ 社区附近, 办公地点附近	✓ 小区内, 办公场所内
提供服务	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 快递代收 ✓ 快递代寄 ✓ 快递退货 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 快递代收 ✓ 快递代寄 (未来) ✓ 社区 O2O 服务 (未来)
合作对象	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 快递公司 ✓ 电商平台 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 物业公司
开放程度	✓ 向加盟快递公司或电商平台开放	✓ 全面开放
收入来源/收费对象	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 快递代收服务/快递公司服务费或分成 ✓ 快递代寄服务/寄件人 ✓ 退货服务/寄件人 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 代收服务/快递公司 ✓ 超时付费/收件人 ✓ 广告收费/广告商
优点	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 拉动便利店二次消费 ✓ 便利店揽件和代收获得额外收益 ✓ 部分便利店可提供退货服务 ✓ 可为不擅长使用互联网或技术产品的中老年人提供服务 ✓ 包裹有人看管, 取件有人服务 ✓ 与现有便利店合作, 开展较为快捷 ✓ 可接收形状与大小不规则的包裹 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 智能速递箱为非人力智能设备, 人工管理成本低 ✓ 快递员和箱柜由系统统一管理, 运营效率高 ✓ 物业需求强烈, 谈判成本低, 推广速度快 ✓ 有 24 小时监控, 安全有保障 ✓ 速递只经手快递人员, 纠纷责任认定清楚 ✓ 智能速递箱收费价格比便利店分成低 ✓ 直接获得注册客户数据, 粘性强 ✓ 规模产生后, 具备品牌效应, 客户爆发增长 ✓ 布点小区或办公场所内, 距离客户群体更近 ✓ 收货系统直接发送短信, 快递员电信费用低
缺点	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 便利店分成较高, 制约推动速度 ✓ 快递流量高峰时, 店面空间不足 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高频使用设备, 对稳定性要求高 ✓ 设备故障时, 局部地区影响使用

- ✓ 快递流量高峰时，人力成本耗费大
- ✓ 揽件时另加服务费，驱散客户
- ✓ 容易出现误领情况
- ✓ 货物损坏时，责任无法认定，维权难
- ✓ 退货服务需要收费，用户退货成本提高
- ✓ 货到后仍存在快递员电信成本
- ✓ 不同便利店服务费不统一，管理混乱
- ✓ 人力服务水平不一
- ✓ 加盟门槛低，结构稳定性不足
- ✓ 产生规模后不具备品牌效应
- ✓ 前期布点成本投入大，需要大量储备资金
- ✓ 后期存在设备维护费用
- ✓ 模式需要规模效应，对布点推进速度要求高
- ✓ 固定大小的提货柜对包裹的尺寸和形状有一定要求

模式可行性判断

- ✓ 大型连锁便利店品牌具备管理优势，如7-11、全家等，但店内商品收费较高，毛利率高，销售一件普通货品获得收益就高于代收快递收益（快递员投件收入每件仅1块多），合作动力不足。当便利店要求代收费用提升时，快递公司又面临成本过高的风险，合作较难达成；
- ✓ 小型便利店或零售店因为规模小，管理人员能力不足，代收快递服务质量不高，又可能遇到店面空间过小无力满足快递的高流量情况，管理成本较高；
- ✓ 小型便利店与电商合作时，不具备议价能力，收益率低，便利店加盟动力弱；
- ✓ 客户收取包裹带来的客流是否能转化为购买力依然存疑
- ✓ 合作对象为物业公司，实际上是智能速递箱的需求方，合作起来相对容易。
- ✓ 通过线上注册的方式，能够收集所有使用这信息，建立良好的客户基础
- ✓ 在拥有客户资源后，未来与快递公司或平台商合作时，具备了议价能力
- ✓ 前期推广需要大量资金，存在资金链断裂风险

数据来源：广发证券发展研究中心

我们认为在快递代收的模式中，智能提货柜作为自助服务的代表，与便利店作为人工代收服务的代表，将有望针对各自解决的末端配送问题，实现并存。但从成本、稳定性与各自能够处理的包裹数量来看，智能快递箱有望在代收快递的方式中占据更加主流的位置。

6)、速递易各方面竞争优势总结

面对电商和物流企业自建末端配送点的竞争：第三方地位优势

1、能够广泛与所有相关方合作，处理包裹量大，单位包裹成本低

作为第三方，因为不参与快递企业或电商企业间的竞争，所以可以对所有相关方开放合作，从而加大包裹处理量，降低单位包裹成本。

2、出发点不同，快递员合作积极性高

物流企业自建末端配送点的目的是降低送件成本，而快递员可能会因使用了企业自建的自助柜而被降低单位包裹提成。在这样的情况下，快递员更愿意与第三方合作。

面对同类智能快递箱企业的竞争：

1、先发优势

速递易现阶段拥有200万活跃用户、超过9000个落地网点的先发优势，远远领先目前有公开报道的所有同类竞争者。且与物业签署的协议多为排他性协议，领先地位有望保持。

2、上市资金优势

公司作为上市公司，具备明显的资金成本优势。智能快递箱只有在区域布点达到一定密集度时，才能产生规模效应，培养用户使用习惯。因此，短期对资金量需求较大。相比上市公司，初创企业融资渠道较为有限，且融资成本较高，很难迅速展开大范围推广。而速递易在7亿资金的支持下，即使在个别城市不是最先进入者，也有望实现后来居上。

3、IT背景优势

三泰电子拥有10多年的金融电子设备及系统软件的研发、生产、销售和服务经验，不仅能够在速递易的研发、生产和运维上充分发挥优势，更有望在后续利用速递易数据开展更多增值业务，以及金融社区服务方面，继续凭借丰富经验与资源领跑市场。

面对其他末端配送方式（以便利店为主）的竞争：模式优势

相较以便利店为主的其他第三方，我们认为从成本、服务稳定性与各自能够处理的包裹数量来看，智能快递箱有望在代收快递的方式中占据更加主流的位置。

四、展望未来：四大业务共铸社区生活服务平台

1、200 亿投资布局社区 O2O 蓝海

截至2014年9月，公司的速递易已布点超过9000个，成为全球最大的社区自助快递代收与临时仅存平台。在速递易已形成全面规模优势的基础上，公司拟以此为切入点，计划未来三年总投资超过200亿打造“速递易”、“金惠家”、“家易通”、“维度金融”等服务平台与品牌，推动公司向社区综合服务平台转型。

表 16：三泰电子未来社区综合服务平台战略规划

子公司名称	主要业务	现阶段优势	发展规划
成都三泰电子产品销售有限公司	主要为银行客户提供专业的金融自助服务设备、金融安防和软件技术开发集成服务	“三泰电子”产品与品牌已覆盖国内五万个金融服务网点	未来将在医疗、社保、电力等社区公共服务智能化、自助化、移动化的趋势下，将推动金融自助服务技术向其他的公共服务领域跨界，实现先进的金融自助服务与社区公共服务智能化的融合。
维度金融外包服务(苏州)有限公司	专业为银行提供一站式金融外包服务整体解决方案	在金融外包业务流程重构、后台运营、大数据分析等方面的技术积淀与优势	整合公司万余名专业化的金融咨询服务与营销服务人才，通过互联网金融技术和手段，构建为金融企业提供市场拓展、客户关系提升、产品营销的服务网络，协助银行精准开发并维系数十万卓越高净值客户，为客户并为自身创造价值
成都我来啦网络信息技术有限公司	以解决电商快递服务“最后100米”瓶颈为契机，以“速递易”为载体，建设并运营“24小时自助便民服务网格及平台”。	截止9月30日，速递易已进驻全国29个大中城市，建设完成9000余个速递易网点，已成为全球最大的快递代收及临时寄存的自助服务平台	计划到2016年，在中国境内数十个大中型城市建成40000个“速递易”网点，服务数千万个家庭
四川金投金融电子服务有限公司	关注1公里商圈社区金融便民服务，以有人服务的实体网点形式，打造金融便民服务平台“金惠家”，为社区用户提供O2O金融零售服务和生活便民服务	——	“金惠家”通过社区金融与便民服务的融合，实现客户体验、服务营销、客户粘度最大化，公司未来将建成5000个“金惠家”社区金融便民服务中心。
成都家易通信息技术有限公司	第三方信息技术服务、金融信息技术服务、信息系统集成等业务	目前已经在国内138个城市设立服务平台，23个服务团队，服务对象覆盖全国3万多家银行网点	公司打造的“家易通”服务品牌，从事第三方信息技术服务、金融信息技术服务、信息系统集成等业务。立志将移动智能系统服务于中国千家万户，并提供便捷、安全、智慧的服务体验为各行业提供信息技术服务解决方案。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

通过以上四大块业务，公司有望形成从产品、设备、网点到服务的全方位社区

O2O布局，并通过电子商务、社区服务、金融理财、便民医疗等服务进行居民消费与生活数据的积累，实现精准营销、数据共享，从而成为资源整合的综合服务平台。

2、金惠家打造社区金融、医疗、便民全方位生活服务平台

金惠家作为社区便民服务中心，是公司既速递易之后，全方位社区综合服务平台战略布局的重点之一。子公司四川金投计划于2014年实现500家金惠家店面建设打造；2015年达到3000家；2016年底达到1万家。

图24：金惠家门店实景图



数据来源：广发证券发展研究中心

根据公司定位，金惠家主要服务范围包括以下三大类别：

- 1、**金融便民**：为社区居民提供专业的保险、基金及理财产品，同时办理社区居民证券开户业务，扩大金融服务规模。

公司目前网点主要通过与合作银行合作开设，合作银行包括北京银行、中国银行等，银行自助网点与社区金融服务中心相邻开设，符合银监会277号文对社区银行网点的要求，同时能为银行走进社区的相关业务带去大量客流，达到双赢。

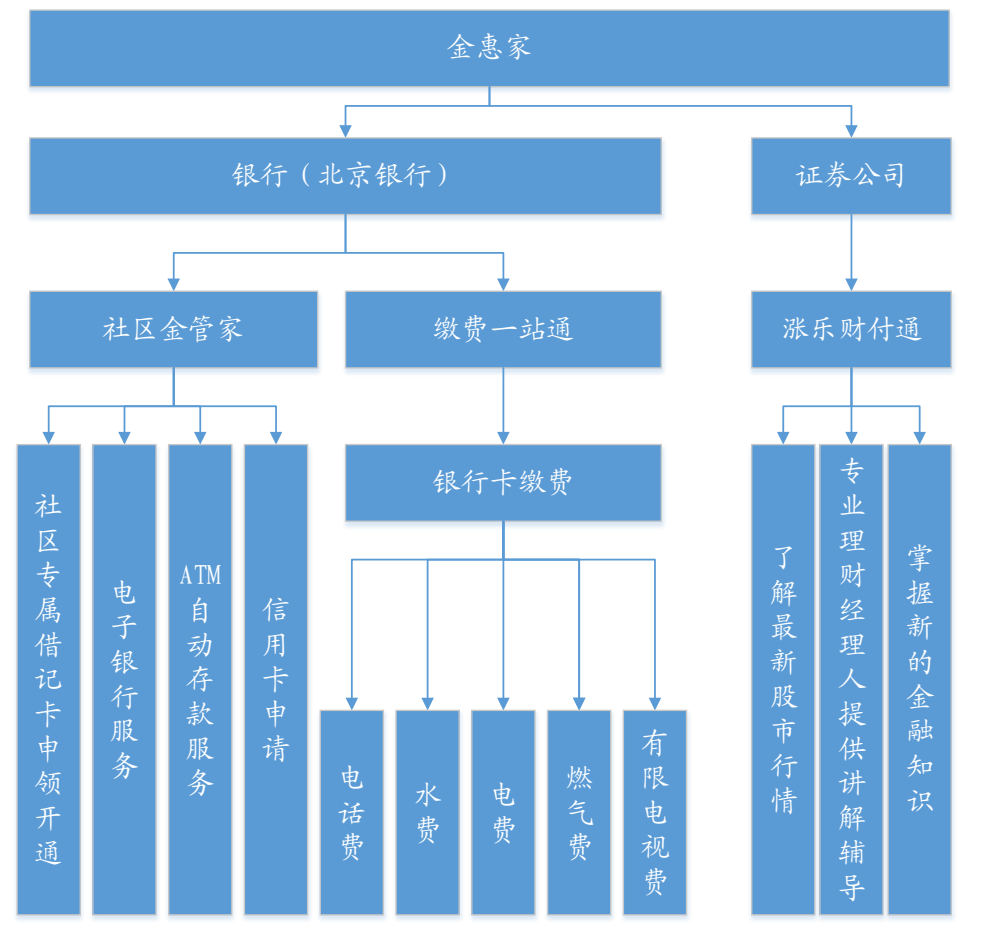
图25: 金惠家与中国银行合作网点



数据来源: 金惠家官方微信号、广发证券发展研究中心

案例: 金惠家与北京银行和华泰证券达成合作——北京银行的“社区金管家”个人金融服务品牌和“缴费一站通”自助缴费服务与华泰证券的新一代移动理财终端“涨乐财富通”分别入驻金惠家, 由专业的从业人员协助居民办理相关业务。

图26: 惠家金融服务体系



数据来源: 金惠家官方微信号、广发证券发展研究中心

2、健康便民:

- a) 依托远程医疗与健康管理平台 and 可穿戴设备, 为社区居民 (尤其是社区的中老年人) 提供自助体检、环境健康安全防范、远程专家咨询、健康管理、有机蔬食等健康服务, 提升社区居民生活品质。
- b) 依托公司与专业医疗公司定制研发的自助体检终端和可穿戴医疗设备, 进行社区居民健康实名档案的采集和管理, 整合多参数体检并把数据上传到管理中心, 提供专家咨询服务、健康管理与干预服务、对接大型医院进行远程挂号。

案例: 金惠家于今年8月与成都富顿科技有限公司联合, 引进其远程药师咨询设备。社区居民可以通过远程设备扫描药方咨询和药师实现“面对面”交流。会员享受先进设备提供的医疗检测后, 所得数据将会被分析监测, 金惠家会提供相应建议和服务, 帮助居民对身体加深了解, 对疾病提前预防。成都阳光春天店已经率先进行设备安装。

图 27: 惠家医疗提供药师平台



数据来源: 金惠家官方微信号、广发证券发展研究中心

图 28: 社区居民使用金惠家内体检设备



数据来源: 金惠家官方微信号、广发证券发展研究中心

3、生活便民:

- a) 以便民生活提升服务价值, 提供生活缴费 (水电燃气、话费充值)、自助快件、整合1KM便民商圈提供O2O电子商务、加载社区家政洗衣生活服务, 帮助政府服务进社区, 社区志愿者服务, 让金惠家成为社区的社交中心。
- b) 与速递易结合解决快递“最后100米”难题, 增加网点客流量。
- c) 基于LBS搭建社区便民电子商务系统平台, 整合社区商户、小微客户与社区居民消费对接, 服务便利店1km范围内的商户与社区居民。

图29：金惠家提供服务范围展示



数据来源：广发证券发展研究中心

总结来看，我们认为金惠家的整体建设思路为：依附与银行的社区自助网点建设，大概率节省了需要前期大量资金投入的场地成本；通过电商末端配送与基础便民服务吸引线下流量，带动社区金融、健康管理等附加值较高的业务，并与相关合作方进行收入分成来实现盈利。

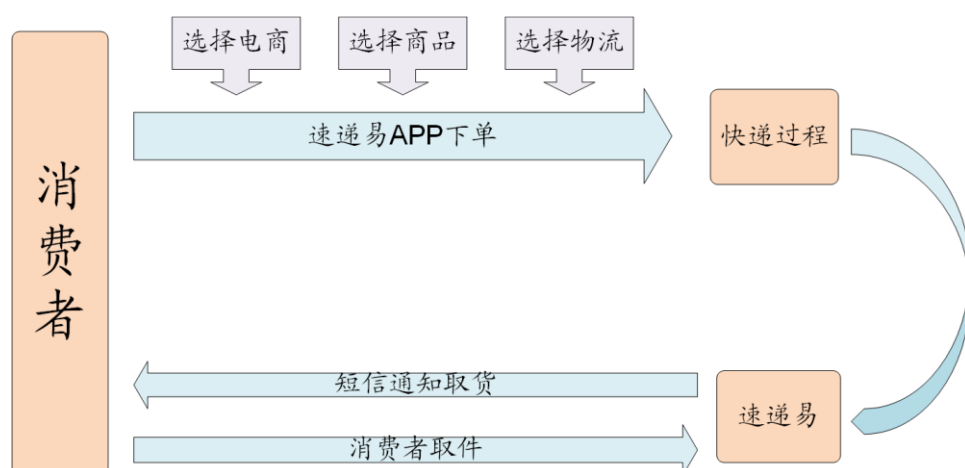
三泰电子传统主营金融IT设备与银行BPO服务，作为国内领先的供应商之一，与大多数银行建立了长期合作关系。传统业务积累的大量银行客户资源成为了公司拓展金惠家社区金融业务的独特优势。而公司速递易的领先布局也将与金惠家形成无人自助设备与人工服务网点的良好互补与协同。在这样的独特优势下，我们相信金惠家将以较快的势头在全国范围内铺开，助力公司形成社区金融与生活服务的全面布局。

3、速递易 app 即将上线，助力开展社区电商业务

公司在公告中表明有望在年底前推出速递易app。届时，除了在末端配送方面更多的收寄功能有望通过移动端实现，根据公司综合社区生活服务平台的规划，速递易app作为目前公司唯一的移动端app布局，有望发挥O2O节点的重要作用。在O2O业务中，我们认为电子商务将可能是速递易app最重点发展的业务之一。

按照速递易现有布局，最有可能的模式为：速递易app成为电商平台，用户通过APP筛选供应商并下单，选择物流方式，并通过速递易或金惠家收取货品，形成线上到线下的闭环。

图30: 速递易APP上线后使用过程



数据来源: 广发证券发展研究中心

而速递易app电商平台可能涉及的垂直领域, 考虑到公司扎根社区生活服务, 我们认为以周边商户为主的社区电商、生鲜电商与银行的电子商务平台都有可能是发展方向。

4、社区 O2O 参与者众多, 速递易强化三泰竞争优势

社区是居民日常生活的基本单元, 贴近居民的衣食住行和日常生活消费的方方面面, 因此作为互联网的入口之一, 社区有着巨大的潜在价值。同时, 由于社区是房地产、物业、生活服务商、互联网电商末端和消费者的交点, 越来越多的相关方开始参与到社区O2O蓝海的竞争中, 以探索可持续的商业模式。我们在下表中对社区O2O目前主要的参与者和其竞争特点做了大致总结:

表 17: 社区 O2O 不同背景参与者分析

参与方	房地产公司	物业公司	互联网产业资本	科技创业者
典型竞争者	✓ 万科、龙湖	✓ 彩生活	✓ 社区 001	✓ 小区无忧
开展动力	✓ 房地产行业增速放缓, 地产商谋求转型 ✓ 借旗下现有的全国性楼盘社区布局优势, 探索新的业务模式与盈利空间	✓ 物业的现有的收入模式比较单一, 收入规模有限 ✓ 对开发增值服务表现积极	✓ 看好 O2O 市场 ✓ 与自身现有业务形成协同	✓ 社区 O2O 是蓝海市场 ✓ 行业关注度较高, 融资估值较高
业务模式	✓ 地产企业通过物业为所属楼盘居民提供增值服务, 越高档的社区, 增值服务的收益越高 ✓ 推出 APP, 集合附近美食、美发、超	✓ 做一个线上网站, 然后在社区内开零售店, 开展社区服务 O2O。	✓ 依靠迅速投资跑马圈地获得一定规模	✓ 选择互联网的形式, 或建立网站或开发 APP ✓ 方向上分电商和社交两个出发点

市、中介等商家，形成点评类平台

优点	✓ 本身规模巨大 ✓ 有资金支持 ✓ 大部分房产集团拥有下属物业公司 ✓ 万科、龙湖的增值服务已经获得收益	✓ 拥有社区服务主导权	✓ 启动时资金充沛 ✓ 对经营模式上的不足，短期可通过资金弥补 ✓ 更注重远期前景，不求短时回报	✓ 业务模式较灵活，试错成本低
缺陷或难点	✓ 受限于地产公司自身旗下楼盘的规模，很难形成较大的规模效应，业务规模有限	✓ 缺乏 IT 背景与互联网运营经验 ✓ 本地生活服务项目开发落后，绝大部分物业公司还只达皮毛水平	✓ 创业路线不太考虑模式，更看重市场前景	✓ 缺少资金和商业资源 ✓ 技术实力良莠不齐 ✓ 缺乏与物业谈判能力 ✓ 物业不提供免费服务 ✓ 前期无收益，物业没有合作兴趣
可能失败原因		✓ 线上网站没流量 ✓ 线下杂货店没人光顾	✓ 未能找到合理的发展模式	✓ 物业本身就是社区服务提供方，且完全掌握了社区内的服务权，服务无法落地，O2O 无法实现。最后的可能的处境是台子搭好了，但没有人来。
关键点	✓ 模式需要探索，如何实现 O2O 化	✓ 需要与有经验电商合作	✓ 模式是否可行有效	✓ 创业者是否能把控住社区内的居民，促使物业积极主动合作

数据来源：广发证券发展研究中心

社区的互联网化才刚刚开始，我们将通过比较行业先行者彩生活、社区001与三泰社区生活服务业务，来探究三泰在社区O2O领域的竞争力。

1)、金惠家 v.s. 彩生活：金融 IT 背景带来独特专业优势

彩生活以物业管理为基础，为社区居民提供多元服务。当前包括了：超市、物业服务、理财产品销售等。

表 18：彩生活网络平台提供服务内容

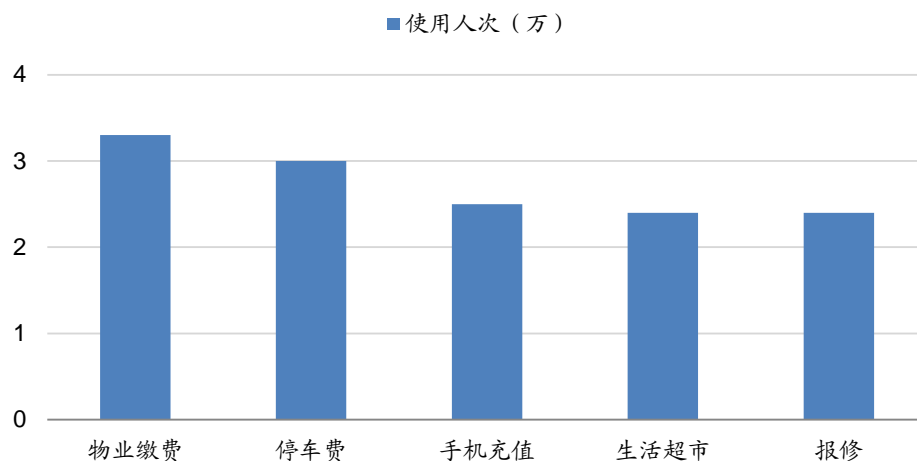
服务类别	服务内容	优点	缺点
生活超市	生鲜果蔬、粮油副食、奶制品等	提供的部分产品为居民生活必须	产品品类单一
E 理财	理财产品销售	-	购买率低
便民服务	出现粮食、水果和零食、灯泡	-	分类不清晰
物业服务	实体服务和虚拟服务	物业服务为主，高使用率	-
专题活动	超市中产品推销	-	重复分类
会所推荐	销售	产生广告收入	-
教学推荐	销售	产生广告收入	-

数据来源：彩生活官网、广发证券发展研究中心

根据彩生活官网公布的累计使用服务前五名，我们发现彩生活居民用户使用较

多的服务多集中于物业服务 and 手机充值等常规的低消费类别上。金融理财等相对专业的服务上，主流消费者仍然倾向于传统或原有购买方式，这也造成了彩生活金融类社区服务消费的数量较低。

图31: 彩生活至今累计服务使用前五名



数据来源: 彩生活官网、广发证券发展研究中心

我们认为彩生活的业务形态与它物业公司的属性可能是造成金融等增值业务发展相对缓慢的主要原因:

- 1、彩生活主要通过线上服务，或与社区周边商铺组成联盟，没有实体运营网点，这就造成部分需要人工交流服务较多的服务类型，典型如金融理财业务等，较难单纯依靠线上信息来开展销售。
- 2、物业公司属性导致在专业性较强的领域，居民更愿意选择其他专业机构的服务。

而对比彩生活，金惠家在以上两点优势都较为明显:

- 1、与银行合作开设，在专业性上明显占优
- 2、通过银行与证券专业人员进驻金惠家实体网店进行面对面服务，信息交流更充分，并有网络与手机端配合销售。

同时，金惠家在实体网点提供诸如wifi，咖啡，阅读等免费服务与洗衣家政等生活服务，对聚集线下流量有较大助益。

表 19: 金惠家与彩生活提供服务对比

服务内容	金惠家	彩生活
金融理财	✓	✓
快递收发	✓	
绿色蔬果	✓	✓
生活超市/特惠商品	✓	✓
消费推荐		✓
生活缴费	✓	✓
体检	✓	
免费咖啡/上网	✓	
亲子阅读	✓	
讲座沙龙/专题活动	✓	✓
手机充电	✓	
打印冲印	✓	
洗衣家政	✓	
物业服务		✓

数据来源：彩生活官网、广发证券发展研究中心

2)、速递易 APP v.s. 叮咚小区/社区 001: 凭借速递易享天然用户粘性优势

社区电商模式因其轻资产（无仓储、无物流、无庞大供应链，仅针对最后一公里）的特性，为众多创业公司所青睐，典型参与者包括叮咚小区与社区001。这类参与者都为社区周边商圈的居民提供圈内商铺的货品配送服务，叮咚小区还提供缴费、通知等生活便民服务。社区001的主要盈利来源于和商场超市的返点，叮咚小区目前还未公开其确切盈利模式。

从这类APP提供的服务可以看出，商家、商品与服务内容的同质化将是社区跑腿与生活服务类电商不可避免的问题。最终，得用户者得天下。

相比这类业务较单一和孤立的互联网社区电商，三泰已全面铺开的速递易业务为其APP在可能进军的社区电商领域后来居上创造了可能性。速递易APP将以自助收发快件作为基础服务，未来可能将取代现有的短信形式成为通知领取包裹的唯一途径。届时，速递易APP将可能跻身用户移动终端上必装，且访问量较高的常用APP之一。一旦速递易APP延伸出与其他供应商类似的社区电商与生活类服务，收发快件业务带来的天然粘性将向社区电商导入大量用户流量，并且将是网购频次较高的用户群体。

5、全方位布局铸就社区生活服务平台王者地位

除了金惠家与速递易两大实体服务网点在社区全面铺开以外，公司的“维度金融”与“家易通”也将共同推出，强化公司金融IT专业属性，协同产生更多增值业务与服务。

□ 维度金融

维度金融专业为银行提供一站式金融外包服务整体解决方案，服务已覆盖中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、上海浦东发展银行等国内全部国有商业银行和股份制银行，服务银行网点超过20000余个。

面对国内银行网点服务转型升级的变化与需求，维度金融将充分利用在金融外包业务流程重构、后台运营、大数据分析等方面的技术积淀与优势，整合万余名专业化的金融咨询服务与营销服务人才，通过互联网金融技术和手段，构建为金融企业提供市场拓展、客户关系提升、产品营销的服务网络，协助银行精准开发并维系数十万卓越高净值客户，为客户并为自身创造价值。

□ 家易通

家易通主营从事第三方信息技术服务、金融信息技术服务、信息系统集成等业务，为各行业提供信息技术服务解决方案。目前家易通已经在全国设立了23个服务团队，在138个城市设立了服务站点，公司所服务的对象已覆盖了全国3万多家银行网点。“家易通”服务品牌将立志将移动智能系统服务于中国千家万户，并提供便捷、安全、智慧的服务体验。

总的来说，以人体作为比方，速递易是首先接触客户的神经网络，成为吸引客户的高频载体/介质；金惠家是为客户提供基础服务的肌肉，其店面成为社区服务的物理基础；而家易通和维度金融则作为让人体更丰满的血与肉，在前两者的架构基础上提供更多的增值服务。四大业务有机结合，诞生出社区电商、电子支付、移动互联网金融、精准营销等丰富服务类型与盈利模式，大大提升社区信息生活服务平台的内涵与门槛，并助公司成为稀缺的互联网线下入口资源占有者之一。

五、国外“最后一公里”概况及著名企业案例分析

波兰 Integer.pl 集团旗下的 InPost 与速递易在业务模式和增值业务发展方向上与速递易较为类似:

- ✓ InPost 于 2013 年年初宣布业务转型, 以智能快递箱按投递包裹计费的收入模式参与到快递的末端配送环节, 收费模式与速递易类似。
- ✓ InPost 同样计划在全球范围内加速扩张其智能快递箱网点。2013 年年底, InPost 在欧洲布放智能快递箱 2290 个, 计划于 2014 年底将网点数增至 7000 余个, 并计划于 2016 年在全欧洲安装 1.6 万个网点。网点布局建设进度慢于速递易。

在海外, 经营类似智能速递箱业务的公司较多, 接下来我们将全面梳理海外行业的概况并重点分析 InPost 的转型与智能速递箱业务近况。

表 20: 国外“最后一公里”提货点概况

名称	城市和国家/地区	简述	看管人员
Bento Box	柏林/德国 里昂/法国	灵活的包裹收集站点, 适用于小包裹, 组合了自行车或三轮车, 用于“最后一公里”的配送。	无
Boat and bike distribution	阿姆斯特丹/荷兰	DHL 公司建立的通过船和自行车来完成配送, 减少汽车的使用量。	
Vert chez Vous	巴黎/法国	使用组合的电动自行车完成配送的分拨服务	有
Cargohopper	乌特勒支/荷兰	一个多用途拖车, 窄体、太阳能电车进行最后一公里配送。	无
Chronocity	斯特拉斯堡/法国	使用电动手推车在城市内进行的包裹配送, 组合分拨中心和清洁运输工具。	无
Dropzones	奥尔堡/丹麦	附近的商店作为包裹的提货点, 商场延迟关门, 减少配送的路程。	有
B2C pick_up point Kiala	法国主要城市	使用便利店作为取货站点, 是送货上门的一种补充。	有
Distribution center	德国	使用加油站作为配送和取货的站点。	
Chronopost	巴黎/法国	使用地下停车场小型的电动车和电动带轮的箱柜	有
Micro Distribution center	伦敦/英国	在伦敦市中心建立以固定运输车辆为微型分拨中心, 用三轮车来配送商品。	有
La Pettie Reine	波尔多/法国	使用城市郊区的分拨中心和电动车来完成配送	有
BufferBox	加拿大	为客户提供全天 24 小时服务, 当客户在网上购买了货物, 在选择送货地点时, 他们可以选择适合自己取货物的指定的储物柜的地点作为送货的地址, 客户在接到信息后来取走自己的商品。	无
Mobile Depot	布鲁塞尔/比利时	布鲁塞尔/比利时移动仓库是装配了附属设备, 例如装卸装置、贴标和数据输入等的汽车或电车, 还包括电动三轮车, 配送包裹。	有
Consignity	巴黎/法国	基于自动储物柜网络的新型配送服务, 用来为工程师配送零部件。	无
Packstation	德国大多城市	德国邮政提供的服务, 城市安装的存储柜, 为企业和个人提供收集和返还商品。提供 24/7 服务。	无

ELP	波尔多/法国	带有创新的设计和管理的社区配送站	有
Paketshop	德国一些城市	客户网上订购的商品直接送到Paketshop, 客户到13 000个Paketshop 取走商品、退货或接受客户邮寄的包裹等业务。	有
Retail delivery (RD) model	台湾	由于安全的付款方式和快捷的配送, 提供RD 服务的便利店成为电子商务广泛的取货点, 每月超过1 200 000 的网购订单通过这种模式来完成。RD 模式包括电子地图、包装处理、配送系统和取货点。	有
Cardrop trial systems	比利时	使用智能技术, 可以将客户停在停车场的汽车作为电商交易货物的交货终端, 即把客户的私人汽车转换成智能接收货物的储物终端。	无
AMAZON lockers	美国	主要安装在美国的百货商场、便利店和药店的AMAZON储物柜, 为客户提供全天24 小时服务, 当客户在网上购买了商品, 选择送货地点时, 他们可以选择适合自己取货物的指定的储物柜的地点作为送货地址, 客户在接到信息后取走自己的商品。	无
Coles delivery	澳大利亚	在Coles 的加油站快递点, 客户可以取走网上购买的商品。	无
Popstation	新加坡	智能储物柜, 设在客户下班路上或居住地附近, 方便他们取走网购商品, 提供24 /7 服务。	无

数据来源: 《商业研究》、广发证券发展研究中心

上表内数据来源:

1) Yu kai huang, Yi wei kuo, Shi wei Xu, Applying importance performance analysis to evaluate logistics service quality for online shopping among retailing delivery [J] . International journal of electronic business management, 2009, 17(2) : 128-136.

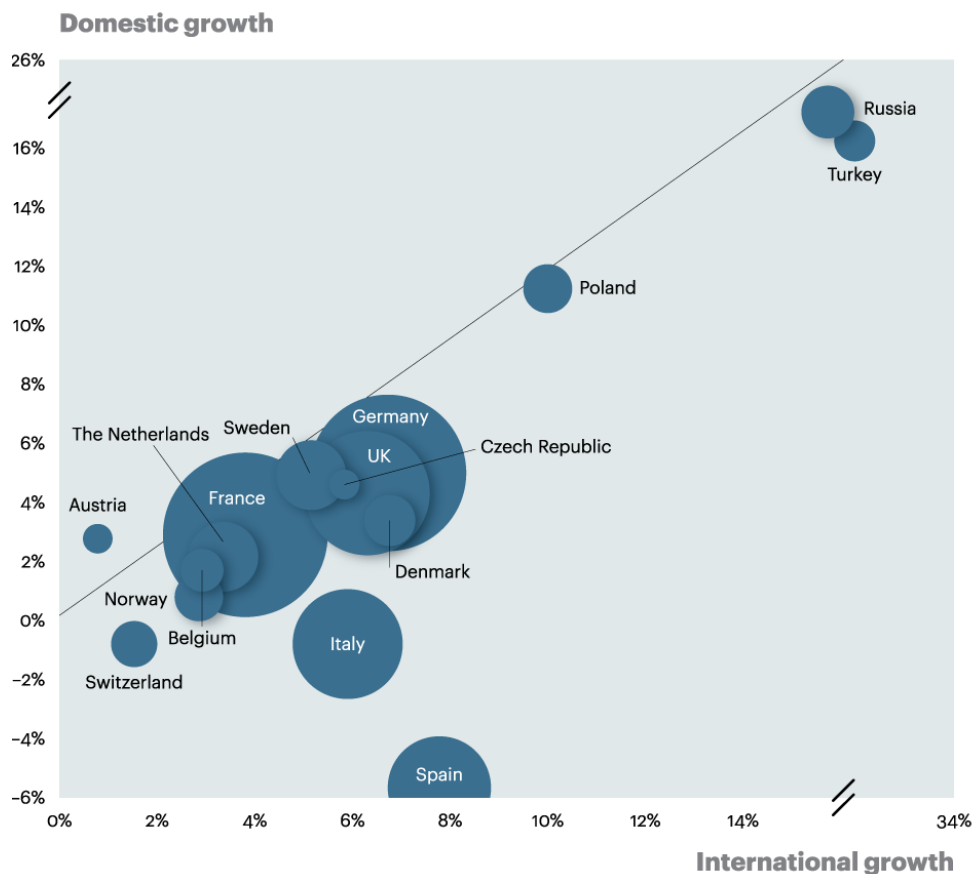
2) <http://www.singpost.com> [EB/OL] .

3) Milena Janjevic, Philip Kaminsky, Alassane Balle Ndiaye. Downscaling the consolidation of goods state of the art and transferability of micro consolidation initiatives [J] . European Transport, 2013, 54(4) : 1-23.

典型案例一: 波兰InPost

2011年欧洲快递行业发展整体倾向于国际化, 波兰快递行业在这一年发展速度明显高于其他欧洲主流国家, 为InPost发展提供了良好市场环境。

图32: 欧洲2011年各国国内与国外快递市场增速



数据来源: A.T.Kearney、广发证券发展研究中心

2012年,波兰私人邮政运营商Integer.pl集团将商业核心用于推广能够提供7*24小时的自助快递服务设备。在国际市场上发展形成一个自助包裹柜网络,以一新的解决方案配合革新产品增加全球市场竞争力。

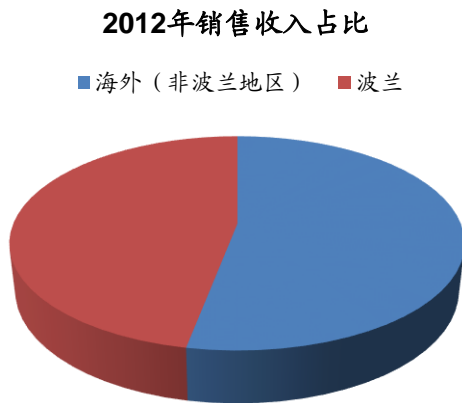
2013年上半年Integer.pl集团包裹终端业务快速扩张,实现营业收入大幅增长,涨幅17%。Integer.pl集团在波兰境内经营邮件和包裹业务,通过 InPost 和 EasyPack 两个品牌经营着不断扩大的自助包裹终端网络。在开展业务后的13年,集团实现利润翻倍,业务收入同比增长13%。

同年, Integer.pl集团以私人募股的形式,吸引了150家机构投资者,筹得约3400万欧元,用以在全球范围内继续扩张。(数据来源:国家邮政局)

Integer.pl集团以英国、法国等作为重点发展市场,并计划在未来两年的布局涉及美国和亚洲地区,预计整个扩张过程将耗资10亿欧元,争取2016年底将规模扩展至10000台。

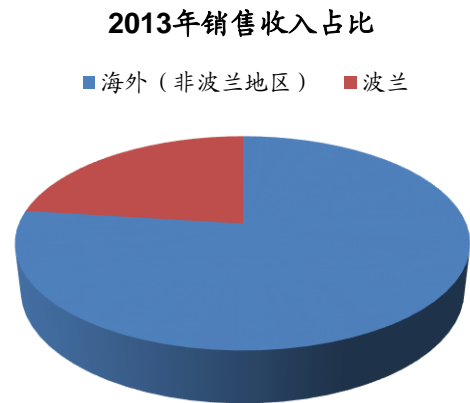
2013年是Integer.pl集团自助包裹终端业务高速扩张的一年,初期扩展效果不会立竿见影,但已经可以做到收支平衡。公司加速扩张目的是为了尽快提升公司利润,紧抓全球电子商务高速增长的机遇。

图 33: 2012 年智能速递箱销售收入来源地区对比



数据来源: Integer.pl 财报、广发证券发展研究中心

图 34: 2013 年智能速递箱销售收入来源地区对比



数据来源: Integer.pl 财报、广发证券发展研究中心

在营业模式上, 13年之前, InPost的智能快递箱以对外销售为主, 13年改进经营策略采用按包计费的收费形式, 参与到快递服务的最终环节。这种新的收费方式, 要求经营者要将经营重点从单纯生产与销售转移到对加速扩张、布点规模化、形成对市场的占领、吸引网购用户和逐渐平台化上去。经营者需要把控更大的方向, 包括对未来电子商务市场发展趋势的判断。这种模式加大了经营上的风险, 却给一家低毛利率的生产企业带来了无法估计的想象空间。在转型的战略决策上, InPost选择了与速递易相似的路径。

在公司销售智能快递箱的阶段, 并未考虑布局的情况。因此发展与电子商务和国家发展程度关系不大, 是订单主导的国家城市布局, 从下表可以看出:

表 21: 2013 年 InPost 业务转型前布点情况

地区	布点数量
波兰	720
俄罗斯	220
捷克	70
斯洛伐克	50
乌克兰	20
荷兰	3
芬兰	2

数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

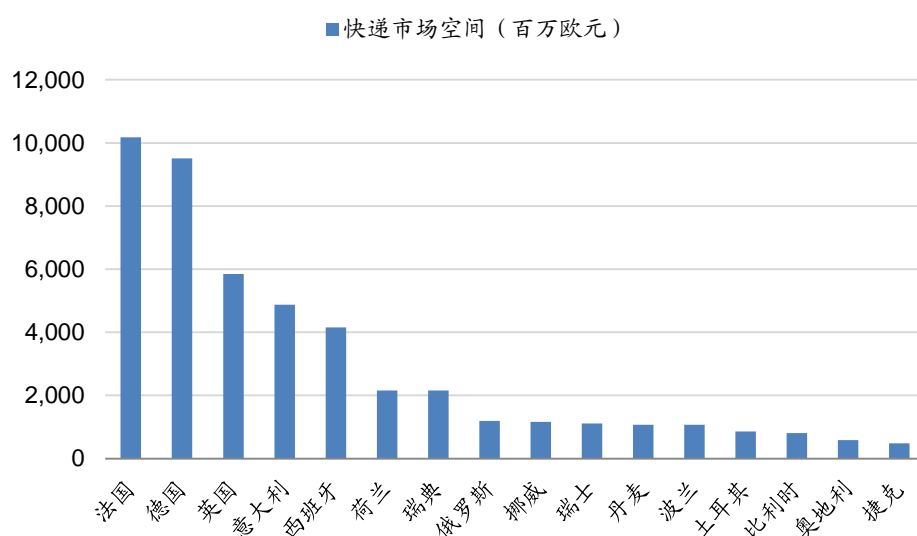
在收费方式改变后, 公司针对性的作出部署, 大力进入电子商务发达, 快递市场空间体量大的国家, 加强与所在国的电商公司和快递公司合作, 同时经营自主品牌 InPost24。力求形成长期可持续回报。

表 22: 2014 年底前 InPost 业务转型后计划布点情况

地区	布点数量
英国	2500
法国	2500
意大利	1400
罗马尼亚	500
澳大利亚	156
香港	150

数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

图 35: 欧洲各国 2011 年快递市场空间



数据来源: A.T.Kearney、广发证券发展研究中心

在选择合作对象上, InPost 选择与当地邮政公司合作, 充分发挥合作对象的业务优势, 利用已成型的快递网络, 为智能速递箱带来流量。以下为主要国家的合作对象以及合作方式:

表 23: 业务转型后 InPost 主要合作对象和合作方式

地区	合作公司	合作方责任
英国	MetaPack 投递管理企业	管理和分配流量
	伦敦交通局	提供地点
	Morrisons 超市	提供地点
法国	Colis-Privé 物流公司	快递投放
意大利	家乐福	提供地点
	TNT 快递	快递投放
	Banzai 电商平台	分配流量
	意大利石油公司 TotalErg	提供地点
澳大利亚	澳大利亚邮政公司	快递投放
香港	CX Couriers Ltd 香港物流公司	快递投放并合作经营

数据来源: 国家邮政局、广发证券发展研究中心

经营智能速递箱业务时，InPost根据自身情况判断，在未来经营可能遇到的风险，并提出相关的解决方案。

表 24: Inpost 公司在经营智能速递箱业务面临的主要风险

风险	现状	解决途径
战略风险	虽然公司目前发展状态满足公司预期，有令人满意的财务状况，但不排除相关法律更改和国家整体经济形势改变带来的负面影响。	——
公司经营成本的增加	包括商品和服务价格的增加、生产智能速递箱成本的提高和人力雇用成本的增加。公司将	通过签订合作协议等方式安全有效的减少运营成本增加带来的风险。
技术风险	智能速递箱将用于 7*24 小时提供服务，连续运转情况下，设备的稳定性能否经受住考验。	不断革新智能速递箱的技术，将配件易替代化、简单化。
生产过程中断	生产过程中多少会发生交付延时的情况，这时公司在抢占市场的速度必然下降。	在产能充足的情况下，多生产一批作为应急储备和维修替换件，保证现场实施工程按期完成。
对供应方的依赖	Interpl 公司的生产基本由子公司 easyPack 提供，产能决定推广速度	通过扩大订购公司范围，减少对单个供应商的依赖，并可以在供应商竞价中降低费用。

数据来源：Integer.pl 财报、广发证券发展研究中心

对比InPost，三泰电子有长期从事生产经营的优势，生产能力不仅仅限于智能速递箱，因此，对产品的成本能够把控到位，并且能够在量产后，将生产成本进一步降低。

对比国内市场，快递公司末端配送多由区域网点承包，速递易与其合作，模式上类似于InPost与各国快递公司（因为InPost与欧洲各国都有合作的邮政公司，这些邮政公司服务的区域性明显）合作，以加大包裹处理量，分摊单位成本。

除快递业务外，2013年Interger.pl集团与保险公司LINK4合作，计划通过波兰国内的InPost客服网点销售保险产品，2013年底网点数量200家。正式将公司业务扩展至金融服务，进军保险领域。公司计划在未来三年成长为波兰人寿保险市场的主要参与者。**这种运营方式也与三泰电子做金融社区服务的战略相吻合。**

在企业的基础设施建设已经初见成效时，进军金融服务领域绝非偶然。通过智能快递箱带动社区人流量，并向社区银行、保险等金融机构导流显得顺理成章，也成为了三泰与InPost共同的方向。

案例二：亚马逊 美国

在美国，郊区或者农村地区的快递失窃风险很低，快递员经常将快递留下，无需签名。但在市区，他们在第一次送货失败后，会拿回快递，将再多尝试两次。而当第三次仍然无法送达时，快递将会被退回。这造成劳动力浪费，并且在美国费用高昂。亚马逊为了解决城市快递成本偏高的问题将自动储物柜安装在居民密集的城市地区，如旧金山、加州、北维吉尼亚州。这些有助于提高亚马逊减少环境排放，

节省运输成本的经验。它使网上购物更加方便，客户不需要担心在家里等待交付。

亚马逊的使用步骤：1.在亚马逊网站上选购商品加入购物车；2.选中邮寄地址，看所选区域是否有货柜服务；3.选中一个柜子，确定它的地址、邮编、柜名（药店、7-11便利店等24小时营业商店内）；4.选择运输速度：标准到柜（免费）、2天到柜（金牌会员免费）、1天到柜（收费）；5.付款；6.快递到柜后，用户收到邮件通知快递位置和开柜密码。7.快递从交货日起保留三天，超过三天亚马逊将回收快递并全额退款。

特点：购物时选定快递放柜服务，并且制定箱柜，由用户决定而非快递员随机放柜。

缺点：亚马逊公司无法处理大小超过11.8立方英尺（约0.31立方米）或者重量超过10磅（约4.5kg）的快递，这些快递到柜时可能会被延时服务。但快递的大小难以解决，亚马逊寄希望于造箱工厂能够提供更多样的箱柜的同时，把更多精力集中在小件快递上。另外，当选中的地方满柜时，快递也将会延误，这是客户需要另选一个附近的柜子。因此，虽然在交易过程中客户选择了快递提取速度，但快递速度仍受到自助快递柜的大小和空箱率制约。在快递超期后，公司将回收快递并全额退款，没有处罚机制，没有限制性条款分清责任方，公司运营成本增加。

在2014年4月2日，亚马逊推出一项退货服务，消费者可以将想要退货的商品放入亚马逊指定自助储物柜中，物流公司将这些快递取走，退还给亚马逊。物流公司一次性取走所有退货，亚马逊的物流成本可以有所降低，而向消费者的收费并未降低。

案例三

初创公司Swapbox自助快递收寄机 特点：让用户在方便的时候以便宜价格收发快递。地点：旧金山便利店和自助洗衣店。结构：20-25个储物柜配一个触摸屏。价格：1.99美元/每件、7.99美元/10件、包月14.99美元。使用：用户在机器上直接注册或登录网站注册搜索附近布点，顾客可用信用卡或PIN码打开。融资：80万美元。现状：亏损严重。

总结：

欧洲电商和快递市场发展较早，因此面对“最后一公里”困境时，有过更多的尝试，同样呈现从“人工自提”到“自助自提”趋势。

InPost公司的起步和成长中包含了一个重要的因素——波兰本土的快递业发展快速。我国现阶段快递发展速度、人口密度、电商需求强度远高于波兰，这给末端物流提供了大量的潜在市场空间。

中外市场存在一个主要的差异在于签约对象和开放程度。速递易的主要签约对象是物业公司，对所有快递公司开放，这源于速递易定位于社区服务；InPost则是和目标国的电商、邮政公司或政府机构等签约，对合作企业开放，源于公司定位于参与邮政经营。

亚马逊等电商或物流企业进入行业，最原始的动力是节约物流成本，提高服务质量，增加物流服务类型（货到付款和退货），大体上以不收费为主。相比于国内，只有京东与之类似。但这种方式不论是在国内还是国外，只适合于电商巨头企

业。其他企业，或不具备相应实力，或经营重心不在此。

尽管在智能快递箱领域，三泰与Integer.pl的战略转型和商业模式较为一致，但考虑到：

1、中国城市化进程依然在加速，带动城镇人口总量与人口密度增加，在市场空间的成长性上远高于欧洲成熟市场；

2、中国互联网的发展与在人群中的渗透同样为末端配送解决方案领域带来了更大的发展空间；

3、三泰目前的布局已远不止智能快递箱，而是速递易、金惠家、维度金融、家易通四位一体的综合服务平台，除了快递存取业务之外，还将提供业务模式更多样、内涵更丰富的社区电商、金融与生活服务。

因此公司的价值和成长空间将远远不止是对比国外智能快递箱的估值。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

1)、收入假设:

公司在传统金融IT领域是较有竞争力的供应商之一，在银行IT行业整体保持较高增长的背景下，我们相信公司主营的金融自助设备及BPO业务将有望继续保持稳定增长，为公司贡献利润和现金流。我们预计公司2014年-2016年公司传统金融IT设备与服务的营业收入增速分别为25%、23%、20%。

由于速递易在区域内布点密集到一定程度才可能最大限度地发挥末端配送的高效率，因此我们预计2014年主要为网点建设期，2015年将开始大部分地区的收费，2016年将开始全面收费。我们预计公司2014年~2016年速递易业务收入分别为2400万、4.40亿、9.74亿。

金惠家和其他社区服务由于尚处于起步阶段，收费模式与规划尚未明确，出于谨慎原则我们暂不将该类业务计入盈利预测。

2)、毛利率假设:

速递易业务边际成本较底，全面收费后将对公司综合毛利率提升有较大贡献。我们预计公司2014年-2016年毛利率将随速递易的全面爆发有大幅提升，分别为30%、39%、45%。

3)、费用率假设:

公司尚处于速递易建设期，投入成本较大，但由于后期收入提升速度快，费用率有望下降。我们预计公司2014年~2016年销售费用占销售收入分别为10.1%、10.8%、10.5%。管理费用占销售收入分别为9.9%、10.4%、9.5%

根据以上假设条件，公司在2014年~2016年EPS分别为0.23元、0.62元、1.24元。其中，速递易将分别贡献-0.12元、0.30元、0.79元。

2、估值

□ 传统业务

公司传统将有望保持稳定增长，参照同类可比银行IT硬件上市公司，我们给予传统2014年25倍市盈率估值，市值约为38亿。

表 25: 传统业务同类公司估值比对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		13A	14E	15E	13A	14E	15E			
广电运通	002152.SZ	0.93	0.97	1.18	22	18	15	4	20	158
中科金财	002657.SZ	0.54	0.64	1.19	109	90	39	8	9	61
聚龙股份	300202.SZ	0.50	0.75	1.10	56	37	25	14	28	151
信雅达	600571.SH	0.00	0.63	0.85	43	31	23	6	17	40
平均		0.49	0.75	1.08	58	44	26	8	19	103

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

□ 速递易

速递易单业务估值可以参考与波兰Integer.pl集团的InPost业务。由于速递易和InPost的母公司都处于战略转型期，都于2013年开始该业务，并且目前都未产生明显的财务贡献（Integer.pl的智能储物箱业务尚未开始收费），我们认为整体市值将有较大参考价值。

Integer.pl为了在波兰乃至全球范围拓展其easyPack包裹自提柜终端网络，于2013年向约150名机构投资者定向增发筹得约3400万欧元，约占公司5%的股权，市场整体估值约为6.8亿欧元，折合人民币52亿，对比公司在战略转型智能快递箱业务前市场估值2.8亿欧元，智能快递箱的估值约为4亿。

如我们在前文中所述，Integer.pl在2013年当年实现网点落地2290点，预计2014年落地7206个网点，并计划在2016年安装1.6万台InPost储物柜，远远落后于速递易2014年12000网点、2016年4万网点的市场预期。

考虑到以下因素，我们认为速递易将在Integer.pl的估值基础上，享有更高溢价：

- 1、公司所在国波兰的快递价格均价约为1.7欧元，约合人民币13元。考虑到波兰国土面积小，国内快递基本非远程，对比我国省内快递费用基本一致，因此估值比较可以直接按汇率折算。
- 2、Integer.pl在欧洲乃至全球扩张，区域市场风险和不确定性远远大于在国内城市间扩张的速递易业务。
- 3、电商在欧洲大部分国家已发展较成熟，带来的快递包裹量增速相对缓慢。如英国、荷兰等地区年增长率降至10~15%，德国、法国、意大利等地区增长率约为20%，波兰、乌克兰等地区增速相对较高，达30%，整体上欧洲快递市场包裹量平均增速约为15%，对比国内快递市场近两年高于50%的增长率，增速相对平缓。
- 4、Integer.pl计划2016年底前完成全球16000个网点的建设，推广速度远远落后于速递易2016年实现40000网点。
- 5、Integer.pl的InPost储物柜成本约2.1万欧元，远高于速递易成本，在快递业收费价格类似的情况下，实现盈利更加困难。同时，要实现网点的大幅扩张，也需要更高的资金成本。
- 6、公司的业务不止是单一的智能快递箱，是社区生活服务与电子商务的全方位布局，且各业务之间的协同性良好。

综上所述，按照Integer.pl单位网点估值，速递易整体业务估值将达到80亿人民币。考虑到以上溢价因素，速递易的拓展风险远远小于Integer.pl，同时发展空间远高于Integer.pl，我们保守预计公司速递易业务可贡献市值约90亿，对应速递易2015、2016年EPS的PE分别为69倍、26倍，该业务较高的业绩弹性值得一定估值溢价。

□ 彩生活

彩生活的社区生活服务业务与金惠家类似，可作为估值参考对象。截止2014年

11月9日，彩生活市值72.8亿港元，约合58亿人民币，签约社区超过1000个。尽管目前彩生活的收入中物业管理费用依然占比59%，是主要收入来源，但社区生活服务业务以收入加速增长态势贡献逐年增加，且毛利率明显高于其他业务，作为公司进军社区O2O的重点业务领域，为公司带来极大想象空间。

图 36: 彩生活各项收入增速与占比

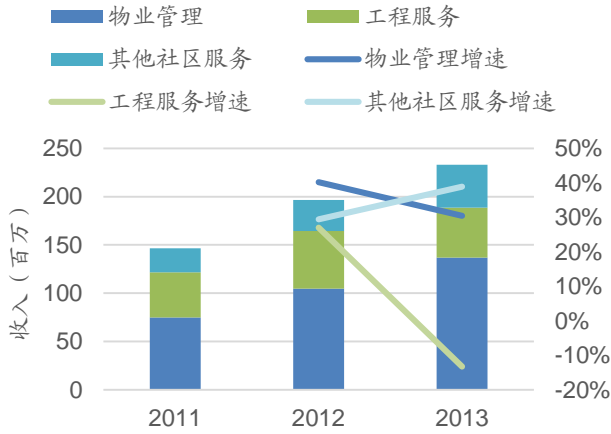
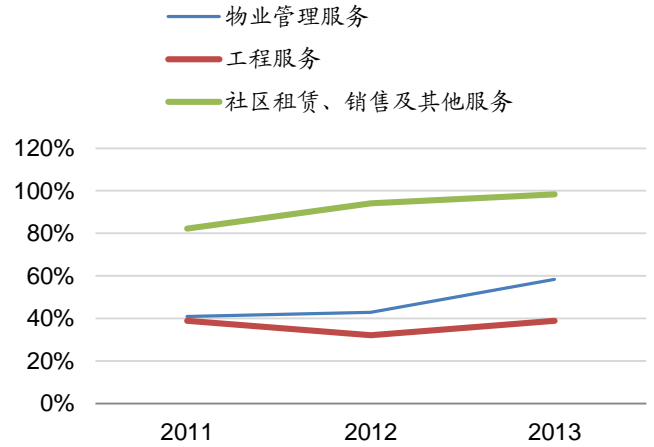


图 37: 彩生活各项业务毛利率



数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

我们认为金惠家相对于彩生活的估值溢价将主要体现在以下四点:

- 1、金惠家与银行合作，作为独立第三方在社区内布局社区金融服务，将比彩生活作为物业公司向其他社区推广其服务来的更顺理成章;
- 2、金惠家在提供金融服务等专业性较高的业务时，有明显专业背景优势;
- 3、金惠家与公司各项社区生活服务形成良好协同，提升客户粘性;

总的来看，结合公司“速递易”、“金惠家”、“家易通”、“维度金融”等品牌的协同性、新业务全面开展后带来的巨大业绩弹性，以及布局全面领先后成为线下社区稀缺入口资源后的估值提升，我们相信公司的整体市值将远不止是简单将各业务市值空间的加总，未来增值潜力依然广阔。另外，考虑到公司拟投资200亿打造社区综合服务平台，我们认为未来亦不排除通过外延式扩张迅速占领市场，或通过上下游垂直整合实现业务延伸的可能性，这将为公司带来额外想象空间。最后，一年多时间领先同行布局9000余个速递易，中期推进5万个速递易布点和5000家金惠家网点，相信会成为与互联网公司互补的庞大珍贵资源，盈利模式和价值成长都有更多想象空间。

综合以上因素，我们维持公司“买入”评级。

七、风险提示

速递易网点拓展需要较大前期资金投入;

社区O2O领域与合作方的收入分成模式还处于探索期;

社区O2O市场竞争较激烈,其中不乏资金实力雄厚的互联网巨头竞争者

至12月31日	2012A	2013A	2014	2015	2016
流动资产	984	1326	1892	2173	2805
货币资金	470	434	1078	1026	1324
应收及预付	433	666	652	933	1196
存货	80	152	154	208	277
其他流动资产	1	74	7	7	7
非流动资产	287	436	556	736	842
长期股权投资	16	55	55	55	55
固定资产	104	281	439	621	729
在建工程	123	19	19	19	19
无形资产	38	69	39	36	34
其他长期资产	5	11	4	4	5
资产总计	1271	1762	2448	2909	3647
流动负债	414	770	663	848	1034
短期借款	226	302	302	302	302
应付及预收	185	361	361	546	732
其他流动负债	3	107	0	0	0
非流动负债	62	117	97	93	91
长期借款	50	88	88	88	88
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	29	9	5	3
负债合计	476	887	760	942	1125
股本	186	370	442	442	442
资本公积	348	167	806	806	806
留存收益	258	326	427	703	1250
归属母公司股东权益	792	863	1676	1951	2498
少数股东权益	3	12	13	16	24
负债和股东权益	1271	1762	2448	2909	3647

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	657	898	1147	1821	2632
营业成本	436	608	803	1110	1458
营业税金及附加	14	15	20	32	46
销售费用	82	88	116	197	276
管理费用	68	86	113	189	250
财务费用	10	22	20	18	10
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	45	75	75	276	592
营业外收入	26	39	45	49	53
营业外支出	1	14	1	1	1
利润总额	70	101	119	324	644
所得税	14	13	17	44	90
净利润	56	87	102	279	554
少数股东损益	-1	1	1	4	7
归属母公司净利润	57	87	101	276	547
EBITDA	74	128	145	369	702
EPS (元)	0.30	0.23	0.23	0.62	1.24

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-20	-27	90	158	454
净利润	56	87	102	279	554
折旧摊销	18	28	50	76	100
营运资金变动	-106	-175	-25	-149	-147
其它	11	33	-37	-48	-53
投资活动现金流	26	-161	-133	-208	-154
资本支出	-143	-94	-133	-208	-154
投资变动	-4	-111	0	0	0
其他	172	44	0	0	0
筹资活动现金流	105	211	688	-3	-2
银行借款	276	333	0	0	0
债券融资	-178	-219	-22	-3	-2
股权融资	57	112	711	0	0
其他	-50	-14	-1	0	0
现金净增加额	111	23	645	-53	299
期初现金余额	503	470	434	1078	1026
期末现金余额	614	494	1078	1026	1324

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	49.9	36.6	27.6	58.8	44.5
营业利润增长	14.6	68.6	-1.2	269.8	114.7
归属母公司净利润增长	5.6	52.8	16.6	173.0	98.4
获利能力(%)					
毛利率	33.6	32.3	30.0	39.1	44.6
净利率	8.5	9.7	8.9	15.3	21.1
ROE	7.2	10.0	6.0	14.1	21.9
ROIC	7.7	11.2	8.6	19.8	33.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.4	50.3	31.0	32.4	30.9
净负债比率	-0.2	-	-0.4	-0.3	-0.4
流动比率	2.38	1.72	2.85	2.56	2.71
速动比率	2.15	1.49	2.57	2.26	2.39
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.59	0.54	0.68	0.80
应收账款周转率	1.94	1.76	1.92	2.15	2.43
存货周转率	5.61	5.25	5.20	5.35	5.26
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.23	0.23	0.62	1.24
每股经营现金流	-0.11	-0.07	0.20	0.36	1.03
每股净资产	4.26	2.33	3.79	4.41	5.65
估值比率					
P/E	32.6	79.3	113.0	41.4	20.9
P/B	2.3	8.0	6.8	5.8	4.6
EV/EBITDA	22.2	53.2	74.0	29.2	14.9

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：TMT群组首席研究顾问，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，16年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，12年证券研究所从业经历。
- 康健：资深分析师，美国南加州大学金融数学硕士，2010年进入广发证券发展研究中心。
- 孙阳冉：研究助理，华中科技大学通信工程学士，美国东北大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座03- 04	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。