

打造消费品超级 B2B 和 O2O 平台

公司深度

◆深度看好怡亚通的三大理由：超级消费品 B2B 和 O2O 平台，彻底解决企业的渠道和终端管理难题，颠覆传统经销模式，用互联网技术和资本形成一个超级商业实体，实现线下到线上的综合消费品平台。

1、怡亚通正在构建消费品领域的超级 B2B 平台，用现代互联网和深度供应链技术实现从品牌商到终端的扁平网络，颠覆过去粗放原始分散的消费品经销商模式，从效率、效益、大数据、金融、互联网支持等多个方面重新改造和定义消费品渠道和终端。

预期公司 2018 年之前 500 万家消费品终端和 14 万家加盟联盟终端构建一个超级线下物流、资金、信息、人员管理系统，将 1-6 线城市和乡镇全部打通的新型 O2O 日用消费品平台。

2、公司更是一个超级商业实体，直接销售和管理上游厂家的产品和品牌，直接深度服务到终端，并通过和乐网打通 B2C，形成线上线下深度服务的 O2O 平台，在日用消费品领域形成最深的渠道和最具特色的互联网商业平台，实现在价格、配送、体验方面的显著差异优势互联网平台。

3、传统经销商落后出局和怡亚通的高效整合将使得怡亚通在食品饮料、母婴、日化、家电电子产品等领域实现持续高速整合。

公司盈利模式是整合降低成本，行程供应链金融、品牌传播和营销中心：

1、通过高效整合传统经销商实现 2018 年营收达 1237 亿，在传统低效到综合高效中实现成本控制，为上下游增值，进而实现毛利率和净利率的提升，预计在 5-10 年间公司的净利率可以达到 5%。

2、在公司全国化的 1-6 线城市和乡镇的超级细化网络和 B2C 平台以及 O2O 竞争优势将带来供应链金融、品牌传播和营销服务、对线上平台物流和终端服务的三大附着于这一超级平台和商业实体的盈利发动机。

3、展望未来，怡亚通超级网络将带来公司未来 OEM 自主品牌的盈利，通过大数据实现自下而上的品牌和产品研发打造，伴生一个综合消费品公司。

预计公司 2015-2017 年营收 406.11 亿、639.77 亿和 952.44 亿元，净利润 5.84 亿、11.77 亿和 21.53 亿，首次给予公司“买入”评级，6 个月目标价 47.2 元，对应 2015-2017 年 P/S1.14、0.72 和 0.48，P/E79、39 和 22 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	7,484	11,514	22,126	40,611	63,977
营业收入增长率	7.30%	53.86%	92.16%	83.55%	57.53%
净利润 (百万元)	125	200	315	584	1,177
净利润增长率	-7.06%	59.61%	57.15%	85.65%	101.35%
EPS (元)	0.13	0.20	0.32	0.59	1.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.46%	7.49%	10.78%	17.14%	26.68%
P/E	250	157	100	53	26
P/B	21	12	11	9	7

买入 (首次)

当前价/目标价：31.52/47.20 元

目标期限：6 个月

分析师

邢庭志 (执业证书编号：S0930513030001)

021-22169078

xingtz@ebsecn.com

联系人

左勇

021-22169049

zuoyong@ebsecn.com

市场数据

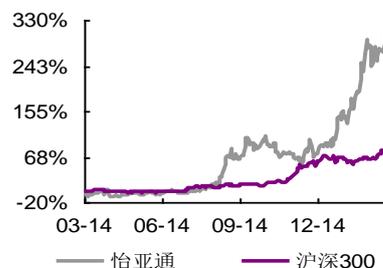
总股本(亿股)：9.86

总市值(亿元)：313.59

一年最低/最高(元)：6.94/34.42

近 3 月换手率：332.05%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.04	99.65	247.86
绝对	11.39	117.9	337.84
		6	

相关研报

投资要件

关键假设

公司消费品营销收入未来三年达到 383 亿、613 亿和 920 亿元，并深度整合日化、母婴、酒类包含白酒和啤酒等、食品，并在家电、手机通讯、低温食品饮料领域实现品类和规模突破。

同时假设公司的毛利率在 2016 年开始触底回升，未来三年为 6.76%、6.68%和 6.89%，而渠道的管理费用率持续小幅下降到 3.2%、2.8%和 2.6%。

我们区别于市场的观点

1、怡亚通正用互联网+资本变革传统消费品的单体低效渠道模式，直接推倒重构，好比用现代枪炮+资本去改变传统零散的商贸流通体系，为上游品牌和下游终端、消费者大幅度降低成本，取消重复的市场管理队伍，并用高效的信息系统去整合。

2、公司整合两类核心资产。一是具备和怡亚通一致价值观，变革传统模式的优秀经销商代表，他们熟悉细分消费品，具备管理能力，他们是怡亚通区域平台的核心职业经理人。二是原有经销商的终端网络和优势品牌代理权。目前市场需求极大，公司正在全力选择性整合，怡亚通自身的经验持续丰富，整合成本逐步降低。

3、公司的渠道高速公路+4 万个和乐超市终端+预计 10 万个联盟终端将作为公司的 B2C 平台和乐网提供线下支撑，500 万个消费品直供终端也是最核心的营销网络资源，公司能够达到深度的人员服务推广的成本是极低的，这是目前任何一个消费品公司不具备的，所以日化宝洁和啤酒龙头哈啤等都在倒向怡亚通。

股价上涨的催化因素

1、公司 2015 年消费品收入继续超预期，对传统消费品经销商的整合会加快，1-2 季度的整合效应会提升公司的盈利能力，短期整合成本提升影响逐步降低，预期一季度收入会有 100%以上的爆发性增长。

2、公司供应链金融的营收和利润将继续提升公司的市值水平，未来的盈利潜能巨大，打开金融业务收入的想象空间，2015 年盈利预计近 2 亿元，保守估计终端到 2018 年的潜在融资需求超过 1000 亿，而公司一般可以收取 4-5%的担保服务费用，这就是渠道王者在供应链金融体系中的定价权。

3、2015 年 10000 个和乐生活超市建成，其全国范围内的影响力将大增，并带动品牌传播、营销推广领域和上游消费品公司的深度合作。

投资风险

如果公司大规模整合经销商之后的管理不能快速跟进，那么盈利能力短期难以上升，面临较大的整合压力，按照 200 亿并购需要 20-30 亿资本金计算，财务风险也较大。

目 录

1、 构建超级 B2B 平台，消费品 O2O 框架渐出	6
1.1、 从供应链专家到超级消费品 B2B	6
1.2、 2015 年全国消费品 B2B 在 31 个省架构搭建完毕	7
1.3、 怡亚通 2015 年开始打造 O2O 平台线下部分	12
2、 消费品经销商整合想象空间巨大	14
2.1、 规模随品类品牌逐步扩张，预期收入至少 10 倍空间	14
2.2、 低成本高效率整合的背后是传统单一经销商太低效	17
2.3、 预期 5 年左右综合 5%净利率可期，来源于效率贡献	20
3、 打造超级 O2O 平台，怡亚通未来核心布局	23
3.1、 O2O 削减 80%配送费用，更带来可体验的竞争优势	23
3.2、 14 万联盟加盟终端打通 O2O 闭环	26
3.3、 2015 年怡亚通 B2B 平台和线下和乐超市深度融合	27
4、 形成 B2B 超级平台、供应链金融、营销传媒三大盈利中心	28
4.1、 预期怡亚通净利率持续提升，整合效应逐步显现	28
4.2、 供应链金融正成为怡亚通盈利发动机	28
4.3、 终端体验营销+传媒巨头存在巨大想象力	29
5、 公司盈利潜能巨大，超级 B2B 是基础保障	30
5.1、 关键假设及盈利预测	30
5.2、 用 PS 和收入增速为怡亚通估值更为合理	31
5.3、 FCFF 绝对估值为每股 57 元，商业模式可行	32
5.4、 给予公司 6 个月目标价 47.2 元，首次给予“买入”评级	33
5.5、 股价驱动因素主要在收入和盈利能力超预期	33
6、 风险分析	33

图表目录

图 1：怡亚通收入以及营收和净利增速从 2007 年开始拐点下降	6
图 2：怡亚通的毛利率和净利率上市之后持续下降	6
图 3：公司 2009 年快消品业务量占比整体业务量只有 1%	7
图 4：怡亚通渠道经销整合业务（深度供应链）营收	7
图 5：互联网购物季度收入和移动互联网购物季度收入呈现高速增长趋势	8
图 6：白酒行业收入及增速 2012 年开始销量和收入增速持续放缓	8
图 7：茅台经销商按照团购计算的加价率到 2014 年下降到 7%	9
图 8：江苏苏糖代表的综合大型酒类经销商盈利能力也在持续下降	9
图 9：食品饮料行业整体的收入增速呈现明显的下降趋势	10
图 10：日化行业营收增速也处于明显的下降通道	10
图 11：公司消费品产业链整合的主要网络	10
图 12：公司 380 平台的本质是颠覆传统渠道，构筑消费品流通直供产业链	11
图 13：怡亚通目前涉足的 6 大消费行业 2014 年出厂价收入规模 68919 亿	11
图 14：怡亚通正在打造的 B2B2C 商业新模式	12
图 15：怡亚通构筑的 B2B 宇商网和 B2C 和乐网平台	12
图 16：和乐门户网站处于起步阶段，目前品类数量还有待进一步提升	13
图 17：怡亚通和乐网与线下的 O2O 模式线上购买	13
图 18：和乐联盟加盟超市与和乐网 O2O 消费	13
表 1：怡亚通 O2O 模式的优势劣势分析	13
图 19：安徽市场收入预期 2015-2016 年达到 18 亿和 30 亿元	14
图 20：古井和哈啤已经进入了怡亚通的立体仓库，进入高效现代流通模式	15
图 21：怡亚通渠道整合持续深入	15
图 22：白酒行业主要公司的销售和管理费用率与净利率的比较	16
图 23：怡亚通毛利率和净利率变化	16
图 24：贝因美的销售费用率 2014 年预期提升到 45.5%	17
图 25：怡亚通渠道整合流程	17
表 2：单一经销商和怡亚通的运营模式比较	18
图 26：古井贡酒的经销商模式	18
图 27：怡亚通和古井贡现在的试点合作模式	18
图 28：怡亚通区域母婴平台主要品牌，并处于持续扩充中	18
图 29：怡亚通为上游企业提供一体化的产品营销价值链	19
图 30：五粮液现有代表性系列产品五粮醇的运作仍然依赖单一酒商	19
表 3：怡亚通和传统商业体系的在食品饮料、奶粉、日化消费品的运营比较	20
图 31：怡亚通平台的五力竞争模型	20
图 32：食品、酒类、饮料和茶行业的毛利率持续下降（%）	21
图 33：食品、酒类、饮料和茶行业净利率提升困难（%）	21

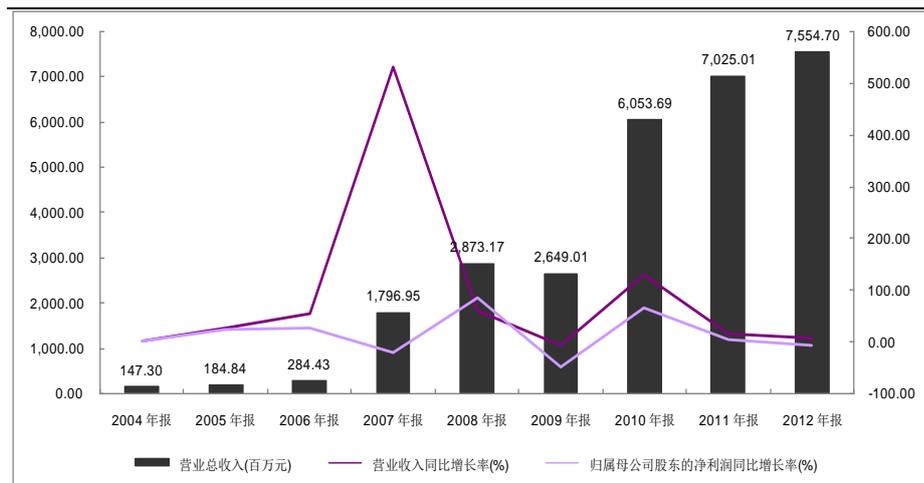
图 34：白酒行业毛利率和净利率 2012 年之后开始进入下降通道（%）	21
图 35：食品、饮料、酒类、茶行业人均收入遭遇瓶颈（元）	21
图 36：城镇职工工资水平随经济发展持续提高（元/年）	21
图 37：网购物金额增速预计到 2018 年持续下降到 16%	22
图 38：网购到 2018 年占比消费品零售金额的 21.4%	22
图 39：公司的流动负债预期 2014 年度期末达到 157 亿以上	22
图 40：京东的盈利能力持续增强，并且借助终端持续降低运营费用率	23
图 41：唯品汇的物流成本占比随着交易规模扩大仍然占比 9.8%	23
图 42：京东的营收的提高背后同步进行的是每单的物值下降到 157.5 元	24
表 4：电商最近和终端的合作	24
表 5：主要公司的快递费用	25
图 43：公司和乐生活超市数量预计到 2016-2017 年达到 40000 家	26
图 44：怡亚通线下配送消费者的三个层次	26
图 45：和乐网的三个层次产品的配送模式	27
表 6：怡亚通的天地合一网络和一号店、京东的比较	27
图 46：怡亚通的特仑苏牛奶每箱需要快递费 15 元	28
图 47：预期到 2018 年公司深度供应链业务收入 1196 亿，毛利率 5.7%	28
表 7：供应链金融之终端潜在融资需求测算	29
图 48：主流消费品公司的广告费用率（%）	30
表 8：怡亚通四大业务拆分预测	30
表 9：怡亚通盈利预测假设	31
表 10：主要互联网消费品商业公司的 PS 估值水平	31
敏感性分析	33
估值结果汇总	33

1、构建超级 B2B 平台，消费品 O2O 框架渐出

1.1、从供应链专家到超级消费品 B2B

先从怡亚通公司简要说起，公司成立于 1997 年，是从物流起家的，高效服务于上游品牌商和生产厂家，公司自己称之为“广度供应链”。公司的高效供应链服务使得业务实现了快速发展，但是这种业务本身缺乏有效的壁垒，特别是模式上缺乏差异化，主要是受到“行业过度竞争和金融海啸后遗症的影响”（公司 2009 年报），公司的盈利能力是持续下降的。

图 1：怡亚通收入以及营收和净利增速从 2007 年开始拐点下降

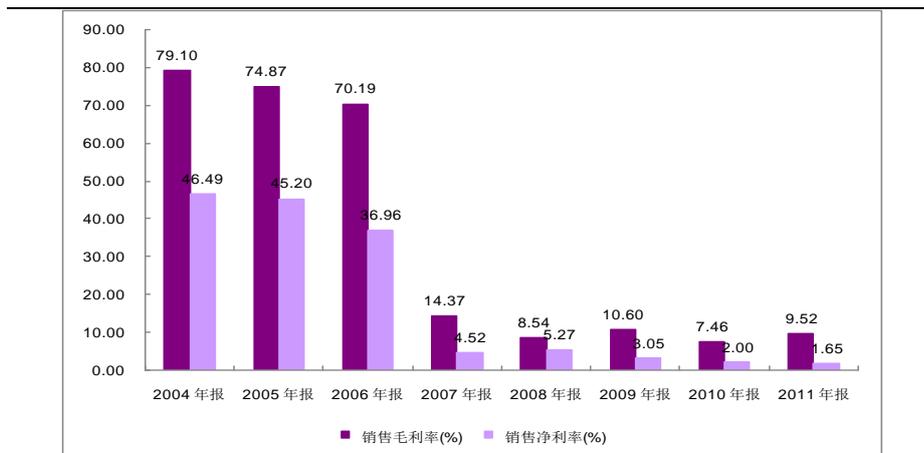


资料来源：上市公司公告

公司到 2008 年，收入达到 28.7 亿，但是传统物流业务规模效应带来的净利增速也达到前后 5 年的高点，增速达到 84.3%，扣除 2010 年的基数效应，之后的盈利增速便一路下降到 2012 年。

2009 年开始，供应链物流服务面临着红海竞争，综合盈利能力持续下降，毛利率已经从 2004 年上市初期的 79.1% 下降到 2010 年的 9.54%。

图 2：怡亚通的毛利率和净利率上市之后持续下降

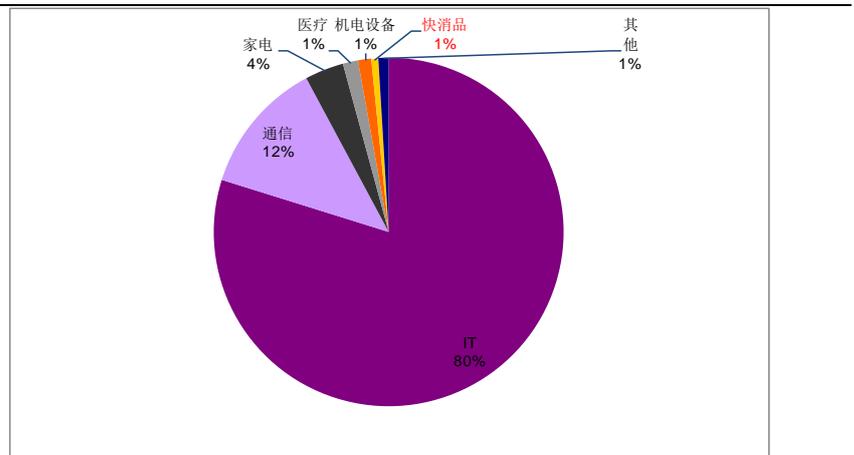


资料来源：上市公司公告 iFinD

净利率更是从 2004 年的 46.5% 下降到 2010 年的 2%，其核心原因即是广度供应链业务毛利率从 2007 年的 60% 下降到 2010 年的 38%。

对传统企业的服务过程中必须进行转型，到 2009 年，其消费品业务量占比 0.65%，超过 92% 的业务量来自 IT 和通信，公司亟待走出红海。

图 3：公司 2009 年快消品业务量占比整体业务量只有 1%



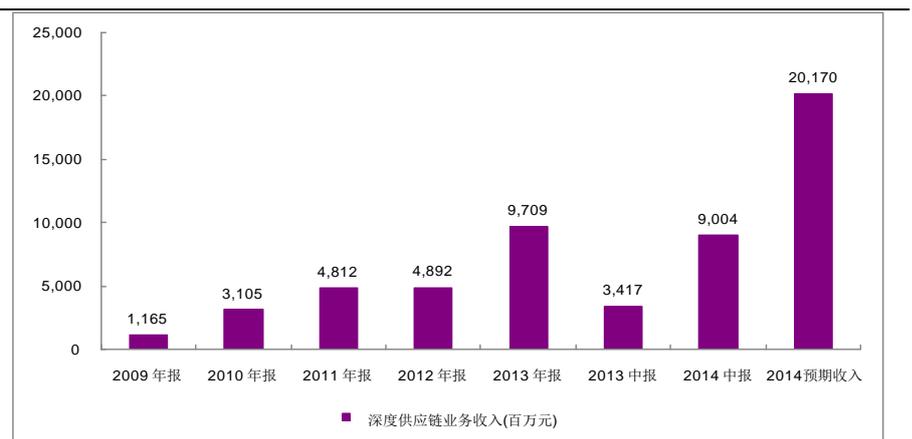
资料来源：上市公司 2009 年度报告

公司 2009 年开始从传统的物流业将重心转移到产业整合，即从渠道服务中的物流运输一个环节切换到对整个渠道产业链的整合之路，动用资本，进行直接切入，从 2009 年开始，公司开始消费品渠道整合，公司所称的“深度供应链”业务营收达 11.6 亿，为公司上游客户创造深度渠道服务价值。

1.2、2015 年全国消费品 B2B 在 31 个省架构搭建完毕

怡亚通“深度 380 平台”项目于 2009 年开始启动，近 5 年的探索与实践，公司将深度 380 业务从原有的多行业聚焦于母婴、日化、食品、酒类、饮料、家电六大日用消费品行业，并进一步在大类中细分拓展，比如在食品中开始进入低温食品业务。

图 4：怡亚通渠道经销整合业务（深度供应链）营收



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

09 年开始打造的 380 平台，目标是在全国 100 万人口以上的 380 个城市构建渠道整合平台，优先整合食品饮料、酒水（先期白酒为主）、日化、母婴用品，推倒传统的经销商运营模式，通过并购和成立合资公司的模式进行整合。

消费品渠道深度整合业务收入 09 年只有 11.6 亿元，到 2013 年已经达到 97.1 亿元，而在 2013 年基础上，2014 年处于再次加速增长状态，达到 201.7 亿元，这一加速增长的背后，是整合传统渠道商愈发不能适应现代互联网渠道竞争。

图 5：互联网购物季度收入和移动互联网购物季度收入呈现高速增长趋势

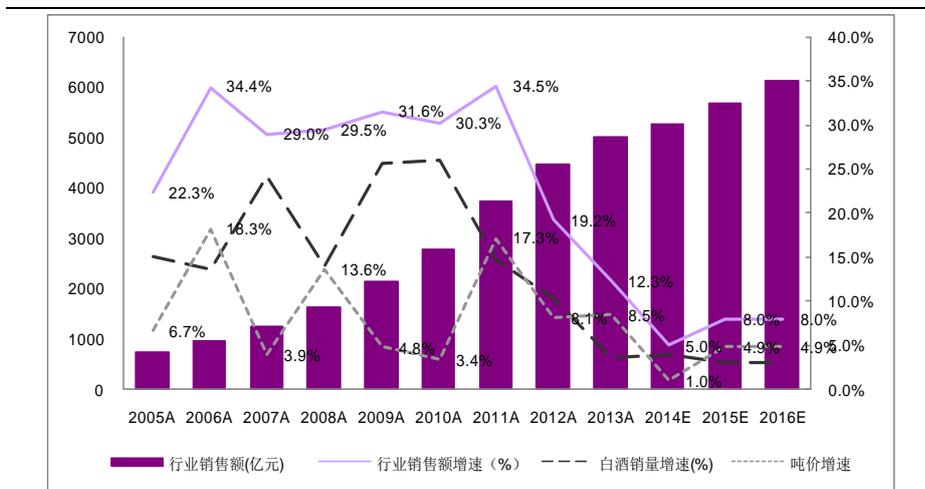


资料来源：Choice 金融数据

网购市场从 2009 年的 2630 亿，增长到 2014 年的 28167 亿，5 年间网购增长 10.7 倍，年度复合增速达到 60.6%，2014Q4 单季网购收入达到 10400 亿元，其中移动端收入达到 4661 亿元，占比 44.8%。

而传统的消费品市场收入增速进一步放缓，线下交易额增速必然进一步下降。

图 6：白酒行业收入及增速 2012 年开始销量和收入增速持续放缓

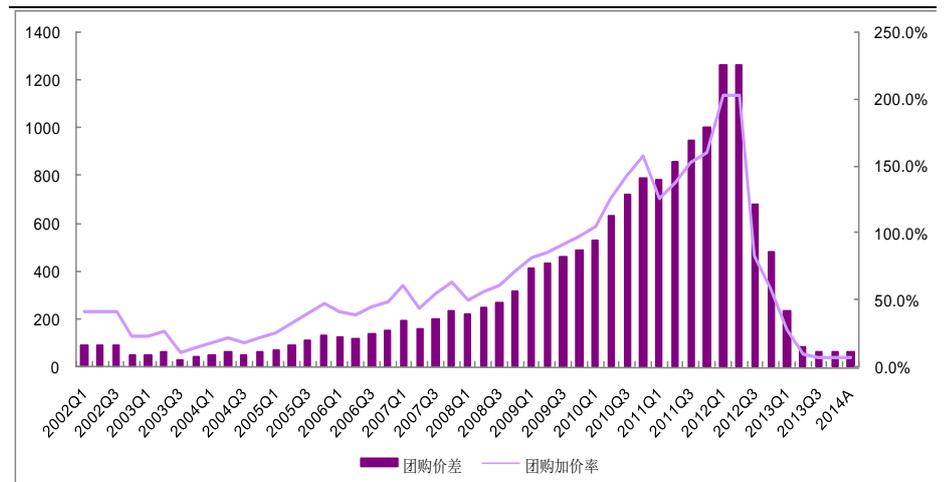


资料来源：国家统计局 光大证券研究所

以白酒为例，行业收入增速从 2012 年的 20% 一路下滑到 2014 年的 5%，而渠道的利差在持续降低，以茅台为例，2012 年渠道利差在 500 元/瓶，到 2014 年底，团购的利差只有 60 元左右，其他经销商更是在经历较为明显的渠道利润下滑趋势，包括渠道管理最为高效的洋河股份、古井贡经销商。

代表性的茅台五粮液经销盈利能力在持续下降，资本回报下降显著。

图 7：茅台经销商按照团购计算的加价率到 2014 年下降到 7%



资料来源：光大证券研究所

传统经销商的综合盈利能力持续下降，国内代理贵州茅台、五粮液和剑南春等代表性大型经销商江苏苏糖的盈利能力和营收从 2012 年开始进入下降通道。

图 8：江苏苏糖代表的综合大型酒类经销商盈利能力也在持续下降



资料来源：金陵饭店年度报告 光大证券研究所整理

我们也调研了洋河股份代表性经销商，年度净利率大约为销售额的 2-3%，但是进一步增长的难度加大，需要投入更多的资金，同时企业也不希望自己的原有代理商进一步增加品牌。

从消费品中最为基础的整体食品饮料来看，依靠需求高成长带来经销商持续传统经营的难度加大，整个食品饮料行业到 2014 年，行业收入达到 20261 亿元，增速下降到 11.5%。

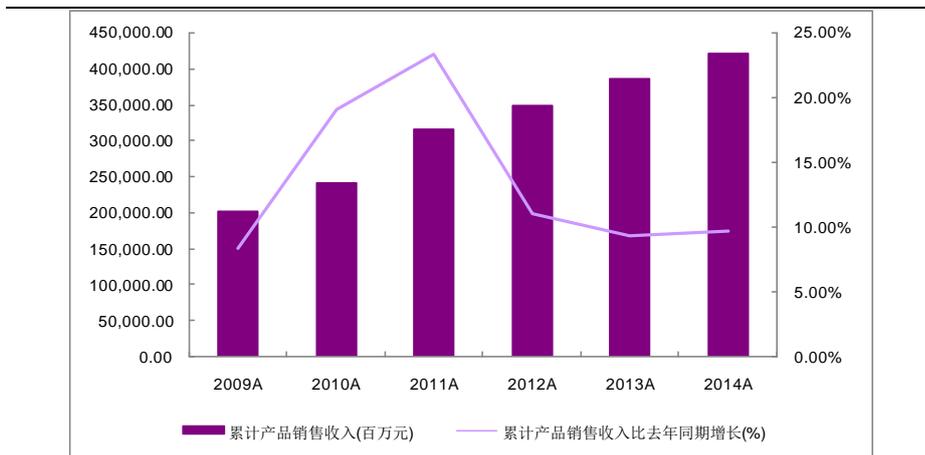
图 9：食品饮料行业整体的收入增速呈现明显的下降趋势



资料来源：Choice 金融终端

从日化行业来看，收入增速也处于比较明显的下降趋势，到 2014 年，行业收入增速下降到 10%，而 2011 年行业的增速还达到 24%。

图 10：日化行业营收增速也处于明显的下降通道



资料来源：Wind 注：09 年和 10 年为 1-11 月份数据

传统经销商单一化经营难以适应互联网时代的竞争，怡亚通从 2009 年开始构筑 380 平台，从 2014 年开始越来越多大型经销商主动要求和怡亚通合作，变化很大。例如上海雪花啤酒、汾酒的多经销商逐步与怡亚通整合。

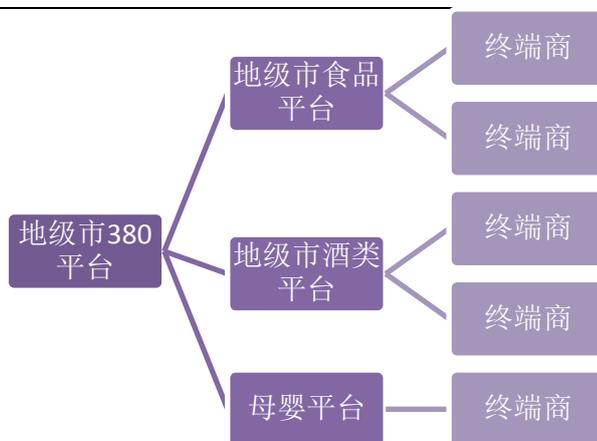
图 11：公司消费品产业链整合的主要网络



资料来源：怡亚通招商手册

公司 2009 年便开启了整合传统经销商的模式，目前来看，公司在区域市场基本搭建好了主要的消费品 B2B 平台。公司的品类平台构建好之后，接下来的核心工作就是在一个细分品类中持续去并购整合新品牌新业务。

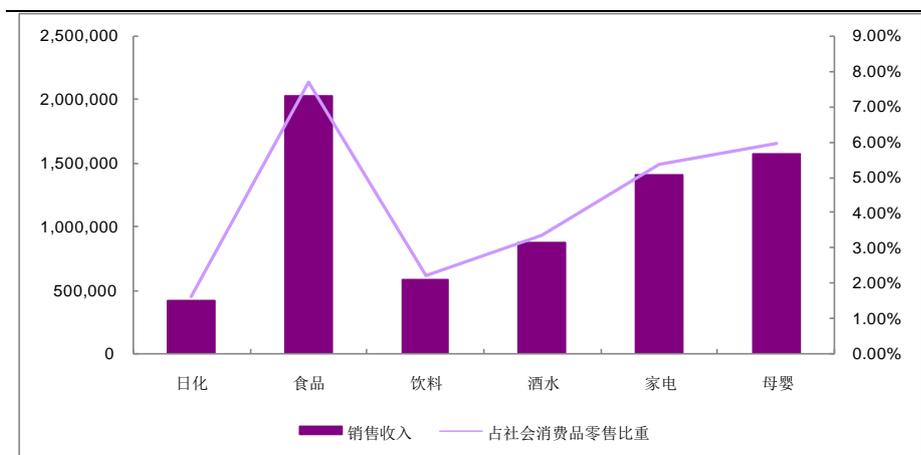
图 12：公司 380 平台的本质是颠覆传统渠道，构筑消费品流通直供产业链



资料来源：光大证券研究所

从公司的发展空间来看，预计 2015 年渠道整合业务收入在 383 亿元。而怡亚通正在整合的几大消费品行业的整体收入达到 68919 亿元，占比社会消费品零售总额的 26.3%。在居民日常生活的大品类中，怡亚通平台逐步覆盖。

图 13：怡亚通涉足的 6 大消费行业 2014 年收入规模 68919 亿（亿元）



资料来源：Wind 注：2014 年日化行业按照 10% 增速假设

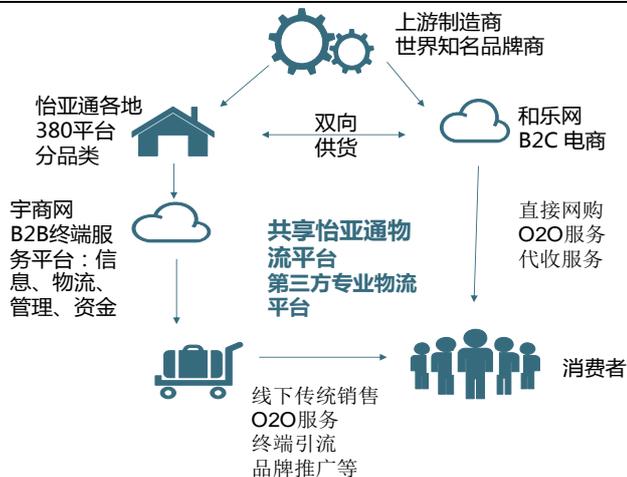
一方面，厂家极为希望能够通过渠道整合降低渠道费用成本，目前行业中较为优秀的上市公司的运营费用率仍然偏好，进一步下降空间需求通过第三方服务商帮助降低，包括怡亚通在内的新型渠道整合者实现降低。

另一方面，传统渠道商和怡亚通合作能够得到全面的管理升级，解决后续发展的问题，包括公司的单品配送和服务终端的能力、相对上游的溢价、公司继承管理、员工升迁等。

1.3、怡亚通 2015 年开始打造 O2O 平台线下部分

从我们对区域的调研来看，大量的经销商逐步加入到怡亚通的体系，就是通过和怡亚通重新合并成立平台，或者直接并入怡亚通已有的区域平台。

图 14：怡亚通正在打造的 B2B2C 商业新模式

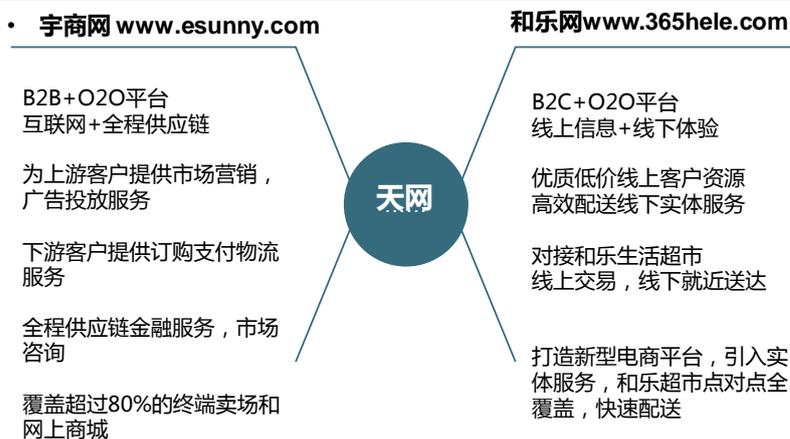


资料来源：光大证券研究所

怡亚通正在自下而上构建一个高效、高品质的互联网平台，线下具备最扎实的渠道链条服务能力。

380 平台是一个概念，其本质是大平台下面再有小平台，最终构建一个全国化的网络，实现与上游品牌运营商的一步到位的对接，并可以保持各个区域平台既标准又差异化的服务和产品选择。

图 15：怡亚通构筑的 B2B 宇商网和 B2C 和乐网平台



资料来源：光大证券研究所

公司同时构筑的线下网络极为精细，根据最新的调研显示，公司 2014 年底终端配送覆盖终端已经达到 200 万家，并预期到 2018-2020 年达到 500 万家。

公司线下的和乐超市在 2014 年广东等地实践基础上，2015 年开始全国化推进，预期 2015 年底达到 1 万家，2016 年达到 4 万家的目标，考虑到公司的执行力和改造性扩张，我们认为大概率能够实现这一目标。

公司的和乐网直接对准消费者，目前处于起步阶段，这也是公司 2015 年及之后重点打造的网上平台。

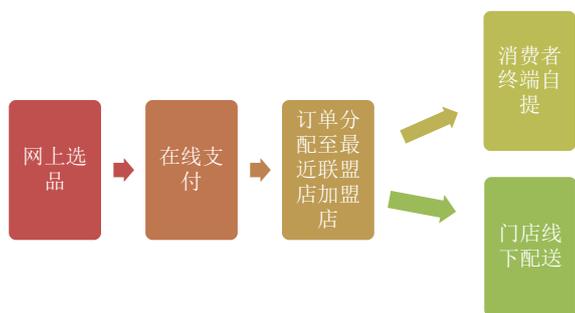
图 16：和乐门户网站处于起步阶段，目前品类数量还有待进一步提升



资料来源：和乐网上超市

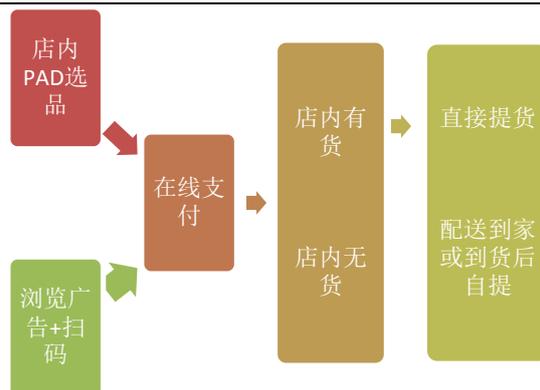
公司运作消费品互联网的核心优势在于线下终端的支持，公司自下而上构筑网络，有线下实体店的 O2O 支持，预期到 2015 年底，在线下门店达到 10000 家之时，线上流量才能放大。

图 17：怡亚通和乐网与线下的 O2O 模式线上购买



资料来源：怡亚通终端联盟计划手册

图 18：和乐联盟加盟超市与和乐网 O2O 消费



资料来源：怡亚通终端联盟计划手册

怡亚通构筑 O2O 的资源分析来看，主要欠缺在线上的品类，但是这个可以较快地去布局，只是对外寻求合作的事情。

表 1：怡亚通 O2O 模式的优势劣势分析

环节	优势	劣势
线上	线下引流 大部产品为直接代理品牌商	目前知名度不高 品类不够丰富
流通配送	全国各地各级城市和乡镇均能到达	正在继续建设中
线下终端	目前 200 万配送终端 2015 年底 10000 个和乐超市	不是每家都能够直接配送，正在建设中

资料来源：光大证券研究所

2、消费品经销商整合想象空间巨大

2.1、规模随品类品牌逐步扩张，预期收入至少 10 倍空间

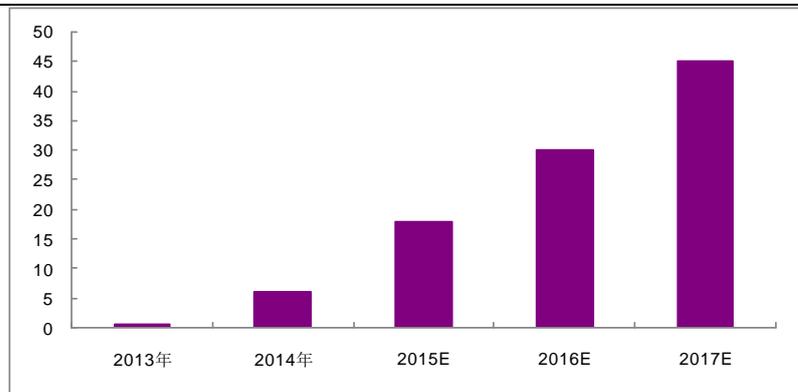
从怡亚通高速成长的背后，我们可以看到怡亚通的管理效率及平台优势正在变革传统的渠道。

公司 2014 年在全国的 380 平台数量是 26 个，预期 2015 年达到 31 个，平均每个平台的销售额只有 7.75 亿元，还处于平台的起步期。

我们从安徽市场调研为案例来说明怡亚通的具体竞争力和扩展空间。2013-2014 年的收入为 4500 万、6 亿元，2015 年预计为 18 亿元，呈加速增长趋势。

安徽市场的整合才刚刚开始，安徽分公司在 2014 年 6 亿元基础上，2015 年目标达到 18 亿元，其中 2014 年的平台基础上收入达到 12 亿元，继续整合成立新平台的收入达到 6 亿元。

图 19：安徽市场收入预期 2015-2016 年达到 18 亿和 30 亿元



资料来源：安徽怡亚通公司调研 光大证券研究所

其中 2014 年公司 6 亿元主要分布在白酒 0.5 亿元，母婴奶粉 1.5 亿元，食品 1.5 亿元，日化 1.5 亿元。

公司的母婴业务，其细分品类已经运营了市场上主流的进口品牌如惠氏、多美滋、美赞臣等，甚至婴儿尿布品类也开始高效整合好奇品牌。

在白酒领域，目前的收入只有 5000 万，主要是代理古井合肥市场，随着公司平台的整合，区域负责人也反映越来越多的品牌代理商找上门来，2013 年在安徽主要是找经销商，现在经销商找上门来寻求整合，“根本忙不过来”。

我们以古井安徽市场为例进行分析：

古井贡酒仅 2013 年在华中市场销售 35.3 亿元，预计安徽市场销售额达到 25 亿元左右，那么目前怡亚通 380 平台代理古井贡酒的销售额不足公司在安徽市场的 2%，古井作为一个高效渠道运营的企业，能够把合肥市场渠道供应的一半交由怡亚通运营，表明了怡亚通的现代化渠道能力。

目前安徽酒业市场规模按照中国平均消费金额计算可以达到 266 亿元。

仅仅整合安徽的白酒渠道，其深度运营的空间将有几十倍甚至上百倍的空间。我们假设，随着古井等大品牌的加入，其他品牌从效率的角度将倒逼其将渠道交由怡亚通之类的现代渠道整合者进行高效管理。

图 20: 古井和哈啤已经进入了怡亚通的立体仓库, 进入高效现代流通模式

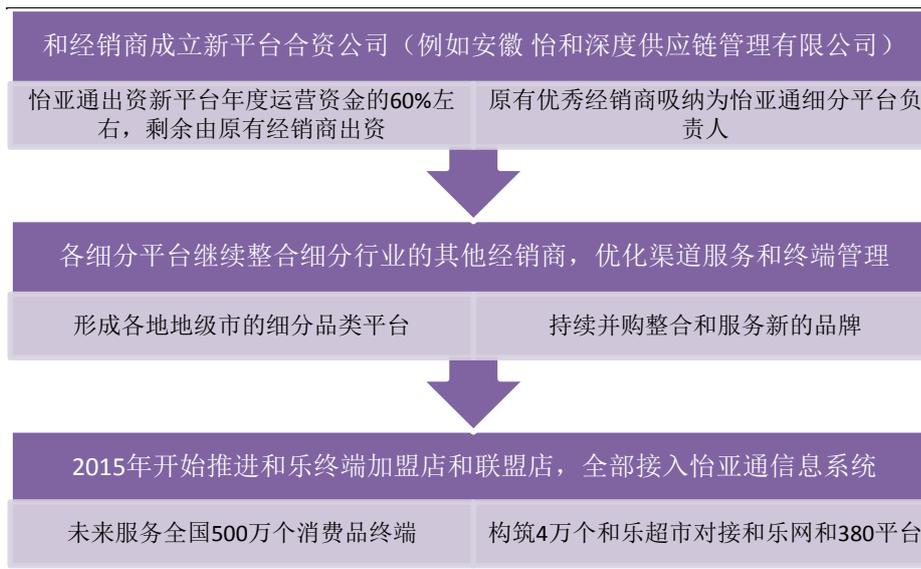


资料来源: 光大证券研究所安徽市场调研

从公司目前的品类及其覆盖深度来看, 即使到 2015 年底, 公司在渠道整合上的产品营收达到 383 亿, 增长 90%, 仍然处于整合的起步阶段。

在任何一个细分行业, 公司在全国的整合规模不是简单的并购, 而是对传统商业的重构。

图 21: 怡亚通渠道整合持续深入

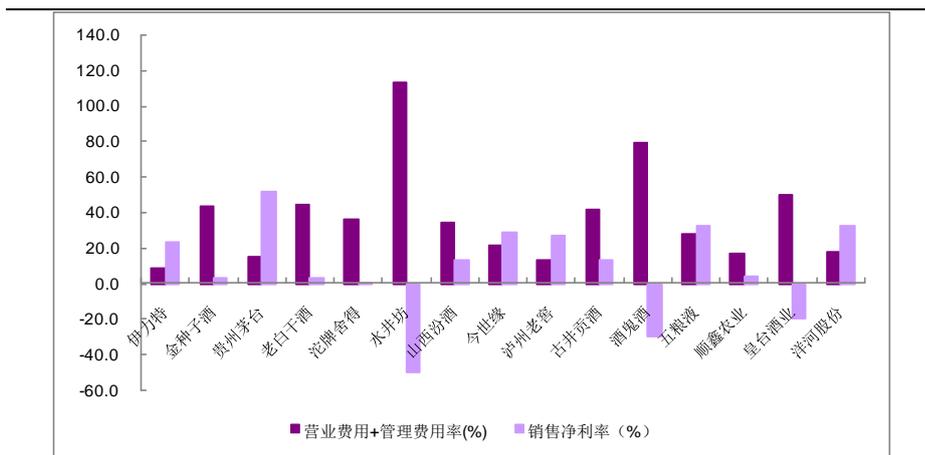


资料来源: 光大证券研究所

那么品牌运营商是否有足够的动力去和怡亚通合作呢, 我们从厂家的角度, 渠道效率的提升将是市场充分竞争的必然需要。

我们以白酒行业和奶粉行业销售费用以及具体公司洋河股份、古井贡酒、贝因美的销售费用及销售人员进行深度分析怡亚通的服务整合空间及持续高成长的根源。

图 22：白酒行业主要公司的销售和管理费用率与净利率的比较



资料来源：iFinD

我们比较看怡亚通深度产业链所代表的盈利能力比较分析来看,对公司 2014 年的业务进行分析可以看出,处于初期的怡亚通,其毛利率在只有 7.46%。

图 23：怡亚通毛利率和净利率变化



资料来源：上市乖哦公司公告

我们对比江苏苏糖,其 2014 年销售额假设按照 2.14 亿,毛利参考 2014H1 的毛利率 13.07%计算,全年公司毛利 2796 万。江苏苏糖销售人员预期达到 200 人,人均销售额 107 万元,公司负责人表示基本难以盈利。

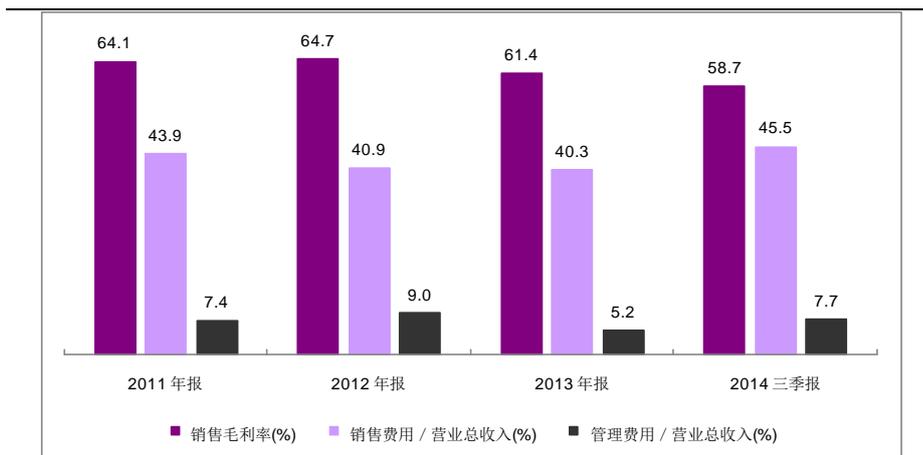
从人员数量来看,怡亚通全国经销商收入达到 201 亿元,人员数量在 10000 人,保守估计人均销售额已经达到 200 万元。大约是传统大商代表的两倍。随着怡亚通继续整合,其人均销售额将持续增加。

2015 年其销售额预期达到 383 亿元,那么其人员数量参考区域市场调研,大约增加 50%左右,粗略计算,人均销售额也将达到 255 万元,持续提高。

同样我们分析在母婴行业国产奶粉龙头公司贝因美。

贝因美 2014 年销售额为 50.6 亿元,公司业务人员截至 2013 年 12 月 31 日为 2731 人。

图 24：贝因美的销售费用率 2014 年预期提升到 45.5%



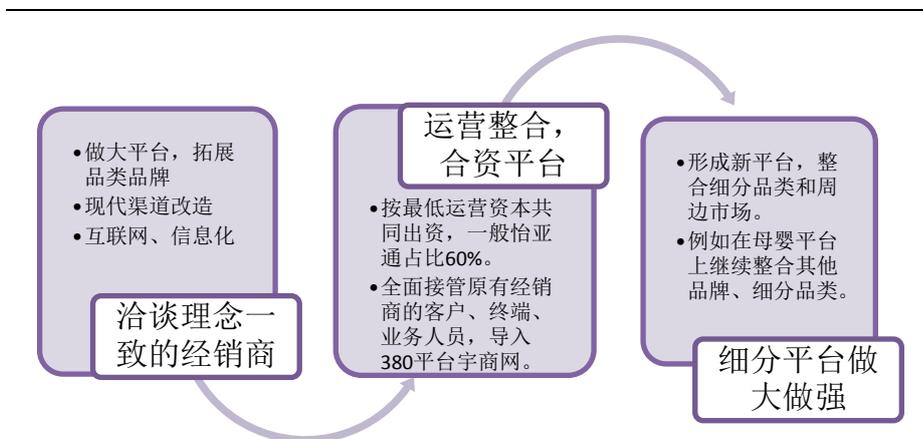
资料来源：iFinD

而贝因美的销售费用中的核心是给予经销商和传统商超卖场的费用，2014H1 达到 4.07 亿元，占比整体销售费用的 37.26%，人工费用 1.77 亿元，占比 16%。

2.2、低成本高效率整合的背后是传统单一经销商太低效

怡亚通的并购模式是业务接管模式，而不是资本并购，用一定的运营资本直接接管经销商的业务、客户、员工，优秀的经销商自身就成为所在区域平台的职业经理人。

图 25：怡亚通渠道整合流程



资料来源：怡亚通区域调研 光大证券研究所

整合的成本上看，按照运营资本进行出资可以大幅度降低怡亚通的风险，实际上相当于新业务的接管。

例如：怡亚通并购一个 2 亿元年度销售额的经销商，那么假设经销商年度周转率在 5 次，那么需要运营资本 4000 万元，那么怡亚通按照 60% 出资，需要出资 2400 万元达到整合的目的。

综合来看，怡亚通大约可以通过 1/8 倍左右原有业务营业收入实现业务整合。随着市场竞争的加剧，未来在细分平台基础上的整合成本预期进一步降低。人员效率进一步提升，因为平台变大，所需人员会变少，真正出现协同效应。

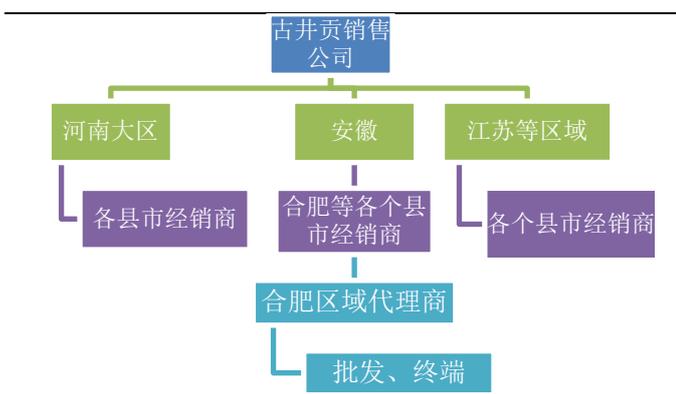
表 2：单一经销商和怡亚通的运营模式比较

平台优势比较	单一经销商	怡亚通整体平台
平台实力、资本实力	较小，微利	上市公司，融资能力强
行业趋势	难以适应互联网、大平台竞争需	形成线下网络、现代供应链、互
业务拓展空间	单一产品和品类，风险较大	多品类形成平台，竞争力增强
人才吸引力	员工缺乏大公司的培训和职业晋	上市公司优势，公司能够规划远
信息化水平	低，依赖人工，效率提升难度大，	一流的供应链管理
运营成本	人均销售额提升难度大，受到线	通过大平台整合提升人均销售额
对上下游服务能力	普遍溢价能力低	溢价服务能力较强，逐步提升
对上下游溢价能力	对下游缺乏深度服务，主要以供	综合平台高效服务线下，能够为
企业规范经营	不规范的税收等难以长期维持	规范经营，现代企业

资料来源：江苏安徽等地调研 光大证券研究所

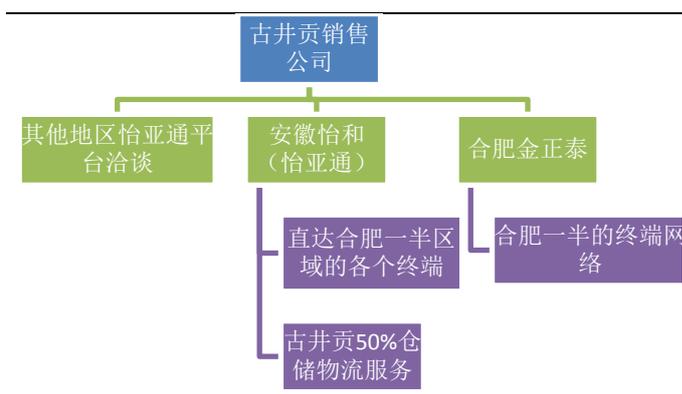
综合比较来看，怡亚通重新构建现代线下渠道平台的基础是具备的，符合产业发展方向，推动上下游得到更好的服务，推动传统流通产业的升级。

图 26：古井贡酒的经销商模式



资料来源：安徽怡亚通调研

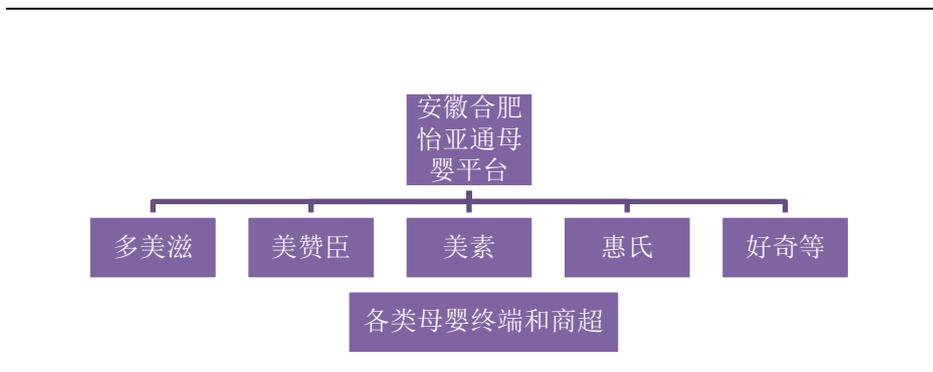
图 27：怡亚通和古井贡现在的试点合作模式



资料来源：安徽怡亚通调研

排他性问题在目前国内的酒类饮料行业是部分存在，我们也调研了怡亚通区域负责人。

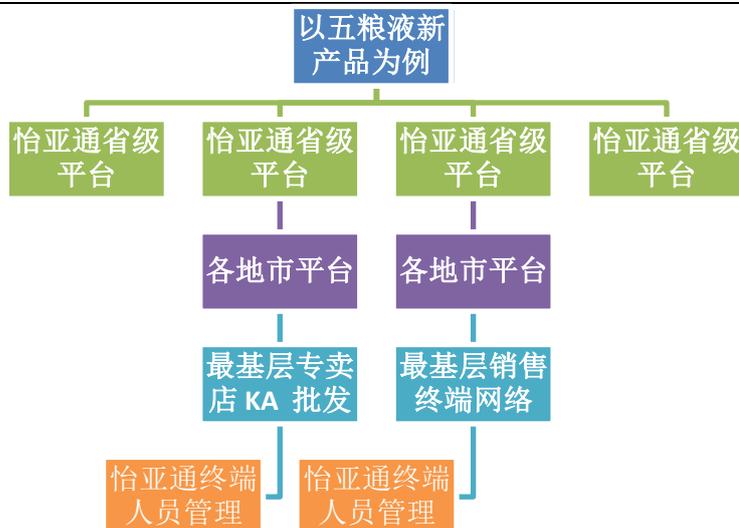
图 28：怡亚通区域母婴平台主要品牌，并处于持续扩充中



资料来源：光大证券研究所

怡亚通的细分平台逐步会形成一个极为先进的全国化平台网络，我们以酒类为例，其可以帮助上游企业快速形成全国铺货和终端维护，怡亚通可以收取一个相对较高的毛利率，一般在 30-40%，高于日化类 10%左右毛利率水平。

图 29：怡亚通为上游企业提供一体化的产品营销价值链

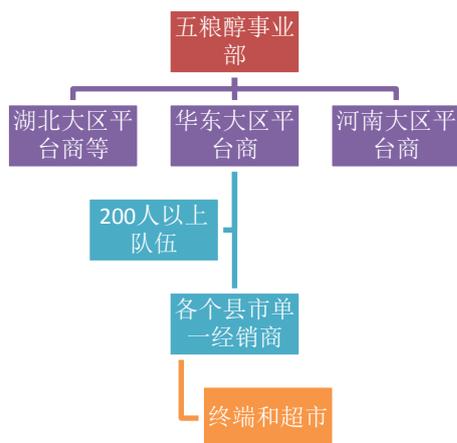


资料来源：光大证券研究所

以五粮液为例，其打造系列酒五粮醇品牌，出厂价格在 32 元左右，经销商的批发价格在 55 元，终端零售价格 75 元，经销商的毛利率是 40%，虽然五粮醇在全国几乎每个省都寻找到了一个平台商，再层层招商，但是渠道的运营效率普遍较低，终端铺货管理也并不理想，企业通过独立的经销商培育品牌的难度越来越大，除正常渠道利差外，五粮液还需要给渠道较大的补贴以支持这个低效的渠道。

例如 2014 年整个华东地区的销量预计 10000 吨，主要以五粮醇老产品为主，公司将大量的资源聚焦于传统的渠道，带来的是更复杂的渠道管理。

图 30：五粮液现有代表性系列产品五粮醇的运作仍然依赖单一酒商



资料来源：百川商贸调研 光大证券研究所

从效率角度看，百川在华东地区自有人员 200 人，预计招商 100 个左右，每家按照 10 人计算，那么华东地区按照 9 亿元销售额测算，人均销售额 75 万

元，和怡亚通 2014 年预期的 180 万和 2015 年的 225 万预测值比较存在较大的差距。

表 3：怡亚通和传统商业体系的在食品饮料、奶粉、日化消费品的运营比较

主要项目	传统经销商体系	怡亚通	怡亚通优势
合作关系	商家独立经营	怡亚通为渠道、品牌综合服务方案提供商	明显
人员支持	需要大量人员管理，一般 1 个人服务 1 个经销商	直接和区域平台或者总部进行深度对接	不需要，节约厂家大量人员成本，降低道德风险
费用明细	较大的毛利率空间，需要一次性招募大量的区域人员，并支持经销商较大的费用开支	一定的毛利率	明确具体，均为现代企业，费用实际使用效果明确
税收、财务明细	较多不规范	规范透明	法律风险小
执行力	依赖给经销商政策和厂家的人员数量、管理水平	强，标准化平台	不一定每一家都强，但是整体较好，水平均衡
区域和深度覆盖面	招商和管理压力大	全面深度覆盖	全面深度
产品流向管理	传统管理，缺乏	完善，现代信息技术	可追溯，明确具体
终端大数据分析	无	全国数据平台	完全领先
对终端的金融支持	无	供应链金融，高效	完全领先
终端增值服务如 O2O 等引流工作	无	逐步完善	完全领先

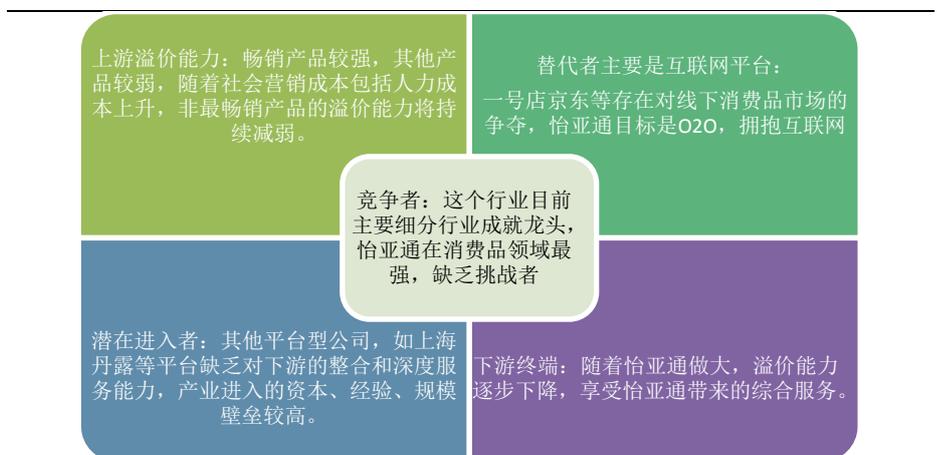
资料来源：光大证券研究所

怡亚通的平台核心价值之一在于为未来新品牌的线下渠道、终端管理、终端表推广执行甚至品牌管理提供了高效的平台，具备核心服务能力。

2.3、预期 5 年左右综合 5% 净利率可期，来源于效率贡献

怡亚通正在做的低毛利率产品均为日化、食品、酒类等各个细分市场在当地的最强势品牌，这些基础平台搭建后，对提升公司的产业链溢价能力是最基础的工作。

图 31：怡亚通平台的五力竞争模型

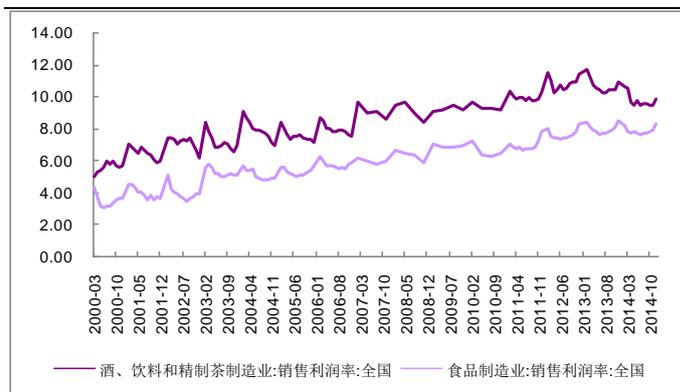
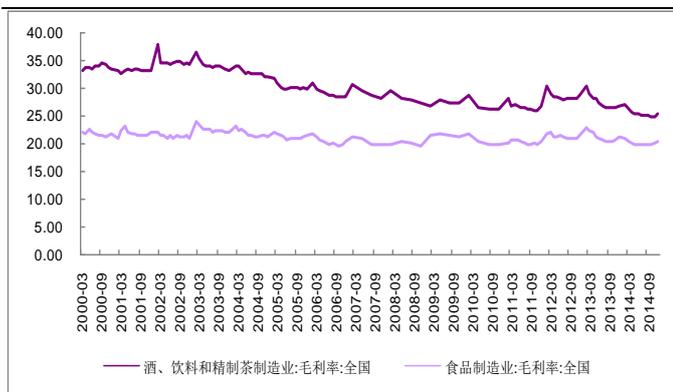


资料来源：光大证券研究所

怡亚通对上游企业的溢价能力分析。整体的上游品牌商和怡亚通合作的空间会较大，企业迫切需要通过提升渠道效率稳定盈利，降低成本，提升效率。

图 32: 食品、酒类、饮料和茶行业的毛利率持续下降(%)

图 33: 食品、酒类、饮料和茶行业净利率提升困难(%)

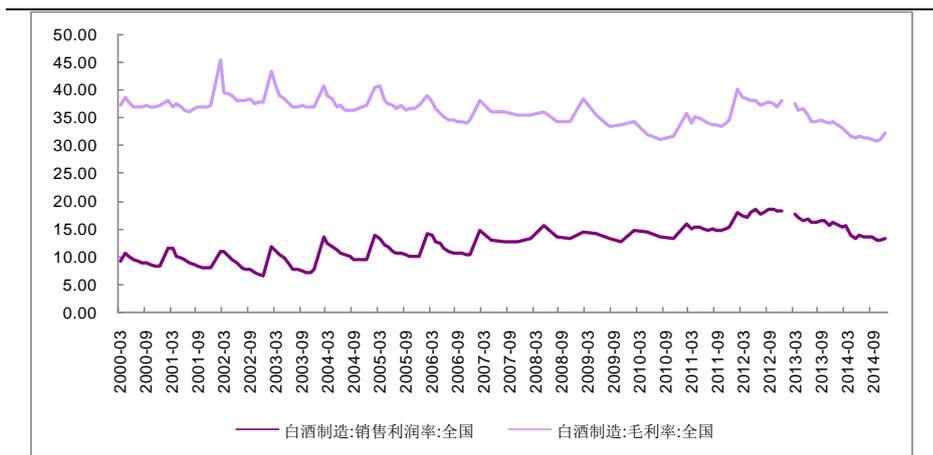


资料来源: iFinD

资料来源: iFinD

食品和酒类饮料以及茶制造业的毛利率处于稳定缓慢下降通道，2014 年，两者毛利率分别为 25%和 20%，较 2005 年的 30%和 22%有明显下降，比 2000 年的 34%和 22%下降更为明显。

图 34: 白酒行业毛利率和净利率 2012 年之后开始进入下降通道(%)

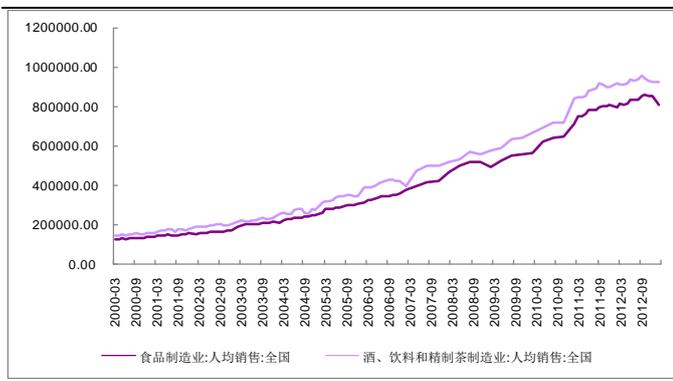


资料来源: iFinD

削减渠道和终端维护的成本将是上游企业的必然选择。

图 35: 食品、饮料、酒类、茶行业人均收入遭遇瓶颈(元)

图 36: 城镇职工工资水平随经济发展持续提高(元/年)



资料来源: iFinD

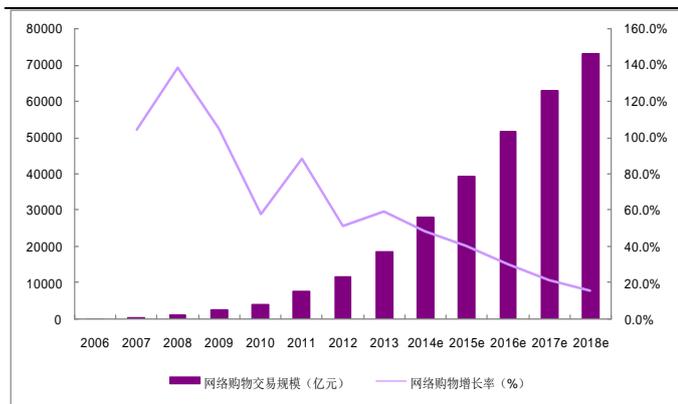
资料来源: 国家统计局

终端客户侃价能力方面：随着整个互联网收入的增长加快，传统的供应商主要为单一的经销商，终端门店和其发生业务的效率较低，难以进行一体化服务，特别考虑到终端传媒资源利用、金融支持、网络引流、终端物流资源整合等，对传统的终端是缺乏服务能力的，所以竞争能力显著不足。

行业进入壁垒：行业的壁垒主要在资本投入、信息化管理、供应链管理的能力和经验的，能够进入食品饮料、日化、酒类进行深度分销的企业需要多年的探索，随着怡亚通的做大做强，行业进入壁垒将逐步提高，特别是平台的整合能力是核心壁垒，否则容易产生较大的并购风险。

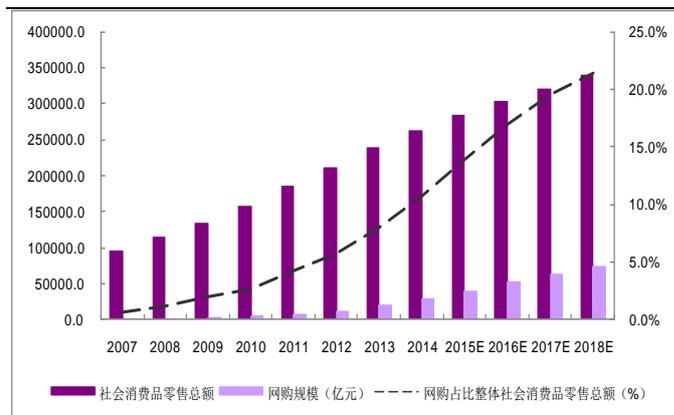
替代品分析：互联网购物增速会持续放缓，预计到2018年达到73000亿元，占比整体消费品金额的21.4%。

图 37: 网购物金额增速预计到 2018 年持续下降到 16%



资料来源：iResearch

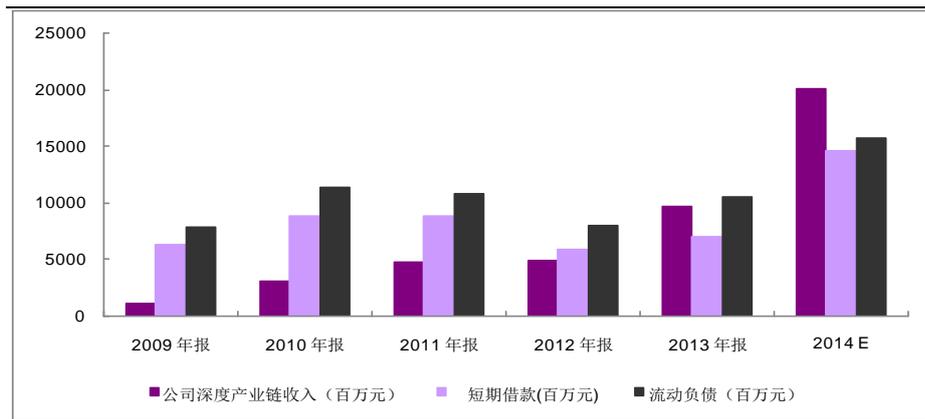
图 38: 网购到 2018 年占比消费品零售金额的 21.4%



资料来源：iResearch 国家统计局 光大证券研究所

即使到 2018 年，线下的消费品零售额仍然达到 26.77 万亿元，且怡亚通作为整个产业变革中的一个实体，即使占据 1% 的市场份额，其营收也将达到 2677 亿元。

图 39: 公司的流动负债预期 2014 年度期末达到 157 亿以上



资料来源：怡亚通财报 光大证券研究所

怡亚通在日化、酒水、饮料、食品、母婴、家电六大品类整合空间较大，具备对上下游较好的服务竞争力。

3、打造超级 O2O 平台，怡亚通未来核心布局

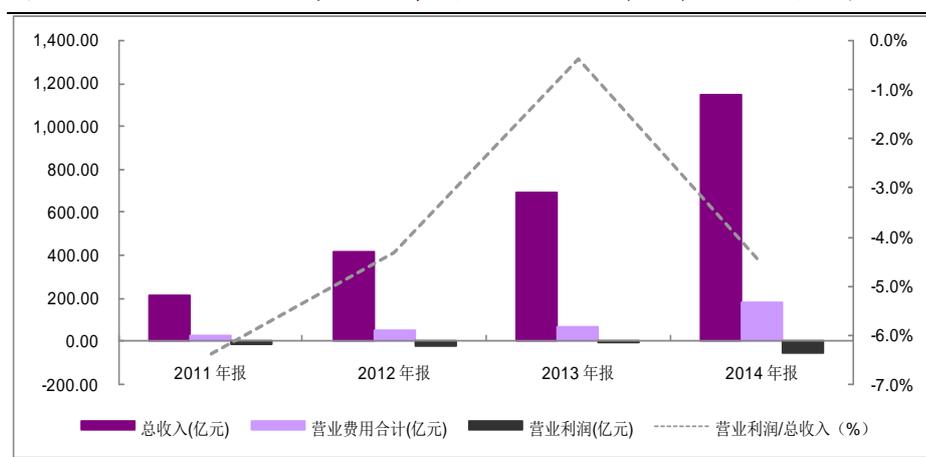
3.1、O2O 削减 80% 配送费用，更带来可体验的竞争优势

目前互联网购物飞速发展，截至 2014 年底，年度收入规模达到 28145 亿，增速 48.7%，占比社会消费品零售总额的 10.7%。

目前主要的消费品电商为淘宝天猫、京东、1 号店、苏宁易购、飞牛网等，在互联网快速发展的同时，我们发现两个重要的现实。

第一，互联网的快速发展并没有解决直营平台的盈利问题，在高速发展的初期会获得两个市场的利差、税收逃避、价格等方面的套利，所以形成性价比，但是随着网购的进一步发展和规范，此方面的优势在逐步下降。

图 40：京东的盈利能力持续增强，并且借助终端持续降低运营费用率



资料来源：iFinD

如果考虑到京东 2014 年给予管理层的激励，那么实际净利为 3.62 亿元，净利率大约为 0.3%，如果短期内不能继续提升毛利率，那么随着规模增大和下沉渠道的费用投入加大，盈利提升的难度预期将继续加大。

以 2014Q4 为例，京东营收为 347 亿元，物流成本为 25.85 亿元，占比营收 7.4%，平均每单物流成本为 11.87 元。

图 41：唯品汇的物流成本占比随着交易规模扩大仍然占比 9.8%



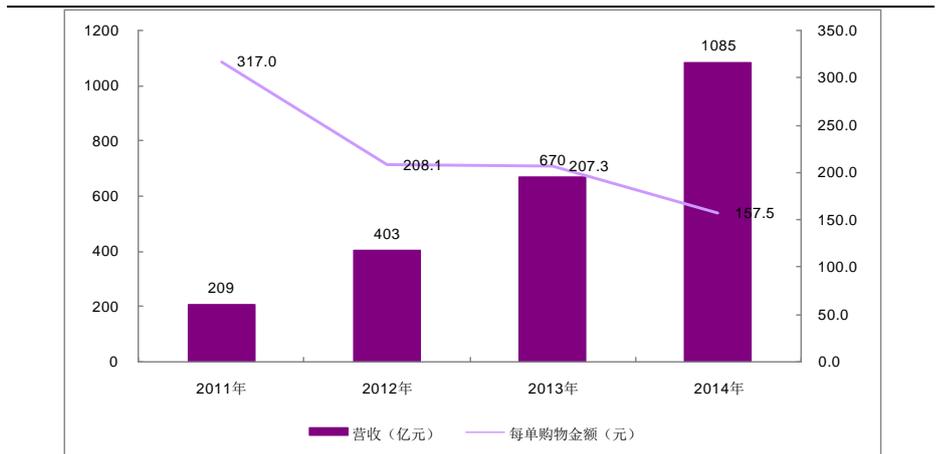
资料来源：wind

我们假设一个消费者单次购物价值 100 元, 单次购买的物流成本高达 7.4 元, 物流成本的降低将会带来盈利能力的显著改善或者价格竞争力的提升。

未来行业物流费用下降的主要方式有两个, 分别是提升每次购物的金额和下降每次网络购物的物流费用。

提高每单金额难度较大, 目前每单从去年的 207 元下降到 2014 年的 157.5 元, 如果要获取更多的零散客户, 那么预期客单价还要下降。

图 42: 京东的营收的提高背后同步进行的是每单的物值下降到 157.5 元



资料来源: 京东财报 光大证券研究所

京东 2014 年来自日用品和其它的 GMV 为人民币 1194 亿元, 同比增长 158%, 快于电子和家电的 78% 增速, 公司持续降低单次购物的价格, 但是每单的物流费用并没有大幅度下降。

从长远来看, 提高物流的效率, 降低物流成本是提升效益的必然举措。

对于日用消费品商业龙头怡亚通来说, 打造基于 O2O 模式的互联网日用消费品电商是发挥公司价值的核心。

表 4: 电商最近和终端的合作

电商企业	线下仓储	和终端的合作
1 号店	已在北京、上海、广州、武汉、成都、	2014 年 4 月牵手“美特好”连锁商超之泉州建立了运营中心, 并在全国 40 后, 1 号店与全家品牌达成战略合作, 多个城市建立了自配送物流体系。 在上海 300 个全家便利店提供订单包裹自提服务。
京东	截至 2014 年 12 月 31 日, 京东在全中国拥有 7 大物流中心, 在全国 40 座前, 京东共有配送员 3 万多名, 在全国城市运营 123 个大型仓库。京东的仓 360 多个核心城市自建有 3,210 个配送站和自提点, 覆盖全国 1,862 个区县。	截至 2014 年 12 月 31 日, 京东在全中国拥有 7 大物流中心, 在全国 40 座前, 京东共有配送员 3 万多名, 在全国城市运营 123 个大型仓库。京东的仓 360 多个核心城市自建有 3,210 个配送站和自提点, 覆盖全国 1,862 个区县。
苏宁	目前全国 12 个始发仓库, 60 个物流基地、5000 辆干线运输、5000 配送已覆盖全国 285 个地级以上城市, 共 2 万快递员。截至 2014 年 9 月计拥有连锁店 1615 家, 其中常规店 30 日, 公司在全国 23 个城市物流 1534 家 (旗舰店 336 家, 中心店 438 基地投入运营, 同时在苏州、乌鲁木齐、社区店 760 家)、县镇店 64 家、齐、昆明等 13 个城市物流基地在 乐购仕店 7 家、红孩子店 7 家、苏宁建, 另外 24 个城市物流基地落实选超市 3 家。公司在大陆、香港地区、址, 完成土地签约储备。	截至 2014 年 9 月 30 日, 公司店面 285 个地级以上城市, 共 2 万快递员。截至 2014 年 9 月计拥有连锁店 1615 家, 其中常规店 30 日, 公司在全国 23 个城市物流 1534 家 (旗舰店 336 家, 中心店 438 基地投入运营, 同时在苏州、乌鲁木齐、社区店 760 家)、县镇店 64 家、齐、昆明等 13 个城市物流基地在 乐购仕店 7 家、红孩子店 7 家、苏宁建, 另外 24 个城市物流基地落实选超市 3 家。公司在大陆、香港地区、址, 完成土地签约储备。

	综合服务店和自提柜，有助于彻底打通“最后一公里”。
唯品会	截至 2014 年 12 月，唯品会已经建采用“以落地配公司为主，搭配四通一 成华北、华东、华南、华中、西南覆盖达加顺丰”的模式。目前与唯品会合作 盖全国的五大物流中心，投入使用的落地配公司有 60 多家，完成了唯品会 仓储面积达 100 万平米 98% 的订单配送，剩下的 2% 是通过其 他快递(如顺丰、EMS、四通一达)。
阿里系-菜鸟网络	菜鸟网络将建 8 个左右大仓储节点。1、自 2014 年 11 月 11 日，用户已经可 以选择菜鸟网络作为网购物流。阿里还 目前主流 14 家快递公司的 617 个核以选择菜鸟网络作为网购物流。阿里还 心分拨中心、1 万多条主要线路以及正在将“地网”布局转变成服务端口， 5 万多网点的数 据，都已经与菜鸟网计划在 500 个全国三四线城市推出包括 络的平台实现数据开放和信息同步。网购、试用、线下服务在内的全方位电 商服务。“千县万村”计划就是阿里实施的 配套战略之一。 2、2013 年末包括大家电在内，阿里系 电商可以送货入户至全国 2600 多个区 县、38000 多个乡镇，50 多万个村。 3、通过阿里与中国邮政合作，菜鸟网络 获得中国邮政 10 万个网点的资源。 4、菜鸟搭建的全球化物流资源协同平台 体系已经可以做到货通 220 多个国家和 地区。菜鸟网络已经建立了覆盖全球 5 大洲的海外仓储网络和航空干线资源能 力。在香港、台湾、新加坡等区域推出 了 8000 个境外自提点。

资料来源：公司年报、网络公开信息、光大证券研究所整理

目前线上电商龙头主要和终端进行的是物流的合作，这样可以有效降低物流的成本，根据我们的测算，利用终端的物流能够直接降低物流成本 80%。

2014 年我国快递业务量达 140 亿件，同比增长 52%。单日最多超过 1 亿件快件在寄递途中。2014 年我国快递业务收入完成 2040 亿元，同比增长 42%，单件快递的成本=2040/140=14.57 元。

表 5：主要公司的快递费用

发货地-收货地	快递公司	1KG 快递费	3KG 快递费	5KG 快递费
北京-上海	圆通	10 元	26 元	42 元
	中通	15 元	27 元	39 元
	申通	20 元	40 元	60 元
	汇通	15 元	27 元	39 元
	韵达	15 元	31 元	47 元
上海-苏州	圆通	6 元	12 元	18 元
	中通	15 元	27 元	39 元
	申通	20 元	40 元	60 元
	汇通	15 元	27 元	39 元
	韵达	15 元	31 元	47 元

资料来源：快递小帮手网站

和线下终端的合作可以使得原有的直接配送的成本平均按照 7 元每单的最低成本下降到 1.2 元/KG 左右，其中 0.2 元为仓库-售点的物流费用（调研江苏怡亚通公司得出），1 元为售点到周边 1-2 公司范围的配送成本（参考物流公司给予员工的配送费用，无底薪情况下）。

随着消费者对日用消费品及时性的要求，终端配送可以达到更快的物流速度，同时满足部分消费者自取的便捷功能。

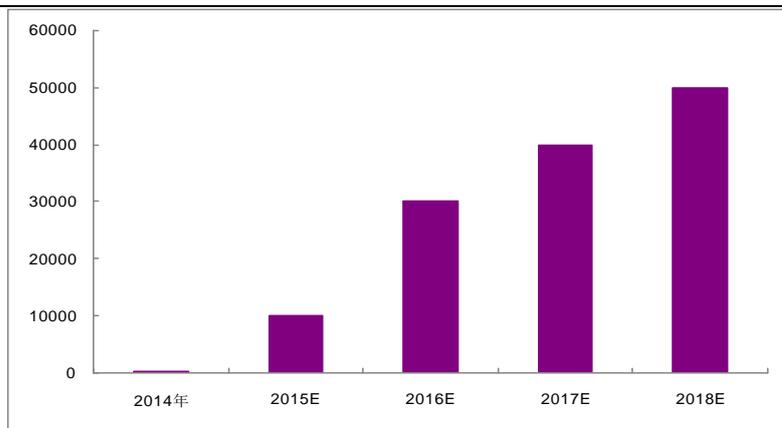
3.2、14 万联盟加盟终端打通 O2O 闭环

公司自下而上构建地网、380 平台整合一流供应商，再向上实现天网，自下而上帮助引流，推动 O2O 模式的落地。

一方面在线下厂家-380 平台-终端的高效直供体系下，整个产品配送的效率会随着整合范围的扩大逐步提升。

第一层次，我们预计公司在 2014 年 200 家加盟和乐超市的基础上，到 2015 年打造 10000 家新门店。

图 43：公司和乐生活超市数量预计到 2016-2017 年达到 40000 家

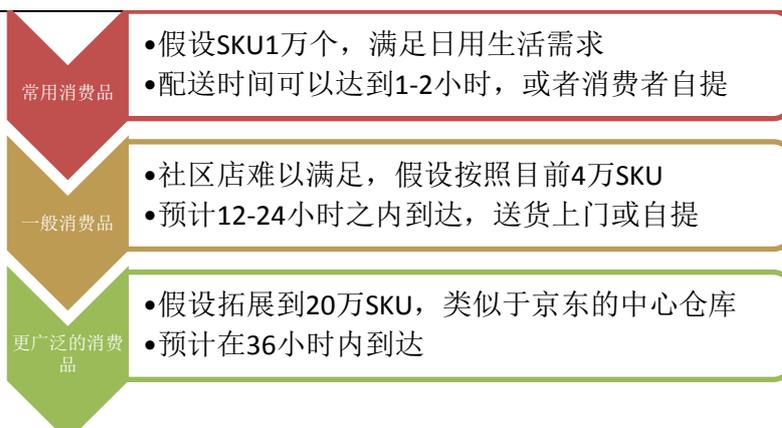


资料来源：光大证券研究所

第二层次，在全国范围内推进联盟店计划。怡亚通利用国际国内主流日用消费品牌的直接代理权，超过 4 万个 SKU 实现对联盟店的进货基础支持。

第三层次，直接将其合作终端发展为线下物流终端，并形成线下日用消费品的就近配送中心。

图 44：怡亚通线下配送消费者的三个层次



资料来源：怡亚通区域调研 光大证券研究所

线上的和乐网将分成三个层次：

第一层次：目前公司 4 万个 SKU 以上的市场主流日用品牌和产品直接面对区域，形成高效的配送平台，利用线下终端实现一步到位的配送，类似于目

前的京东和一号店，但是考虑到公司能够下沉渠道到 3-6 线城市和乡镇，实现深度和高密度覆盖，边际成本相对显著下降。

图 45：和乐网的三个层次产品的配送模式



资料来源：光大证券研究所

原有的国际、国内一流品牌为怡亚通提供了一个打造产品、资金、信息、人员的高速公路。

对于消费品互联网的机会分析：

目前互联网消费品电商平台都处于高成长期，且出现了适度集中的趋势，但是和整个中国的社会消费品零售总额比较，目前 10% 的占比仍然有较大的提升空间。

从竞争的威胁来看，公司的差异化竞争优势主要体现在以下几个方面：

表 6：怡亚通的天地合一网络和一号店、京东的比较

消费品互联网平台价值	一号店	京东	怡亚通
产品丰富程度	目前超过 100 万 SKU	4020 万 SKU (含平台)	目前较为欠缺,但可以不断弥补
价格竞争力	良好	良好	具备, 主流产品厂家直接合作, 一手价格, 进口产品采购代理经验, 就是做这个起家的
物流配送速度、深度	强, 但是继续下沉的难度和费用成本预期提升较大	强, 但是继续下沉的难度和费用成本提升较大	物流较强, 但是需要终端快速达到 4 万家以上
线下体验	不具备, 难度大	不具备, 难度大	较强, 2017 年预计有 14 万个联盟加盟终端
盈利模式	先亏损, 等待盈利	前期亏损, 等待盈利	线下直接盈利, 线上得到利线下物流、体验等等共享支持预期较快盈利

资料来源：光大证券研究所

3.3、2015 年怡亚通 B2B 平台和线下和乐超市深度融合

公司核心物流和配送优势在怡亚通整合相对成熟的广东、上海以及其他地区三线以下城市，三线以下地区具备实现差异化竞争的显著优势，目前一号店、京东等配送的主要区域为一二线城市。

图 46：怡亚通的特仑苏牛奶每箱需要快递费 15 元



资料来源：和乐网

目前和乐网由于缺乏线下的终端支持，目前竞争力并不强，主要日用消费品缺乏在物流配送上的前期预亏性投入，导致产品的正常价格加上物流费用后缺乏免运费的激励。

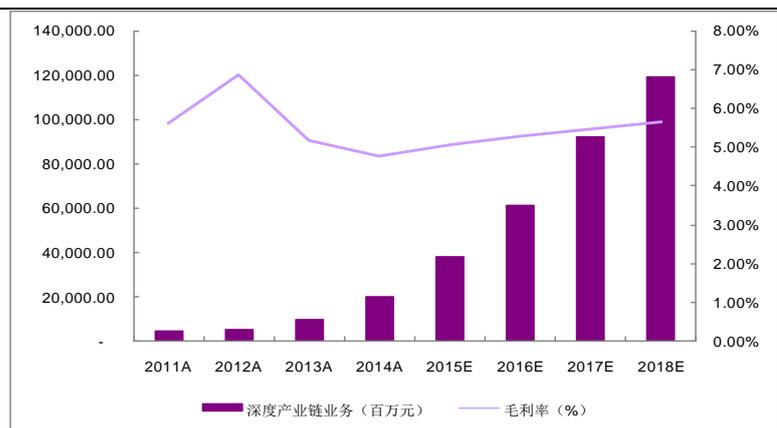
4、形成 B2B 超级平台、供应链金融、营销传媒三大盈利中心

4.1、预期怡亚通净利率持续提升，整合效应逐步显现

怡亚通 2014 年的深度供应链业务的毛利率预计为 4.8%，由于公司整合了大量快消品类，包括啤酒等，毛利率的下降均为公司打通线下渠道修建物流、人流和资金流、信息流高速公路的需要。

随着在一个区域的逐步完善，更多的品牌商需要通过怡亚通实现渠道管理和对现有终端的高效覆盖，降低运营成本。

图 47：预期到 2018 年公司深度供应链业务收入 1196 亿，毛利率 5.7%



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所预测分析

基于 380 平台的深度供应链收入毛利率预计到 2018 年逐步提升到 5.7%，但是大幅度超出预期的空间较大。

4.2、供应链金融正成为怡亚通盈利发动机

公司作为巨头能够掌控终端的各项经营数据，更高效地识别终端风险，这是公司在消费品终端领域的核心金融产品定价权基础，同时也因为怡亚通本身

就具备了这一个信息网络和终端服务人员，边际成本较低，设想一个银行是比较难构建这样一个覆盖全国的终端关系网的。

公司为此专门成立了宇商小额贷款公司。利用 380 平台所依托的 B2B 宇商网及其线下平台，服务终端实体。

我们假设终端融资需求比例为 10%，按照年度 10 万元的平均贷款余额计算，假设到 2018 年终端融资需求达到 12% 的比例，单店达到 15 万年度平均贷款余额，那么怡亚通的潜在金融服务需求保守预计到 2019 年达到 1230 亿。

表 7：供应链金融之终端潜在融资需求测算

潜在贷款需求	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
门店数量 (万个)	200	300	400	500	550
申请贷款比例 (%)	6%	8%	10%	12%	14%
单店贷款需求 (万元)	5	8	12	15	16
潜在贷款需求 (亿元)	60	192	480	900	1232

资料来源：光大证券研究所

按照怡亚通目前收取的业务担保费用率在 5% 左右，假设未来到 2019 年担保贷款服务费率降到 4%，那么供应链金融的营收将达到 52.9 亿。

考虑 2014 年其毛利率已经达到 85%，那么到 2019 年供应链金融的保守毛利在 44.9 亿元，预期税后利润在 30 亿元以上。

4.3、终端体验营销+传媒巨头存在巨大想象力

公司可以进行终端推广，获取两个方面的盈利。

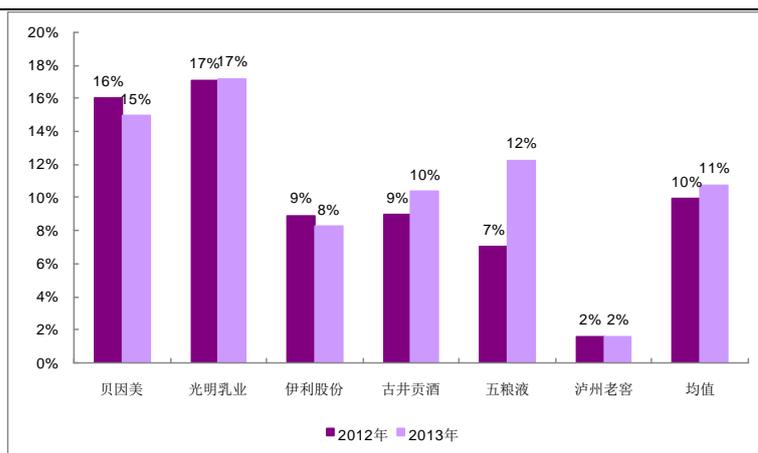
第一，公司将帮助大部分消费品公司在全国范围内实施铺货、终端管理、营销方案执行和活动策划，实现高附加值服务，建立在全国互联网平台型的服务方式将能够真正让消费品公司突破销售规模的限制，实现优势产品的终端体验营销，客户传统渠道壁垒和高成长高风险。

第二，做一个掌控终端的新分众传媒，配合公司服务品牌商的能力。

根据百度提供的资料，分众传媒所经营的媒体网已经覆盖 100 余个城市、数以 10 万计的终端场所，日覆盖超过 2 亿的都市主流消费人群，公司截至退市前，2012 年度营收已经达到 9.27 亿元，净利达到 2.35 亿元，而分众传媒在全国 10 万个终端，怡亚通完全可以做到。

公司作为专业的消费品运营商，其在下游设置广告屏幕和终端分享收益将是公司的一个重要利润来源，并能够帮助公司综合一体地帮助未来的消费品公司展开品牌营销，发挥深度产业链价值。按照平均 11% 的广告费用率，那么怡亚通目前所服务的六大行业，每年在广告上的费用按照 7 万亿静态规模假设，年度广告费用也将达到 7000 亿，作为掌控日用消费品终端的怡亚通掘金能力将是可观的。

图 48: 主流消费品公司的广告费用率 (%)



资料来源: 上市公司年报 光大证券研究所

分众传媒 2006 年上市的屏幕数量是 71230 块, 按照 32 亿美元市值计算, 每块屏幕的价值在 3.2 万美元。公司假设 14 万块的屏幕在 2019 年完成, 假设单位价值为分众传媒 2006 年价值的 1/2, 那么保守估计其市场价值预计在 32 亿美元。

假设怡亚通 14 万个终端及屏幕能够分享日用消费品行业 1-2% 的市场份额, 那么其未来潜在的品牌传播收入可以达到 70-140 亿。

参考 2012 年分众传媒的净利率 25% 计算, 那么未来怡亚通在传媒行业的利润预期可以达到 17-35 亿元。

5、公司盈利潜能巨大, 超级 B2B 是基础保障

5.1、关键假设及盈利预测

公司的核心盈利项目在深度供应链业务, 即渠道整合业务, 公司有望持续成为中国最大的消费品销售服务商, 按照 2015 年公司深度供应链 383 亿的预测, 有望超过 1 号店, 一号店 2014 年的收入公司披露为 180 亿, 增长 56%, 即使 2015 年其增速保持 56%, 那么怡亚通将显著超越 1 号店。

预期公司 2015 年营收达到 406 亿, 2018 年达到 1237 亿, 毛利率提升到 7.22%, 这是我们极为保守的预测, 超预期主要来源于两个要素:

1、公司深度供应链的毛利率超预期概率较大, 规模效应和新品类加入直接推动毛利率提升, 特别是大量中小企业的加入会大幅度提升怡亚通的综合毛利率和平台推广价值。

2、我们对怡亚通供应链金融 2015 年营收预测为 2.7 亿, 2018 年也仅为 14 亿, 对应担保贷款额度为 350 亿, 且没有考虑到公司自有资金的直接贷款, 主要考虑为对终端的担保贷款。

表 8: 怡亚通四大业务拆分预测

收入项目	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
怡亚通整体业务收入(百万元)	22126	40611	63977	95244	123703
增速 (%)	92.16%	83.55%	57.53%	48.87%	29.88%
毛利率 (%)	7.29%	6.76%	6.68%	6.89%	7.22%
广度供应链业务(百万元)	1008	1069	1133	1201	1273

增速(%)	5.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率 (%)	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
深度产业链业务 (百万元)	20,176	38,334	61,335	92,003	119,604
增速(%)	107.80%	90.00%	60.00%	50.00%	30.00%
毛利率 (%)	4.80%	5.10%	5.40%	5.70%	5.90%
供应链金融收入 (百万元)	160	270	430	800	1400
增速 (%)	100.00%	68.75%	59.26%	86.05%	75.00%
毛利率 (%)	85.35%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
产品整合业务 (百万元) (2013年前含供应链金融)	782	938	1079	1241	1427
增速 (%)	-7.43%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	3.12%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：光大证券研究所

对其他盈利预测项目的假设主要体现在费用率的预测上，考虑到公司的业务规模扩大，我们逐步降低公司销售费用率的预期。

表 9：怡亚通盈利预测假设

年度	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入同比增长率	92.16%	83.55%	57.53%	48.87%	29.88%
毛利率	7.29%	6.76%	6.68%	6.89%	7.22%
营业成本 / 营业收入	92.71%	93.24%	93.32%	93.11%	92.78%
营业税金及附加 / 营业收入 (营业税率)	0.30%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%
营业费用 / 营业收入	0.44%	0.42%	0.40%	0.38%	0.38%
管理费用 / 营业收入	3.56%	3.20%	2.80%	2.60%	2.50%
实际税率	25.89%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比例	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：光大证券研究所

5.2、用 PS 和收入增速为怡亚通估值更为合理

1、我们较为中性地选择用收入及收入增速两个指标来衡量公司的合理估值，特别是市值。由于公司处于剧烈的整合转型期，现金流的波动较大，本次估值暂不采用 DCF 估值法，等待公司未来业务范围和模式稳定后再尝试自由现金流绝对估值法。

2、主要选择苏宁云商和京东作为参考标的。

表 10：主要互联网消费品商业公司的 PS 估值水平

公司	2014 营收	2015 营收	营收增速	市值	2015PS	PSG
苏宁云商	1090 亿	1228 亿	12.6%	944 亿	0.77	6.1
京东	1150 亿	1745 亿	51.7%	2431 亿	1.39	2.7
唯品汇	37.7 亿美元	65.17 亿美元	72.8%	163 亿美元	2.5	3.4

资料来源：2015 年营收分别取 iFinD 和汤姆路透一致预期

对苏宁的估值进行分拆处理，公司 2014 年线上收入预计为 226 亿，线下收入 862 亿，按照线下 0.8PS 的保守估值，合理估值 689 亿，那么线上部分预计分部估值为 255 亿，对应 PS 为 1.128。

怡亚通 2015 年度收入预期为 406 亿元，按照三个参照公司 P/S 简单平均值计算为 1.55，参考京东纯互联网为 1.39，谨慎选择 1.39 作为怡亚通 P/S 估值依据，那么怡亚通 2015 年的合理市值为 564 亿，对应公司股价 57.2 元。

5.3、FCFF 绝对估值为每股 57 元，商业模式可行

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：由于怡亚通是国内最大的消费品 B2B 整合企业，整合空间巨大，将在未来的 10 年中处于持续扩张阶段，但出于保守假设考虑，长期增长率为 2%。
- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-商业零售的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 23.6%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(βlevered)	1.09
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.55%
税率	25.89%
Kd	1.92%
Ve	32,673.3
Vd	13,247.3
目标资本结构	28.85%
WACC	8.77%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-16,182.33	-23.68%
第二阶段	14,963.91	21.90%
第三阶段 (终值)	69,550.38	101.78%
企业价值 AEV	68,331.96	100.00%
加：非经营性净资产价值	2,437.28	3.57%
减：少数股东权益 (市值)	1,314.50	-1.92%
减：债务价值	13,247.28	-19.39%
总股本价值	56,207.47	82.26%
股本 (百万股)	986.13	-
每股价值 (元)	57.00	-
PE (隐含)	178.58	-

PE (动态) 99.63 -

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.77%	65.71	72.34	80.12	89.37	100.56
8.27%	55.80	61.24	67.54	74.94	83.74
8.77%	47.32	51.83	57.00	63.00	70.03
9.27%	40.00	43.78	48.06	52.99	58.69
9.77%	33.65	36.83	40.42	44.50	49.19

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	57	34 - 101	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	44	26 - 75	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	63	48 - 90	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

5.4、给予公司 6 个月目标价 47.2 元，首次给予“买入”评级

综合公司绝对估值和相对估值，给予公司 6 个月目标价给予 47.2 元。

首次给予公司“买入”评级，建议投资者把握公司对整个传统消费品流通模式的颠覆。

5.5、股价驱动因素主要在收入和盈利能力超预期

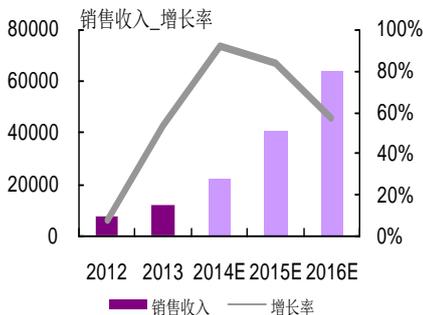
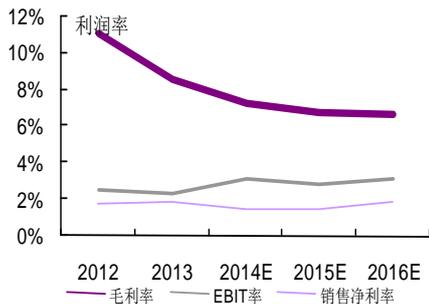
长期股价催化剂：公司持续整合经销商，推平渠道，获得对品牌运营商的深度服务价值，并带动 O2O 的新模式突破，打造天地同步的新型互联网消费品商业公司。

短期股价催化剂：供应链金融业绩超预期；一季度及全年收入整合速度超预期，同时公司的线下终端的深度整合及数据连接服务能力将大幅度提升。

6、风险分析

经营风险：如果公司的整合不能达到预期效果，那么企业的毛利率提升将不及预期，从而净利率提升难度较大。

市场风险：如果市场的估值发生转换，特别是互联网公司的估值发生较大波动，那么怡亚通的 PS 估值法可能影响到公司的市值估价。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,484	11,514	22,126	40,611	63,977
营业成本	6,652	10,520	20,513	37,867	59,702
折旧和摊销	46	50	23	34	45
营业税费	24	32	65	130	205
销售费用	72	74	97	171	256
管理费用	531	598	788	1,300	1,791
财务费用	130	108	296	383	465
公允价值变动损益	28	-25	0	0	0
投资收益	0	42	1	1	1
营业利润	149	268	397	761	1,559
利润总额	158	263	426	780	1,570
少数股东损益	5	8	1	1	1
归属母公司净利润	125.48	200.29	314.75	584.32	1,176.55

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	10,465	14,521	20,045	24,545	32,810
流动资产	8,679	11,532	17,828	22,161	30,271
货币资金	4,820	4,228	7,965	10,153	12,795
交易型金融资产	24	27	27	27	27
应收帐款	1,953	3,693	4,425	4,873	6,398
应收票据	91	170	111	203	320
其他应收款	126	143	46	85	134
存货	951	1,971	4,505	5,672	8,947
可供出售投资	213	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	360	360	360	361
固定资产	470	122	229	386	533
无形资产	151	58	114	108	103
总负债	8,937	11,554	16,833	20,841	28,105
无息负债	2,155	2,877	2,907	4,957	7,541
有息负债	6,782	8,677	13,926	15,884	20,564
股东权益	1,528	2,966	3,213	3,703	4,705
股本	834	986	986	986	986
公积金	294	1,213	1,244	1,303	1,420
未分配利润	386	522	736	1,167	2,050
少数股东权益	45	292	293	294	295

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	268	-2,719	-1,857	907	-1,197
净利润	125	200	315	584	1,177
折旧摊销	46	50	23	34	45
净营运资金增加	-222	4,282	6,317	2,283	5,526
其他	319	-7,252	-8,512	-1,994	-7,945
投资活动产生现金流	-159	46	711	-200	-200
净资本支出	-287	-145	-260	-200	-200
长期投资变化	0	360	0	0	0
其他资产变化	128	-169	971	1	1
融资活动现金流	252	2,858	4,883	1,480	4,039
股本变化	0	152	0	0	0
债务净变化	-2,747	1,895	5,249	1,958	4,680
无息负债变化	181	722	29	2,051	2,584
净现金流	352	181	3,737	2,187	2,643

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.30%	53.86%	92.16%	83.55%	57.53%
净利润增长率	-7.06%	59.61%	57.15%	85.65%	101.35%
EBITDA/EBITDA 增长率	94.81%	36.66%	123.25%	64.61%	75.52%
EBIT/EBIT 增长率	134.09%	42.88%	156.27%	65.25%	76.81%
估值指标					
PE	250	157	100	53	26
PB	21	12	11	9	7
EV/EBITDA	132	122	64	40	25
EV/EBIT	164	145	66	41	26
EV/NOPLAT	200	183	89	55	34
EV/Sales	4	3	2	1	1
EV/IC	5	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.12%	8.64%	7.29%	6.76%	6.68%
EBITDA 率	3.13%	2.78%	3.23%	2.90%	3.23%
EBIT 率	2.53%	2.35%	3.13%	2.82%	3.16%
税前净利润率	2.12%	2.28%	1.92%	1.92%	2.45%
税后净利润率 (归属母公司)	1.68%	1.74%	1.42%	1.44%	1.84%
ROA	1.24%	1.43%	1.57%	2.38%	3.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.46%	7.49%	10.78%	17.14%	26.68%
经营性 ROIC	2.59%	2.10%	3.07%	4.47%	6.10%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.10	1.09	1.09	1.10
速动比率	0.96	0.91	0.82	0.81	0.77
归属母公司权益/有息债务	0.22	0.31	0.21	0.21	0.21
有形资产/有息债务	1.50	1.65	1.42	1.53	1.59
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.13	0.20	0.32	0.59	1.19
每股红利	0.04	0.07	0.10	0.18	0.36
每股经营现金流	0.27	-2.76	-1.88	0.92	-1.21
每股自由现金流(FCFF)	0.15	-4.20	-6.16	-1.61	-4.22
每股净资产	1.50	2.71	2.96	3.46	4.47
每股销售收入	7.59	11.68	22.44	41.18	64.88

资料来源：光大证券、上市公司

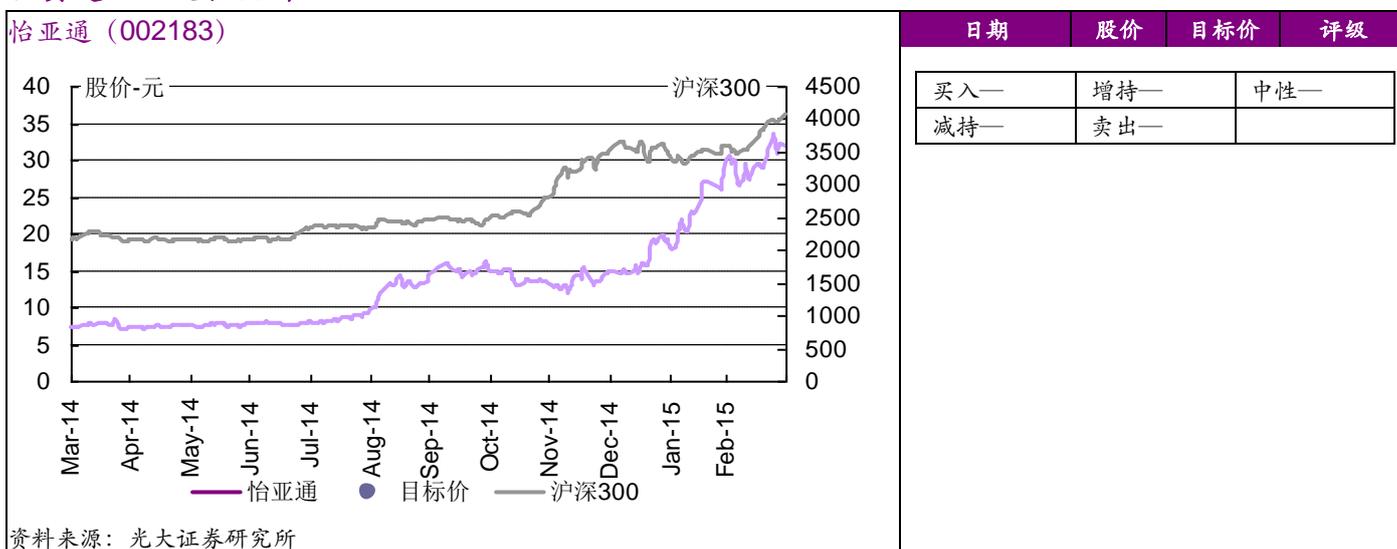
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邢庭志，光大证券研究所食品饮料高级分析师，重点关注酒类、乳业、调味品和健康食品板块。2011-2012年4月任职齐鲁证券食品饮料高级分析师，重点研究酒类、乳业。2007-2010年北京盛初咨询，为公司项目咨询资深合伙人，深度研究服务酒类饮料行业多家知名公司，对酒类饮料等行业的运营盈利模式、产业竞争格局和产品升级模式有深度的洞察和研究框架。合肥工业大学管理学士，上海交大高级金融学院在职MBA。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com