

怡亚通 (002183)

380 平台、供应链金融高增长，终端传媒开始发力

增持 (维持)

2015 年 10 月 29 日

市场数据

报告日期	2015-10-29
收盘价(元)	47.70
总股本(百万股)	1037.58
流通股本(百万股)	1000.69
总市值(百万元)	49492.75
流通市值(百万元)	47732.72
净资产(百万元)	4754.87
总资产(百万元)	28364.22
每股净资产	4.58

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	22142	35981	63929	101198
同比增长	90.6%	62.5%	77.7%	58.3%
净利润(百万元)	312	561	1013	1578
同比增长	55.9%	79.7%	80.6%	55.8%
毛利率	8.1%	7.9%	7.4%	7.2%
净利率	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
净资产收益率(%)	9.9%	14.9%	21.3%	25.1%
每股收益(元)	0.32	0.57	1.03	1.60
每股经营现金流(元)	-3.33	-3.64	-10.23	-13.03

相关报告

《高增长继续，宏大布局逐渐成型》2015-08-26

《研究笔记之八——跨国收购世界 500 强，彰显公司战略管理能力》2015-08-24

《研究笔记之七——市值空间探讨，暨热门问题解读》2015-05-27

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

投资要点

事件:

公司发布 2015 年三季度报告。2015 年前三季度，实现营业收入 238.41 亿元，同比增长 47.71%，第三季度实现营业收入 89.3 亿元，同比增长 43.86%。前三季度实现归属于上市公司股东净利润 3.49 亿元，同比增长 50.41%，第三季度实现归属净利润 1.17 亿元，同比增长 46.98%。前三季度实现 EPS0.35 元。

点评:

- **深度业务、供应链金融高增长持续，终端传媒业务开始发力。**2015 年三季度合资公司继续落地，至此，深度 380 分销服务平台公司近 200 家，并与超过 1000 个快消及家电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国 25 个省级行政区的 200 个城市，服务于超过 100 万的终端零售门店，业务规模居于行业第一。规模的壁垒已经较难逾越。同时今年新发展了面向 380 平台的金融业务，这部分将贡献不少业绩增量，同时终端传媒业务的传媒终端下半年加紧落地，为明年业绩高增长打下基础。我们判断新兴业务有部分收入利润并没有在三季度确认，四季度会集中体现相关业绩的高速增长。

- **“中国第一本地社区服务平台”战略布局清晰。**2015年，是公司业务、战略升华的一年，随着380平台线下网点、基础设施进一步完善，一张遍布全国骨干城市的物流基础设施、高效的现代仓储配送体系逐渐成型。在此基础上，互联网B2B+O2O（宇商网）、互联网B2C+O2O（和乐网、和乐超市、云微店）、互联网O2O金融服务等几大平台开始发力，构建一个融合各环节的生态圈，想象空间巨大。新增的广告业务、金融业务将从下半年开始逐渐贡献利润，并成为明年一大业绩增长点。从公司积极做战略转型与升华、走出去并购500强、推进员工持股计划等动作来看，管理层的能力毋庸置疑。
- **继续关注公司定向增发以及海外并购事项。**去由于公司业务主要依靠投入货币的周转见《怡亚通研究笔记之三，从资金使用角度分析公司未来发展》，因此未来如果公司定增事项落地，将极大拓宽未来数年380平台流量的空间。同时，若海外并购500强能够完善公司在其他品类以及海外市场的布局，其对估值提升显而易见。
- **盈利预测与估值。**预计公司2015至2017年EPS为0.57、1.03、1.60元，我们认为，公司今年将继续加快布局，巩固380平台的无可撼动的深度分销平台的地位，同时，互联网供应链加O2O的业务升华将继续展示380平台的网络价值，短期关注公司定增及海外并购进度、中长期看好公司380平台的流量高增长、增值服务高增长。
- **风险提示。**380平台投入过大，效益不达预期，客户坏账、存货风险。

表、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	14-3Q	14-4Q	15-1Q	15-2Q	15-3Q	QOQ	2014-09	2015-09	YOY
营业收入	6208	5809	6021	8891	8930.2	43.9%	16141	23841	47.7%
营业成本	5840	5266	5570	8273	8254.5	41.3%	15073	22098	46.6%
毛利	368	542	450	618	675.7	83.8%	1068	1744	63.2%
销售费用	27	33	45	48	46.2	68.2%	71	140	96.6%
管理费用	224	280	248	271	345.3	54.3%	600	864	44.1%
财务费用	23	168	99	221	184.2	687.0%	254	504	98.4%
资产减值	-9	28	0	0	0.3	-	8	0	-94.3%
公允价值	-34	33	20	-19	-26.0	-	36	-25	-169.1%
投资收益	17	-4	14	18	28.4	71.3%	66	60	-8.0%
营业利润	104	88	135	122	140.2	34.3%	304	398	30.7%
利润总额	111	113	138	123	143.6	29.9%	306	404	32.1%
净利润	80	80	110	122	117.3	47.0%	232	349	50.4%
EPS	0.077	0.077	0.106	0.117	0.1	47.0%	0.224	0.336	50.4%
销售费用率	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.1%	0.4%	0.6%	0.2%
管理费用率	3.6%	4.8%	4.1%	3.1%	3.9%	0.3%	3.7%	3.6%	-0.1%
财务费用率	0.4%	2.9%	1.7%	2.5%	2.1%	1.7%	1.6%	2.1%	0.5%
所得税率	20.9%	31.5%	16.9%	5.9%	8.2%	-12.7%	19.5%	10.4%	-9.1%
毛利率	5.9%	9.3%	7.5%	7.0%	7.6%	1.7%	6.6%	7.3%	0.7%
净利润率	1.3%	1.4%	1.8%	1.4%	1.3%	0.0%	1.4%	1.5%	0.0%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	17854	25004	38625	57609
货币资金	7516	6420	6785	6664
交易性金融资产	17	21	19	20
应收账款	5019	9249	15786	25330
其他应收款	245	413	725	1153
存货	3351	5707	10048	16029
非流动资产	3999	2485	3137	3014
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	452	421	432	428
投资性房地产	1395	1268	1310	1296
固定资产	515	481	447	414
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	63	30	9	-15
资产总计	21853	27489	41762	60622
流动负债	16431	22166	35714	53442
短期借款	13383	16835	28119	41751
应付票据	959	2469	3871	6432
应付账款	299	953	1425	2409
其他	1790	1908	2298	2850
非流动负债	1517	821	537	113
长期借款	203	-87	-510	-889
其他	1314	908	1047	1002
负债合计	17948	22986	36251	53555
股本	998	986	986	986
资本公积	862	862	862	862
未分配利润	757	1729	2641	4082
少数股东权益	736	748	760	771
股东权益合计	3904	4503	5511	7068
负债及权益合计	21853	27489	41762	60622

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	324	561	1013	1578
折旧和摊销	26	59	59	59
资产减值准备	37	44	73	104
无形资产摊销	24	25	25	25
公允价值变动损失	-69	37	48	44
财务费用	477	475	480	479
投资损失	-62	-55	-57	-56
少数股东损益	12	12	12	12
营运资金的变动	-4082	5960	11055	15091
经营活动产生现金流量	-3280	-3587	-10088	-12846
投资活动产生现金流量	-54	238	-6	75
融资活动产生现金流量	3751	2254	10459	12649
现金净变动	417	-1096	365	-122
现金的期初余额	1194	7516	6420	6785
现金的期末余额	1611	6420	6785	6664

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22142	35981	63929	101198
营业成本	20339	33121	59181	93944
营业税金及附加	54	108	192	304
销售费用	104	252	447	708
管理费用	880	1403	2493	3947
财务费用	423	475	480	479
资产减值损失	37	31	33	32
公允价值变动	69	37	48	44
投资收益	62	55	57	56
营业利润	392	684	1207	1885
营业外收入	33	27	29	28
营业外支出	6	10	9	9
利润总额	419	700	1227	1904
所得税	95	127	202	314
净利润	324	573	1025	1590
少数股东损益	12	12	12	12
归属母公司净利润	312	561	1013	1578
EPS (元)	0.32	0.57	1.03	1.60

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性				
营业收入增长率	90.6%	62.5%	77.7%	58.3%
营业利润增长率	46.3%	74.4%	76.6%	56.2%
净利润增长率	55.9%	79.7%	80.6%	55.8%
盈利能力				
毛利率	8.1%	7.9%	7.4%	7.2%
净利率	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
ROE	9.9%	14.9%	21.3%	25.1%
偿债能力				
资产负债率	82.1%	83.6%	86.8%	88.3%
流动比率	1.09	1.13	1.08	1.08
速动比率	0.88	0.87	0.80	0.78
营运能力				
资产周转率	121.7%	145.8%	184.6%	197.7%
应收帐款周转率	504.4%	500.5%	506.8%	488.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.57	1.03	1.60
每股经营现金	-3.33	-3.64	-10.23	-13.03
每股净资产	3.21	3.81	4.82	6.39
估值比率(倍)				
PE	150.6	83.8	46.4	29.8
PB	14.8	12.5	9.9	7.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。