

## 怡亚通(002183.SZ)

## 垂直服务行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市场价格(人民币): 31.16元  
 目标价格(人民币): 60.00-72.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 1,000.69    |
| 总市值(百万元)     | 32,331.11   |
| 年内股价最高最低(元)  | 73.15/15.68 |
| 沪深300指数      | 3223.13     |
| 深证成指         | 10501.79    |



## 垂直物流分销平台, 解决流通两大顽疾

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013   | 2014   | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.203  | 0.313  | 0.467    | 0.664    | 0.997    |
| 每股净资产(元)    | 2.71   | 3.18   | 3.23     | 3.92     | 4.95     |
| 每股经营性现金流(元) | -2.76  | -3.29  | -0.65    | -2.36    | -2.34    |
| 市盈率(倍)      | 153.42 | 99.56  | 66.74    | 46.91    | 31.24    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 124.17 | 169.48 | 200.04   | 200.04   | 200.04   |
| 净利润增长率(%)   | 59.61% | 55.92% | 55.13%   | 42.26%   | 50.15%   |
| 净资产收益率(%)   | 7.49%  | 9.86%  | 15.05%   | 17.64%   | 20.94%   |
| 总股本(百万股)    | 986.13 | 997.78 | 1,037.58 | 1,037.58 | 1,037.58 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **天花板尚远: 传统分销渠道具备巨大的整合空间。**第三方物流受益于专业化分工, 正在高速发展, 传统分销渠道中间冗余环节过多, 品牌商各自为战, 具备巨大的整合空间。仅考虑怡亚通重点布局的快消品细分市场, 终端销售额接近6万亿, 渠道加价空间1.8万亿, 这是怡亚通瞄准的渠道整合价值。一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系, 电商交易落地仍需依靠实体渠道。同时, 电商在快消品领域和三四线城市的渗透存在瓶颈。
- **护城河深筑: 商业模式+先发优势+线上线下融合。**怡亚通构建的一体化分销商业模式——深度380分销平台, 是对传统分散化、多层级分销渠道网络的颠覆。怡亚通的护城河体现在: 1) 通过整合各品牌、各层级渠道资源, 380分销平台可以实现效率提升和成本节约, 渠道向底线城市、县城和农村的下沉成为可能, 品牌商和零售终端都将从中受益。2) 一体化分销平台具备规模优势, 扩张边际成本递减, 怡亚通占据先发优势, 或将赢者通吃。3) 正在搭建的宇商网、和乐网、云微店的线上业务, 既受益于线下高效的供应链网络, 同时向线下导流, 成为380分销平台价值变现的新入口。
- **高成长可期: 平台放量+线上发力+增值服务:** 1) 随渠道覆盖范围延伸, 品牌渗透率提升和新品牌开拓, 380平台将继续放量, 市场空间可达6000亿。2) B2B平台宇商网通过导入新品牌和终端贡献增量; B2C平台和乐网用户群短板补齐后, 或成第二个京东; 打造C2C星链云微店, 积极分享社交化购物红利。3) 供应链金融随深度业务快速增长, 终端营销贡献利润在即。

## 投资建议

- 怡亚通商业模式独具颠覆性, 业绩兑现确定性强。公司催化剂不断, 线上业务落地在即, 积极寻求外延并购布局全球供应链业务, 给予公司未来6-12个月60元目标价位, 对应市值约600亿元, 对应PEG1.2倍, 给予“买入”评级。

## 风险

- 扩张不及预期、管理及资金风险、价格波动风险、汇率波动风险。

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038200  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、怡亚通：聚焦深度供应链业务             | 4  |
| （一）业务概况：供应链服务整合商            | 4  |
| （二）战略回顾：打造 380 深度分销平台是关键转折  | 6  |
| 二、天花板尚远：传统分销渠道具备巨大的整合空间     | 7  |
| （一）第三方物流仍处于快速发展阶段           | 7  |
| （二）传统分销渠道具备巨大的整合空间          | 7  |
| （三）一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系      | 9  |
| 三、护城河深筑：商业模式+先发优势+线上线下融合    | 10 |
| （一）护城河一、商业模式具备颠覆性           | 10 |
| （二）护城河二、占据先发优势，扩张迅速         | 12 |
| （三）护城河三、线上线下融合，创造生态黏性       | 14 |
| 四、高成长可期：平台放量+线上发力+增值服务      | 15 |
| （一）平台放量，380 深度分销或占万亿快消品市场   | 15 |
| （二）线上发力，B2B、B2C、云微店成第二增长极   | 16 |
| （三）锦上添花，供应链金融和 O2O 终端营销确定性高 | 18 |
| （三）机遇或隐忧，对于经营现金净流出的思考       | 20 |
| 五、估值分析                      | 21 |
| （一）关键假设                     | 21 |
| （二）盈利预测                     | 22 |
| （三）市值估算                     | 22 |
| （四）投资建议                     | 22 |
| 六、风险提示                      | 22 |

## 图表目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 图表 1：公司股权结构          | 4  |
| 图表 2：公司主营业务示意图       | 4  |
| 图表 3：深度供应链业务示意图      | 5  |
| 图表 4：公司营业收入增长情况      | 6  |
| 图表 5：全球第三方物流收入增长较快   | 7  |
| 图表 6：亚洲国家第三方物流增速高于欧美 | 7  |
| 图表 7：传统多层次分销渠道示意图    | 8  |
| 图表 8：批发零售业消费品零售总额    | 9  |
| 图表 9：日化、食品、酒饮等销售收入   | 9  |
| 图表 10：大中型零售业情况       | 10 |
| 图表 11：小微零售业情况        | 10 |
| 图表 12：地级市、县级市城市数量占比  | 10 |
| 图表 13：地级市、县级市人口数量占比  | 10 |

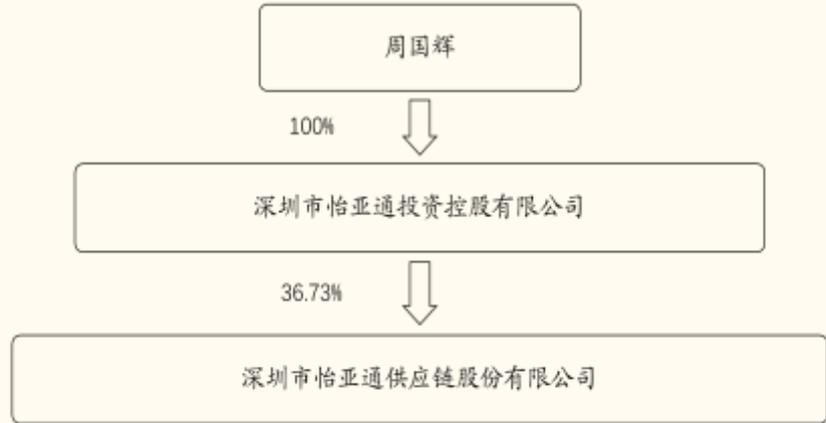
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 14: 传统分销渠道与 380 分销平台的示意图 ..... | 11 |
| 图表 15: 传统分销渠道与 380 分销平台的对比 .....  | 11 |
| 图表 16: 怡亚通深度业务毛利率持续提升 .....       | 11 |
| 图表 17: 怡亚通供应链服务网络 .....           | 13 |
| 图表 18: 怡亚通部分服务客户 .....            | 14 |
| 图表 19: 怡亚通线上线下业务逻辑关系图 .....       | 14 |
| 图表 20: 怡亚通深度业务快速放量 .....          | 15 |
| 图表 21: 380 分销平台的扩张途径 .....        | 16 |
| 图表 22: 怡亚通星链云微店示意图 .....          | 18 |
| 图表 23: 快消品的广告投放费用占比较大 .....       | 19 |
| 图表 24: 怡亚通终端营销未来拓展空间 .....        | 20 |
| 图表 25: 怡亚通经营现金净流出占营收比例 .....      | 20 |
| 图表 26: 经营现金流的主要影响项目 .....         | 20 |
| 图表 27: 分类业务预测表 .....              | 21 |

## 一、怡亚通：聚焦深度供应链业务

### （一）业务概况：供应链服务整合商

公司成立于 1997 年，总部设在深圳，主营业务是为企业提供供应链管理服务，是中国第一家上市供应链企业。公司实际控制人是周国辉，通过深圳市怡亚通投资控股有限公司持有公司 36.73% 的股份，公司股权结构如下：

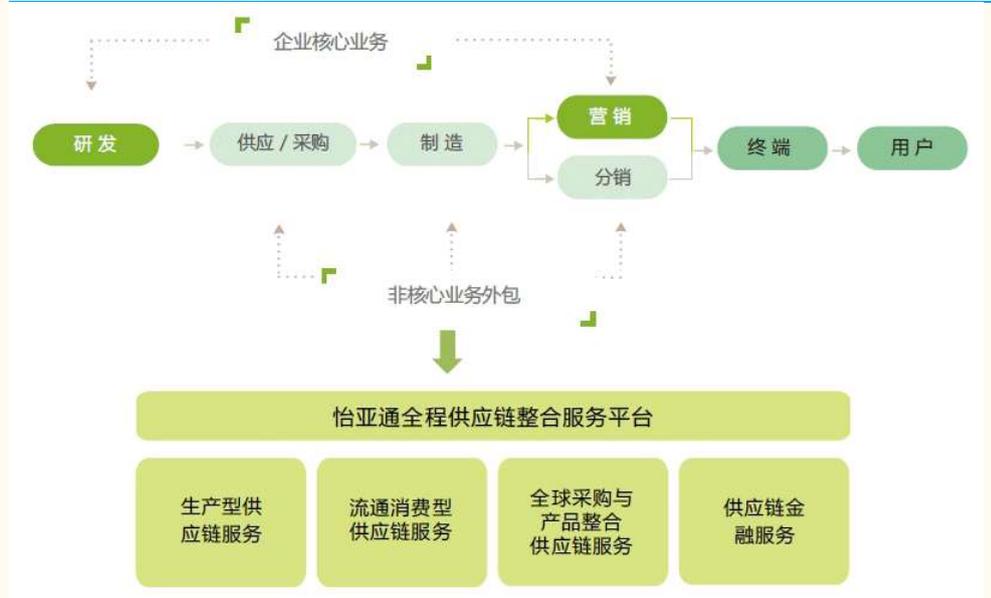
图表 1：公司股权结构



来源：上市公司 国金证券研究所

公司专注于供应链服务，战略定位为整合型平台服务企业。根据供应链在生产和流通（销售）的不同环节，目前形成**广度供应链**（主要服务于生产环节和生产制造企业）、**深度供应链**（主要服务于销售流通环节和商品流通型企业）、**全球采购及海外服务**、**供应链金融** 4 个板块的主营业务，其中，深度供应链是公司大力拓展的战略业务。

图表 2：公司主营业务示意图



来源：上市公司 国金证券研究所

- **业务一、深度供应链业务。**深度供应链主要服务于商品销售流通环节，提供产成品到最终消费者环节的一站式整合供应链服务，包括采购、深度物流、销售、收款等，是公司最近几年重点发展的战略业务。通俗来讲，深度供应链业务就是按照品牌商要求，将商品配送到卖场、超市、小卖部等

**零售终端。**目前深度供应链主要覆盖日化、食品、母婴、酒饮、家电等业务领域。

- **公司深度供应链业务的商业模式具备颠覆性。改变传统的各品牌独自建立多层次渠道的分销模式，打造多品牌共享、渠道扁平的一体化分销平台。**目前，在上游品牌方面，公司与超过 1000 个快消及家电品牌商达成战略合作；在下游终端方面，公司的服务网络覆盖一至六线城市，业务覆盖全国 25 个省的 200 个城市，服务超过 100 万的终端零售门店。

图表 3：深度供应链业务示意图



来源：上市公司 国金证券研究所

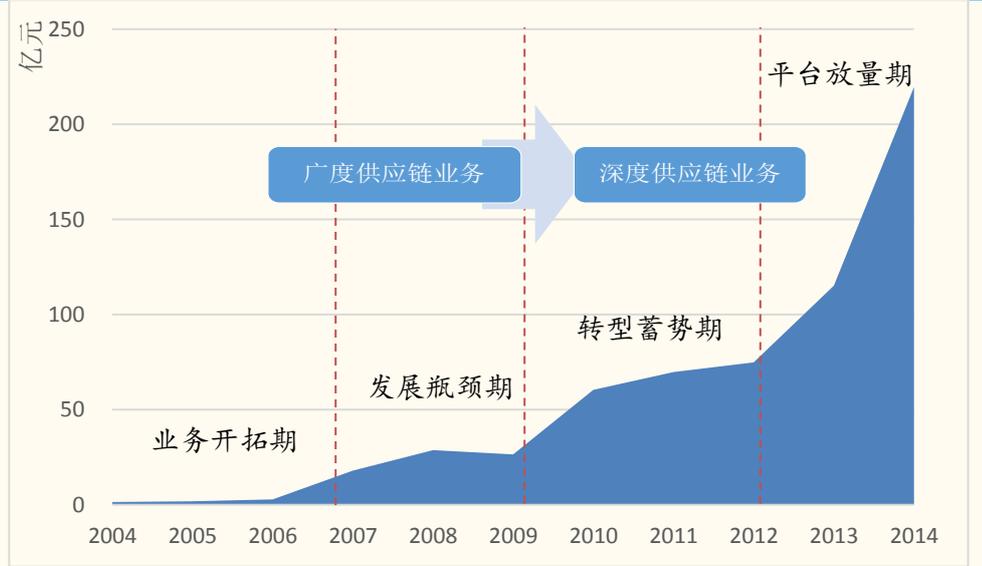
- **深度供应链业务主要依托 380 深度分销整合平台实现。**380 平台名称来源于公司提出的进入全国 380 个地、县级市，其组织体系包括省级平台公司（由公司全资所用，实现平台管理和商务管理功能）、地级平台公司（全资所有，或通过合资或并购）和分公司。
- **深度供应链业务是公司的核心价值所在，也是公司近几年业务超预期增长的核心驱动力。**2014 年，公司营业收入增加 105.19 亿元，其中，深度供应链业务增加 104.85 亿元，几乎贡献全部营收增长。2014 年，深度供应链业务收入 202 亿元，占到营业收入的 91%，较上年同期增长 107.99%。
- **业务二、广度供应链业务。**公司也将广度供应链服务称为生产型供应链服务，主要服务于生产环节，为客户提供一体化的原材料采购、物料供应、生产管理、仓储及物流管理、进出口物流等服务。
  - 广度供应链服务是公司业务发展的基础，已经形成比较成熟完善的服务平台。品牌商可选择性地将生产采购环节全部或部分非核心业务外包给怡亚通，帮助品牌商实现供应链效率提升。公司服务品牌商集中于 IT、通信、电子、医疗等行业，包括 APPLE、MICROSOFT、CISCO、GE、PHILIPS、CASIO、LENOVO、HAIER 等知名企业。
  - 目前公司广度供应链业务已经较为成熟，发展平稳。2014 年广度供应链业务量虽然有所提升，但由于单位价值较高的 IT 产品比重上升，以公司提供的供应链服务价值计量的营收收入反而有所下降，毛利基本保持稳定。
- **业务三、全球采购及海外业务。**全球采购及海外业务主要是为了与国内市场区分，与广度供应链、深度供应链服务并无商业模式上的差异。目前主要服务于 IT、电子元器件、化工、稀贵金属等行业的品牌企业及采购商，包括东芝、联想、同方、中石化等，现阶段已具备电脑研发、稀贵金属加工、液晶屏加工、产品定制等资源。

- **业务四、供应链金融业务。**公司依托既有的广度、深度供应链服务，面向供应链上数量庞大的上下游企业，根据其资金需求（主要是下游零售终端的融资需求），开展多样化的供应链金融业务，目前开展的业务包括小额贷款融资、设备融资租赁等，同时提供供应链金融解决方案与咨询。

**(二) 战略回顾：打造 380 深度分销平台是关键转折**

怡亚通率先提出与国际接轨，致力于成为全球最优秀的供应链服务商。公司 1997 年成立，2007 年上市，2010 年提出 380 转型，2014 年深度供应链业务放量，粗线条看，公司的发展历程大致可以分为四个阶段：一是业务开拓期，二是发展瓶颈期，三是转型蓄势期，四是平台放量期。

**图表 4：公司营业收入增长情况**



来源：Wind 国金证券研究所

- **业务开拓期 (1997-2007 年)：**公司成立后，初期主要为全国各地的 IT 品牌商提供采购、配货等服务。从 2001 年开始，公司在业务规模有所扩大后，投入巨资打造基础设施平台，扩张服务网络，为生产企业提供一体化的广度供应链服务，进入快速成长。2005 年，公司从原有的 IT 领域，切入快消品、医疗器械、化工等领域，业务规模进一步上升。
- **发展瓶颈期 (2008-2009 年)：**公司 2007 年在深交所中小板上市后，遭遇金融危机，IT 行业，特别是计算机硬件设备需求疲软，品牌商竞争日益激烈，公司赖以生存的广度供应链业务也同样遭遇激烈竞争，业务增长停滞，开始探索转型。
- **转型蓄势期 (2010-2013 年)：**公司在 2010 年提出转型，重点发展深度供应链业务，进入快消品分销领域，构建深度 380 分销平台战略。董事长周国辉提出在全国 380 个地、县级市，打造一个覆盖近 10 亿有效消费人口的快消品直供平台。2012 年底，公司就建立了 100 个城市供应链服务平台。2013 年，公司加快步伐在在各省设立全资子公司，负责本省深度分销渠道的拓展和相应投融资管理，同时在省级公司下谋求与优质经销商的合作，通过设立合资公司，高效获取渠道资源。
- **平台放量期 (2014 年至今)：**2014 年新增 6 家省级子公司，业务扩张到 25 个省，新增合资公司 60 家，合计平台合资公司超过 100 家，覆盖 200 个城市。随着公司 380 平台底层基础设施的完善，深度供应链业务迎来高速增长，2014 年深度供应链业务翻番。2015 年，公司在 380 平台基础上，进一步提出从“平台”战略迈向“生态”战略，构建“3+5 生态战略”（“3”即线上宇商网 (B2B) + 云微店 (和乐网的网上商店) + 和乐网 (B2C)；“5”即线下分销平台 + O2O 金融 + 终端传媒 + 零售服务平台 + 增值服务)，将全面覆盖中国流通行业 500 逾万家终端门店，覆盖 10 多亿消费者，产品直送

全国 380 个主要城市和 2800 个县级市，整个生态圈年交易额超过万亿，使所有参与者协同发展、共享共赢。

从传统渠道商切换到构建 380 一体化分销平台，从服务生产为主的广度供应链转向服务分销为主的深度供应链，是公司发展战略的重大转折。从 2014 年开始，随着公司 380 平台业务的放量，市场对怡亚通 380 平台战略给予认可，怡亚通的股价从 7 元拉升至 2015 年 5 月份最高的 74 元，涨幅超过 10 倍（若从 12 年底最低的 3.7 元计算，涨幅接近 20 倍）。本文尝试重新梳理分销渠道一体化的潜在市场空间，以及怡亚通在其中所处的竞争位势及未来成长路径，尝试回答怡亚通未来的市值增长空间到底还有多少。

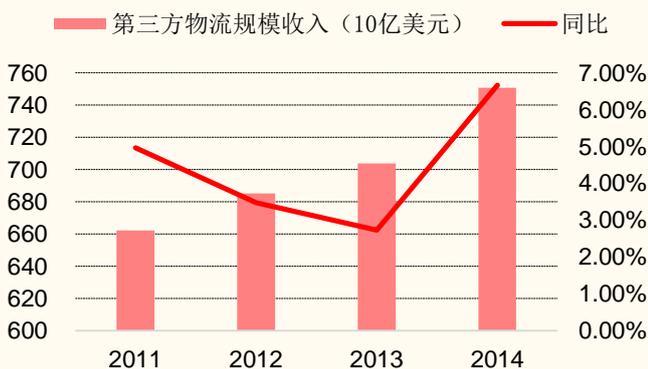
## 二、天花板尚远：传统分销渠道具备巨大的整合空间

第三方物流受益于全球化和专业化分工，正在高速发展，但传统分销渠道中间冗余环节过多，各品牌商各自为战，具备巨大的整合空间。怡亚通深度供应链业务构建的分销一体化整合平台，其本质是对传统分销渠道的彻底改造。目前，国内消费品零售规模接近 25 万亿，中间各层渠道商加价空间约 7 万亿，快消品零售规模约 6 万亿，加价空间 1.8 万亿，这是怡亚通 380 分销平台瞄准的渠道整合价值。

### （一）第三方物流仍处于快速发展阶段

- **第三方物流是发展趋势。**专业化分工背景下，低效的企业内部自建物流和简单外包物流加速向第三方物流转移，预计 2020 年全球第三方物流收入规模超过万亿美元。2011 年-2014 年，全球第三方物流收入规模年均增长 4.5%，高于全球 GDP3.6% 的增长速度。2014 年，第三方物流收入规模达到 7500 亿美元，增长 6.7%，增速明显加快。
- **中国将成为全球供应链中心。**全球化背景下非核心业务外包、相对较快的经济增速、高人口基数下的消费市场拉力，以及生产制造企业的集聚等多重要素，共同决定了全球物流中心向亚洲、尤其是中国转移。就国内的情况来看，除了跨国企业将大部分非核心业务外包，越来越多的国内企业也在积极应用第三方物流。2014 年，中国的第三方物流收入规模达到 1500 亿美元，约合 8000 亿元，增速高达 17%，明显快于其他国家。

图表 5：全球第三方物流收入增长较快



来源：Wind 国金证券研究所

图表 6：亚洲国家第三方物流增速高于欧美



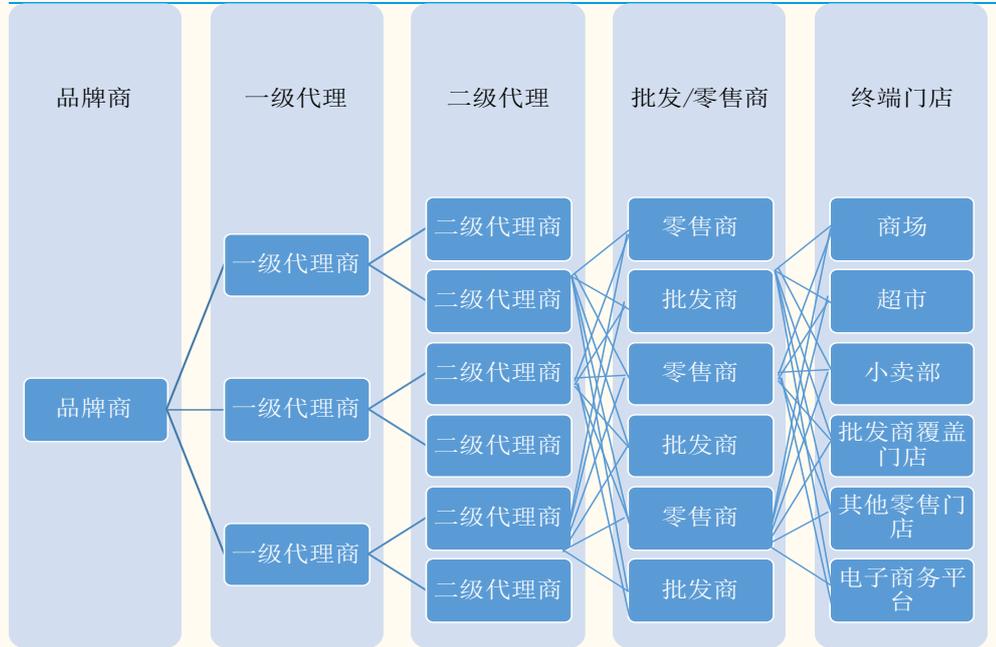
来源：Wind 国金证券研究所

### （二）传统分销渠道具备巨大的整合空间

- **传统分销渠道相互独立，中间冗余环节过多。**一般而言，品牌商需要建立自上而下、多层级的经销商分销网络。每个品牌都要找总代、省代、市代，到底下的批发商和零售商，再到最末端的大型超市、百货商店、卖场、小卖部等等。一个典型的品牌商的传统分销渠道如下图所示。一个品牌商的

渠道网络就如此复杂，数以万计的品牌商构成了更为复杂的分销渠道网络。虽然在一些行业，经销商可以同时代理多个品牌，渠道资源有所合并，但总体来看，渠道整合目前只存在于某些行业、某个层级或某些节点上，整合程度较低，分销体系整体仍较为低效。

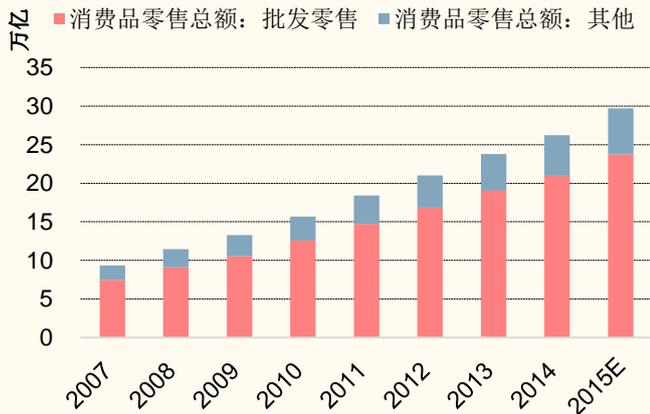
图表 7：传统多层次分销渠道示意图



来源：网络资料 国金证券研究所

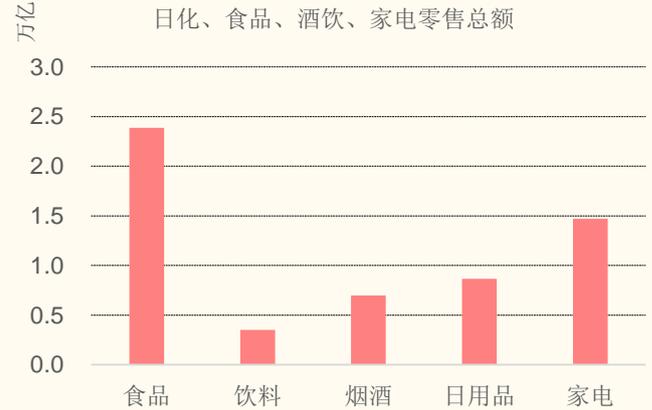
- **供需逆转和电商崛起冲击传统多层次分销渠道。**由于消费品供给的极大丰富和需求端增速的放缓，渠道商只愁买不愁卖的日子已经成为过去，品牌商竞争激烈，利润空间以及相应的渠道空间被压低。此外，淘宝、京东、一号店等电商迅速崛起，电商相对较低的价格对消费品终端零售价格形成冲击，进一步压低了传统渠道商的利润空间，倒逼分散化、多层级的分销渠道进行压缩和整合。以茅台 53 度飞天为例，2012 年前，以零售指导价计算的渠道价差维持在出厂价的 70%左右，实际价差超过 100%，而到了 2014 年，以零售指导价计算的渠道价差被压缩到 40%，而实际的零售价更低，真正的渠道价差已经不足 20%。
- **消费品传统分销渠道加价空间 7 万亿。**传统渠道层次多，结构复杂，代理商和经销商需要层层加价，一般渠道利润率在 30%左右。一些产品，比如化妆品的渠道加价甚至达到好几倍。2015 年，全国社会消费品零售总额预计接近 24 万亿，考虑 30%的渠道利润率，中间渠道的加价空间在 7 万亿左右。仅考虑日化、食品、酒饮、家电等怡亚通目前重点布局的快消品细分市场，终端销售额接近 6 万亿，加价空间也在 1.8 万亿。目前，渠道加价的巨大蛋糕被数量众多的各品牌、各级代理商、渠道商分食，这也是怡亚通构建一体化分销平台瞄准的市场价值所在。
- **整合后，一体化分销平台的渠道空间超过 2 万亿。**当然，现有的渠道加价和利润空间，在进行一体化整合后，必然被大大压缩。由于怡亚通深度供应链业务的渠道利润率即反映了供应链两端的差价，可以用其简单类比未来一体化分销平台的利润空间。我们估计传统分销渠道在压缩和整合后，大约维持在 10%左右，对应渠道空间超过 2 万亿。仅考虑怡亚通布局的日化、食品、酒水、家电等快消品市场，对应渠道空间 6 千亿。

图表 8：批发零售业消费品零售总额



来源：Wind 国金证券研究所

图表 9：日化、食品、酒饮等销售收入



来源：Wind 国金证券研究所

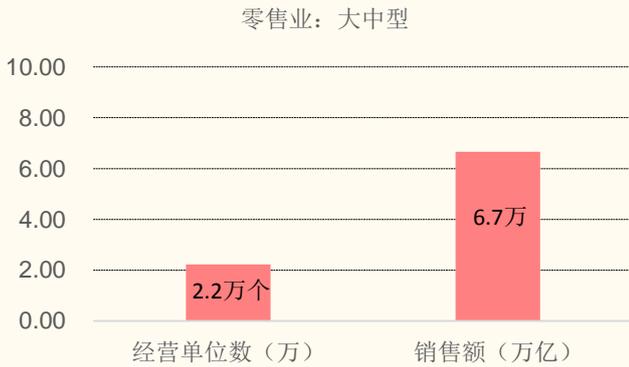
### (三) 一体化分销平台与电商是合作而非竞争关系

- **电商负责交易撮合，落地仍需依靠实体渠道。**市场普遍担心淘宝、京东等电商的突飞猛进将对实体渠道造成负面冲击。实际上，电商只是构建了虚拟交易平台，每一笔交易的落地仍需依赖实体渠道，只不过原有的多层级渠道效率太低，需要被淘汰。实际上，**电商的开疆拓土更需要扁平化、一体化的分销渠道作为支撑。**经过深度整合的一体化分销平台和电商交易是相辅相成的，并不是竞争关系。

不管是 C2C 模式的淘宝，还是 B2C 模式的天猫、京东自营、唯品会，商家销售的商品仍来自于实体销售渠道，需要依靠怡亚通等分销平台将货物配送到制定的大仓库。目前，京东正在发力自建物流体系，可能将渠道内部化，但我们认为这不是最好的商业模式，京东的优势在于从未端快速配送到消费者手中，至于上一层的分销仍应交给专业的供应链企业。

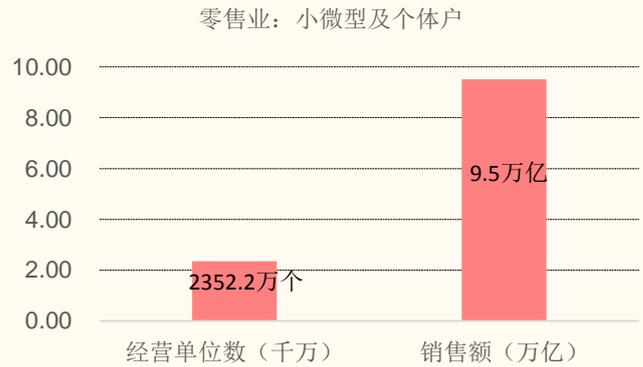
- **电商在快消品领域和三四线城市的渗透存在瓶颈。**即使做最坏的打算，B2C 电商全部在内部自建上下游渠道，并由品牌商直供，对实体分销平台的真正影响也有限。最主要的原因有两点：
  - **原因一、快消品的购买便利性要求决定微型零售终端价值。**由于日用品、食品、饮料、烟酒等快消品单位价值较低、重复消费、频繁使用等特点，消费者对购买便利性要求很高，而这是分布广泛、数量众多的社区小卖部、小超市等微型零售终端的优势所在。根据商务部的统计数据，全国小微型及个体户经营单位数超过 2300 万个。大卖场、大超市、百货商场可能在电商的冲击下消失，社区小卖部、小超市、杂货店则会与电商长期共存。
  - **原因二、电商直营渠道向三四线城市渗透成本太高。**中国地域广阔，三四线城市分布大量消费人群。全国有 370 县级市，2800 个县城，除了直辖市和省会城市外，其他城市人口占到 70%。目前京东、天猫等的主战场集中在一、二线城市，深层原因有三个：1) 三四线城市数量众多，建立物流网络成本太高；2) 下线城市以及农村地区人口密度和网购频次较低，单位物流节点的运营成本也大大高出一二线城市；3) 在三四线城市，从仓库配送到消费者手中的距离明显拉长，京东等电商倚重的物流配送效率降低。

图表 10: 大中型零售业情况



来源: Wind 国金证券研究所

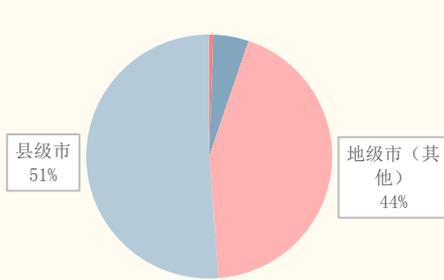
图表 11: 微型零售业情况



来源: Wind 国金证券研究所

图表 12: 地级市、县级市城市数量占比

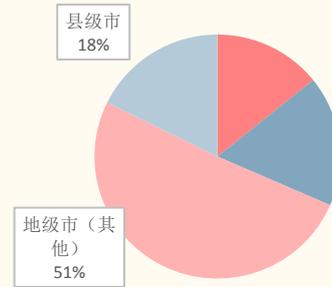
■ 直辖市 ■ 省会和计划单列市 ■ 地级市 (其他) ■ 县级市



来源: 城市建设统计年鉴 国金证券研究所

图表 13: 地级市、县级市人口数量占比

■ 直辖市 ■ 省会和计划单列市 ■ 地级市 (其他) ■ 县级市



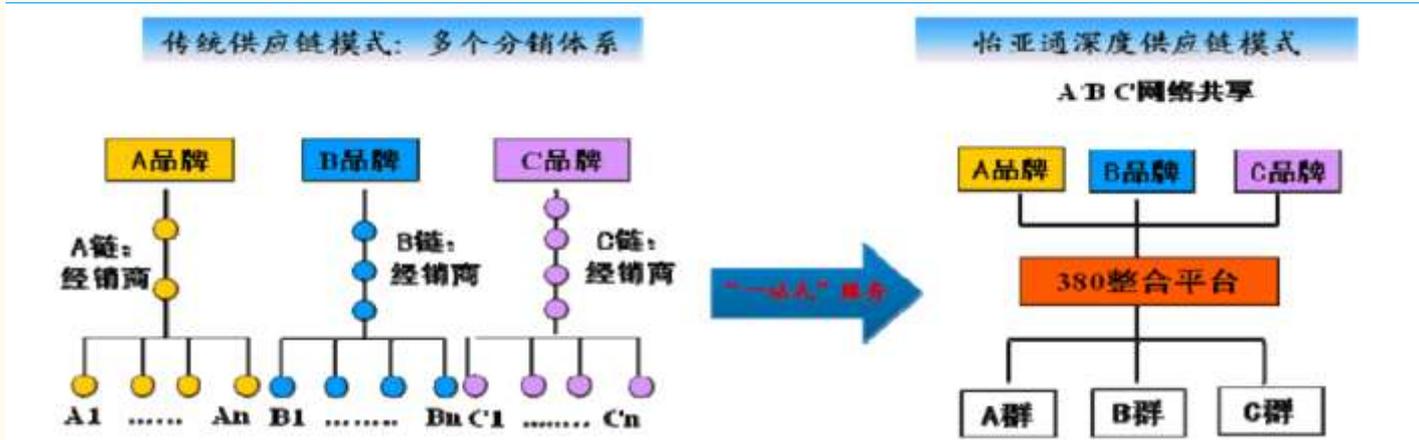
来源: 城市建设统计年鉴 国金证券研究所

### 三、护城河深筑: 商业模式+先发优势+线上线下融合

#### (一) 护城河一、商业模式具备颠覆性

怡亚通构建的一体化分销商业模式——深度 380 分销平台, 是对传统分散化、多层级分销渠道网络的颠覆。理解下图是理解 380 商业模式的关键。怡亚通 380 分销平台从两方面对传统分销体系进行改造: 横向上整合各个品牌商的渠道链条, 使各品牌商共享渠道资源; 纵向上压缩中间渠道层级, 使渠道扁平化。简单来讲, 怡亚通是在革传统中间分销商的命, 革的不是一个牌子, 是全部的牌子, 革的不是某一层, 是总经销商、大经销商和分经销商通通都革, 这里面的空间当然深具想象空间。一体化分销平台对传统分销渠道的优势是碾压性的, 具体体现在三个方面: 1) 成本节约、效率提升; 2) 渠道下沉从不可能成为可能; 3) 创造多方共赢的平台价值。

图表 14: 传统分销渠道与 380 分销平台的示意图



来源：上市公司 国金证券研究所

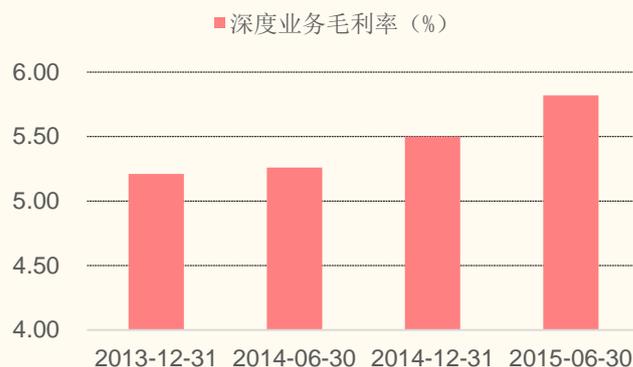
- **成本节约，效率提升。**从怡亚通深度 380 分销平台与传统分销渠道的对比，存在两个方面的重要差异：1) 从横向上看，传统分销渠道是分散的，各个品牌的渠道相对独立；2) 从纵向上看，各品牌的渠道链条很长，存在总代、一代、二代等多个中间渠道商，层级多。
- **传统分销渠道在成本和效率方面都处于下风。**传统分销体系无论在成本或者效率上都存在缺陷：1) 各品牌商都要依靠自己的力量去建立一套分销体系，并进行维护，需要耗费大量的资金、人力，成本很高；2) 中间存在多层渠道商，每个渠道商都需要层层加价，提高了产品终端零售价格，传统分销渠道的成本大概占到商品售价的 20%-30%，部分产品更高；3) 商品流通的效率也因为中间环节的冗余大大降低。
- **380 分销平台边际扩张成本低，存在规模效应。**一旦 380 分销平台建立起来，怡亚通在导入新的品牌商时，可以直接利用既有的平台渠道资源，包括供应链节点、仓储物流设备、人员、信息系统等，扩张的边际成本很低，存在明显的规模效应。这从怡亚通深度业务毛利率的逐步提升也可以得到验证。随着 2013 年 380 分销平台初见规模，深度业务毛利率从 2013 年的 5.21% 提升到 2014 年的 5.50%，2015 年上半年进一步提升到 5.82%，呈现加速上升态势。

图表 15: 传统分销渠道与 380 分销平台的对比



来源：上市公司 国金证券研究所

图表 16: 怡亚通深度业务毛利率持续提升



来源：Wind 国金证券研究所

- **渠道下沉从不可能成为可能。**随着一二线市场的成熟和饱和，未来快消品市场的增量主要集中在三四线城市、县城和农村。为争夺这些市场的增量，快消品牌商必须将渠道下沉到最末端的市场，然而三四线城市、县城和农

村数量众多，离散度高，单靠品牌商自己的力量进行渠道下沉成本极高，几乎是不可能完成的任务。

- **大品牌商不愿意也不可能完成渠道下沉。**以一二三四线城市及五六线乡县分层级划分，存在各种各样的商业形式，比如说有大卖场，中型超市，连锁的便利店，非连锁便利店，小的士多店，小卖部及小的批发部等，供应链越下沉，商业形式越是复杂多样，结算方式也不一样，所以大的品牌商不倾向于把自己的精力放在怎么样去对渠道进行下沉的工作，他们更多的愿意专注于产品研发，品牌力的塑造，营销能力的提升来触摸市场的需求。
- **怡亚通通过分散渠道建设成本成为可能。**在深度配送、深度结算、深度营销方面，品牌商们在寻找供应商给他们提供类似服务，而怡亚通就是这样的供应商。公司力图在全国范围内的 380 个城市都建有分销网点，通过这些网点在覆盖更多的县乡。**怡亚通通过共享渠道，将渠道建设成本分摊在数量众多的品牌上，渠道下沉成为可能。**
- **创造多方共赢的平台价值。380 分销平台本质上是一种共享经济，让品牌商共享渠道资源，让渠道商共享品牌资源，创造两者供应的商业模式。**
  - **对于品牌商而言，在怡亚通建立的 380 大分销平台上，品牌商可以利用怡亚通现成的供应链网络，以最低成本构建分销网络，铺货到终端，特别是在品牌商难以深入的下线城市、县城和农村。**
  - **对于销售终端而言，怡亚通的分销平台提供了全品类货源的一站式供应，提高了配送、结算等的效率。由此，制造商和销售终端都有强大的驱动力参与怡亚通构建的分销平台。**

## （二）护城河二、占据先发优势，扩张迅速

截止到目前为止，怡亚通拥有 300 余个分支机构，可以提供覆盖全国的供应链服务，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。由于一体化分销平台具备赢家通吃的特性，无论从上游的品牌商，或者下游零售终端上看，其资源都是有限的，怡亚通占据先发优势，后来者很难超越。

- **赢家通吃，抢滩登陆至关重要。**如同电力、供水管网，380 分销平台同样是一个赢家通吃的网络，分销平台具有强大的规模效应，导入一个品牌、增加一个终端的成本是边际递减的。**如果未来行业颠覆，真正走向分销大平台，那么最优解就是有且只有一个分销大平台。**而正由于这种赢家通吃的商业模式，怡亚通先行构筑的平台资源和分销网络，决定了新进入者将面临极高的市场门槛。市场普遍关注的怡亚通频繁融资行为，正是公司利用融资优势不断累积先发优势、深挖护城河的明智之举。

图表 17：怡亚通供应链服务网络



- **轻资产扩张，抢占下游终端资源。**怡亚通在平台建设上旗帜鲜明的采取轻资产模式，无论是网点扩张或是物流、仓储、运输设施设备的建设都采取合资、合作、租赁、外包，目的有两个：1) 快速铺就网络，抢占平台市场。相比于自己建设渠道和物流基础设施，整合模式速度更快。2) 资金利用效率更高。公司扩张始终面临资金压力，合资合作有助于资金的高效利用。
  - **网点扩张：整合 vs 自建。**在 380 分销网点的扩张上，采取的更多的是整合各地优秀的经销商，利用经销商原有渠道资源，能够快速在当地搭建销售网络，加速业务扩张的步伐。
  - **物流基地：租赁 vs 自建。**公司目前有 5 个物流基地，分布在深圳、上海（两个，洋山港分销中心在建）、长沙、大连。其他均以租赁为主。硬件设施方面，物流、仓库、车辆都是外包的。
  - **具体的操作上，整合网点或租赁物流、仓储资源后，对硬件软件都需要做相应的改变。**硬件，比如说原有的可租赁的仓库及办公场地已经足够，主要改变是进行产品优化，使产品更加多元化或专业化；软件，更多的是在系统上对它的升级更好的能与怡亚通对接，包括物流，商流，资金流里的商务及财务管理都是需要系统化来实现的；人员方面尽量保持不变。
- **握手快消品牌巨头，占据优质上游资源。**怡亚通作为目前的先行者，已经跟宝洁、联合利华、雀巢等快消品建立了合作，在上游品牌商资源上也占到了先机。目前，公司主要客户包括宝洁、联合利华、雀巢、雅培、益海嘉里、中粮、强生等，公司选择的品牌产品都是有一定市场拉力及市场占有率较高的 500 强，或细分行业排名前三。

图表 18: 怡亚通部分服务客户

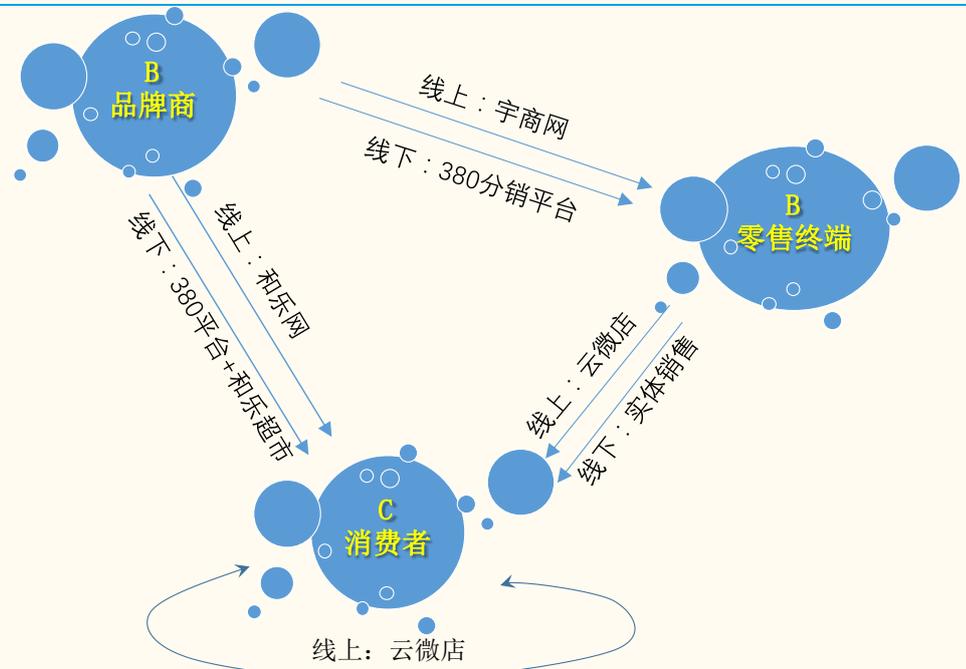


来源：上市公司 国金证券研究所

(三) 护城河三、线上线下融合，创造生态黏性

跟随互联网技术浪潮，怡亚通除了加速打造深度 380 分销平台外，提出建设“两天两地一平台”战略，建设宇商网、和乐网、云微店等 B2B、B2C 线上交易平台。我们认为，怡亚通新建的宇商网、和乐网的线上交易平台，一方面将受益于线下高效的供应链网络，在货源品类、配送效率、渠道价格等方面具备先天优势。另一方面，线上开放平台吸引的品牌商、零售商，将向 380 分销平台导流，创造更为黏性的生态系统，线上线下将相互促进，融合发展。

图表 19: 怡亚通线上线下业务逻辑关系图



来源：国金证券研究所

- **宇商网——B2B 线上平台**：集产品展示、广告投放、线上采购、订单管理、在线支付等功能的一体化 B2B 批发采购平台。简单来说，就是将 380 分销平台移植到互联网上，是 380 实体分销渠道在互联网上的投影。原来，怡亚通需要依靠公司内部的信息系统，辅以传统的通讯方式与上下游进行联

络，执行分销任务。依托宇商网，怡亚通开放了 380 分销平台的接口，品牌商供货、零售终端进货，都可以通过宇商网达成，分销（包括配货、结算）效率进一步提高。

- **和乐超市——B2B2C 实体终端：**聚焦三、四线城市市场，类似加盟便利店，向中小零售企业开放加盟，是宇商网和 380 分销平台的末端。三种功能：1) 有助于增加分销渠道节点，巩固网络优势；2) 增加既有的分销平台交易量；3) 支撑和乐网和云微店的 B2C 业务。
- **和乐网（B2C）和云微店（C2C）：**和乐网是主打正品保障的 B2C 线上综合商城，和乐云微店是社交化、虚拟化的移动零售终端。两者成功关键在于依托 380 分销平台的货源品类、配送效率和渠道价格优势，提供品类更加丰富、价格更加实惠、配送效率更高的线上交易服务。但是，考虑到目前怡亚通在 C 端并未发力，没有消费者积累，与积累了巨大消费群体的京东、天猫、国美相比，未来发展还有待观察。
- 此外，怡亚通还开展了供应链金融、O2O 终端营销、O2O 增值服务等方面的业务，借以实现分销网络价值，有利于增加整个分销生态系统的黏性。

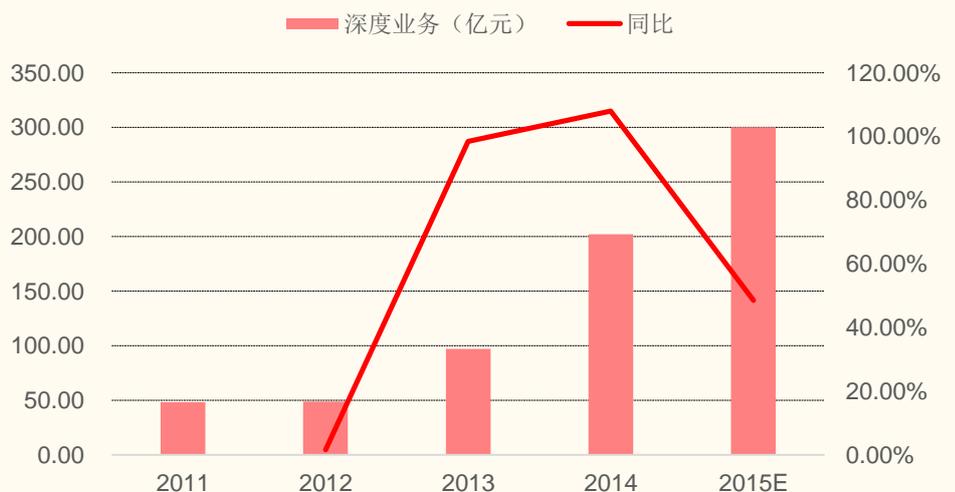
#### 四、高成长可期：平台放量+线上发力+增值服务

在怡亚通既有的几个板块业务中，广度供应链业务、采购和产品整合业务的增长放缓，未来最具看点的成长空间有三个方面：1) 第一位也是最重要的，深度供应链即 380 平台业务的放量；2) 公司积极拓展的宇商网、和乐网、云微店等线上业务落地后，打造快速增长的第二极；3) 供应链金融、零售终端营销等增值服务的开拓。

##### （一）平台放量，380 深度分销或占万亿快消品市场

随着 380 平台公司的不断落地和分销体系的完善，公司深度供应链业务持续爆发。2013 年、2014 年收入翻番，公司预计 2015 年业务量超过 300 亿元，在 200 亿的基础上继续维持 50% 的高增长。根据之前的分析，传统分销渠道具备巨大的整合空间，怡亚通构建的深度 380 分销平台拥有坚深的护城河，对于传统分销渠道的替代还将继续。这种替代将通过几种途径同步推进，一是渠道覆盖地域的延伸，二是既有品牌渗透率的提高，三是新品牌的导入和跨品类、跨行业扩张。

图表 20：怡亚通深度业务快速放量



来源：Wind 国金证券研究所

- **渠道覆盖范围的延伸。**怡亚通 2013 年落地平台公司 61 家，2014 年落地 60 家，2015 年上半年落地 41 家，截至目前，不完全统计，平台公司总数达到 165 家，覆盖 28 个省，220 个城市，服务的终端零售门店 100 万个。距离公司提出的 380 个地县级城市还有 40% 的空间，距离公司提出的服务 300 万个终端零售门店也还有 200% 的空间。除了往空白区域延伸外，中国还有超过 2800 个县城和广大的农村地区，怡亚通 380 分销平台的末梢神经还可以下沉的更深。根据怡亚通单平台公司约 2 亿的营收贡献（2014 年，超过 100 家平台公司，深度业务 200 亿），如平台公司总数增加到 300 个，即使上游资源不变，仅渠道覆盖范围延伸就能再贡献 400 亿营收。
- **现有品牌渗透率提高。**目前，公司代理的宝洁、联合利华、中粮、雀巢、益海嘉里等快消巨头的市场份额大部分不足 5%，现有品牌的渗透率上未来还有巨大的提升空间。380 分销平台的优势显著，对传统分销渠道的替代不会停止，伴随零售终端的不断完善和平台优势的不断显现，品牌商会将更多的市场份额从传统分销渠道投向 380 分销平台，交给怡亚通代理。我们预计，现有品牌的渗透率大概率会在目前的基础上翻番，带动深度业务营收翻番。
- **新品牌的导入和跨品类扩张。**公司进入快消品市场的时间不长，根据公司披露的信息，现阶段怡亚通聚焦的四个快消品类（日化、食品、母婴、酒饮）仅占了中国快消品全年销量的约 1%，还有很多的市场与品类是公司是可以拓展的。在跨行业、跨品类的外延性方面，扩张边界是非常广阔的。

图表 21：380 分销平台的扩张途径



来源：国金证券研究所

- **380 平台的市场空间可达 6 千亿。**2014 年，美国零售市场销售总额达到 5.2 万亿美元，扣去汽车、餐饮后，一般商品的零售总额达到 3.6 万亿美元，而沃尔玛 2014 年在美国本土的零售额达到 3600 亿美元，约占 10%。简单类比沃尔玛在美国零售市场约 10% 的渠道占有率，仅考虑快消品和家电 6 万亿的市场规模，以终端零售额计算的怡亚通分销业务收入未来可能达到 6 万亿\*10%=6000 亿，离 2014 年的 200 亿还有 30 倍增长空间。单单以 10% 的渠道利润空间计算，渠道利润可达 600 亿。

## （二）线上发力，B2B、B2C、云微店成第二增长极

目前线上业务主要有两块，一是宇商网的 B2B 平台，二是和乐网的 B2C 平台。

- **B2B 平台宇商网通过导入新品牌和终端贡献增量。**正如同竞争力分析中提到的，宇商网和 380 分销平台本质上是相互重叠的商业模式，分别在线上 and 线下的投影。两者可以相互促进，增加黏性。目前，由于宇商网正在测试和完善过程中，暂时不对外开放，主要服务 380 分销平台现有的品牌和终端。我们认为，未来宇商网向 380 平台外部开放后，带来的业务增量主要是新的品牌商和新的零售终端的在线上的接入。
- **B2C 平台和乐网优势显著，成长主要看用户群培养。**与其他 B2C 电商相比，和乐网的优势还是怡亚通构筑的线下支撑，包括 380 分销平台的供应链支撑，以及 100 万零售终端和正在推进的和乐超市的实体店支撑。我们认为，从消费者选择的角度分析，和乐网具备成功的基本素质，成长与否取决于用户群培养，而在此方面，实体终端提供了大规模地推的条件。
  - **和乐网具备消费者最看重的正品、低价、送货快、品类全。**从消费者的角度分析，对于快消品 B2C 电商的黏性并不高，选择京东、天猫超市还是一号店，最主要考虑的因素包括：1) 是不是正品 (B2C 可靠性大于 C2C)；2) 价格优势如何 (什么值得买的黏性高于电商)；3) 送货速度快不快 (京东自建物流的目的)；4) 品类全不全 (不用分开下单)。在这四个方面，和乐网都具备比较明显的优势：
    - 1) 正品保障。和乐网主打 100% 正品保障，产品由上游品牌商直供，分销平台的闭环和品牌商对渠道的控制，仿品、赝品难于通过其他渠道商进入，正品有保证；
    - 2) 价格优势。一体化分销平台，层级压缩，渠道共享，分销成本降到最低，反映到和乐网零售终端的价格可以做到最低；
    - 3) 配送效率。和乐网依托 380 分销平台广阔的覆盖地域，从上游到终端的物流配送效率可以做到最高，从终端到用户手中的配送效率有赖于实体店 (和乐超市) 的大规模铺开；
    - 4) 品类齐全。380 平台整合各大品牌商后，能够提供的品类丰富度有保证。
  - **依托线下零售终端进行地推可以弥补用户群缺失的短板。**相比于现有的 B2C 电商，和乐网刚刚上线试运行，而京东、天猫超市等成熟 B2C 电商已经累计了超级用户群。和乐网能否实现弯道超车，取决于用户群的培养。而参照各大电商，用户群的培养，关键在于线上、线下形式多样、声势浩大的推广营销活动。和乐网可以依托目前线下丰富的渠道终端 (现有服务的零售终端、未来和乐超市实体店) 开展大规模的地推活动。
- **怡亚通以星链云微店积极跻身移动社交购物浪潮。**怡亚通正在推的另一块线上业务是云微店，目前正处于内部测试阶段，计划于 2016 年 1 月份推出。云微店项目布局的是移动社交电商市场，中小零售店以及个人都可以通过共享怡亚通的产品后台，开设网上商铺。2014 年移动购物用户规模突破 3 亿，增长速度超过 35%，高于 PC 购物用户 25% 的增长速度。移动购物交易规模接近 10 万亿，增长速度 270%。
  - **社交化是购物场景的革命，具备巨大的爆发力。**随着移动互联网的跨越式发展和微信、微博等社交 APP 的流行，主打“熟人经济”的社交化购物正在成为新一轮趋势，用户的购买行为已经和社交活动深度融合在一起，比如微信圈“全民卖面膜”、微博“网红卖衣饰”、游戏主播卖外设等，受到 80 后、90 后的追捧。有数据显示，截至 2015 年一季度微店商家数量达到 2926 万，其中 80 后 90 后占比达到 88%。
  - **怡亚通云微店的核心后台还是 380 分销平台。**云微店主打移动社交场景电商，核心后台支撑还是怡亚通的 380 分销体系，为其提供商品资源。怡亚通正在打造自己在 B 端、C 端的 APP，未来不排除会跟其他社交 APP 合作伙伴 (微博、微信、QQ 空间) 进行战略合作协议。董事长周国辉在云微店的发布会上提到“所有互联网问题都是没有后台，怡亚通要做中小商户后台”。

- **社交购物将从“爆品”扩散到一般消费品。**目前，在微商、微店发展最快的商品是新鲜蔬菜、水果、蛋糕和保养化妆品、衣服饰品等。此外，海外代购、IT 产品、游戏外设等，也具备越来越强的社交化购物属性。未来随着用户购物行为的转变，社交购物将从“爆品”扩散到一般消费品。一般消费品未来也有希望在社交购物浪潮中占据一席之地，而怡亚通占有上游品牌商资源，优势明显。

图表 22：怡亚通星链云微店示意图



来源：上市公司 国金证券研究所

### （三）锦上添花，供应链金融和 O2O 终端营销确定性高

怡亚通 2014 年提出“生态”战略，依托庞大的供应链网络和 380 平台积累的数量巨大的客户群，大力推进供应链金融、O2O 终端营销（包括实体门店安装传媒设备，和在移动端推送广告）和 O2O 增值服务（整合不同类型的虚拟商品，如票务、家政服务、通信套餐等，丰富联盟成员商店的服务功能，以捆绑更多的消费者）。目前，供应链金融已经贡献利润，终端营销和增值服务正在积极推进。我们认为，**供应链金融业务、零售终端营销业务的确定性高，对公司营收和利润增长将起到锦上添花的作用。**

- **供应链金融将随平台拓展、客户累积和数据积累维持高增长。**怡亚通的供应链金融主要为中小型商户提供金融借贷服务，包括小额贷款和融资租赁等，目前业务已经成型，并处于高速增长。2012 年、2013 年、2014 年分别实现利息及手续费收入 0.7 亿、1.1 亿、1.9 亿，年增长均超过 50%。
  - 小额贷款方面，主要面向供应链下游的零售小微终端，公司分别于 2012 年、2014 年设立深圳宇商小额贷款有限公司（注册资金 2 亿元）、赣州宇商小额贷款有限公司（注册资金 2 亿元），为中小企业提供融资服务。
  - 融资租赁方面，主要面向生产型中小企业，与国内外设备制造厂商、供应商合作，以直接租赁、售后回租等业务模式，为目标客户提供量身定制融资租赁解决方案。

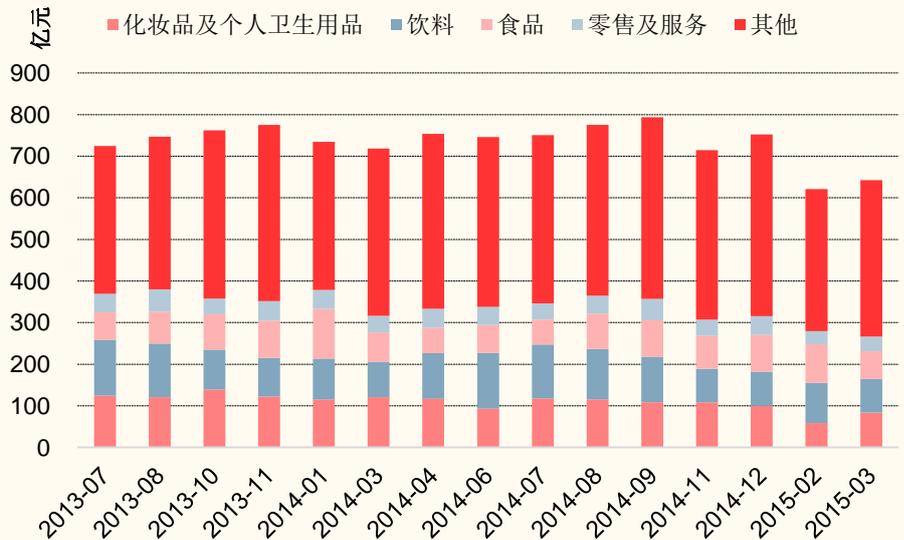
**未来供应链金融业务的发展有三个看点：**

- **客户资源增加：**随着 380 分销平台进一步拓展，服务的零售终端不断增加，供应链金融潜在的客户群体将继续增加。2014 年 100 万零售

终端贡献 1.9 亿营收，简单外推未来 300 零售终端可以贡献 4.5 亿营收，以 70%毛利计算，净利润约 3 亿。

- **资金来源拓宽：**怡亚通已经与中国银行自贷取得合作，未来将会开拓更多银行渠道。
- **风险管控提升：**可以利用的数据（代理的货流量、库存、结算方式、资金周转情况、物流配送情况等，从下订单到营运、到销售等，各个环节都会有数据作为信用评价的基础）不断增加，供应链金融业务的风险更加可控。
- **百万零售终端助力 O2O 营销快速铺就网络。**公司依托超过 100 万个的零售终端，在门店配备液晶显示屏、PAD 等，布局互联网营销推广业务。目前，怡亚通已经在一些联盟终端铺设用于品牌宣传的电视屏、平板，类似分众传媒，作为宣传载体，这些屏幕载体将收取品牌一定费用。此外，依托未来的线上业务和乐网、星链云微店，还将直接面向 C 端海量用户推送手机广告。
- **快消品对广告依赖性强，终端营销大有可为。**消费者对快消品品牌的忠诚度一般，品牌商对广告推广等营销手段较为重视。目前，全国每年的广告投放费用约在 8000 亿，而快消品中的饮料、食品、化妆品、零售及服务约为 3500 亿，占到全部广告投放费用的 45%左右。此外，消费者在购买行为发生过程中更容易受到广告、促销等营销行为的影响，品牌商习惯于在消费者购买行为的发生地，如各种卖场举办各种堆头、打折、买赠等促销活动。对于小超市、社区便利店等微型零售终端来说，受制于场地、客流密度，大型促销活动并不好开展，通过电视屏进行广告推广是一个不错的选择。

图表 23：快消品的广告投放费用占比较大



来源：Wind 国金证券研究所

- **超过 50 万屏的终端营销网络。**根据公开资料，目前公司已经铺设 3 万屏，之后会加快进度，预计 2015 年会整合 8 万个终端资源，最终目标会有超过 50 万个电视屏。考虑公司服务超过 300 万的零售终端目标，如果将零售终端铺满，营销资源的数量将更为可观。
- **营销业务成型后贡献可观利润。**根据公司的估计，1 个电视屏 1 年可以贡献 1.5-2 万收入，仅按照年贡献 0.5 万元的保守收入估计，考虑与零售终端的分成 (5:5 分成)，单屏权益收入在 0.25 万/年，如果做到 50 万个电视屏，参照分众传媒的净利率 (2011 年 22%)，年贡献利润超过 2 亿元。

图表 24：怡亚通终端营销未来拓展空间

布局 100 万实体零售终端  
未来超过 300 万个

通过和乐网、星链云微商  
在移动端覆盖过亿消费者



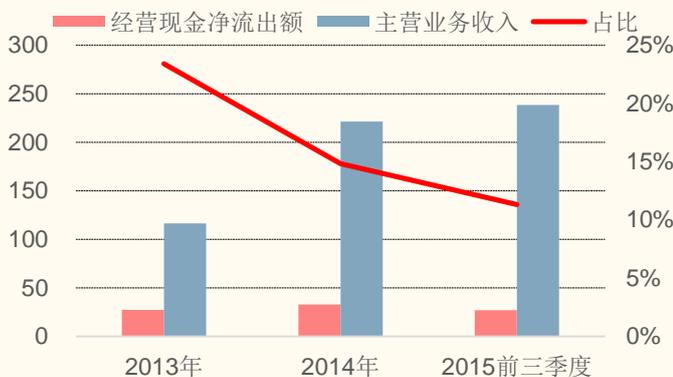
来源：上市公司 国金证券研究所

### (三) 机遇或隐忧，对于经营现金净流出的思考

怡亚通从 2010 年开始打造 380 分销平台，伴随快速扩张，企业在资金方面承受较大压力。从经营性现金流看，除了 2012 年净流入 27 亿外，2011 年净流出 1.8 亿、2013 年净流出 27 亿、2014 年净流出 33 亿。最近一段时间，市场风险偏好下降，成长股承压，怡亚通股价调整幅度较大。在具备优异的商业模式基础上，怡亚通到底能不能成为穿越牛熊的白马？我们试图就投资者最为关心的经营现金流出问题作出回答。

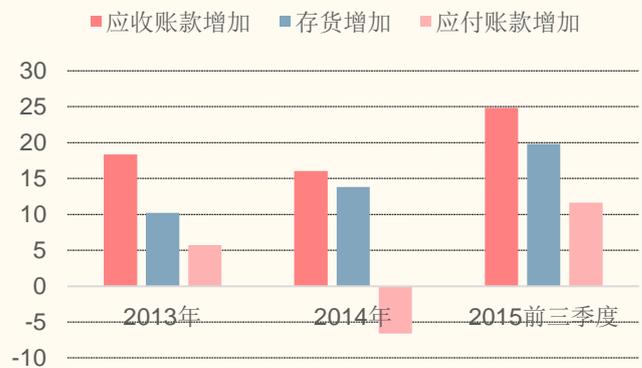
- 从整体上看，经营现金净流出的绝对规模在增大，但相对规模在减小。从近三年的情况上看，虽然经营现金净额的绝对规模在不断增加，但相对于营业收入和整体现金流入流出的规模却在下降，2013 年经营现金净额占营收的比例为 23%，2014 年下降到 15%。截至 2015 年三季度，公司经营现金净流出约 27 亿元，相对于营收的比例进一步下降到 11%。
- 从构成上看，与下游扩张相关的应收和存货部分增加较多，相对良性。以 2014 年为例，造成现金净流出 33 亿的主要变动项目包括：应收账款增加约 16 亿（增加 40%），存货增加约 13.8 亿（增加 70%），应付账款减少约 6.6 亿（减少 26%）。这里面，影响最大的是与下游零售商直接相关的应收账款和存货增加，这与公司大力拓展 380 平台，广泛布局零售终端的发展阶段是相一致的，而且增加的比例都小于营收的增长比例，相对良性。另一方面，2014 年，公司与上游品牌商的议价能力有所下降，体现在应付账款的减少（规模和比例相对较小），但这种情况在 2015 年已经发生变化，应付款项呈快速增加，对上游的议价能力已经恢复。

图表 25：怡亚通经营现金净流出占营收比例



来源：上市公司 国金证券研究所

图表 26：经营现金流的主要影响项目



来源：上市公司 国金证券研究所

- 关于怡亚通过度依赖垫资进行下游扩张是否可持续的问题，我们认为不必过于担心，原因在于：
  - 1) 上面已经提到，分销体系革命的最优解是有且只有一个分销大平台，只有先把规模做大才能享受不断累积的规模优势，对后来者形成极高的竞争壁垒。因此，先发优势至关重要，我们认为怡亚通在构建 380 平台的关键时期敢于发力，依靠融资能力抢占市场是明智的选择。
  - 2) 从近期的情况上看，无论是对上游的压款还是对下游的收款，现金流情况正在逐步好转。
  - 3) 怡亚通开展的供应链金融业务，这里面非常重要的一个方面就是为下游零售终端提供短期资金融通服务，如代付预付款，改善下游零售终端的付现能力，进而将怡亚通庞大的应收款项嫁接给银行，改善公司的经营现金流出状况。
  - 4) 怡亚通商业模式已经得到政府关注和银行认可，融资能力快速提升。深圳政府对怡亚通的发展非常关注，市委书记、市长频繁调研。目前银行给予怡亚通的信贷额度非常充分，2016 年总授信额度接近 400 亿元，可以满足公司的短期资金需求。

## 五、估值分析

### (一) 关键假设

- **深度供应链业务：**2015 年、2016 年、2017 年分别保持 50%、40%、30% 的增长速度。毛利率方面，380 分销平台规模效应逐步放大，2015 年上半年毛利率达到 5.82%，保守预测 2015 年-2017 年的毛利率分别为 5.85%、5.95%、6.05%。
- **广度供应链业务和全球业务：**基本维持原有收入规模和毛利率。
- **供应链金融业务：**供应链金融业务主要结合深度供应链业务开展，2012-2014 年、2015 年上半年分别占深度收入的 1.45%、1.12%、0.95%、1.09%，假设未来仍保持深度供应链收入的 1%，毛利率每年下降 2%。
- **线上业务和终端营销业务：**宇商网收入已在深度供应链业务中考虑。和乐网、星链微店以及终端营销业务不确定性较大，尚未落地，暂不考虑。

图表 27：分类业务预测表

|                  | 2014            | 2015E           | 2016E           | 2017E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>深度业务</b>      |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入 (百万元)       | 20,194.58       | 30,291.9        | 42,408.6        | 55,131.2        |
| 增长率 (YOY)        | 107.99%         | 50.00%          | 40.00%          | 30.00%          |
| 毛利率              | 5.50%           | 5.85%           | 5.95%           | 6.05%           |
| <b>广度业务</b>      |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入 (百万元)       | 920.66          | 920.7           | 920.7           | 920.7           |
| 增长率 (YOY)        | -4.10%          | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |
| 毛利率              | 49.07%          | 49.00%          | 49.00%          | 49.00%          |
| <b>全球业务</b>      |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入 (百万元)       | 834.62          | 834.6           | 834.6           | 834.6           |
| 增长率 (YOY)        | -1.20%          | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |
| 毛利率              | 5.77%           | 5.80%           | 5.80%           | 5.80%           |
| <b>供应链金融业务</b>   |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入 (百万元)       | 191.95          | 302.9           | 424.1           | 551.3           |
| 增长率 (YOY)        | 76.52%          | 57.81%          | 40.00%          | 30.00%          |
| 毛利率              | 77.36%          | 75.00%          | 73.00%          | 71.00%          |
| <b>总收入 (百万元)</b> | <b>22141.81</b> | <b>32350.07</b> | <b>44587.98</b> | <b>57437.79</b> |

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平均毛利率 | 7.94% | 7.72% | 7.47% | 7.36% |
|-------|-------|-------|-------|-------|

来源：上市公司 国金证券研究所

## （二）盈利预测

预计 2015 年-2017 年公司将实现归属母公司股东净利润，对应 EPS 分别为 0.467 元，0.664 元和 0.997 元，同比增长 58.72%，42.26%和 50.15%。具体报表预测详见附件。

## （三）市值估算

从公司的市值空间看，我们分别对深度供应链业务、广度供应链业务、全球业务、供应链金融业务、终端营销业务进行估值。

- **深度供应链业务。**深度供应链业务的 380 平台本质上是一种共享经济，通过重构传统分销渠道创造商业价值，考虑未来在 380 平台上构建的线上 B2B、B2C 交易平台，可以参照既有的电商，用流量（销售规模）对深度业务进行估值。深度业务 2015 年-2017 年的收入规模分别达到 300 亿、420 亿和 546 亿元，参考海外市场的京东商城、唯品会，以净营收计算的动态 PS 在 1.5 倍-2.5 倍左右，A 股市场的苏宁云商，PS 超过 3 倍），以 1.5 倍 PS 保守估计，深度业务的估值为 450 亿。
- **广度供应链和全球业务。**广度供应链业务和全球业务基本保持稳定，收入规模约为 20 亿，考虑较高的毛利率，给予 1 倍 PS，估值 20 亿。
- **供应链金融和终端营销业务。**2015 年供应链金融利息和费用收入将达到 3 亿，贡献利润 1.8 亿，考虑到供应链金融业务与深度业务保持同步高速发展，给以 40 倍 PE，供应链金融业务估值约 70 亿。保守估计终端营销业务稳定后将贡献 2 个亿净利，给予 10 倍 PE，估值 20 亿。
- **上述业务累计的市值空间约 600 亿元，**怡亚通布局的快消品和家电市场规模超过 6 万亿，参考沃尔玛在美国零售市场约 10%的渠道占有率，深度业务收入未来可能达到 6 千亿，发展空间极大。

## （四）投资建议

怡亚通商业模式具备颠覆性，业绩兑现确定性强，股价 10 倍之后想象空间仍在。公司近期催化剂不断，线上业务落地在即，积极寻求外延并购布局全球供应链业务，给予公司未来 6-12 个月 60 元目标价位，对应市值约 600 亿元，对应 2016、2017 年 PE 约 90 倍和 60 倍。预计未来 3 年业绩保持 50%左右的增长，给予 PEG 为 1.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 六、风险提示

- **扩张不及预期的风险。**一体化分销商业模式对传统分销体系的优势较大，但企业对供应链管理服务还需要一个逐步认识和接受的过程，使得公司的商业模式可能存在无法快速广泛推广、取得成效的风险，同时面临国外大型物流企业的竞争。
- **扩张中的管理及资金风险。**公司扩张速度极快，面临管理维度加大、资金、人才缺乏的风险。如合资公司在业务整合上产生困难、资金需求过于旺盛等。
- **价格波动风险。**公司着力开展的 380 分销业务，根据公司与上游品牌商的约定，可能涉及到物权的转移，如终端销售下滑导致库存累积，公司将可能承担商品价格波动的风险。
- **汇率波动风险。**公司在经营过程中涉及较多外币结算，存在汇率波动风险，在人民币汇率升值时期，外币借款及欠款致使获得大额汇兑收益；在人民币汇率变化不大或贬值时期，外币借款及欠款的汇兑收益将减少。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |              |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2012         | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |                 | 2012          | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>7,555</b> | <b>11,623</b> | <b>22,142</b> | <b>32,350</b> | <b>44,588</b> | <b>57,438</b> | 货币资金            | 4,820         | 4,228         | 7,516         | 4,228         | 4,228         | 4,228         |
| 增长率                   |              | 53.9%         | 90.5%         | 46.1%         | 37.8%         | 28.8%         | 应收账款            | 2,170         | 4,005         | 5,607         | 7,223         | 9,956         | 12,825        |
| 主营业务成本                | -6,661       | -10,539       | -20,383       | -29,851       | -41,256       | -53,211       | 存货              | 951           | 1,972         | 3,352         | 3,897         | 5,386         | 6,947         |
| %销售收入                 | 88.2%        | 90.7%         | 92.1%         | 92.3%         | 92.5%         | 92.6%         | 其他流动资产          | 738           | 1,326         | 1,379         | 1,770         | 2,440         | 3,142         |
| 毛利                    | 894          | 1,084         | 1,759         | 2,499         | 3,332         | 4,226         | 流动资产            | 8,679         | 11,532        | 17,854        | 17,119        | 22,010        | 27,143        |
| %销售收入                 | 11.8%        | 9.3%          | 7.9%          | 7.7%          | 7.5%          | 7.4%          | %总资产            | 82.9%         | 79.4%         | 81.7%         | 86.9%         | 89.6%         | 91.5%         |
| 营业税金及附加               | -24          | -32           | -54           | -79           | -109          | -140          | 长期投资            | 226           | 1,531         | 2,017         | 2,017         | 2,017         | 2,017         |
| %销售收入                 | 0.3%         | 0.3%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 固定资产            | 889           | 519           | 515           | 473           | 431           | 388           |
| 营业费用                  | -72          | -74           | -104          | -152          | -209          | -270          | %总资产            | 8.5%          | 3.6%          | 2.4%          | 2.4%          | 1.8%          | 1.3%          |
| %销售收入                 | 1.0%         | 0.6%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 无形资产            | 242           | 147           | 166           | 95            | 98            | 101           |
| 管理费用                  | -531         | -598          | -880          | -1,165        | -1,605        | -2,068        | 非流动资产           | 1,786         | 2,989         | 3,999         | 2,585         | 2,546         | 2,507         |
| %销售收入                 | 7.0%         | 5.1%          | 4.0%          | 3.6%          | 3.6%          | 3.6%          | %总资产            | 17.1%         | 20.6%         | 18.3%         | 13.1%         | 10.4%         | 8.5%          |
| 息税前利润 (EBIT)          | 266          | 380           | 721           | 1,103         | 1,409         | 1,749         | <b>资产总计</b>     | <b>10,465</b> | <b>14,521</b> | <b>21,853</b> | <b>19,704</b> | <b>24,556</b> | <b>29,649</b> |
| %销售收入                 | 3.5%         | 3.3%          | 3.3%          | 3.4%          | 3.2%          | 3.0%          | 短期借款            | 5,897         | 7,786         | 14,157        | 11,206        | 14,151        | 16,932        |
| 财务费用                  | -130         | -108          | -423          | -537          | -578          | -470          | 应付款项            | 1,982         | 2,555         | 1,893         | 2,989         | 4,129         | 5,325         |
| %销售收入                 | 1.7%         | 0.9%          | 1.9%          | 1.7%          | 1.3%          | 0.8%          | 其他流动负债          | 157           | 190           | 381           | 202           | 279           | 361           |
| 资产减值损失                | -16          | -20           | -37           | -1            | 0             | 0             | 流动负债            | 8,036         | 10,531        | 16,431        | 14,397        | 18,560        | 22,618        |
| 公允价值变动收益              | 28           | -25           | 69            | 0             | 0             | 0             | 长期贷款            | 385           | 891           | 203           | 203           | 203           | 203           |
| 投资收益                  | 0            | 42            | 62            | 62            | 62            | 62            | 其他长期负债          | 516           | 132           | 1,314         | 1,150         | 1,150         | 1,150         |
| %税前利润                 | 0.2%         | 15.8%         | 14.7%         | 9.8%          | 6.9%          | 4.6%          | <b>负债</b>       | <b>8,937</b>  | <b>11,554</b> | <b>17,948</b> | <b>15,750</b> | <b>19,913</b> | <b>23,971</b> |
| 营业利润                  | 149          | 268           | 392           | 627           | 892           | 1,340         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,483</b>  | <b>2,674</b>  | <b>3,168</b>  | <b>3,218</b>  | <b>3,908</b>  | <b>4,942</b>  |
| 营业利润率                 | 2.0%         | 2.3%          | 1.8%          | 1.9%          | 2.0%          | 2.3%          | 少数股东权益          | 45            | 292           | 736           | 736           | 736           | 736           |
| 营业外收支                 | 10           | -5            | 27            | 0             | 0             | 0             | <b>负债股东权益合计</b> | <b>10,465</b> | <b>14,521</b> | <b>21,853</b> | <b>19,704</b> | <b>24,556</b> | <b>29,649</b> |
| 税前利润                  | 158          | 263           | 419           | 627           | 892           | 1,340         | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 2.1%         | 2.3%          | 1.9%          | 1.9%          | 2.0%          | 2.3%          |                 | 2012          | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 所得税                   | -28          | -55           | -95           | -143          | -203          | -305          | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 18.0%        | 20.9%         | 22.8%         | 22.8%         | 22.8%         | 22.8%         | 每股收益            | 0.150         | 0.203         | 0.313         | 0.467         | 0.664         | 0.997         |
| 净利润                   | 130          | 208           | 324           | 484           | 689           | 1,035         | 每股净资产           | 1.778         | 2.711         | 3.175         | 3.226         | 3.916         | 4.953         |
| 少数股东损益                | 5            | 8             | 12            | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金净流        | 0.321         | -2.757        | -3.288        | -0.649        | -2.361        | -2.342        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>125</b>   | <b>200</b>    | <b>312</b>    | <b>484</b>    | <b>689</b>    | <b>1,035</b>  | 每股股利            | 0.050         | 0.070         | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| 净利率                   | 1.7%         | 1.7%          | 1.4%          | 1.5%          | 1.5%          | 1.8%          | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 8.46%         | 7.49%         | 9.86%         | 15.05%        | 17.64%        | 20.94%        |
|                       | 2012         | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         | 总资产收益率          | 1.20%         | 1.38%         | 1.43%         | 2.46%         | 2.81%         | 3.49%         |
| 净利润                   | 130          | 208           | 324           | 484           | 689           | 1,035         | 投入资本收益率         | 2.63%         | 2.55%         | 2.85%         | 5.16%         | 5.40%         | 5.64%         |
| 少数股东损益                | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 61           | 70            | 87            | 50            | 49            | 49            | 主营业务收入增长率       | 8.31%         | 53.85%        | 90.50%        | 46.10%        | 37.83%        | 28.82%        |
| 非经营收益                 | 87           | 102           | 337           | 436           | 580           | 434           | EBIT 增长率        | 184.13%       | 42.56%        | 89.82%        | 53.03%        | 27.71%        | 24.11%        |
| 营运资金变动                | -10          | -3,098        | -4,028        | -1,617        | -3,674        | -3,855        | 净利润增长率          | 39.58%        | 59.61%        | 55.92%        | 55.13%        | 42.26%        | 50.15%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>268</b>   | <b>-2,719</b> | <b>-3,280</b> | <b>-647</b>   | <b>-2,356</b> | <b>-2,336</b> | 总资产增长率          | -18.62%       | 38.76%        | 50.49%        | -9.83%        | 24.62%        | 20.74%        |
| 资本开支                  | -287         | -145          | -181          | 1,340         | -10           | -10           | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 投资                    | 0            | -55           | -23           | 0             | 0             | 0             | 应收账款周转天数        | 96.4          | 88.7          | 71.8          | 71.8          | 71.8          | 71.8          |
| 其他                    | 128          | 251           | 151           | 62            | 62            | 62            | 存货周转天数          | 54.8          | 50.6          | 47.7          | 47.7          | 47.7          | 47.7          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-159</b>  | <b>50</b>     | <b>-53</b>    | <b>1,402</b>  | <b>52</b>     | <b>52</b>     | 应付账款周转天数        | 23.6          | 19.6          | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           |
| 股权募资                  | 17           | 832           | 390           | 0             | 0             | 0             | 固定资产周转天数        | 22.7          | 3.8           | 8.5           | 5.3           | 3.5           | 2.5           |
| 债权募资                  | -2,310       | 1,619         | 6,679         | -2,983        | 2,946         | 2,781         | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 其他                    | 2,535        | -367          | -446          | -1,059        | -642          | -496          | 净负债/股东权益        | 126.91%       | 149.08%       | 204.31%       | 210.21%       | 242.45%       | 247.23%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>243</b>   | <b>2,084</b>  | <b>6,623</b>  | <b>-4,043</b> | <b>2,304</b>  | <b>2,285</b>  | EBIT 利息保障倍数     | 2.0           | 3.5           | 1.7           | 2.1           | 2.4           | 3.7           |
| <b>现金净流量</b>          | <b>352</b>   | <b>-584</b>   | <b>3,289</b>  | <b>-3,288</b> | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 资产负债率           | 85.40%        | 79.57%        | 82.13%        | 79.93%        | 81.09%        | 80.85%        |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD