

# 怡亚通 (002183.SZ) 垂直服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 12.39元

## 收入保持快速增长, 商业生态圈初现

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)	2,098.11
总市值(百万元)	26,011.86
年内股价最高最低(元)	73.15/12.08
沪深300指数	3308.97
深证成指	10679.15



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.313	0.471	0.313	0.408	0.487
每股净资产(元)	3.18	4.82	4.77	5.03	5.35
每股经营性现金流(元)	-3.29	-1.73	-0.03	-0.04	-0.10
市盈率(倍)	47.48	97.87	39.60	30.33	25.46
行业优化市盈率(倍)	169.48	200.04	155.39	155.39	155.39
净利润增长率(%)	55.92%	57.69%	33.37%	30.56%	19.13%
净资产收益率(%)	9.86%	9.76%	5.74%	7.11%	7.96%
总股本(百万股)	997.78	1,046.39	2,099.03	2,099.03	2,099.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

公司发布 2016 年半年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 263.5 亿元, 同比增长 47.29%, 归属于上市公司股东的净利润 3.1 亿元, 同比增长 33.79%, 每股收益 0.15 元, 同比增长 25%。

### 评论

■ **收入保持快速增长, 毛利率保持稳定:** 上半年, 广度供应链业务的收入为 76.1 亿元, 同比增长 121%, 毛利率为 6.25%, 同比下滑 0.38 个百分点。公司该业务主要面向 IT、通讯、家电、电子、医疗、机械等行业, 实施大客户战略, 报告期内客户数量大幅增加。上半年, 深度供应链业务的收入为 183.3 亿元, 同比增长 31%, 毛利率为 6.9%, 同比上升 1.08 个百分点, 上半年公司购并或新增的深度 380 合资公司达 48 家。公司该业务聚焦于日化、母婴、食品、酒饮、家电行业, 深度 380 分销服务平台公司超过 250 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 250 个城市, 服务覆盖超过 150 万个终端零售门店。全球采购与产品整合供应链业务的收入同比下滑 10%, 供应链金融业务的利息收入同比上升 15%。

■ **线上线下携手并进, 商业生态圈初现:** 2016 年, 怡亚通进入首个商业生态圈战略年, 借助“供应链竞争力+互联网”的优势服务, 引领中国流通商业变革, 为打造流通行业 B2B2C/O2O 供应链商业生态圈奠定基础。主要构建 5 大服务平台, (1) B2B/O2O 分销平台。包括深度 380 分销平台、星链云商(原宇商网更名)。(2) B2B2C/O2O 零售平台。包括多品牌零售加盟连锁平台、星链互联网平台。(3) O2O 金融服务平台。(4) O2O 互动营销服务平台。(5) O2O 增值服务平台。公司打造商业生态圈的重要载体是 380 分销平台, 核心载体资源是各终端门店。“380 平台”最核心的竞争力来自三个方面: 第一, 打造整个终端服务体系, 建立一个最强大最系统最完善的终端销售管理体系; 第二, 全国的网络平台资源共享; 第三, 所有终端开放给所有的上游企业共享。“380 平台”计划年终覆盖城市平台的数量达到 300 个。

■ **预计定增完成后, 资金压力有所缓解:** 公司于今年 4 月发布定增预案, 拟非公开发行不超过 3 亿股, 募集资金不超过 60 亿元, 用于供应链商业生态圈的建设, 其中公司实际控制人拟认购金额不低于 10 亿元, 不超过 20 亿元。定增事项于 7 月 20 日获得中国证监会受理, 定增完成后将使公司资产负债

### 相关报告

- 《业绩增长具有确定性, 资金压力逐步释放-怡亚通公司点评》, 2016.6.6
- 《380 平台持续增长, 大股东参与定增彰显信心-怡亚通公司点...》, 2016.5.2
- 《380 平台持续高增长, 规模扩大提升话语权-怡亚通年报点评》, 2016.4.26
- 《定增降低经营风险, 彰显长期发展信心-怡亚通公司点评》, 2016.4.11
- 《高增长将持续, 业绩有目共睹-怡亚通公司深度研究》, 2016.3.18

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

率保持在正常水平，同时保证现金流平衡。今年上半年，公司应收账款为104亿元，同比增长67%，存货为77亿元，同比增长81%，经营活动现金净流量为-23.6亿元，去年同期为-9.7亿元。

### 投资建议

- 公司业绩高速增长，380平台持续放量，结合“供应链竞争力+互联网”的优势服务，商业生态圈规模初现。同时定增预案彰显公司长期发展信心，给予“买入”评级。

### 风险

- 应收账款与存货的风险，经营活动现金流量净额波动较大且主要为负的风险，线下业务与线上平台不达预期的风险等。

**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)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>主营业务收入</b>	<b>11,623</b>	<b>22,142</b>	<b>39,939</b>	<b>56,510</b>	<b>70,950</b>	<b>86,131</b>	货币资金	4,228	7,516	8,996	10,572	11,725	12,539	
增长率		90.5%	80.4%	41.5%	25.6%	21.4%	应收款项	4,005	5,607	9,200	10,536	12,843	14,890	
<b>主营业务成本</b>	<b>-10,539</b>	<b>-20,383</b>	<b>-37,121</b>	<b>-52,543</b>	<b>-66,258</b>	<b>-80,473</b>	存货	1,972	3,352	5,687	7,198	8,169	9,921	
%销售收入	90.7%	92.1%	92.9%	93.0%	93.4%	93.4%	其他流动资产	1,326	1,379	2,151	3,077	3,831	4,613	
<b>毛利</b>	<b>1,084</b>	<b>1,759</b>	<b>2,818</b>	<b>3,967</b>	<b>4,692</b>	<b>5,659</b>	流动资产	11,532	17,854	26,034	31,382	36,568	41,963	
%销售收入	9.3%	7.9%	7.1%	7.0%	6.6%	6.6%	%总资产	79.4%	81.7%	79.3%	83.1%	85.0%	86.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-85</b>	<b>-124</b>	<b>-156</b>	<b>-189</b>	长期投资	1,531	2,017	2,633	2,633	2,633	2,633	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	519	515	729	815	889	950	
<b>营业费用</b>	<b>-74</b>	<b>-104</b>	<b>-174</b>	<b>-254</b>	<b>-319</b>	<b>-388</b>	%总资产	3.6%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	147	166	1,414	1,404	1,376	1,349	
<b>管理费用</b>	<b>-598</b>	<b>-880</b>	<b>-1,307</b>	<b>-1,978</b>	<b>-2,483</b>	<b>-3,015</b>	非流动资产	2,989	3,999	6,780	6,382	6,428	6,463	
%销售收入	5.1%	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	20.6%	18.3%	20.7%	16.9%	15.0%	13.3%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>380</b>	<b>721</b>	<b>1,252</b>	<b>1,611</b>	<b>1,733</b>	<b>2,067</b>	<b>资产总计</b>	<b>14,521</b>	<b>21,853</b>	<b>32,813</b>	<b>37,764</b>	<b>42,996</b>	<b>48,427</b>	
%销售收入	3.3%	3.3%	3.1%	2.9%	2.4%	2.4%	短期借款	7,786	14,157	17,753	14,024	16,393	18,715	
<b>财务费用</b>	<b>-108</b>	<b>-423</b>	<b>-818</b>	<b>-788</b>	<b>-720</b>	<b>-846</b>	应付款项	2,555	1,893	5,929	7,793	9,823	11,931	
%销售收入	0.9%	1.9%	2.0%	1.4%	1.0%	1.0%	其他流动负债	190	381	440	778	877	982	
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-37</b>	<b>-89</b>	<b>-93</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	流动负债	10,531	16,431	24,122	22,594	27,093	31,627	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-25</b>	<b>69</b>	<b>126</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	长期借款	891	203	734	834	934	1,034	
<b>投资收益</b>	<b>42</b>	<b>62</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	其他长期负债	132	1,314	1,338	1,311	1,311	1,311	
%税前利润	15.8%	14.7%	14.3%	8.2%	6.3%	5.3%	<b>负债</b>	<b>11,554</b>	<b>17,948</b>	<b>26,195</b>	<b>24,739</b>	<b>29,338</b>	<b>33,972</b>	
<b>营业利润</b>	<b>268</b>	<b>392</b>	<b>550</b>	<b>850</b>	<b>1,114</b>	<b>1,324</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,674</b>	<b>3,168</b>	<b>5,044</b>	<b>11,441</b>	<b>12,058</b>	<b>12,840</b>	
%营业收入	2.3%	1.8%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	少数股东权益	292	736	1,575	1,585	1,600	1,615	
<b>营业外收支</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,521</b>	<b>21,853</b>	<b>32,813</b>	<b>37,764</b>	<b>42,996</b>	<b>48,427</b>	
<b>税前利润</b>	<b>263</b>	<b>419</b>	<b>554</b>	<b>855</b>	<b>1,119</b>	<b>1,329</b>	<b>比率分析</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	2.3%	1.9%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-55</b>	<b>-95</b>	<b>-86</b>	<b>-188</b>	<b>-246</b>	<b>-292</b>	每股收益	0.203	0.313	0.471	0.313	0.408	0.487	
所得税率	20.9%	22.8%	15.4%	22.0%	22.0%	22.0%	每股净资产	2.711	3.175	4.821	4.769	5.026	5.352	
<b>净利润</b>	<b>208</b>	<b>324</b>	<b>469</b>	<b>667</b>	<b>872</b>	<b>1,036</b>	每股经营现金净流	-2.757	-3.288	-1.725	-0.032	-0.038	-0.099	
少数股东损益	8	12	-24	10	15	15	每股股利	0.050	0.070	0.250	0.100	0.100	0.100	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>200</b>	<b>312</b>	<b>492</b>	<b>657</b>	<b>857</b>	<b>1,021</b>	<b>回报率</b>							
净利率	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	净资产收益率	7.49%	9.86%	9.76%	5.74%	7.11%	7.96%	
							总资产收益率	1.38%	1.43%	1.50%	1.74%	1.99%	2.11%	
							投入资本收益率	2.55%	2.85%	4.01%	4.31%	4.19%	4.54%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	53.85%	90.50%	80.38%	41.49%	25.55%	21.40%	
							EBIT 增长率	42.56%	89.82%	73.69%	28.64%	7.59%	19.26%	
							净利润增长率	59.61%	55.92%	57.69%	33.37%	30.56%	19.13%	
							总资产增长率	38.76%	50.49%	50.16%	15.09%	13.85%	12.63%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	88.7	71.8	60.7	60.0	58.0	55.0	
							存货周转天数	50.6	47.7	44.4	50.0	45.0	45.0	
							应付账款周转天数	19.6	8.0	7.8	8.0	8.0	8.0	
							固定资产周转天数	3.8	8.5	6.7	5.3	4.6	4.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	149.08%	204.31%	160.20%	41.45%	49.16%	57.58%	
							EBIT 利息保障倍数	3.5	1.7	1.5	2.0	2.4	2.4	
							资产负债率	79.57%	82.13%	79.83%	65.51%	68.23%	70.15%	

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-20	买入	31.16	60.00~72.00
2	2016-03-18	买入	27.69	48.00~50.00
3	2016-04-11	买入	30.34	48.00~50.00
4	2016-04-26	买入	27.53	N/A
5	2016-05-02	买入	26.59	N/A
6	2016-06-06	买入	14.05	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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