

中小市值个股精选系列之怡亚通

——怡亚通（002183）：快消品供应链领军

2013年5月7日

 推荐/首次
 怡亚通

报告摘要:

- 三大核心壁垒助推类利丰供应链路径演进。**公司的主营业务分为广度供应链业务、深度供应链业务和产品整合业务。三类业务构成一站式整合型供应链服务平台，为企业非核心业务外包提供全面服务；**依托资本先发优势的供应链的全流程管理、轻资产资源整合、灵活机制下的客户高转化成本**是公司的三大核心壁垒；**公司延续着供应链标杆企业利丰的供应链管理方向发展至中后段，收购整合经销商层级或是跨越式增长的主渠道。**
- 资金良性循环助力深度供应链量价齐升，市场至少存在翻倍空间。**传统制造业“大而全”的战略已经过度到如今的“小而美”非核心生产性服务配套外包阶段，以服装、IT、快消品为代表的上游制渠道模式的“收权”变革给怡亚通深度参与各领域渠道扁平化带来了契机。世界500强客户30余家，如仅给出1%的市场份额，深度供应链的空间就有100亿，公司12年深度供应链的业务量近50亿，按照目前快消品50%的占比，该部分至少有一至两倍以上的空间。供应链管理行业具备明显的资金密集型特质：资金是制约公司业务纵横延伸的核心要素之一，公司近三年无论在垫资占比的相对份额方面还是在应收账款的周转率方面均呈现超好的迹象。
- 产业链地位有待提高、定增摊薄风险犹存。**公司在我们的六位评价体系中的位居可比公司前列。深度供应链成本前置拐点不达预期以及广度供应链增速平滑对于利润杠杆的制衡加剧了定增摊薄引致的估值风险，而不同业务属性不同估值方法存在一定争议。
- 扶持政策将提高光伏行业估值，带来投资机会。**分销网络的前期建设费用一直是拖累公司业绩的主因。公司近两年的业绩增长将来自于广度供应链量能的平稳释放、深度供应链议价能力和品类横向扩充量价齐升的双轨并行；380平台后扩张期带来的费率优化；定增落地带来的财务杠杆弹性四大方面。我们预测公司13-14年的EPS分别为0.17和0.20元，给予“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	7025	7555	9010	11280	11900
增长率（%）	16.05	7.54	19.26	25.19	5.50
净利润（百万元）	135.0	125.5	162.7	197.2	226.8
增长率（%）	2.91	-7.06	29.63	21.21	15.00
每股收益(元)	0.14	0.13	0.17	0.20	0.23
净资产收益率（%）	10.04	8.46	7.98	9.25	10.18
PE	40	43	34	28	24
PS	0.79	0.73	0.61	0.49	0.46

高坤

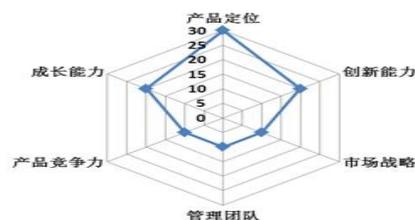
执业证书编号：S1480511110001

中小市值行业分析师

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

六位评价体系之服务业



所属于概念板块、东兴分类

概念题材:

物联网、前海概念板块、营改增概念

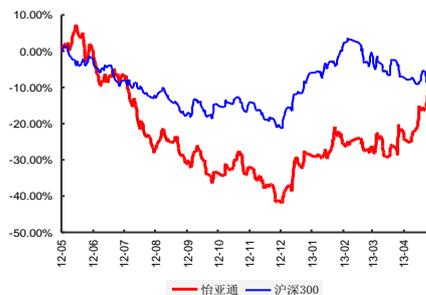
东兴分类:

东兴中小市值专题报告《商业模式系列之供应链》重点推荐个股

核心护城河、商业模式概括

- 资本先发优势
- 轻资产供应链的全流程管理
- 下游客户转移成本较高

52周股价走势图



目 录

1. 核心护城河:	3
2. 成长路径、运营模式、业务构成:	3
2.1 成长路径: 类利丰模式	3
2.2 业务构成及运营模式: 深度供应链快消领域全面渗透	4
3. 行业供需分析、市场空间及特性分析:	5
3.1 市场空间: 渠道扁平化趋势下深度供应链翻倍空间尚存	5
3.2 行业特性: 资金密集型、轻资产运营	6
4. 六位评价体系应用:	7
5. 解禁、业绩雷区风险:	7
6. 业绩亮点及预测:	7
结论:	8

表格目录

表 1: 全球 RFID 垂直市场份额及增速预计	5
表 2: 渠道型企业六维评价对比	7

插图目录

图 1: 公司供应链业务模式及流程	3
图 2: 公司三项业务毛利率变化趋势	4
图 3: 公司三项业务相对占比变化趋势	4
图 4: 公司深度供应链业务模式及流程	5
图 5: 广度供应链业务为客户代垫货款及税金占业务量比例变化趋势	6
图 6: 公司财务杠杆运营效率	6
图 7: 单一平台利润分解	8

1. 核心护城河：

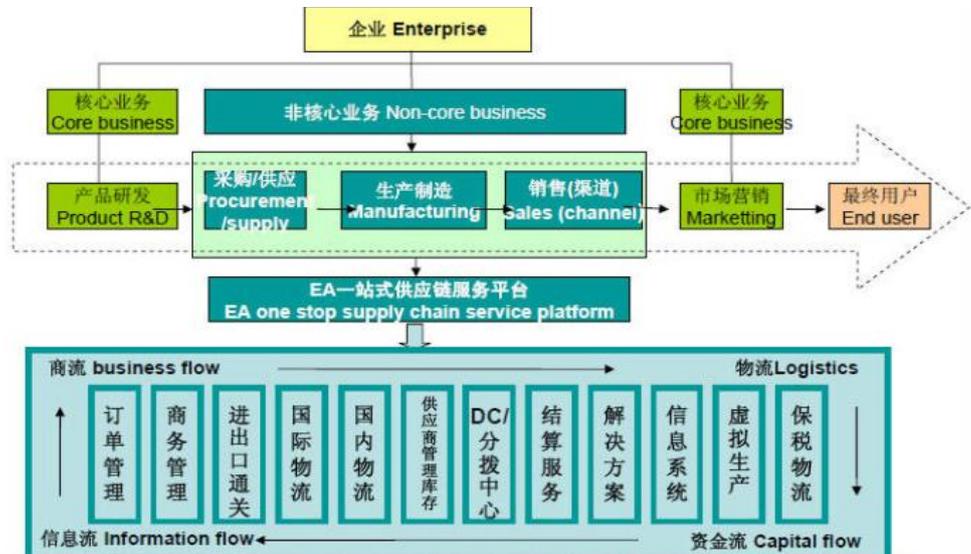
- 依托资本先发优势的供应链的全流程管理；竞争对手只提供部分环节服务；
- 轻资产资源整合型公司，物流等非核心业务外包、高 ROE；
- 机制灵活，一直跟随市场而调整发展战略，下游客户转换成本较高。

2. 成长路径、运营模式、业务构成：

2.1 成长路径：类利丰模式

怡亚通的进化，取决于客户需求和自我创新。公司的主营业务分为广度供应链业务（采购执行、分销执行）、深度供应链业务（采购销售）和产品整合业务（虚拟生产）。三类业务构成一站式整合型供应链服务平台，涵盖了现代企业除研发和市场营销以外的所有产业链环节，组成一个有机整体，可以为企业非核心业务外包提供全面服务。

图 1：公司供应链业务模式及流程



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

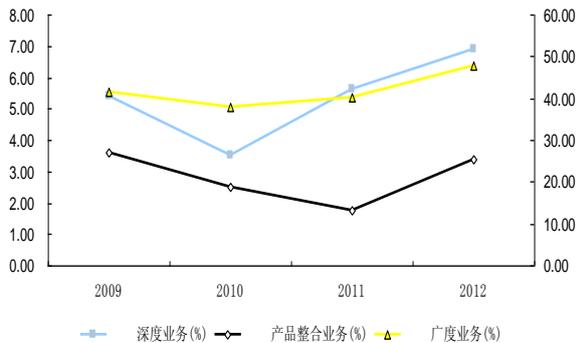
利丰：1906-2002 利丰贸易的业务经历了从简单的采购代理——采购公司——无边界生产——虚拟生产——整体供应链管理的演变，公司也同样延续着标杆企业的供应链管理方向发展至中后段。收购整合经销商层级或是跨越式增长的主渠道：利丰 20 年进行了大小 20 余宗的收购，包括上游企业、同类贸易商、下游经销商等全供应链的整合。10 年进行了两项大型收购，对象分别是美国 Jimlar Corporation 公司和利和经销集团有限公司（IDS），利和经销凭借着消费品分销业务在上市期间一直享有 20 倍左右的估值。

公司：2005 年开始，公司将 IT 领域的尝试扩展到医疗器械、化工、纺织品、快消品等；2007 年，公司引入虚拟生产业务，2008 年引入卖场业务，而 2009 年又在后者

的基础上发展深度业务（380 平台）。目前深度业务收入占比已经达到 65%，利润贡献也几近与广度业务平分秋色。未来产品整合业务将逐步萎缩；广度业务的毛利率提升空间有限；深度业务步入后投入期的杠杆效应和品类横向扩张带来的量能扩充是公司业绩的主要推动力。

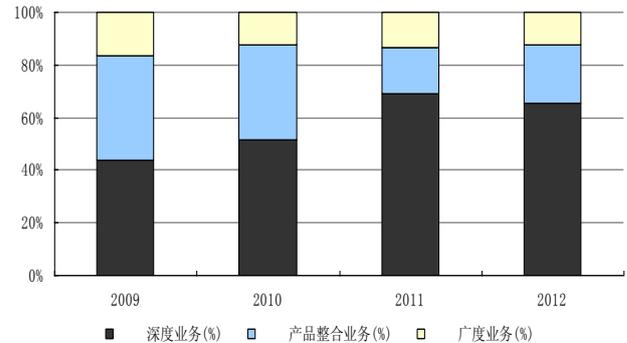
2.2 业务构成及运营模式：深度供应链快消领域全面渗透

图 2：公司三项业务毛利率变化趋势



资料来源：wind 东兴证券研究所

图 3：公司三项业务相对占比变化趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

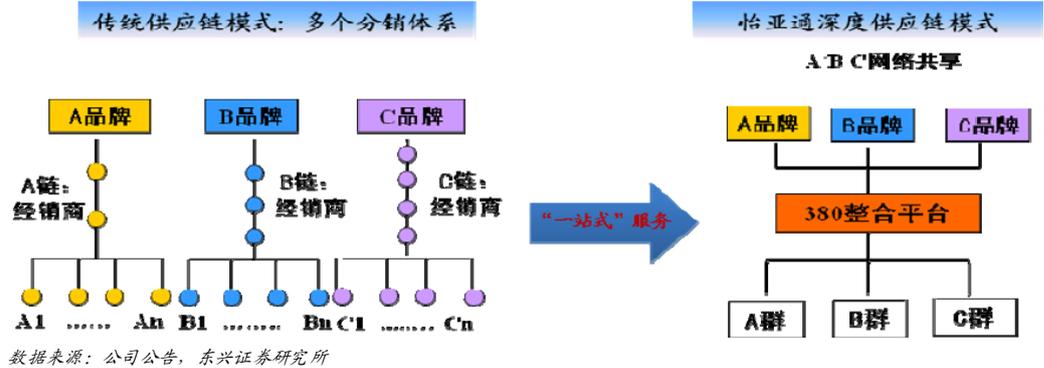
虚拟生产-逐步萎缩：12 年收入占比降至 22%，毛利率仅为 3.4%，该项业务不成功的原因主要基于选择了行业变化较快的手机和平板领域进行 ODM/OEM 生产。存货和销路是这项业务的壁垒和风险的双刃剑。

广度供应链-主干血管（服务费高毛利、低净利）：12 年 294 亿业务量，收入占比 12.24%，47.8%的毛利率水平较 11 年大幅提升近 8 个百分点，主要是业务规模增长引致的规模经济效应强化以及不断加强的成本控制。该业务以主飞利浦、西门子等国外高端品牌客户为主，医疗器械领域做的相对成熟。毛利率高是因为按服务费收费（差价收入，2-3%，不承担存货风险），毛利率提升空间不大，竞争比较激烈红海，毛利率水平主要取决于客户规模、资金息差及人民币升值预期。

深度供应链 380-毛细血管（低毛利、高净利）：380 平台从 2009 年开始启动，目前已在 100 多个主要城市先后落地运作。12 年 48.9 亿业务量，收入占比 65.37%，6.9%的毛利率水平较 11 年大幅提升 1.27 个百分点，后投入期杠杆潜力逐步释放。深度供应链承担存货成本，收入分母大，所以毛利率低。毛利率水平主要取决于供应链主导厂商的盈利能力，

快消品高毛利率、标准化、轻重量的特点成为深度供应链渗透的优选、首选品类。已成功导入世界 500 强客户 30 余家和细分行业前三名客户 20 多家。下游产品主要是休闲食品、奶粉、日化和酒水；母婴行业有多美滋、惠氏、雅培、雀巢、美素、可瑞康等品牌；食品行业有雀巢、卡夫、中粮、益海嘉里、玛氏等品牌；日化行业有宝洁、联合利华、欧莱雅、曼秀雷敦、高露洁等品牌；酒饮行业有红牛、加多宝、泸州老窖、红花郎等行业知名品牌。公司在电商领域也有拓展，致力于打造 B2B 的平台，目前已经给京东、当当供货、1 号店供货，以进口奶粉为主，覆盖深度结算，销售数据维护反馈、指导营销等功能。

图 4：公司深度供应链业务模式及流程



3. 行业供需分析、市场空间及特性分析：

3.1 市场空间：渠道扁平化趋势下深度供应链翻倍空间尚存

传统制造业“大而全”的战略已经过度到如今的“小而美”非核心生产性服务配套阶段。例如打印外包商立思辰、提供第三方检测服务的华测检测以及供应链服务商怡亚通。以服装、IT、快消品为代表的上游制渠道模式的“收权”变革则给怡亚通深度参与各领域渠道扁平化带来了契机，主要通过整合区域内经销商，搭建自身的渠道下沉深度供应链平台实现。

表 1：全球 RFID 垂直市场份额及增速预计

领域	份额、%	09-14 复合增速、%
交通	30.2 (对应 1098.8 百万元收入)	20
政府	20.2	14
零售消费包装	13.5	22
汽车	9.4	9
商业服务	9.1	15
零售业	5.9	33
健康	2.9	24
药物	2.2	17
电子业	2.2	18

资料来源：VDC RESEARCH GROUP，东兴证券研究所

从 2012 年公司的业务量行业分布来看：IT 仍然占据了业务量的主导为 67.99%，深度供应链的业务量一半来自于快消品。快消品业务量占比为 7.84%，相应的收入占比为 31.94%，两者分别较 11 年提升 1.45 个百分点和 5.36 个百分点。

公司 380 深度业务主要围绕高毛利的快速消费品细分行业(母婴、酒饮、日化、食品)，服务世界 500 强客户 30 余家和细分行业前三名客户 20 多家，共近 60 家核心客户。保洁、联合利华等 30 家核心客户，在华 1 万亿的销售额，如仅给出 1% 的市场份额，深度供应链的空间就有 100 亿，公司 12 年深度供应链的业务量近 50 亿，按照目前快消品 50% 的占比，该部分至少有一至两倍以上空间。另外，以西王食品等为代

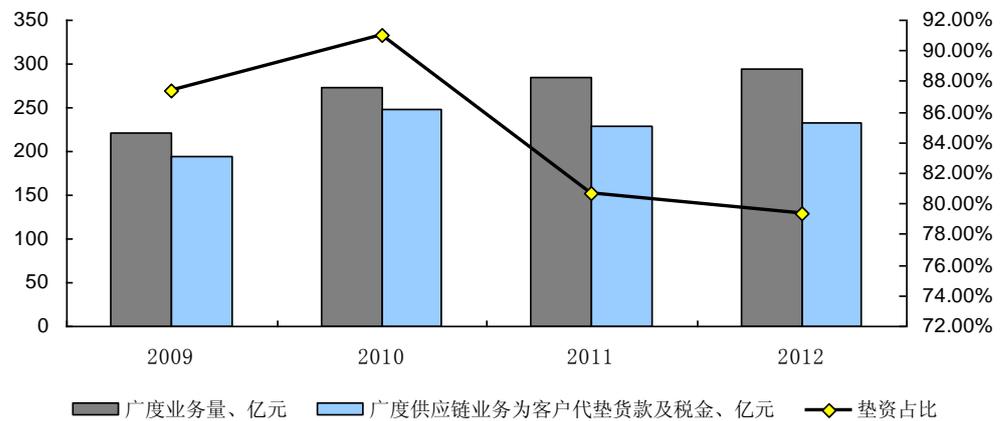
表的国内消费品品牌后起之秀，缺乏供应链中后段的通路资源，也一定程度上成就了供应链全流程管理、拥有一定资金平台的供应链公司。

预计广度供应链未来三年的复合增速为 10%左右；基于一线下游零售商集中度较高且沃尔玛等卖场龙头要求厂家直供、直销，公司重点发展的还是三线城市，深度供应链目标是全国县级以上城市 380 个网点，目前 120 个基本够用。明年将从平台的增量扩张逐步转化到完善单个平台承载功能的利润杠杆存量释放。深度供应链中快消品的收入增速在 30-50%。

3.2 行业特性：资金密集型、轻资产运营

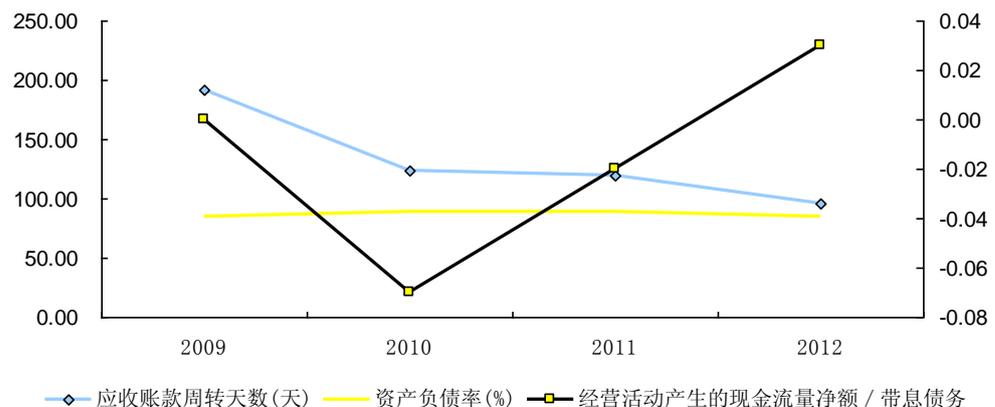
·供应链管理行业具备明显的资金密集型特质：资金是制约公司业务纵横延伸的核心要素之一，经销商的资金承担，是实现大型终端对接及拓展成长型厂商的重要手段。公司近三年无论在垫资占比的相对份额方面还是在应收账款的周转率方面均呈现超好的迹象。另外，公司旗下深圳市宇商小额贷款有限公司也缓解了部分渠道资金压力（注册资本 2 亿元，2012 年收入 7090 万元，净利润 3199 万元，净利润率 45.12%）。

图 5：广度供应链业务为客户代垫货款及税金占业务量比例变化趋势



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司财务杠杆运营效率



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 六位评价体系应用：

- ▶ **细分行业空间（连锁快速成长潜力）**：来源于快消品的稳定内生增长和渠道扩张；
- ▶ **可持续及抗风险能力（穿越周期）**：深度供应链平台比例加大有利于抗周期特性加强；
- ▶ **盈利能力（行业竞争格局）**：深度供应链全流程管理蓝海，广度供应链红海；
- ▶ **轻重资产模式（固定资产投入资本/销售收入）**：商业模式好的企业通过制造过程外包或合作、租赁、资产证券化、存货融资、应收账款融资等方式，可以减少单位销售收入所需要的固定资产投资）：物流等非核心业务外包的轻资产模式，高 ROE；
- ▶ **产业链地位（预收+应付现金流占比）**：基于定位为 500 强及细分行业前三客户，规模化效应尚处于早期，供应链地位相对弱势；
- ▶ **管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）**：公司信息化程度较高，民营特质助力公司战略动态、创新调整；

表 2：可比企业六维评价对比

企业	细分领域预计复合增速	三年收入复合、13Q1、12 年扣非利润同比增长	盈利能力	轻重资产模式	产业链地位	激励 OR 定增
怡亚通	业务量 15%	61.7/-7.67/-37.98	11.12	轻资产	较弱	定增
苏宁云商	10%	22.9/-48.15/-45.61	17.76	重资产	较强	激励
庞大集团	8%左右	21.41/33.44/-280.39	10.55	重资产	较弱	定增
九州通	10%左右	18.53/-8.81/18.37	6.41	轻资产	较弱	增持

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 解禁、业绩雷区风险：

- ▶ 2013 年 4 月 24 日增发成功，价格 4.16 元，募集资金净额 6 亿，摊薄 15%，今年面临业绩摊薄的估值风险；而不同业务属性不同估值方法存在一定争议；
- ▶ 前两年 380 深度平台较为积极扩张引致的成本前置不达预期，业绩反转低于预期；广度供应链业务利润贡献仍近半，与经济周期相关性相对较高，今年增速放缓也将一定程度上制衡深度供应链利润弹性的释放；
- ▶ 2013 年尚无解禁风险。

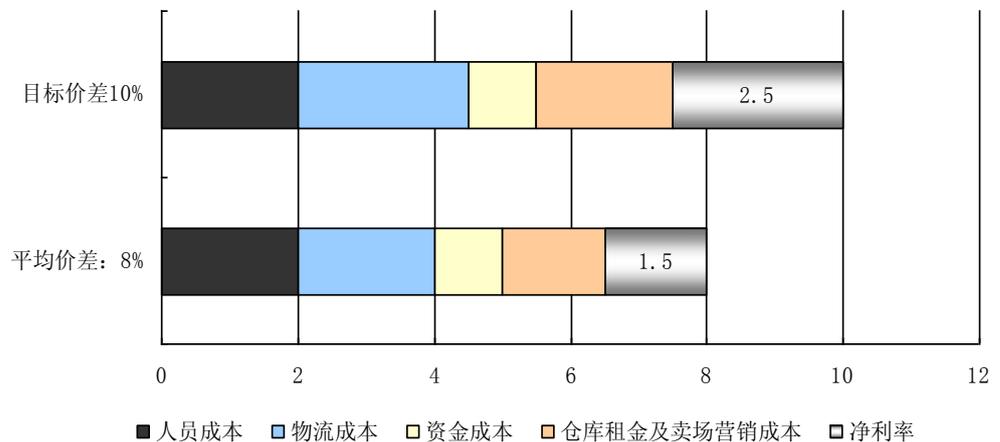
6. 业绩亮点及预测：

分销网络的前期建设费用一直是拖累公司业绩的主因。公司近两年的业务增长将来自于广度供应链量能的平稳释放、深度供应链议价能力和品类横向扩充量价齐升的双轨并行；380平台后扩张期带来的费率优化；定增落地带来的财务杠杆弹性四大方面。

380平台（全国县级以上城市380个网点）目前全国120家网点，以市为标准，辐射周边的县、市，年销售额5000万才会考虑在相关区域新设平台，公司重点发展的还是三线城市，通过收款和维护的本土化来抵御渠道下沉中当地经销商排挤，公司仅负责核心的订单收集、配送工作。从业务量考虑渠道扩张进入阶段性尾声，利润释放则主要取决于已有网点承载效率的提升。单个网点从建设到成熟大概需要1-2年，分解来看：租仓库、物流、人员投放、卖场营销成本、资金成本中最大的是物流成本2%，业务量3000万（销售额）基本为盈亏平衡点。县级市保洁全产品线为例，1800个单品，除去部分高端单品，净利润2%是目标，毛利率约等于服务费率10-30%。

单个平台的盈利周期在不同品类和品牌相差较大，大部分平台刚开始13个月的盈亏平衡，但后续建设的已经基本4-6个月盈亏平衡，金龙鱼预计年销售额4亿，一个月就盈亏平衡。380深度供应链业务12年打平，今年预计略微盈利千万级别。

图7：单一平台利润分解



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

怡亚通通过建立了完整高效的供应链体系，被称作为受利润下滑困扰的中国企业找到新的成本压缩空间的典范。公司2012年综合毛利率较上年同期增长7.65%，广度业务的规模增长以及成本控制是主要贡献力量，深度供应链的毛利率水平也有显著提升，两大趋势的延续以及后者后扩张期利润杠杆的放大主导将全面助推13年业绩弹性。我们预测公司13-14年的EPS分别为0.17和0.20元，给予“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

中小市值组组长 产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。