

# 传统渠道供应链革命先锋

**增持 维持**

目标价格：10元

## 投资要点:

- 当今世界新经济典型特征是“大数据、大金融、大物流”。在互联网技术迅猛发展的基础上，供应链变革正在迅速发展。一方面，电子商务及其 O2O 的发展进入高速成长的后半程；另一方面，传统渠道正在被供应链一体化整合所变革，其中代表是怡亚通。怡亚通 380 供应链平台经历探索期和系统建设期，目前已经进入快速爆发期，并且在可预见 3 年内将每年翻倍速度增长。同时公司盈利能力将显著提升。

## 报告摘要:

- **和电商发展平行的是传统消费渠道整合空间巨大，即供应链一体化。**在惊叹于电商业务飞速发展的同时，不能忽略的现实是：传统零售还占据 90% 以上市场空间，并且电商发展有极限。我们研究表明-传统渠道整合具有广阔市场空间，在中国，渠道整合升级换代的速度正在加快。怡亚通正是消费渠道整合领军企业。
- **380 平台建设进入“少年期”，具有先进供应链管理的巨大优势。**公司建设的 380 深度供应链管理平台，将商流、物流、信息流和资金流整合在一起，直接将品牌商和各类销售终端连接，具有提高效率、降低存货及损失、大幅改善服务 KPI 的功效，具有变革性的替代作用。怡亚通 380 平台经历探索期和系统建设期，目前已经进入快速爆发期。我们预计 3 年内 380 平台业务量将达到 100 亿、200 亿和 300 亿元。
- **宇商网（E sunny）依托公司供应链能力，具有较大发展空间。**公司的宇商网既有 B2B 也有 B2C 功能。B2B 方面能够提升客户服务价值。B2C 方面，具有巨大平面电商发展空间。
- **预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.26, 0.31 和 0.38 元，同比分别增长 26.87%, 21.95% 和 22.09%。**考虑到在消费升级和快消渠道下沉加速推进下，公司 380 平台未来有望超预期爆发，同时股权激励将为公司业绩的快速增长加码，我们维持公司“增持”评级，目标价 10 元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	7483.8	11,623	19,656.32	28,471.75	39,474.57
增长率 (%)	7.3	53.9%	69.1%	44.8%	38.6%
归母净利润(百万)	124.0	200	254.11	309.88	378.33
增长率 (%)	-7.06	59.6%	26.9%	21.9%	22.1%
每股收益	0.15	0.20	0.26	0.31	0.38
市盈率	31.50	37.6	29.61	24.28	19.89

## 交运研究组

### 分析师:

瞿永忠(S1180513070005)

电话: 18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

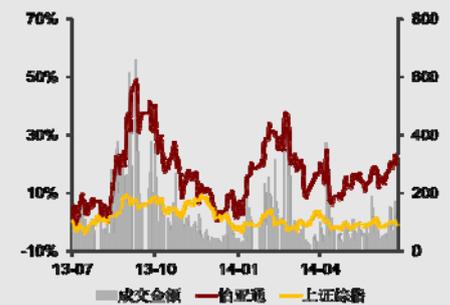
### 研究助理:

王滔

电话: 18710172786

Email: wangtao1@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《物流行业点评-中长期规划获通过，推介现代物流》

2014/6/11

《拥抱互联网，融合供应链》

2014/6/8

《融合互生，电商大潮下的物流变革》

2013/10/12

《菜鸟引领中国物流新变革》

2013/8/14

## 目录

<b>一、传统消费渠道整合空间巨大</b> .....	<b>5</b>
(一) 供应链一体化的融合是大势所趋，电商发展成催化剂 .....	5
(二) 供应链一体化具有广阔成长空间 .....	7
<b>二、快消品渠道下沉乃大势所趋，下线城市现新蓝海</b> .....	<b>10</b>
(一)、快消品市场整体增速放缓，一、二线市场面临天花板.....	10
(二)、新蓝海出现，下线城市成兵家必争之地 .....	11
<b>三、公司 380 平台建设进入“少年期”，具有消费渠道供应链管理的巨大优势，进入爆发式增长阶段</b> .....	<b>15</b>
(一)、借渠道下沉之势切入快消品供应链，平台建设初步成型.....	15
(二)、380 平台融合产业链需求，代表供应链服务变革方向.....	17
(三)、客户选择怡亚通的原因：模式创新带来价值创新 .....	19
(四)、平台优势转化为客户资源优势，未来仍有巨大成长空间.....	20
<b>四、宇商网（ESUNNY）依托公司供应链能力，具有较大发展空间</b> .....	<b>21</b>
(一)、我国电商市场仍处于高速发展阶段，整体空间较大 .....	21
(二)、打通线上和线下，专业定位，未来值得期待 .....	22
<b>五、股权激励在先，战略目标有保障</b> .....	<b>24</b>
(一)、股票期权激励方案概况 .....	24
(二)、有的放矢，激励计划重点针对 380 集群 .....	25
(三)、行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来发展信心.....	26
<b>六、其他业务稳中有增，仍有超预期可能</b> .....	<b>26</b>
(一)、广度业务高增长的概率不大 .....	26
(二)、供应链金融业务与供应链平台业务发展相适应 .....	27
(三)、产品整合与非 380 深度业务不确定性较大 .....	28
<b>七、重要假设和业务预测</b> .....	<b>30</b>
<b>八、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>31</b>
<b>九、风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 插图

图 1: 电子商务系统的“三个流” .....	5
图 2: 美国供应链模式演进示意 .....	5
图 3: 一体化的供应链物流示意图 .....	6
图 4: 传统供应链与电子商务供应链的比较 .....	6
图 5: B2B 和 B2C 产业链分析 .....	7
图 6: 中美在线网购对比 .....	7
图 7: 消费者的在线消费额与城市发达水平正相关 .....	8
图 8: 四线城市的网络购物占收入比例最大 .....	8
图 9: 网购人数渗透率与互联网渗透率高度正相关 .....	8
图 10: 互联网渗透率与人均 GDP 高度正相关 .....	8
图 11: 较发达城市与欠发达城市的网络渗透比较 .....	9
图 12: 淘宝月度日均覆盖人数比率变化呈提升趋势 .....	9
图 13: 农村居民人均可支配收入增速高于城市 .....	9
图 14: 快消品整体增长率近三年有所放缓 .....	10
图 15: 物价增速放缓导致部分品类增速放缓 .....	10
图 16: 覆盖上亿城市家庭快消企业消费者规模和增速 .....	11
图 17: 覆盖上亿城市家庭快消企业渗透率和变化 .....	11
图 18: 下线城市快消品增长率高于上线城市 .....	11
图 19: 下线城市消费需求金字塔 .....	12
图 20: 部分新兴品类依然保持高增长 .....	13
图 21: 部分高端产品下线城市销售份额较高 .....	13
图 22: 实体渠道依然占据快消品 97% 的零售份额 .....	13
图 23: 传统渠道对于下线城市更为重要 .....	13
图 24: 电商渠道下线城市渗透率远低于上线城市 .....	14
图 25: 下线城市网购频率远低于一线城市 .....	14
图 26: 2013 年网购用户分布区域 .....	14
图 27: 经济发达地区网购用户占比较高 .....	14
图 28: 怡亚通供应链服务网点遍布全国 .....	16
图 29: 公司 380 平台收入呈爆发式增长 .....	16
图 30: 公司深度供应链业务 2013 年表现抢眼 .....	17
图 31: 快消品业务占比日益提高 .....	17
图 32: 快消品行业特性决定渠道为王 .....	17
图 33: 怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比 .....	18
图 34: 怡亚通深度分销平台架构 .....	18
图 35: 供应链管理行业的发展趋势 .....	19
图 36: 公司从三方面推动价值创新 .....	19
图 37: 供应链管理实施大大提高运营效率 .....	19
图 38: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意 .....	20
图 39: 380 平台预计今年开始小幅贡献净利 (万元) .....	21
图 40: 我国电商市场保持高速增长 .....	21
图 41: 预计我国网购规模 2017 年可达 4 万亿 .....	21
图 42: 中小企业电商 B2B 交易量持续上升 .....	22

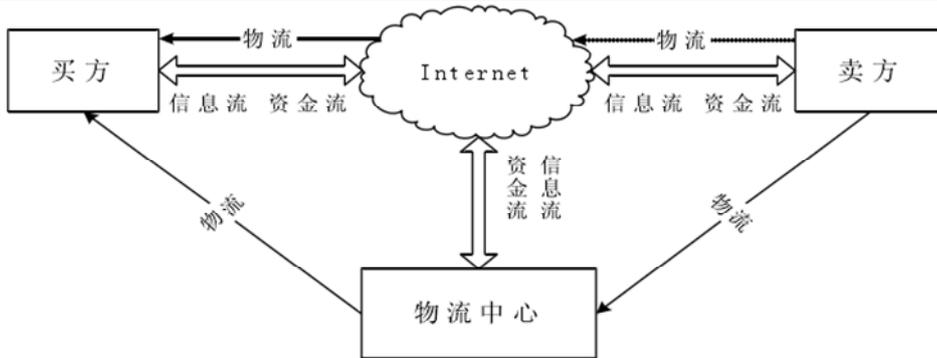
图 43: 中小企业电商 B2B 收入 3 年内有望翻番.....	22
图 44: 新宇商网与传统电商模式存在本质差异.....	23
图 45: 怡亚通信息系统战略规划.....	24
图 46: 股权激励具体安排.....	25
图 47: 股权激励具体分配方案侧重 380 集群.....	26
图 48: 怡亚通广度业务模式.....	27
图 49: 广度业务收入及增速.....	27
图 50: 广度业务毛利率及收入占比.....	27
图 51: 公司供应量配套结算服务的流程.....	28
图 52: 供应链金融业务收入及增速.....	28
图 53: 供应量金融业务毛利率及收入占比.....	28
图 54: 怡亚通产品整合业务架构.....	29
图 55: 产品整合业务收入及增速.....	29
图 56: 产品整合业务毛利率及收入占比.....	29
图 57: 公司业务预测表.....	30
图 58: 可比上市公司估值.....	31
图 59: 三张表摘要.....	32

## 一、传统消费渠道整合空间巨大

### (一) 供应链一体化的融合是大势所趋，电商发展成催化剂

#### 1、供应链发展总体趋势

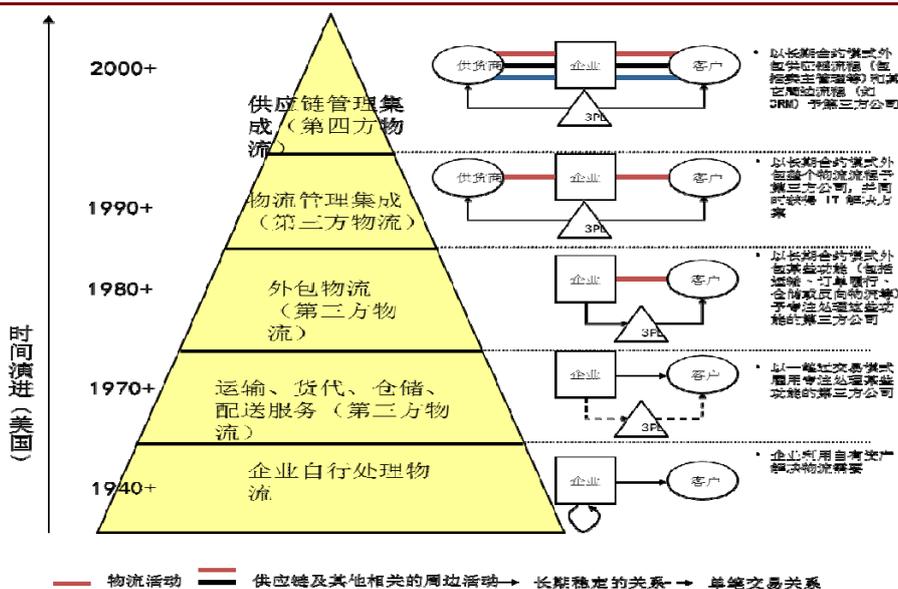
图 1: 电子商务系统的“三个流”



资料来源: 宏源证券

信息流、现金流、物流一直被认为是电子商务中的三个最重要的流程，而物流环节又被公认为三个环节中发展最为薄弱的环节（与国内整体物流体系的落后有关）。我们认为现代物流环节需要得到包括电子采购、定单处理、充分的供应链可见性、虚拟库存管理以及必不可少的集成技术，能够实质性的增加服务水平的多方面服务能力，而第三方物流企业的核心业务是物流业务（仓储，运输，配送等基础环节）的运作，对供应链整体解决方案的操作能力还差很多，很难整合所有的资源去处理供应链上所有的物流项目，而这些集成服务则可以在电商（平台）产业链中充分实施。参考国外物流发展路径，供应链一体化的融合（即 4PL）是物流发展的趋势。

图 2: 美国供应链模式演进示意

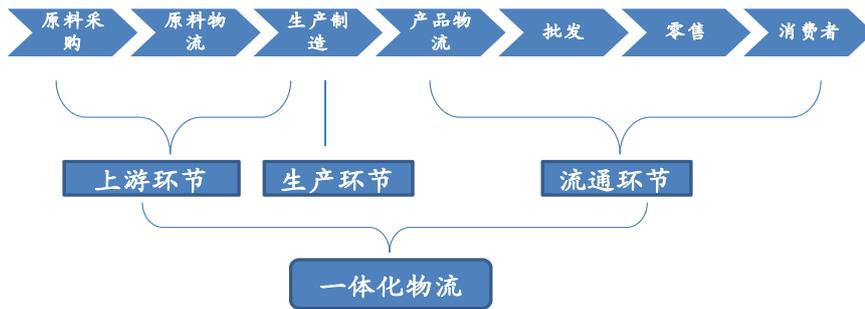


资料来源: 宏源证券

一条一体化的供应链至少包含三个方面的特征：1、**柔性化**：以顾客为中心，准确把

握需求变化、以最小成本和最短时间完成对需求的快速反应；2、**深度分工**：产业链各环节企业专注于核心业务，外包非核心业务；3、**高效协同**：各企业紧密合作、共担风险、共享利益。而实施供应链一体化至少需要三个必备条件：1、对企业内部和企业之间的工作流程、实物流程、信息流程和资金流程有完整详细的规划；2、供应链背后有现代信息技术支持；3、利用现代物流技术降低运输、仓储、配送的成本和时间。

**图 3：一体化的供应链物流示意图**



资料来源：宏源证券

跟传统的供应链相比较，电子商务的供应链对速度和种类要求更高，需要针对顾客的个性化柔性的需求进行精准的服务，这需要整条供应链同步规划与执行，因此，供应链的协调整合成为必须，而供应链的价值更加体现在无形的业务知识和信息上。

**图 4：传统供应链与电子商务供应链的比较**

比较内容	传统供应链	电子商务供应链
竞争优势	物质成本	速度知识
供应链范围	几个业务流程	多个企业
供应链计划	公司领导执行中明确分工	整条供应链同步规划与执行
工作环境	命令与控制明确工作责任	权力下放，工作随环境变化富有个性
供应链价值体现	物理上的设备、资产等	无形的业务知识和信息
供应链关注焦点	成本物资利用	顾客需求
周期	以月和年计	以日和周计
需求	标准化，刚性化	个性化，柔性化

资料来源：宏源证券

## 2、B-B 的电商的融合核心在供应链整合

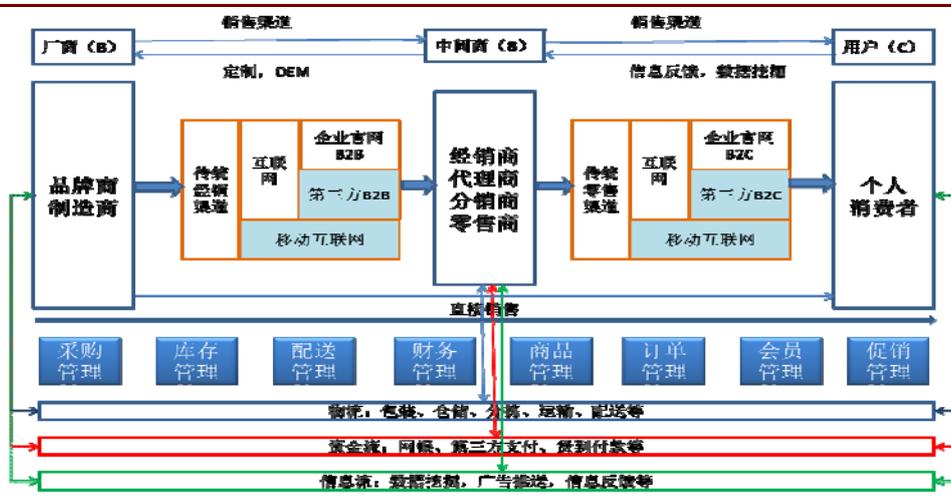
我们认为强大的电商将引领上游生产计划-下游销售对接，这种对接趋势是上游制造业外包供应链管理 Supply-Chain，只专注于生产 Manufacturing, Production Chain (R&D)。物流外包上升到供应链外包是一个巨大的飞跃，体现了电商的强大竞争力和整合能力，海量数据支持和跨平台、跨公司的对接成为可能。

## 3、B-C 的电商融合的核心在多样化产品-销售链整合在一个物流平台

B-C 商业模式整合已经成为现实，但是物流执行平台的建设是拖后腿的瓶颈。多样产品的销售供应链的整合有很大的技术难题，如供货周期、库存周期、配送时效、物流操作

要求等，这样的物流中心难度很大。因此必须多样化产品-销售链整合在一个物流平台，这样的平台也正是 B2C 电商融合的核心所在。

**图 5: B2B 和 B2C 产业链分析**



资料来源：艾瑞咨询，易观国际，宏源证券

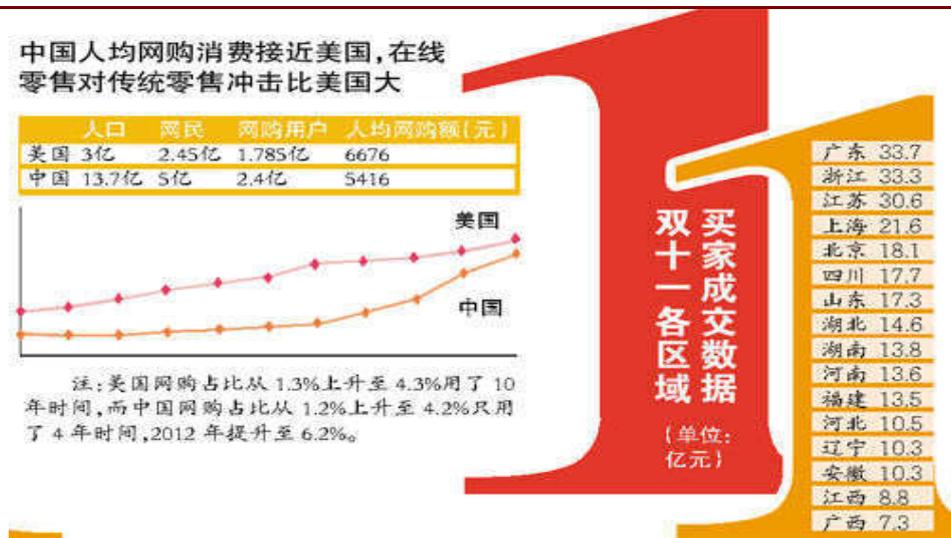
## (二) 供应链一体化具有广阔成长空间

### 1、虽然电商发展迅猛，但是传统零售仍然占据绝大部分市场空间

2013 年线上零售大约 1.8 万亿元，但全社会零售在大约 22 万亿水平。传统零售依然占据绝大部分市场空间。阿里巴巴董事长马云更是信心满满地表示：“电子商务将干掉传统零售实体业。到 2020 年电商在中国零售市场将占 50%”。但是我们研究判断，电商业消费的极限将止步于整体消费 20~30%。中国城乡差异巨大，物流网络发展水平将成为电商发展一大瓶颈。

在惊叹于电商业飞速发展的同时，我们不能忽略传统消费渠道整合的发展。或者，这样，传统消费渠道依然还有升级换代的整合机会。

**图 6: 中美在线网购对比**



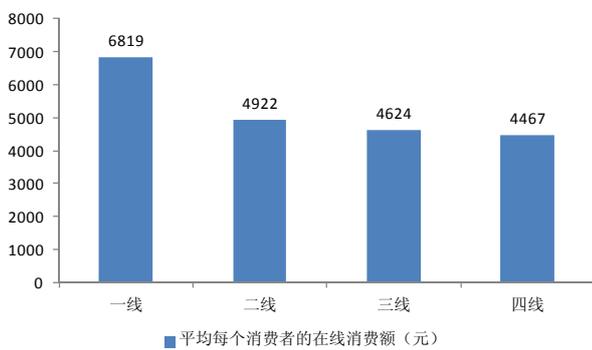
资料来源：广州日报，宏源证券

我们研究的核心是消费渠道整合中供应链一体化发展。

## 2、各类消费渠道数据分析表明，传统渠道市场空间难以真正撼动。

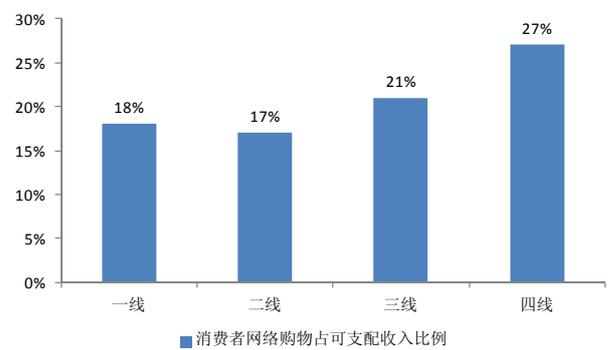
比较中美网络购物的大环境，我们发现，最重要的差别是实体连锁的布局，中国网络购物发展时连锁只在一二线城市布局，没有渠道下沉；而美国电商发展时实体布局已完成。我们非常看好三四线城市的网购发展空间，数据表明，一线城市的消费者在线消费额为 6800 元，而四线城市的在线消费额为 4500 元，消费者的在线消费额与城市发达水平正相关。另一方面，三四线城市的网络购物额占可支配收入的比例又要大于一二线城市，这说明由于连锁未深入三四线城市，网络购物的意愿更强，当国民收入整体提高的时候，三四线城市可以为网络零售的发展做出巨大的贡献。

图 7：消费者的在线消费额与城市发达水平正相关



资料来源：麦肯锡,宏源证券

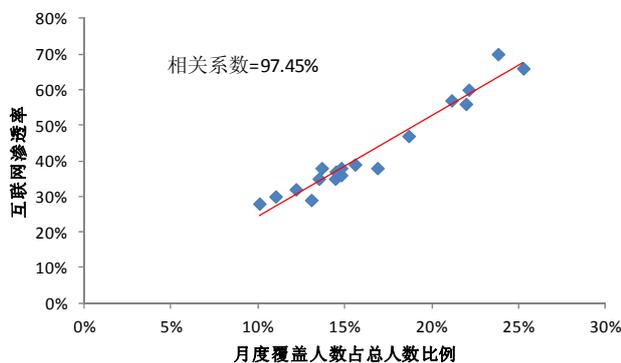
图 8：四线城市的网络购物占收入比例最大



资料来源：麦肯锡,宏源证券

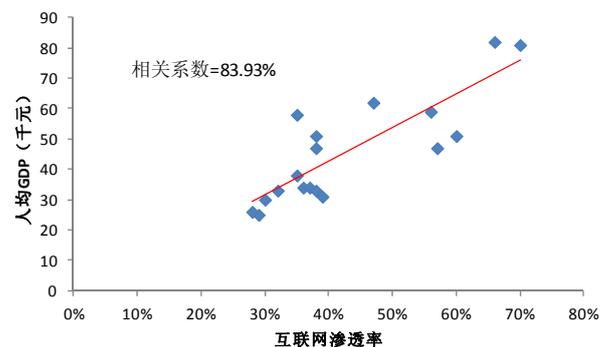
由于淘宝占据中国电子商务市场相当大的比例，我们采用分省市的淘宝的月度覆盖人数，基本上可以代表各省的网购总人数，再算出其与各省市总人数的比例，由此由月度覆盖比率代表网购人数渗透比率（网购人数/互联网使用人数）。将其与各省市的互联网渗透率（互联网使用人数/总人数）数据比较，我们发现两者相关系数高达 97.45%，而互联网渗透率与各省市的人均 GDP 的相关系数也达 83.93%。

图 9：网购人数渗透率与互联网渗透率高度正相关



资料来源：艾瑞咨询,麦肯锡,宏源证券

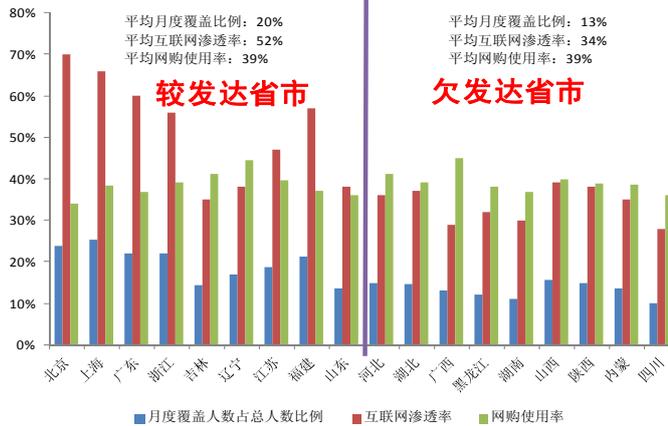
图 10：互联网渗透率与人均 GDP 高度正相关



资料来源：艾瑞咨询,麦肯锡,宏源证券

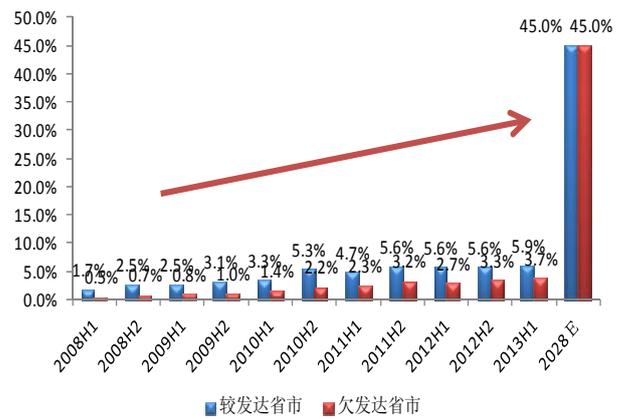
从网购使用率（每月网购人数/使用互联网总人数）的角度来看，各省市的网购使用率基本持平。我们再将各省市按人均 GDP 划分成较发达省市和欠发达省市，计算结果显示，2013 年较发达省市的平均网购人数渗透比例为 20%，而欠发达省市的平均网购人数渗透比例为 13%；较发达省市的平均互联网渗透率为 52%，而欠发达省市的平均互联网渗透率为 34%，而平均网购使用率在较发达省市和欠发达省市之间没有差别，均为 39%。

**图 11: 较发达城市与欠发达城市的网络渗透比较**



资料来源: 艾瑞咨询, 麦肯锡, 宏源证券

**图 12: 淘宝月度日均覆盖人数比率变化呈提升趋势**

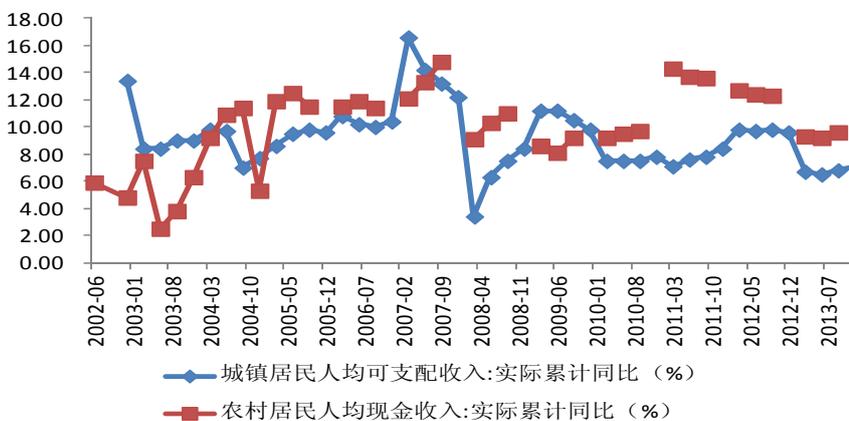


资料来源: wind 宏源证券

我们通过每半年的最后一个月度的网购覆盖人数来计算 2008 年至今每半年的较发达省市和欠发达省市的平均网购人数渗透比率, 结果发现, 在过去几年, 较发达省市的网购人数渗透比率一直高于欠发达省市的网购人数渗透比率, 但欠发达省市的渗透比率在一直提升, 且呈追赶发达省市的趋势。整体的网购人数渗透率也一直在提升。

我们发现, 从 2010 年以后, 中国的农村居民可支配收入增速开始超过城市, 居民收入的提高会带来收入效应刺激消费, 同时, 下线城市消费习惯也发生了变化, 日常用品的增速减慢, 而新兴品类的增长要明显快于上线城市。

**图 13: 农村居民人均可支配收入增速高于城市**



资料来源: 宏源证券

### 3、消费渠道整合中供应链一体化发展具有巨大的市场空间。

由此可以得出结论: 中国消费电商规模扩张的主要推动力是执行系统的发展, 核心在于物流系统 KPI 提升以不断拉升电商和渠道之间客户体验差距, 以扩大网购的边际效益和市场容量。但是在中国, 三四线城市、欠发达地区的经济发展和消费理念的改变将最先达到“网购-渠道”平衡。

从全球来看, 日本住友商社、香港的利丰集团、台湾的乐番薯等都是举世闻名的一体化供应链整合专家。国内怡亚通才刚开始其消费渠道整合进程。香港利丰集团林将全球供应链价值做到极致。这是一家香港甚至世界范围内商贸业的一个著名创新企业。没有厂房、

仓库、运输工具，也没有任何垄断权，凭着供应链的知识和经验、规范的流程管理、良好的商誉，为客户管理采购、分销、物流、信息和各个环节操作，成为全球独具特色的供应链管理公司。其核心竞争力在于将商业、供应链和物流结合，着眼于进出口、经销、物流和零售，实现年均 20% 以上成长，平均 PE30 倍，市值增长 150 倍的神话。

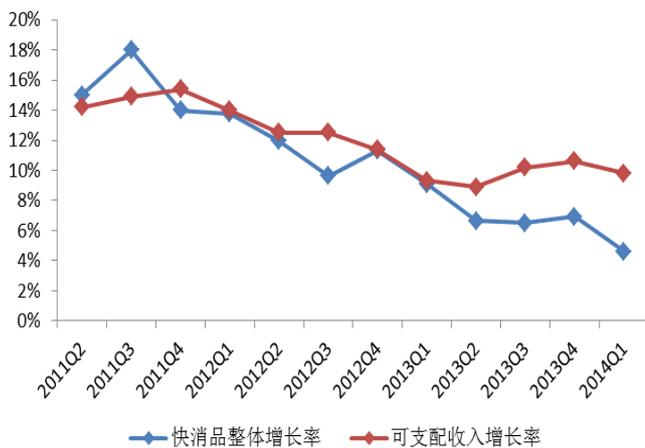
## 二、快消品渠道下沉乃大势所趋，下线城市现新蓝海

### (一)、快消品市场整体增速放缓，一、二线城市市场面临天花板

#### 1、快消品整体增速放缓，物价是主因

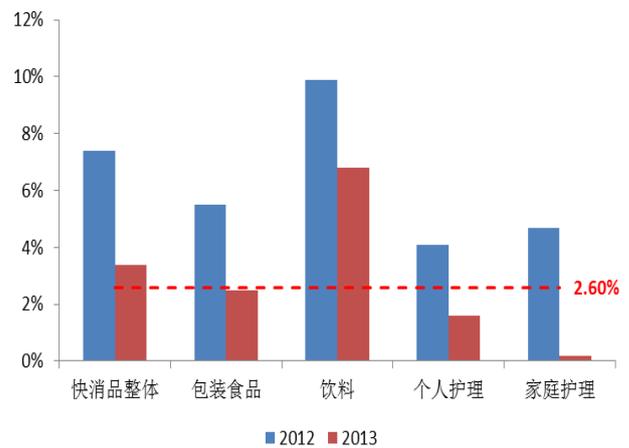
从快消品市场整体表现来看，中国快速消费品市场近三年增速显著减缓。Kantar Worldpanel 统计数据显示，我国快消品增长率由 2011 年二季度的 15.0% 降至 2014 年一季度的 4.6%，创下近三年新低。包装食品、饮料、个人护理和家庭护理用品的市场增速均出现明显放缓。物价增速放缓是导致快速消费品市场增速放缓的主要原因。2012 年到 2013 年，快消品主要品类价格增长率均有所下降，包装食品、个人和家庭护理用品等品类的价格增长率甚至低于 2013 年 2.6% 的通胀水平。

图 14: 快消品整体增长率近三年有所放缓



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

图 15: 物价增速放缓导致部分品类增速放缓



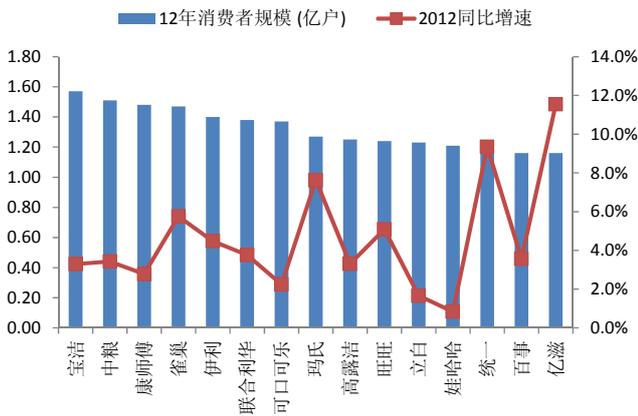
资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

#### 2、一、二线城市渗透率已至极限，未来空间有限

由外资为主导的快消巨头如宝洁，联合利华，欧莱雅等在中国加入 WTO 后，开始了大规模的扩张，均保持了较高的增长速度，然而 10 年之后，国内一、二线城市的快速消费品市场，分销渠道已经十分完善，各巨头的渗透率几乎已经没有可提升的空间，竞争剧烈程度也达到顶峰，已经成为快消品行业的红海，再加上国内经济增速下台阶，行业整体增速下滑，因而普遍面临增长瓶颈。

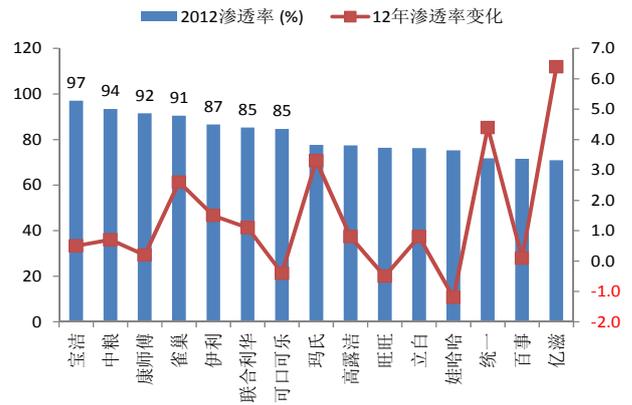
数据显示，宝洁在中国一、二线城市的渗透率达到 97%，联合利华也有 85% 的渗透率，随之而来的是增速的见顶。以宝洁为例，2002-2007 年宝洁中国的销售额从 9.1 亿美元左右增长至 26 亿美元，复合增速高达 23.5%，这一过程是一二线城市渗透率快速提升的阶段，从原有的 40%-50%，提升至 70%-80%，2012 年宝洁中国的销售额为 70 亿美元，复合增长放缓至 21%，而 2012 年同比仅增长 14% 左右，此阶段宝洁公司在一二线城市的渗透率已经提升至 90% 以上。

图 16: 覆盖上亿城市家庭快消企业消费者规模和增速



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

图 17: 覆盖上亿城市家庭快消企业渗透率和变化



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

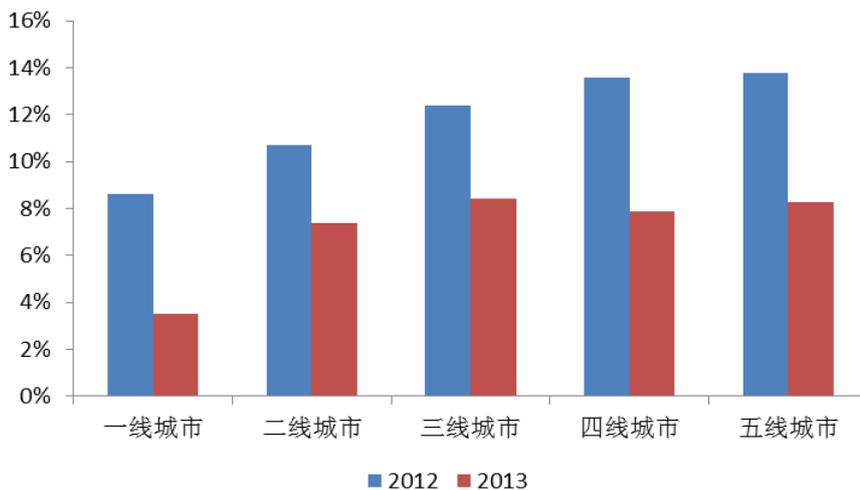
## (二)、新蓝海出现, 下线城市成兵家必争之地

### 1、下线城市快消品市场需求依旧旺盛

#### 1) 下线城市快消品市场表现好于上线城市

尽管快消品零售市场的增速在所有级别的城市中均出现显著放缓。但相对而言, 下线城市快消品增长率显著高于一二线城市。一线城市增速降幅最大, 其复合增长率由 2012 年的 8.6% 降至 3.5%; 三线城市 2013 年增长率为 8.4%, 在各线城市中表现最好。

图 18: 下线城市快消品增长率高于上线城市



资料来源: CTR, 宏源证券

从各行业公布的数据来看, 近年一线城市消费下滑明显, 三四线城市消费表现出较大潜力, 来自两个方面的数据都可以印证这一变化:

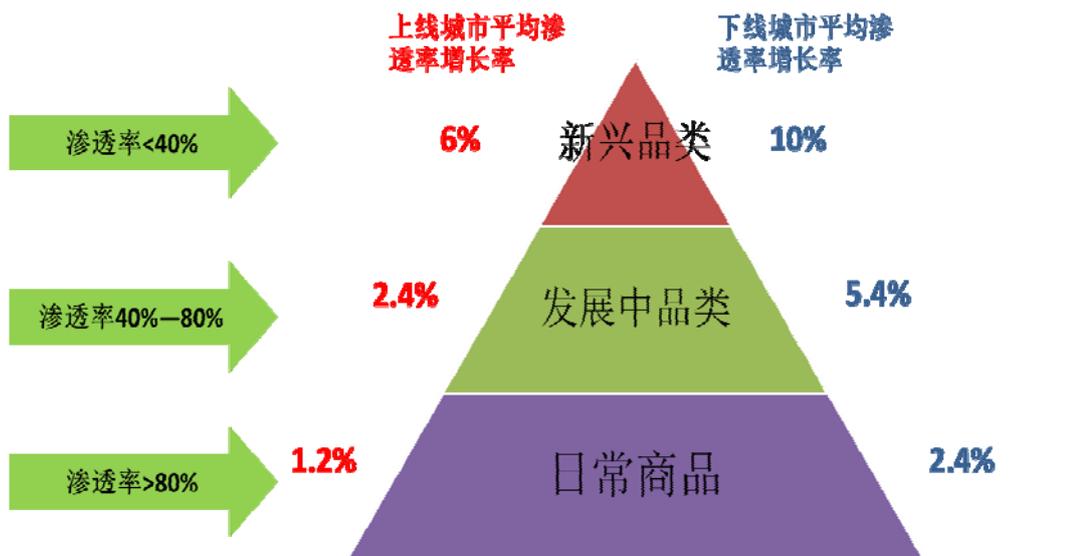
- 据权威快消行业研究机构 Kantar Worldpanel 统计, 三四线城市将继续成为快速消费品增长的引擎, 相比于现代渠道在四大重点城市 10% 的增长率, 县级市现代渠道销售额在 2012 年增长了 15%。另外, 2012 年整个中国城市快速消费品的增长中, 中国的三四五线城市贡献了 66%。

- 快消品重要渠道之一是 KA 大卖场，中型超市等零售终端，全国性的连锁品牌主要有沃尔玛，家乐福等。根据中国连锁经营协会统计，2012 年零售连锁百强企业中：一二线城市放缓，三四线则快于一二线的发展。在百强企业中，在一二线和三四线企业中各选十家典型企业进行分析，比较发现：一二线十家企业的平均销售增幅为 6%，门店数量平均增幅为 2%；三四线十家企业分别为 18%和 17%，均明显高于前者。2012 年百强新上榜企业 10 家，其中近半数三四线企业。

## 2) 消费理念变化，新品类与部分高端品表现抢眼

根据 Kantar Worldpanel 中国消费者指数研究，从消费金额增速来看，下线城市消费者对每个层级的品类需求增长都快过上线城市，新兴品类的平均渗透率增长达到 10%，高过上线城市的 6%，其差距也高于日常商品和发展中品类。进一步探索需求发展的路径则会发现，对于不同品类的尝新是下线城市的增长特点，尤其是新兴品类数量的拓展更加显著，在 44 个新兴品类中，在过去一年中每户从 9 个增长到 9.6 个品类。(照渗透率 2\*划分成为三个层级：日常商品品类如食用油、大米等，深度渗透全国 80%以上的家户；发展中品类如沐浴液、巧克力等，渗透率在 40%到 80%之间；新兴品类如咖啡、面膜等，在一年中仅被不到 40%的家户所购买)。

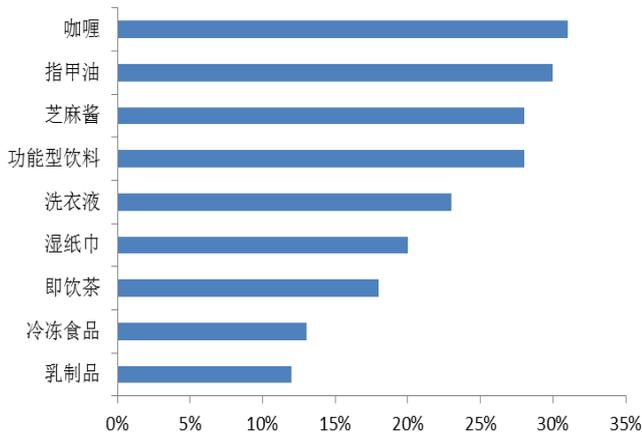
图 19: 下线城市消费需求金字塔



资料来源: Kantar Worldpanel 中国城市家庭样组, 2012 年 11 月 2 日滚动 52 周同比, 宏源证券

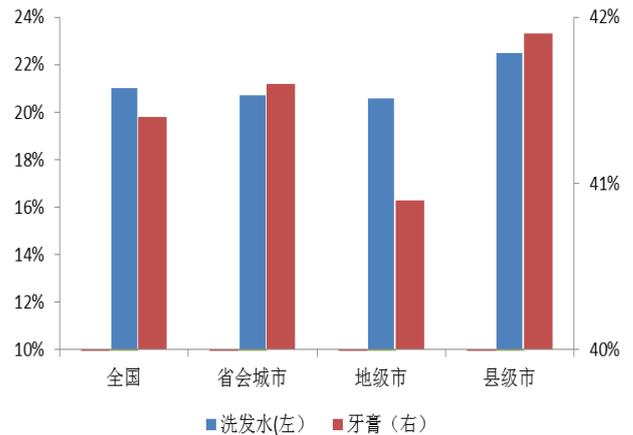
从具体品类来看，2013 年烟、酒、食用油等品类增长显著放缓，相反新兴品类则继续保持较高增长率。此外，下线城市对于部分高端产品的需求相当旺盛。以高端洗发水和牙膏为例，县级城市的销售份额占比显著高于省会城市。(注: 高端洗发水: >20RMB/200ml, 高端牙膏: >10RMB/100gm)

图 20: 部分新兴品类依然保持高增长



资料来源: CTR, 宏源证券

图 21: 部分高端产品下线城市销售份额较高

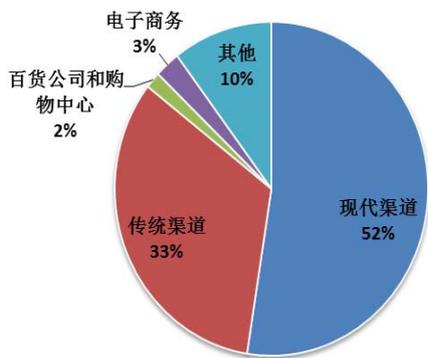


资料来源: CTR, 宏源证券

## 2、电商对下线城市渠道冲击力度相对较弱

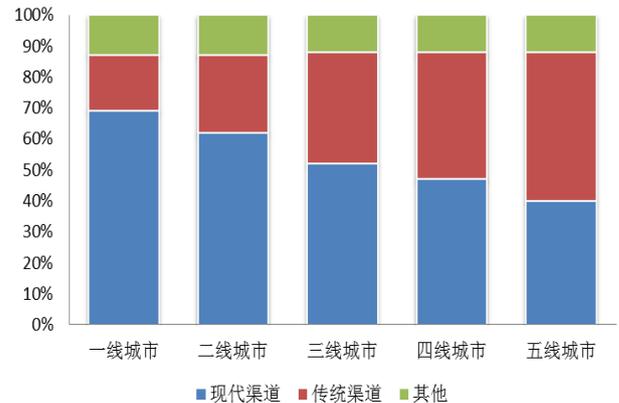
近年, 电子商务蓬勃发展, 其在快消品领域增速较高, 但占比仍然很小, 实体渠道在 2013 年仍占据了快消品市场约 97% 的零售份额。从实体渠道内部来看, 现代渠道 (主要指大卖场、超市、便利店等) 占据日益重要的地位, 传统渠道 (包括杂货店、独立小店、专卖店、批发、直销等) 市场占比约为 33%, 同样具有举足轻重的作用。分城市等级来看, 一到五线城市中, 各类实体渠道在家庭购物年度支出的金额占比呈现出很强的规律性, 即: 城市等级越低, 传统渠道的作用愈发重要, 五线城市传统渠道占比高达 48%, 现代渠道占比约 40%。

图 22: 实体渠道依然占据快消品 97% 的零售份额



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

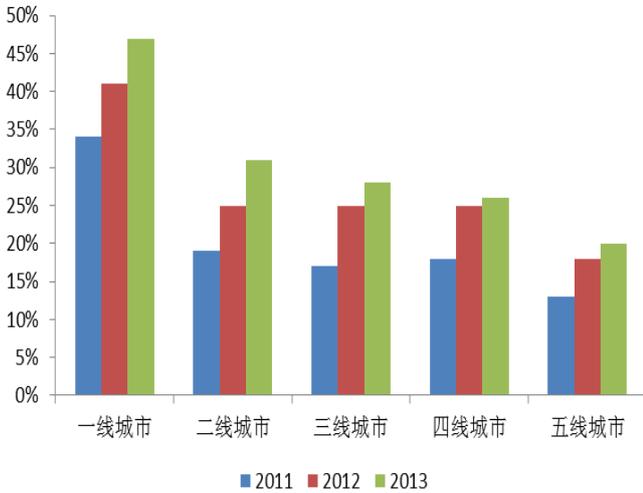
图 23: 传统渠道对于下线城市更为重要



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

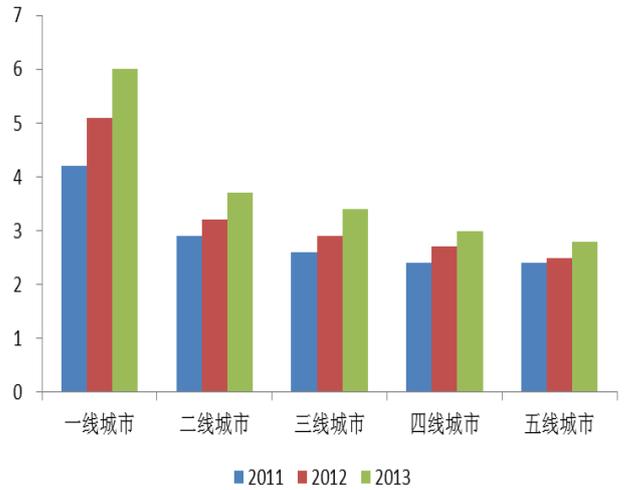
相对而言, 电子商务渠道在经济发达的一二线城市渗透率更高, 2013 年电商渠道在一线城市的渗透率达到 47%, 在五线城市渗透率仅 20%, 还不到一线城市的一半。长期来看, 电商渠道在各等级城市的渗透率必将逐步提高, 但短期内其在下线城市的渗透率仍将大大低于一二线城市; 从每户家庭年均网购快速消费品的频率来看, 2013 年一线城市家庭平均网购频率为 6 次, 五线城市的网购频率仅为 2.8 次, 尚不及一线城市的一半。电商渠道吸引了更多收入水平较高、居住在上线城市的年轻家庭。其中, 居住在一线至二线城市的家庭, 贡献了电子商务渠道销售额的 52%。

图 24: 电商渠道下线城市渗透率远低于一线城市



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

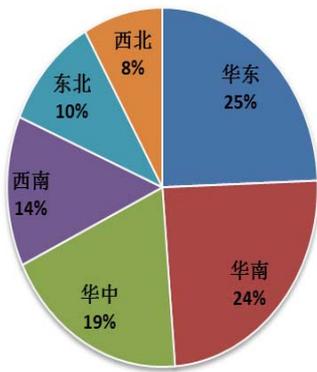
图 25: 下线城市网购频率远低于一线城市



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

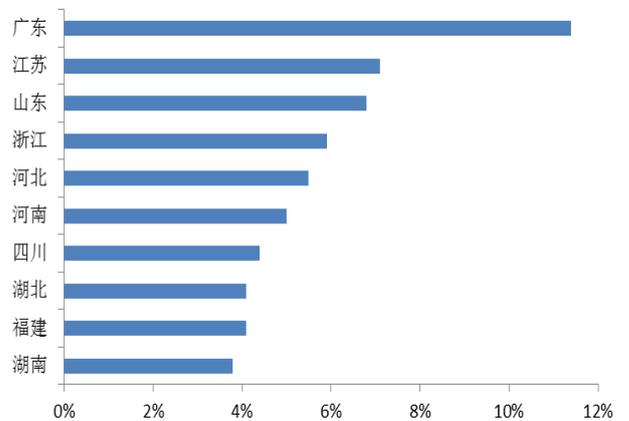
从网络购物区域分布来看, 2013 年中国网络购物用户主要分布在华东、华南等东部发达地区, 占比分别为 24.4%与 24.3%。而西北地区网络购物用户分布最少。2013 年中国网络购物用户主要分布在广东、江苏、山东与浙江等东部沿海经济发达省份, 其中广东是网络购物用户分布最多的省份, 占比为 11.4%。东部沿海地区经济发达且网民基数大是网络购物用户主要分布在东部经济发达区的重要原因。

图 26: 2013 年网购用户分布区域



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

图 27: 经济发达地区网购用户占比较高



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

### 三、公司 380 平台建设进入“少年期”，具有消费渠道供应链管理的巨大优势，进入爆发式增长阶段

#### (一)、借渠道下沉之势切入快消品供应链，平台建设初步成型

近年来，快消费品的发展趋势日益表明：中国一、二线城市的竞争早已处于过度饱和状态。快消品行业已开始转向三、四、五、六级城市的蓝海市场。快消品巨头，如宝洁、联合利华、欧莱雅、可口可乐、百事可乐等国际级大公司，早在 07 年前就意识到这一情况，因此下沉三、四级市场是唯一选择。宝洁目前整个中国市场销售规模约为 400 亿人民币，最近几年其 70% 的增长来源于下线城市。另一个典型的例子是红牛，2006 年其在中国营业额为 20 亿，到了 2012 年，仅单一品牌销售规模就达到 150 亿。红牛迅速腾飞的法宝就是将其所有的服务和终端维护能力全部下沉到底层市场。

但是，“下沉运动”对于品牌商，尤其是外资大型品牌企业来说困难重重：

**首先，三四级市场地域辽阔，同时消费分散，不像中心城市那样消费集中。**对任何企业来说，在如此辽阔的市场上单纯依靠自身的力量进行产品销售、推广根本就不现实。且不论这样做将耗费大量的人力、物力，大量增加成本，使企业不堪重负。而且，对任何企业来说，这样做都面临对现有组织、人员的大幅调整，操作难度非常大。

**第二是与自身品牌与服务相匹配的专业人才，几乎都不愿意去广大的底层市场，导致管理与服务的效率与标准大幅度降低。**这些大公司要下沉，它们的人才既涉及到整合难度，也涉及到人才的成本。并且下沉的越深，符合标准的人才就越稀缺，而公司可以很好解决这一矛盾，例如，公司在某一县城通过对客户的资源进行整合后，业务规模同样具有整合效应，因此即使花费较高成本聘请专业人才也是值得的。但是单一品牌商不具有类似整合效应，在业务规模不够大的情况下，花费同样的人力成本显然不够经济。

**第三，下沉的成本过高。**许多下线城市业务规模小同时所需服务强度大，服务成本高，因此大公司自建渠道效果不佳。某大品牌 2008 年在下沉湖南、贵州、广西三省市县市场时，亏损额高达 50 亿。我国分销市场多达五到七级分销系统。因此，开发三四级市场必须要借助经销商的力量，打通渠道，构建区域市场的核心分销平台。通过选择、扶持核心的区域经销商，搭建区域市场的市场操作、推广、售后服务平台。

怡亚通战略规划具有很强的前瞻性，早在 2009 年，公司就推出了“380 平台计划”，该计划将建立覆盖中国 226 个地级市和长三角、珠三角、环渤海 150 余个经济发达的县级市（总计约 380 个，故称 380 平台）的深度业务平台，宝洁、联合利华、达能多美滋、雀巢、强生、百事可乐、沃尔玛、家乐福、乐购、麦德龙、华联、人人乐等等都是平台业务伙伴。怡亚通继续推进这一平台，力求最短时间内覆盖中国 10 亿消费人口。目前公司 380 深度平台已覆盖全国 100 多个城市。

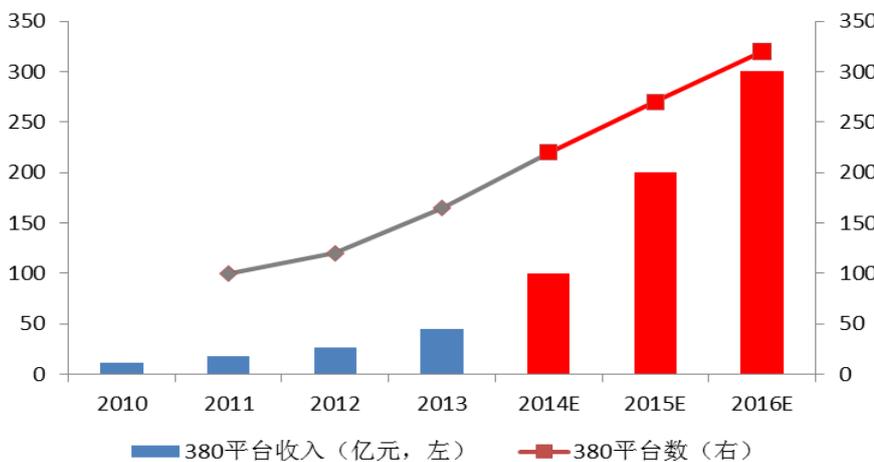
图 28: 怡亚通供应链服务网点遍布全国



资料来源: 上市公司, 宏源证券

2012-2014 年是深度 380 业务的成长期, 2013 年深度 380 业务导入项目数 450 个, 新成立分销平台 45 个 (2013 年底达到 165 个, 比原计划少 40 个左右), 实现营业收入 44 亿元 (仅指深度 380 业务)。预计 2014 年底预计平台建设数量将达 220 个, 实现营业收入 100 亿元, 2015-2017 年为深度 380 业务的高速发展期, 预计 2017 年底深度 380 平台的网络建设将基本完成。

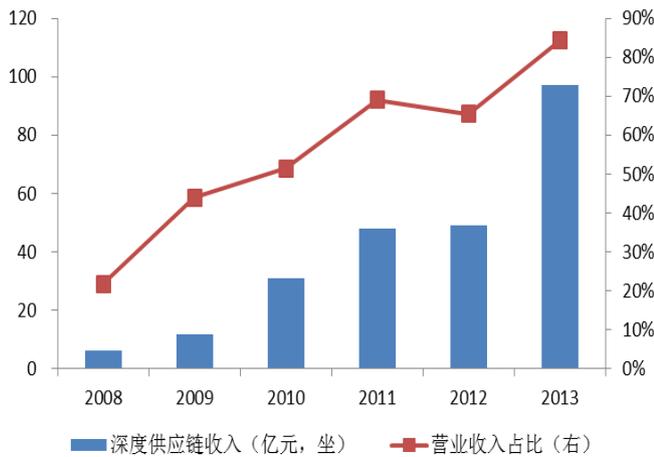
图 29: 公司 380 平台收入呈爆发式增长



资料来源: 上市公司, 宏源证券

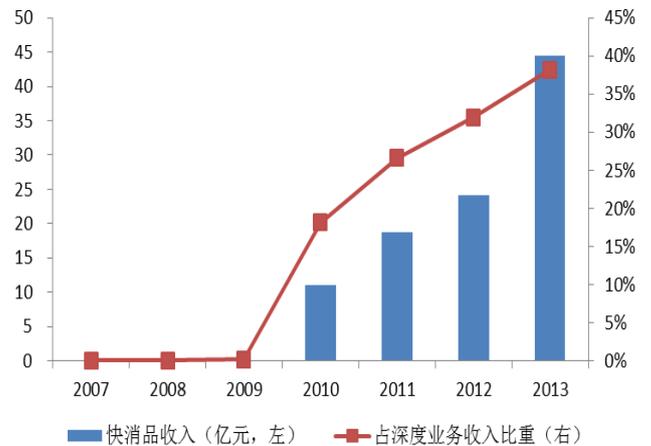
在 380 平台业务的推动下, 公司深度供应链业务呈爆发式增长, 2013 年公司深度供应链的业务量为 97.09 亿元, 较上年同期增长 98.47%; 综合毛利为 52,588 万元, 较上年同期增长 55.85%; 综合毛利率为 5.21%, 较上年同期下降 1.69%, 深度供应链业务毛利率下降的主要原因在于贵金属业务毛利率较低, 从而在整体上拉低了深度业务毛利率。截止 2013 年, 公司深度供应链业务占营业总收入的比重已达 84%, 从深度业务内部结构来看, 快消品业务自 2010 年后急剧增长, 目前占深度业务收入的比重已接近 40%。

图 30: 公司深度供应链业务 2013 年表现抢眼



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 31: 快消品业务占比日益提高

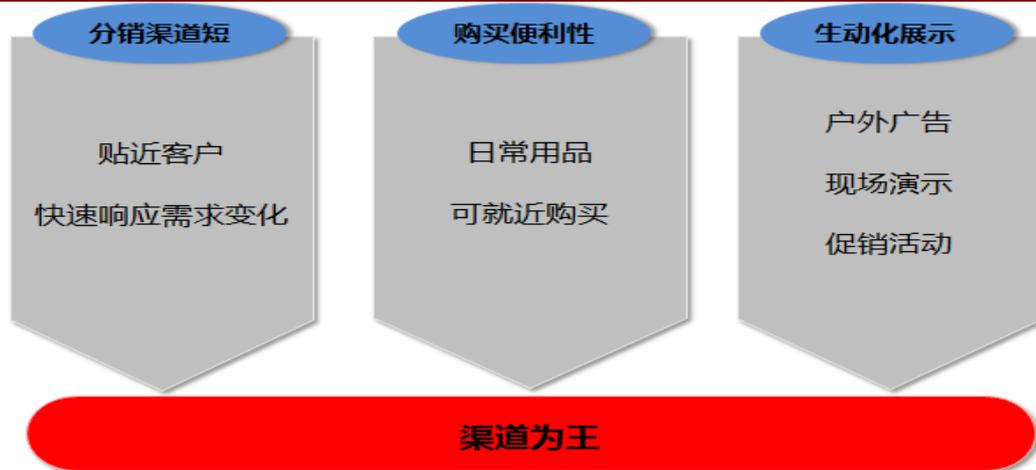


资料来源: 上市公司, 宏源证券

## (二)、380 平台融合产业链需求, 代表供应链服务变革方向

快速消费品行业产品与其他消费品相比存在鲜明特点, 快消品通常利润较薄, 主要依靠消费者高频次使用和购买, 以达到规模经济并获取利润, 因此快消品销售过程中, 需要较短的分销渠道、购买行为具有便利性、并能够通过生动的展示影响消费者偏好, 这些特性是快消品与其他类消费品的主要差异; 此外, 快消品消费的品牌忠诚度不高, 同类产品具有较强的同质性, 且价格接近, 消费者比较容易在不同品牌的同类产品中转换, 因此快消品对于终端渠道的依赖度非常高。

图 32: 快消品行业特性决定渠道为王



资料来源: 公开资料, 宏源证券

但是, 中国复杂的市场环境、多层级的分销体系、供应链效率不高、地区分销商规模小而分散以及渠道间的冲突难以解决, 让中国的渠道管理, 尤其是在渠道下沉的过程中障碍重重。以上背景为公司 380 业务的开展带来巨大契机:

首先, 快消品行业品牌厂商积极寻找渠道战略合作伙伴。

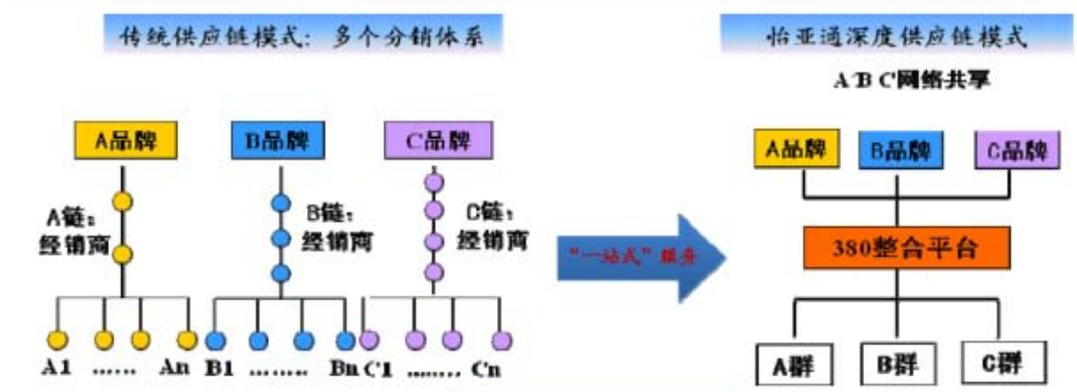
随着人民可支配收入和消费水平的不断提高, 快速消费品市场这块蛋糕也日益增大, 许多品牌厂商 (如宝洁、雀巢、联合利华等) 为了实现更快增长和更高市场份额, 正在调

整或整顿分销渠道。它们亟需寻找能够提供深度渠道支持，并在跨区域布局和销售规模扩张上有实力同步的战略合作伙伴。

其次，传统分销模式无法肩负起快消品厂商新一轮开疆拓土的使命。

未来的5至10年，将会是一个分销商优胜劣汰的过程。在快消品厂商分销深度化、渠道扁平化趋势下，分销商职能需要升级，未来的分销不应只提供配送、结算等，平台式整合分销服务商是未来的方向。在平台上，分销服务商专注于渠道开发、物流配送、订单处理、销售预测、渠道维护、客情关系建设等，与厂商发展成为一种战略合作关系。

图 33: 怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比

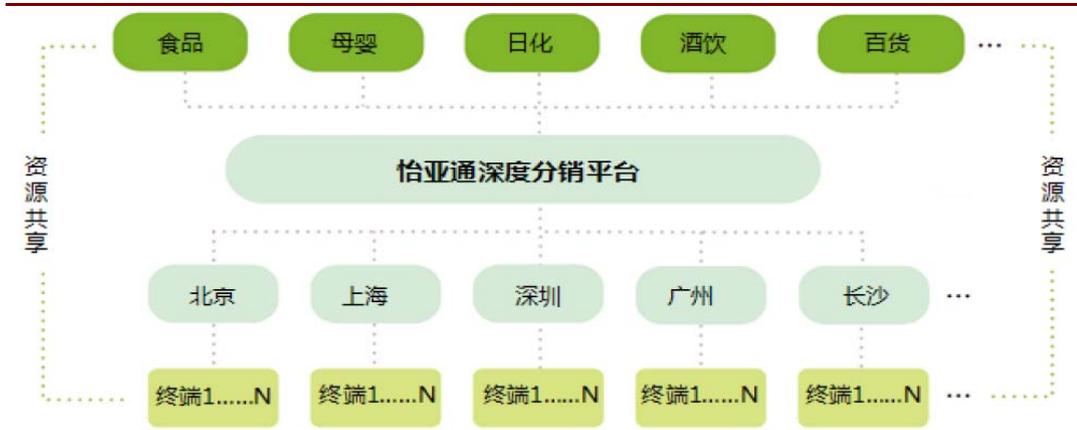


资料来源: 上市公司, 宏源证券

### 扁平分销渠道成为变革方向

在产品、广告、价格、促销活动等日益同质化趋势下，掌握渠道优势才能造就真正的市场赢家。但是对于快消品厂商而言，如完全自建渠道，成本很高，因为需要管理复杂的物流系统、收集动态市场信息、终端各种维护、市场营销活动，还会面临巨大的资金压力等等，对于一个新进入者，还要面临无法迅速铺货的现实。此外，除了利用渠道提升销量，还要确保分销网络能够应对销量增长。节省分销渠道成本，但保持对终端的影响力是厂商追求的目标。日益高涨的渠道成本和同质化的产品，削弱了企业在终端市场的竞争力，因此构建强有力的扁平化渠道，提供多种类型的渠道体验成为企业渠道升级转型的新方向。

图 34: 怡亚通深度分销平台架构

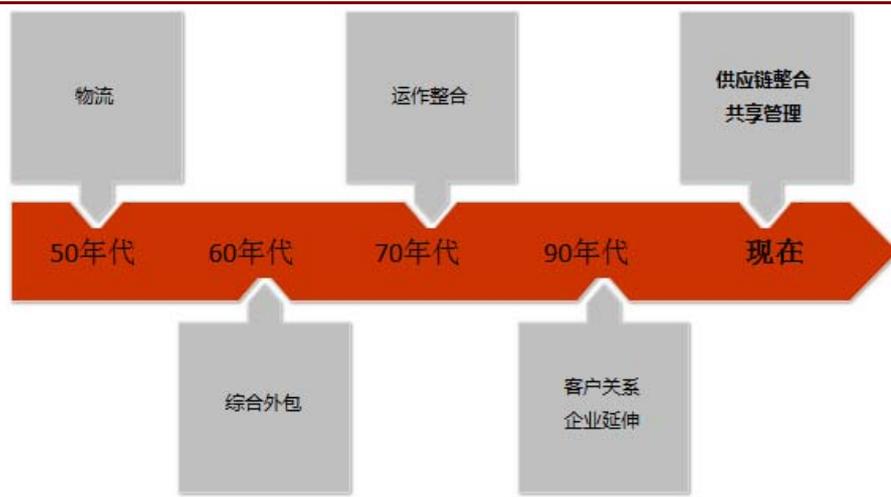


资料来源: 上市公司, 宏源证券

### (三)、客户选择怡亚通的原因：模式创新带来价值创新

深度供应链服务将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，服务网络覆盖中国一至六线城市，战略定位为整合型平台服务企业，通过整合资源，构建集物流、商流、资金流和信息流一体的供应链整合服务平台，为客户实现供应链管理的优化，从而帮助企业提供供应链效益，推动企业供应链创新。深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务，深度分销 380 整合平台是其最重要的组成部分，通过搭建全国性的直供终端平台，有效解决企业渠道下沉的成本、人才、运营三大难题，帮助品牌企业高效分销、快速覆盖终端网点，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。

图 35：供应链管理行业的发展趋势



资料来源：公开资料，宏源证券

怡亚通搭建的深度整合分销平台为参与方带来三大价值创新。包括渠道扁平化、整合营销，总成本领先等。有数据显示，供应链管理的实施可以使企业总成本下降 10%，供应链节点上的企业按时发货率可以提高 15% 以上，订货——生产的周期时间可以缩短 25%—35%，供应链节点上的企业生产率增值提高 10% 以上。企业采用了供应链管理模式，可以使企业在最短的时间内寻找到最好的合作伙伴，用最低的成本、最快的速度、最好的效益赢得市场，而且受益的不只是一家企业，而是一个企业群体。

图 36：公司从三方面推动价值创新



资料来源：上市公司，宏源证券

图 37：供应链管理实施大大提高运营效率



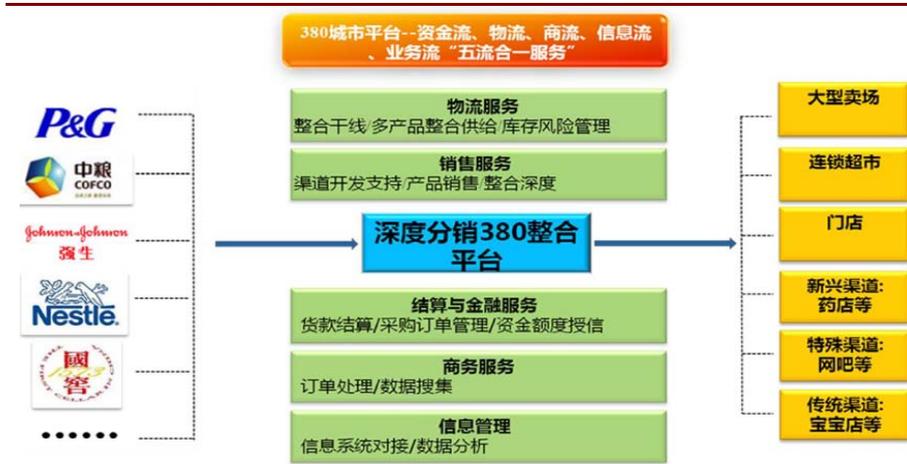
资料来源：上市公司，宏源证券

#### (四)、平台优势转化为客户资源优势，未来仍有巨大成长空间

随着科学技术的进步和生产力的发展，全球经济一体化的特征越来越明显，国际市场日渐成熟，无国界化的企业经营的趋势也越来越明显。这一切加剧了市场竞争的激烈程度。当下企业的竞争不再是企业与企业之间的竞争，而是供应链之间的竞争。面对国际市场的冲击，国内企业要想站稳脚跟，提升自己的核心竞争力，必须从供应链管理处着手，彻底打破“大而全”、“小而全”的模式。

380 平台自 2009 年开始启动，目前已成功导入上游品牌客户近千家，其中宝洁、中粮、联合利华、雀巢等在内的世界 500 强企业品牌和细分行业前三名客户共计 60 多家。截至 2013 年底，380 平台服务涵盖大卖场 (KA)、中型超市 (BC)、药店、母婴店、批发商等在内的各种终端门店系统共计 55 万多个，已经实现了重点业务区域的全渠道覆盖，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品。

图 38: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意



资料来源：上市公司，宏源证券

公司未来的增长将主要来源于现有客户渗透率的提高。大客户对于合作企业的能力建设方面的考察非常严格，包括物流配送能力，信息化能力、标准化能力、培训能力、人力资源、财务能力、团队协作能力执行力等一系列的指标。客户通常会尝试性地把一部分业务外包给公司，如果 KPI 考核结果较好，客户就会进一步考虑将其他区域的业务外包给公司，因此公司现有大客户的渗透率尚有很大提升空间。

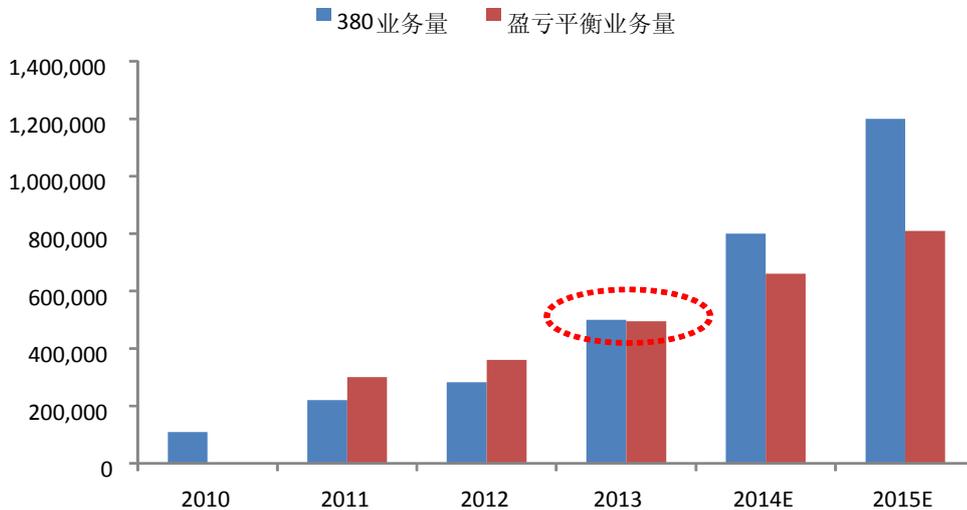
以宝洁为例，宝洁 2013 在中国地区的销售额约 400 亿元，目前外包给公司的深度分销业务已超过 10 亿元，占其销售额总量 3% 左右，随着公司 380 平台的不断完善，预计未来几年外包给公司的业务比例将增加到 5% 以上。

除了深度分销以外，宝洁等大型品牌商的直供外包业务规模也很可观。大型企业愿意把直供业务外包给公司的原因在于：第一，大型企业的核心竞争力往往不在直供等方面，交给公司可以在很大程度上提高运营效率；第二，由于部分卖场账龄时间较长，公司通过提供结算服务，可以承接一部分账龄，这样就提高了品牌企业的资金运营效率。目前宝洁在中国地区直供业务规模已超过百亿，随着合作程度的不断深入，公司未来有很大希望获取宝洁在中国地区的卖场直供业务。

去年仍小幅亏损，今年有望贡献净利：根据测算，单点平均业务量每年保持在 3000-3500 万元，才能维持盈亏平衡。从 13 年来看，年底约有 165 个网点，业务量约达到 50-58 亿才能盈亏平衡，公司实际业务量约 44 亿，因此仍处于小幅亏损状态。14 年业务

量预计 100 亿，盈亏平衡点约在 70-80 亿，因此如果进展顺利，380 平台今年有望正式小幅贡献净利。

**图 39: 380 平台预计今年开始小幅贡献净利 (万元)**



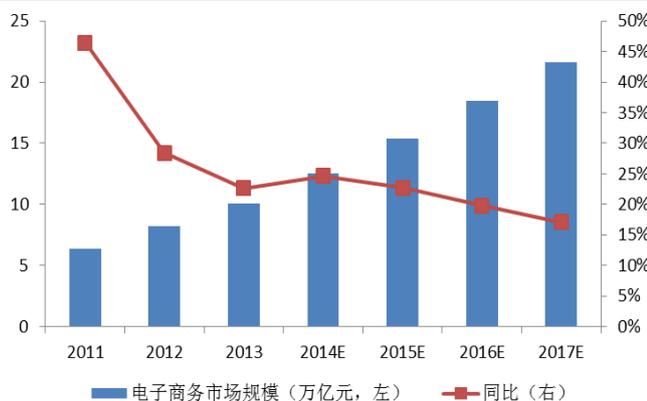
资料来源: 上市公司, 宏源证券

#### 四、宇商网 (E sunny) 依托公司供应链能力, 具有较大发展空间

##### (一)、我国电商市场仍处于高速发展阶段, 整体空间较大

近年来, 我国电子商务迅猛发展, 艾瑞咨询统计数据显示, 2013 年我国电子商务市场交易规模达到 10.07 万亿元, 同比增长 22.6%, 预计 2017 年交易规模将达到 20 万亿元。2013 年中国网络购物市场交易规模达到 1.84 万亿元, 同比增长 39.4%, 与 2012 年相比, 增速有所回落。网络购物交易额占社会消费品零售总额的比重达到 7.9%, 比去年提高 1.6 个百分点, 预计到 2016-2017 年中国网络购物市场交易规模将达到 4 万亿元。

**图 40: 我国电商市场保持高速增长**



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

**图 41: 预计我国网购规模 2017 年可达 4 万亿**



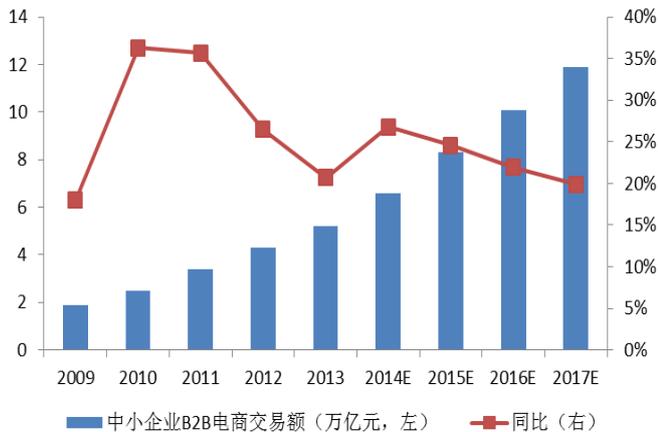
资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

电子商务的快速发展, 主要得益于以下原因, 一方面, 电商在中小企业中的渗透率不断增加, 此外, 网络购物等细分行业的快速增长也整体推动电子商务市场的快速发展; 另一方面, 政策环境更有利于推动电子商务的发展, 继工信部 2012 年 3 月发布《电子商务

发展十二五规划》后，商务部于去年 11 月发布了《促进电子商务应用的实施意见》，推出十大措施促进电商发展。

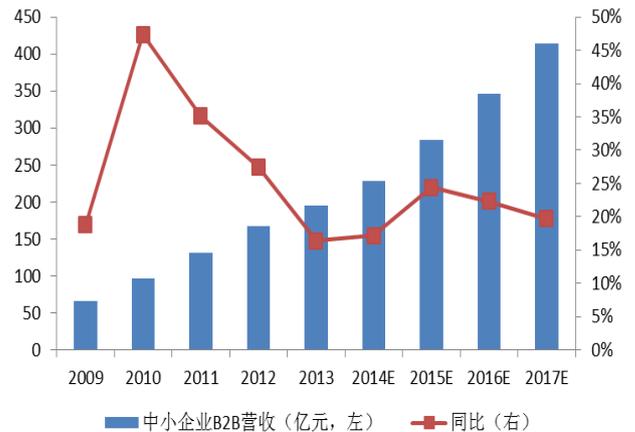
从中小企业 B2B 电商运行情况来看，2013 年我国中小企业 B2B 电子商务交易规模为 5.2 万亿元，较 2012 年同比增长 20.7%；2013 年中国中小企业 B2B 电子商务交易渗透率为 13.7%，呈持续上升态势。2013 年我国中小企业 B2B 电子商务营收规模为 194.5 亿元，同比增长 16.4%；其中 2013 四季度营收规模达 51.5 亿元，同比增长 15.7%，环比增长 0.7%。根据艾瑞咨询统计数据，预计到 2017 年，中小企业 B2B 电商平台收入规模将超过 400 亿元，较目前水平有一倍以上空间。怡亚通旗下的宇商网兼具 B2B 与 B2C 功能，在整个电商市场快速发展的背景下，宇商网未来几年仍有巨大成长空间。

图 42: 中小企业电商 B2B 交易量持续上升



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

图 43: 中小企业电商 B2B 收入 3 年内有望翻番



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

## (二)、打通线上和线下，专业定位，未来值得期待

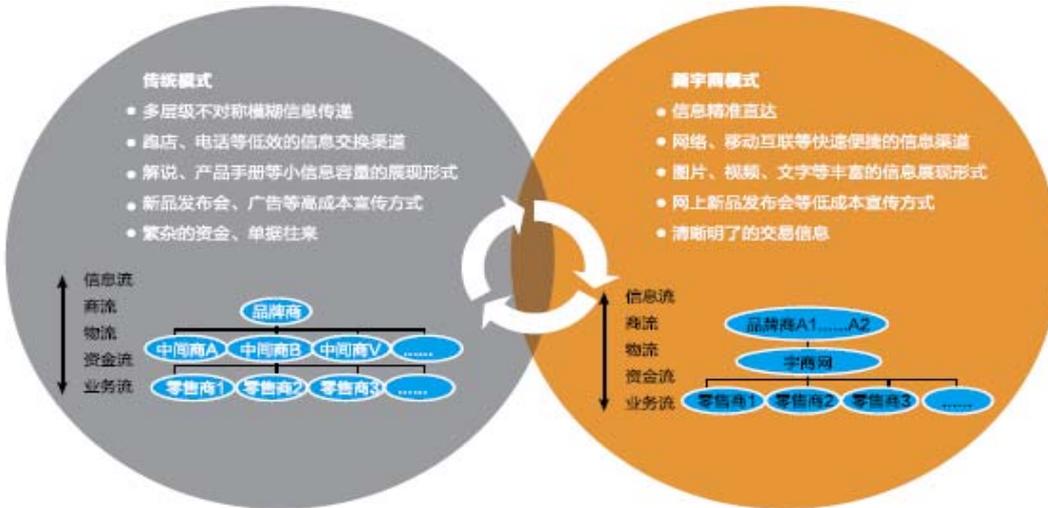
2014 年初，OTO 成为了互联网最热门词汇，“线上线下相结合”的概念改变了互联网企业独自狂欢，传统企业彷徨终日的状况。在互联网迅速改变全球的今天，怡亚通将在互联网方面尝试新的突破，充分发挥全国分销平台的优势，实施互联网供应链战略，通过全面升级宇商网，搭建上下游合作伙伴的共享平台。

宇商网创立初期的定位是开放型平台，与传统电商类似。但目前公司打算将宇商网改版成封闭平台。新宇商网将基于线下商场，打造互联网全程供应链，为上下游构造全新的沟通平台，提供包含商品交易、信息交换、物流配送、供应链金融、市场咨询等一系列全程供应链服务。从形式上来看，同样是为上下游客户提供服务，但带有“供应链基因”的宇商网，注定与传统电商有着本质区别。

### 宇商网平台是公司现有业务模式创新下的产物

传统模式下的信息传递，是多层级且不对称的模糊信息的传递，而宇商网则彻底改变了这一状况，作为连接上下游的整合平台，宇商网上的信息可以精准地直达供需双方。传统模式下的平台并不参与品牌商与零售商之间的商流、资金流、物流、信息流的信息交换；而宇商网不仅在“四流”交换的过程中，不仅只扮演了传播通道的角色，而是直接参与了品牌商和零售商的信息交换过程中去，成为信息资源的管理者和整合者，同时借助公司线下供应链管理的优势，真正做到线上线下相结合，为客户提供全方位的供应链服务。

图 44: 新宇商网与传统电商模式存在本质差异



资料来源：上市公司，宏源证券

### “地网”是“天网”的坚实基础

新宇商网应和 O2O 大潮而生，应当归功于公司此前的战略布局。380 平台的“地网”已基本铺设成型，为新宇商的“天网”打造了极为坚实的基础。

上游品牌商客户已超过 600 家，并每年不断增加，下游终端则已经超过 100 万个，并且公司预计近两年每年都将以 50 万个终端的速度增长，**这些原有客户都将成为新宇商网的第一批客户**，线下的合作保证了上下有客户的质量。公司今后仍将持续严控，从源头上保证供应链客户的品质。

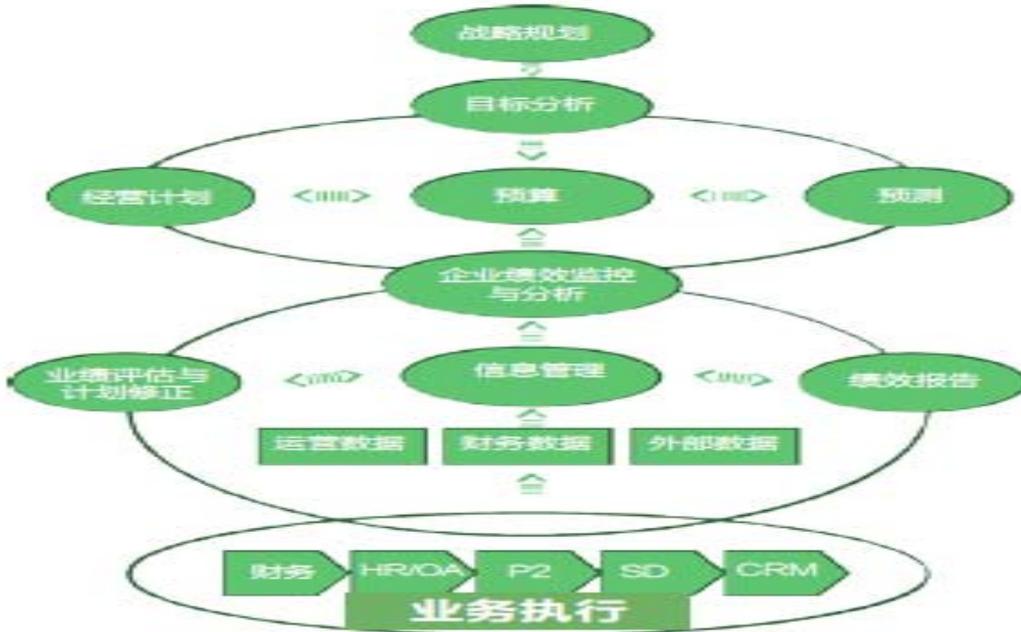
**公司自有的全国物流体系，将成为新宇商网运转的动脉**，为上下游客户提供从一线城市到五六线城市的物流配送服务。目前公司在全国已有主干点建立了超过 30 个省级 B2C 物流分拨中心，遍布全国近 200 个城市，可为网上品牌商城建立全国共享物流网络，实现快速响应配送服务。

### 大数据与供应链整合，进一步提高公司核心竞争力

公司被称为“中国第一供应链整合平台”，辐射企业数百万家。面对来自企业自身应用、运营的数据以及供应链各节点方产生的各种各样的庞大数据，公司一直注重利用信息技术对供应链进行整合，自主研发了一系列行业领先的信息系统，集成了前线销售管理、商务运营、财务管理、仓储管理，到后端客户管理、人力行政管理等各业务功能，准确掌控运营数据、财务数据、外部数据，实现一体化信息管理，从而在公司迈向 1000 亿目标的业务拓展过程中支持业务与管理模式的快速复制和到位，支撑整个供应链系统高效运作，为公司商业发展战略服务。

信息技术给供应链发展提供了大量机遇，供应链大数据将是商业决策基础。怡亚通不断加强信息化建设，通过对商业数据的获取、储存、搜索、共享、分析、可视化呈现，为公司战略实施和商业决策提供有力支持，并通过技术的集成达到与企业间相连相通，在组织一体化同时达到系统一体化，使整个供应链系统运作一体化，实现高效的资源共享及快速响应来满足客户需求。

图 45: 怡亚通信息系统战略规划



资料来源: 上市公司, 宏源证券

## 五、股权激励在先，战略目标有保障

### (一)、股票期权激励方案概况

2013年8月15日晚间公司公布股权激励计划草案，主要内容如下：

本次激励计划拟向激励对象授予股票期权总计 4,930 万份，约占本激励计划签署时公司股本总额 98,612.62 万股的 5.00%。其中，首次授予股票期权 4,461 万份，约占本激励计划签署时公司股本总额的 4.52%；预留 469 万份，占本激励计划拟授予权益数量的 9.51%，约占本计划签署时公司股本总额的 0.48%。

计划激励对象为目前公司的中层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工），涉及的激励对象共计 321 人。

激励计划有效期为自权益工具授予之日起计算，最长不超过 4 年。本计划授予的股票期权自本期激励计划授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权。每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在计划有效期内的可行权日按照预先确定的行权价格购买 1 股公司股票的权利。

激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 7.10 元，主要行权条件：在本激励计划有效期内，2013 年净利润不低于 1.75 亿元，2014 年净利润不低于 2.28 亿元，2015 年净利润不低于 2.96 亿元。（净利润指标以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据；若公司发生再融资行为，则新增加的净资产所对应的净利润额不计入当年净利润净增加额的计算。）

**图 1：股权激励具体安排**

行权期	行权价格	行权时间	行权业绩条件	预计对应业绩增速	可行权数量占获授
第一个行权期	7.1 (元/股)	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2013 年净利润不低于 1.75 亿元	39.5%	40%
第二个行权期		自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2014 年净利润不低于 2.28 亿元	30.30%	30%
第三个行权期		自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2015 年净利润不低于 2.96 亿元	29.80%	30%

资料来源：上市公司，宏源证券

## （二）、有的放矢，激励计划重点针对 380 集群

### 1、激励对象和范围较广，利于较大程度激发各业务集群核心骨干的积极性，提升团队凝聚力和战斗力

公司作为轻资产的真正的供应链一体化管理企业而言，人才是最重要的竞争资本，也是最为核心的业绩推动力量，尤其是 380 业务下沉对优秀业务人才和管理人才的要求更高。我们认为此次股权激励范围广，覆盖度高，首先便是为了留住优秀的人才，公司以往每年人才流失相对较多，此次激励计划将很好解决这一问题，其次有利于充分调动中层管理人员及核心业务（技术）人员的积极性，充分挖掘和提升各业务集群核心团队的凝聚力和战斗力，为业绩的稳定增长保驾护航。

- ▶ 本计划激励对象为目前公司的中层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工）。涉及的激励对象共计 321 人，主要激励对象范围：1、职能类：职级 B-G 级岗位的管理人员、关键工作岗位、特殊贡献及 10 年以上工龄的员工；2、业务类：广度供应链、深度供应链、产品整合及创新供应链、供应链金融四大业务集群核心业务（技术）人员。3、其他公司核心业务（技术）人员、子公司主要管理人员及董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员。

### 2、侧重激励 380 集群，好钢用在刀刃上

我们认为 380 业务是公司未来发展最快，贡献最大的业务，也是对人才要求更高，人才创造效率最高的业务，此次股票期权总额的 40.4% 分配给深度 380 业务集群，剩余 50.1% 分配给其他部门，预留 9.5%，380 集群地位和公司对其重视程度可见一斑。我们认为人才和管理是 380 平台未来最重要的挑战，此次鼓励激励有利于解决人才这个问题，同时也可以借此来吸引更多的优秀人才，从而为深度 380 业务的爆发添砖加瓦。

**图 2：股权激励具体分配方案侧重 380 集群**

序号	姓名	职务	获授数量 (万份)	获授数量占目前公 司总股本的比例	获授数量占授予股 票期权总数的比例
1	严俊	深度 380 集群总裁	70	0.07%	1.42%
2	车癸龙	深度 380 集群副总裁	65	0.07%	1.32%
3	李国丞	集团首席人才兼深度 380 集群副总裁	65	0.07%	1.32%
4	杨尚农	创新业务集群副总裁	60	0.06%	1.22%
5	李金鹏	供应链金融集群副总裁	60	0.06%	1.22%
6	邵健瑜	深度 380 集群副总裁	60	0.06%	1.22%
7	阮成楠	供应链金融集群常务副 总裁	50	0.05%	1.01%
8	黄岸挺	供应链金融集群副总裁	50	0.05%	1.01%
9	胡峰屹	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
10	余小武	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
11	赵刚	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
12	陈有为	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
13	周丽红	总经理助理	40	0.04%	0.81%
14	业非	创新业务集群事业本部 总经理	40	0.04%	0.81%
15	丰伟	集团首席信息官(CIO)	40	0.04%	0.81%
16	陈凯	深度 380 集群事业部 总经理	40	0.04%	0.81%
17	李强	全球采购与产品整合集 群副总裁	35	0.04%	0.71%
18	余任飞	广度业务集群大区副总 经理	34	0.03%	0.69%
19	其他 303 名激励对象		3,552	3.60%	72.05%
20	321 名激励对象小计		4,461	4.52%	90.49%
21	预留部分小计		469	0.48%	9.51%
合计			4,930	5.00%	100.00%

资料来源：上市公司，宏源证券

### (三)、行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来发展信心

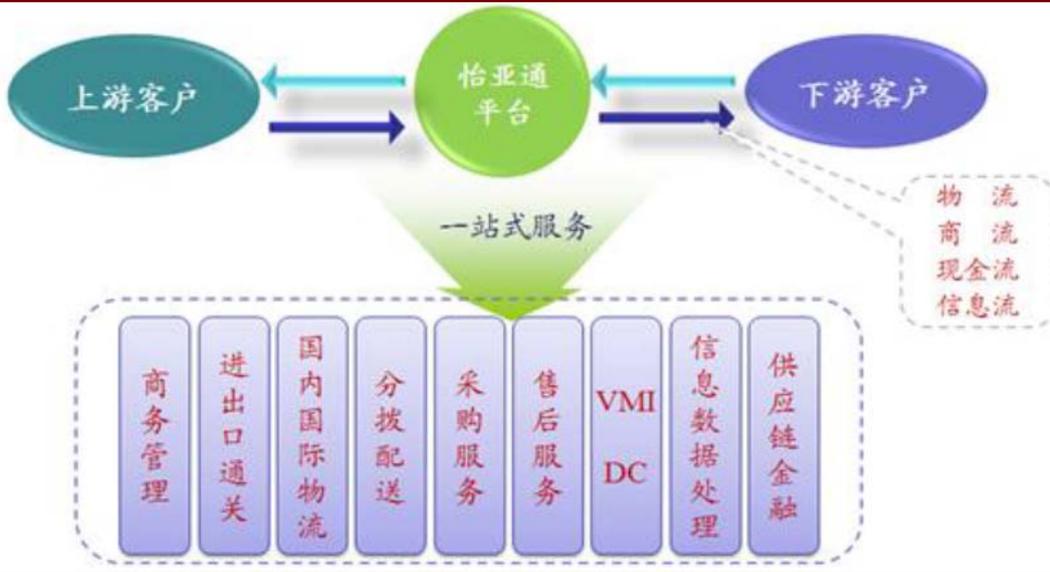
行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来快速发展的信心：在本激励计划有效期内，2013 年净利润不低于 1.75 亿元，2014 年净利润不低于 2.28 亿元，2015 年净利润不低于 2.96 亿元。我们测算下来，对应 13 年-15 年 EPS 分别为 0.18, 0.23 和 0.30 元，对应分别增长 39.5%，30.3% 和 29.8%。我们认为这一行权条件基本符合预期，随着 380 平台的突破放量和贡献业绩，公司将正式驶入快速增长的通道，行权条件对应的 30% 以上的业绩增速，彰显出公司管理层对未来发展的坚定信心。

## 六、其他业务稳中有增，仍有超预期可能

### (一)、广度业务高增长的概率不大

广度供应链服务（生产型供应链服务），从原材料采购到产品销售的供应链全程运作中，企业可选择性地将全部或部分非核心业务外包给怡亚通，在帮助企业实现供应链效率提升、总成本领先的基础上，怡亚通调整整合供应链上下游以达到协同运作，通过服务创新帮助企业实现供应链价值增值。

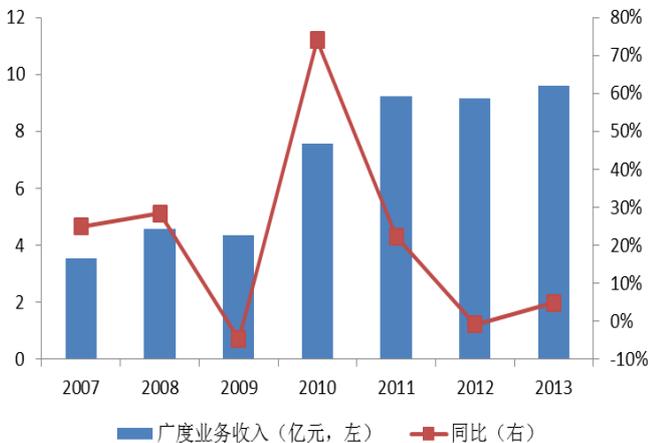
图 48: 怡亚通广度业务模式



资料来源: 上市公司, 宏源证券

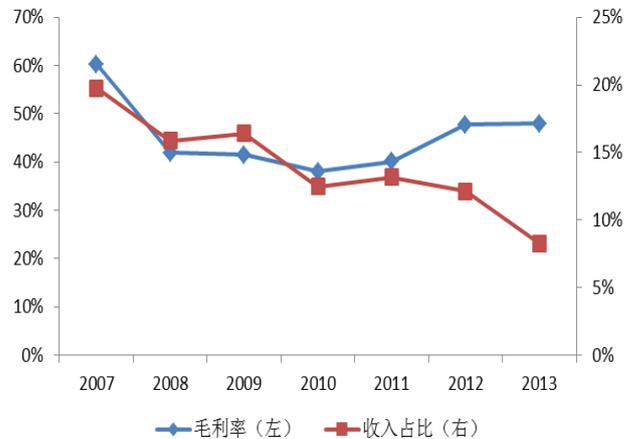
目前, 广度供应链仍是公司的基础业务, 在公司业务总量中占比最高, 已建立了全国性服务平台。2013 年公司广度供应链的业务量为 291.58 亿元, 占公司业务量总额的比重达 73%, 营业收入为 9.6 亿元, 同比增长 4.84%, 毛利率基本与 2012 年持平。

图 49: 广度业务收入及增速



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 50: 广度业务毛利率及收入占比



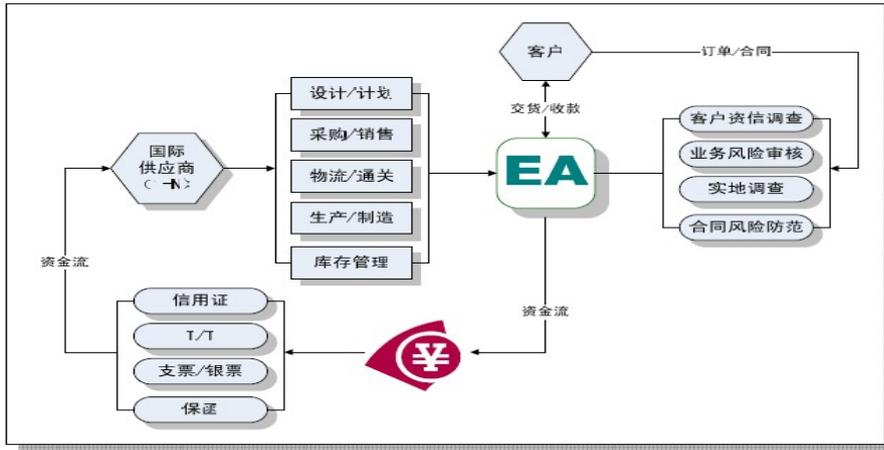
资料来源: 上市公司, 宏源证券

虽然广度供应链业务目前是公司业务发展的基础, 并在公司早期发展过程中起到重要作用。但是, 今后公司在资源投入方面将重点倾斜于 380 平台深度业务, 对于广度业务不会有太大的投入; 此外, 公司为了控制风险, 主动收缩了广度业务中涉及出口的部分业务。因此我们预计未来几年广度业务高速增长的可能性不大。

## (二)、供应链金融业务与供应链平台业务发展相适应

供应链金融服务是供应链业务的重要组成部分, 凭借良好的商业信誉及经营业绩, 怡亚通与众多银行结成了战略合作伙伴关系, 并基于丰富的供应链金融服务经验, 根据客户业务运作需求, 可为客户提供多样化供应链金融服务。其业务包括融资、租赁、供应链金融解决方案与咨询等。

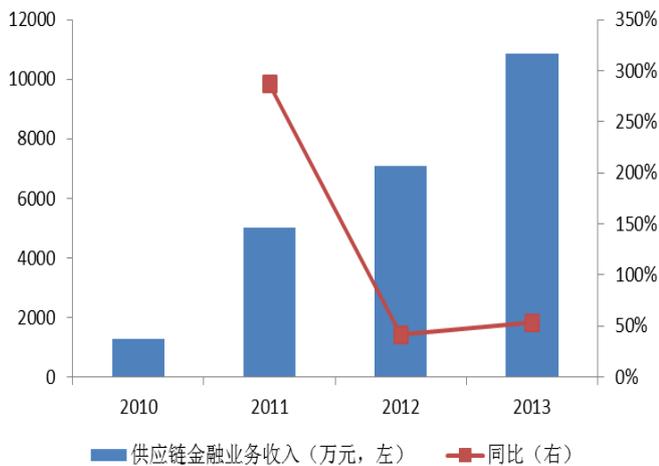
图 51: 公司供应量配套结算服务的流程



资料来源: 上市公司, 宏源证券

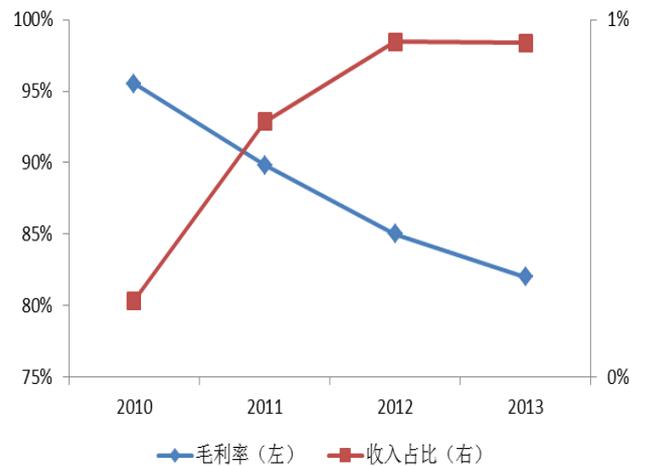
公司供应链金融业务主要通过旗下的宇商小额贷款公司完成, 为供应链上下游企业提供完善的资金配套及供应链融资服务。之后, 公司又于 2012 年分别成立了宇商资产管理公司和宇商融资租赁公司, 并于 2013 年在赣州市投资人民币 2 亿元设立了网络小额贷款公司, 从而为客户提供更全面, 更专业的供应链金融服务, 以帮助客户解决资金难题。截止 2013 年 12 月底, 宇商小额贷款公司的利息及手续费收入为 1.09 亿元, 毛利率为 82.69%。

图 52: 供应链金融业务收入及增速



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 53: 供应量金融业务毛利率及收入占比



资料来源: 上市公司, 宏源证券

公司发展供应链金融的初衷就是为了更好地为客户提供配套服务, 主要目的在于提高服务质量, 并增强客户粘性。因此供应链金融业务本质上是供应链服务的伴生品。现阶段, 公司供应链金融业务的资本金已接近 10 亿规模, 对于现阶段供应链服务业务的支撑作用基本足够, 考虑到未来小额贷款等业务存在一定的不确定性, 因此我们预计公司未来的发展重心还是会集中于 380 深度业务上, 供应链金融业务的定位仍是辅助性的业务。若今后公司供应链服务规模迅速扩张, 不排除供应链金融业务相应快速增长的可能。

### (三)、产品整合与非 380 深度业务不确定性较大

怡亚通依托全球服务网络及专业的供应链服务, 对资源配置进行优势整合, 帮助全球商家实现全球范围的采购与销售。同时, 自身优势对业务进行整合, 为客户提供产品定制,

帮助企业优化现有供应链结构，提高产品品质及市场竞争力。

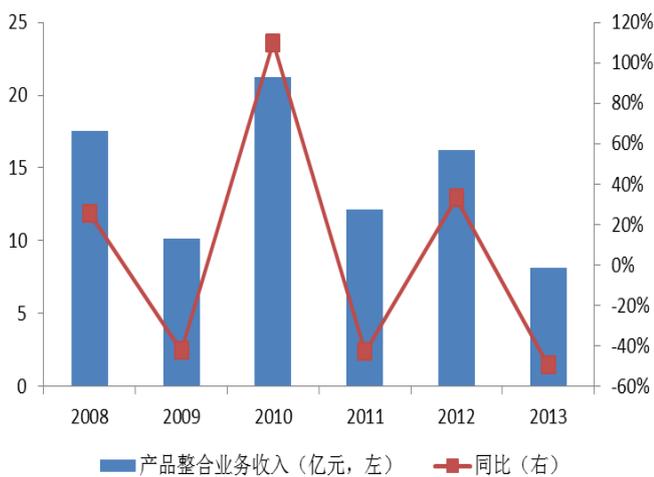
图 54: 怡亚通产品整合业务架构



资料来源: 上市公司, 宏源证券

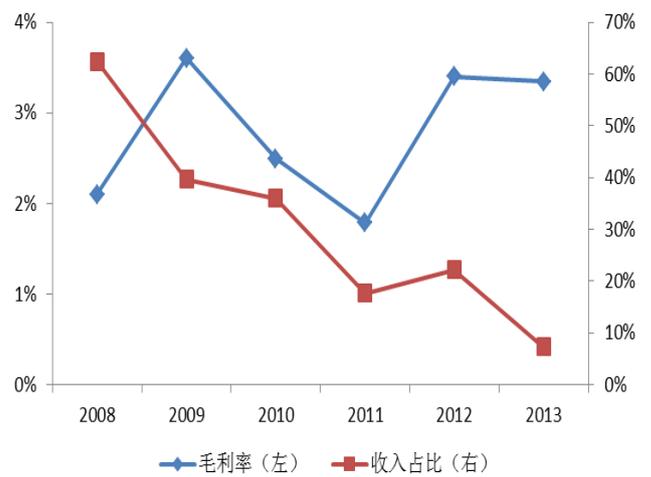
从业务运营情况来看, 产品整合业务量近年呈连续下降的态势, 2013 年业务量为 8.45 亿元, 同比下降 49.59%, 毛利率为 3.34%, 较 2012 年下降 0.06%。主要是公司对于该项业务采取主动收缩的战略, 对该项业务进行结构调整, 并推出了部分项目。

图 55: 产品整合业务收入及增速



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 56: 产品整合业务毛利率及收入占比



资料来源: 上市公司, 宏源证券

公司的深度供应链业务中, 380 平台主要涉及快消品行业。公司非 380 深度业务主要包括海外 IT 配件, 以及贵金属和化工等方面的业务。其中海外 IT 业务以东南亚为中心, 而贵金属和化工则由于会计核算的原因归入深度业务中。这些业务的增长态势也保持良好。

整体而言, 产品整合业务目前面临逐步收缩的状态, 短期内下降趋势或将延续, 但未来若经济状况与市场需求回暖, 该项业务有可能重回增长轨道。非 380 深度业务 2013 年增速较高, 但毛利率偏低, 未来存在不确定性。

## 七、重要假设和业务预测

### 1、重要假设

- 1、深度 380 业务：假设 14-16 年，380 平台业务量分别为 100 亿，200 亿和 300 亿，毛利率 5.5% 左右，净利率 1%-2%。
- 2、深度非 380 业务：海外供应链业务、贵金属业务 14-16 年增速分别为 20% 和 10%。
- 3、广度业务：14-16 年收入增速为 5%，业务综合费率保持约 3%，毛利率维持在 48% 左右。
- 4、产品整合业务：14-16 年收入增速分别为 -40%，-30% 和 -30%，毛利率分别为 3.2%，3.1% 和 3%。
- 5、供应链金融业务：14-16 年营收分别增长 50%，40% 和 30%，毛利率约为 82%。

### 2、业务预测

图 3：公司业务预测表

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入（万元）</b>							
广度业务（委托分销采购）	75,544.87	92,402.43	91,576.74	96,005.91	100,806.21	105,846.52	111,138.84
YOY%	73.95%	22.31%	-0.89%	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	310,489.34	481,207.63	489,206.00	970,935.00	1,797,826.69	2,683,011.19	3,781,794.50
YOY%	166.60%	54.98%	1.66%	98.47%	85.16%	49.24%	40.95%
产品整合业务（虚拟生产）	218,037.15	123,868.10	167,597.00	84,479.00	50,687.40	35,481.18	24,836.83
YOY%	107.64%	-43.19%	35.30%	-49.59%	-40.00%	-30.00%	-30.00%
供应链金融业务	1,297.99	5022.80	7,090.00	10,874.00	16,311.00	22,835.40	29,686.02
YOY%		286.97%	41.16%	53.37%	50.00%	40.00%	30.00%
<b>合计</b>	<b>605,369.35</b>	<b>702,501.0</b>	<b>755,469.74</b>	<b>1,162,293.91</b>	<b>1,965,631.30</b>	<b>2,847,174.28</b>	<b>3,947,456.19</b>
YOY%	128.53%	16.05%	7.54%	53.85%	69.12%	44.85%	38.64%
<b>营业成本（万元）</b>							
广度业务（委托分销采购）	46,790.94	55,303.56	54,809.38	49,990.28	52,419.23	55,040.19	57,792.20
YOY%	84.06%	18.19%	-0.89%	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	299,627.74	454,111.51	455,464.00	920,346.48	1,698,946.22	2,535,445.57	3,573,795.80
YOY%	171.98%	51.56%	0.30%	102.07%	84.60%	49.24%	40.95%
产品整合业务（虚拟生产）	212,595.46	121,657.63	161,893.00	81,654.00	49,014.72	34,345.78	24,066.88
YOY%	110.03%	-42.78%	33.07%	-49.56%	-39.97%	-29.93%	-29.93%
供应链金融业务	58.19	511.46	942.93	1,882.00	2,935.98	4,110.37	5,343.48
YOY%		778.93%	84.36%	99.59%	56.00%	40.00%	30.00%
<b>合计</b>	<b>559,072.34</b>	<b>631,584.2</b>	<b>673,109.31</b>	<b>1,053,872.76</b>	<b>1,803,316.14</b>	<b>2,628,941.91</b>	<b>3,660,998.37</b>
YOY%	136.08%	12.97%	6.57%	56.57%	71.11%	45.78%	39.26%
<b>营业利润（万元）</b>							
广度业务（委托分销采购）	28,753.93	37,098.87	43,773.68	46,015.63	48,386.98	50,806.33	53,346.64
YOY%	59.67%	29.02%	17.99%	5.12%	5.15%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	10,861.60	27,096.12	33,742.00	50,588.52	98,880.47	147,565.62	207,998.70
YOY%	72.47%	149.47%	24.53%	49.93%	95.46%	49.24%	40.95%
产品整合业务（虚拟生产）	5,441.68	2,210.47	5,704.00	2,825.00	1,672.68	1,135.40	769.94
YOY%	43.79%	-59.38%	158.04%	-50.47%	-40.79%	-32.12%	-32.19%
供应链金融业务	1,239.80	4511.33	6,147.07	8,992.00	13,375.02	18,725.03	24,342.54
YOY%		263.88%	36.26%	46.28%	48.74%	40.00%	30.00%
<b>合计</b>	<b>46,297.01</b>	<b>70,916.8</b>	<b>89,366.75</b>	<b>108,421.15</b>	<b>162,315.15</b>	<b>218,232.37</b>	<b>286,457.82</b>
YOY%	64.81%	53.18%	26.02%	21.32%	49.71%	34.45%	31.26%
<b>毛利率</b>							
广度业务（委托分销采购）	38.06%	40.15%	47.80%	47.93%	48.00%	48.00%	48.00%
深度业务（采购销售）	3.50%	5.63%	6.90%	5.21%	5.50%	5.50%	5.50%
产品整合业务（虚拟生产）	2.50%	1.78%	3.40%	3.34%	3.30%	3.20%	3.10%
供应链金融业务	95.52%	89.82%	85.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%
<b>合计</b>	<b>7.65%</b>	<b>10.09%</b>	<b>11.83%</b>	<b>9.33%</b>	<b>8.26%</b>	<b>7.66%</b>	<b>7.26%</b>

资料来源：上市公司，宏源证券

## 八、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测:

预计 2013-2015 年公司将实现归属母公司股东净利润 2.54, 3.10 和 3.78 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 0.26, 0.31 和 0.38, 同比增长 26.87%, 21.95% 和 22.09%。

### 2、投资建议:

公司是国内领先的综合供应链管理龙头, 顺应快消品渠道变革趋势, 公司打造 380 平台深耕渠道下沉, 完成深度二次转型, 今年开始逐步进入收获期, 怡亚通 380 平台经历探索期和系统建设期, 目前已经进入快速爆发期。我们预计 3 年内 380 平台业务量将达到 100 亿、200 亿和 300 亿元。去年公司推出股权激励计划, 行权条件对应未来业绩 30% 以上的高增速, 并且重点激励 380 业务集群, 彰显公司对未来业绩快速增长的信心, 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.26, 0.31 和 0.38, 同比分别增长 26.87%, 21.95% 和 22.09%。当前股价对应 30x14PE 和 25x15PE, 考虑到在消费升级和快消渠道下沉加速推进下, 公司 380 平台已形成突破之势, 未来有望超预期爆发, 同时股权激励将为公司业绩的快速增长加码, 我们维持公司“增持”评级, 目标价 10 元。

图 4: 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率 LYR	PB	13EPS
002183	怡亚通	2014/7/12	7.9	38.90	2.91	0.20
002210	飞马国际	2014/7/12	12.69	45.60	7.2	0.28
002245	澳洋顺昌	2014/7/12	9.28	36.35	4.5	0.26
002492	恒基达鑫	2014/7/12	9.60	23.67	1.4	0.41
300013	新宁物流	2014/7/12	9.26	169.60	2.5	0.05
300240	飞力达	2014/7/12	12.34	38.74	2.1	0.32
600153	建发股份	2014/7/12	5.58	4.64	1.0	1.20
600270	外运发展	2014/7/12	10.79	14.35	1.8	0.75
600676	交运股份	2014/7/12	6.02	17.28	1.6	0.35
600787	中储股份	2014/7/12	12.43	34.41	2.1	0.36
600794	保税科技	2014/7/12	8.07	22.12	3.8	0.36
300350	华鹏飞	2014/7/12	20.70	58.64	4.4	0.35
603128	华贸物流	2014/7/12	9.72	47.81	3.01	0.20
平均				42.5	2.9	

资料来源: WIND, 宏源证券

## 九、风险提示

- 1、380 平台推进大幅低于预期
- 2、人民币汇率波动大幅变化

图 59: 三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4228	5506	4851	4862	营业收入	11623	19656	28472	39475
应收款项	4005	6341	9184	12734	营业成本	10520	18033	26289	36610
存货净额	1971	2989	4351	6330	营业税金及附加	32	59	80	99
其他流动资产	1300	1968	2908	4133	销售费用	74	138	185	237
<b>流动资产合计</b>	<b>11532</b>	<b>16830</b>	<b>21322</b>	<b>28085</b>	管理费用	598	988	1400	1900
固定资产	519	591	591	606	财务费用	108	117	129	144
无形资产及其他	58	53	48	44	投资收益	42	20	20	20
投资性房地产	2051	2051	2051	2051	资产减值及公允价值变动	(45)	(22)	(18)	(29)
长期股权投资	360	360	360	360	其他收入	(19)	0	(0)	0
<b>资产总计</b>	<b>14521</b>	<b>19886</b>	<b>24372</b>	<b>31146</b>	营业利润	268	319	390	476
短期借款及交易性金融负债	7786	10904	13618	18241	营业外净收支	(5)	10	10	10
应付款项	1960	4105	5812	7750	<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>329</b>	<b>400</b>	<b>486</b>
其他流动负债	786	1347	1959	2723	所得税费用	55	69	84	102
<b>流动负债合计</b>	<b>10531</b>	<b>16356</b>	<b>21390</b>	<b>28714</b>	少数股东损益	8	6	6	6
长期借款及应付债券	891	891	891	891	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>200</b>	<b>254</b>	<b>310</b>	<b>378</b>
其他长期负债	132	132	132	132					
<b>长期负债合计</b>	<b>1023</b>	<b>1023</b>	<b>1023</b>	<b>1023</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>11554</b>	<b>17379</b>	<b>22413</b>	<b>29737</b>	净利润	200	254	310	378
少数股东权益	292	282	272	263	资产减值准备	4	(19)	0	0
股东权益	2674	2225	1688	1145	折旧摊销	28	29	36	42
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14521</b>	<b>19886</b>	<b>24372</b>	<b>31146</b>	公允价值变动损失	45	22	18	29
					财务费用	108	117	129	144
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营运资本变动	(4021)	(1333)	(2826)	(4051)
每股收益	0.20	0.26	0.31	0.38	其它	(10)	8	(11)	(9)
每股红利	0.37	0.71	0.86	0.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3754)</b>	<b>(1038)</b>	<b>(2472)</b>	<b>(3611)</b>
每股净资产	2.71	2.26	1.71	1.16	资本开支	388	(100)	(50)	(80)
ROIC	3%	3%	3%	3%	其它投资现金流	(3)	0	0	0
ROE	7%	11%	18%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>	<b>(80)</b>
毛利率	9%	8%	8%	7%	权益性融资	832	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	2%	2%	负债净变化	506	0	0	0
EBITDA Margin	4%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(361)	(703)	(847)	(921)
收入增长	54%	69%	45%	39%	其它融资现金流	2016	3118	2714	4623
净利润增长率	60%	27%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3137</b>	<b>2415</b>	<b>1868</b>	<b>3702</b>
资产负债率	82%	89%	93%	96%	<b>现金净变动</b>	<b>(592)</b>	<b>1277</b>	<b>(654)</b>	<b>10</b>
息率	4.8%	9.3%	11.3%	12.2%	货币资金的期初余额	4820	4228	5506	4851
P/E	37.6	29.6	24.3	19.9	货币资金的期末余额	4228	5506	4851	4862
P/B	2.8	3.4	4.5	6.6	企业自由现金流	(3207)	(1057)	(2431)	(3592)
EV/EBITDA	44.7	53.2	54.1	55.5	权益自由现金流	(686)	1968	181	916

资料来源: wind, 宏源证券

**作者简介:**

**瞿永忠:** 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

**王滔:** 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。