

以人为鉴，公司已步入高成长通道

增持 维持

目标价格：15 元

投资要点：

- 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，已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 120 亿、200 亿和 300 亿元。今年 8 月公司公布非公开发行预案继续加码 380 业务，彰显公司对未来业绩快速增长的信心。

报告摘要：

- 供应链一体化乃是大势所趋。** 当今世界，供应链一体化整合已成为大势所趋。我们认为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。
- 对比国际供应链管理专家，公司步入快速成长期的可能性大。** 从全球来看，日本三井物产、香港的利丰集团等都是举世闻名的一体化供应链整合专家。从功能及运营模式上看，与三井物产等日本综合商社比较，怡亚通已具备综合商社的雏形；从发展路径来看，与利丰集团相比，怡亚通目前已进入布局网点的扩张阶段，这也正是其核心竞争力逐步完善之时，未来步入高成长通道的可能性大。
- 380 平台拥有巨大优势，已开始呈爆发式增长。** 公司建设的 380 深度供应管理平台，将商流、物流、信息流和资金流整合在一起，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 120 亿、200 亿和 300 亿元。
- 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%，分别对应 46x14PE、38x15PE 和 31x16PE。** 考虑到公司继续加码 380 平台建设，未来有望超预期爆发，我们给予公司“增持”评级，目标价 15 元。

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：021-65051509

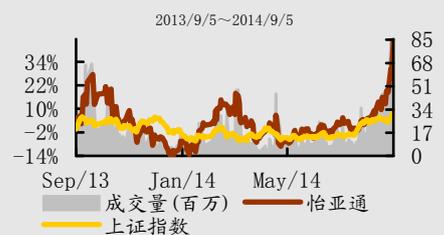
Email: quyongzhong@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《380 平台发力，业绩增长加速》
2014/8/22
- 《增发加码 380，平台整合加速推进》
2014/8/15
- 《改传统渠道供应链革命先锋》
2014/7/13
- 《深度转型正突破，股权激励促增长》
2013/8/15

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	200.0	254.11	309.88	378.33
增长率 (%)	-7.1	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	79.20	59.40	45.69	38.32	31.26

目录

一、供应链一体化已成大势所趋.....	4
二、见贤思齐，公司高成长之路方才起步.....	5
（一）、功能与模式：公司已具备综合商社雏形	5
（二）、发展路径：网点扩张奏响快速成长序曲	8
三、公司 380 平台拥有巨大优势，进入爆发式增长阶段.....	11
（一）、借渠道下沉之势切入快消品供应链，平台建设初步成型.....	11
（二）、380 平台融合产业链需求，代表供应链服务变革方向.....	13
（三）、客户选择怡亚通的原因：模式创新带来价值创新	14
（四）、平台优势转化为客户资源优势，未来仍有巨大成长空间.....	15
（五）、双管齐下，加强扩张过程中管控力度	16
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	17

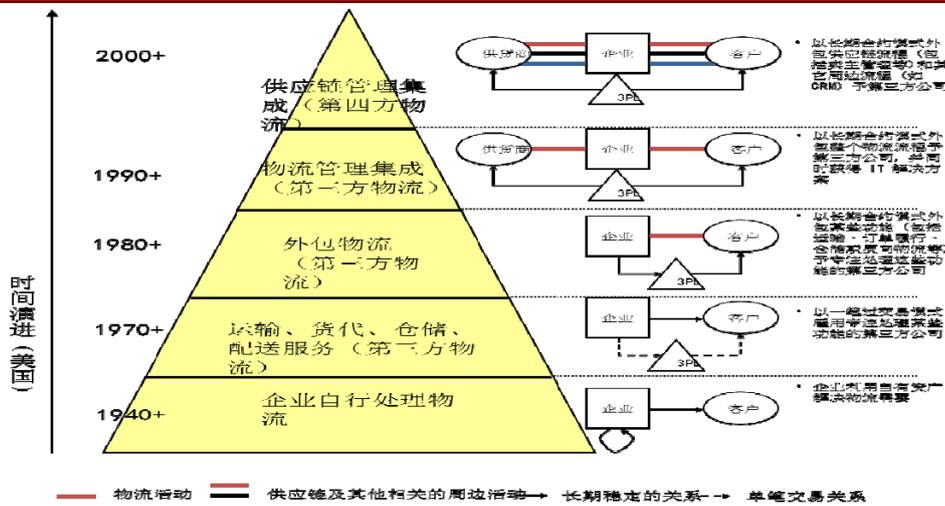
插图

图表 1: 美国供应链模式演进示意.....	4
图表 2: 一体化的供应链物流示意图.....	4
图表 3: 综合商社(GTC)运营模式图.....	5
图表 4: 公司主要股权及组织结构.....	6
图表 5: 三井物产收入近年稳中有增.....	6
图表 6: 三井物产净利润 12 年达 50 亿美元.....	6
图表 7: 三井物产的供应链管理模式的.....	7
图表 8: “整合”是 380 平台的核心.....	7
图表 9: 利丰发展历程.....	8
图表 10: 利丰公司主要架构.....	8
图表 11: 利丰打破传统供应链运作模式.....	9
图表 12: 利丰提供全面供应链管理服务的.....	9
图表 13: 利丰无疆界生产示意图.....	9
图表 14: 利丰全球网络分布图.....	10
图表 15: 利丰收入规模十余年间增长近 30 倍.....	10
图表 16: 利丰 2013 年收入来源地区分布.....	10
图表 17: 怡亚通供应链服务网点遍布全国.....	11
图表 18: 公司 380 平台收入呈爆发式增长.....	11
图表 19: 公司深度供应链业务 2013 年表现抢眼.....	12
图表 20: 快消品业务占比日益提高.....	12
图表 21: 快消品行业特性决定渠道为王.....	13
图表 22: 图 34: 怡亚通深度分销平台架构.....	14
图表 23: 供应链管理行业的发展趋势.....	14
图表 24: 公司从三方面推动价值创新.....	15
图表 25: 供应链管理实施大大提高运营效率.....	15
图表 26: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意.....	15
图表 27: 怡亚通管理组织架构.....	16
图表 28: 三张表摘要.....	18

一、供应链一体化已成大势所趋

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。

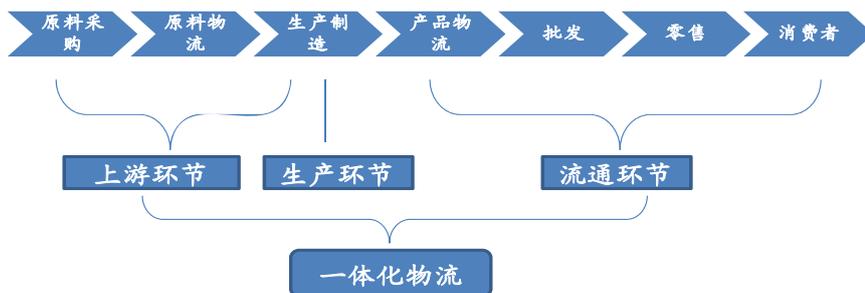
图表 1: 美国供应链模式演进示意



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。

图表 2: 一体化的供应链物流示意图



资料来源: 宏源证券

二、见贤思齐，公司高成长之路方才起步

从全球来看，日本三井物产、香港的利丰集团等都是举世闻名的一体化供应链整合专家。国内怡亚通才开始其消费渠道整合进程。香港利丰集团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。

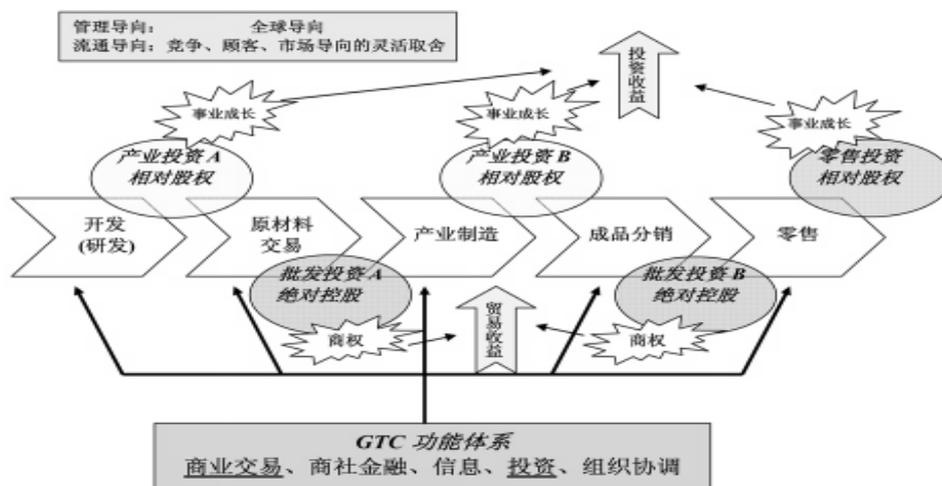
通过怡亚通与国际供应链整合专家之间的对比，我们认为公司的快速发展仅处于起步阶段，未来仍有巨大空间。

(一)、功能与模式：公司已具备综合商社雏形

日本综合商社起源于 150 年前的日本明治时代初期。现代意义上的日本综合商社，是指以商业职能为主导，兼具金融、信息、服务、组织等功能为一体的国际化、实业化、多元化、集团化的综合性商业组织、大型跨国公司。上世纪 80 年代以来，日本综合商社一度是全球规模最大的企业，1995 年日本综合商社在全球 10 大企业中占据 6 位，是其最辉煌的发展时期。时至今日，综合商社在世界 500 强中的地位显著下降，除了日本经济长期衰退的原因，更重要的是综合商社在不断调整自身结构。例如，2004 年三井物产把销售收入最大的能源与矿产部门分离出去，使得其在全球 500 强中的地位迅速下滑。此外，由于综合商社对全球范围内大量企业的股权投资均低于合并标准，因此其控制力与影响力并未完全反应在财务报表中。

综合商社是以流通和管理导向为市场开拓基础，以功能体系的效用为全球战略，以投资股权为全球网络控制手段，将多种关键因素融入产业链中。综合商社凭借自身优势在批发流通体系中产生了大量“商权”，并在产业链的扩张过程中进一步扩大“商权”；另一方面，综合商社广泛参与部分生产企业和商业企业投资，这些厂商和零售商反过来能更好地利用综合商社的流通交易优势，加快其自身的业务周转和成长速度。商社正是利用这种互补运营体系，为其产业链的整合提供持续的资源支持

图表 3：合商社(GTC)运营模式图



资料来源：北方经贸，宏源证券

从功能上看，综合商社主要包括贸易、金融投资、信息、组织协调、开发、物流等六大功能。对比怡亚通的情况来看，其在目前的供应链业务中，已至少具备金融、物流、组织协调、信息四大功能，380平台更是组织协调功能的最完美发挥。由于怡亚通本质上仍属于供应链企业，以服务作为业务出发点，因此公司部分业务虽然形式上类似于贸易，但实质上与贸易有很大差别；此外，公司的产品整合业务实际上也具有开发功能，但公司目前重点发展深度供应链业务，因此并未完全发挥出开发方面的功能。

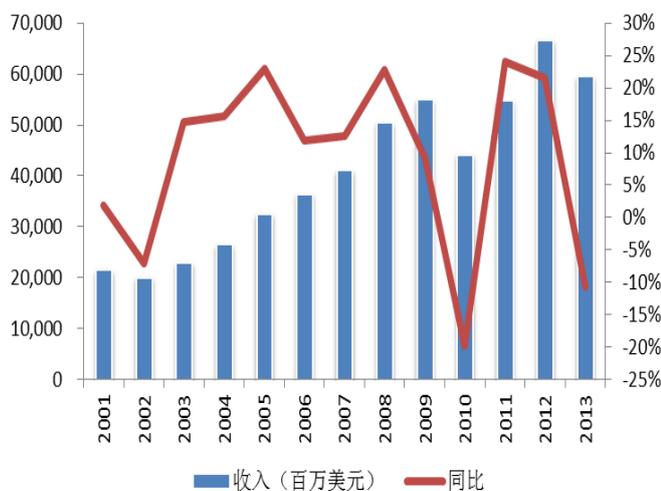
图表 4：公司主要股权及组织结构



资料来源：辽渔集团，宏源证券

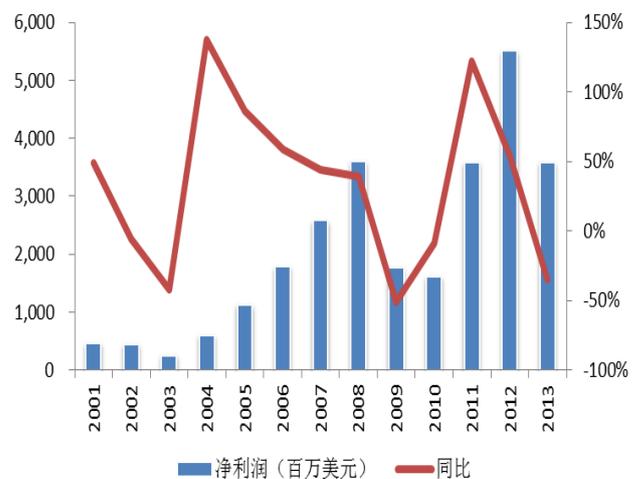
三井物产是世界上最大的综合商社之一，又是日本综合商社的先驱者，有着悠久的历史，至今已延续了百余年。从 1876 年创业开始，三井物产已成为日本最大的一家综合商社，经营范围包括钢铁、纺织、机械、化工、能源、电子和信息、粮油食品、有色金属、轻功建材的内贸、进出口贸易和转口贸易等。1980 年，三井物产在北京设立了中国首家事务所，现在中国已发展成为拥有 14 个事务所以及 100 余家合资、独资企业的大规模办事、贸易和生产机构。三井创业以来的几百年间，为适应时代要求，在粮食、机械、能源、纤维、物资、金融等广泛领域，培育了形形色色的产业资本。

图表 5：三井物产收入近年稳中有增



资料来源：bloomberg，宏源证券

图表 6：三井物产净利润 12 年达 50 亿美元

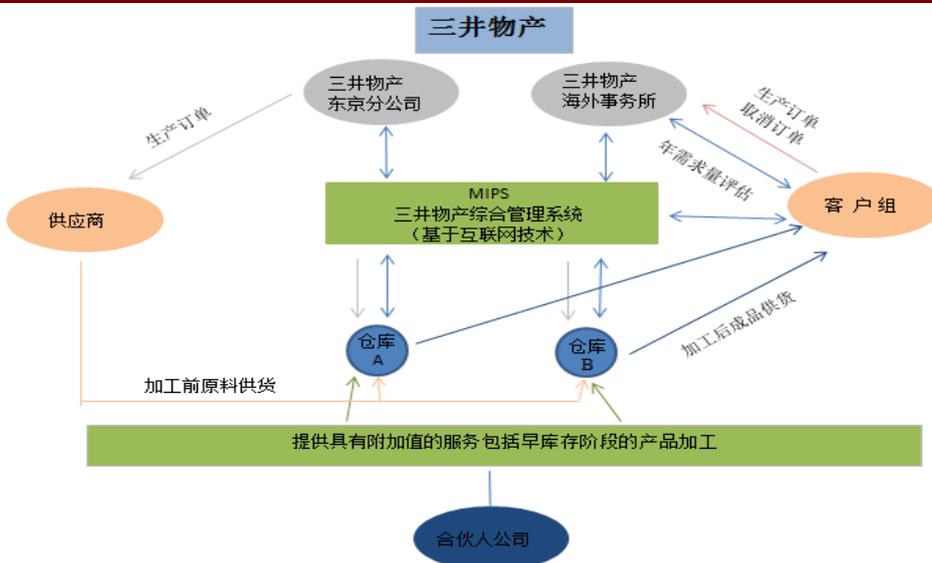


资料来源：bloomberg，宏源证券

三井物产获得如此巨大成功的原因很多，其中很关键的一点就是整体商业运作构想，

即：供应链集成服务运作思想。其最终的诉求都是通过产业链的延伸与扩张，整合多方资源、形成供应链集成服务的能力，最终为客户提供各种目标的系统解决方案。

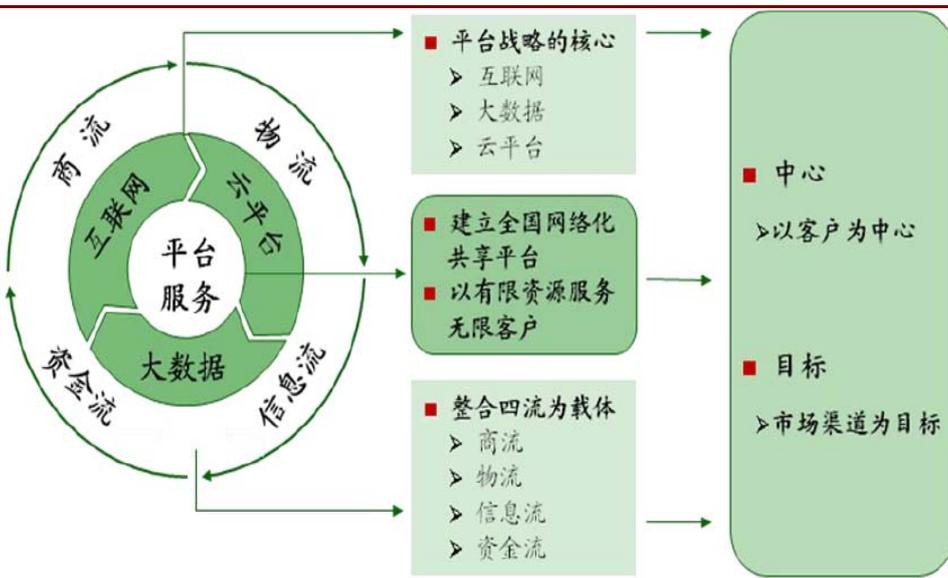
图表 7：三井物产的供应链管理模式



资料来源：公开资料，宏源证券

怡亚通计划将 380 平台打造为国内最大的 B2B 或 B2B2C 供应链服务整合平台及网络，通过取得上下游业务资源，扩大公司在快速消费品领域的市场占有率，形成全国性的直供终端平台，共享消费渠道及终端资源，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。怡亚通与三井物产在供应链的切入点有所差异，三井物产通过“商流”切入供应链集成服务，而怡亚通不参与贸易环节，主要通过“资金流”以及“物流”切入到供应链服务中。但从效果上看殊途同归，二者最终均是通过整合多方资源、形成核心竞争力。

图表 8：“整合”是 380 平台的核心



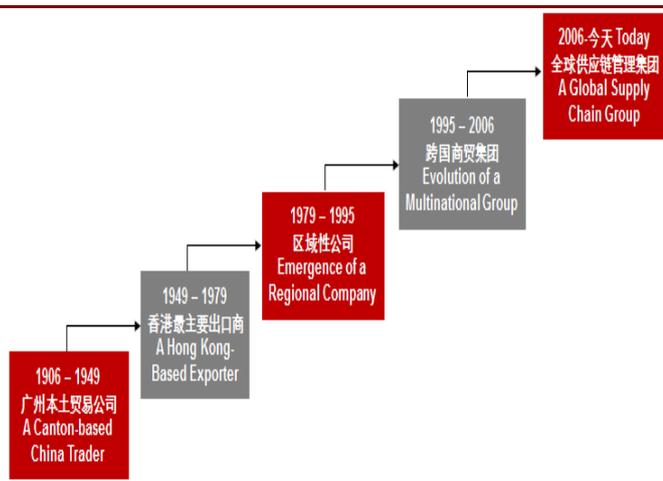
资料来源：上市公司，宏源证券

(二)、发展路径：网点扩张奏响快速成长序曲

怡亚通的 380 平台聚焦于国内快消品行业，谈到消费品供应链，就不得不提及国际消费品供应链巨头——利丰，利丰集团作为全球供应链的标杆型企业所获得的巨大成功，对我们分析公司未来的成长有较大的借鉴意义。

利丰集团于 1906 年在广州创立，至今已有 100 多年历史，现已发展成为一嫁大型跨国公司，主营出口贸易、经销批发和零售三大业务，业务网络遍布全球 40 个经济体系。在全球 40 个经济体系已建立 260 多个办事处及仓库，聘用员工超过 35000 名，全球供应商超过 15000 家，网络遍布全球。

图表 9：利丰发展历程



资料来源：利丰，宏源证券

图表 10：利丰公司主要架构

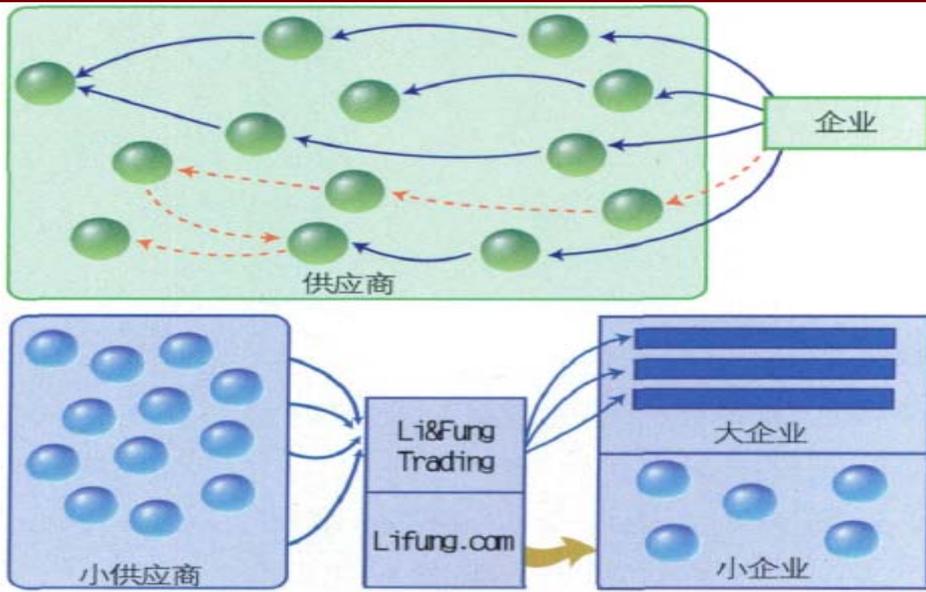


资料来源：利丰，宏源证券

利丰在发展过程中对供应链发挥了巨大变革和整合作用。传统的供应链模式中，每一个节点所管理并完成的都是“段落供应链”，没有一个节点能够统揽全局并与所有的节点相联系，整条供应链的价值正是散落在这样一个复杂关系网中的各个环节。

而利丰则跳出了这种典型的供应链模式，站在一个全局的角度对整条供应链进行管理，进而形成自身的核心优势。如果我们选取利丰的任何一个客户和利丰为之提供的供应链系统，我们会发现在这个系统中利丰成为了一个集合点，发出订单的客户任务被极大地简化了，通常只需要和利丰进行点对点的联系。不真正拥有任何一家实体工厂的利丰则通过对其他所有环节的整合，管理一条“虚拟”的供应链和“虚拟”的价值链，将散落在各个环节的价值收归于一身。

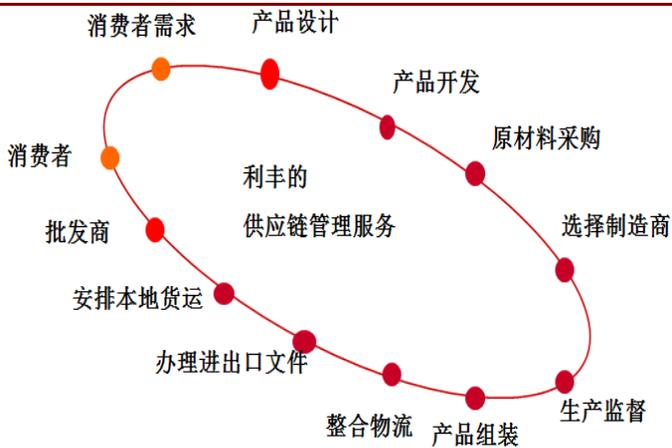
图表 11: 利丰打破传统供应链运作模式



资料来源: 互联网资料, 宏源证券

利丰的模式创新对公司的发展起到巨大推动作用。利丰通过对价值链进行分解, 并在全球范围内合理安排价值活动。在新的模式中, 利丰不再是一个中介人或代理采购者, 而是客户的供货商, 利丰会直接和海外买家签订合同, 利丰依旧不拥有工厂, 把生产任务外包给有实力的工厂, 而利丰会负责统筹并密切参与整个生产流程, 从事一切产品设计、采购、生产管理与控制、以及物流与航运等支持性工作。

图表 12: 利丰提供全面供应链管理服务



资料来源: 利丰, 宏源证券

图表 13: 利丰无疆界生产示意图



资料来源: 利丰, 宏源证券

我们认为, 利丰供应链能够为客户实现价值, 归根到底在于其遍布全球的网络, 利丰作为供应链企业, 其真正的核心竞争力也在于此。利丰的全球采购网络和规模经济为客户提供了比竞争对手更低的成本和更灵活的选择。通过与上万家专业生产企业建立一种“市场+管理”的关系, 所有这些供应商汇集在一起就具备了极高的生产弹性和丰富的技术资源, 使得公司几乎可以满足所有客户的需求。遍布全球的分支以及对设计环节的介入, 将会为客户在产品设计和时尚流行等方面给予很大帮助。

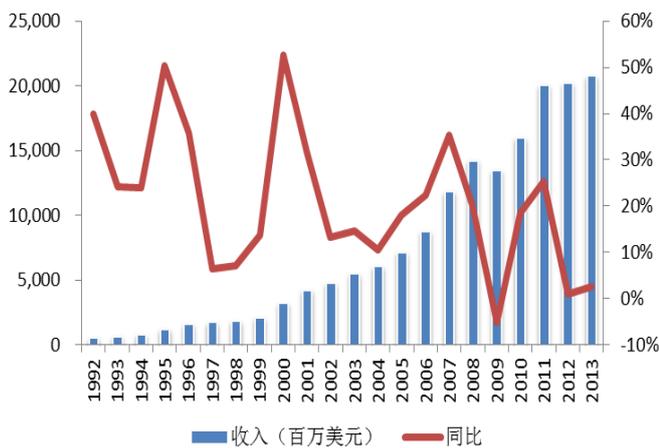
图表 14: 利丰全球网络分布图



资料来源: 利丰, 宏源证券

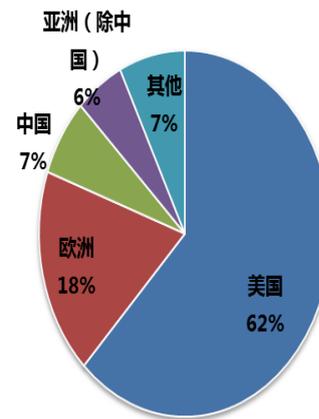
从利丰的发展路径来看, 上世纪 90 年代以后, 利丰逐步由无疆界生产者转变为虚拟生产商。在整个 1980 年代, 利丰一直采用这种交付生产计划的战略, 但那 10 年给利丰带来了新的挑战, 亚洲小龙的出现使香港的生产成本增加而丧失了竞争力, 于是利丰公司开始进行全球分散生产。1995 年利丰集团收购天祥洋行, 成为亚洲最大的非耐用型和大众市场型的消费品贸易商, 1995 年开始拓展全球网络, 广设跨国办事处。自此公司收入进入爆发增长阶段, 1995 年公司收入规模仅 7.93 亿美元, 到 2013 年末, 公司营业收入规模已超过 200 亿美元。

图表 15: 利丰收入规模十余年间增长近 30 倍



资料来源: bloomberg, 宏源证券

图表 16: 利丰 2013 年收入来源地区分布



资料来源: bloomberg, 宏源证券

从怡亚通发展的阶段来看, 公司目前已步入网点规模迅速扩张阶段, 公司将在未来几年继续推进这一平台建设, 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。

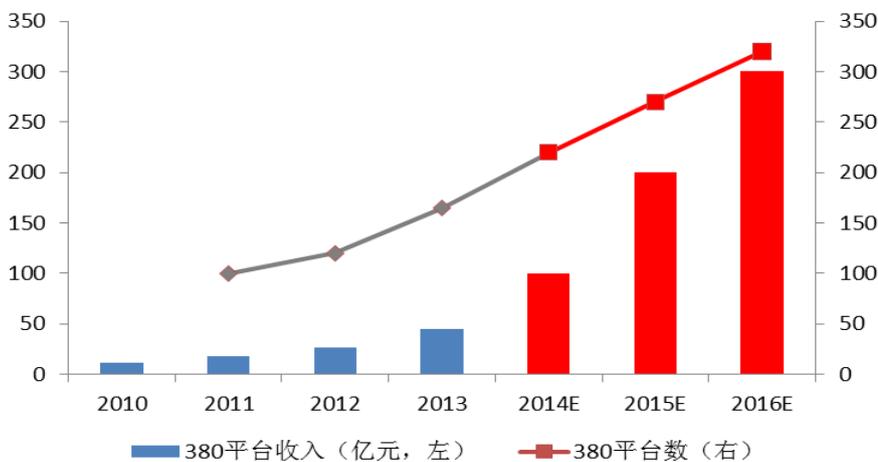
图表 17: 怡亚通供应链服务网点遍布全国



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。

图表 18: 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

三、公司 380 平台拥有巨大优势, 进入爆发式增长阶段

(一)、借渠道下沉之势切入快消费品供应链, 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。快消费品行业已开始转向三、四、五、六级城市的蓝海市场。快消费品巨头, 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。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。而且渠道下沉面临对现有组织、人员的大幅调整，操作难度非常大。

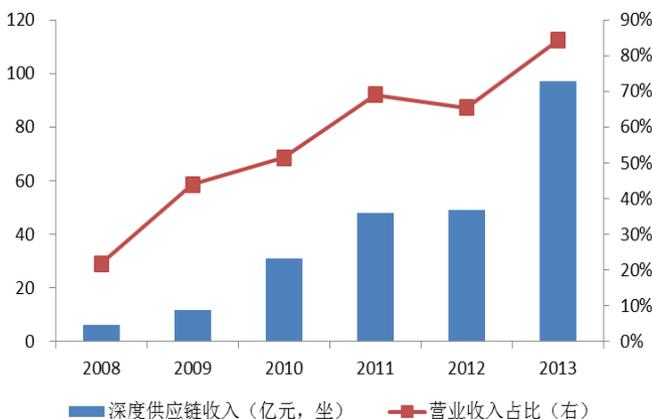
第二，与自身品牌与服务相匹配的专业人才，几乎都不愿意去广大的底层市场，导致管理与服务的效率与标准大幅度降低。这些大公司要下沉，既涉及到整合难度，也涉及到人才的成本。并且下沉的越深，符合标准的人才就越稀缺，而怡亚通可以很好解决这一矛盾，例如，公司在某一县城通过对客户的资源进行整合后，业务规模同样具有整合效应，因此即使花费较高成本聘请专业人才也是值得的。但是单一品牌商不具有类似整合效应，在业务规模不够大的情况下，花费同样的人力成本显然不够经济。

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、广西三省市区市场时，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。

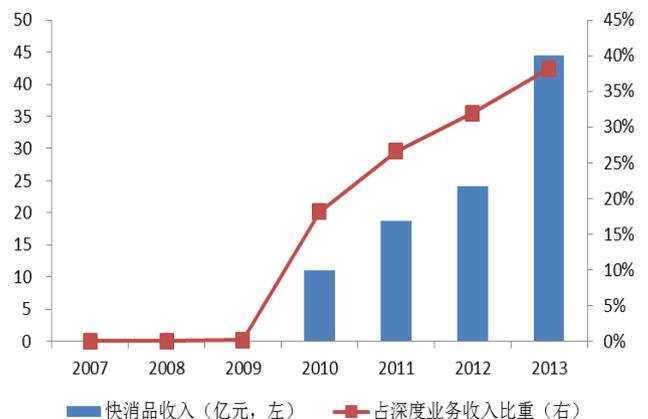
在 380 平台业务的推动下，公司深度供应链业务呈爆发式增长，2013 年公司深度供应链的业务量为 97.09 亿元，较上年同期增长 98.47%；综合毛利为 52,588 万元，较上年同期增长 55.85%；综合毛利率为 5.21%，较上年同期下降 1.69%，深度供应链业务毛利率下降的主要原因在于贵金属业务毛利率较低，从而在整体上拉低了深度业务毛利率。截止 2013 年，公司深度供应链业务占营业总收入的比重已达 84%，从深度业务内部结构来看，快消品业务自 2010 年后急剧增长，目前占深度业务收入的比重已接近 40%。

图表 19: 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

图表 20: 快消品业务占比日益提高

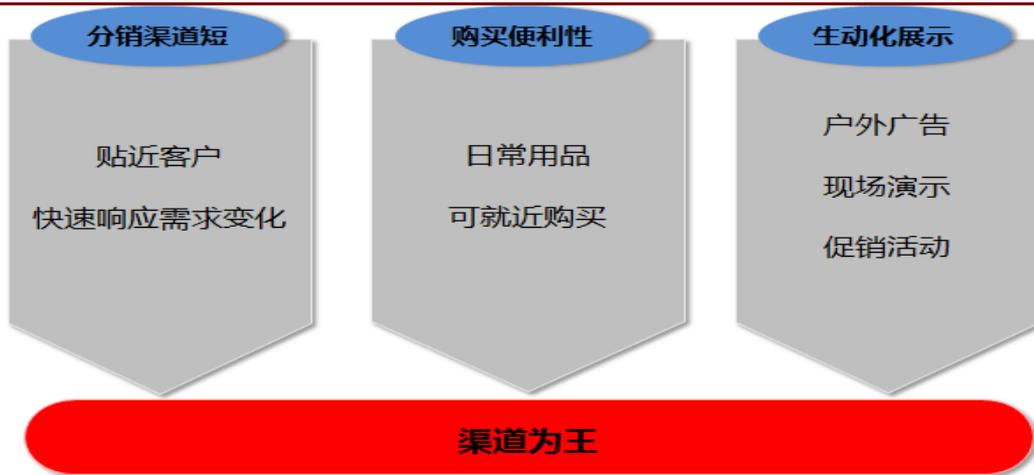


资料来源：上市公司，宏源证券

(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。

图表 21：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。

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。

图表 22: 图 34: 怡亚通深度分销平台架构

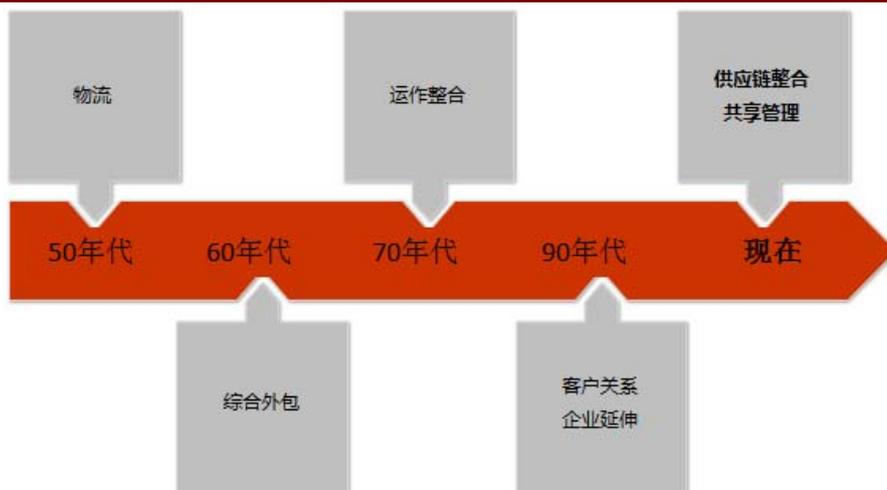


资料来源：上市公司，宏源证券

(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。

图表 23: 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。

图表 24: 公司从三方面推动价值创新



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 25: 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

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。

图表 26: 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。

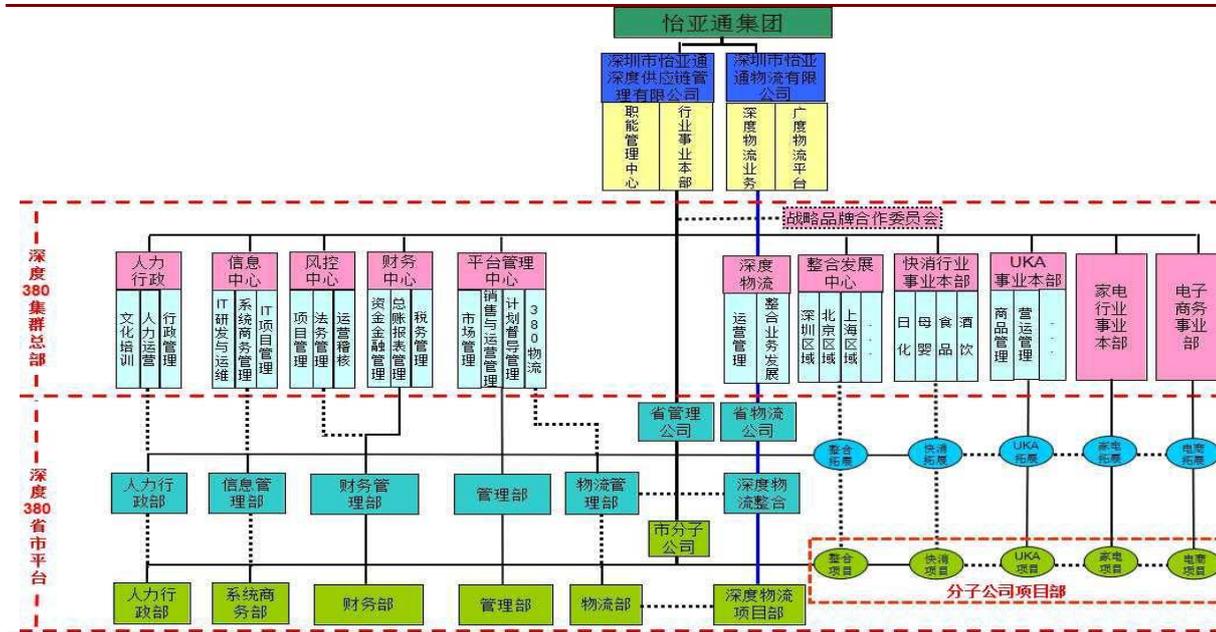
除了深度分销以外，宝洁等大型品牌商的直供外包业务规模也很可观。大型企业愿意把直供业务外包给公司的原因在于：第一，大型企业的核心竞争力往往不在直供等方面，交给公司可以在很大程度上提高运营效率；第二，由于部分卖场账龄时间较长，公司通过提供结算服务，可以承接一部分账龄，这样就提高了品牌企业的资金运营效率。目前宝洁在中国地区直供业务规模已超过百亿，随着合作程度的不断深入，公司未来有很大希望获取宝洁在中国地区的卖场直供业务。

(五)、双管齐下，加强扩张过程中管控力度

公司 380 平台扩张速度较快，管理难度也逐步加大，公司主要从组织架构以及激励机制两方面对加强对 380 平台的管理。

首先，组织架构方面，公司控股深度供应链管理公司，深度供应链管理公司下面有三类控股公司，一类是省级平台公司，此类公司主要作为深度业务的运营管控平台；二类是项目公司，主要负责区域具体业务运作；三类是跨区域运作的公司，可能会加上一些事业部进行管控。在行业管理方面，380 平台设立了四大行业专项管理专家团队，主要负责行业经营数据分析、市场趋势格局分析、上下游合作情况分析与改善、合作项目运营指导等。同时还设立了战略品牌合作委员会，负责推动重点上游客户达成或深化战略合作、推动重点上游客户协同横向经销商整合、改善提升重点合作项目运营效率和全国性重大项目合作研讨和作业方案。

图表 27：怡亚通管理组织架构



资料来源：上市公司，宏源证券

另外，激励机制方面，公司已建立起良好的利益合作机制，力求实现与合作对象实现双赢，具体而言包含四层：第一，业务本身提成；第二，合资公司股份分红；第三，股权激励，公司之前已经公告；第四，若合作对象表现良好并达成业务目标，怡亚通会考虑通过换股收购形式，变相形成合作方股份上市，使其拥有良好退出机制，实现更好收益率。

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测:

出于谨慎性考虑,我们暂不调整盈利预测,预计 2014-2016 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,已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 120 亿、200 亿和 300 亿元。今年 8 月公司公布非公开发行预案继续加码 380 业务,彰显公司对未来业绩快速增长的信心。我们维持此前盈利预测,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,我们维持公司“增持”评级,目标价 13 元。

五、风险提示

- 1、380 平台建设进程慢于预期
- 2、人民币汇率波动幅度加大

图表 28: 三张表摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		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
流动资产合计	11532	16830	21322	28085	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
资产总计	14521	19886	24372	31146	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	利润总额	263	329	400	486
其他流动负债	786	1347	1959	2723	所得税费用	55	69	84	102
流动负债合计	10531	16356	21390	28714	少数股东损益	8	6	6	6
长期借款及应付债券	891	891	891	891	归属于母公司净利润	200	254	310	378
其他长期负债	132	132	132	132					
长期负债合计	1023	1023	1023	1023	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11554	17379	22413	29737	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
负债和股东权益总计	14521	19886	24372	31146	公允价值变动损失	45	22	18	29
					财务费用	108	117	129	144
关键财务与估值指标					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	经营活动现金流	(3754)	(1038)	(2472)	(3611)
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%	投资活动现金流	25	(100)	(50)	(80)
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%	融资活动现金流	3137	2415	1868	3702
资产负债率	82%	89%	93%	96%	现金净变动	(592)	1277	(654)	10
息率	3.1%	6.0%	7.2%	7.9%	货币资金的期初余额	4820	4228	5506	4851
P/E	58.5	46.1	37.8	31.0	货币资金的期末余额	4228	5506	4851	4862
P/B	4.4	5.3	6.9	10.2	企业自由现金流	(3207)	(1057)	(2431)	(3592)
EV/EBITDA	54.6	62.2	61.6	61.8	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。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪物流行业第二名。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@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	zhoudi@hysec.com	
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。