

供应链生态圈搭建与利润杠杆共铸戴维斯双击

——怡亚通（002183）

2015年04月27日

强烈推荐/维持

怡亚通

动态报告

关注 1: 380 深度平台利润杠杆全面启航

公司 2014 年收入同比增加 90.63%；扣非后净利润同比增加 49%，380 深度供应链平台持续发力。**380 平台营业收入从 13 年开始全面提速**（收入占比由 12 年 65%提升至 14 年的 82%），**利润杠杆 14 年全面启航**（12 年微利后平台利润大幅提升至 9521 万元），符合我们 13 年对于公司平台拐点的判断。14 年深度供应链综合毛利率为 5.50%，较上年同期上升 0.29%，规模化效应初见成效。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；财务杠杆弹性四大方面共同推动利润杠杆全面启航。

以服装、IT、快消品为代表的上游渠道模式的“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。公司 380 平台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，**14 年快消品业务量增长 1.5 倍**；2014 年新增落地合资公司共计 60 家，平台合资公司超过 100 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，业务规模于行业第一。

关注 2: 供应链金融深化布局

公司供应链金融发展主要为三大方向：广度供应链业务（银行中介）；小贷业务及互联网金融。公司下属子公司“赣州小额贷款公司”将深圳 380 业务的终端纳入小额金融服务的范围内。14 年公司供应链金融毛利占比 9%，定增的落地将进一步提升公司供应链金融的杠杆能力。

供应链管理行业具备明显的资金密集型特质：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趋好的迹象，资金杠杆的运营效率也有所提升（图 1）。

关注 3: 互联网生态圈积极搭建

怡亚通供应链生态圈战略以消费者为核心，构建四大服务平台：互联网 B2B/O2O 分销服务平台（宇商网、380 深度分销平台）；互联

高坤

010-66554016

执业证书编号：

gaokun@dxzq.net.cn

S1480511110001

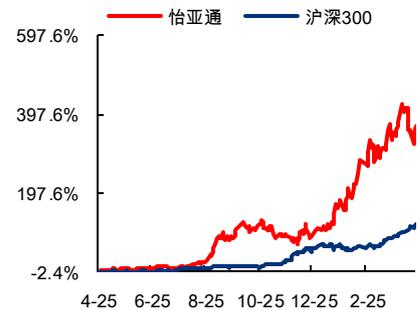
所属概念板块 核心护城河

供应链金融、物联网

核心护城河

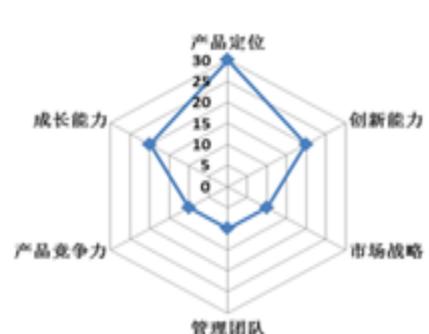
- 资本先发优势
- 轻资产供应链管理
- 下游客户转移成本较高

52 周股价走势图



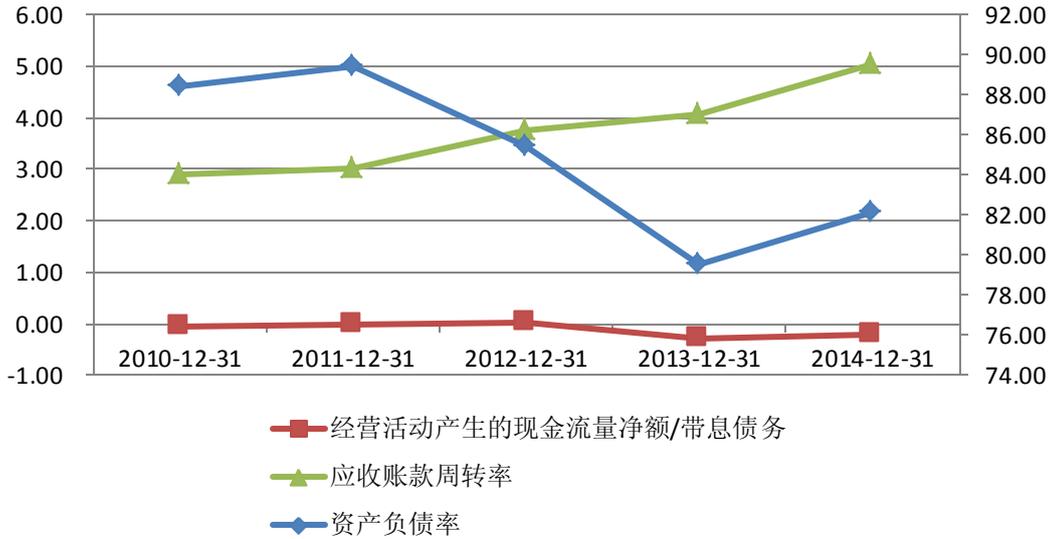
资料来源：东兴证券研究所

六维评价体系



通
07

图 1:公司资金杠杆运营效率



资料来源: WIND,东兴证券研究所

关注 3:

网 B2C/O2O 零售服务平台 (和乐网、云微店、和乐生活连锁超市、EA LEAD 美妆连锁、终端联盟); 互联网 O2O 终端营销平台 (终端传媒); 互联网 O2O 金融服务平台, 全面覆盖流通行业里 300 万家终端门店, 聚合品牌企业、物流商、金融机构、增值服务商等各大群体等, 推动流通行业变革。宇商网目前已经实现公共平台注册、登录、下单、付款、收货、结算功能。公司尚未全面触网, 但 380 平台定位的 3 线及以下市场与阿里、京东的村镇下沉战略不谋而合。公司定位宇商网和乐网两网接口的开放和 380 终端的 O2O 战略都为公司的全面触网提供契机。

图 2:公司各项业务毛利率年度变化趋势



资料来源：公司年报,东兴证券研究所

结论:

公司市值的天花板一直存在争议，我们从市场空间和 PE 两方面进行估算：从市场空间的角度看，公司 380 深度业务共近 60 家核心客户。我们等 30 家核心客户在华 1 万亿的销售额和 12% 的年度增速为假设，以公司目前在保洁及联合利华的市场份额区间为参照 2.8%-4.5%，随着公司业务规模与上游议价能力的正循环，按照 16 年预期计算，如核心客户给出 5-5.3% 的市场份额，预估深度供应链 16 年的市场规模为 585 亿。公司互联网供应链生态圈构建后估值溢价不言而喻，可参考步步高切入跨境电商后的估值切换即 PS1.45 的水平（零售行业平均水平 PS1.3），计算对应的市值空间为 812 亿。供应链金融方面，我们假设公司供应链相关节点金融业务需求量为深度供应链规模的 70%，即 400 亿融资需求，按照 4-5% 的担保费率计算，对应 18 亿的经营，贡献的市值也在 100 亿左右的规模。

我们预计公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.58 和 0.98 元，对应的 PE 分别为 56 倍、33 倍，给予“强烈推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

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。现专注于中小市值大消费及互联网领域研究。

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。