

投资评级：买入（维持）

收盘价（元）	73.15
目标价（元）	不适用
上次目标价（元）	不适用

怡亚通（002183.SZ，买入）

——武汉和上海 O2O 终端联盟推介会调研纪要

核心观点

◆ 我们近期拜访了管理层，并参加了武汉和上海 O2O 终端联盟推介会，访谈纪要整理如下：

- (1) 公司业务在深度 380 平台的基础上进行了创新，可归纳为六个业务板块，分别为：深度 380、O2O 金融、宇商网、和乐云微店、和乐终端传媒和跨境电商。
- (2) O2O 金融的对象为零售门店（小 B），贷款额度不超过 50 万，贷款期限分为 3 个月和 6 个月，年化利率为 8%+6%（EA 的服务费），目前小 B 数量为 100 万，按月付息，O2O 贷款基本 7 个工作日完成。
- (3) 宇商网将致力于成为开放的 B2B 平台：宇商网将作为公众平台来建设，先把现有的 100 万个小 B 用户装到宇商网，开放上游品类，随品类的丰富，非怡亚通体系的商户亦可加入，成为开放的平台。
- (4) 和乐云微店致力于成为开放的 B2C 平台：公司最早是想把和乐网做成 B2C，但目前 B2C 的门槛很高，公司不可能烧钱购买流量。因此公司目前的规划是将和乐网做成开放的 B2C 平台，后台目前有 20 万个 SKU，开放给社会上所有 APP，APP 成为信息发布平台，帮助传统门店互联网化。6 月 2 日正式上线，目前已有 6 万家云微店，背后的支撑是和乐超市（都是品牌商的一级代理）。
- (5) 和乐终端传媒：为上游品牌商提供推送服务，由商户投设备、怡亚通投资源，五五分成，实现传播和销售一体化。原计划 2015 年建 50,000 个，目前计划已完成，已收了约 8,000 万的推广费。
- (6) 跨境电商：目前已签了 6 家企业，雅培、美素、雀巢、惠氏和汉高等，公司在自贸区、国际通关和国际商检均有优势，且在重庆有跨境电商的牌照。怡亚通为重庆自贸区最先入住的企

陈铮娴

联系人 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988-234
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，
610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

业，重庆市政府目前有物流补贴，物流费用报销 60-70%，目前的规模已有 50 亿。这些服务是平移过来的，即从以前的个体海淘，水货平移过来。

- (7) 怡亚通目前贷款的平均年化成本约为 6.0%，经销商平均的周转次数为 3-4 倍，由于规模增加，现在大品牌商也开始授信，目前宝洁为 7,000 万，雀巢为 8,000 万。公司在通过信息化管理优化存货周转，这样有助于资金使用效率提升、货品新鲜度增加、仓库使用效率提高。应收账款会缓慢下降，节奏跟随核心零售贸易条件的变化。
- (8) 对怡亚通而言，小规模客户综合盈利能力更好，因为大客户成本较高。与京东的合作中，有 60%的量是直接卖给京东（配到京东仓库），其余为京东接单（充当信息发布平台），其余现下都是怡亚通做。与维品会的合作规模 2015 年约 10 个亿，正在不断扩充合作品牌。
- (9) 对中国分销体系的看法：扁平化是趋势，这极大的优化了流通环节的效率，是高效替代低效的过程。日本可做参照对象，日本全部分销由十一家综合商社完成，每一家年规模 1,000 多亿。品牌商和分销商的职能各有侧重，品牌负责生产和消费者教育，分销商负责消费者对接。日本的零售业非常发达，其中也嫁接了很多商业模式，为上下游提供融资服务为其中之一。日本的模式可概括为 FILM 模式，F—财务金融、I—信息、L—物流配送、M—营销。如果以欧美为参照，在医药保健品领域，50%为厂商直供，其余 50%由 6-7 家分销商分食，而目前在中国有超过 100 万个企业分食。现在中国的低成本劳动力正在消失，需要用信息化替代人工，公司每年投入 3,000-4,000 万用于信息化建设，过去一个物流仓库分拣需要 50-60 个人，现在利用 RFID 技术，10 个人就够了。
- (10) 目前中国的分销领域是微利时代，快速扩张需要前置成本，收购项目需要提前储备人才，还有资金成本以及信息化和物流的建设，停止扩张的时候利润就会快速增加，另外规范化成本也存在（税赋），譬如以前赚 1,000 万，规范化后只有 700 万。随公司的扩张，规模会逐渐转化为利润。
- (11) 怡亚通下游小 B 的粘性非常好。
- (12) 公司的信息化程度很高，全部自主开发，是深圳市高新技术企业。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司