

快销生态圈平台化护城河高筑

——怡亚通（002183）：2015年中报点评

2015年08月26日

强烈推荐/维持

怡亚通

事件点评

事件：

公司公布2015年中报，报告期实现营业总收入149.11亿元，同比增加50.11%，实现扣非后净利润2.28亿元，同比增长55.54%。符合预期。

主要观点：

1. 380深度平台利润杠杆进一步深化

公司上半年收入大幅增长主要得益于深度供应链业务量55.43%的同比增幅。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15年上半年的93%），利润杠杆14年全面启航（12年微利后平台利润大幅提升至今年上半年的8121万元，达到去年全年85%的水平）。上半年深度供应链综合毛利率为5.80%，较去年同期提升0.61%，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，规模化效应进一步提升。

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）；截至上半年深度380分销服务平台公司超过150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，业务规模居于行业第一。

另外基于380平台的进一步下沉和公司互联网生态圈的搭建，上半年销售费用大幅增长114.4%，是公司利润杠杆较去年有所缓和的主要负面因素。

2. 供应链金融大放异彩

上半年公司供应链金融服务实现的利息收入1.51亿元，较上年度增长90.20%，综合毛利率78.92%，较去年同期下降3.77个百分点。主要是基于外部利率环境的影响以及公司在珠宝、移动、红木等行业领域的快速渗透。

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

高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511110001

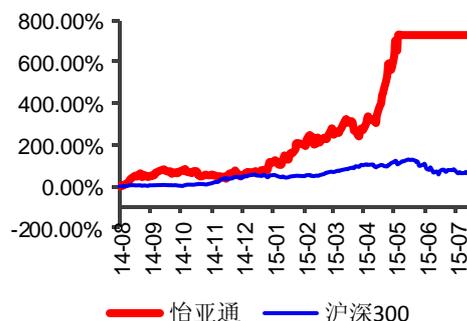
所属概念板块 核心护城河

- 供应链金融、物联网

核心护城河

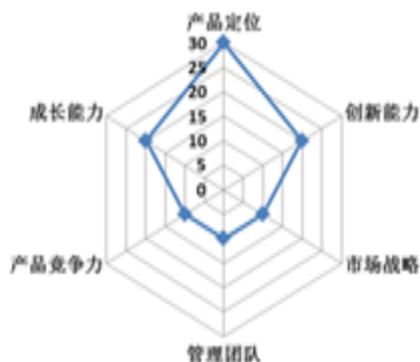
- 资本先发优势
- 轻资产供应链管理
- 下游客户转移成本较高

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

六维评价体系



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，上半年实现利润 5897 万元。虽然公司目前的供应链金融占比较小（1%），但其对整个 380 平台以及互联网生态圈的战略闭环意义重大，定增的落地将进一步提升公司供应链金融的杠杆能力。

表 1：公司业务分拆预测表

业务	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
380 深度供应链（百万元）	9709.35	20194.58	32,311.33	51,051.90	76,577.85
增长率（%）		107.99%	60.00%	58.00%	50.00%
供应链金融（百万元）	108	191.00	1,749.25	2,798.81	3,918.33
增长率（%）		76.85%	90.00%	60.00%	40.00%
广度供应链（百万元）	960.06	920.66	920.66	929.87	939.17
全球采购（百万元）	844.79	834.62	876.35	920.17	966.18

资料来源：东兴证券研究所

3. 互联网生态圈全面搭建

2015 年初，公司确定未来 5 年发展方向，设立“业务全球化、平台互联网化、运营大数据化、服务智能化、管理精细化”，全面搭建互联网供应链生态圈：

- 互联网 B2B/O2O 分销服务平台（宇商网、380 深度分销平台）：其中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，目前处于内测阶段，公司选取现有覆盖的 2 万终端中进行线上交易测试，月交易额在 5000 万元以上；
- 互联网 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）；其中云微店逐步在怡亚通终端联盟的商超内上线试运营，预计在未来 2-3 年，云微店的用户将突破 100 万；线下方面，和乐生活超市全国门店数已超过 500 家，EA LEAD 完成了 50 家以上店铺加盟
- 互联网 O2O 终端营销平台（终端传媒）；互联网 O2O 金融服务平台，将实现全面覆盖流通过行业里 500 万家终端门店。

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。

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 510 亿。公司互联网供应链生态圈构建后估值溢价不言而喻，以零售行业平均水平溢价 PS1.3 计算对应的市值空间为 650

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 350 亿融资需求，按照 4-5% 的担保费率计算，对应 16 亿的营收，贡献的市值也在 150 亿左右的规模。

我们预计公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.54 和 0.96 元，对应的 PE 分别为 136 倍、76 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。