

怡亚通(002183)

报告日期: 2021 年 08 月 17 日

品牌运营业务表现亮眼, 盈利能力大幅上行

——怡亚通 2021H1 业绩点评报告

✎ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉ mali@stocke.com.cn;
✎ 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉ zhangxiaolian@stocke.com.cn;

事件

公司发布业绩公告: 公司实现营业总收入 361.30 亿元, 较去年同期增长 25.44%; 利润总额为 2.64 亿元, 较去年同期增加 711.22%; 归属于母公司的净利润为 2.57 亿元, 较去年同期增加 323.91%。

点评

□ 业务结构不断升级, 品牌运营业务有望成为新的利润增长点

2021H1 年怡亚通实现营业收入 360.97 亿元 (+25.62%), 公司实现净利润 2.57 亿元 (+323.91%), 其中 2021H1 净利润大幅提升或主要来自对盈利能力弱、资金占用大的项目公司进行关停并转带来的投资收益叠加品牌运营业务利润弹性释放。具体业务结构来看, 分销+营销——实现营业总收入 340.63 亿元, 同比增长 21.95%, 占主营业务收入比重约 95%, 为公司主要收入来源, 具体来看, 21H1 通信及工业原材料增速较快 (分别为 95.46%、133.16%), 收入占比最高的母婴、家电实现平稳增长; 品牌运营——实现营业总收入 16.27 亿元, 业绩增量重要来源之一为上半年新增高毛利品牌运营品类 (红星 1949、佰奥本集、香娜露儿、乳鲜森等知名品牌), 其中占品牌运营业务收入比 34.11% 的酒类品牌运营业务贡献了 63.01% 毛利, 为盈利端重要驱动力, 大单品钓鱼台琅琊彩吨价实现提升 (提价+结构升级)。自 2019 年公司推出品牌运营业务以来, 业务结构持续升级, 由于品牌运营业务毛利率远高于公司整体毛利率, 未来有望成为公司新的利润增长点。

□ 盈利能力底部已过, 费用管控助力净利率回升

2021H1 公司毛利率为 6.05% (+0.39pct), 净利率为 0.59% (+0.51pct), 毛利率和净利率自实现底部回升, 主要受益于业务结构、组织架构、管理精细度不断优化, 公司营运效率表现优秀, 管理费用率下降 0.60 个百分点至 2.02%; 优化融资结构, 有效降低融资成本, 财务费用率下降 0.93 个百分点至 1.93%; 销售费用率方面, 2021H1 公司销售费用率较去年同期增长 0.71 个百分点至 1.43%。另外, 公司今年以来坚持“零库存”的平台运营模式, 通过资金回笼与资本运作, 降低公司负债率; 通过剥离过去 380 平台低效运营资金的合资公司, 降低了运营风险, 优化了融资环境, 2021H1 公司利息费用下降 1.02 亿元, ROE 提升 3.19%; 经营性现金流净额为 14.28 亿元, 同比增长 807.85%。

□ 业务模式将持续优化, 预计 21Q1-3 盈利端强劲表现延续

公司将于下半年: 1) 持续布局消费品赛道; 2) 大力推进业务模式升级, 不断提升品牌运营能力; 依托数字化转型整合线上平台, 预计 3-5 年公司线上、线下的业务比例将从 1:3 转变为 2:3; 3) 持续数智化转型。在持续推进结构调整、品牌运营及营销业务占比不断提升、收入绝对值持续增长、融资结构得到优化、关停并转盈利能力较弱的公司背景下, 公司预计 2021 年 1-9 月归母净利润增速将达 370%-420%, 盈利端延续强劲表现。

□ 变与不变: 三年重整重构, 即将破茧成蝶

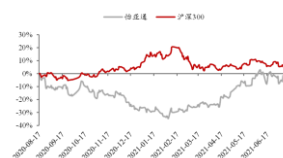
不变: 布局供应链生态, 打造最大快消品 O2O 分销平台。公司凭借传统的供应链服务及以“380 平台”为核心的深度分销+营销业务, 已服务全球 2600 多个国内外知名品牌, 分销商品品类超 40 万种, 同时覆盖了全国 T1-4 城镇市场的 150 多万家终端门店, 构建起了全国最大且具备全渠道营销能力的快消品 O2O 分销平台。相较于竞争对手, 公司的供应链和分销服务基础凸显其多品牌营销和品牌运营企业的优势。

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 ¥6.11

单季度业绩 元/股

3Q/2020	0.01
4Q/2020	0.02
1Q/2021	0.05
2Q/2021	0.07



公司简介

怡亚通为当前中国最大的快消品分销龙头及中国最大的“快消品 O2O 分销平台”。

相关报告

《怡亚通首次覆盖深度: 三年重整重构, 怡亚通重新起航(20210715)》

变化：三年重整重构，即将破茧成蝶。公司近三年来通过业务模式升级和业务重心聚焦实现重整重构：**1) 升级：业务模式迭代升级，构建一体两翼业务结构。**公司业务模式从传统供应链业务和分销业务并重，升级为分销+营销业务为基本盘、品牌运营业务为增长极模式，并首次提出“一体两翼”战略，未来公司线上（包含新零售）、线下业务比例有望从 1:3 转为 2:3；**2) 聚焦：品牌运营+自有品牌孵化业务。**公司搭建开放式裂变营销平台，通过基础供应链服务、经销伙伴和渠道终端优势，持续赋能品牌运营，从而获得更高利润，并建立消费类产业基金以加速自有品牌孵化、实现品牌投资并购、促进消费类生态链企业成长。

□ 超预期发展点：乘酱酒之风，品牌运营业务扶摇而上

基于对小 B 大 B 及 C 端的了解，公司自 2017 年开始对优质品牌进行培养、赋能和运营，结合消费趋势反向精准选品（C2M），充分挖掘品牌潜力，在大消费领域中推出品牌运营业务，其中白酒板块表现亮眼——2020 年公司白酒品牌运营业务通过运营钓鱼台珐琅彩及国台黑金十年等单品，凭借不足 5% 的收入占比，实现近 10% 的毛利占比，2021 年公司将进一步新增若干独家产品以丰富产品矩阵，除了原有的大单品外，下半年摘要 12 有望实现对业绩的增厚，可重点关注。在酱酒热下，经测算，预计 2025 年规模至少或达 40 亿元，我们预测白酒板块有望迎来超预期表现。随着公司将白酒板块成功运营经验复制至毛利更高的小家电及医美领域，我们认为公司 23-25 年品牌运营业务规模可达百亿，利润端表现可期。

□ 盈利预测及估值

我们认为怡亚通将受益于基础盘稳健发展、高毛利品牌运营业务加速发展、拖累项目逐步剥离、定增落地，预计 2021-2023 年收入增速分别为 15.4%、12.5%、11.8%；归母净利润增速分别为 303.8%、42.6%、40.4%；EPS 分别为 0.2、0.3、0.4 元/股；PE 分别为 32、22、16 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利。

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；资金问题；管理层变动风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	68120.3	78633.9	88435.3	98908.4
(+/-)	-5.2%	15.4%	12.5%	11.8%
净利润	123.4	498.5	710.8	998.3
(+/-)	36.9%	303.8%	42.6%	40.4%
每股收益 (元)	0.1	0.2	0.3	0.4
P/E	105.1	31.8	22.3	15.9

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	33056	34929	34393	34233
现金	10274	11133	10059	9100
交易性金融资产	157	80	103	114
应收账款	12321	12784	12812	13006
其它应收款	1336	1339	1558	1789
预付账款	2429	3211	3385	3759
存货	5815	5815	5815	5815
其他	723	568	661	651
非流动资产	9272	8800	8525	8384
金额资产类	0	12	4	5
长期投资	2881	2344	2539	2588
固定资产	1403	1458	1476	1465
无形资产	1161	995	922	852
在建工程	739	591	473	378
其他	3089	3399	3111	3096
资产总计	42328	43729	42918	42617
流动负债	29227	28141	26481	25364
短期借款	18676	15393	13065	10868
应付款项	7353	8544	9526	10308
预收账款	21	752	711	590
其他	3177	3452	3179	3598
非流动负债	4878	3840	4226	4396
长期借款	1325	1422	1509	1500
其他	3553	2418	2717	2896
负债合计	34105	31981	30707	29760
少数股东权益	2250	2210	2169	2129
归属母公司股东权	5973	9539	10042	10728
负债和股东权益	42328	43729	42918	42617
现金流量表				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2098	2133	1997	2055
净利润	84	458	670	958
折旧摊销	235	225	232	240
财务费用	1475	1104	951	860
投资损失	(313)	(313)	(366)	(309)
营运资金变动	(854)	1220	382	462
其它	1471	(562)	127	(155)
投资活动现金流	164	998	94	171
资本支出	(38)	0	0	0
长期投资	(577)	588	(200)	(63)
其他	778	411	294	233
筹资活动现金流	(2008)	(2272)	(3164)	(3185)
短期借款	572	(3283)	(2328)	(2197)
长期借款	(212)	97	87	(9)
其他	(2368)	914	(923)	(979)
现金净增加额	253	859	(1073)	(959)

利润表				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68120	78634	88435	98908
营业成本	64346	74110	83035	92548
营业税金及附加	88	106	116	130
营业费用	883	1038	1344	1563
管理费用	1569	1879	2344	2730
研发费用	15	18	20	22
财务费用	1475	1104	951	860
资产减值损失	(85)	(99)	(111)	(124)
公允价值变动损益	127	78	61	64
投资净收益	313	313	366	309
其他经营收益	41	41	41	41
营业利润	86	540	790	1129
营业外收支	14	3	5	7
利润总额	100	543	795	1136
所得税	16	85	124	178
净利润	84	458	670	958
少数股东损益	(39)	(41)	(41)	(40)
归属母公司净利润	123	499	711	998
EBITDA	1194.2	1747.2	1852.5	2110.6
EPS（最新摊薄）	0.1	0.2	0.3	0.4
主要财务比率				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-5.2%	15.4%	12.5%	11.8%
营业利润	410.8%	528.8%	46.4%	42.9%
归属母公司净利润	36.9%	303.8%	42.6%	40.4%
获利能力				
毛利率	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%
净利率	0.1%	0.6%	0.8%	1.0%
ROE	2.1%	5.0%	5.9%	8.0%
ROIC	3.0%	4.7%	5.3%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	80.6%	73.1%	71.5%	69.8%
净负债比率	62.0%	56.2%	51.2%	45.5%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.8	2.0	2.3
应收帐款周转率	5.5	6.3	7.1	8.0
应付帐款周转率	52.5	62.7	66.7	76.1
每股指标(元)				
每股收益	0.1	0.2	0.3	0.4
每股经营现金	0.8	0.8	0.8	0.8
每股净资产	2.8	3.7	3.9	4.1
估值比率				
P/E	105.1	31.8	22.3	15.9
P/B	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	18.6	14.2	12.7	10.6

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和、或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://、www.stocke.com.cn