



流通巨头，从商社迈向新质生产力

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2024年11月27日，深圳发布《推动并购重组高质量发展的行动方案(2025-2027)》，鼓励科技型上市公司，通过并购重组持续做大做强。政策为怡亚通提供了更加宽松和支持性的并购环境。2) 怡亚通以“做大供应链+做强产业链+做盛孵化器”的三维一体战略，在半导体存储、AI智算、国产信创等方向孵化深耕。2024年上半年，半导体存储分销业务实现营收6.74亿元(+114.27%)，AI算力产业供应链业务实现营收3.12亿元(+11.5%)。3) 2024前三季度，公司毛利率4.19%(+0.2pp)，企稳回升，现金收入比111.53%，获现能力良好，同时作为深圳投控控股的上市子公司，融资渠道畅通。
- 深耕27年，供应链领域领跑企业。** 怡亚通是世界500强——深圳市投资控股有限公司旗下企业，中国A股首家上市供应链企业，已成功构建出“供应链+产业链+孵化器”的商业模式，凭借多年深耕的供应链优势，怡亚通培育出数字经济生态沃土，AI算力、半导体等新质生产力布局在大科技枝头结出硕果。
- 大消费稳步恢复稳中提质，大科技国产替代进程加速。** 2024年前三季度，社会消费品零售总额达到35.5万亿元，同比增长3.3%，消费品供应链作为经济稳定器和压舱石的作用日益显现。在大科技行业的广阔版图中，国产替代正成为一股强劲的驱动力。2023年我国芯片进口金额达到了2.46万亿元，占2023年我国总进口金额的13.7%。供应链作为连接上下游产业的桥梁，在国内芯片产业的发展进程中有着不可或缺的关键意义。
- 供应链规模稳定，产业链日臻完善。** 公司供应链业务将“小怡家”作为数字化品牌引擎，实现品牌商与上下游的紧密连接，为100多家世界500强企业及2600多家知名企业提供高效的分销服务。产业链业务重点布局并发展半导体存储、国产替代等相关业务，共同推动AI技术的进步和应用拓展。2024上半年，公司半导体存储分销业务实现营业收入同比增长114.27%，AI算力产业供应链业务实现营业收入同比增长11.5%。
- 毛利率企稳回升，获现能力良好。** 2024前三季度，公司营业总收入584.41亿元，利润总额0.34亿元；毛利率4.19%，同比增加0.2pp，表明公司在成本控制或产品附加值提升方面取得了成效。2024前三季度，经营活动产生的现金流量净额1.89亿元，现金收入比111.53%，收入获现能力较好。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.08亿元、1.33亿元、1.9亿元，BPS分别为3.47元、3.53元、3.59元，对应PB为1.3倍、1.3倍、1.3倍。参考可比公司估值，给予公司25年2倍PB，对应目标价7.06元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 消费复苏不及预期、市场竞争、汇率波动、并购重组失败等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	94422.37	84891.82	84891.82	85020.85
增长率	10.57%	-10.09%	0.00%	0.15%
归属母公司净利润(百万元)	140.99	107.53	132.70	190.18
增长率	-44.95%	-23.73%	23.40%	43.32%
每股收益EPS(元)	0.05	0.04	0.05	0.07
每股净资产BPS(元)	3.47	3.47	3.53	3.59
净资产收益率ROE	1.26%	1.02%	1.24%	1.75%
PE	85	112	90	63
PB	1.33	1.33	1.31	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.97
流通A股(亿股)	25.97
52周内股价区间(元)	2.73-6.25
总市值(亿元)	107.26
总资产(亿元)	516.74
每股净资产(元)	3.45

相关研究

目 录

1 怡亚通：深耕 27 年，供应链领域领跑企业.....	1
2 行业分析：大消费稳步恢复稳中提质，大科技国产替代进程加速.....	3
3 业务模式：供应链规模稳定，产业链日臻完善.....	6
4 财务亮点：毛利率企稳回升，获现能力良好.....	11
5 盈利预测与估值.....	13
6 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 怡亚通新流通商业生态圈.....	1
图 3: 公司营业收入构成 (2024H1).....	2
图 4: 公司毛利构成 (2024H1).....	2
图 5: 公司股权关系图 (截至 2024 三季报).....	2
图 6: 中国社会消费品零售总额 (2020-2024Q3).....	3
图 7: 全国社会物流总额及单位与居民物品总额占比 (2020-2024Q3).....	3
图 8: 全球芯片市场销售规模 (2019-2024E).....	4
图 9: 中国半导体市场规模 (2019-2024E).....	4
图 10: 中国芯片产量 (2011-2023).....	5
图 11: 集成电路进口金额和全国进口总金额 (2017-2023).....	5
图 12: 供应链服务平台示意图.....	6
图 13: 大消费聚焦六大行业.....	7
图 14: 小怡家数智化 B2B 平台.....	7
图 15: 半导体产业链示意图.....	9
图 16: AI 算力平台示意图.....	10
图 17: 卓怡恒通产品系列.....	11
图 18: 营业总收入与利润总额.....	12
图 19: 毛利率、期间费用率与投入资本回报率.....	12
图 20: 现金流情况.....	12
图 21: 现金收入比.....	12

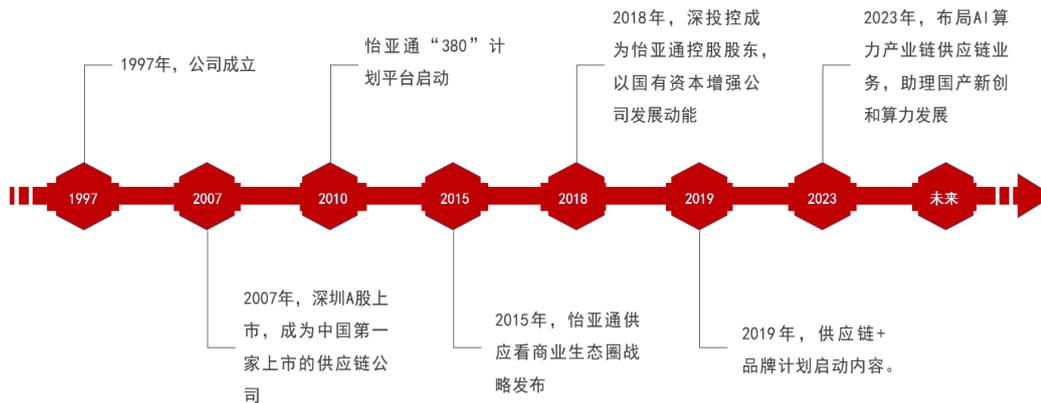
表 目 录

表 1: 公司分销+营销业务营业收入构成 (亿元).....	8
表 2: 公司品牌运营业务营业收入构成 (亿元).....	8
表 3: 收入和成本预测.....	13
表 4: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 怡亚通：深耕 27 年，供应链领域领跑企业

深圳市怡亚通供应链股份有限公司成立于 1997 年，是世界 500 强——深圳市投资控股有限公司旗下企业，中国 A 股首家上市供应链企业，是以“供应链+产业链+孵化器”模式，聚焦大消费、新能源、大科技三大赛道，集供应链平台服务、产业链整合运营、品牌营销、数字化商业、企业投融资等多维一体的、新时代的整合型数字化综合商社。公司在职工近万人，2023 年业绩量超 1400 亿元，2023《财富》中国上市公司 500 强榜单排名 158 位。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，西南证券整理

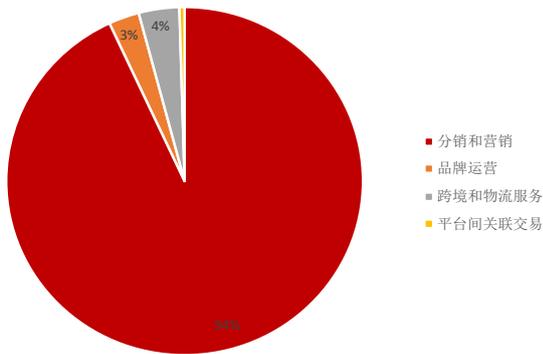
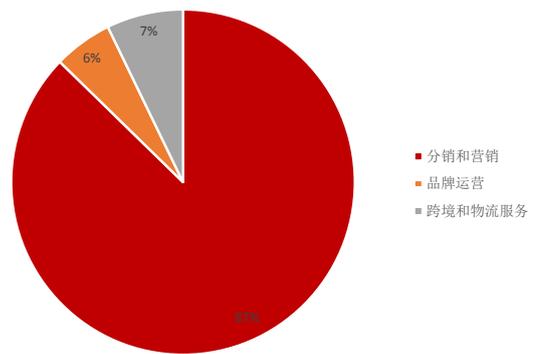
公司创新打造“供应链+产业链+孵化器”模式，围绕大科技、大消费、新能源不断深耕，在新能源基建（光储充）、半导体、国产信创、AI算力、高纯石英砂、品牌运营等方向不断发力，打造国际一流的整合型数字化综合商社，构建一个共融共生、共享共赢的商业生态，增强核心竞争力，提升赢利能力及赢利水平。

图 2：怡亚通新流通商业生态圈



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司 2024H1 分销+营销、品牌运营跨境和物流服务的营业收入分别为 381.8、11.4、15.1 亿元, 占比分别为 94%、3%、4%; 分销+营销、品牌运营跨境和物流服务的毛利分别为 14.1、0.9、1.2 亿元, 占比分别为 87%、6%、7%。基于供应链的分销和营销贡献了主要的营收和毛利, 为公司当前的基本盘。

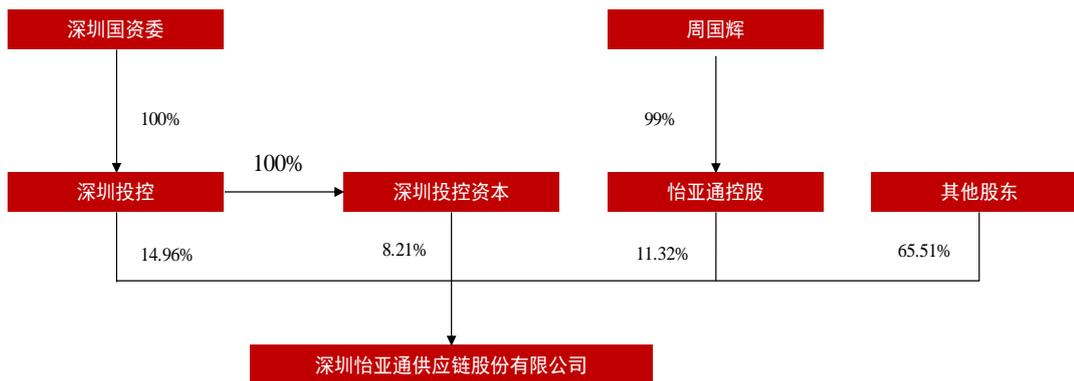
图 3: 公司营业收入构成 (2024H1)

图 4: 公司毛利构成 (2024H1)


数据来源: Wind, 西南证券整理

数据来源: Wind, 西南证券整理

注: 总和超过 1% 系因平台间关联交易收入为负

2018 年, 深圳投控注入 24 亿元战略资金, 成为怡亚通的控股股东。截至目前, 公司股本为 25.97 亿元, 深圳投控直接持股 14.96%, 通过深圳投控资本间接持股 8.21%, 为公司控股股东, 第二大股东怡亚通控股持有公司 11.32% 股份。深圳市国资委持有深圳投控 100% 股份, 为公司实际控制人。国资战投的入主改善了公司的融资环境, 2019 年以前, 公司发行的债券评级均在 AA 及以下, 而此后发行的债项评级均为 AAA, 融资成本降低。此外, 深圳投控通过提供专项资金支持、委托贷款及增信支持, 为公司提供资金援助。

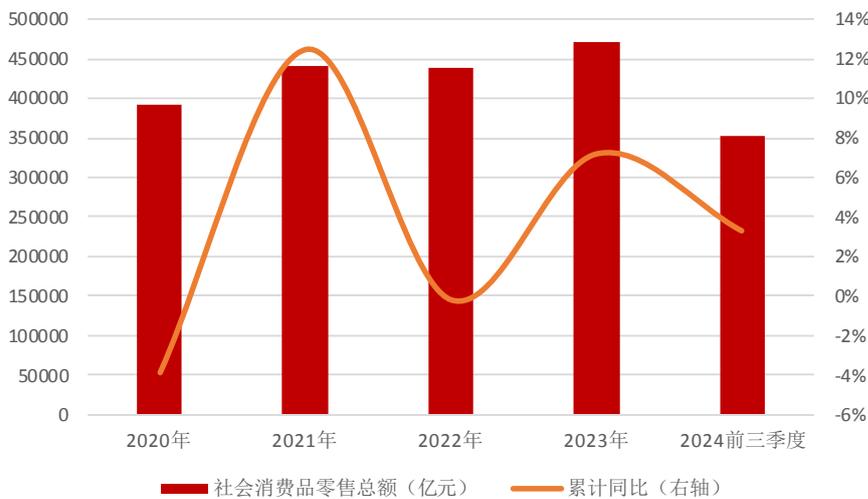
图 5: 公司股权关系图 (截至 2024 三季度)


数据来源: 怡亚通 2024 年三季度, 西南证券整理

2 行业分析：大消费稳步恢复稳中提质，大科技国产替代进程加速

2024 年消费市场逐步复苏，消费对经济增长的基础性作用稳步恢复。根据国家统计局数据显示，2024 年前三季度，社会消费品零售总额达到 35.5 万亿元，同比增长 3.3%，消费品供应链作为经济稳定器和压舱石的作用日益显现。按消费类型统计，2022-2024Q3，商品零售额分别为 39.6 万亿元、41.9 万亿元和 31.4 万亿元，分别同比增长 0.5%、5.8%和 3%；实物商品网上零售额分别为 12 万亿元、13 万亿元和 9.1 万亿元，分别同比增长 6.2%、8.4%和 7.9%，占社会消费品零售总额的比重分别为 27.2%、27.6%和 25.7%。

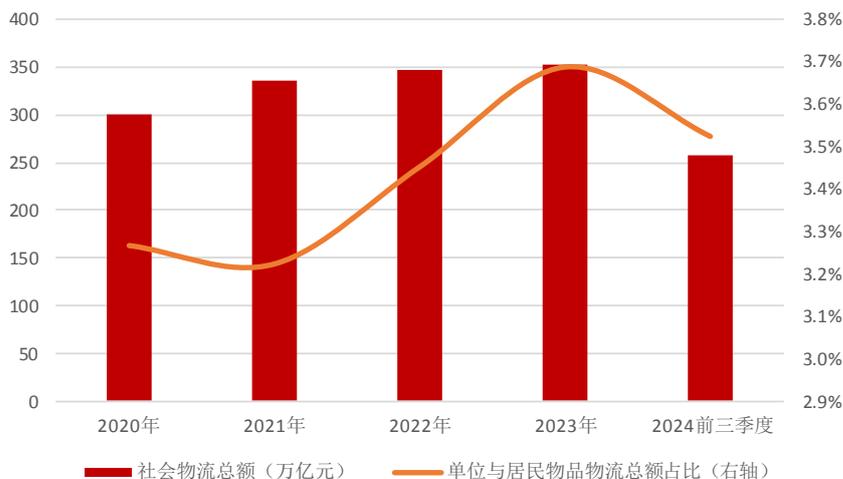
图 6：中国社会消费品零售总额（2020-2024Q3）



数据来源：Wind, 西南证券整理

从结构看，扩内需、促消费政策效应持续显现，工业、消费物流需求保持较快增长，物流在促进产业链、供应链稳定运行中的作用继续凸显。

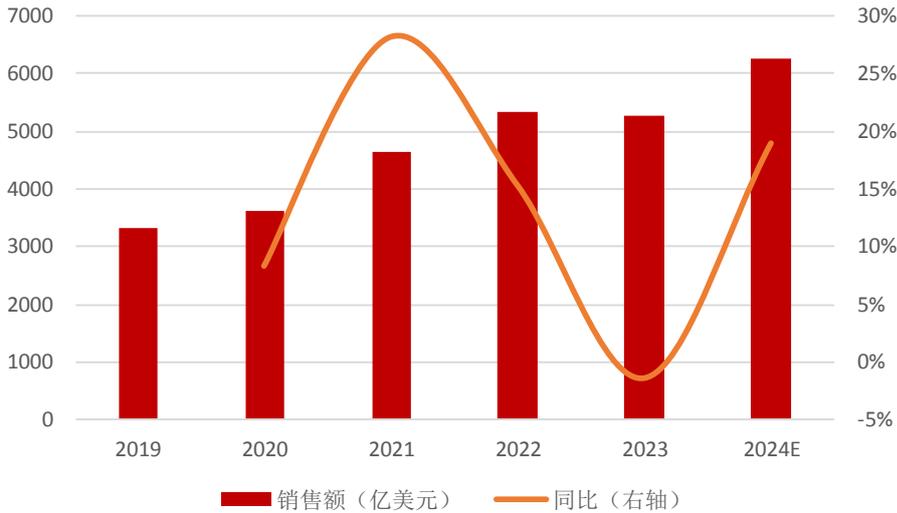
图 7：全国社会物流总额及单位与居民物品物流总额占比（2020-2024Q3）



数据来源：Wind, 西南证券整理

国产替代浪潮澎湃而起。在大科技行业的广阔版图中，国产替代正成为一股强劲驱动力，带来诸多显著且深远的受益。以半导体为例，在人工智能、云计算、物联网、智能汽车、工业互联网等新兴应用的驱动下，全球半导体行业迎来令人瞩目的发展格局。世界半导体贸易统计组织(WSTS)在最新的秋季预测中上调了对2024年的预测，预计半导体市场将同比增长19%。目前估计2024年全球市场价值将达到6269亿美元，反映出2024年第二季度和第三季度业绩有所改善，尤其是在计算领域。

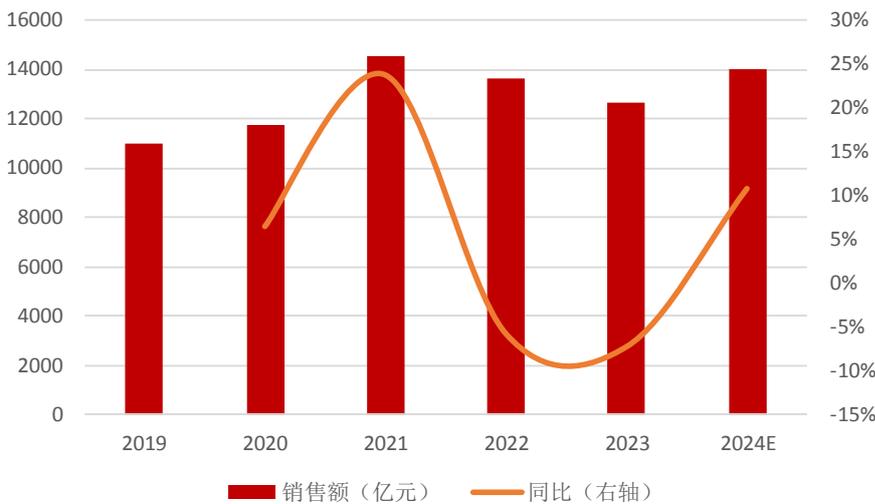
图 8：全球芯片市场销售规模 (2019-2024E)



数据来源：WSTS，中国电子企业协会，西南证券整理

我国是全球最大的芯片消费国之一。Statista数据显示，2023年中国半导体行业的市场规模达到12672.9亿元（1795亿美元），同比下降7.3%。随着库存调整的完成和自给自足能力的增强，预计2024年中国半导体行业的市场规模有望增长至14042.5亿元。

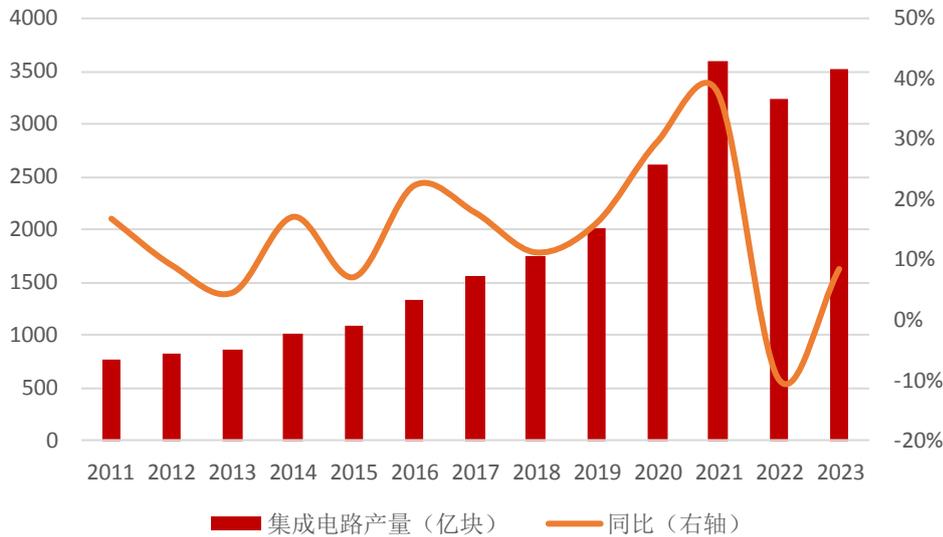
图 9：中国半导体市场规模 (2019-2024E)



数据来源：Statista Market Insights，中商情报网，西南证券整理

我国芯片消费量的增长促进了我国芯片产量规模的快速扩张。据国家统计局数据显示，我国芯片产量从 2011 年的 762 亿块增长至 2023 年的 3514 亿块，期间年复合增长率达到了 13.6%。

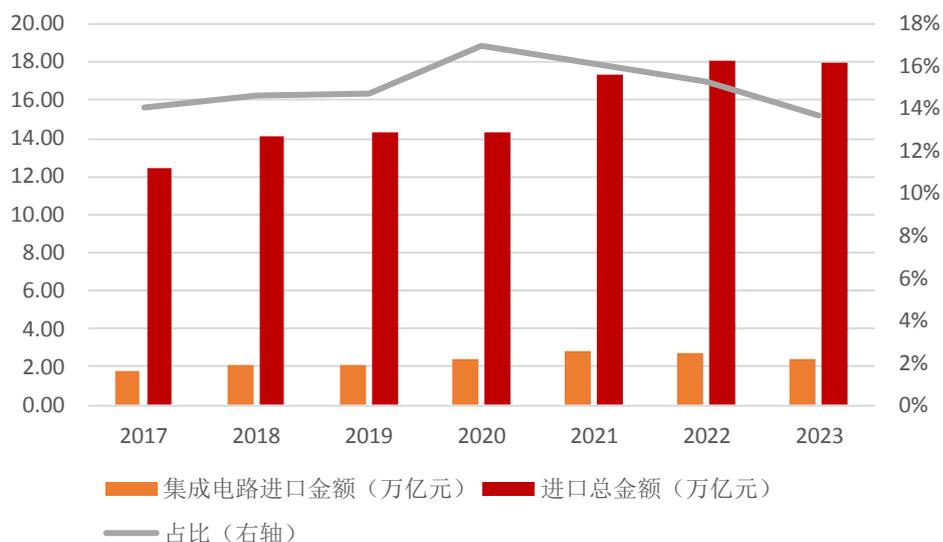
图 10：中国芯片产量（2011-2023）



数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

我国芯片进口依赖度仍然较高。我国是全球最大的芯片消费国之一，对芯片进口需求较大。据海关总署的数据显示，2023 年我国芯片进口金额达到了 2.46 万亿元，占 2023 年我国总进口金额的 13.7%。我国芯片产业起步较晚，核心关键技术方面的实力较弱。同时，我国作为《瓦森纳协议》的“被禁运”国之一，国际先进设备、关键零部件、关键技术长期对我国进行封锁。我国仅在硅晶圆、溅射靶材、研磨液等部分领域有所突破，其它材料和产品仍依赖境外进口。

图 11：集成电路进口金额和全国进口总金额（2017-2023）



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

芯片产业链的核心技术、关键材料和关键设备是我国未来的重点发展方向。我国政策也不断鼓励和扶持芯片产业的发展，以加速芯片国产替代的进程。供应链作为连接上下游产业的桥梁，既将原厂产品信息精准传至客户并反馈需求，又整合资源优化产业链协同，能缓冲供需矛盾、优化库存管理以保障市场供应稳定；同时可凭借专业技术团队协助客户选型、解决应用问题，利于推动国产芯片替代进程与产业协同创新；还能简化采购流程，降低上下游交易成本，在国内芯片产业的发展进程中有着不可或缺的关键意义。

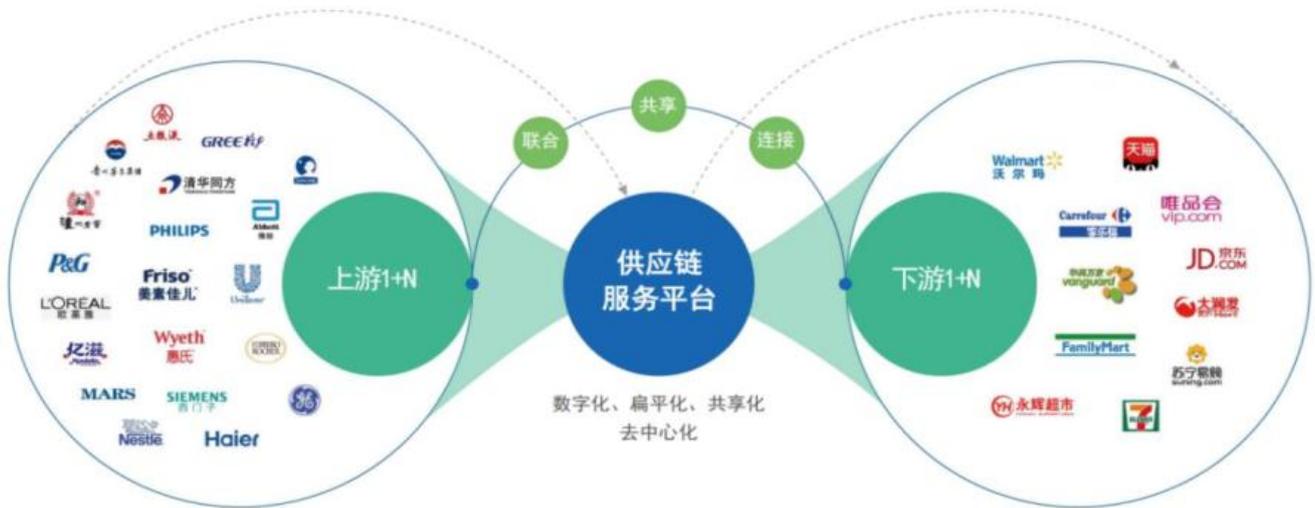
3 业务模式：供应链规模稳定，产业链日臻完善

怡亚通主要开展供应链业务与产业链业务：一方面，横向推进数字化供应链的拓展，以“小怡家”作为数字化品牌的核心驱动力，凭借数字化手段整合中国流通领域，联合品牌商、代理商、批发商以及各类终端大客户等共同参与建设、创造价值并实现共赢；另一方面，纵向专注于产业中最具优势的价值链，拓展一系列“有优势、有价值、有前景”的新项目，进而为公司增添更多的利润。

1) 供应链业务

怡亚通着眼于国内外 500 强以及行业头部企业等核心企业，将其设定为模式中的关键“1”，同时把与之相关的上游供应商或下游经销商视为“N”，在此基础上，搭建供应链服务平台，借助资源整合、产品创新、渠道创新、营销创新四大核心能力，深度服务核心企业及其上下游，充分激活供应商/渠道商体系，助力品牌及产业上下游之间的数字化、扁平化、共享化、去中心化，实现市场份额保量增量。

图 12：供应链服务平台示意图



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司通过创新的“平台+营销合伙人”模式，使得产品销量得以持续攀升。公司的业务网络广泛延伸，不仅覆盖中国大陆的 320 多个大中城市，还拓展至中国香港、新加坡、美国等 10 多个国家或地区，全面涵盖快速消费品、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等众多行业领域。公司精心构建的高效供应链体系，成功实现品牌商与上下游之间的紧密、无缝连接，从而能够为 100 多家世界 500 强企业以及 2600 多家知名企业提供精准、高效的分销服务，并且助力品牌商顺利对接全国上百万家终端门店，为其开辟出广阔无垠的销售渠道。

图 13: 大消费聚焦六大行业



资料来源:公司公告,西南证券整理

公司倾力打造 B2B 数字化平台“小怡家”,进一步横向整合流通业所有参与者共同发展,帮助品牌实现一键式渠道入驻,扁平化直采直销,提升渠道服务能力,同时为终端数字化赋能,提供优质商品与服务,实现“平台+营销+品牌”全域营销,打造一体化的营销客户,实现数字化商业生态。目前,“小怡家”已聚合宝洁、联合利华、玛氏箭牌、乐事、加多宝、达能脉动、徐福记、雀巢、南孚电池、农夫山泉、元气森林、自嗨锅、满婷等众多知名品牌,拥有 20 万+产品 SKU,覆盖 10 万+终端门店,实现 24 小时同城配送。

图 14: 小怡家数智化 B2B 平台



资料来源:公司公告,西南证券整理

2023 年,公司分销+营销业务收入为 877.01 亿元,同比增长 11.38%,主要系工业原材料和新能源汽车销售规模大幅增加所致。公司自 2022 年下半年陆续开展工业原材料贸易,为下游的生产制造企业提供代采等服务,由于该行业产品单体价值较高,随着业务的增量,业务收入同比增加;2023 年上半年,公司收购了汽车 4S 经销商通利华公司,该公司主要运营比亚迪、广汽埃安、红旗等新能源车辆。2024 年上半年,公司分销+营销实现营业总收入 381.82 亿元,同比下降 1.95%。

表 1：公司分销+营销业务营业收入构成（亿元）

类别	2021 年		2022 年		2023 年		2024Q1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
家电	157.5	24.2%	260.0	33.0%	236.1	26.9%	62.9	33.0%
IT、通信	137.1	21.0%	160.6	20.4%	150.1	17.1%	28.0	14.6%
母婴	129.8	19.9%	58.4	7.4%	55.5	6.3%	10.9	5.7%
日化	67.1	10.3%	55.2	7.0%	50.5	5.8%	11.0	5.8%
工业原材料	62.4	9.6%	171.3	21.8%	273.8	31.2%	56.9	29.8%
酒饮	42.0	6.4%	31.4	4.0%	27.1	3.1%	3.7	1.9%
食品	36.4	5.6%	29.1	3.7%	29.7	3.4%	5.8	3.0%
其他	12.0	1.8%	11.5	1.5%	13.5	1.5%	4.2	2.2%
医疗	7.4	1.1%	9.9	1.3%	8.2	0.9%	1.7	0.9%
新能源	0.0	0.0%	0.0	0.0%	32.4	3.7%	5.9	3.1%
合计	651.6	100.0%	787.4	100.0%	877.0	100.0%	190.8	100.0%

数据来源：怡亚通 2024 年度跟踪评级报告，西南证券整理

品牌运营业务收入主要来源于酒饮、母婴、IT 通信和纺织服装等。2022 年公司白酒自有品牌大唐秘造上线，已打造了“钓鱼台珐琅彩”“国台黑金十年”等多个单品，通过白酒定制化的方式，开展了定制化品牌运营的业务，包含了基酒勾调、包装设计、营销策划、渠道分发、售后管理等除生产以外的所有运营环节。相比较对于品牌的掌控度较弱的分销+营销业务，品牌运营业务可做定制化品牌或公司完全自有品牌，对于品牌的掌控度较强，从而掌握价格制定的主动权。

2023 年，公司品牌运营业务收入为 24.72 亿元，同比有所下降，主要系消费习惯变化所致。2024 年上半年，公司品牌运营业务收入为 11.35 亿元，同比下降 1.43%。

表 2：公司品牌运营业务营业收入构成（亿元）

类别	2021 年		2022 年		2023 年		2024Q1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
IT、通信	9.8	28.0%	11.4	34.4%	9.6	38.7%	2.7	47.4%
酒饮	12.5	35.4%	7.9	23.8%	5.9	23.8%	1.6	28.2%
母婴	7.2	20.4%	7.9	24.0%	6.6	26.6%	0.9	16.0%
纺织服装	5.0	14.1%	5.4	16.3%	2.4	9.5%	0.5	7.9%
其他	0.8	2.2%	0.5	1.6%	0.3	1.3%	0.0	0.5%
合计	35.2	100.0%	33.1	100.0%	24.7	100.0%	5.7	100.0%

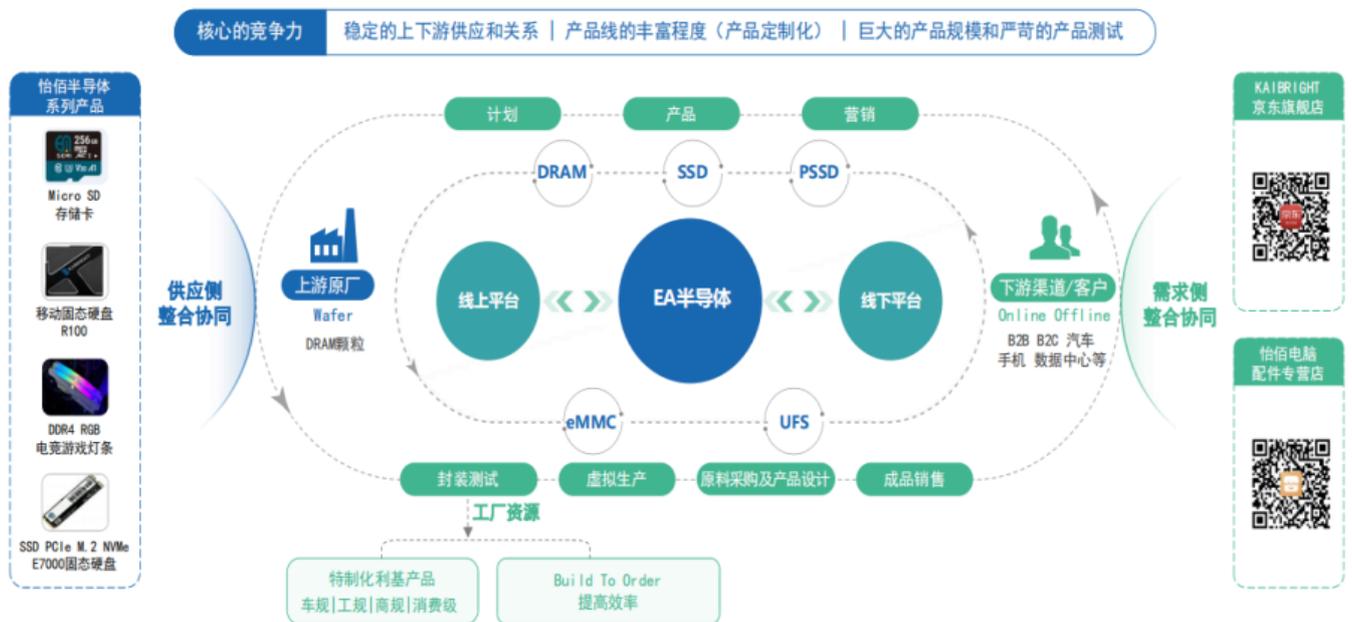
数据来源：怡亚通 2024 年度跟踪评级报告，西南证券整理

怡亚通物流作为智慧物流综合服务运营商，拥有近 20 年的专业供应链物流运营能力与服务经验。通过整合仓储、运输、跨境、采销、金融和科技等服务平台，利用互联网、物联网、大数据和人工智作为技术支撑，为流通产业提供基于供应链为核心的综合物流服务。2023 年，怡亚通物流关注跨境物流服务网络的布局，围绕“一带一路”沿线市场，以“共享智能仓+资源型运力”的模式，整合多方优势资源，逐步打造跨境物流共享智能仓库与国际铁路班列运营平台，助力品牌出海。2023 年，公司跨境和物流服务业务收入 47.4 亿元、毛利润 3.25 亿元、毛利率 6.85%，收入和毛利润保持增加。

2) 产业链业务

怡亚通顺应趋势重点布局并发展半导体存储、国产替代等相关业务，共同推动 AI 技术的进步和应用拓展。公司旗下半导体集群兼具 NAND 和 DRAM 两方面实力，业务涵盖半导体模组销售，半导体存储产品的分销和代理服务。子公司怡佰(上海)电子科技有限公司通过与原厂、封测厂商和技术合作伙伴的紧密合作，采购晶圆并整合技术及制造，定制并生产自有半导体品牌 (KAIBRIGHT 及 EA·SEMI)，生产的 SSD 及各种储存解决方案系列产品已投放市场。

图 15：半导体产业链示意图



资料来源：公司公告，西南证券整理

2023 年 10 月战略入股深圳星火半导体科技有限公司，以加强在车规级半导体领域的布局。深圳星火半导体科技有限公司主营业务为存储芯片的研发及设计，主营产品覆盖工业级、车规级存储产品，专注工业级 eMMC、SD、microSD、SSD 等存储产品的研发、制造、销售的高科技企业，拥有超过 300 家客户，包括长安、广汽、中国一汽、比亚迪等。目前是比亚迪、长安等车厂存储产品的认证供应商。

公司参与战略配售的联芸科技是一家提供数据存储主控芯片、AIoT 信号处理及传输芯片的平台型芯片设计企业，已构建起 SoC 芯片架构设计、算法设计、数字 IP 设计、模拟 IP 设计、中后端设计、封测设计、系统方案开发等全流程的芯片研发及产业化平台。

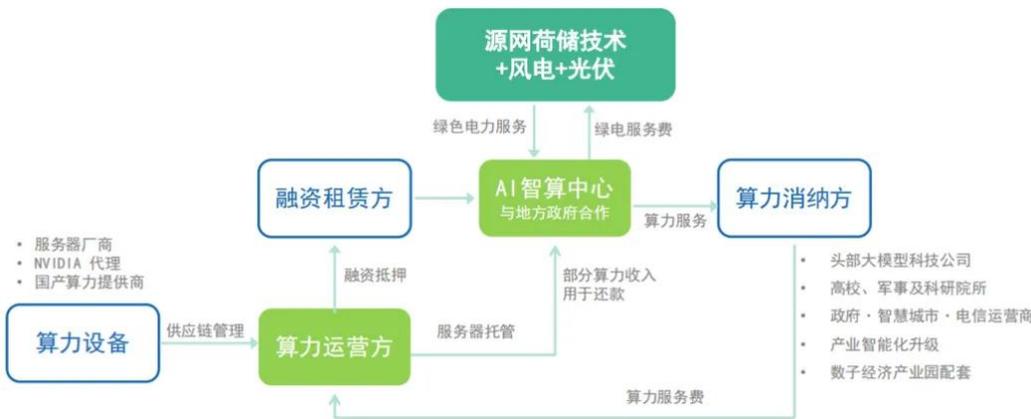
2024H1，公司半导体存储分销业务实现营业收入同比增长 114.27%。未来，随着科技的进一步发展、新能源汽车的不断放量，怡亚通的半导体业务前景广阔。

作为数字经济的核心生产力，算力的重要性日益凸显。公司紧随市场趋势，深入 AI 算力产业链，通过子公司——北京卓越云智科技有限公司，与产业链上下游核心企业共同合作，聚焦政企客户，提供信息化产品和服务，助力客户数字化转型，用科技为企业创造价值。卓越云智具备集算力集群管理、资源调度、任务编排和运行监控等一系列全面功能，覆盖数据

中心、网络和安全、存储系统、大数据平台、虚拟化服务、云平台、算力平台、备份和容灾建设等多个领域。目前已与华为、超聚变、曙光、美超微等多家公司建立了合作关系，相关业务有序开展中。

2024年9月9日，怡亚通官宣携手成都清数科技有限公司正式成立怡亚通算力科技(深圳)有限公司，新公司依托怡亚通在算力设备集成和新能源领域的深厚积累及成都清数在大模型方面的领先技术，并结合 FusionX 超融合算能云(VMS 大模型推理云&ThothAI 科研云)NEO 智算一体机等先进产品，为 AIGC 用户提供训推一体模型服务。

图 16: AI 算力平台示意图



资料来源：公司公告，西南证券整理

2024H1，公司 AI 算力产业供应链业务实现营业收入同比增长 11.5%。未来，在国产替代的大背景下，卓优云智面临着更多的机遇，未来也将有条不紊地按照战略部署纵深产业链条，以期全方位发挥数字化技术综合实力和整合能力，为鸿蒙生态的布局提供有力支持。

怡亚通投资并孵化的合肥市卓怡恒通信息安全有限公司是国内信创计算机(OEM/ODM)供应商之一，提供包括 CPU、工控机等硬件产品，是业内唯一与五家国产 CPU 厂商深度合作品牌（包括龙芯中科、飞腾等）。卓怡恒通基于现有客户群、产品解决方案和应用场景，自主开发了基于鲲鹏模组的高性能国产工控产品，提供面向工业控制的解决方案。该方案兼容多种操作系统和开源软件，同时利用鲲鹏模组内置的安全特性，为数据保护和启动提供强大保障。

图 17: 卓怡恒通产品系列



资料来源: 公司公告, 西南证券整理

2024年11月27日, 深圳市发布《推动并购重组高质量发展的行动方案(2025-2027)》, 此次行动方案, 是证监会发布“并购六条”以来, 地方首次披露并购重组政策全文。行动方案指出, 总体目标力争2027年底完成并购重组100单, 交易总价值突破300亿元; 同时, 行动方案强调, 支持上市公司向新质生产力转型, 鼓励聚焦新质生产力的“硬科技”“三创四新”属性, 尤其对集成电路、人工智能等重点产业以及新赛道和未来产业领域并购重组充分支持。

怡亚通以“做大供应链+做强产业链+做盛孵化器”的三维一体战略, 在半导体存储、AI智算、国产信创等方向孵化深耕, 以怡佰半导体、卓优云智、卓怡恒通为代表的科技公司逐渐崭露头角。此次行动方案的出台, 有望加速怡亚通在半导体和AI算力领域的布局。

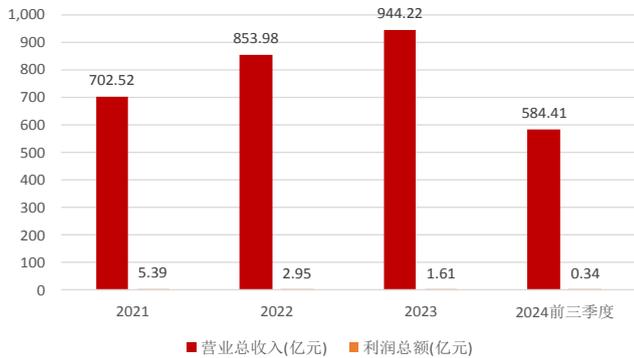
4 财务亮点: 毛利率企稳回升, 获现能力良好

2023年, 公司营业总收入同比增长10.57%, 主要系分销+营销业务、跨境和物流规模增加所致; 受毛利率较高品牌运营业务规模继续降低影响, 营业利润率有所下降。同期, 公司投入资本回报率有所下降。

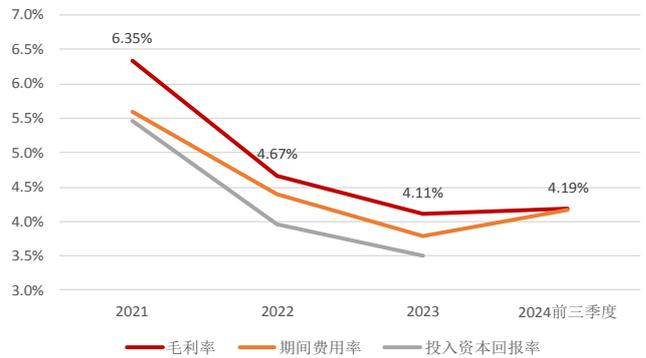
期间费用方面, 2023年期间费用仍以销售费用、管理费用和财务费用为主, 期间费用率同比下降0.59pp。

非经营性损益方面, 2023年, 公司投资收益为2.03亿元, 主要由权益法核算的长期股权投资收益构成; 信用减值损失为-1.88亿元, 主要系坏账损失; 资产减值损失-0.34亿元, 主要系存货跌价损失; 公允价值变动收益-0.96亿元, 主要系衍生金融资产与负债和按公允价值计量的投资性房地产; 其他收益0.59亿元, 主要系政府补助; 当期非经营性损益合计为负。受营业利润率下降以及非经营性损益下降转为负影响, 利润总额同比下降45.39%。

2024前三季度, 公司营业总收入584.41亿元, 利润总额0.34亿元; 毛利率4.19%, 同比增加0.2pp, 表明公司在成本控制或产品附加值提升方面取得了成效。

图 18: 营业总收入与利润总额


数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 毛利率、期间费用率与投入资本回报率


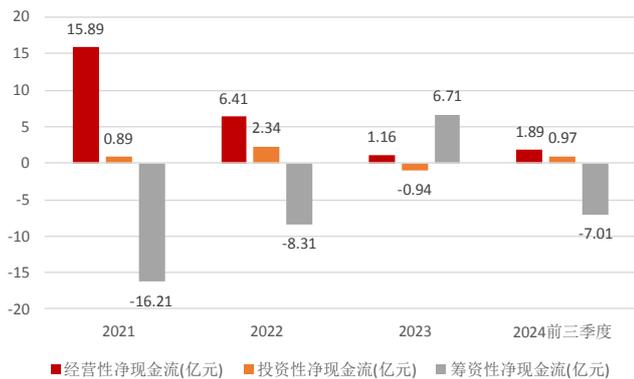
数据来源: wind, 西南证券整理

2023 年, 公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 81.87%; 现金收入比略有下降, 2023 年为 110.96%, 但仍处于较好水平。公司经营活动现金流量净额虽有所下降, 但仍保持净流入, 收入获现能力较好。

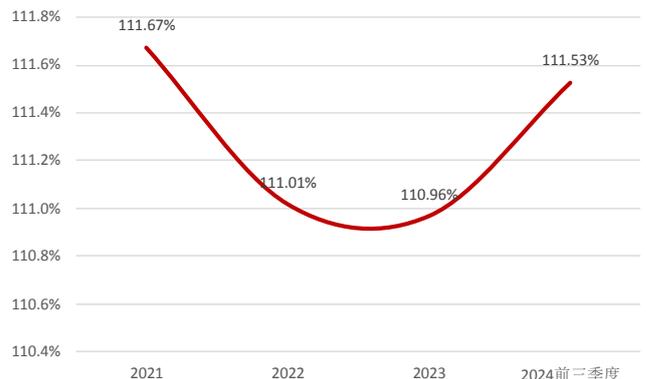
公司投资活动现金流入主要来源于处置子公司及其他营业单位、取得投资收益和收到其他与投资活动有关现金; 投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产, 以及取得子公司及其他营业单位; 投资性净现金流转为净流出, 主要系当期处置子公司及其他营业单位收到的现金减少所致。

公司筹资活动现金流入规模有所增加, 主要来源于借款和收到其他与筹资活动有关的现金; 筹资活动流出规模同比增加, 主要用于偿还到期债务、利息、分配股利和支付其他与筹资活动有关的现金; 公司筹资性净现金流转为净流入。

2024 前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额、投资产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流净额分别为 1.89 亿元、0.97 亿元和-7.01 亿。

图 20: 现金流情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 21: 现金收入比


数据来源: wind, 西南证券整理

2024 年 12 月 19 日, 怡亚通成功完成 2024 年度第一期中期票据的发行工作, 发行总额达 5 亿元, 期限为 3 年, 发行利率为 3.17%。总体来看, 作为深圳投控控股的上市子公司, 公司融资渠道畅通, 综合偿债能力很强。

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 分销+营销业务：2024 年消费市场开局景气度复杂波动，但在政策推动下，未来有望企稳向好，预计 2024-2026 年营业收入增速为-10%、0%、0%，同时考虑到中期转型趋势，预计 2024-2026 年毛利率分别为 3.9%、3.95%、4%；

2) 跨境+物流业务：该业务正在积极转型，旨在通过数字化手段提升服务的附加值和毛利率，短期内因出现业务衔接问题，导致营收下降，预计 2024-2026 年营业收入增速为-15%、0%、2%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 7.5%、8.3%、8.5%；

3) 品牌运营业务：公司为应对竞争，降低服务价格，短期致使毛利率下滑，我们看好其后续借助新媒体工具打造多场景营销，提升品牌运营的能力和成效，预计 2024-2026 年品牌运营业务营收增速为-2%、0%、2%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 8%、8.5%、9%。

表 3：收入和成本预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	94422.37	84891.82	84891.82	85020.85
	YOY	10.57%	-10.09%	0.00%	0.15%
	营业成本（百万元）	90539.99	81317.55	81233.74	81291.92
	毛利率	4.11%	4.21%	4.31%	4.39%
分销+营销业务	营业收入（百万元）	87701.21	78931.09	78931.09	78931.09
	YOY	0.68%	-10.00%	0.00%	0.00%
	营业成本（百万元）	84456.34	75852.78	75813.31	75773.85
	毛利率	3.70%	3.90%	3.95%	4.00%
跨境和物流业务	营业收入（百万元）	4739.92	4028.93	4028.93	4109.51
	YOY	0.66%	-15.00%	0.00%	2.00%
	营业成本（百万元）	4415.10	3726.76	3694.53	3760.20
	毛利率	6.85%	7.50%	8.30%	8.50%
品牌运营业务	营业收入（百万元）	2471.84	2422.41	2422.41	2470.85
	YOY	-1.26%	-2.00%	0.00%	2.00%
	营业成本（百万元）	2159.15	2228.61	2216.50	2248.48
	毛利率	12.65%	8.00%	8.50%	9.00%
平台间关联交易	营业收入（百万元）	-490.60	-490.60	-490.60	-490.60
	营业成本（百万元）	-490.60	-490.60	-490.60	-490.60

数据来源：西南证券

我们看好消费复苏+供应链政策支持下公司主营业务收入保持稳定，预期产业链业务将为公司带来增厚毛利的机会。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.08 亿元、1.33 亿元、1.9 亿元，EPS 分别为 0.04 元、0.05 元、0.07 元，BPS 分别为 3.47 元、3.53 元、3.59 元，对应 PB 为 1.3 倍、1.3 倍、1.3 倍。

由于公司当前估值相对位置较低，我们认为底部反转下 PB 估值更为合适。根据公司业务，我们选取同样从事物流及供应链业务，且市值相近的密尔克卫、嘉友国际作为可比公司，2025 年平均 PB 为 2 倍。预计 2025 年公司每股净资产为 3.53 元，给予公司 2025 年 2 倍 PB，对应目标价 7.06 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603713.SH	密尔克卫	79.06	49.2	24.26	28.2	32.12	36.41	2.1	1.8	1.6	1.4
603871.SH	嘉友国际	183.2	18.75	6.98	6.31	7.98	10.13	2.8	3.1	2.4	1.9
平均								2.4	2.4	2	1.7

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

消费复苏不及预期、市场竞争、汇率波动、并购重组失败等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	94422.37	84891.82	84891.82	85020.85	净利润	133.66	107.53	132.70	190.18
营业成本	90539.99	81317.55	81233.74	81291.92	折旧与摊销	200.91	192.68	227.16	244.59
营业税金及附加	115.27	101.82	101.54	102.14	财务费用	1232.88	1149.24	1168.23	1168.35
销售费用	942.35	1018.70	1018.70	1020.25	资产减值损失	-33.63	-45.00	-45.00	-45.00
管理费用	1379.74	1273.38	1273.38	1275.31	经营营运资本变动	1592.55	897.84	279.73	-68.07
财务费用	1232.88	1149.24	1168.23	1168.35	其他	-3010.25	-97.83	-85.29	95.73
资产减值损失	-33.63	-45.00	-45.00	-45.00	经营活动现金流净额	116.12	2204.47	1677.53	1585.78
投资收益	203.26	70.00	70.00	70.00	资本支出	-710.59	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-95.78	-26.38	-61.08	-61.08	其他	616.41	43.62	8.92	8.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-94.17	33.62	-1.08	-1.08
营业利润	130.42	119.76	150.15	216.80	短期借款	61.90	209.85	187.66	-67.11
其他非经营损益	30.92	11.49	11.80	14.89	长期借款	-1100.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	161.34	131.25	161.95	231.68	股权融资	-17.01	0.00	0.00	0.00
所得税	27.68	23.71	29.26	41.51	支付股利	-51.94	-28.20	-21.51	-26.54
净利润	133.66	107.53	132.70	190.18	其他	1778.42	833.70	-1842.61	-1465.25
少数股东损益	-7.33	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	670.65	1015.36	-1676.45	-1558.89
归属母公司股东净利润	140.99	107.53	132.70	190.18	现金流量净额	700.53	3253.44	0.00	25.81
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13724.92	16978.36	16978.36	17004.17	成长能力				
应收和预付款项	21141.66	19706.26	19408.68	19488.16	销售收入增长率	10.57%	-10.09%	0.00%	0.15%
存货	7458.02	6683.00	6788.14	6737.62	营业利润增长率	-59.36%	-8.18%	25.38%	44.39%
其他流动资产	503.36	385.28	387.94	381.53	净利润增长率	-43.53%	-19.54%	23.40%	43.32%
长期股权投资	3255.43	3255.43	3255.43	3255.43	EBITDA 增长率	-22.22%	-6.56%	5.74%	5.45%
投资性房地产	1705.53	1705.53	1705.53	1705.53	获利能力				
固定资产和在建工程	4158.64	4049.33	3905.54	3744.32	毛利率	4.11%	4.21%	4.31%	4.39%
无形资产和开发支出	1432.07	1369.87	1307.66	1245.46	三费率	3.76%	4.05%	4.08%	4.07%
其他非流动资产	829.95	818.79	807.62	796.46	净利率	0.14%	0.13%	0.16%	0.22%
资产总计	54209.59	54951.85	54544.92	54358.68	ROE	1.26%	1.02%	1.24%	1.75%
短期借款	18923.42	19133.27	19320.92	19253.82	ROA	0.25%	0.20%	0.24%	0.35%
应付和预收款项	19052.72	17146.99	17118.52	17130.61	ROIC	3.59%	3.43%	3.76%	4.00%
长期借款	649.85	649.85	649.85	649.85	EBITDA/销售收入	1.66%	1.72%	1.82%	1.92%
其他负债	5016.81	7460.17	6745.23	6447.27	营运能力				
负债合计	43642.80	44390.27	43834.53	43481.55	总资产周转率	1.78	1.56	1.55	1.56
股本	2597.01	2597.01	2597.01	2597.01	固定资产周转率	54.77	36.92	27.65	25.26
资本公积	3022.44	3022.44	3022.44	3022.44	应收账款周转率	5.95	5.33	5.57	5.61
留存收益	2741.99	2821.32	2932.51	3096.15	存货周转率	12.45	11.32	11.96	11.97
归属母公司股东权益	9014.10	9008.89	9157.70	9324.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.96%	—	—	—
少数股东权益	1552.69	1552.69	1552.69	1552.69	资本结构				
股东权益合计	10566.79	10561.58	10710.39	10877.13	资产负债率	80.51%	80.78%	80.36%	79.99%
负债和股东权益合计	54209.59	54951.85	54544.92	54358.68	带息债务/总负债	48.29%	49.07%	50.12%	50.37%
					流动比率	1.04	1.06	1.07	1.08
					速动比率	0.86	0.90	0.90	0.91
					股利支付率	36.84%	26.22%	16.21%	13.95%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.04	0.05	0.07
					每股净资产	3.47	3.47	3.53	3.59
					每股经营现金	0.04	0.85	0.65	0.61
					每股股利	0.02	0.01	0.01	0.01
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1564.21	1461.68	1545.54	1629.73					
PE	85.10	111.58	90.42	63.09					
PB	1.33	1.33	1.31	1.29					
PS	0.13	0.14	0.14	0.14					
EV/EBITDA	9.05	9.01	8.19	7.52					
股息率	0.43%	0.24%	0.18%	0.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
