

供应链稳健爆发，金融业务玉树临风

买入 上调

目标价格：23 元

投资要点：

- 在移动互联网迅速发展和全球供应链一体化的大背景下，供应链企业正迎来前所未有的发展良机。380 平台作为怡亚通 B2B 地网最重要的战略架构，目前进入爆发增长期，预计未来 3 年业务规模每年翻倍。2015 年，公司全面启动两天两地平台战略，致力于成为中国快消品流通领域的“综合商社”，供应链金融领先于全市场，可谓玉树临风。

报告摘要：

- 互联网时代下，供应链将迎来新的发展机遇：**随着移动互联网的迅猛发展，供应链管理与服务体系受互联网思维与技术影响出现了深刻变革。我国供应链企业迎来发展良机，发展速度将超过电商市场。
- 380 平台爆发式增长，成为全国第一快消品供应链平台：**380 深度供应管理平台，整合“四流”，将品牌商和各类销售终端连接，具有变革性的替代作用。380 平台已成为全国第一快消品供应链平台，目前进入爆发式增长阶段。预计未来 3 年平台业务量将每年翻倍。
- 公司供应链金融业务优势显著，领先于全市场：**公司打造供应链金融平台为百万零售终端提供与金融机构合作的平台，中小零售得以跨越传统融资的门槛，获得较低成本的融资。供应链金融业务可实现与线下平台融合，目前领先于全市场，且发展速度将快于供应链业务增速。
- 两天两地一平台战略启动，快消品综合商社已现雏形：**在快消品领域，怡亚通正欲通过打造多维价值平台“深度 380”，突破传统经销商经营模式，致力于成为中国快消品流通领域的“综合商社”。
- 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.32，0.46 和 0.68 元，分别对应 47x14PE、33x15PE 和 22x16PE。**考虑到公司 380 平台已成为国内第一快消品供应链平台，同时公司战略架构成型，未来有望发展为中国“综合商社”，我们上调公司为“买入”评级，目标价 23 元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	7483.8	11,623	20,656.29	32,471.69	44,473.23
增长率(%)	7.3	53.9	77.72	57.20	36.96
归母净利润(百万)	124.0	200	313.16	453.69	666.09
增长率(%)	-7.06	59.6	56.36	44.88	46.82
每股收益	0.15	0.20	0.32	0.46	0.68
市盈率	99.67	74.75	46.72	32.50	21.98

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀(S1180514050002)

电话：021-65051190

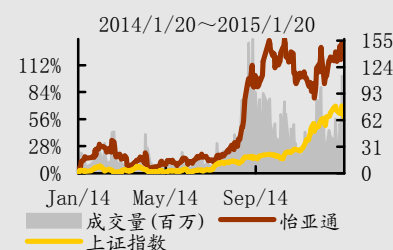
Email: liupan1@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《2 亿资金注入 380 平台再进一步》

2015/01/12

《以人为鉴，公司已步入高成长通道》

2014/9/9

《380 平台发力，业绩增长加速》

2014/8/22

《增发加码 380，平台整合加速推进》

2014/8/15

《改传统渠道供应链革命先锋》

2014/7/13

《深度转型正突破，股权激励促增长》

2013/8/15

目录

一、互联网时代下，供应链迎来新的发展机遇	5
(一) 移动互联网时代来临，催生新业态	5
(二) 供应链重构，推动传统产业与新经济融合	6
1、商品流重构：	6
2、信息流重构：	6
3、资金流重构：	7
(三) 中国供应链企业正面临前所未有的发展机遇	8
1、全球物流中心已呈现向亚太地区转移之势：	8
2、中国供应链企业即将迎来发展良机：	9
二、快消品供应链渠道下沉，下线城市现新蓝海	11
(一) 消费渠道供应链整合具有较大发展空间	11
1、虽然电商发展迅猛，但是传统零售仍然占据绝大部分市场空间	11
2、各类消费渠道数据分析表明，传统渠道市场空间难以真正撼动。	11
(二)、快消品新蓝海出现，下线城市成兵家必争之地	12
1、下线城市快消品市场需求依旧旺盛	12
2、电商对下线城市渠道冲击力度相对较弱	14
三、380 平台爆发式增长，已成为全国第一快消品供应链平台	15
(一)、借渠道下沉之势切入快消品供应链	15
(二)、380 平台融合产业链需求，代表供应链服务变革方向	16
(三)、客户选择怡亚通的原因：模式创新带来价值创新	17
(四)、平台建设初步成型，实现四个“第一”	18
(五)、平台优势转化为客户资源优势，未来仍有巨大成长空间	20
四、供应链金融业务优势显著，打造 O2O 网络金融服务平台	21
(一)、我国供应链金融未来仍具有较大成长空间	21
(二)、平台化企业供应链金融业务优势显著	22
五、两天两地一平台战略全面启动，快消品商社已具雏形	24
(一)、绘就战略蓝图，实现新的突破	24
(二)、打通线上线下，平台化优势得以巩固	26
(三)、快消品综合商社已现雏形，未来值得期待	29
1、日本综合商社拥有极其强大的供应链掌控能力：	29
2、怡亚通欲打造中国快消品流通领域的综合商社：	32
六、重要假设和业务预测	34
1、重要假设	34
2、业务预测	34
七、盈利预测与投资建议	35
八、风险提示	35

插图

图表 1: 线下消费占比大大高于线上	5
图表 2: 我国 P2P 网贷交易规模仍处于急剧扩张	5
图表 3: 商品流重构模式	6
图表 4: 智慧供应链目标	7
图表 5: 物联网市场规模迅速增长 (单位: 亿元)	7
图表 6: 供应链融资模式	7
图表 7: 传统供应链融资面临双重制约	7
图表 8: 全球物流中心逐步转移至亚太地区	8
图表 9: 亚洲第三方物流市场增速领先欧美	8
图表 10: 2012 年电子商务累计交易额达到 8.1 万亿元	8
图表 11: 2012 年电商企业个数达到 3.89 万个	8
图表 12: 网络购物的规模占社零总额占比	9
图表 13: 网络购物交易规模增速很高	9
图表 14: 全球第三方物流市场稳步增长	9
图表 15: 外包物流比例不断提升	9
图表 16: 2013 年我国物流及供应链总支出达 1.3 万亿美元	10
图表 17: 农村人均可支配收入增速高于城镇居民	10
图表 18: 跨境电商近年发展迅猛	10
图表 19: 中美在线网购对比	11
图表 20: 消费者在线消费额与城市发达水平正相关	11
图表 21: 四线城市的网络购物占收入比例最大	11
图表 22: 下线城市快消品增长率高于上线城市	12
图表 23: 下线城市消费需求金字塔	13
图表 24: 部分新兴品类依然保持高增长	13
图表 25: 部分高端产品下线城市销售份额较高	13
图表 26: 实体渠道依然占据快消品 97% 的零售份额	14
图表 27: 传统渠道对于下线城市更为重要	14
图表 28: 电商渠道下线城市渗透率远低于上线城市	14
图表 29: 下线城市网购频率远低于一线城市	14
图表 30: 2013 年网购用户分布区域	15
图表 31: 经济发达地区网购用户占比较高	15
图表 32: 快消品行业特性决定渠道为王	16
图表 33: 怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比	17
图表 34: 怡亚通深度分销平台架构	17
图表 35: 公司从三方面推动价值创新	18
图表 36: 供应链管理实施大大提高运营效率	18
图表 37: 怡亚通 380 网点遍布全国	18
图表 38: 怡亚通已成为国内最大快消品供应链平台	19
图表 39: 公司 380 平台收入呈爆发式增长	19
图表 40: 公司深度供应链业务 2013 年表现抢眼	20
图表 41: 快消品业务占比日益提高	20
图表 42: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意	20

图表 43: 我国供应链金融市场规模到 2020 年将接近 15 万亿	21
图表 44: 规模以上工业企业潜在抵押品存量巨大 (万亿元)	22
图表 45: 新常态经济下金融体系发生巨大变化	22
图表 46: 平台+基地供应链金融模式流程图	23
图表 47: 怡亚通打造 O2O 网络金融服务平台	23
图表 48: 供应链金融业务收入及增速	24
图表 49: 供应链金融业务毛利率及收入占比	24
图表 50: 怡亚通两天两地一平台战略架构	25
图表 51: 怡亚通战略架构及功能定位	25
图表 52: 新宇商网与传统电商模式存在本质差异	26
图表 53: 和乐超市是公司 B2C 线下平台重要布局	27
图表 54: 和乐生活超市主要货物品类	27
图表 55: 和乐超市享有公司先进的管理体系	27
图表 56: 怡亚通信息系统战略规划	28
图表 57: 合商社(GTC)运营模式图	29
图表 58: 三井物产收入近年稳中有增	31
图表 59: 三井物产净利润 12 年达 50 亿美元	31
图表 60: 三井物产的供应链管理模式	32
图表 61: 怡亚通已具有综合商社大部分功能	32
图表 62: “整合”是 380 平台的核心	33
图表 63: 公司业务预测表	34
图表 64: 可比上市公司估值	35
图表 65: 三张表摘要	36

一、互联网时代下，供应链迎来新的发展机遇

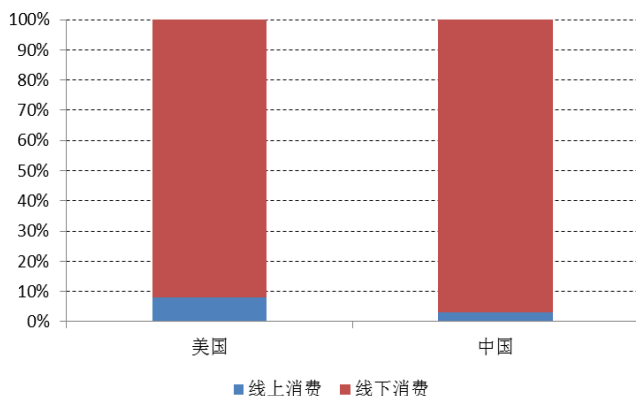
（一）移动互联网时代来临，催生新业态

随着信息化时代的来临，互联网应用于日常生活的各个方面，而其对于商业的渗透深刻地影响了传统的商业，尤其在零售领域，电子商务的兴起对传统零售的冲击使得行业的格局产生了天翻地覆的改变。电子商务的出现是一个革命，其对企业的商业活动和居民日常生活的改变将是彻底而且颠覆的，这一方面体现在消费需求的变化，另一方面是运营效率和结构效率的改变。而且互联网的平等、开放、透明的精神，将对整个商业文明产生巨大影响。

移动互联网的迅猛发展催生了 O2O、C2B、P2P 等新业态，全球传统产业开始受到冲击，流通业、制造业、金融业等领域的供应链管理与服务体系受互联网思维与互联网、大数据、云计算等技术深度影响出现了深刻变革。

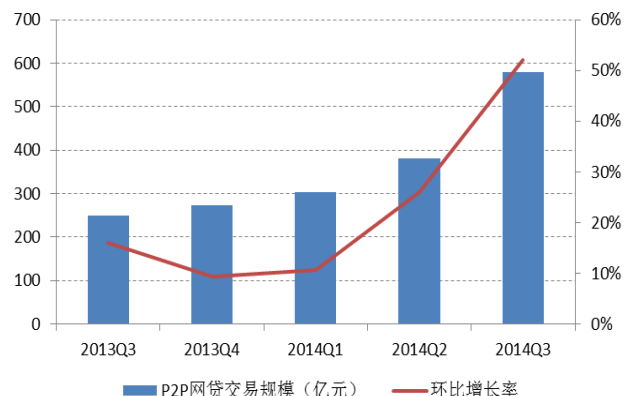
- **全球传统零售业将互联网化，拥抱 O2O 全渠道零售时代。**2013 年，我国 O2O 市场整体规模达 4623 亿元，同比增长 69%，发展态势迅猛，以目前的增长速来看，未来 3 年 O2O 在中国将形成万亿级的市场。在电子商务最为发达的美国，线上消费占比仅为 8%，线下消费比例高达 92%。而在我国这一比例分别为 3% 和 97%。
- **C2B 颠覆传统制造业供应链，开创互联网定制模式。**C2B 模式实现的根本在于以互联网为基础，建立以用户为中心的互联网定制式敏捷供应链，C2B 模式下敏捷的供应链对市场变化及用户需求变化的快速响应能力，比传统模式平均高近 10 倍。小米模式是 C2B 的典型示例。小米基于互联网思维对供应链进行再造，通过“C2B 预售+电商扁平化渠道+快速供应链响应+零库存”这一商业模式的创新，将传统手机的重资产供应链组织模式改造成轻资产供应链模式。
- **P2P 凸显互联网供应链金融市场无限蓝海。**与 2012 年相比，目前整个 P2P 行业增长 8 倍以上，预计年底整体交易规模将达到 3000 亿。随着行业迅猛发展，P2P 进军供应链金融日益盛行。2014 年 P2P 网贷交易规模仍处于急剧扩张阶段，由二季度的 381 亿增加至第三季度的 579.1 亿元，环比增幅高达 52%。

图表 1：线下消费占比大大高于线上



资料来源：CSCMP, 宏源证券

图表 2：我国 P2P 网贷交易规模仍处于急剧扩张



资料来源：CSCMP, 宏源证券

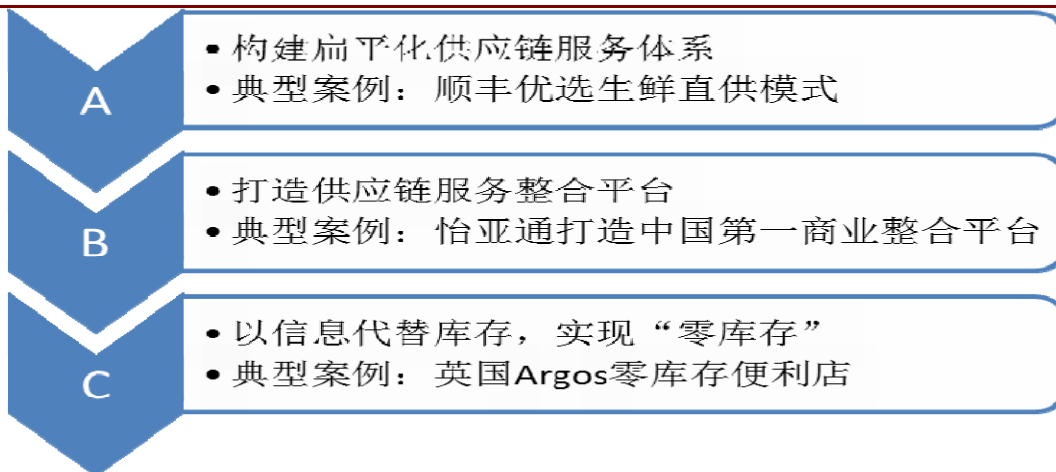
（二）供应链重构，推动传统产业与新经济融合

在新一代信息技术的支撑下，互联网将加速行业竞争的广度与深度，给我们带来的最大价值是无边界的资源整合力量、客户的共享平台、信息互动中心及快速客户体验的创新。互联网供应链将驱动行业供应链变革，各行业在商流、物流、信息流、资金流的贯通与整合上也将更为高效。供应链上的商流、资金流、信息流都将连接到互联网，为C端用户所驱动。在大数据、云计算等最新信息技术的协助下，互联网供应链大行其道，推动传统产业与新经济的无缝融合，并迎来新一轮发展周期。

1、商品流重构：

商品流重构，主要是由于供应链管理逻辑的重构所导致，原有的供应链体系或运作方式发生变化之后，改变商流在供应链中的运行路径或运行方式，从而能够捕捉消费者的最新动态，并提供最敏捷、快速的供应链服务。商品流重构的方式主要包括扁平化供应链服务体系、打造供应链平台以及利用信息实现“零库存”等几种模式。

图表 3：商品流重构模式



资料来源：宏源证券

2、信息流重构：

在云计算、大数据、物联网等新技术持续进步的背景下，信息流的传导效率和传播方式均发生革命性的变化。

云计算有助于推动建设低成本高效率的供应链服务云平台，基于云平台，供应链管理的组织合作、硬件投资、客户服务等变得更加容易，为节点企业的竞争合作提供了技术保障。基于云计算的供应链系统可以减少噪音，在供应链内部简化并提高数据处理的效率，使得供应链的流程能见度大大提高。

大数据能够以强大的信息分析能力打造精准供应链。随着供应链变得越来越复杂，必须采用更好的工具来迅速高效地发挥数据的最大价值。在大数据与预测性分析中，有大量的供应链机会。例如，利用大数据对数据库进行更紧密的整合与分析，可以帮助制造商改善库存管理、销售与分销流程的效率，以及对设备的连续监控。制造业要想发展，企业必须了解大数据可以产生的成本效益。

物联网技术推动传统供应链向智慧供应链迈进。从技术层面上看，物联网能够促进物品运输过程中数据的传输更加正确、及时，便与交互。智慧供应链通过使用强大的分析和

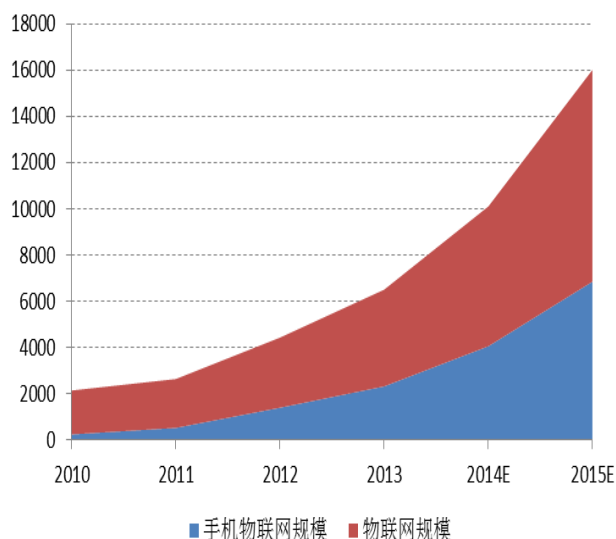
模拟引擎,能够达到优化供应链网络的目的,从而实现真正无缝的端到端供应链,这样就可以提高控制力,同时降低成本,改善客户服务。2013 年我国物联网市场规模达 4182 亿元,其中手机物联网规模达 2316 亿元。

图表 4: 智慧供应链目标



资料来源: 公开资料, 宏源证券

图表 5: 物联网市场规模迅速增长 (单位: 亿元)



资料来源: CSCMP, 宏源证券

3、资金流重构:

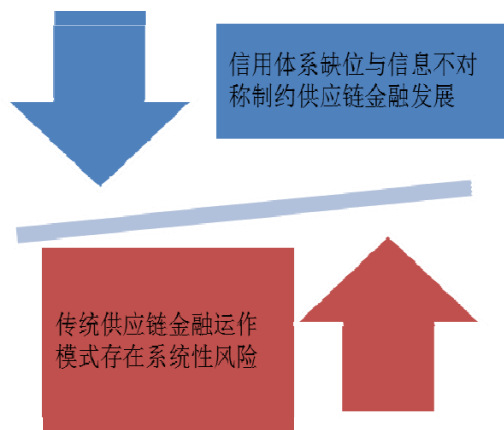
供应链金融是指在信息化条件下,通过互联网或其他专用网络,实现金融机构与供应链核心企业、上下游企业、相关服务企业等实现信息系统的互联互通,做到对供应链运行中的动产物结、资金账权的动态监管和风险控制。借助互联网供应链平台,构建供应链平台金融云,能够解决传统供应链金融模式面临的系统性风险与企业融资瓶颈。中国数百万家中小企业资金瓶颈有望在一定程度上打通。

图表 6: 供应链融资模式



资料来源: 公开资料, 宏源证券

图表 7: 传统供应链融资面临双重制约



资料来源: 公开资料, 宏源证券

(三) 中国供应链企业正面临前所未有的发展机遇

1、全球物流中心已呈现向亚太地区转移之势：

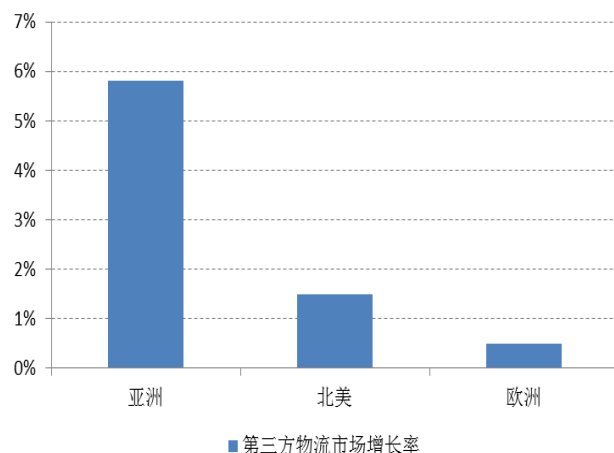
近年来，随着世界经济格局的发展变化，非核心业务外包正迅速提升亚洲企业在全世界经济中的产业地位，全球物流与供应链管理中心正由欧美转移至中印，世界最大的物流与供应链管理中心正逐步在亚洲形成。2013 年亚洲第三物流市场增长率为 5.8%，北美地区增长率为 1.5%，欧洲地区增速最为缓慢，仅为 1.5%，预计 2017 年，亚洲第三方物流市场将保持年均 8.9% 的增速，其中，中国的增速将达到 14.1%，印度将达到 12.3%。

图表 8：全球物流中心逐步转移至亚太地区



资料来源：公开资料，宏源证券

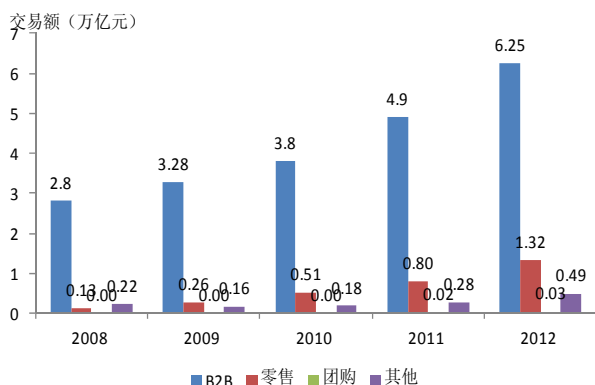
图表 9：亚洲第三方物流市场增速领先欧美



资料来源：CSCMP, 宏源证券

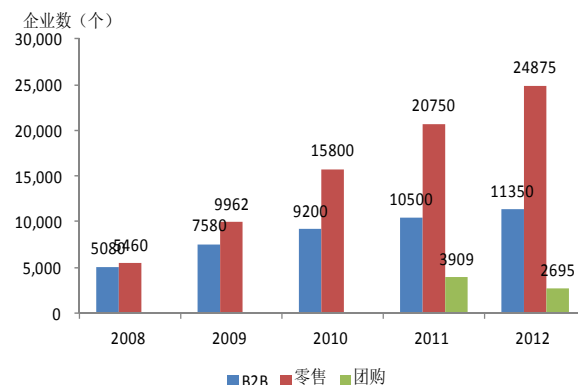
值得一提的是，我国电子商务蓬勃发展，引发了物流与供应链服务业务爆发性增长，这也是导致以中国为中心的亚洲供应链网络全球地位日益提升的重要原因。中国全国规模以上快递服务企业累计业务量已突破 100 亿件，预计今年中国快递规模将超过美国，成为全球第一。从网络零售规模来看，我国去年已达到 1.85 万亿元，超越美国成为全球第一，预计 2020 年中国网络零售规模将达到 5.5 万亿元；今年 6 月，全球网购平均水平为 66%，中国以 82% 位居首位，网络化购物的趋势明显。

图表 10：2012 年电子商务累计交易额达到 8.1 万亿元



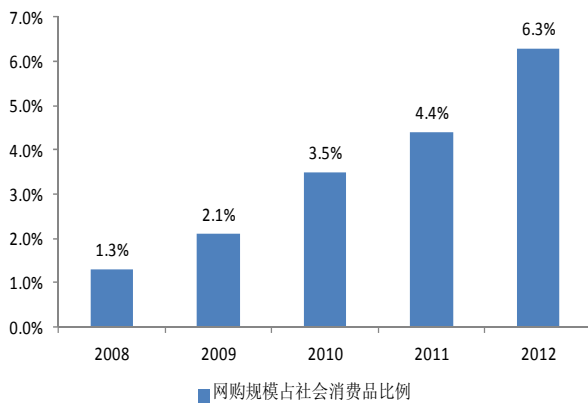
资料来源：CEIC, 宏源证券

图表 11：2012 年电商企业个数达到 3.89 万个



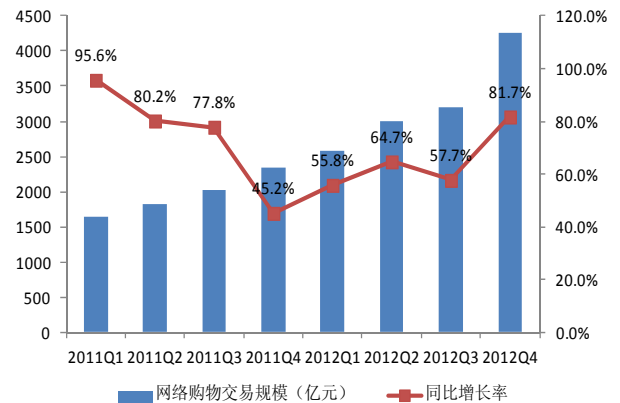
资料来源：CEIC, 宏源证券

图表 12: 网络购物的规模占社零总额占比



资料来源: wind, 宏源证券

图表 13: 网络购物交易规模增速很高

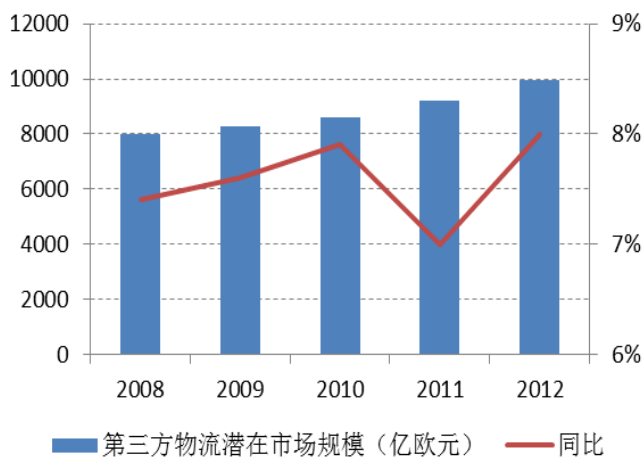


资料来源: wind 宏源证券

2、中国供应链企业即将迎来发展良机:

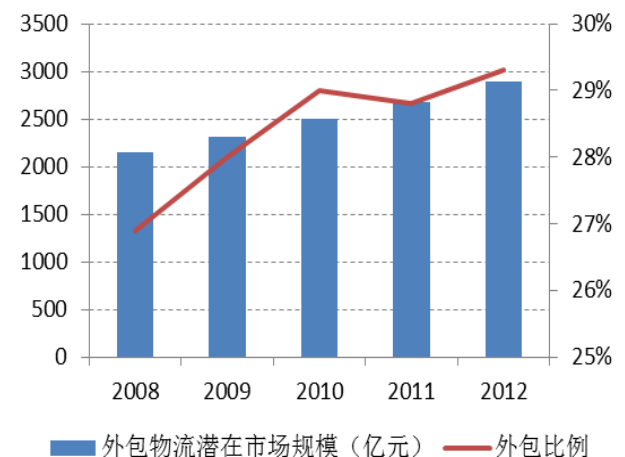
近年来,全球物流业年均增长率维持在 7%以上,显著高于全球 GDP 增幅。2012 年占现代物流主题的第三方物流市场规模达 9938 亿欧元,其中外包合同物流潜在市场总规模达 2889 亿欧元,且外包比例呈现逐步提升之势。

图表 14: 全球第三方物流市场稳步增长



资料来源: CSCMP, 宏源证券

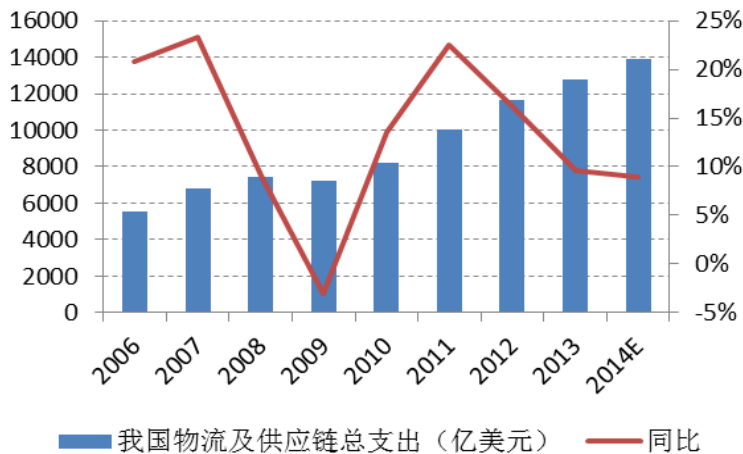
图表 15: 外包物流比例不断提升



资料来源: CSCMP, 宏源证券

从国内情况来看,中国超过 90%的外资企业有物流及供应链外包需求,国内也有越来越多企业开始考虑物流及供应链外包。我国 2013 年物流及供应链相关总支出约 1.3 万亿美元,市场潜力很大。70%的供应链外包商过去三年的年均业务增幅都高于 20%。我国企业在全产业链上的提升,将倒逼供应链企业发展提速。

图表 16: 2013 年我国物流及供应链总支出达 1.3 万亿美元

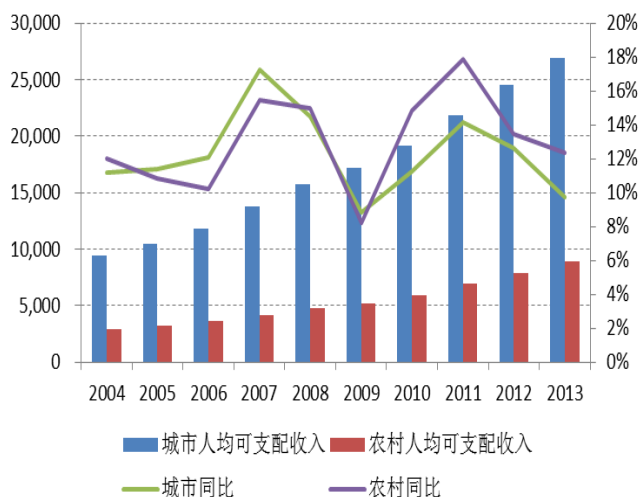


资料来源: wind, 宏源证券

根据美国供应链协会预测, 未来五年我国物流及供应链复合增长率达 15%, 2020 年市场价值可达到 3.2 万亿美元, 仍有巨大发展空间。

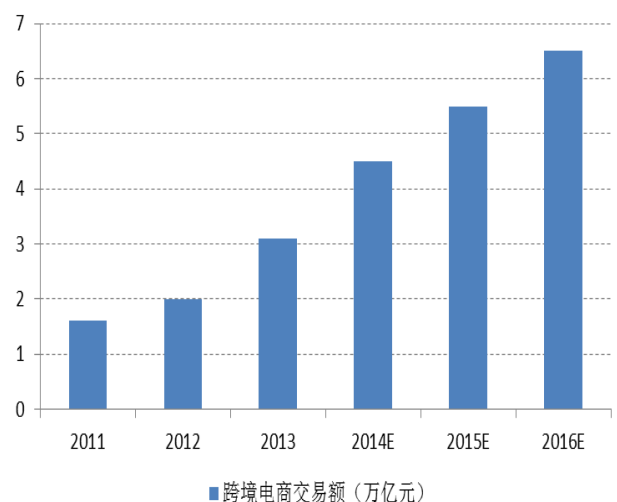
在我国供应链产业迅速发展的背景下, 部分细分供应链市场存在较大商机。我国三四线城市、农村等底层供应链平台日益引起关注。电商企业阿里巴巴、京东, 零售企业苏宁, 物流及供应链企业顺丰等今年纷纷进军三四线城市及农村市场, 供应链跟随下沉成为趋势。2013 年, 我国农村人均可支配收入及网民规模增速均高于城镇增长水平, 预计 2014 年农村网购市场总量将达 1800 亿元以上, 2016 年预计将突破 4600 亿元。此外, 跨境电商业务有望成为外贸的新蓝海市场, 目前年均增速约为 30%, 预计 2016 年跨境电商市场规模将达 6.5 万亿元。目前跨境电商平台企业已超过 5000 家, 境内通过各类平台开展跨境电子商务的外贸企业已超过 20 万家。

图表 17: 农村人均可支配收入增速高于城镇居民



资料来源: WIND, 宏源证券

图表 18: 跨境电商近年发展迅猛



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

二、快消品供应链渠道下沉，下线城市现新蓝海

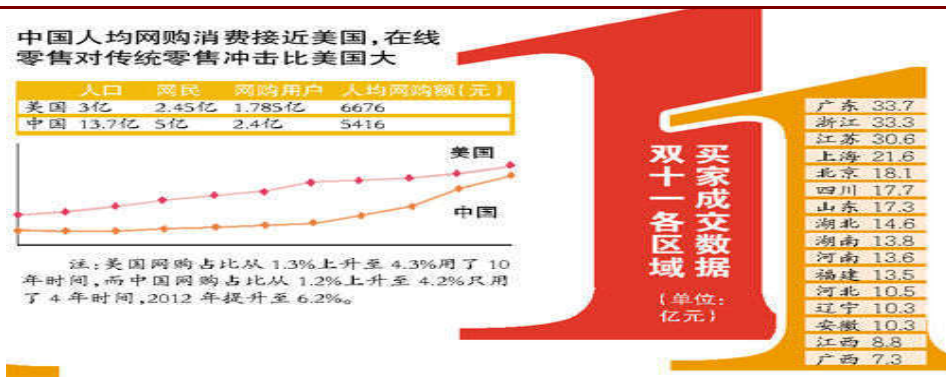
(一) 消费渠道供应链整合具有较大发展空间

1、虽然电商发展迅猛，但是传统零售仍然占据绝大部分市场空间

2013 年线上零售大约 1.8 万亿元，但全社会零售在大约 22 万亿水平。传统零售依然占据绝大部分市场空间。阿里巴巴董事长马云更是信心满满地表示：“电子商务将干掉传统零售实体业。到 2020 年电商在中国零售市场将占 50%”。但是我们研究判断，电商业务消费的极限将止步于整体消费 20~30%。中国城乡差异巨大，物流网络发展水平将成为电商发展一大瓶颈。

在惊叹于电商业务飞速发展的同时，我们不能忽略传统消费渠道整合的发展。或者，这样，传统消费渠道依然还有升级换代的整合机会。

图表 19：中美在线网购对比

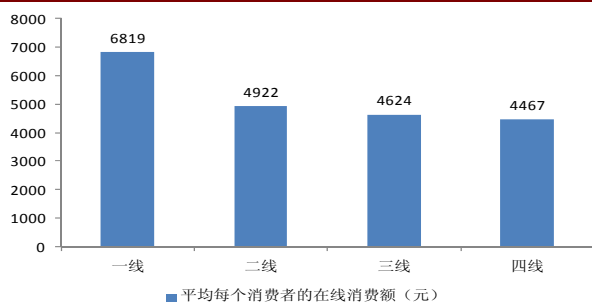


资料来源：广州日报，宏源证券

2、各类消费渠道数据分析表明，传统渠道市场空间难以真正撼动。

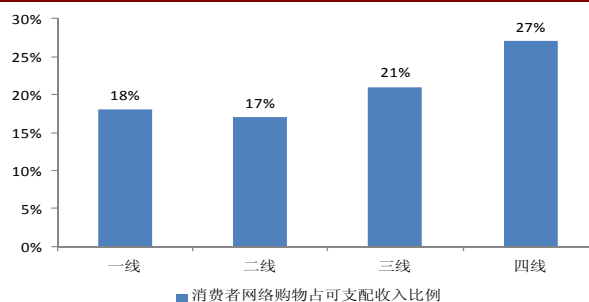
比较中美网络购物的大环境，我们发现，最重要的差别是实体连锁的布局，中国网络购物发展时连锁只在一二线城市布局，没有渠道下沉；而美国电商发展时实体布局已完成。我们非常看好三四线城市的网购发展空间，数据表明，一线城市的消费者在线消费额为 6800 元，而四线城市的在线消费额为 4500 元，消费者的在线消费额与城市发达水平正相关。另一方面，三四线城市的网络购物额占可支配收入的比例又要大于一二线城市，这说明由于连锁未深入三四线城市，网络购物的意愿更强，当国民收入整体提高的时候，三四线城市可以为网络零售的发展做出巨大的贡献。

图表 20：消费者在线消费额与城市发达水平正相关



资料来源：麦肯锡，宏源证券

图表 21：四线城市的网络购物占收入比例最大



资料来源：麦肯锡，宏源证券

由此可以得出结论：中国消费电商规模扩张的主要推动力是执行系统的发展，核心在于物流系统 KPI 提升以不断拉升电商和渠道之间客户体验差距，以扩大网购的边际效益和市场容量。但是在中国，三四线城市、欠发达地区的经济发展和消费理念的改变将最先达到“网购-渠道”平衡。

从全球来看，日本住友商社、香港的利丰集团、台湾的乐番薯等都是举世闻名的一体化供应链整合专家。国内怡亚通才刚开始其消费渠道整合进程。香港利丰集团林将全球供应链价值做到极致。这是一家香港甚至世界范围内商贸业的一个著名创新企业。没有厂房、仓库、运输工具，也没有任何垄断权，凭着供应链的知识和经验、规范的流程管理、良好的商誉，为客户管理采购、分销、物流、信息和各个环节操作，成为全球独具特色的供应链管理公司。其核心竞争力在于将商业、供应链和物流结合，着眼于进出口、经销、物流和零售，实现年均 20% 以上成长，平均 PE30 倍，市值增长 150 倍的神话。

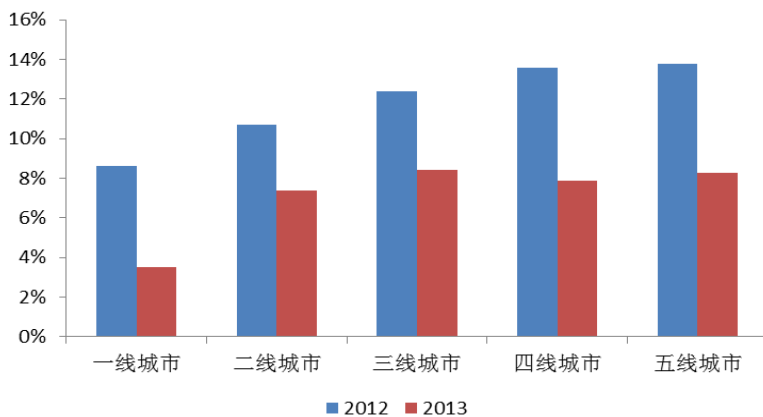
（二）、快消品新蓝海出现，下线城市成兵家必争之地

1、下线城市快消品市场需求依旧旺盛

1) 下线城市快消品市场表现好于上线城市

尽管快消品零售市场的增速在所有级别的城市中均出现显著放缓。但相对而言，下线城市快消品增长率显著高于一二线城市。一线城市增速降幅最大，其复合增长率由 2012 年的 8.6% 降至 3.5%；三线城市 2013 年增长率为 8.4%，在各线城市中表现最好。

图表 22：下线城市快消品增长率高于上线城市



资料来源：CTR, 宏源证券

从各行业公布的数据来看，近年一线城市消费下滑明显，三四线城市消费表现出较大潜力，来自两个方面的数据都可以印证这一变化：

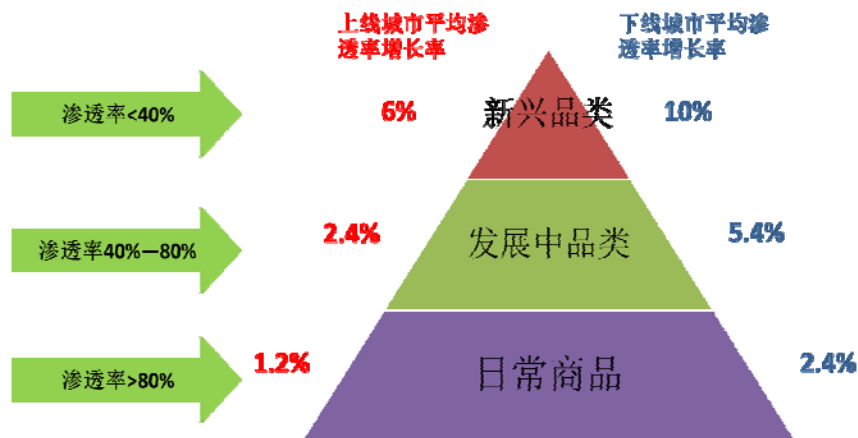
- 据权威快消行业研究机构 Kantar Worldpanel 统计，三四线城市将继续成为快速消费品增长的引擎，相比于现代渠道在四大重点城市 10% 的增长率，县级市现代渠道销售额在 2012 年增长了 15%。另外，2012 年整个中国城市快速消费品的增长中，中国的三四五线城市贡献了 66%。
- 快消品重要渠道之一是 KA 大卖场，中型超市等零售终端，全国性的连锁品牌主要有沃尔玛，家乐福等。根据中国连锁经营协会统计，2012 年零售连锁百强企业中：一二线城市放缓，三四线则快于一二线的发展。在百强企业中，在一二线

和三四线企业中各选十家典型企业进行分析,比较发现:一二线十家企业的平均销售增幅为6%,门店数量平均增幅为2%;三四线十家企业分别为18%和17%,均明显高于前者。2012年百强新上榜企业10家,其中近半数为三四线企业。

2) 消费理念变化,新品类与部分高端品表现抢眼

根据 Kantar Worldpanel 中国消费者指数研究,从消费金额增速来看,下线城市消费者对每个层级的品类需求增长都快过线城市,新兴品类的平均渗透率增长达到10%,高过上线城市的6%,其差距也高于日常商品和发展中品类。进一步探索需求发展的路径则会发现,对于不同品类的尝新是下线城市的增长特点,尤其是新兴品类数量的拓展更加显著,在44个新兴品类中,在过去一年中每户从9个增长到9.6个品类。(照渗透率2*划分为三个层级:日常商品品类如食用油、大米等,深度渗透全国80%以上的家户;发展中品类如沐浴液、巧克力等,渗透率在40%到80%之间;新兴品类如咖啡、面膜等,在一年中仅被不到40%的家户所购买)。

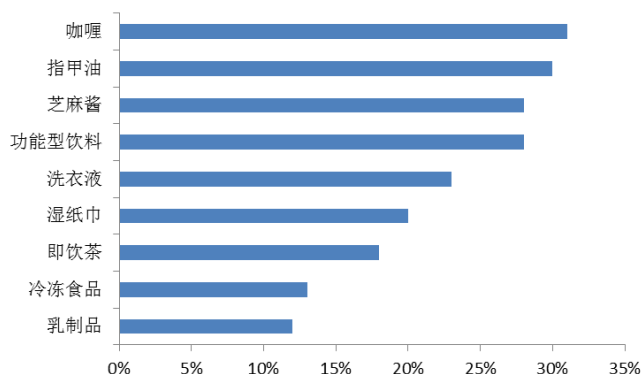
图表 23: 下线城市消费需求金字塔



资料来源: Kantar Worldpanel 中国城市家庭样组, 2012年11月2日滚动52周同比, 宏源证券

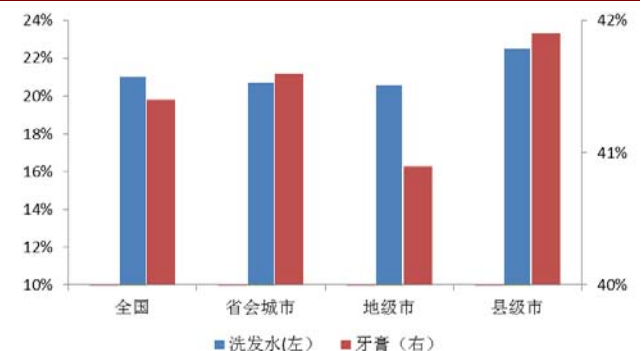
从具体品类来看,2013年烟、酒、食用油等品类增长显著放缓,相反新兴品类则继续保持较高增长率。此外,下线城市对于部分高端产品的需求相当旺盛。以高端洗发水和牙膏为例,县级城市的销售份额占比显著高于省会城市。(注:高端洗发水:>20RMB/200ml, 高端牙膏:>10RMB/100gm)

图表 24: 部分新兴品类依然保持高增长



资料来源: CTR, 宏源证券

图表 25: 部分高端产品下线城市销售份额较高

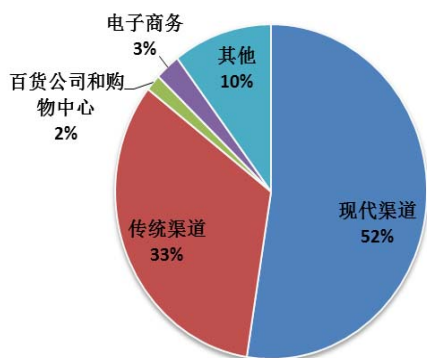


资料来源: CTR, 宏源证券

2、电商对下线城市渠道冲击力度相对较弱

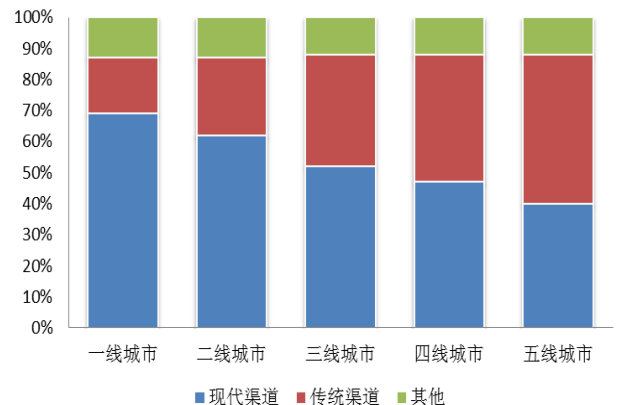
近年，电子商务蓬勃发展，其在快消品领域增速较高，但占比仍然很小，实体渠道在 2013 年仍占据了快消品市场约 97% 的零售份额。从实体渠道内部来看，现代渠道（主要指大卖场、超市、便利店等）占据日益重要的地位，传统渠道（包括杂货店、独立小店、专卖店、批发、直销等）市场占比约为 33%，同样具有举足轻重的作用。分城市等级来看，一到五线城市中，各类实体渠道在家庭购物年度支出的金额占比呈现出很强的规律性，即：城市等级越低，传统渠道的作用愈发重要，五线城市传统渠道占比高达 48%，现代渠道占比约 40%。

图表 26：实体渠道依然占据快消品 97% 的零售份额



资料来源：Kantar Worldpanel 中国消费者指数，宏源证券

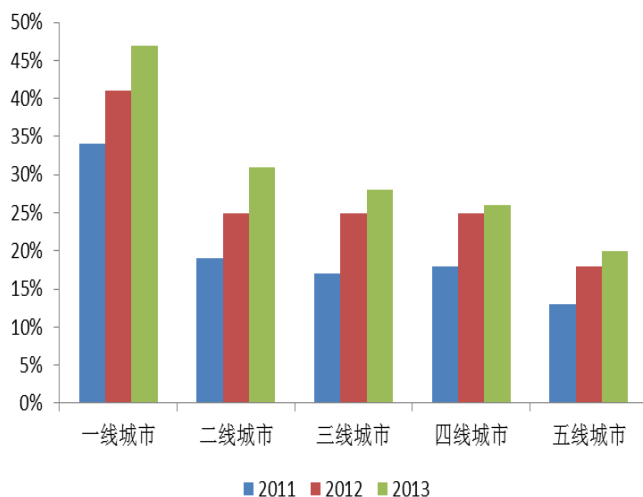
图表 27：传统渠道对于下线城市更为重要



资料来源：Kantar Worldpanel 中国消费者指数，宏源证券

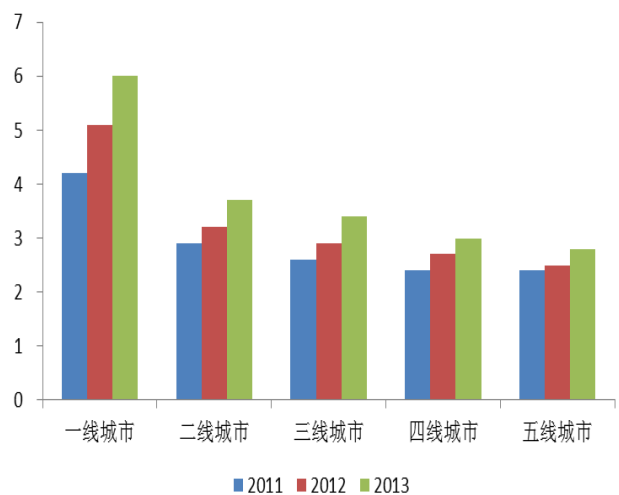
相对而言，电子商务渠道在经济发达的一二线城市渗透率更高，2013 年电商渠道在一二线城市的渗透率达到 47%，在五线城市渗透率仅 20%，还不到一线城市的一半。长期来看，电商渠道在各等级城市的渗透率必将逐步提高，但短期内其在下线城市的渗透率仍将大大低于一二线城市；从每户家庭年均网购快速消费品的频率来看，2013 年一线城市家庭平均网购频率为 6 次，五线城市的网购频率仅为 2.8 次，尚不及一线城市的一半。电商渠道吸引了更多收入水平较高、居住在线上城市的年轻家庭。其中，居住在一线至二线城市的家庭，贡献了电子商务渠道销售额的 52%。

图表 28：电商渠道下线城市渗透率远低于一线城市



资料来源：Kantar Worldpanel 中国消费者指数，宏源证券

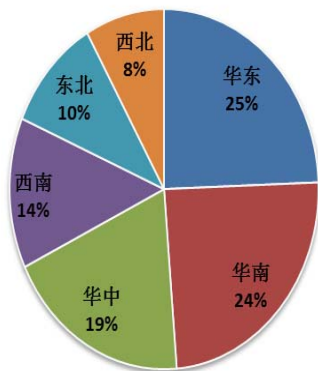
图表 29：下线城市网购频率远低于一线城市



资料来源：Kantar Worldpanel 中国消费者指数，宏源证券

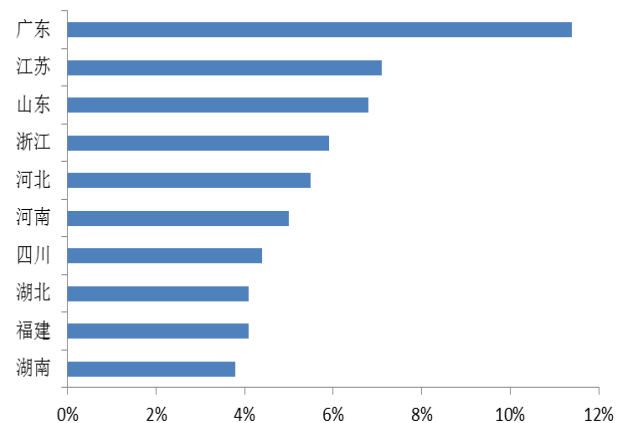
从网络购物区域分布来看，2013 年中国网络购物用户主要分布在华东、华南等东部发达地区，占比分别为 24.4%与 24.3%。而西北地区网络购物用户分布最少。2013 年中国网络购物用户主要分布在广东、江苏、山东与浙江等东部沿海经济发达省份，其中广东是网络购物用户分布最多的省份，占比为 11.4%。东部沿海地区经济发达且网民基数大是网络购物用户主要分布在东部经济发达区的重要原因。

图表 30：2013 年网购用户分布区域



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

图表 31：经济发达地区网购用户占比较高



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

三、380 平台爆发式增长，已成为全国第一快消品供应链平台

（一）、借渠道下沉之势切入快消品供应链

近年来，快消费品的发展趋势日益表明：中国一、二线城市的竞争早已处于过度饱和状态。快消费品行业已开始转向三、四、五、六级城市的蓝海市场。快消费品巨头，如宝洁、联合利华、欧莱雅、可口可乐、百事可乐等国际级大公司，早在 07 年前就意识到这一情况，因此下沉三、四级市场是唯一选择。宝洁目前整个中国市场销售规模约为 400 亿人民币，最近几年其 70% 的增长来源于下线城市。另一个典型的例子是红牛，2006 年其在中国营业额为 20 亿，到了 2012 年，仅单一品牌销售规模就达到 150 亿。红牛迅速腾飞的法宝就是将其所有的服务和终端维护能力全部下沉到底层市场。

但是，“下沉运动”对于品牌商，尤其是外资大型品牌企业来说困难重重：

首先，三四级市场地域辽阔，同时消费分散，不像中心城市那样消费集中。对企业来说，在如此辽阔的市场上单纯依靠自身的力量进行产品销售、推广根本就不现实。且不论这样做将耗费大量的人力、物力，大量增加成本，使企业不堪重负。而且，对企业来说，这样做都面临对现有组织、人员的大幅调整，操作难度非常大。

第二是与自身品牌与服务相匹配的专业人才，几乎都不愿意去广大的底层市场，导致管理与服务的效率与标准大幅度降低。这些大公司要下沉，它们的人才既涉及到整合难度，也涉及到人才的成本。并且下沉的越深，符合标准的人才就越稀缺，而公司可以很好解决这一矛盾，例如，公司在某一县城通过对客户的资源进行整合后，业务规模同样具有整合效应，因此即使花费较高成本聘请专业人才也是值得的。但是单一品牌商不具有类似整合效应，在业务规模不够大的情况下，花费同样的人力成本显然不够经济。

第三，下沉的成本过高。许多下线城市业务规模小同时所需服务强度大，服务成本高，因此大公司自建渠道效果不佳。某大品牌 2008 年在下沉湖南、贵州、广西三省市县市场时，亏损额高达 50 亿。我国分销市场多达五到七级分销系统。因此，开发三四级市场必须要借助经销商的力量，打通渠道，构建区域市场的核心分销平台。通过选择、扶持核心的区域经销商，搭建区域市场的市场操作、推广、售后服务平台。

（二）、380 平台融合产业链需求，代表供应链服务变革方向

快速消费品行业产品与其他消费品相比存在鲜明特点，快消品通常利润较薄，主要依靠消费者高频次使用和购买，以达到规模经济并获取利润，因此快消品销售过程中，需要较短的分销渠道、购买行为具有便利性、并能够通过生动的展示影响消费者偏好，这些特性是快消品与其他类消费品的主要差异；此外，快消品消费的品牌忠诚度不高，同类产品具有较强的同质性，且价格接近，消费者比较容易在不同品牌的同类产品中转换，因此快消品对于终端渠道的依赖度非常高。

图表 32：快消品行业特性决定渠道为王



资料来源：公开资料，宏源证券

但是，中国复杂的市场环境、多层级的分销体系、供应链效率不高、地区分销商规模小而分散以及渠道间的冲突难以解决，让中国的渠道管理，尤其是在渠道下沉的过程中障碍重重。以上背景为公司 380 业务的开展带来巨大契机：

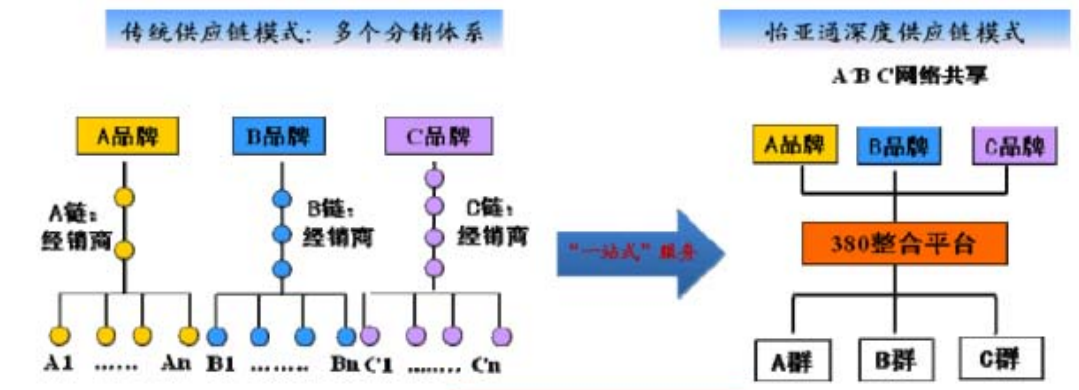
首先，快消品行业品牌厂商积极寻找渠道战略合作伙伴。

随着人民可支配收入和消费水平的不断提高，快速消费品市场这块蛋糕也日益增大，许多品牌厂商（如宝洁、雀巢、联合利华等）为了实现更快增长和更高市场份额，正在调整或整顿分销渠道。它们亟需寻找能够提供深度渠道支持，并在跨区域布局和销售规模扩张上有实力同步的战略合作伙伴。

其次，传统分销模式无法肩负起快消品厂商新一轮开疆拓土的使命。

未来的 5 至 10 年，将会是一个分销商优胜劣汰的过程。在快消品厂商分销深度化、渠道扁平化趋势下，分销商职能需要升级，未来的分销不应只提供配送、结算等，平台式整合分销服务商是未来的方向。在平台上，分销服务商专注于渠道开发、物流配送、订单处理、销售预测、渠道维护、客情关系建设等，与厂商发展成为一种战略合作关系。

图表 33：怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比

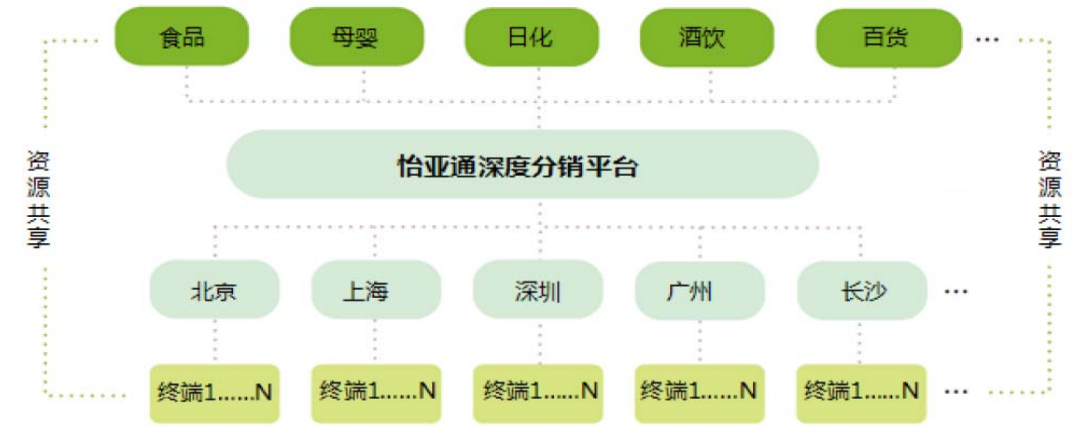


资料来源：上市公司，宏源证券

扁平分销渠道成为变革方向

在产品、广告、价格、促销活动等日益同质化趋势下，掌握渠道优势才能造就真正的市场赢家。但是对于快消品厂商而言，如完全自建渠道，成本很高，因为需要管理复杂的物流系统、收集动态市场信息、终端各种维护、市场营销活动，还会面临巨大的资金压力等等，对于一个新进入者，还要面临无法迅速铺货的现实。此外，除了利用渠道提升销量，还要确保分销网络能够应对销量增长。节省分销渠道成本，但保持对终端的影响力是厂商追求的目标。日益高涨的渠道成本和同质化的产品，削弱了企业在终端市场的竞争力，因此构建强有力的扁平化渠道，提供多种类型的渠道体验成为企业渠道升级转型的新方向。

图表 34：怡亚通深度分销平台架构



资料来源：上市公司，宏源证券

(三)、客户选择怡亚通的原因：模式创新带来价值创新

深度供应链服务将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，服务网络覆盖中国一至六线城镇，战略定位为整合型平台服务企业，通过整合资源，构建集物流、商流、资金流和信息流一体的供应链整合服务平台，为客户实现供应链管理的优化，从而帮助企业提供供应链效益，推动企业供应链创新。深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务，深度分销 380 整合平台是其最重要的组成部分，通过搭建全国性的直供终端平台，有效解决企业渠道下沉的成本、人才、运营三大难题，帮助品牌企业高效分销、快速覆盖终端网点，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。

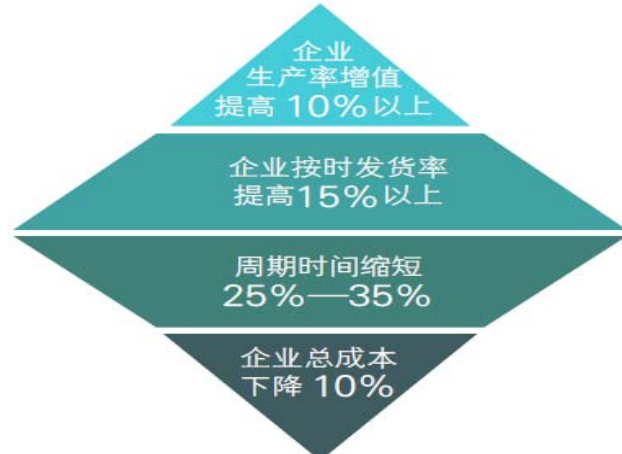
怡亚通搭建的深度整合分销平台为参与方带来三大价值创新。包括渠道扁平化、整合营销，总成本领先等。有数据显示，供应链管理的实施可以使企业总成本下降 10%，供应链节点上的企业按时发货率可以提高 15% 以上，订货——生产的周期时间可以缩短 25%—35%，供应链节点上的企业生产率增值提高 10% 以上。企业采用了供应链管理模式，可以使企业在最短的时间内寻找到最好的合作伙伴，用最低的成本、最快的速度、最好的效益赢得市场，而且受益的不只是一家企业，而是一个企业群体。

图表 35：公司从三方面推动价值创新



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 36：供应链管理实施大大提高运营效率



资料来源：上市公司，宏源证券

（四）、平台建设初步成型，实现四个“第一”

怡亚通战略规划具有很强的前瞻性，早在 2009 年，公司就推出了“380 平台计划”，该计划将建立覆盖中国 226 个地级市和长三角、珠三角、环渤海 150 余个经济发达的县级市（总计约 380 个，故称 380 平台）的深度业务平台，宝洁、联合利华、达能多美滋、雀巢、强生、百事可乐、沃尔玛、家乐福、乐购、麦德龙、华联、人人乐等等都是平台业务伙伴。怡亚通继续推进这一平台，力求最短时间内覆盖中国 10 亿消费人口。

图表 37：怡亚通 380 网点遍布全国



资料来源：上市公司，宏源证券

从目前建设的情况来看，怡亚通 380 平台已经实现四个全国“第一”：（1）规模第一，2014 年将达到 130 亿，2020 年将突破 1000 亿。（2）网络第一，已建立近 200 个城市平台网络，2017 年将建立 380 多个城市平台。（3）终端覆盖第一，已覆盖大小终端超过 100 万个，并每年按几十万级增加，2017 年将覆盖超过 300 万个终端。（4）产品品牌数第一，行业前三名品牌几乎都是怡亚通的合作伙伴，未来将于更多品牌建立多维的合作关系。

深度 380 平台以客户需求为中心，以各地建立的深度分销平台为依托，帮助品牌商实现渠道、终端直供、提供更有效率更高的一站式供应链服务。

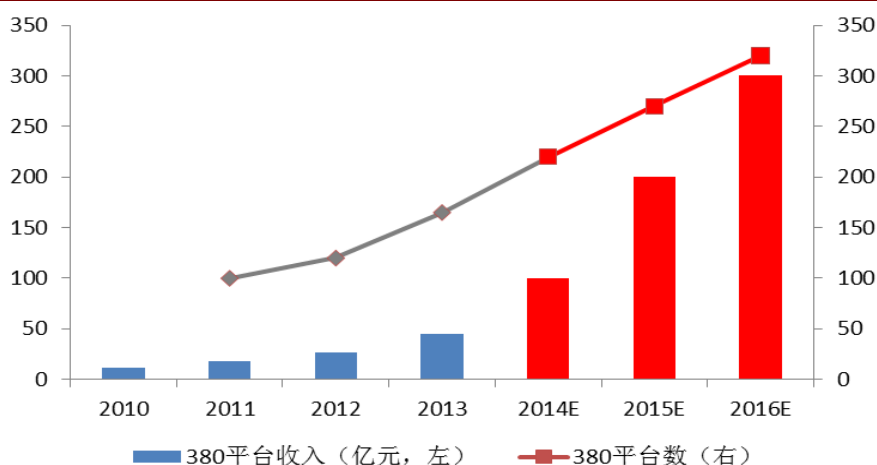
图表 38：怡亚通已成为国内最大快消品供应链平台



资料来源：上市公司，宏源证券

2012-2014 年是深度 380 业务的成长期，2013 年深度 380 业务导入项目数 450 个，新成立分销平台 45 个（2013 年底达到 165 个，比原计划少 40 个左右），实现营业收入 44 亿元（仅指深度 380 业务）。预计 2014 年底预计平台建设数量将达 220 个，实现营业收入 100 亿元，2015-2017 年为深度 380 业务的高速发展期，预计 2017 年底深度 380 平台的网络建设将基本完成。

图表 39：公司 380 平台收入呈爆发式增长

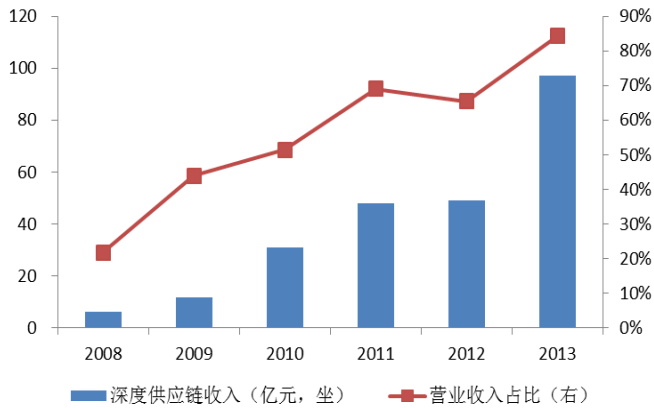


资料来源：上市公司，宏源证券

在 380 平台业务的推动下，公司深度供应链业务呈爆发式增长，2013 年公司深度供应链的业务量为 97.09 亿元，较上年同期增长 98.47%；综合毛利为 52,588 万元，较上年

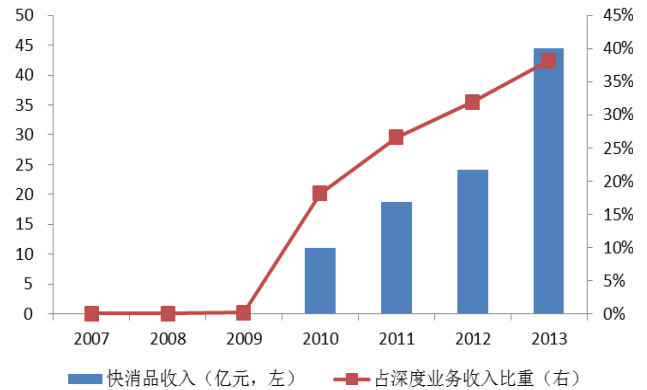
同期增长 55.85%；综合毛利率为 5.21%，较上年同期下降 1.69%，深度供应链业务毛利率下降的主要原因在于贵金属业务毛利率较低，从而在整体上拉低了深度业务毛利率。截止 2013 年，公司深度供应链业务占营业总收入的比重已达 84%，从深度业务内部结构来看，快消品业务自 2010 年后急剧增长，目前占深度业务收入的比重已接近 40%。

图表 40：公司深度供应链业务 2013 年表现抢眼



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 41：快消品业务占比日益提高



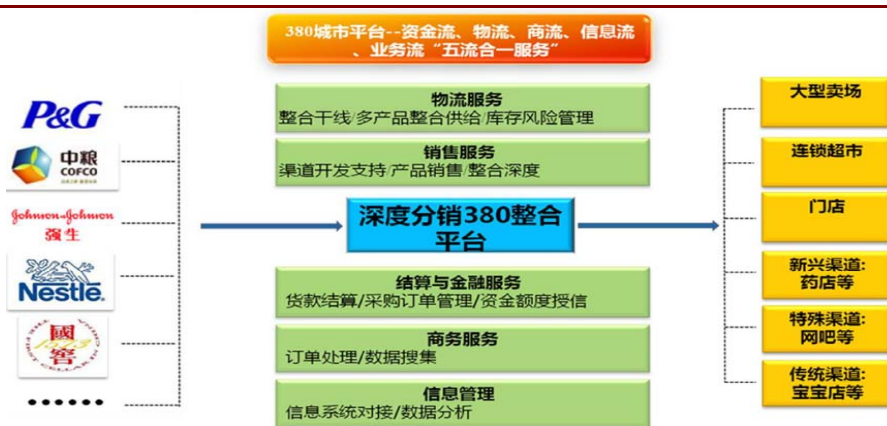
资料来源：上市公司，宏源证券

(五)、平台优势转化为客户资源优势，未来仍有巨大成长空间

随着科学技术的进步和生产力的发展，全球经济一体化的特征越来越明显，国际市场日渐成熟，无国界化的企业经营的趋势也越来越明显。这一切加剧了市场竞争的激烈程度。当下企业的竞争不再是企业与企业之间的竞争，而是供应链之间的竞争。面对国际市场的冲击，国内企业要想站稳脚跟，提升自己的核心竞争力，必须从供应链管理处着手，彻底打破“大而全”、“小而全”的模式。

380 平台自 2009 年开始启动，目前已成功导入上游品牌客户近千家，其中宝洁、中粮、联合利华、雀巢等在内的世界 500 强企业品牌和细分行业前三名客户共计 60 多家。截至 2013 年底，380 平台服务涵盖大卖场 (KA)、中型超市 (BC)、药店、母婴店、批发商等在内的各种终端门店系统共计 55 万多个，已经实现了重点业务区域的全渠道覆盖，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品。

图表 42：怡亚通 380 深度分销整合平台示意



资料来源：上市公司，宏源证券

公司未来的增长将主要来源于现有客户渗透率的提高。大客户对于合作企业的能力建设方面的考察非常严格，包括物流配送能力、信息化能力、标准化能力、培训能力、人力资源、财务能力、团队协作能力执行力等一系列的指标。客户通常会尝试性地把一部分业务外包给公司，如果 KPI 考核结果较好，客户就会进一步考虑将其他区域的业务外包给公司，因此公司现有大客户的渗透率尚有很大提升空间。

以宝洁为例，宝洁 2013 在中国地区的销售额约 400 亿元，目前外包给公司的深度分销业务已超过 10 亿元，占其销售额总量 3% 左右，随着公司 380 平台的不断完善，预计未来几年外包给公司的业务比例将增加到 5% 以上。

除了深度分销以外，宝洁等大型品牌商的直供外包业务规模也很可观。大型企业愿意把直供业务外包给公司的原因在于：第一，大型企业的核心竞争力往往不在直供等方面，交给公司可以在很大程度上提高运营效率；第二，由于部分卖场账龄时间较长，公司通过提供结算服务，可以承接一部分账龄，这样就提高了品牌企业的资金运营效率。目前宝洁在中国地区直供业务规模已超过百亿，随着合作程度的不断深入，公司未来有很大希望获取宝洁在中国地区的卖场直供业务。

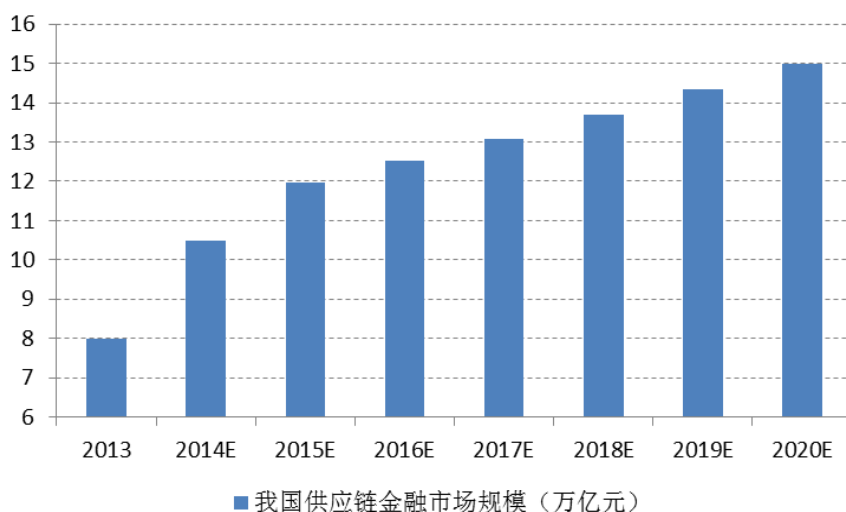
四、供应链金融业务优势显著，打造 O2O 网络金融服务平台

（一）、我国供应链金融未来仍具有较大成长空间

供应链金融是商业银行信贷业务的一个专业领域（银行层面），也是企业尤其是中小企业的一种融资渠道（企业层面）。是指银行向客户（核心企业）提供融资和其他结算、理财服务，同时向这些客户的供应商提供贷款及时收款的便利，或者向其分销商提供预付账款代付及存货融资等服务。怡亚通的商业模式使其成为一个供应链金融中天然的“核心企业”，能为其客户提供金融服务支持，解决融资问题。

2011 年供应链金融业务在发达国家的增长率为 10% 以上，中印等新兴经济体的增长率在 20% 至 25% 之间，快于发达国家。我国供应链金融市场近年来增势迅猛，2013 年供应链金融规模已突破 8 万亿，预计今年有望突破 10 万亿。到 2020 年，市场规模将近 15 万亿。

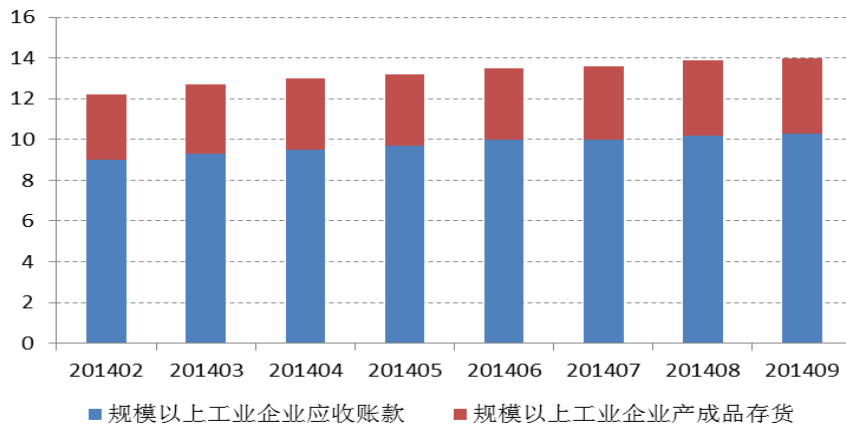
图表 43：我国供应链金融市场规模到 2020 年将接近 15 万亿



资料来源：CSCMP，宏源证券

目前我国供应链金融存量主要来自全国企业的 20 万亿以上应收账款当做银行贷款的潜在抵押品，未来由于非核心业务外包，资金瓶颈打开等创造的企业发展所需的供应链金融增量的增速可能更为惊人。

图表 44：规模以上工业企业潜在抵押品存量巨大（万亿元）



资料来源：CSCMP，宏源证券

（二）、平台化企业供应链金融业务优势显著

从经济环境来看，我国目前正处于传统态向新常态过渡的阶段，中国金融版图在过去几年里发生了革命性的变化。从供应链金融的角度来看，传统的供应链金融的资源分配过度依赖于银行，金融机构过度依赖抵质押担保的风险管理手段。而未来的供应链金融将建立市场信用和交易大数据支撑的流通领域融资体系，为融资工具双方构建一个相互发现的市场。

图表 45：新常态经济下金融体系发生巨大变化

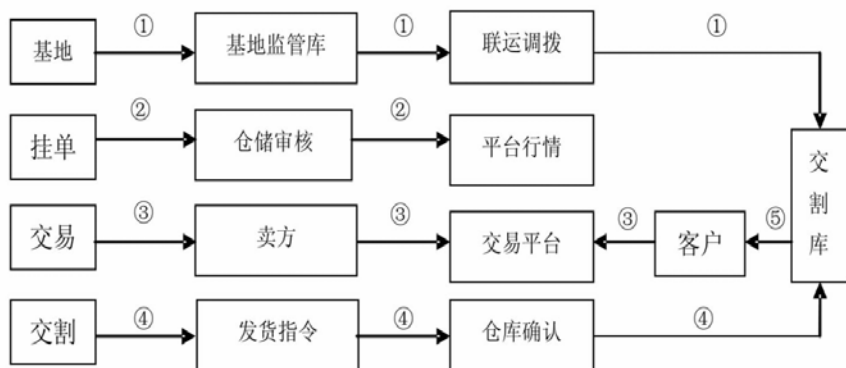
传统态经济	新常态经济
信贷主要投放在国家信用和支柱产业，钢铁、煤炭、水泥、造船、光伏、房地产等	信贷开始从传统经济支柱产业转向新兴行业，开始探索市场信用之路
金融机构在过去十年获取了超额利润	企业融资脱媒，债务性工具竞争力提升
影子银行扭曲的全民金融	社会经济互联网化平台化企业的兴起

资料来源：公开资料，宏源证券

供应链企业作为供应链金融业务的排头兵，自然成为金融创新的积极响应者和实践者，企业融资模式分别经历了传统的综合授信模式、基于交易与风险封闭的贸易融资保理模式以及基于银企互联互通互信互利的自偿性融资结构设计下的流通金融模式。未来随着互联网的不断发展，基于流通领域生态圈的 O2O 网络金融将成为供应链金融发展的主要模式。

“平台+ 基地”模式将线下物流、商流与线上信息流、资金流结合在了一起，让电子商务平台成为线下实物交割的前台，缩短了供应链长度，节约了物流成本，缓解了资金困境，提高了整体经济效用。金融机构根据实际情况通过不同的授信方式为整个供应链提供资金。第三方物流企业作为中小企业和金融机构的中立方能缓解融资过程中信息不对称和风险控制难的问题，对贷款前信息进行筛选，对质押物进行评估监管并实施严格的提货管理及违约货物的处置。

图表 46：平台+基地供应链金融模式流程图



资料来源：CNKI，宏源证券

(三)、致力打造 O2O 网络金融服务平台，与线下平台相得益彰

在中国，成千上万的中小零售商在经营过程中都或多或少因为采购、库存占用、经营拓展等面临着不同程度的资金问题，且中小零售商由于受自身规模的限制，通常陷入融资难的瓶颈，主要表现为：成本高、风险大、担保难、信誉低、有效抵押质押少、信息不对称、融资渠道窄、金融工具少等。如何才能有效地解决中小零售商的资金问题，这是各大金融机构乃至国家政府都在关注的问题。

目前与怡亚通合作的零售终端有近 100 万家，其中中小零售商占了近 80%。公司早已认识到，只有合作伙伴持续不断发展，怡亚通才会获得真正的成功。怡亚通打造的 O2O 网络金融服务平台为怡亚通覆盖的百万零售终端提供了一个与金融机构互动合作的平台，中小零售通过与怡亚通稳定的合作，获得怡亚通的担保，解决了在金融机构“风险大”等问题，跨越传统融资的门槛，获得较低成本的融资。

众多中小型零售商，如果和怡亚通有业务合作关系，在有资金需求时就可以登录怡亚通的网络金融服务平台申请贷款，通过审核后就可以获得相应的贷款，以缓解资金流通的压力，同时他需要付出的时间和资金成本则远低于传统的融资方式。

图表 47：怡亚通打造 O2O 网络金融服务平台



资料来源：上市公司，宏源证券

怡亚通打造 O2O 网络金融服务平台主要有三大优势：

第一，丰富的资源。从 2009 年至今，怡亚通已在全国近 200 个城市建有整合分销平

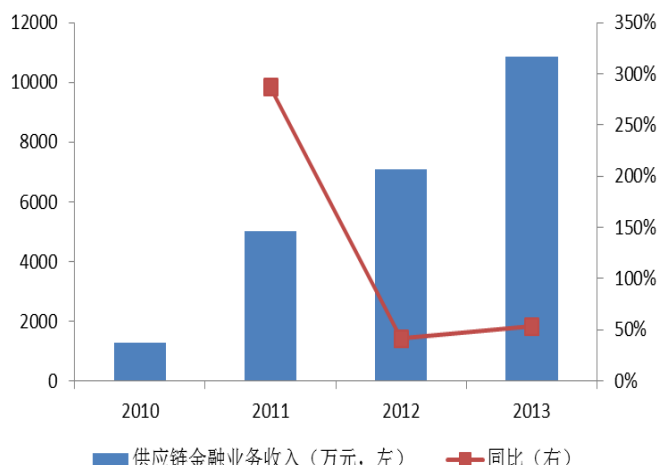
台，拥有近千个国内外知名品牌，覆盖零售终端 100 万个，未来三年将全部完成 380 个城市网络建设，覆盖超过 300 万个终端。汇集的庞大资源，为怡亚通金融服务平台的建设奠定了基础。

第二，良好的银企关系。上市公司的资历、良性的业务发展创造了怡亚通良好的信用和银企关系。

第三，供应链行业经验的沉淀。十多年的经营发展，怡亚通具备了对商流、物流、信息流、资金流高效的管理能力，另外全信息化的运营体系，让金融机构随时了解零售商的相关数据信息以掌控风险，也成为怡亚通打造 O2O 网络金融服务平台的关键优势。

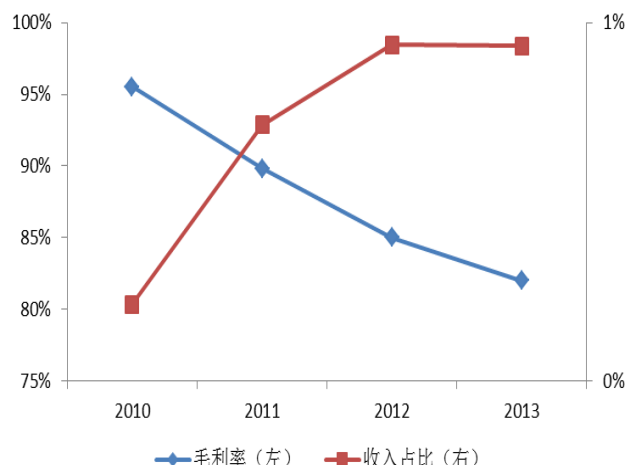
公司供应链金融业务主要通过旗下的宇商小额贷款公司完成，为供应链上下游企业提供完善的资金配套及供应链融资服务。之后，公司又于 2012 年分别成立了宇商资产管理公司和宇商融资租赁公司，并于 2013 年在赣州市投资人民币 2 亿元设立了网络小额贷款公司，从而为客户提供更全面，更专业的供应链金融服务，以帮助客户解决资金难题。截止 2013 年 12 月底，宇商小额贷款公司的利息及手续费收入为 1.09 亿元，毛利率为 82.69%。

图表 48：供应链金融业务收入及增速



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 49：供应链金融业务毛利率及收入占比



资料来源：上市公司，宏源证券

公司发展供应链金融的初衷就是为了更好地为客户提供配套服务，主要目的在于提高服务质量，并增强客户粘性。因此供应链金融业务本质上是供应链服务的伴生品。下游客户获得了公司供应链融资后，其业务规模和库存管理能力均有提升，反过来促进公司业务量增长，二者相得益彰。

五、两天两地一平台战略全面启动，快消品商社已具雏形

(一)、绘就战略蓝图，实现新的突破

在新一代信息技术的支撑下，互联网将加速行业竞争的广度与深度，给供应链企业带来的最大价值是无边界的资源整合力量、客户的共享平台、信息互动中心及快速客户体验的创新。互联网供应链将驱动行业供应链变革，各行业在商流、物流、信息流、资金流的贯通与整合上也将更为高效。

多年来，怡亚通在广度业务、深度业务及全球采购中心上积累了丰富的供应链资源，上游品牌客户超过 1000 多家，下游终端客户则超过几百万个。在各行各业日益拥抱互联

网的当下，怡亚通将充分发挥线下资源优势，通过打造“两天两地网”、“一平台”实施互联网供应链战略，实现新的突破。

“两天网”，即怡亚通打造的两大互联网平台——B2B“宇商网(www.esunny.com)”和B2C“和乐网(www.365hele.com)”；“两地网”，即怡亚通打造的两大渠道下沉供应链平台——“380”深度分销平台与和乐生活连锁加盟超市；“一平台”，即怡亚通打造的物流主干网——物流平台。

图表 50：怡亚通两天两地一平台战略架构



资料来源：上市公司，宏源证券

其中，宇商网主要致力于搭建上下游合作伙伴共享平台；和乐网则实现 B2C+O2O 全渠道营销功能；380 平台打造一个覆盖全中国广袤流通市场的深度分销服务平台；和乐生活超市，以中国三至五线乡镇为目标市场，联合怡亚通的电商平台，打通线上线下 O2O 的全渠道；怡亚通自有的全国物流体系，则将会是“两天网”、“两地网”运转的动脉，为上下游客户提供深入一至五线城市的配送服务。

图表 51：怡亚通战略架构及功能定位

战略架构部分	功能及定位
宇商网 (www.esunny.com)	基于线下市场，以怡亚通合作客户为目标用户，打造互联网全程供应链，改变传统的运作模式，为上游（品牌商）、下游客户（零售商）构建一个全新的 B2B 交易沟通平台，提供包括商品交易、信息交换、物流配送、供应链金融、市场咨询等一系列增值服务
和乐网 (www.365hele.com)	整合怡亚通上游品牌客户资源，开放给消费者，并针对大型企业或个人开放团购等服务。和乐生活超市将成为线下交易的前台，消费者在线上上和乐网筛选商品与服务，之后交由线下完成交易。同时提供供应链全运营、采购经销、代运营服务及 B2C 供应链服务等多种模式，并与怡亚通的和乐生活超市链接，为消费者实现快速配送。
“380”深度分销平台	“380 平台”建立一个最强大最系统最完善的终端销售管理体系，实现全国的网络平台资源共享，未来“380 平台”将链接中国超过 500 万个实体终端，覆盖人口超过 10 亿，有效解决企业渠道下沉面临的成本、人才、运营三大难题，帮助品牌企业高效分销、快速直供中国所有终端网点。
和乐生活超市	公司以乡镇县为主战场建立统一管理的和乐生活超市（百货家电为主），由 380 平台及网上平台统一供应商品。各联盟超市根据需求通过网上平台采购

各类新商品。同时，线下和乐生活超市与线上和乐网相结合，消费者可以在线上选购商品并支付，订单将会被分配给离消费者最近的连锁加盟超市进行配送，从而为当地门店提升客源。

怡亚通 B2C 物流主干网

怡亚通在全国已有主干点建立超过 30 个省级 B2C 物流分拨中心，遍布全国近 200 个城市（3 年内将达到 380 个），可为各网上品牌商城建立全国共享物流网络，实现快速响应配送服务，全方位为客户提供互联网供应链服务。

资料来源：上市公司，宏源证券

（二）、打通线上线下，平台化优势得以巩固

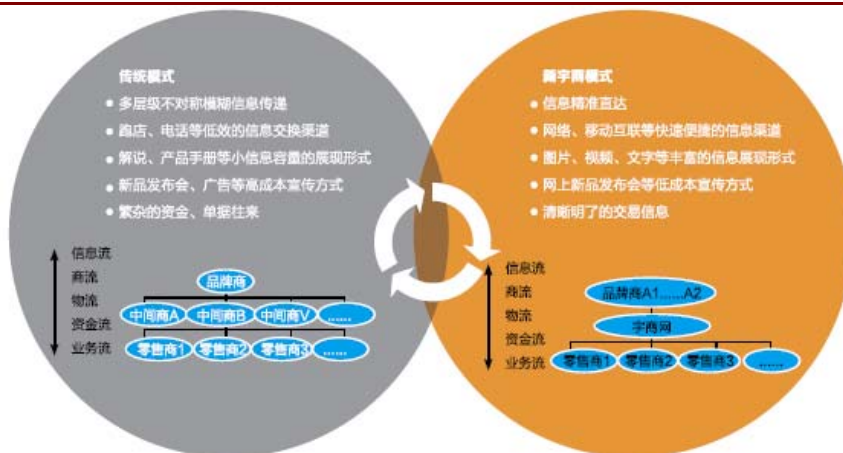
2014 年初，O2O 成为了互联网最热门词汇，“线上线下相结合”的概念改变了互联网企业独自狂欢，传统企业彷徨终日的状况。在互联网迅速改变全球的今天，怡亚通将在互联网方面尝试新的突破，充分发挥全国分销平台的优势，实施互联网供应链战略，通过全面升级宇商网，搭建上下游合作伙伴的共享平台。

宇商网创立初期的定位是开放型平台，与传统电商类似。但目前公司打算将宇商网改版成封闭平台。新宇商网将基于线下商场，打造互联网全程供应链，为上下游构造全新的沟通平台，提供包含商品交易、信息交换、物流配送、供应链金融、市场咨询等一系列全程供应链服务。从形式上来看，同样是为上下游客户提供服务，但带有“供应链基因”的宇商网，注定与传统电商有着本质区别。

宇商网与 和乐网平台是公司现有业务模式创新下的产物

传统模式下的信息传递，是多层级且不对称的模糊信息的传递，而宇商网则彻底改变了这一状况，作为连接上下游的整合平台，宇商网上的信息可以精准地直达供需双方。传统模式下的平台并不参与品牌商与零售商之间的商流、资金流、物流、信息流的信息交换；而宇商网不仅在“四流”交换的过程中，不仅只扮演了传播通道的角色，而是直接参与了品牌商和零售商的信息交换过程中去，成为信息资源的管理者和整合者，同时借助公司线下供应链管理的优势，真正做到线上线下相结合，为客户提供全方位的供应链服务。

图表 52：新宇商网与传统电商模式存在本质差异



资料来源：上市公司，宏源证券

线上平台和乐网，不仅拥有公司平台所承载的数以千计优秀品牌商的商品资源，能够实现在线购买，也能够满足消费者线上筛选商品与服务，再到线下完成交易和体验。

据中国互联网络信息中心统计,中国农村网民规模已达 1.77 亿,占整体网民的 28.6%,城乡互联网普及差距进一步缩减,农村网民已经成为中国互联网的重要增长动力。和乐生活超市就能充分借助怡亚通“天网”、“地网”优势,将互联网与实体商业进行完美融合,实现消费者在线上和乐网下单,并借助和乐生活超市的高覆盖率、怡亚通 380 个快消平台的强大运作体系,实现乡镇市场“最后一公里”的快速配送。

“地网”是“天网”的坚实基础

新宇商网应和 O2O 大潮而生,应当归功于公司此前的战略布局。380 平台的“地网”已基本铺设成型,为新宇商的“天网”打造了极为坚实的基础。上游品牌商客户已超过 600 家,并每年不断增加,下游终端则已经超过 100 万个,并且公司预计近两年每年都将以 50 万个终端的速度增长,这些原有客户都将成为新宇商网的第一批客户,线下的合作保证了上下有客户的质量。公司今后仍将持续严控,从源头上保证供应链客户的品质。

除了定位为 B2B 的 380 平台外,和乐生活超市将成为公司线下 B2C 平台不可或缺的一环。启动和乐生活超市项目,以连锁加盟的形式,招盟具有现代零售思想、认同供应链运作理念、想开店创业或进行门店升级的中小零售商,按照“和乐生活超市”的现代化体系化的连锁运营管理,结合怡亚通完善的供应链运作优势,为中小零售商创造发展先机。同时,“和乐”提供超强大的加盟支持,坚持零加盟费,低保证金,管理费少,货品正,平台强五大原则,门槛低,毛利高,让加盟商的零售大有可为。

图表 53: 和乐超市是公司 B2C 线下平台重要布局



资料来源:上市公司,宏源证券

图表 54: 和乐生活超市主要货物品类



资料来源:上市公司,宏源证券

在营造规范、统一、现代的门店形象的同时,和乐生活超市也具备一套专业化、国际化的“零售运作服务系统”,让小超市也享有 500 强的零售管理体系。

图表 55: 和乐超市享有公司先进的管理体系

管理系统名称	主要功能
门店管理系统	国内唯一通过 ARTS 国际零售协会标准的门店管理系统能够为门店运营提供全方位指导及支持
信息化系统运作	和乐生活超市享有怡亚通搭建的强大数据信息服务平台、门店 POS 系统、财务管理系统,客户管理系统、会员管理系统、库存管理系统、销售数据统计分析系统等一系列信息管理体系,以先进的信息化系统实现门店与客户管理的现代化水平,并实现总部、联盟门店、物流配送三方数据实时共享

物流及配送体系

和乐生活超市运用先进的商品自动化分拣系统,运用电子标签辅助拣货系统,保证出货速度和及准确率,保证物流及时配送,降低商品的周转天数,提高新鲜度

专业化团队指导

公司庞大的快消品市场团队很多是在世界 500 强零售及快消企业工作十余年的行业精英,能够从新店筹建、门店装饰、商品陈列、推广促销、人员培训等提供一系列指导与支持。公司还将设立零售学院,为加盟商的门店源源不断输送具有专业运营知识和经验的零售人才

品牌与会员营销体系

公司专业团队能够为各和乐生活超市提供商品资讯、商品促销支持,通过策划品牌及促销活动,提升门店竞争力。同时,以会员营销制在所有联盟门店发展会员、共享会员资源、进行会员升级,并通过微信营销,网络推广、地面推广,增强联盟门店与会员之间认知度,帮助门店进一步拓展和稳定客源

资料来源:上市公司,宏源证券

公司自有的全国物流体系,将成为新宇商网运转的动脉,为上下游客户提供从一线城市到五六线城市的物流配送服务。目前公司在全国已有主干点建立了超过 30 个省级 B2C 物流分拨中心,遍布全国近 200 个城市,可为网上品牌商城建立全国共享物流网络,实现快速响应配送服务。

大数据与供应链整合,进一步提高公司核心竞争力

公司被称为“中国第一供应链整合平台”,辐射企业数百万家。面对来自企业自身应用、运营的数据以及供应链各环节方产生的各种各样的庞大数据,公司一直注重利用信息技术对供应链进行整合,自主研发了一系列行业领先的信息系统,集成了前线销售管理、商务运营、财务管理、仓储管理,到后端客户管理、人力行政管理等各业务功能,准确掌控运营数据、财务数据、外部数据,实现一体化信息管理,从而在公司迈向 1000 亿目标的业务拓展过程中支持业务与管理模式的快速复制和到位,支撑整个供应链系统高效运作,为公司商业发展战略服务。

信息技术给供应链发展提供了大量机遇,供应链大数据将是商业决策基础。怡亚通将不断加强信息化建设,通过对商业数据的获取、储存、搜索、共享、分析、可视化呈现,为公司战略实施和商业决策提供有力支持,并通过技术的集成达到与企业间相连相通,在组织一体化同时达到系统一体化,使整个供应链系统运作一体化,实现高效的资源共享及快速响应来满足客户需求。

图表 56: 怡亚通信息系统战略规划



资料来源:上市公司,宏源证券

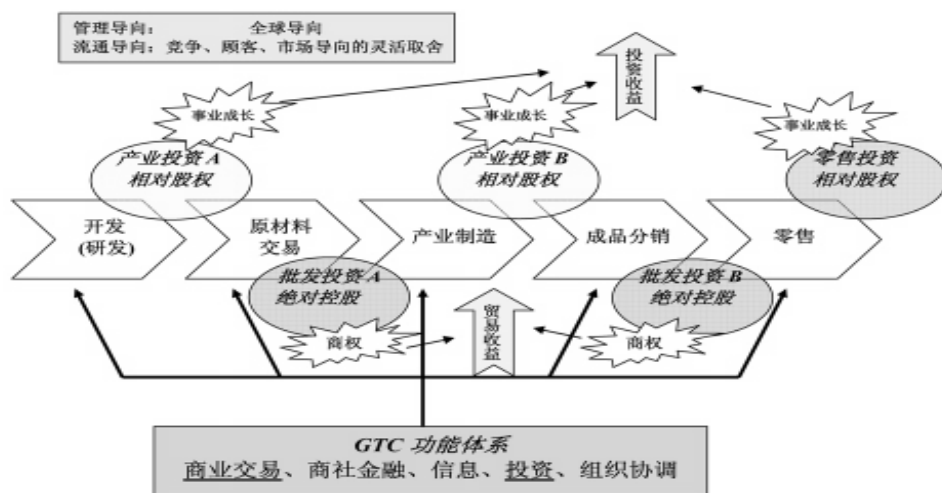
(三)、快消品综合商社已现雏形，未来值得期待

1、日本综合商社拥有极其强大的供应链掌控能力：

日本综合商社起源于 150 年前的日本明治时代初期。现代意义上的日本综合商社，是指以商业职能为主导，兼具金融、信息、服务、组织等功能为一体的国际化、实业化、多元化、集团化的综合性商业组织、大型跨国公司。

综合商社是以流通和管理导向为市场开拓基础，以功能体系的效用为全球战略，以投资股权为全球网络控制手段，将多种关键因素融入产业链中。综合商社凭借自身优势在批发流通体系中产生了大量“商权”，并在产业链的扩张过程中进一步扩大“商权”；另一方面，综合商社广泛参与部分生产企业和商业企业投资，这些厂商和零售商反过来能更好地利用综合商社的流通交易优势，加快其自身的业务周转和成长速度。商社正是利用这种互补运营体系，为其产业链的整合提供持续的资源支持

图表 57：合商社(GTC)运营模式图



资料来源：北方经贸，宏源证券

日本综合商社之所以能够成为日本大牌企业崛起的幕后推手，甚至决定日本经济，主要原因在于其具有强大的流通、金融与信息掌控力。

强大的流通体系

日本的整个流通系统网络以商社为主体，以大中城市为依托，加上规模不同的代理店、特约店、零售店以及生产企业、工业公司的销售网络，形成了一个多层次的、大中小并举的庞大的网络型系统。商社在整个联合体中植入了统一的管理模式，让整个联合体密不可分，而联合体之间相互依存、相互支持，却并不存在纵向的行政领导关系。

1、多维整合资源，创造规模效益

综合商社特别强调对全球资源的整合和控制力，并不断推进对物流领域的渗透。首先，综合商社通过投资，在一些大城市、沿海主要港口和交通枢纽地区建立大型仓储和运输设施，作为一级进口基地，再根据国内外市场供求关系变化，选择合适的时机和价位，组织进口，进行储备，适时地将储备产品运送到各地市场。

其次，通过与国内流通企业特别是物流企业进行协作，对现有的物流资源进行重新组合和配置，构建多层次的包括全国性、市级、县级、物流体系，形成一级进口基地→二级

批发网→三级批发网→零售网的商流、物流周转网络。

再次，综合商社还将自己的物流体系与各批发团地进行对接，将一些与自己联系密切的批发企业网罗到旗下，组成纵向性的流通体系，加大物流的扩散力和辐射力。

商社多维整合资源，构建一体化、敏捷高效的物流网络系统，发挥整体优势和规模优势，实现各维度企业的专业化和互补性。同时，这些企业还可共享资源，降低经营总成本，获得规模效益。

2、深入渗透产业链，推动上下游合作与整合

日本人经常把产业链比作河流，制造商位于上游，零售商居于下游。商社积极地推动产业链企业之间的事业合作与整合，扮演产业链合作的“联结者”角色。

在商社的参与下，零配件厂商和生产企业的关系是一种长期的、稳定的合作关系。一个零配件厂商的绝大部分产出都供应给一个或两个主要的生产企业，而主要的生产企业一般会在供应商那里拥有一定的股份和指挥权。由于在长期交易关系中居于支配地位，大企业可以要求协作企业采用“最佳时态”供货制，通过适时适量供应零部件来降低库存，提高有效开工率。

而对于经销商，生产企业对其的影响也十分深入，他会对全体经销商进行教育培训，以提高销售效率，并从人员和技术上协助他们进行销售和售后服务。不景气的时期，还可以通过协商，上下游共同承担利润，减少危机的负面影响，形成一种风险共担，利益共享的关系。

3、专注服务，帮助企业提升物流能力

综合商社在海外获取资源，在整合产业链的过程中将更多的资本投放在对生产企业的上游原料物流和下游产品的销售代理权中。日本大企业通过综合商社（综合商社对产业链的各个环节的企业采用小额入股）“小资本+大物流”的方式被组织在一起。这种“只服务不控股”（控股主要由日本的生产型企业来做）的方式更易于形成长期稳定的合作关系，而且又把经营风险降到了最低。

对于制造型企业来说，将企业的物流职能从其生产职能中剥离开来，由商社提供专业的物流企业服务，能强化自身的物流管理，降低物流活动总成本，从而提升市场竞争力。据统计，日本钢材总销量的97%都是通过商社销售的，生产厂家倚重商社，正是源于商社这种生产与流通专业化分工明确、物资流通高度社会化的模式。

坚实而牢靠的金融后盾

综合商社在日本又被称为“第二银行”，或“影子银行”，但它与单纯的银行又不同，有投资银行的功能，又有对关联中小企业的融资功能。金融功能是综合商社以巨大的筹资能力为基础，以广泛的金融服务为纽带和手段，建立起贸易、金融、产业相互联动发展的一种金融运作机制。

综合商社利用其强大的融资能力、广泛的信息网和有效的组织能力为国内外企业提供“商社金融”服务，包括：商社信用、直接投资融资和租赁服务，为企业主要是下属企业提供以商品的赊购与赊销票据的支付与收取为中心的金融服务，解决其经营活动所需的大部分周转资金，保证再生产的顺利进行。日本企业在综合商社巨大的金融服务后盾下，获得坚实的资金优势，在国际竞争中保持强大的生命力。

庞大而高效的信息网络

日本大牌企业之所以能在全世界取得屡屡战绩，很大程度上靠其信息优势获得交易成功。一个企业再大牌，靠自身的力量要掌握来自全世界的商业信息，也是不可能的。信息搜集工作必须交由专门的机构去做，在日本，这个工作正是由综合商社来完成。

日本各大商社都有一套依靠计算机和通讯网络支撑的反应快速灵活的信息传递网络，其信息搜集、加工处理和传递能力堪称世界第一。

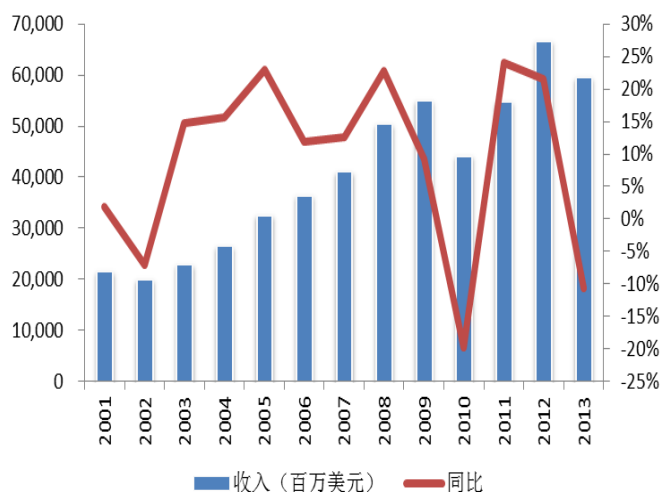
综合商社大约 5~60 秒钟即可获得世界各地金融市场行情，1~3 分钟即可查询日本与世界各地进出口贸易商品品种、规格的资料，3~5 分钟即可查出国内外 1 万多个重点公司的各年度生产情况，5~10 分钟即可查出各国政府的各种法律、法令和国会记录，5 分钟即可利用数量经济模型和计算机模拟画出国内外经济变化带来影响的曲线图。

综合商社随时掌握着世界各地的经济动向和贸易上所需要的任何一个哪怕是极其微小的信息情报，并利用这些情报信息开展各种各样的信息服务，如信息编译、咨询，以及竞争对手及其市场占有率、产品质量、品种、价格的动态分析等。

企业需要什么样的信息，只要求助于综合商社，商社就会立即启动自己的庞大信息网络，为其提供最满意的答案，从而帮助企业提高在世界贸易中的竞争能力，获得打入和占领世界市场的先机。

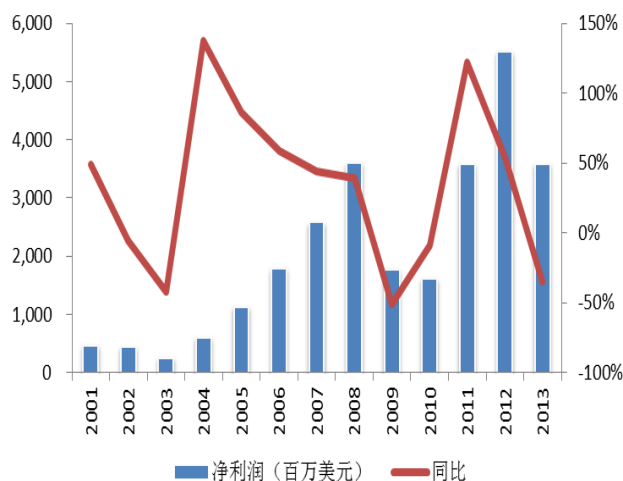
三井物产是世界上最大的综合商社之一，又是日本综合商社的先驱者，有着悠久的历史，至今已延续了百余年。从 1876 年创业开始，三井物产已成为日本最大的一家综合商社，经营范围包括钢铁、纺织、机械、化工、能源、电子和信息、粮油食品、有色金属、轻功建材的内贸、进出口贸易和转口贸易等。1980 年，三井物产在北京设立了中国首家事务所，现在中国已发展成为拥有 14 个事务所以及 100 余家合资、独资企业的大规模办事、贸易和生产机构。三井创业以来的几百年间，为适应时代要求，在粮食、机械、能源、纤维、物资、金融等广泛领域，培育了形形色色的产业资本。

图表 58：三井物产收入近年稳中有增



资料来源：bloomberg，宏源证券

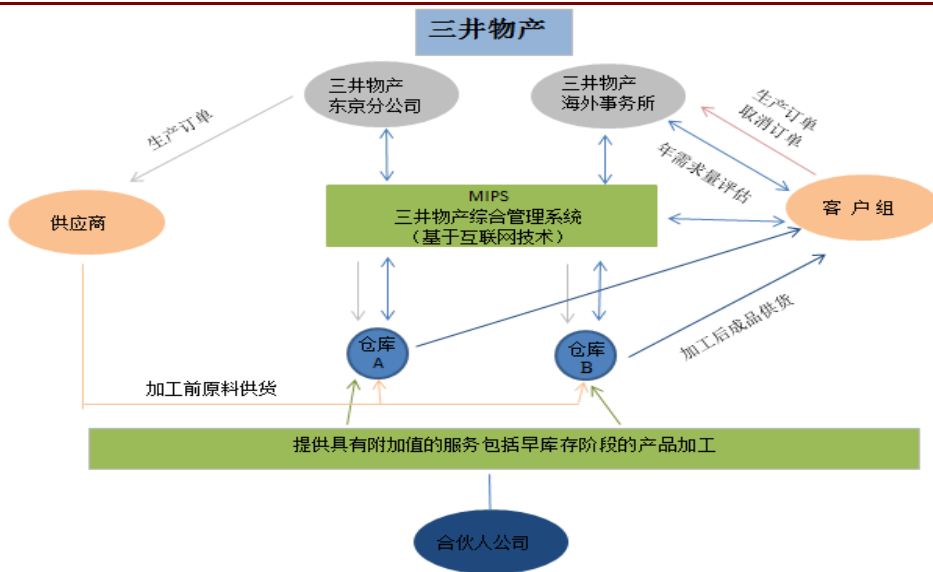
图表 59：三井物产净利润 12 年达 50 亿美元



资料来源：bloomberg，宏源证券

三井物产获得如此巨大成功的原因很多，其中很关键的一点就是整体商业运作构想，即：供应链集成服务运作思想。其最终的诉求都是通过产业链的延伸与扩张，整合多方资源、形成供应链集成服务的能力，最终为客户提供各种目标的系统解决方案。

图表 60：三井物产的供应链管理模式的



资料来源：公开资料，宏源证券

日本综合商社在贸易代理、生产制造、金融服务职能、物流运输、信息咨询和科技开发等方面形成了“完整业链”，从而使日本流通业迅速实现了现代化，并保障着“日本制造”在国内市场流通体系的主导地位。日美两国的成功模式对于流通发展严重滞后的中国无疑具有极大的借鉴意义。

2、怡亚通欲打造中国快消品流通领域的综合商社：

在快消品领域，怡亚通正欲通过打造多维价值平台——“深度 380”，突破传统经销商经营模式，致力于成为中国快消品流通领域的“综合商社”。

从功能上看，综合商社主要包括贸易、金融投资、信息、组织协调、开发、物流等六大功能。对比怡亚通的情况来看，其在目前的供应链业务中，已至少具备金融、物流、组织协调、信息四大功能，380 平台更是组织协调功能的最完美发挥。由于怡亚通本质上仍属于供应链企业，以服务作为业务出发点，因此公司部分业务虽然形式上类似于贸易，但实质上与贸易有很大差别；此外，公司的产品整合业务实际上也具有开发功能，但公司目前重点发展深度供应链业务，因此并未完全发挥出开发方面的功能。

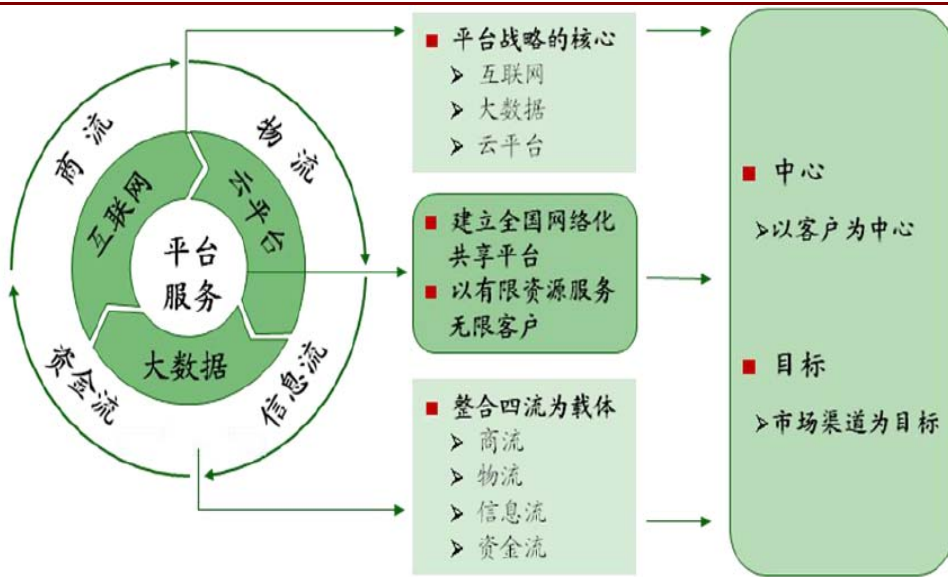
图表 61：怡亚通已具有综合商社大部分功能



资料来源：公开资料，宏源证券

怡亚通计划将380平台打造为国内最大的B2B或B2B2C供应链服务整合平台及网络，通过取得上下游业务资源，扩大公司在快速消费品领域的市场占有率，形成全国性的直供终端平台，共享消费渠道及终端资源，帮助品牌企业高效分销、快速覆盖终端网点，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。怡亚通与三井物产在供应链的切入点有所差异，三井物产通过“商流”切入供应链集成服务，而怡亚通不参与贸易环节，主要通过“资金流”以及“物流”切入到供应链服务中。但从效果上看殊途同归，二者最终均是通过整合多方资源、形成核心竞争力。

图表 62: “整合”是380平台的核心



资料来源：上市公司，宏源证券

怡亚通“深度380”平台，正从以下几个方面打造快消品的综合商社：(1)布局全国，铺建快速流通渠道；(2)聚焦规模化经营，降低总成本；(3)现代信息化服务，提升整体效率；(4)资本运作，金融功能渗透；(5)专业化团队，全面提升管理水平。

总体而言，怡亚通的380平台是中国流通体系的一次模式创新变革，其商业价值值得期待。

六、重要假设和业务预测

1、重要假设

- 1、深度 380 业务：假设 14-16 年，380 平台业务量分别为 130 亿，240 亿和 350 亿，毛利率 5.5%-6%，净利率 1%-2%。
- 2、深度非 380 业务：海外供应链业务、贵金属业务 14-16 年增速分别为 20%和 10%。
- 3、广度业务：14-16 年收入增速为 5%，业务综合费率保持约 3%，毛利率维持在 48%左右。
- 4、产品整合业务：14-16 年收入增速分别为-40%，-30%和-30%，毛利率分别为 3.2%，3.1%和 3%。
- 5、供应链金融业务：14-16 年营收分别增长 50%，40%和 30%，毛利率约为 82%。

2、业务预测

图表 63：公司业务预测表

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）							
广度业务（委托分销采购）	75,544.87	92,402.43	91,576.74	96,005.91	100,806.21	105,846.52	111,138.84
YOY%	73.95%	22.31%	-0.89%	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	310,489.34	481,207.63	489,206.00	970,935.00	1,897,826.69	3,083,011.19	4,281,794.50
YOY%	166.60%	54.98%	1.66%	98.47%	95.46%	62.45%	38.88%
产品整合业务（虚拟生产）	218,037.15	123,868.10	167,597.00	84,479.00	50,687.40	35,481.18	24,836.83
YOY%	107.64%	-43.19%	35.30%	-49.59%	-40.00%	-30.00%	-30.00%
供应链金融业务	1,297.99	5022.80	7,090.00	10,874.00	16,311.00	22,835.40	29,686.02
YOY%		286.97%	41.16%	53.37%	50.00%	40.00%	30.00%
合计	605,369.35	702,501.0	755,469.74	1,162,293.91	2,065,631.30	3,247,174.28	4,447,456.19
YOY%	128.53%	16.05%	7.54%	53.85%	77.72%	57.20%	36.96%
营业成本（万元）							
广度业务（委托分销采购）	46,790.94	55,303.56	54,809.38	49,990.28	52,419.23	55,040.19	57,792.20
YOY%	84.06%	18.19%	-0.89%	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	299,627.74	454,111.51	455,464.00	920,346.48	1,793,446.22	2,904,196.54	4,024,886.83
YOY%	171.98%	51.56%	0.30%	102.07%	94.87%	61.93%	38.59%
产品整合业务（虚拟生产）	212,595.46	121,657.63	161,893.00	81,654.00	49,014.72	34,345.78	24,066.88
YOY%	110.03%	-42.78%	33.07%	-49.56%	-39.97%	-29.93%	-29.93%
供应链金融业务	58.19	511.46	942.93	1,882.00	2,935.98	4,110.37	5,343.48
YOY%		778.93%	84.36%	99.59%	56.00%	40.00%	30.00%
合计	559,072.34	631,584.2	673,109.31	1,053,872.76	1,897,816.14	2,997,692.88	4,112,089.40
YOY%	136.08%	12.97%	6.57%	56.57%	80.08%	57.95%	37.18%
营业利润（万元）							
广度业务（委托分销采购）	28,753.93	37,098.87	43,773.68	46,015.63	48,386.98	50,806.33	53,346.64
YOY%	59.67%	29.02%	17.99%	5.12%	5.15%	5.00%	5.00%
深度业务（采购销售）	10,861.60	27,096.12	33,742.00	50,588.52	104,380.47	178,814.65	256,907.67
YOY%	72.47%	149.47%	24.53%	49.93%	106.33%	71.31%	43.67%
产品整合业务（虚拟生产）	5,441.68	2,210.47	5,704.00	2,825.00	1,672.68	1,135.40	769.94
YOY%	43.79%	-59.38%	158.04%	-50.47%	-40.79%	-32.12%	-32.19%
供应链金融业务	1,239.80	4511.33	6,147.07	8,992.00	13,375.02	18,725.03	24,342.54
YOY%		263.88%	36.26%	46.28%	48.74%	40.00%	30.00%
合计	46,297.01	70,916.8	89,366.75	108,421.15	167,815.15	249,481.40	335,366.79
YOY%	64.81%	53.18%	26.02%	21.32%	54.78%	48.66%	34.43%
毛利率							
广度业务（委托分销采购）	38.06%	40.15%	47.80%	47.93%	48.00%	48.00%	48.00%
深度业务（采购销售）	3.50%	5.63%	6.90%	5.21%	5.50%	5.80%	6.00%
产品整合业务（虚拟生产）	2.50%	1.78%	3.40%	3.34%	3.30%	3.20%	3.10%
供应链金融业务	95.52%	89.82%	85.00%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%
合计	7.65%	10.09%	11.83%	9.33%	8.12%	7.68%	7.54%

资料来源：上市公司，宏源证券

七、盈利预测与投资建议

1、盈利预测:

预计 2014-2016 年公司将实现归属母公司股东净利润 3.13, 4.54 和 6.67 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 0.32, 0.46 和 0.68, 同比增长 56.36%, 44.88%和 46.82%。

2、投资建议:

公司是国内领先的综合供应链管理龙头, 顺应快消品渠道变革趋势, 公司打造 380 平台深耕渠道下沉, 完成深度二次转型, 今年开始逐步进入收获期, 怡亚通 380 平台进入快速爆发期。我们预计 3 年内 380 平台业务量将达到 130 亿、240 亿和 350 亿元。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.32, 0.46 和 0.68, 同比分别增长 56.36%, 44.88%和 46.82%。当前股价对应 47x14PE、33x15PE 和 22x16PE, 考虑到在消费升级和快消渠道下沉加速推进下, 公司 380 平台已形成突破之势, 未来有望超预期爆发, 同时公司战略架构成型, 未来成长有持续超预期的可能, 我们上调公司为“买入”评级”, 目标价 20 元。

图表 64: 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率 TTM	市盈率 LYR	PB	13EPS
002183	怡亚通	2014/12/20	14.95	51.40	73.61	5.51	0.20
002210	飞马国际	2014/12/20	18.19	52.49	65.36	10.39	0.28
002245	澳洋顺昌	2014/12/20	10.50	32.58	41.13	5.06	0.26
002492	恒基达鑫	2014/12/20	13.52	76.41	33.33	1.91	0.41
002711	欧浦钢网	2014/12/20	49.11	65.74	49.56	9.33	0.99
300013	新宁物流	2014/12/20	13.01	551.30	238.28	3.49	0.05
300240	飞力达	2014/12/20	12.99	51.53	40.78	2.26	0.32
300350	华鹏飞	2014/12/20	19.70	69.32	55.81	4.22	0.35
600057	象屿股份	2014/12/20	11.05	26.35	39.35	5.26	0.28
600119	长江投资	2014/12/20	15.74	146.27	134.07	6.47	0.12
600153	建发股份	2014/12/20	10.67	11.26	8.87	1.90	1.20
600180	瑞茂通	2014/12/20	13.09	23.31	24.23	6.54	0.54
600270	外运发展	2014/12/20	17.74	26.42	23.59	2.88	0.75
600676	交运股份	2014/12/20	8.72	24.10	25.04	2.37	0.35
600787	中储股份	2014/12/20	10.49	40.59	29.04	1.74	0.36
600794	保税科技	2014/12/20	14.63	48.54	40.10	6.94	0.36
603128	华贸物流	2014/12/20	15.92	62.30	78.31	4.93	0.20
平均				80.0	58.9	4.8	

资料来源: WIND, 宏源证券

八、风险提示

- 1、380 平台推进大幅低于预期
- 2、人民币汇率波动大幅变化

图表 65: 三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4228	5506	4851	4862	营业收入	11623	20656	32472	44473
应收款项	4005	6663	10475	14346	营业成本	10520	18979	29978	41120
存货净额	1971	3146	4962	7111	营业税金及附加	32	62	91	111
其他流动资产	1300	2068	3317	4656	销售费用	74	124	195	289
流动资产合计	11532	17410	23632	31002	管理费用	598	976	1499	1939
固定资产	519	591	591	606	财务费用	108	119	139	164
无形资产及其他	58	53	48	44	投资收益	42	20	20	20
投资性房地产	2051	2051	2051	2051	资产减值及公允价值变动	(45)	(22)	(18)	(29)
长期股权投资	360	360	360	360	其他收入	(19)	0	0	(0)
资产总计	14521	20466	26682	34062	营业利润	268	394	572	841
短期借款及交易性金融负债	7786	11307	15198	20644	营业外净收支	(5)	10	10	10
应付款项	1960	4321	6628	8706	利润总额	263	404	582	851
其他流动负债	786	1412	2227	3047	所得税费用	55	85	122	179
流动负债合计	10531	17040	24053	32397	少数股东损益	8	6	6	6
长期借款及应付债券	891	891	891	891	归属于母公司净利润	200	313	454	666
其他长期负债	132	132	132	132					
长期负债合计	1023	1023	1023	1023	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	11554	18063	25076	33420	净利润	200	313	454	666
少数股东权益	292	282	272	263	资产减值准备	4	(19)	0	0
股东权益	2674	2121	1335	379	折旧摊销	28	29	36	42
负债和股东权益总计	14521	20466	26682	34062	公允价值变动损失	45	22	18	29
					财务费用	108	119	139	164
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(4021)	(1632)	(3753)	(4462)
每股收益	0.20	0.32	0.46	0.68	其它	(10)	8	(11)	(9)
每股红利	0.37	0.88	1.26	1.64	经营活动现金流	(3754)	(1278)	(3255)	(3734)
每股净资产	2.71	2.15	1.35	0.38	资本开支	388	(100)	(50)	(80)
ROIC	3%	3%	4%	4%	其它投资现金流	(3)	0	0	0
ROE	7%	15%	34%	176%	投资活动现金流	25	(100)	(50)	(80)
毛利率	9%	8%	8%	8%	权益性融资	832	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	2%	2%	负债净变化	506	0	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	2%	2%	支付股利、利息	(361)	(866)	(1240)	(1621)
收入增长	54%	78%	57%	37%	其它融资现金流	2016	3521	3891	5446
净利润增长率	60%	56%	45%	47%	融资活动现金流	3137	2655	2651	3824
资产负债率	82%	90%	95%	99%	现金净变动	(592)	1277	(654)	10
息率	2.5%	5.9%	8.4%	11.0%	货币资金的期初余额	4820	4228	5506	4851
P/E	73.6	47.1	32.5	22.1	货币资金的期末余额	4228	5506	4851	4862
P/B	5.5	7.0	11.0	38.9	企业自由现金流	(3207)	(1296)	(3206)	(3699)
EV/EBITDA	61.7	60.2	53.4	45.6	权益自由现金流	(686)	2132	574	1617

资料来源: wind, 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪金牌分析师亚军。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

刘 攀: 上海交通大学硕士, 3 年机械行业研究经验, 1 年产业融资租赁行业经验, 宏源证券交运行业组(设备方向)分析师。擅长草根挖掘投资机会, 重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

王滔: 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李 倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
机构	北京保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。