



买入 维持

怡亚通（002183）

2010 年 09 月 13 日

颠覆与重构，怡亚通的蓝图

交通运输行业分析师：钱列飞
SAC 执业证书编号：S0850210050004
qianlf@htsec.com
021-23219104

2010 年 9 月 10 日收盘价：14.83 元，6 个月目标价：21.30 元

在 9 月 6 日发布的怡亚通深度报告《二次“深度扩张”与怡亚通的未来——奔跑着的火烈鸟》中，我们详细介绍了怡亚通的商业、盈利模式以及公司正在经历着的深度转型。本文拟进一步探讨我们所理解的怡亚通及其商业模式！

怡亚通的商业模式归结为一句话，即替客户打理供应链条，使其顺畅高效。如果将客户（以制造商为例）的供应链简化为三环节：生产前、生产、生产后，作为一站式供应链管理商，怡亚通则可同时为这三个环节提供各项增值服务。

从注册资本仅 50 万元的代理商成长为注册资本超 5.5 亿元的一站式供应链管理商，公司仅用了 12 年多的时间，怡亚通的成长值得尊敬。那么，始于 2010 年的另一个 10 年、5 年甚至 1 年，二级市场能期待些什么？

全球生产组织方式新变革，催生怡亚通模式。工业革命推动了技术进步，流水线生产作业模式成为战后西方主要经济体快速增长的重要推手，企业规模越来越大，一个企业的运作囊括了供应链的几乎所有过程，如研发、采购、生产、市场营销、售后服务等。20 世纪 80 年代以来，全球和社会化生产体系逐步形成，生产组织不再局限于单个企业内部，甚至是某一国，企业供应链条往企业外部延伸，链条上不同部分开始出现在不同的企业或国家，跨企业的生产组织或协调者出现，怡亚通们出现了，开始为企业提供除研发、营销外的供应链条上各项非核心业务，推动着全球生产组织方式的变革。

怡亚通模式将重构中国现有的一些生产组织方式：

1. 颠覆传统的多级分销模式

我们将从厂商到零售商的中间环节统称为分销。我们认为，怡亚通对传统的多级分销体系的替代源于自然界优胜劣汰法则在经济领域的生动体现。

在传统的分销领域，零售商与分销商之间在销售和库存数据上的传导欠缺效率，导致“牛鞭效应”时有发生。分销商通常被迫维持大量的存货，承受资金占压以及库存风险。因为我们生活在供应过剩的世界里，下游掌握着议价权，分销商的利润和资金被挤压，而制造商也面临来自分销商的压力，大量应收账款占用着制造商的资金。

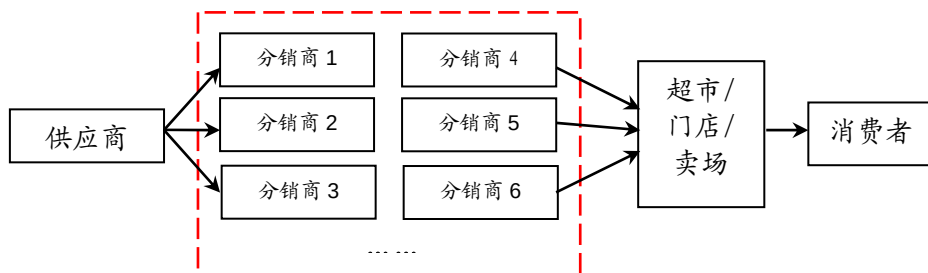
怡亚通的深度供应链业务与传统的多级分销商模式形成了直接冲突。这一业务中，怡亚通从制造商采购货物后，将货物直接分销至大型卖场、门店、超市，而省去了中间多级分销商环节。制造商无需再逐一应付众多分销商（毕竟中国幅员辽阔），只需单一委托怡亚通，实现分销渠道成本的节省。怡亚通除了提供传统的分销职能，还结合供应链管理优势提供信用支持、协助管理应收账款等增值服务，加速制造商资金回笼。借助在供应链管理服务上的竞争力，怡亚通在与多级分销模式抗衡中具备绝对优势。

但对于怡亚通来说，其自身的“渠道”如何建立？公司已开始与拥有资源的分销商、渠道商开展合作和“整合”。而“380 计划”的推出，给怡亚通“深度”业务开展带来更坚实的基础。“380 计划”中深度供应链平台集合了深度物流、深度商务、深度结算、深度金融服务等功能，比照干线物流，深度物流触及配送中心至门店间的货物分拨，触角更深、更广，

而这种供应链整合平台通过统一仓储、统一配送，可以使上游共享公司提供的平台实现成本的节省，同时还能共享彼此的下游客户，提高多方的竞争力。

对于“380 计划”的展望。380 计划分 3 步实施：项目带动平台建设 + 平台推动业务发展 + 平台网络整合等，而在第二个阶段将是盈利释放期。那么项目哪里来？公司依赖于现有业务所建立起来的良好示范效应，带动既有客户与新客户业务跨区域的拓展，公司以“订单”驱动平台建设，而非计划驱动，基于此，公司深度平台的盈利培育期将大大缩短，并将具备良好的成长前景！

图 1 传统的多级分销体系



资料来源：海通证券研究所

图 2 怡亚通深度供应链分销模式



资料来源：海通证券研究所

公司规划中的“乐番薯”，亦将依赖于“380 平台”实现扩张。市场对“乐番薯”存在误读。其实怡亚通并不是去经营这样一个零售终端，零售是由加盟商来做，“乐番薯”只是一个载体，公司本质上还是做供应链管理，在供应链环节赚取利润。乐番薯事业依赖于深度供应链平台的搭建，通过 380 平台为加盟商提供服务，怡亚通将所有城市的加盟店放在统一的平台或体系中来管理，统一订单，统一订货，获取成本优势。

图 3 借助于怡亚通深度供应链平台的乐番薯模式



资料来源：海通证券研究所

2. 颠覆富士康代工模式

富士康的代工模式依赖于土地、厂房、机器、人员等的大量投入，随着规模的持续扩张，投资回报率必然下行。怡亚通的产品整合业务则涉及整合研发、采购原材料、外包生产、配送成品等一系列环节，自身并不直接参与生产制造，其“轻资产”的模式具有很强的竞争力。轻资产使企业具备灵活的运作模式，较高的经营弹性，并驱使企业不断创新。怡亚通不需把巨额资金投放在厂房、机器、土地等固定资产上，而可以把有限的资金用于营运，充分提高资金的使用效率和回报率。

怡亚通这种外包生产的模式面临的一个问题是，代工厂的产能能否跟上公司业务扩张规模？但我们是在一个供应过剩的世界里，目前全球产能利用率仅为 50%-60%，而且随着业务规模的扩大，公司可以安排多家企业同时生产，怡亚通做好组织管理。另外，在外包生产阶段，公司会有相应的专业人员参与生产过程监督和管理，而这样一种外包模式，也帮助制造商实现了规模效益和成本下降。

怡亚通目前规模远不及富士康，但怡亚通的产品整合模式要明显优于对方，轻资产的运行模式使公司能更灵活地根据经济和市场环境调整经营策略，不会因受到固定资产牵制而带来的决策扭曲。怡亚通的产品整合业务模式可以理解为“无厂房的富士康”！

3. 颠覆阿里巴巴BtoB模式

阿里巴巴的BtoB模式在买主与卖主之间搭建了一个信息平台，而我们身处一个信息爆棚的时代，对信息获取的成本在不断下降，过去企业依赖掌控信息建立优势的能力已在消退，而通过生产组织方式的革新带来效率提升，已经成为十分重要的竞争力优势，用怡亚通线下业务带来的生产组织方式革新来支持线上业务拓展的“宇商网”模式，于是具备了长远发展空间。

怡亚通的宇商网除了可提供传统的信息服务外，将通过物流、采购、分销、供应链金融等为客户提供增值服务，这些都是纯粹的BtoB网站所无法做到的。怡亚通的优势在于，通过形成网络的地网（特别是深度供应链平台建立后）搭建天网，一开始就具备了十分坚实的基础。而让一个做传统的BtoB公司向线下转型，缺乏基石，即使有些已经开始与物流商的合作，但并无体系，更无法实现一站式供应链管理的功能。我们看好宇商网未来的发展前景，但判断短期无法贡献业绩。

结论：

就我们跟公司管理层的接触来看，怡亚通对自身的发展前景满怀信心，这种信心来自于管理层对供应链管理思想的透彻领悟以及对国内商业环境发展趋势的深刻理解。作为目前内地唯一一家可提供一站式供应链管理服务以及具备革新精神的公司，我们可以期待，怡亚通未来将继续沿着整条供应链条创新地扩充其服务清单，增强供应链管理服务的竞争力。我们在 9 月 6 日的深度报告中介绍了香港利丰集团的业务模式，不论有意抑或无意，怡亚通发展模式与其有惊人相似，但因为身处的商业环境不一样、起步时间不一样，业务重心又有不同，但本质上都是依赖于对行业和供应链思想的深刻理解为顾客打造创新、快速反应以及高效润滑的供应链条。目前怡亚通的市值为 80 多亿元人民币，而利丰集团市值约 2500 亿元人民币，怡亚通的长期发展前景值得期待！

我们暂维持 21.3 元的 6 个月目标价，继续给予“买入”的投资评级。我们的投资逻辑在于：目前国内与供应链管理相关的 A 股交通运输行业上市公司有飞马国际、新宁物流、澳洋顺昌，但 3 家公司目前提供的业务仅为怡亚通一站式供应链管理清单中相对粗放的一环，怡亚通目前正处在“深度”转型期，管理层对未来发展思路定位明确，其商业模式代表了未来生产组织方式的发展趋势和潮流，理应享受相对其他公司至少 50% 的估值溢价水平！

风险提示：（1）与计算机信息系统安全有关的风险；（2）供应链结算配套风险；（3）衍生金融交易风险。

附录：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	108.19	41.70	31.58	23.54
P/B	6.27	5.42	4.96	4.35
P/S	3.14	1.57	0.93	0.54
EV/EBITDA 注	-2568.78	8.39	6.46	5.21

偿债能力指标（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债率（%）	5.73	5.89	8.75	13.57
借款/股东权益（%）	4.61	3.97	5.82	9.16
已获利息倍数	-	-	-	-
流动比率	1.10	1.12	1.09	1.06
速动比率	1.04	0.80	0.76	0.75
现金比率	0.78	0.35	0.30	0.29

盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	10.60	8.39	8.62	8.55
息税摊销折旧利润率	-0.13	25.45	24.08	23.08
净利润率	2.90	3.76	2.94	2.28
净资产收益率	5.80	13.00	15.70	18.50
资产回报率	0.84	1.82	1.55	1.22
投资回报率	1.01	2.54	2.23	1.76

经营效率指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	1.84	2.22	2.09	2.11
存货周转率	7.28	2.88	2.09	2.11
总资产周转率	0.37	0.53	0.64	0.67
固定资产周转率	13.29	22.83	40.72	75.09

盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入增长率	-7.80	100.27	68.63	73.48
主营利润增长率	-56.58	230.57	35.98	39.21
EBIT 增长率	-127.68	-7215.30	60.50	66.91
EBITDA 增长率	-104.14	40821.91	59.58	66.27
净利润增长率	-48.87	159.46	32.03	34.18

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	264900.95	530508.60	894614.15	1551983.14
主营业务成本	236810.47	485993.62	817459.13	1419248.75
主营业务利润	28090.48	44514.98	77155.02	132734.39
营业费用	1629.52	4774.58	8051.53	13967.85
管理费用	21568.88	31830.52	53676.85	93118.99
利润总额	8609.00	26296.51	35419.73	48939.90
EBIT	-1868.60	132956.56	213393.45	356167.10
折旧摊销	1537.03	2065.10	2073.29	2093.35
EBITDA	-331.57	135021.66	215466.74	358260.45
投资收益	11088.34	11840.00	16000.00	18000.00
其他营业外收入	1326.9923	1326.9923	1326.9923	1326.9923
所得税	528.63	5259.30	7792.34	11745.58
少数股东损益	390.81	1085.85	1286.40	1850.48
净利润	7689.56	19951.36	26341.00	35343.85
毛利率（%）	10.60	8.39	8.62	8.55
每股收益（元）	0.21	0.36	0.47	0.64

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	607201.88	325985.80	447307.07	775991.57
应收款项	197116.19	416033.62	701513.12	1216698.66
存货	46147.31	291076.77	491873.06	851549.25
流动资产	857949.06	1036874.27	1645147.13	2849667.93
固定资产	23854.30	22611.31	21328.72	20005.75
总资产	918410.07	1095759.00	1702457.18	2905393.21
应付帐款	19322.94	38810.24	65583.07	113539.90
长期借款	900.05	900.05	900.05	900.05
长期负债	1621.43	1621.43	1621.43	1621.43
总负债	779822.93	928985.09	1513801.99	2682578.85
少数股东权益	3358.20	4276.08	5265.63	6642.50
股东权益	132678.43	153477.56	167816.35	191079.89
每股净资产（元）	3.58	2.76	3.02	3.44

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8080.37	21037.21	27627.39	37194.33
折旧摊销	1537.03	2065.10	2073.29	2093.35
营运资金变动	-11722.41	447488.55	464587.77	838079.17
经营活动现金流	-1113.02	-311540.05	-275696.45	-498867.96
固定资产投资	16310.03	488.83	498.60	508.58
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-270.70	15708.91	15501.40	17491.42
公司自由现金流	53.82	-339547.02	-296566.19	-565807.40
股权自由现金流	343596.22	-333574.62	89335.26	244940.06
债务变化	344995.95	0.00	381076.10	803309.80
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	28297.57	7721.42	375764.72	800397.84
现金净流量	26689.56	-288109.72	115569.66	319021.30

注：EV/EBITDA = 营业利润 + 财务费用 - 投资净收益

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船。

钱列飞：交通运输行业

重点研究上市公司：宁沪高速、楚天高速、皖通高速、福建高速、四川成渝、赣粤高速、五洲交通、澳洋顺昌、怡亚通

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。