

怡亚通 (002183)

报告日期: 2021 年 07 月 16 日

三年重整重构, 怡亚通重新起航 ——怡亚通深度报告

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✍ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉ zhangxiaolian@stocke.com.cn

报告导读

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”, 公司正步入供应链 3.0 时代。经过三年重整重构, 公司在传统供应链服务+深度分销营销基本盘基础上, 通过发展高毛利品牌运营业务打造利润端新增长极, 23-25 年品牌运营业务规模或可达百亿, 利润端表现可期。

投资要点

□ 中国最大快消品分销龙头, 持续定义供应链

公司经历了供应链 1.0 时代 (97-07 年, 满足市场需求, 提供企业非核心业务外包的基础供应链服务)、供应链 2.0 时代 (07-20 年, 怡亚通创造市场需求, 在供应链基础服务的基础上叠加产品创新、品牌运营、深度分销+营销等创新服务), 正走向供应链 3.0 时代 (布局未来, 正向“基础供应链服务+380 平台+生态链公司”的商业生态发展), 用 20 年时间构建基础供应链能力+用 10 年时间构建了线下 380 体系为公司核心竞争力, 在这一过程中, 公司的定位也从快消品供应链龙头变为快消品渠道龙头, 再升级为快消品 IP 打造龙头。18 年深圳投控入股赋能公司业务发展 (企业评级及银行授信额度等方面提升显著), 为公司近三年的重整重构保驾护航。财务方面, 公司通过剥离此前 380 平台收购的不良资产以降低风险、优化融资环境; 通过管理及销售费用优化、380 平台提质增效、持有资产剥离、REITS、定增等方式优化资本结构、降低负债率, 21Q1 公司收入及利润增速分别达 35.22%、341.17%, 目前公司业绩底部已过, 在品牌运营业务的支持下, 业绩有望迎来反转。

□ 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。

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

评级

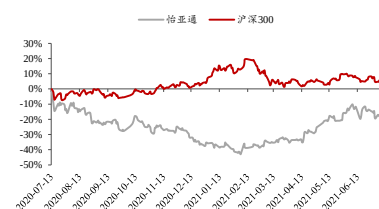
买入

上次评级 首次评级
当前价格 5.88

单季度业绩

元/股

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



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

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。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、定增实现落地，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 273.5%、46.9%、42.7%；EPS 分别为 0.2、0.3、0.5 元/股；PE 分别为 27、18、13 倍（EPS、PE 均以当前总股本 21.23 亿股进行计算）。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **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）	2020	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	461.1	677.3	966.6
(+/-)	36.9%	273.5%	46.9%	42.7%
每股收益（元）	0.1	0.2	0.3	0.5
P/E	101.1	27.1	18.4	12.9

正文目录

1. 中国最大快消品分销龙头，持续定义供应链	6
1.1. 历史复盘：业务结构转型升级，引领行业发展	7
1.2. 股权结构：国资战投赋能，管理层专业稳定	9
1.2.1 深圳投控入主，多维度赋能公司全面发展	9
1.2.2 管理层稳定性强，定增推动业务转型	10
1.3. 财务分析：结构升级+费效比提升，财务稳健	11
1.3.1 业务结构优化，盈利能力改善	12
1.3.2 资本结构优化，股东背书下整体偿债能力较强	13
2. 行业：供应链向平台化发展，白酒流通行业集中度持续提升	14
2.1. 供应链行业：传统供应链服务商向综合性服务商转型为大势	14
2.1.1. 传统供应链业务：模式易于复制，转型势在必行	14
2.1.2. 未来发展：传统供应链服务商向综合性服务商转型为大势	15
2.2. 白酒流通行业：规模近万亿，集中度有较大提升空间	16
2.2.1. 我国酒类流通行业集中度低，扁平化、品牌化为大趋势	16
2.2.2. 白酒品类占酒类流通行业比重高，22 年规模至少为 7638 亿	17
3. 不变：布局供应链生态，打造最大快消品 O2O 分销平台	18
3.1. 协助客户聚焦主业，供应链服务为公司基本盘	19
3.2. 以“380 平台”为核心，深度分销+营销实现渠道整合升级	20
3.2.1. 地面——“380 平台”：构筑深度分销+营销的核心平台	20
3.2.2. 空中——星链：通过“供应链+”模式，区块链赋能渠道	21
4. 变化：三年重整重构，即将破茧成蝶	25
4.1. 升级：业务模式迭代升级，构建一体两翼业务结构	25
4.2. 聚焦：发力品牌运营和自有品牌孵化，打造新的增长极	26
5. 超预期点：乘酱酒之风，品牌运营业务扶摇而上	28
5.1. 成功切入酱酒赛道，单品贡献真实利润弹性	28
5.1.1. 酱酒凭借占行业 8% 的产能，撬起行业 40% 的利润	28
5.1.2. 白酒分销规模曾达百亿，白酒品类品牌运营已获成功	30
5.1.3. 23 年白酒品牌运营规模或至少 40 亿，为利润重要驱动力	31
5.2. 23-25 年品牌运营业务收入规模或达百亿，利润表现可期	33
6. 盈利预测与估值分析	34
6.1. 盈利预测	34
6.2. 估值分析	35
风险提示	36

图表目录

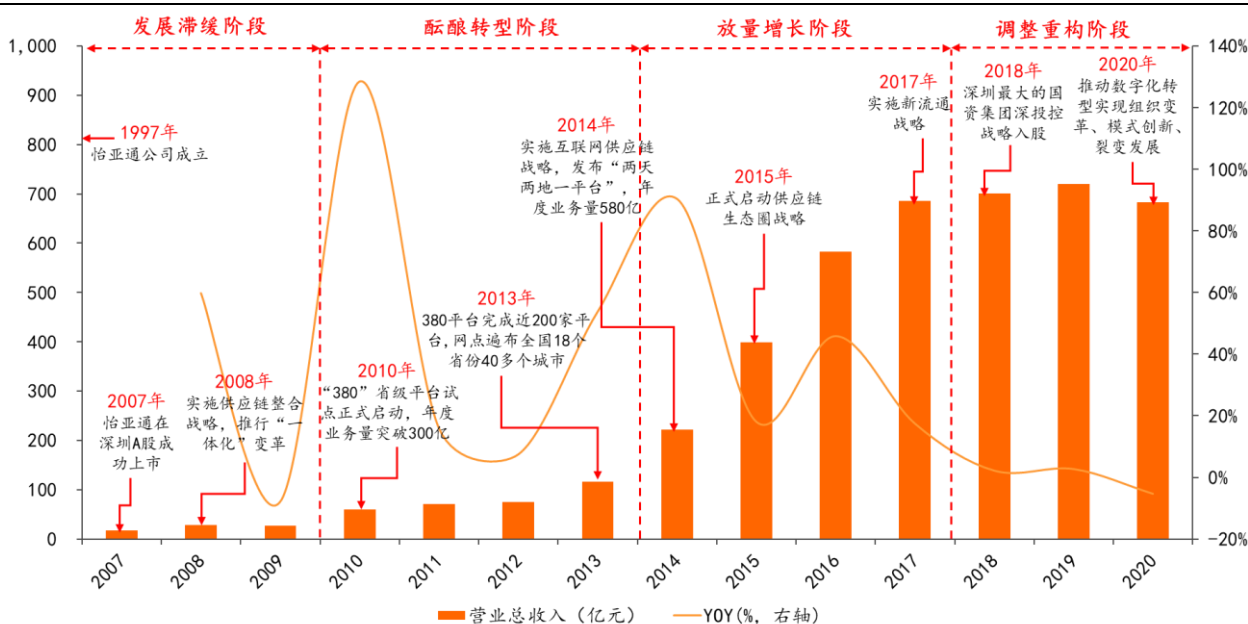
图 1: 公司发展历程	6
图 2: 怡亚通引领行业发展, 持续定义供应链	7
图 3: 采购执行&分销执行业务	7
图 4: 公司 2006-2009 年毛利率、净利率变化一览	8
图 5: 公司 2011-2013 年 380 平台营业收入变化一览	8
图 6: 380 平台&传统多层级渠道对比	8
图 7: B2B2C&O2O 供应链生态圈平台	9
图 8: 公司股权结构	10
图 9: 2011-2021Q1 收入及收入增速变化	11
图 10: 2019 年后 ROE 水平处于较低位置	11
图 11: 2011-2021Q1 净利润及净利润增速变化	12
图 12: 2020 年以来净利率和毛利率有所回升	12
图 13: 2011-2021Q1 净利润及净利润增速变化	12
图 14: 2020 年各业务及公司毛利率 (%)	12
图 15: 2020 年以来净利率和毛利率有所回升	13
图 16: 管理费用率及财务费用率呈下降趋势	13
图 17: 供应链企业资产负债率普遍较高	13
图 18: 公司短期有息负债占比不断下降	13
图 19: 采购/销售代理业务模式简单, 附加值较低	14
图 20: 扩张模式由资金驱动转为能力驱动	14
图 21: 服务商可为上下游客户提供供应链一站式服务	14
图 22: 具有立体式、一体化综合能力的服务商尚未形成	15
图 23: 市场迫切需要具体供应链一体化能力的服务商	15
图 24: 美国酒类流通行业 2017 年 CR5 已提升至 64.4%	16
图 25: 2020 年国内酒类流通行业 CR4 低于 2%	16
图 26: 流通渠道具体变化一览	17
图 27: 酿酒行业规模及增速一览	17
图 28: 白酒收入占酿酒行业规模比持续提升	17
图 29: 2020 年分销+营销业务以家电、母婴等为主 (%)	19
图 30: 19-20 分销营销业务中家电、IT 通信增速较快 (亿元)	19
图 31: 供应链服务商业模式及盈利模式	19
图 32: 公司成立综合商业平台, 提供一站式服务	19
图 33: 广度供应链毛利较低	20
图 34: 2014-17 年广度供应链收入占比逐年下降	20
图 35: 380 平台采用项目合伙制	20
图 36: 2019 年 380 平台业务中快消品业务占比达 98%	20
图 37: 21Q1 中国快速消费品市场份额中线下渠道占比较高	21
图 38: 下沉市场中愿意通过线下渠道购买的用户占比 94.41%	21
图 39: 星链通过个人云、企业云、零售云联结线上线下	22
图 40: 个人云通过星链友店共享给消费者带来个性化购物体验	22
图 41: 零售云为品牌/经销商实现在线分销和精准营销	22
图 42: 企业云将公司资源及服务一键共享给企业级客户	22

图 43: 公司实现中国内地 T1-6 城市全覆盖.....	24
图 44: 380 平台覆盖 T1-3 高线城市.....	24
图 45: 公司以战略合作、直接控股的方式布局低线城市终端.....	24
图 46: 公司销售费用近年来保持稳步上升.....	24
图 47: 下游经销商向优质、大客户集中.....	24
图 48: “供应链+”时代已来临, 公司持续打造服务综合平台.....	25
图 49: 渠道进一步下沉, 在低线城市构建综合服务平台.....	25
图 50: 公司业务结构变迁.....	26
图 51: 公司一体两翼的业务结构.....	26
图 52: 2020 年品牌运营业务以 IT 通信和酒饮为主 (%).....	27
图 53: 2019-2020 品牌运营业务中酒饮板块增速迅猛 (亿元).....	27
图 54: 公司业务模式已升级至品牌运营&品牌打造.....	27
图 55: 公司全渠道运营能力为品牌运营业务开展的基础.....	27
图 56: 2010-2020 年酱酒规模情况一览.....	28
图 57: 2010-2020 年酱酒规模情况一览.....	28
图 58: 2010-2020 年酱酒收入占比情况一览.....	29
图 59: 2010-2020 年酱酒产量占比情况一览.....	29
图 60: 白酒品牌运营的投资回报率较高 (主要由白酒贡献).....	30
图 61: 2019-2020 品牌运营业务中酒饮板块增速迅猛 (亿元).....	30
图 62: 钓鱼台珍品一号 (珐琅彩) 销售额增速迅猛.....	30
图 63: 怡亚通旗下白酒均属于高端产品 (零售价: 元/瓶).....	32
图 64: 公司在家电和日化领域已经开始布局.....	33
图 65: 公司具备品牌运营能力.....	33
图 66: 2020 年品牌运营各品牌毛利率水平 (%).....	34
图 67: 2020 年品牌运营各品牌销售额情况 (万元).....	34
表 1: 公司当前核心管理层履历及持股数量.....	10
表 2: 本次定向增发具体内容.....	11
表 3: 酒类流通渠道发展阶段一览.....	16
表 4: 2022 年白酒流通渠道行业规模至少可达 7638 亿元.....	18
表 5: 2020 年壹玖壹玖、华致酒行收入占比达 1.08%.....	18
表 6: 公司区块链 (星链) 具体涉及的平台情况一览 (部分).....	23
表 7: 中国内地城市等级划分.....	24
表 8: 各主要地区酱酒发展情况.....	29
表 9: 怡亚通 VS 华致酒行酒类分销营销业务.....	30
表 10: 酱酒主要酒厂产能情况一览.....	31
表 11: 白酒品牌运营业务未来业绩敏感性测算.....	33
表 12: 怡亚通四大业务业绩拆分表.....	35
表 13: 分部估值法测算一览.....	35

1. 中国最大快消品分销龙头，持续定义供应链

怡亚通于 1997 年成立，于 2007 年上市，目前已经成为中国最大的快消品分销龙头以及中国最大的“快消品 O2O 分销平台”。业务方面，目前公司主要包括品牌运营、分销+营销两大板块，2020 年分销+营销、品牌运营业务收入占比分别为 95.68%，3.03%，毛利率分别为 4.90%，18.09%，供应链+分销+营销业务为其基本盘，品牌运营业务为其利润增长点。市场渠道方面，公司旗下有超过 570 家分支机构，覆盖零售终端超过 150 万家，服务网络遍布中国 380 个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

走向供应链 3.0 时代，供应链+分销+营销业务为基本盘，品牌运营业务为新增长极。公司经历了供应链 1.0 时代（97-07 年，满足市场需求，提供企业非核心业务外包的基础供应链服务）、供应链 2.0 时代（07-20 年，怡亚通创造市场需求，在供应链基础服务的基础上叠加产品创新、品牌运营、深度分销+营销等创新服务），正走向供应链 3.0 时代（布局未来，正向“基础供应链服务+380 平台+生态链公司”的商业生态发展，例如通过数据反向驱动品牌，直达终端消费者；以大数据为基础，建立共融共生的供应链生态），公司的定位也从快消品供应链龙头变为快消品渠道龙头，再升级为快消品 IP 打造龙头。在当前大消费领域不同类型玩家延伸能力普遍不足的情况下，公司以布局全世界的供应链为抓手，打造立体式、全渠道、一体化营销平台及品牌孵化平台，形成了全链路的一体化服务能力，基于前期传统供应链和深度分销+营销所带构筑的基本盘，公司近期通过大力发展高毛利品牌运营业务作为新增长极，从而进一步提高盈利能力、降低负债率、优化资本结构。

图 2：怡亚通引领行业发展，持续定义供应链

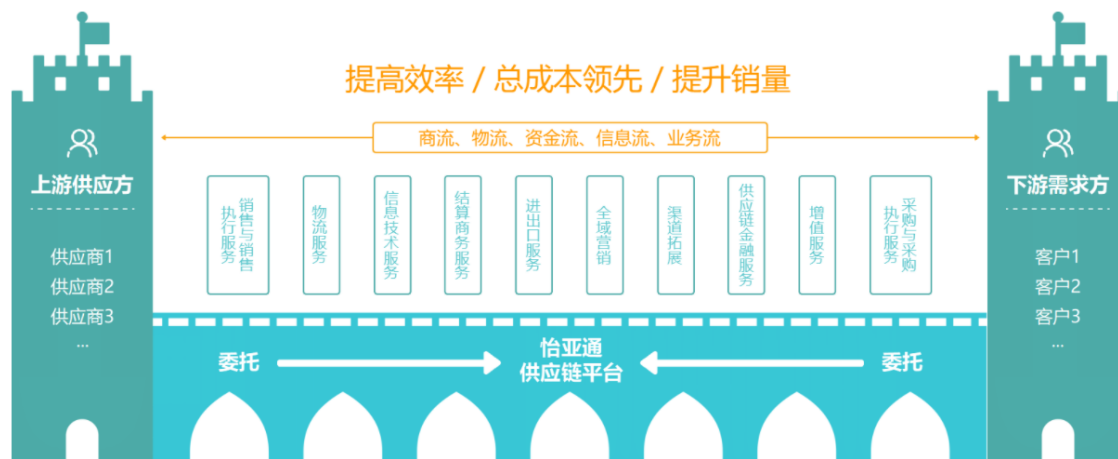


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1. 历史复盘：业务结构转型升级，引领行业发展

- 供应链 1.0 阶段（1997-2007）** 怡亚通满足市场需求，提供企业非核心业务外包的基础供应链服务。怡亚通为客户提供企业非核心业务外包的基础供应链服务（采购执行、销售执行、货物进出口、物流平台等）使客户可以专注于产品研发制作销售等核心业务。1997-2006 年怡亚通业务量年复合增长率约 40%，业务规模扩张迅速。

图 3：采购执行&分销执行业务



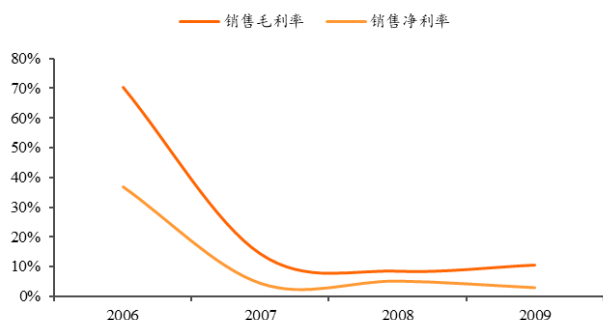
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- 供应链 2.0 阶段（2007-2020 年）** 怡亚通创造市场需求，在供应链基础服务的基础上叠加产品创新、品牌运营、深度分销+营销等创新服务。

① **调整转型阶段（2007-2009）“一站式”全球整合型供应链服务平台：**由于传统供应链业务缺乏差异化，导致行业进入壁垒低、竞争激烈，叠加金融危机影响，怡亚通增长放缓、盈利能力下降，业务亟待转型，因此 2009 年下半年公司开始着重发展供销平台（深度采购与销售及执行）和产品整合平台（深度产品整合服务）。2007-2009 年，公司营业收入 CAGR 为 21.41%，较起步阶段 40% 的年化增长率有所放缓；销售净利率从 2006 年的 36.96% 下降 33.91pct 到 2009 年的 3.05%，盈利能力下降。

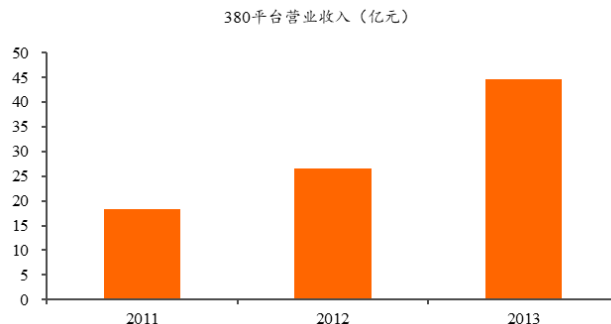
② 构建 380 平台阶段（2009-2013）渠道扁平化及直供服务 380 平台：2010 年怡亚通通过构筑 380 平台，由传统供应链服务（生产型供应链服务）向深度分销+营销（流通消费型供应链服务）转型。2011-2013 年，380 平台业务收入从 18.34 亿元提高到 44.67 亿元，CAGR 为 94.24%，2013 年底 380 平台已经覆盖近 200 个城市以及京东、唯品会等电商，涵盖各种终端门店系统共计 55 万多个。

图 4：公司 2006-2009 年毛利率、净利率变化一览



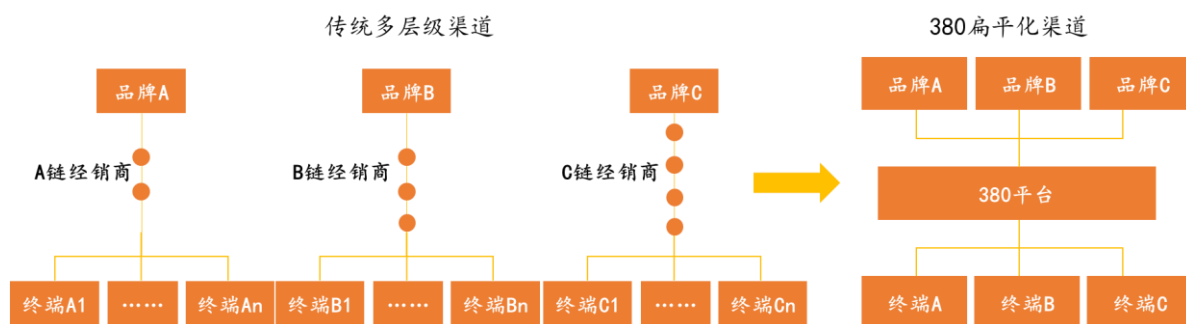
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：公司 2011-2013 年 380 平台营业收入变化一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

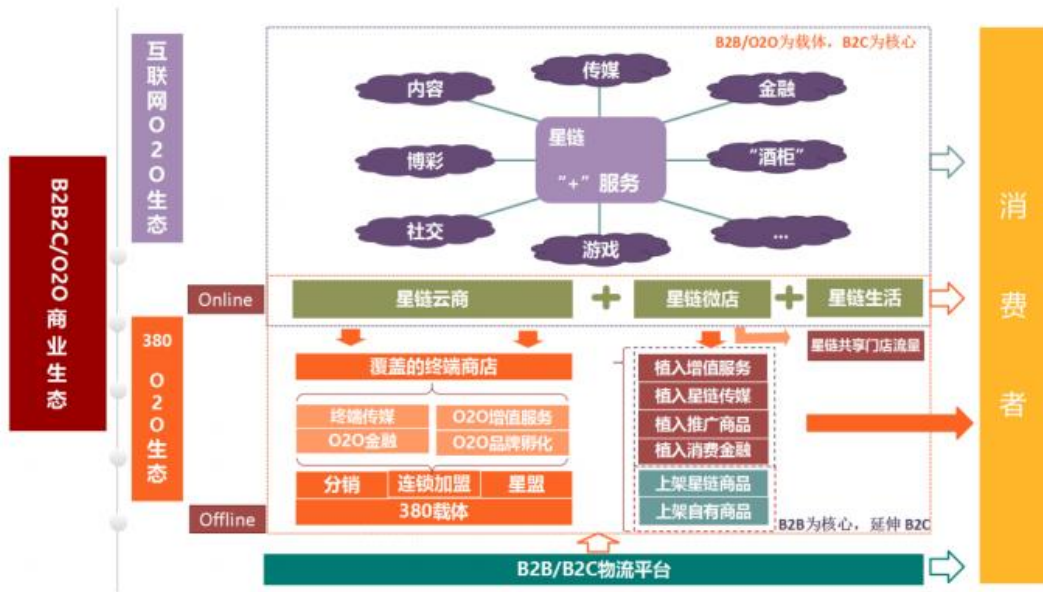
图 6：380 平台&传统多层级渠道对比



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

③ 放量增长阶段（2014-2017）B2B2C&O2O 生态圈平台：怡亚通提出以消费者为核心，以完善的供应链服务平台为载体，将互联网新技术与供应链服务相结合，打造流通行业供应链生态圈。截至 2017 年，公司在 320 多个城市建立了地区分销平台，服务了近 200 万家终端零售店，与超过 2600 个各行业知名品牌商保持战略合作关系，形成了全国性线下网络。该阶段公司营业、利润放量增长，2013-2017 年营收 CAGR 为 42.60%，利润 CAGR 为 29.50%。

图 7：B2B2C&O2O 供应链生态圈平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3) 供应链 3.0 时代（2020-至今）正向“基础供应链服务+380 平台+生态链公司”的商业生态发展，快消品 IP 打造龙头。怡亚通通过三年重整重构，目前形成了以供应链+分销+营销业务为基本盘，以品牌运营业务为新的利润增长点的发展模式，通过数据反向驱动品牌，直达终端消费者；以大数据为基础，建立共融共生的供应链生态。公司基于拥有优秀的酒饮分销基础（2019 年酒饮分销销售额 77 亿元），在通过推出白酒品牌运营业务切入酱酒赛道后，亦获得亮眼成绩。

1.2. 股权结构：国资战投赋能，管理层专业稳定

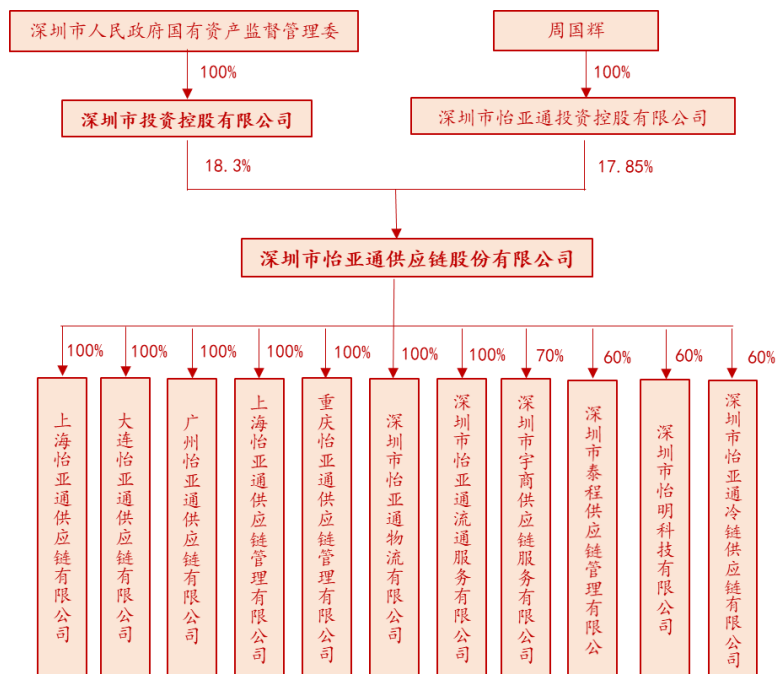
1.2.1 深圳投控入主，多维度赋能公司全面发展

深圳投控入主，“国企+民企”强强联手。2018 年，深圳投控斥资 24 亿元战略入主怡亚通，深圳投控成为公司第一大股东后，为公司发展提供了大力支持，公司融资环境得到较大改善，公司持续获得控股股东在资金及融资方面提供的支持，具体来看：

- 1、投控入主后，公司在企业评级和银行授信额度方面明显提升。2018 年，怡亚通与工行签署了不低于 30 亿的债转股；同年，怡亚通获准发行 15 亿元的公司债，大公国际对该债券信用评级为 AAA（公司 16 年发行的中期票据信用评级为 AA）。截至 2021 年 3 月底，深圳投控为公司提供 10 亿元专项资金支持用于业务发展、通过委托贷款提供 10 亿元资金支持、并通过其下属担保子公司为公司在资本市场融资提供合计 42 亿元的增信支持。此外，公司于 2019 年纳入深圳投控整体授信，新增多家合作银行，获得授信金额有所增加。
- 2、投控在资金支持上给予公司坚强后盾。2018 年，控投与怡亚通成立 50 亿元产业基金；2019 年，投控向怡亚通提供最高借款金额 30 亿元的财务资助；截至 2021 年 3 月底，公司已先后获得深圳投控的直接借款和增信支持合计 52 亿元，资金压力得以有效缓解。

3、投控通过集团在科技、金融、产业上的优势赋能公司发展。投控为世界 500 强国企，深耕科技、金融、新兴产业等领域，入主怡亚通后，通过集团生态圈资源给予公司业务上的扶持。

图 8：公司股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2.2 管理层稳定性强，定增推动业务转型

以创始人周国辉为核心的管理层多年保持稳定。周国辉 1997 年创办怡亚通，在 2007 年怡亚通上市之后，任职董事长。2018 年深投控成为控股股东之后，维持了管理层的稳定，以周国辉为核心的管理层运营怡亚通超过 20 年，管理层对行业具备较为深刻的理解。

表 1：公司当前核心管理层履历及持股数量

姓名	年龄	职务	任职时间	主要履历	持股股数（股）	2020年末参考持股市值（元）
周国辉	56	董事长、法定代表人、董事、总经理	2007/3/1	1997年创办怡亚通公司。2007年起任深圳市怡亚通供应链股份有限公司董事长		
陈伟民	51	副董事长、董事、副总经理	2012/12/11	2004年6月起任公司风控总监职务，2007年3月起任公司副总经理，2012年12月起任公司副董事长		
李倩仪	55	副总经理	2008/1/18	2000年11月起任公司总经理助理，2008年1月起历任公司副总经理、董事兼常务副总经理等职务	600050	2616218
丰伟	49	副总经理	2016/6/22	2007年加入深圳市怡亚通供应链股份有限公司，2016年6月起历任公司副总经理、首席信息官	300000	1308000
莫京	49	副总经理、财务总监	2018/9/20	2002年-2018年任深圳市怡亚通供应链股份有限公司中国区财务总监职务。2018年9月起任公司财务总监，2019年7月起任副总经理	20000	87200

资料来源：Wind，浙商证券研究所

定增推动公司业务转型，增强核心竞争力。2021 年 3 月，公司不超过 28 亿定增预案获批，截止 6 月中旬，已进入全国重点城市路演阶段，进展顺利。根据该预案，募集资金将用于供应链项目和数字化转型项目，这将有助于公司业务转型，向更高附加值的

品牌运营业务拓展, 提高整体净利率; 同时, 该定增将有助于补充公司流动资金, 降低资产负债率, 提升公司的信用评级, 降低资金成本, 从而增厚利润。

表 2: 本次定向增发具体内容

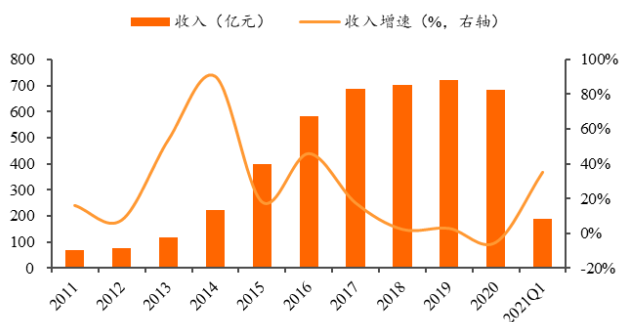
发行方案	具体内容		
发行对象	本次发行的发行对象为包括投控资本在内的符合中国证监会规定的不超过 35 名特定对象。		
发行股票的种类和面值	本次非公开发行的股票种类为境内上市人民币普通股 (A 股), 每股面值为人民币 1.00 元。		
发行方式	本次发行采取非公开发行的方式, 在中国证监会核准之日起十二个月内择机向特定对象发行。		
定价方式	发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价的 80%。		
发行数量	公司本次非公开发行拟募集资金不超过 280,000 万元, 本次非公开发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定, 同时不超过本次发行前公司总股本的 30%。其中投控资本以现金方式认购金额原则上不超过 100,000 万元 (含本数), 且保证其认购数量在发行完成后与深投控持股比例之和不被稀释 (即发行完成后的投控资本和深投控持股比例之和不低于 18.30%)		
限售期	本次非公开发行股票完成后, 投控资本认购的股份自发行结束之日起 18 个月内不得转让, 其他发行对象认购的股份自发行结束之日起 6 个月内不得转让。		
上市地点	限售期届满后, 本次非公开发行的股票将在深圳证券交易所上市交易。		
募集资金用途	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投资金额 (万元)
	山东怡亚通供应链产业园项目	113,959.72	102,154.90
	宜宾供应链整合中心项目	55,903.22	55,283.61
	怡亚通临港供应链基地项目	50,648.18	25,068.59
	数字化转型项目	35,440.55	17,492.9
	补充流动资金	80,000.00	80,000.00
	合计	335,951.67	280,000.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3. 财务分析: 结构升级+费效比提升, 财务稳健

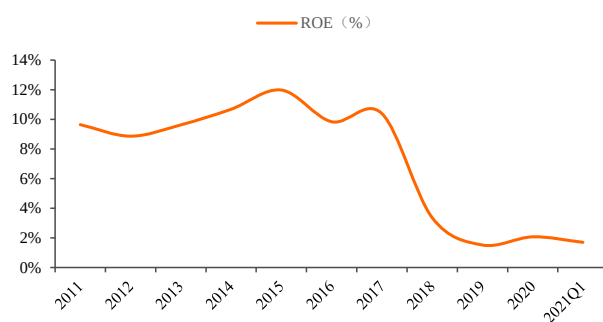
ROE 底部已过, 财务结构稳健向好。2021Q1 公司 ROE 水平大幅提升至 1.69% (+1.30pct), 从历史低点中恢复, 主因净利率有较大幅度提升, 21Q1 实现 0.51% (+0.41pct)。具体来看: ①在国家宏观去金融杠杆的背景下, 银行等金融机构收缩房贷额度, 导致公司融资成本大幅增加; ②受宏观金融环境影响, 宇商金控平台优化供应链金融业务, 利润较大幅度下滑。经历三年重整重构后, 公司有望通过财务严监管、经营效率提升提高销售净利率, 通过定增、资产证券化等方式降低资产负债率, 财务结构有望稳健向好。

图 9: 2011-2021Q1 收入及收入增速变化



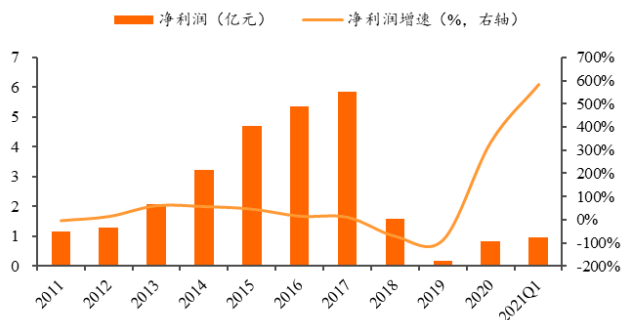
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 2019 年后 ROE 水平处于较低位置



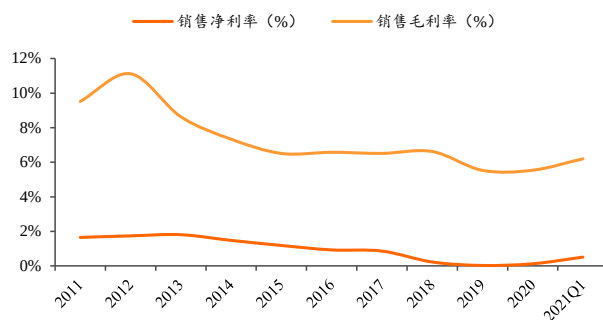
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11：2011-2021Q1 净利润及净利润增速变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2020 年以来净利率和毛利率有所回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

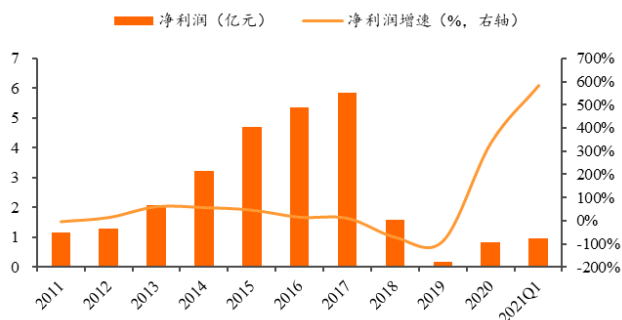
1.3.1 业务结构优化，盈利能力改善

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。2020 年怡亚通实现销售收入 682.56 亿元（-5.23%），公司实现净利润 0.84 亿元（+336.26%），其中 2020 年净利润大幅提升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，受调整跨境和物流服务业务确认收入方式影响，公司主营业务收入同比有所下降。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（18.09%）远高于公司整体毛利率（5.54%），未来有望成为公司新的利润增长点：

收入规模来看，2020 年公司实现主营业务收入 681.2 亿元（-5.17%），主营跨境和物流服务业务收入规模同比大幅下降，其中分销+营销业务为公司主要收入来源，占主营业务收入比重超 95%；品牌运营业务实现收入 20.7 元（+29.5%）主营市场拓展力度加大；跨境及物流服务业务收入大幅下降，主因 2020 年公司将该业务收入确认方式调整为差额法（以收取客户的服务费计入），而 2019 年采取全额法确认收入（以收入客户的服务费及货款有开发票的部分一起计入收入）；

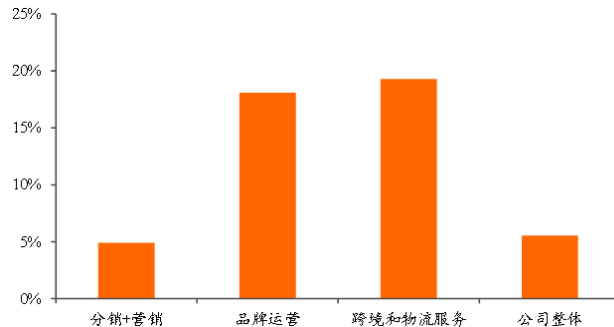
毛利率来看，2020 年公司综合业务毛利率为 5.54%，其中分销+营销业务毛利率为 4.90%（-0.5 个百分点），主因疫情导致运营成本增加；品牌运营业务毛利率为 18.1%（+5.7 个百分点），主因高毛利酱酒产品销售规模提升推动盈利能力增长；跨境和物流服务业务毛利率为 19.3%，提升显著，主因调整收入确认方式所致。

图 13：2011-2021Q1 净利润及净利润增速变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

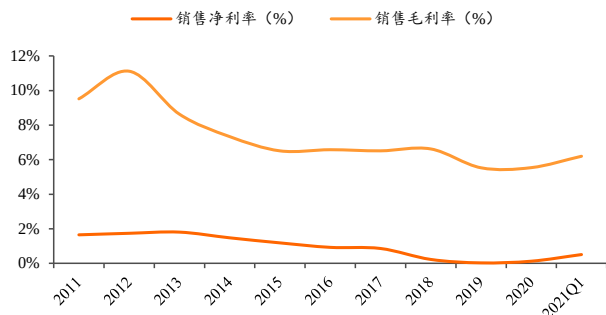
图 14：2020 年各业务及公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

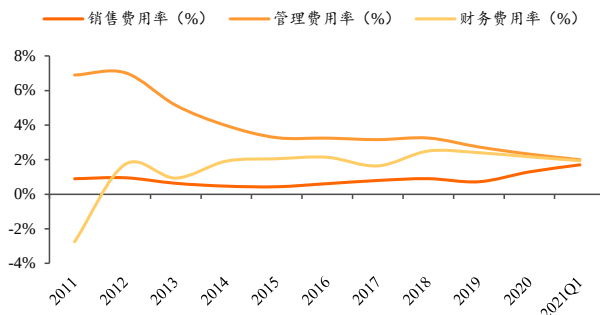
盈利能力底部已过，费用管控助力净利率回升。2020 年公司毛利率为 5.54% (0.01pct)，净利率为 0.12% (0.09pct)，毛利率和净利率自底部回升，主要源于怡亚通加强精细化管理，提高人均产出，优化资源配置，管理费用下降 0.41pct (-19.56%)；同时优化融资结构，有效降低融资成本，财务费用下降 0.24pct (-14.66%)。

图 15：2020 年以来净利率和毛利率有所回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：管理费用率及财务费用率呈下降趋势



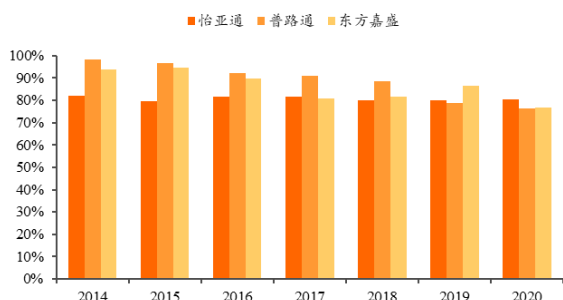
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3.2 资本结构优化，股东背书下整体偿债能力较强

资产负债率稳步下降，定增有望优化资本结构。由于供应链企业自身商业模式的特点，资产负债率普遍高企，2020 年供应链行业三家上市公司怡亚通、普路通、东方嘉盛的资产负债率均高于 75%。怡亚通资产负债率从 2014 年的 82.13% 下降到 2020 年的 80.57%，目前仍在高位。未来怡亚通将通过：1) 管理和销售费用优化；2) 30 平台公司提质增效；3) 持有资产剥离；4) 人力成本降低；5) REITS；6) 定增等方式优化资本结构，预计定增完成后公司的资产负债率将大幅下降，我们认为随着公司对不良资产的处置、后续资产证券化等项目实施，公司的资产负债率有望于未来 3 年降到 70% 之内。

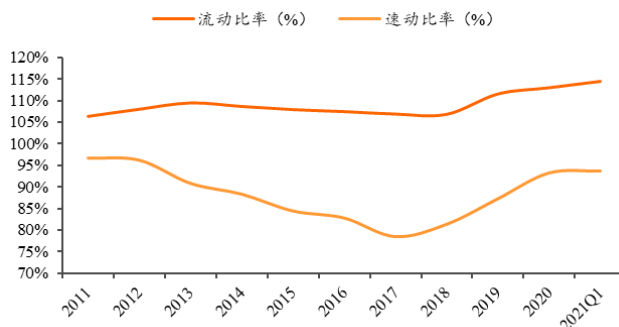
公司短期偿债指标较弱，但考虑大股东深投控支持，整体偿债能力较强。2020 年公司流动比率同比增加 1.47 个百分点至 113.10%，速动比率同比增加 6.01 个百分点至 93.21%，且考虑到 2020 年底公司所有权或使用权受到限制的资产 (132.15 亿元) 占总资产比较高 (31.22%)，公司短期偿债指标较弱。但考虑到公司大股东深投控对公司资金及再融资方面的支持力度大且持续性强，公司整体偿债能力较强。

图 17：供应链企业资产负债率普遍较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：公司短期有息负债占比不断下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 行业：供应链向平台化发展，白酒流通行业集中度持续提升

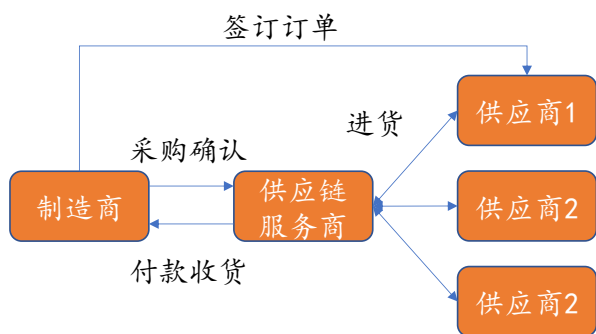
2.1. 供应链行业：传统供应链服务商向综合性服务商转型为大势

受消费升级+分级的驱动，我国的供应链行业从**执行采购+销售**基础供应链模式，逐步向**深度分销+营销**模式迈进，并叠加**品牌运营+孵化**等更高附加值的业务，因此供应链龙头为具备立体式、全渠道、一体化营销、品牌孵化的**综合性服务平台**。

2.1.1. 传统供应链业务：模式易于复制，转型势在必行

传统模式易于复制，业务转型势在必行。传统执行采购+销售供应链的业务核心在于帮助客户执行物流、订单、结算等繁琐流程，并收取一定的服务费，使得客户能专注于其核心业务。但由于这些非核心业务专业性较弱，服务商仅需要付出时间与人力成本便能执行，行业内部替代性较强，无明显护城河，导致进入门槛较低，新公司不断出现。虽然像怡亚通这样的早期进入者，可以凭借深耕 20 年的上下游资源，保持行业龙头的优势，但长远来看，要保持行业优势，头部服务商势必要实现业务模式转型，向附加值更高的业务迈进。

图 19：采购/销售代理业务模式简单，附加值较低



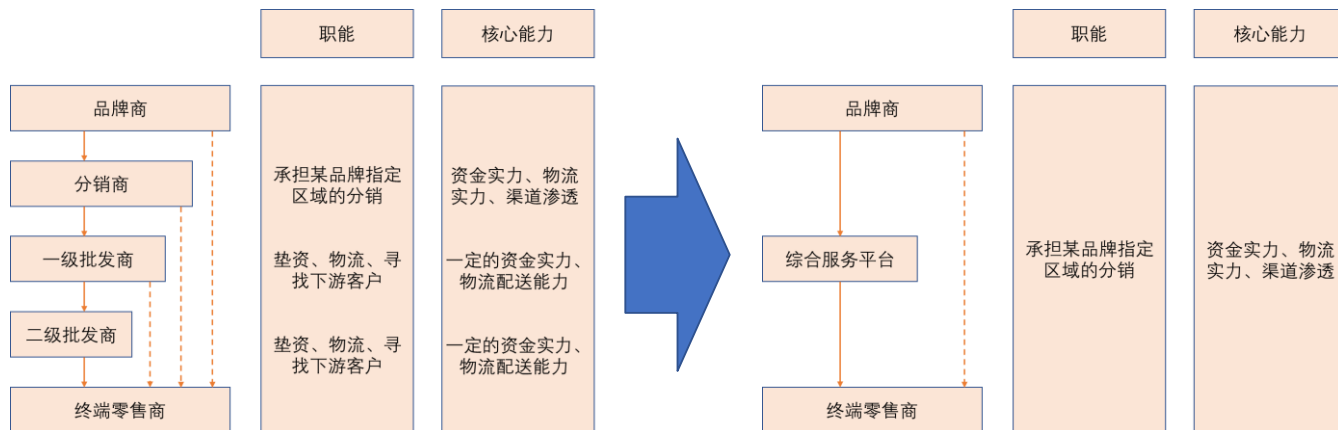
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：扩张模式由资金驱动转为能力驱动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：服务商可为上下游客户提供供应链一站式服务



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 白酒流通行业：规模近万亿，集中度有较大提升空间

我国酒类流通行业集中度较低，白酒占酒类流通行业收入比近 70%，预计 2022 年白酒流通行业规模至少达 7638 亿元。在竞争加剧的背景下，酒类流通行业正往扁平化、品牌化方向提升，华致酒行等大型酒类流通商凭借其较强品牌力及渠道拓展速度实现迅速发展。

2.2.1. 我国酒类流通行业集中度低，扁平化、品牌化为大趋势

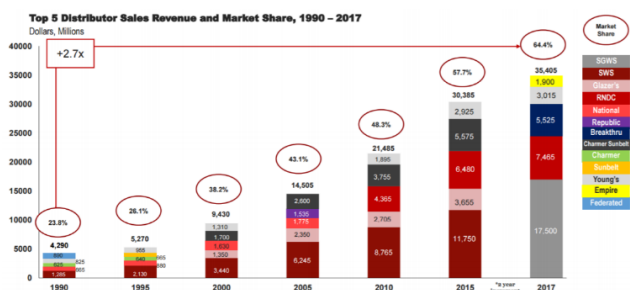
我国酒类流通行业集中度低。我国酒类流通行业属于充分竞争行业，由于我国分销渠道多样、零售终端分散、行业起步较晚，占市场较大份额的大型龙头企业较少，我国酒类流通行业集中度较低。据商务部酒类流通管理信息系统显示，截止 16 年底，在商务部门备案登记的酒类经营者数量有 82.4 万家，其中批发企业（含批零兼营）占 15%，零售企业占 65%，餐饮企业占 18%，娱乐企业占 1%，其他占 1%。在更为成熟的美国酒类流通市场，酒类产品销售的管理更为规范，市场整合程度和集中度较高，2017 年美国前 10 大和前 5 大经销商分别占据全美酒水（含烈性酒及红酒）市场 74%和 64.4%的销售额。2020 年我国酒水流通行业龙头华致酒行白酒年销售额为 42.96 亿元，市占率仅 0.62%左右。对比美国，我国酒类流通市场的集中度还有较大提升空间。

表 3：酒类流通渠道发展阶段一览

我国酒类流通行业发展阶段			
第一阶段	1990 年以前	销售终端形式较为单调	由于 1990 年前务工处于酒类产品计划供应时期，各级糖酒公司及国营商店为酒类产品主要流通渠道。酒类产品流通将通过省级糖酒公司、地市级糖烟酒公司、县乡级糖酒公司、零售商（餐饮终端、零售店、百货等）等层级，由于销售层级较多，酒类流通效率较低。
第二阶段	1990-2005 年	市场化提高了经销商地位	本阶段白酒行业进入市场化阶段，除了国有糖酒公司外，大型烟酒商相继崛起，酒厂也通过设立总经销商这一方式提升流通效率，经销商在这一阶段地位逐渐提高，但由于产品的流向较难控制，假酒也频频出现。
第三阶段	2005-2012 年	流通渠道扁平化、规模化	在市场化背景下，提升流通效率、降低流通成本、控制产品品质成为酒厂及经销商主要侧重点，酒类流通渠道逐步扁平化、流程简化。此外，流通企业通过扩大规模来实现提升议价权及保真程度。
第四阶段	2013 年-至今	酒类电商平台崛起	酒类电商平台崛起，有效的与传统流通渠道进行互补的同时能进一步提升流通效率、降低流通成本、吸引消费者。

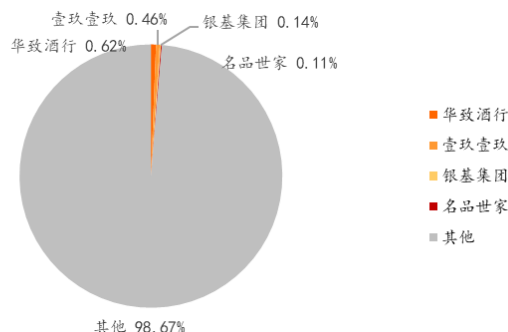
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：美国酒类流通行业 2017 年 CR5 已提升至 64.4%



资料来源：Park Street，Wind，浙商证券研究所

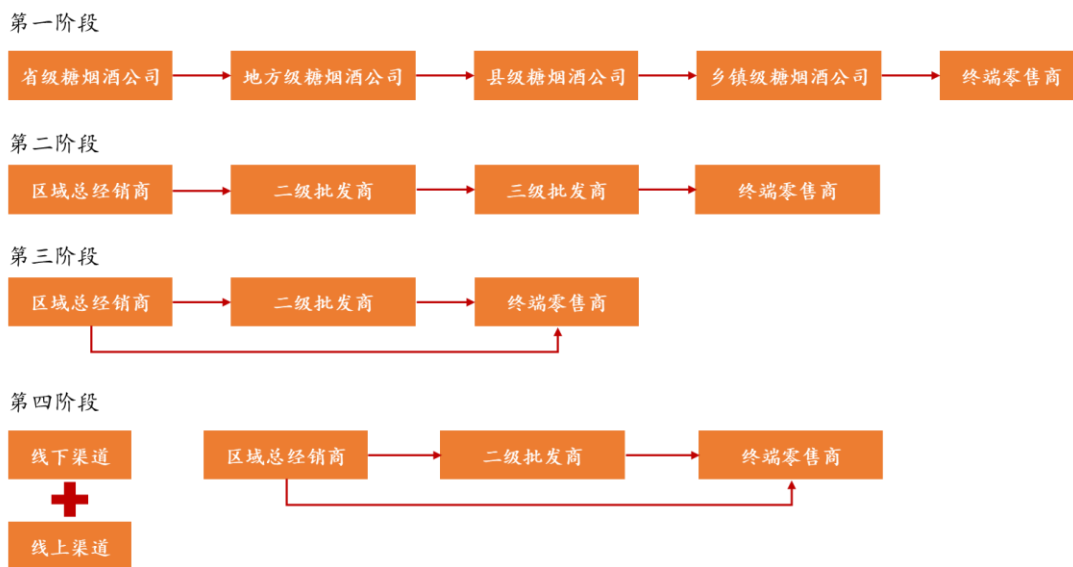
图 25：2020 年国内酒类流通行业 CR4 低于 2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

酒类流通行业正往扁平化、品牌化方向发展，集中度有望逐步提升。我国传统酒类渠道由于层级较多导致整体效率偏低，市场竞争加剧使得酒类流通产业链中的企业不断提升产品流通速度、降低流通成本、保障产品品质，近年来酒类流通渠道层级日益精简，目前主要高端酒企渠道均已转向扁平化。同时相较于末端经销商，终端零售商更愿意与掌握着较多资源的地区及全国高端酒总经销商进行直接合作，因此大型流通经销商相继开设烟酒公司来直面终端，此外，随着信息技术及行业的发展，酒类电子商务平台的兴起成为重要渠道补充。提升供应链效率、降低分销层级为未来大势所趋，同时品牌化将成为重要竞争力。

图 26：流通渠道具体变化一览

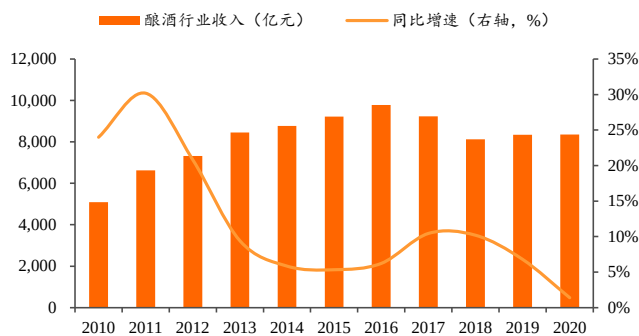


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2.2. 白酒品类占酒类流通行业比重高，22 年规模至少为 7638 亿

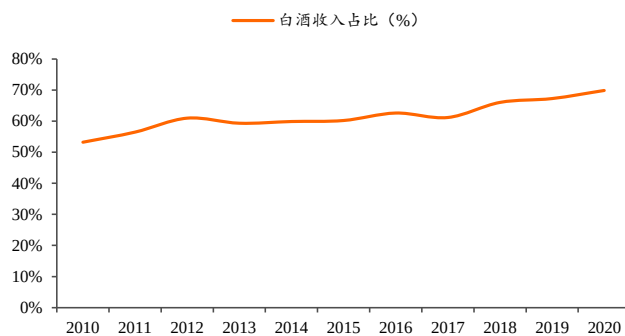
白酒品类占酒类流通行业比重高。酿酒行业收入自 2004 年后保持高增，2020 年收入为 8353.3 亿元，具体来看，白酒行业占比持续上升，2020 年白酒行业规模以上酒企收入 5836.4 亿元，占比达 69.9%，2020 年啤酒、黄酒、葡萄酒收入占比分别为 17.6%、1.6%、1.2%，占比呈下降趋势，预计未来白酒占酒类流通比重仍将不断提升。

图 27：酿酒行业规模及增速一览



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 28：白酒收入占酿酒行业规模比持续提升



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

预计 2022 年白酒流通渠道规模至少为 7638 亿。我们根据白酒规模以上酒企营业收入、白酒流通渠道毛利率反推出各年份白酒流通渠道规模：在中性假设下，2022 年预计白酒流通渠道行业规模可达 7638 亿元；在乐观假设下，可达 8270 亿元。

表 4：2022 年白酒流通渠道行业规模至少可达 7638 亿元

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
白酒行业规模以上企业销售收入（亿元）	5364	5618	5836	6070	6313
中性假设1：白酒流通行业毛利率（%）	21%	21%	19%	21%	21%
乐观假设2：白酒流通行业毛利率（%）	31%	31%	29%	31%	31%
中性假设1：白酒流通行业规模（亿元）	6484	6798	6945	7345	7638
乐观假设2：白酒流通行业规模（亿元）	7020	7360	7529	7951	8270

资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所，注：中性假设毛利率参考华致酒行白酒业务毛利率；18-20 年白酒行业规模以上企业销售收入增速为过去三年 CAGR（统计局披露增速）

白酒流通渠道集中度低，烟酒店为主流销售渠道。据中国酒类流通白皮书显示，目前我国白酒终端渠道中，烟酒店占比 70%，酒店、商超、团购渠道占比分别为 5-20%、5-15%、5-10%，为补充渠道，由于烟酒店直达客户、信誉度较高、款式丰富，未来仍将为主流销售渠道。具体公司来看，2020 年酒业流通渠道头部企业壹玖壹玖及华致酒行市占率约 1.08%，白酒流通渠道集中度仍有较大提升空间。

表 5：2020 年壹玖壹玖、华致酒行收入占比达 1.08%

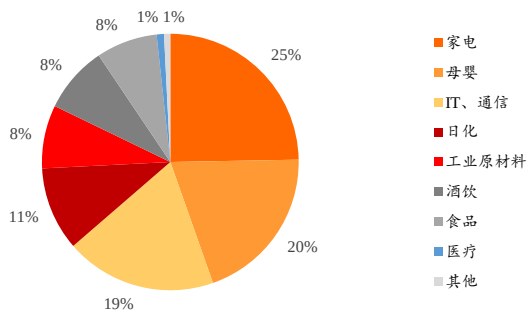
	白酒业务收入（亿元）	市占率（%）
华致酒行	42.96	0.62%
壹玖壹玖	31.69	0.46%
银基集团	10.04	0.14%
名品世家	7.71	0.11%
其他		98.67%

资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所，注：由于壹玖壹玖、银基集团未披露具体白酒收入，因此我们按华致酒行及名品世家白酒占酒类业务比水平进行估算；市场总规模为上文按中性假设进行估算的市场规模（6945 亿元）

3. 不变：布局供应链生态，打造最大快消品 O2O 分销平台

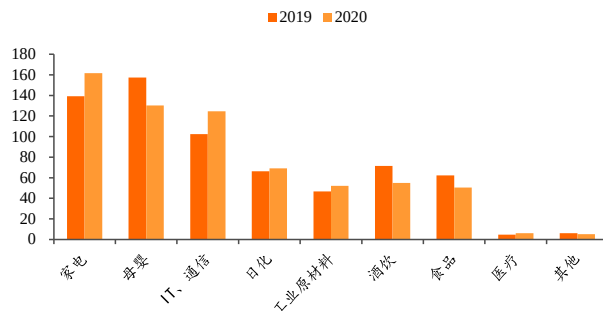
基础供应链+分销营销业务为基本盘，家电、母婴、IT 通信占比较大。2020 年公司整合了原广度业务和深度业务，并纳入小贷业务、融资租赁业务和 O2O 金融服务业务，总归为分销+营销业务。分销+营销业务中，2020 年公司深耕大消费领域，（业绩量突破 300 亿），其中小家电、日化、母婴、食品饮料、酒饮板块的业绩量分别为 80、70、65、50、45 亿元，其中家电、母婴、IT 通信板块收入占比较高（25%、20%、19%），2020 年家电、IT 通信板块同比增长 16%、22%，增速较快。

图 29：2020 年分销+营销业务以家电、母婴等为主 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：19-20 分销营销业务中家电、IT 通信增速较快 (亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

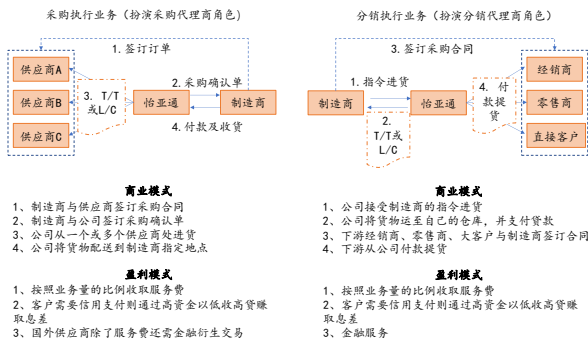
依托全链路一体化能力，全面发力线上线下，覆盖 T1-T6 城市。怡亚通利用 24 年时间形成了全链路一体化服务能力，基础供应链能力和线下 380 体系让公司具有较强的壁垒。公司具备线上线下全渠道服务能力，其中实物商品网上零售额占比约 25%，线上逐步发力。此外，公司利用 380 平台打造 T1-T3 的高线城市分销服务，并通过与蔚然景和合作、控股 380 超市和蚂蚁零兽构建了下沉市场的分销服务体系，未来公司线上线下业务比例有望从 1:3 转变为 2:3。

3.1. 协助客户聚焦主业，供应链服务为公司基本盘

1) 传统供应链服务：依靠输出服务获得稳定收益，通过一站式服务降低成本。供应链服务业务为公司最初运营的基础业务（以帮助客户聚焦主业为主旨，承担客户从原料采购到产品销售等环节汇中涉及供应链部分，比如物流、订单结算等），公司通过搭建采购及销售执行平台以赚取稳定服务费收益，经过二十载运作，目前公司已将商流、现金流、信息流均纳入体系中，并成为全国范围内供应链服务提供商龙头之一。

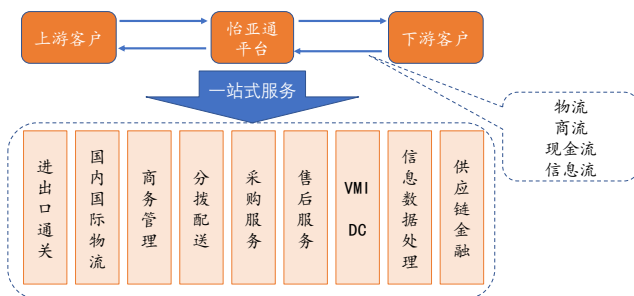
供应链服务行业进入壁垒低、模式易复制，竞争激烈，公司开始转向发展。公司后期开始逐步优化供应链服务业务结构（比如 2017 年化工业务全面退出），并减少收益较差的纯代理项目运作，广度供应链收入占比从 2015 年的 33.15% 下降至 2018 年的 24.21%。2019 年报表端广度供应链收入占比大幅提升至 53.38%，主因：1) 成立综合商业平台（自 2018 年底启动，主要内容为与当地政府、国资成立相关合资公司以聚焦产业，2019 年已签订战略合作协议 30+ 个，落地项目 10+ 个）；2) 全球采购平台并入此平台。

图 31：供应链服务商业模式及盈利模式



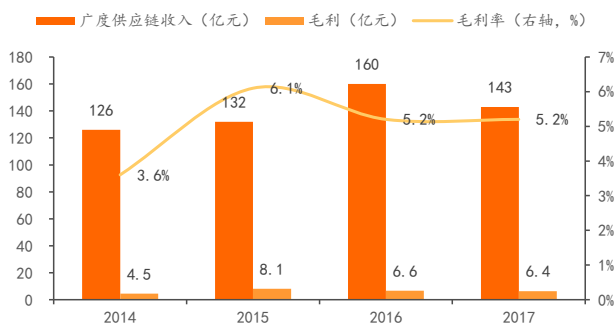
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 32：公司成立综合商业平台，提供一站式服务



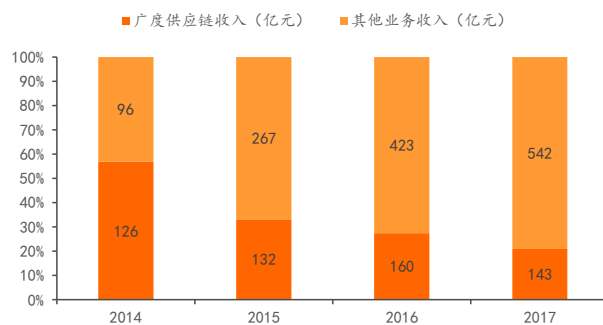
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 33：广度供应链毛利较低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：2014-17 年广度供应链收入占比逐年下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

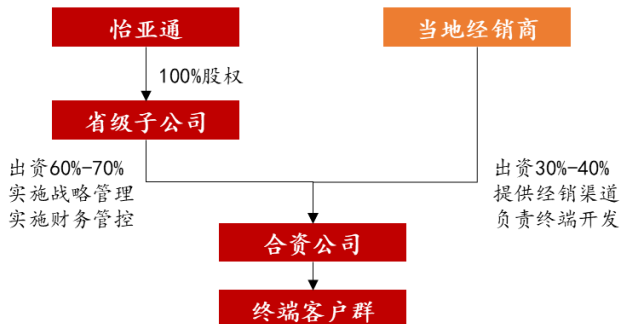
3.2. 以“380 平台”为核心，深度分销+营销实现渠道整合升级

深度分销+营销：基于前期传统供应链服务积攒的大量客户，以“380 平台”为核心，并通过“供应链+互联网”商业模式，为品牌商、零售商、消费者和机构提供链接与赋能（聚焦星链友店（SB2C）和星链云店（B2B））。虽然传统供应链服务面临较大压力，但公司已凭借先发优势获取各行业的大量品牌资源，因此公司基于已拥有的上下游客户资源，通过带整合销售渠道与终端网点，从而构建“380 平台”实现业务转型，提升客户粘性（“380 平台”核心目的在于实现资源横纵向整合，即通过整理制造商、分销商及终端网点资源来提升供应链效率，为分销为主的供应链平台）。公司耗时 20 年构建一体化基础供应链能力，耗时 10 年构建线下 380 体系，铸就较强的渠道竞争壁垒。

3.2.1. 地面——“380 平台”：构筑深度分销+营销的核心平台

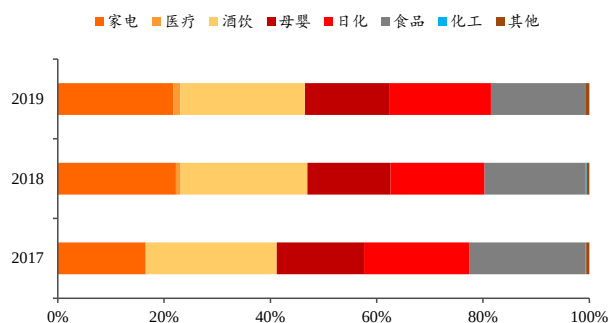
合作模式方面——从自建渠道转向合作模式，充分调动网点积极性。区别于公司最初通过自建渠道方式拓展业务（存在前期投入大、与原有销售渠道竞争等问题），公司经过两年摸索后，采取合作模式拓展业务，具体来看：1）与当地原有经销商成立控股合资公司方式/合作（怡亚通持股 60-70%，对战略及财务进行管控），优点为成本低、流程简化、不存在渠道竞争等问题，自 15 年 7 月公司推出合伙人计划后，当前公司已成立超过 570 家分支机构，充分调动网点积极性；2）与当地原有终端网点成立联盟终端（即后台与公司系统相连），或连锁加盟（即品牌形象等 6 方面实现统一）。

图 35：380 平台采用项目合伙制



资料来源：Wind，浙商证券研究所

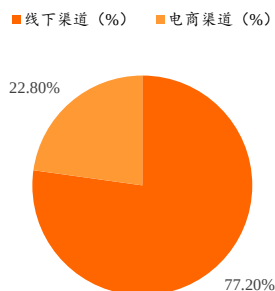
图 36：2019 年 380 平台业务中快消品业务占比达 98%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

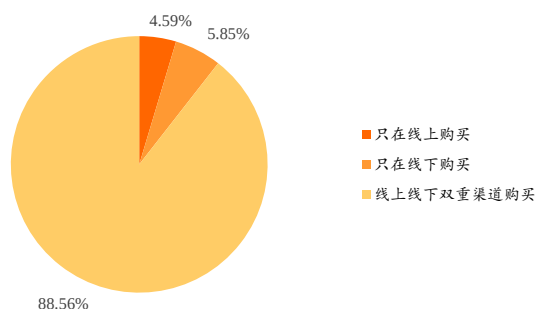
市场层级方面——“农村包围城市”，重点开发下沉市场。公司重点开发三线以下市场，主因：一二线城市供应链网络竞争激烈，布局完善，所需投入较大；而公司可凭借“380 平台”低成本直接打入开发程度较低、市场需求庞大、快消品发展高增的低线城市，同时通过代理多个品牌降低供应链成本，从而解决传统品牌方所面临的“渠道下沉需要大量成本”的问题。

图 37：21Q1 中国快速消费品市场份额中线下渠道占比较高



资料来源：凯度消费者数据，浙商证券研究所

图 38：下沉市场中愿意通过线下渠道购买的用户占比 94.41%



资料来源：58 同镇，浙商证券研究所

品类市场方面——主攻快消品市场，渠道利润下降等问题的出现提供发展机遇。“380 平台”主攻快消品，主因快消品的必需属性及快速消耗属性使得其拥有庞大的线下市场，同时亦更依赖终端网点进行销售。我们认为“380 平台”通过直接与上游品牌方合作，直接与经销商及终端连接，实现将各个终端所需要的品牌产品一次运输到位，且将多级代理整合管理以提升整体供应链配送效率，提升各层级渠道利润，解决了快消品经销商层级繁多、终端零散，存在分销层级过多、终端零售商渠道利润下降（上游向下游转嫁成本等原因）、多级代理难度大、层级间信息互通性差、物流效率低下、资金周转不畅、库存易积压等问题。

“380 平台”所拥有的资源不可替代。自 09 年发展以来，目前 380 平台公司已超过 280 家，与超过 2000 个快消及家电品牌达成战略合作，业务覆盖全国 28 个省级行政区的 280 个城市，服务覆盖超过 200 万个终端零售门店；2018 年深度供应链平台收入达 406.8 亿元，09-18 年 CAGR 为 48.4%。

3.2.2. 空中——星链：通过“供应链+”模式，区块链赋能渠道

线下资源引流线上，区块链赋能服务平台。公司认为数字化的终极目标不仅是业务在线化，是构建数据驱动，以用户需求为核心的商业洞察，反向驱动品牌营销资源投放和商品供给，形成全链路的决策效率、服务成本最优，在这一指引下，公司通过区块链技术（星链）将品牌、经销商、零售商、消费者紧密链接起来，吸引优质大商和客户持续赋能怡亚通服务平台。

此前——星链云商（B2B）：区别于传统电子交易商务平台，星链云商将线下丰富的客户资源转移到线上，从而实现线上巨额交易。用户注册星链云商后，可以看到平台上各种供应端及需求端信息，同时客户可将上传的信息同步发布至占市场浏览量 90% 的上百家主流 B2B 网站，同时会员可享受小额贷款服务（宇商贷款）、怡亚通供应链服务（怡

亚通高效的物流科将传统物流费占比从15%降低至3%，因此可以享有折扣优惠）、基础服务（资质认证）实现全球商务、物流、结算、信息一体化；

此前——星链互联网平台（B2C+O2O）：星链互联网平台整合怡亚通上游品牌客户资源的同时，针对大型客户或个人开放团购服务，另外，星链互联网平台以星链生活超市为线下交易入口，可在线上（星链微店）选择商品后线下提取。由于怡亚通终端已下沉至三四线及乡村地区，相较于电商，“网上下单，近点配送”、“线上下单，定点自提”方式使配送更为高效。

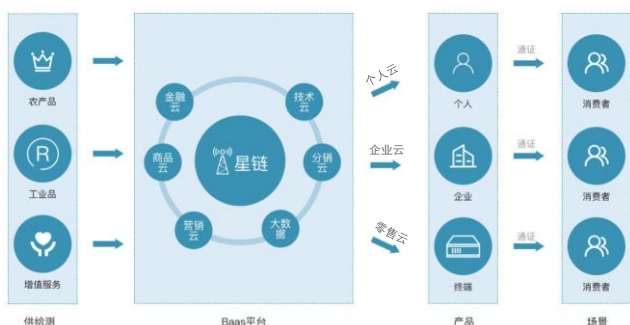
当前——公司区块链（星链）可分为个人云、零售云、企业云三个板块，具体涉及“星链友商”、“蚂蚁零兽”、“小怡家”、“整购网”、“380 优选店”等平台：

① **个人云：**星链友店定位为基于“供应链+互联网+区块链”通证电商平台，2019 年 1 月开始独立运营，同年 3 月获中融国际信托 5000 万元战略投资（是 2019 年国内通证电商领域最大的战略投资之一）；

② **零售云：**基于公司强大的实体供应链基础，帮助品牌/经销商实现在线分销和精准营销，更为终端门店提供一站式便捷采购，提升平台内部的向心力；

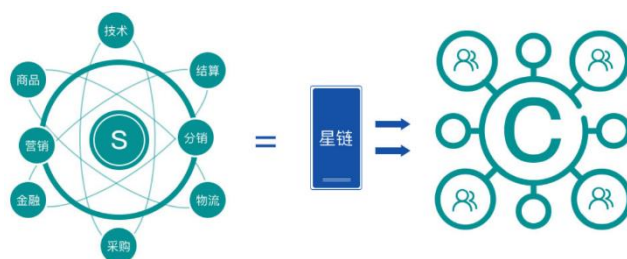
③ **企业云：**通过 API/H5 应用接口技术将公司供应链的资源及服务一键共享给到有需求的企业级客户，让其专注于核心业务，增强平台对潜在大客户的吸引力。

图 39：星链通过个人云、企业云、零售云联结线上线



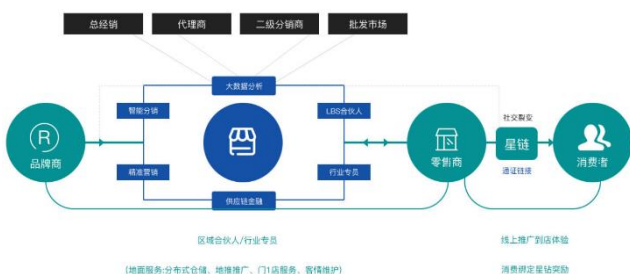
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 40：个人云通过星链友店共享给消费者带来个性化购物体验



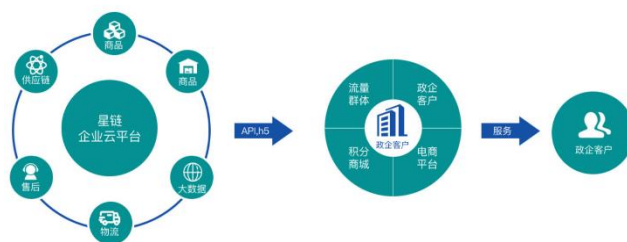
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 41：零售云为品牌/经销商实现在线分销和精准营销



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 42：企业云将公司资源及服务一键共享给企业级客户



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 6：公司区块链（星链）具体涉及的平台情况一览（部分）

电商平台	上线时间	定位	具体情况
星链友店	2015年	2018年11月，“星链友店”首个自营仓在重庆园博园开仓，S2C新流通模式正式在重庆开启，它跳过了所有中间环节，将母婴、粮油、通证的商业模	2018年11月，“星链友店”首个自营仓在重庆园博园开仓，S2C新流通模式正式在重庆开启，它跳过了所有中间环节，将母婴、粮油、通证的商业模
蚂蚁零兽	2019年	在供应链的基础上构建一个在智能零售行业的S2B2C的共享商业平台	2019年3月，怡亚通分拆星链友店独立运营，同时获得了中融国际信托Pre-A轮化级投资，并面向全球发布《星链通证经济白皮书》，拟发行100亿枚区块链token。按照其官方说法，星链通证经济是利用区块链思维，用一种科学算法体现星链友店所有参与者的价值，并进行记录和维护，以此作为回馈持有者的贡献凭证，让每个人都能成为平台发展的红利受益方。而星链就是星链友店的区块链通证（token），是平台的资产数字化记账凭证，持有人可获得未来升值收益和平台定期分红。
小怡家	2019年	社区电商平台，通过“社区团购+社群团购+F2C”的模式为消费者提供高品质商品	星链友店主要是做线下连锁生活超市，蚂蚁零兽主要是做无人零售市场。怡亚通希望通过智能商业SaaS平台蚂蚁零兽和通证电商星链友店来拓展其前端的供货通路，来为供应链端收割前端的利润和数据通过蚂蚁零兽，在上游，整合所有的品牌商、智能设备制造商、智能技术开发商、金融机构等；在下游，整合智能零售的中小运营商，提供基于商品、供应链、金融、设备、技术、产品的赋能，从而形成一个共有、共享的商业平台。
380优选店	早于2015年	380生活超市的面积在300~500平米，便利店的面积只有80平米。区别于其他商超，380生活超市&便利店的商品将以定制的方式出现品牌专供、孵化品牌、进口商品、产地直供等方式来提供，适应不同的消费场景需求；同时根据不同城市、不同群体的不同消费习惯配置不同的商品结构，顺应以消费者需求为核心的行业发展趋势。	蚂蚁零兽的两大优势是怡亚通的几十万SKU和380分销平台，这为智能零售行业的中小运营商解决了配货的问题。而且，蚂蚁零兽还可以提供设备采购、供应链金融和广告营销等代运营服务。
整购网	2020年9月	打造中国最大的数字化B2B2C供应链平台	对于智能零售中小运营商来说，他们只需要聚焦于选址、设备投入和设备运营，在怡亚通的构想中，中小运营商负责重资产的投入和运维，而怡亚通负责轻资产运营部分。蚂蚁零兽开发了自己的智能零售SaaS平台，目前已接入了200多个中小运营商的20000多台设备，同时集结了行业前十名的智能设备制造商入驻，给中小运营商提供设备的集采。到2020年，蚂蚁零兽希望能够链接服务10万台智能售货机。通过SaaS平台，蚂蚁零兽可以把数据留存自己平台上，这部分真实的消费数据的商业价值是巨大的。
家电客	2021年	专属家电品类的电商平台	通过SaaS平台，蚂蚁零兽可以把数据留存自己平台上，这部分真实的消费数据的商业价值是巨大的。

资料来源：Wind，搜狐，浙商证券研究所

高线低线城市全覆盖，线上线下模式相结合。公司集高线（T1-3）、低线城市（T4-6）、线上场景于一体，形成一个覆盖全渠道，多场景的综合服务平台，给予客户立体式的服务体验：

- 1、高线城市方面：**公司通过 10 年的大浪淘沙，目前已打造一个拥有 280 多家合作公司、200 万个销售网点的 380 新流通平台，分销业务网路深入 T1-4 城市；
- 2、低线城市方面：**公司通过与蔚然锦和合作，并直接控股 380 超市和蚂蚁零兽，充实公司在 T4-6 低线城市的零售终端的数量与覆盖率。
- 3、线上方面：**公司开发整购网、怡通云、家电客等 app 终端，涵盖 B2C、B2B、社群营销、直播电商等多种线上营销场景。

随着公司大力拓展低线城市渠道，近年来销售费用率稳步上升，由 14 年的 0.5% 提升至 20 年 1.3%，复合增速达 18.3%；公司注重与蔚然锦和这样的优质大型经销商合作，前 5 名客户合计销售占比由 14 年的 7.2% 提升至 20 年的 18.6%，CAGR 达 17.2%。

图 43：公司实现中国内地 T1-6 城市全覆盖

线上场景
• B2C：天猫、京东 • B2B：整购、家电客
高线城市
• T1-3城市：合作平台公司280多家 • T1-4城市：分销网路覆盖200万家终端网点
低线城市
• 蔚然锦和：7800多家零售终端 • 380超市+蚂蚁零兽：800多家终端+6万台智能售货机

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：中国内地城市等级划分

维度设置			评判比重 (%)
商业资源集聚度：大品牌青睐、核心商圈实力、基础商店数量			22%
城市枢纽性：城际交通基础设施及往来交通频率、物流通达度			20%
城市活跃度：消费活跃度、社交活跃度、夜间活跃度			18%
生活方式多样性：出门新鲜度、消费多样性、休闲丰富度			18%
未来可塑性：创新氛围、人才吸引指数、消费潜力、城市规模与增长数据			22%
分级	等级	代表城市	城市数量 (个)
一线城市	Tier 1 (T1)	北京、上海、广州、深圳	4
新一线城市	Tier 2 (T2)	成都、重庆、杭州、武汉、西安、天津、苏州、南京等	15
二线城市	Tier 3 (T3)	宁波、昆明、福州、无锡、厦门、济南、大连、哈尔滨等	30
三线城市	Tier 4 (T4)	潍坊、扬州、海口、汕头、洛阳、乌鲁木齐、临沂、咸阳等	70
四线城市	Tier 5 (T5)	常德、渭南、孝感、丽水、运城、德州、许昌、湘潭、晋中等	90
五线城市	Tier 6 (T6)	汉中、辽阳、梧州、鹰潭、百色、毕节、钦州、云浮、佳木斯等	128

资料来源：第一财经，浙商证券研究所

图 44：380 平台覆盖 T1-3 高线城市



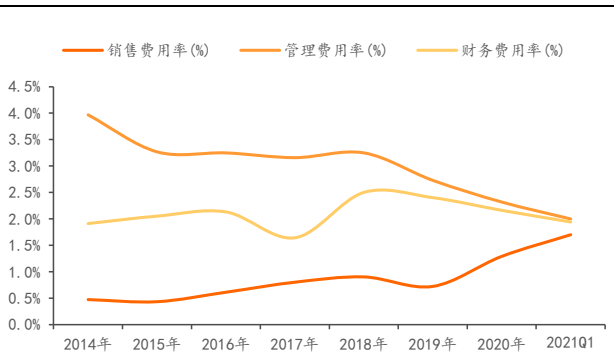
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：公司以战略合作、直接控股的方式布局低线城市终端

	蔚然锦和	380超市	蚂蚁零兽
合作关系：	战略合作	直接控股	直接控股
终端数量：	7800+家门店	800+家门店	6万台终端
终端类型：	松散式加盟店	云模式便利店	自动售货机
门店样图：			

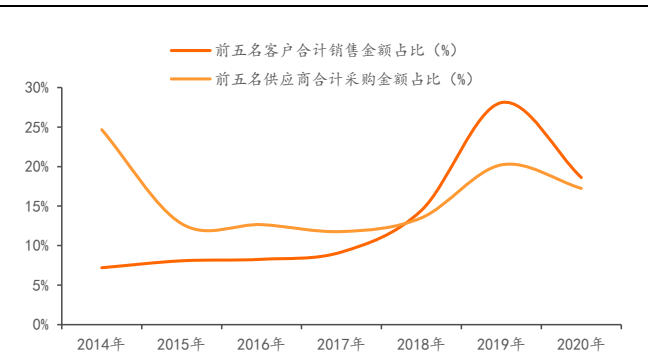
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 46：公司销售费用近年来保持稳步上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 47：下游经销商向优质、大客户集中



资料来源：Wind，浙商证券研究所

未来——公司计划进一步整合线上线下的资源，借助区域链技术，形成怡亚通供应链生态系统，推动流通产业中“品牌-经销商-零售商-消费者”的供应链上下游各个环节的互联网化转型发展：1) 在 380 平台坚持未达标合作公司**清退机制**，将资源集中于优质大商；2) 继续拓展线上业务，未来线上/线下业务比例由 1:3 转变至 2:3。

图 48：“供应链+”时代已来临，公司持续打造服务综合平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 49：渠道进一步下沉，在低线城市构建综合服务平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4. 变化：三年重整重构，即将破茧成蝶

4.1. 升级：业务模式迭代升级，构建一体两翼业务结构

三年重整重构，业务结构聚焦，发展目标明确。怡亚通自 2018 年开启了三年“否定自我，战胜自我”的重整重构，业务层面出现三大亮点：

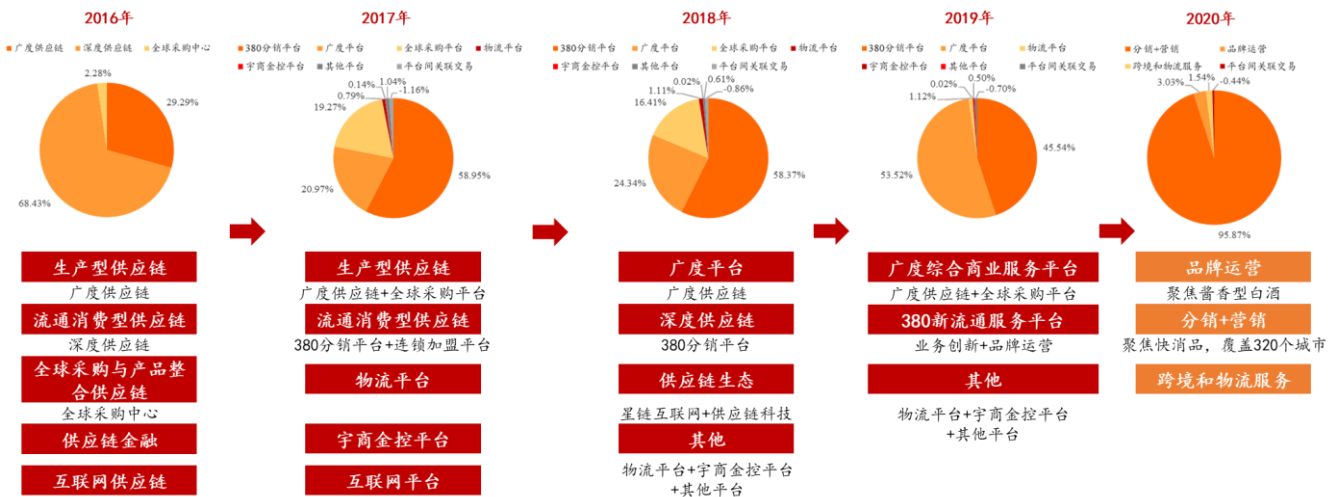
1) **业务结构聚焦**：2019 年公司将广度平台和全球采购平台合并为广度综合商业服务平台，2020 年进一步将业务梳理为分销+营销、品牌运营两大板块，业务结构更加清晰聚焦，发展方向明确。

2) **业务模式迭代升级**：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，业务模式从资金驱动转向能力驱动，业务附加值更高，2021Q1 毛利率达到 6.20%，同比提升 0.54 个百分点。

3) **品牌运营模式突出重围**：2019 年公司首次推出品牌运营业务，2020 年品牌运营板块总收入达到 20.66 亿元（+29.40%），其中高毛利的白酒品牌运营板块实现收入 8.70 亿元（+129.73%），未来有望将白酒的品牌运营模式复制到小家电和医美板块。

4) **纵向业务专业化**：近期公司发布公告，为实现公司纵向业务专业化，提升公司在各行业的专业化程度，拟分别投资设立怡亚通酒业、母婴、食品、生物科技供应链有限公司，并将原公司下属各分子公司按行业分类并入以上新设立的供应链公司。即将原有分销+营销及品牌运营下的不同品类分别并入专门的供应链公司，以实现纵向分品类专业化管理，进而实现对品牌运营及品牌孵化的进一步赋能。

图 50：公司业务结构变迁



资料来源：公司年报，浙商证券研究所，注：广度供应链即为传统供应链业务，深度供应链即为深度分销+营销业务

“一体两翼”战略构建新增长极，打造怡亚通系供应链生态。凭借较强的渠道壁垒，2021 年公司将实施“一体两翼”战略：1）一体：供应链基础服务，包括采购执行、销售执行、分销、营销、物流、跨境等基础业务。2）第一翼：聚焦大消费领域的产业平台，包括品牌管理、品牌营销、品牌培育、综合商业平台服务等附加值较高的业务。3）第二翼：成立投资平台，设立消费类产业基金，包括自有品牌孵化、品牌投资并购等业务。

图 51：公司一体两翼的业务结构



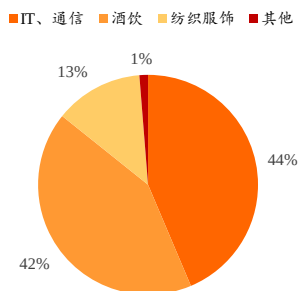
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4.2. 聚焦：发力品牌运营和自有品牌孵化，打造新的增长极

基于原有“分销+营销基本盘”，公司于 19 年推新品牌运营模式。怡亚通在与众多知名品牌长期合作的同时，凭借三大能力（品牌培育：对优质品牌进行培养、赋能和运营；反向选品：结合消费趋势反向精准选品；多品牌、全渠道营销能力：公司具备多品牌营销的运营一体化能力、线上线下全渠道营销能力），推出品牌运营业务。

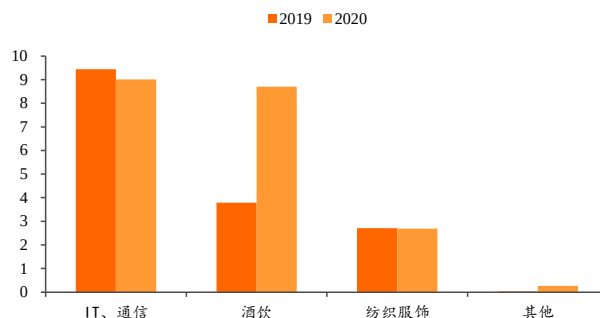
品牌运营业务以 IT、通信和酒饮为主，成功切入酱酒赛道，酒饮板块增速迅猛。2020 年品牌运营业务中 IT、通信板块和酒饮板块占比较高，分别为 44%和 42%，其中酒饮板块增速迅猛，2020 年酒饮板块营收同比增长 130%，而 IT、通信板块和纺织服装板块收入略有下滑。酒饮板块中，公司成功切入较为热门的酱酒赛道，成功打造了“钓鱼台珐琅彩”、“国台黑金十年”等多个单品。

图 52：2020 年品牌运营业务以 IT 通信和酒饮为主（%）



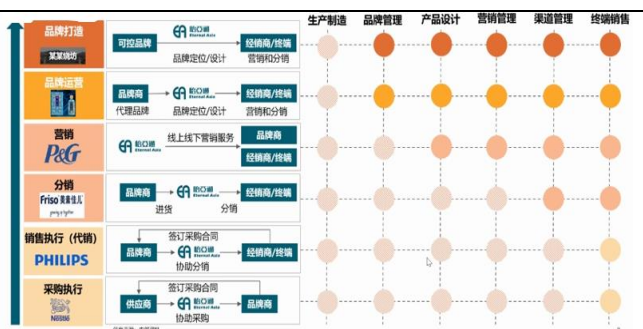
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 53：2019-2020 品牌运营业务中酒饮板块增速迅猛（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 54：公司业务模式已升级至品牌运营&品牌打造



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：公司全渠道运营能力为品牌运营业务开展的基础



资料来源：Wind，浙商证券研究所

设立投资平台和产业基金，孵化自有品牌。公司计划建立投资平台，作为产业平台的孵化器，其作用为加速品牌孵化、实现品牌投资并购、促进消费类生态链企业成长。其中，投资平台主要用于自有品牌孵化，自有品牌在怡亚通供应链中进行初期运营筛选，对于表现优异的自有品牌公司会给予资金支持加速其孵化。此外，公司还会投资收购相对成熟的品牌，并用公司资源进行赋能，加速成熟品牌进一步做大做强。

科技孵化成果显著，卓怡恒通已启动 IPO，有望贡献投资收益。目前怡亚通孵化的生态链公司已经全面覆盖了计算机、电商、新零售、芯片分销、人工智能等行业，多家企业已经获得了外部战略投资人的投资。在怡亚通投资孵化的众多公司中，卓怡恒通是国内最大的信创计算机（OEM/ODM）供应商之一，2019 年卓怡恒通获得了合肥市政府高达 2 亿元的战略投资，该项目已在 2021 年启动 IPO。2020 年怡亚通投资收益是营业利润的 3.65 倍，是主要利润来源，投资收益主要来自联营企业的分红，未来或有更多的怡亚通孵化公司启动上市程序，将为怡亚通带来丰厚的投资回报。

5. 超预期点：乘酱酒之风，品牌运营业务扶摇而上

5.1. 成功切入酱酒赛道，单品贡献真实利润弹性

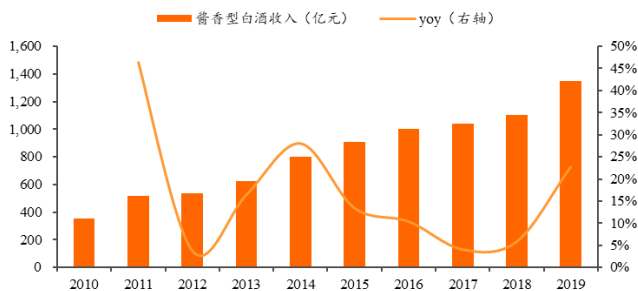
5.1.1. 酱酒凭借占行业 8% 的产能，撬起行业 40% 的利润

酱酒凭借占全行业 8% 的产能，实现收入及利润 26%、40% 的占比。在消费者端、经销商端、厂商端、资本端共同推动下（逻辑可详见《【浙商食饮】酱酒深度报告：一峰独立群峰竞秀，酱酒品类强势崛起（20201018）》），近年来酱酒热愈演愈热。酱酒行业规模方面，据权图酱酒工作室研究最新数据显示，2020 年酱酒行业产能在较去年占比提升 1 个百分点的情况下，收入、利润占比分别提升 3、2 个百分点，酱酒在行业中愈加重要。具体来看：

产能：2020 年中国酱香酒产业实现产能约 60 万千升，同比增长约 9%，约占中国白酒行业产能 740 万千升的 8%。**收入：**实现行业销售收入约 1550 亿元，同比增长 14%，约占中国白酒行业销售 5836 亿元的 26%；剔除茅台酒后，实现收入约 605 亿，同比增长约 22%，约占白酒收入 10%。**利润：**实现行业销售利润约 630 亿元，同比增长约 15%，约占中国白酒行业利润 1585 亿元的 40%。剔除茅台酒后，实现利润约 175 亿，同比增长约 21%，约占白酒利润 11%。

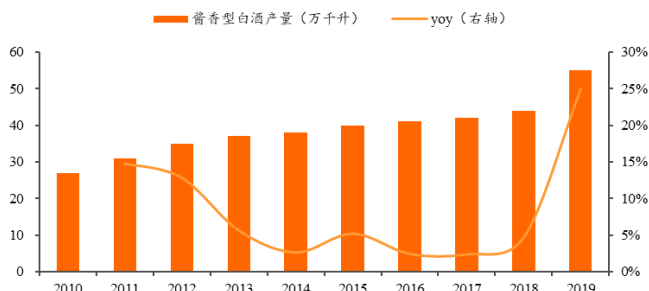
尽管酱香型白酒的产销量份额较小，但因其产品盈利能力强，使得行业利润规模的占比相对较大，并整体呈增长趋势。据此前测算，预计 19-24 年酱酒行业收入 CAGR 将超 14%，收入规模将超 2600 亿元；预计白酒行业 19-24 年收入 CAGR 为 8%+，2024 年酱酒收入占比或将高于 30%，成为白酒市场最具有诱惑力的利润品类。

图 56：2010-2020 年酱酒规模情况一览



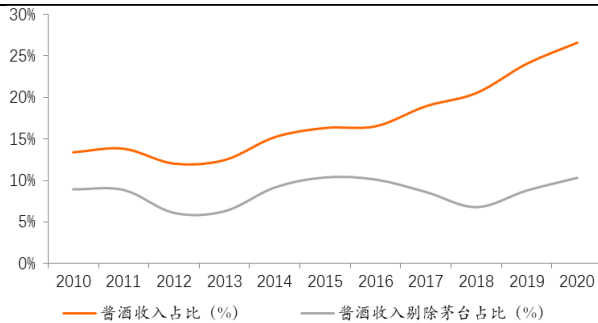
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 57：2010-2020 年酱酒规模情况一览



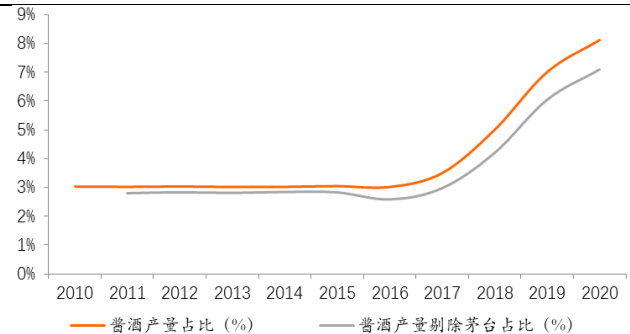
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 58：2010-2020 年酱酒收入占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 59：2010-2020 年酱酒产量占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

酱香流行趋势无法逆转，部分地区酱酒市占率已超 50%。酱酒天生具备较高进入壁垒及高定价基础在消费者心中留下高端烙印，同时消费升级需求叠加投资需求使得酱酒发展动力由茅台推动转为消费者拉动。除了酱酒收入及利润占比不断提升外，从市场角度看，2020 年贵州、河南地区酱化率均已超 50%，其中茅台系列酒在河南市场仅用 3 年就从 20 亿到 100 亿，贵州茅台镇 30+家酒厂在河南营业收入均已超 1 亿，同时未来广东、山东、广西、福建等外向型区域酱化率均有望超 50%，酱酒流行趋势正在全国逐步蔓延。

表 8：各主要地区酱酒发展情况

趋势	省份	市场特点	白酒市场规模	竞争格局	2019年酱酒市占率 (%)	2020年酱酒市占率 (%)
酱酒市占率已超50%，其中河南于2020年实现翻盘	贵州	当前贵州省已经形成了包括酱香型、浓香型、兼香型等香型并存格局，但以酱酒为主	>100亿	贵州地区为酱酒主要产地，酱酒市占率超90%，	超80%	90%
	河南	人口基数庞大，白酒消费量大；未形成明确的香型偏好，高端酒发展较慢且200元以上的价格带中无地产酒	约485亿	河南地产酒发展较慢，占比30%；外省品牌占比70%，其中茅台、五粮液、剑南春销售量最大，泸州老窖、水井坊、舍得占据白酒市场一定份额，习酒、郎酒销量增长迅速	30%	50%
	广东	经济发达，消费水平高；白酒消费量大，酱香酒保持10%以上的增长	约290亿元	各酱酒企业纷纷涌入广东市场，呈群雄逐鹿态势	40%	45~50%
	山东	饮酒氛围浓厚，白酒消费量大；但价格带偏低；市场空间足	约390亿	山东地产酒品牌不具规模，呈碎片化分散分布态势；茅台、剑南春、洋河、山西汾酒等外省白酒较为强势	10~20%	>20%
酱酒市占率或达50%，三年内酱香酒有望实现翻盘	广西	主流白酒消费价位带在300元以上	约110亿元	主要销售产品以次高端酒区域酒、高端酒为主。具体来看，800元以上价位段市场容量较大；500~800元价位带仍处于培育期；300~500元价位带产品主要用于高端宴请及送礼消费场景，具有品牌力的全国名酒受消费者青睐	20~30%	33%
	福建	经济水平高、消费力强；饮酒文化缺乏，白酒消费量低；价格带高	>50亿元	无优势地产酒品牌；茅台、四特、洋河、郎酒等外省白酒较为强势	中高端价格带中酱香酒市占率70%	>20%
	陕西	陕西地区市场容量约为130-150亿元左右，主流价位带为100-300元	130-150亿元	陕西地产酒呈一超多弱格局，面对省外品牌处于守势，省外品牌的进入加剧陕西白酒市场竞争。	<30%	30-35%
	四川	白酒产销大省，浓香型白酒占比超50%；主流价格带高于全国平均水平	约300亿	四川白酒市场呈一超（五粮液）多强（泸州老窖、水井坊、舍得、剑南春、郎酒）格局，地产酒强势	20%	>20%
酱酒市占率持续提升	北京	市场容量大，消费价位呈哑铃型分布，高端酒和大众酒的市场空间大；白酒香型多元化，中低端以清香型为主，中高端以浓香和酱香型为主	约240亿	北京市场白酒品牌众多，竞争激烈，高端市场上全国性名酒如茅台、五粮液、泸州老窖等占优；大众酒市场上红星、玻汾、牛栏山等光瓶酒占优	>30%	>10%
	上海	主流价位在400元以上，居全国前列	150-200 亿	上海地区品牌之间竞争较为激烈，经过多年来的推广和培育，以茅台、郎酒、习酒、国台为首的酱香型白酒发展迅猛，已在本地初具规模；	>15%	>10%
	江苏	江苏市场白酒容量高于全国水平，受益于消费升级，主流白酒消费价位带在 300 元	约450亿元	苏北饮酒习惯统一使得其地产酒较为强势，苏南在没有全国知名白酒品牌的情况下，对外包容性强使得其竞争格局更为分散，地产酒龙头品牌与省外品牌呈群雄逐鹿的态势；分价位带来看，800元以上高端价位名酒稳定增长，其中茅台、五粮液市场占比较大，国窖在局部市场占据一定份额；300~600元次高端价位扩容速度较快，洋河梦之蓝和今世缘国缘在该价位段快速增长。	>10%	>10%
	浙江	浙江省白酒市场容量约为 150 亿元左右，主流白酒消费价位带在200元以上	约150亿元	浙江省作为经济发达省份，当地居民拥有较高收入水平，在缺乏区域本土强势白酒品牌的情况下，对外来白酒品牌接受度较高，品牌意识也较其他省份强，因此主要销售产品多为中高端次高端酒，市场竞争激烈	>10%	>10%
	湖南	白酒消费大省、消费频率高；价格带高	>300亿元	外省白酒占湖南市场70%份额，其中五粮液、泸州老窖等川酒占30%，茅台、习酒等黔酒占20%，其他省白酒占20%；酒鬼酒等地产酒占湖南市场30%份额	>10%	>10%

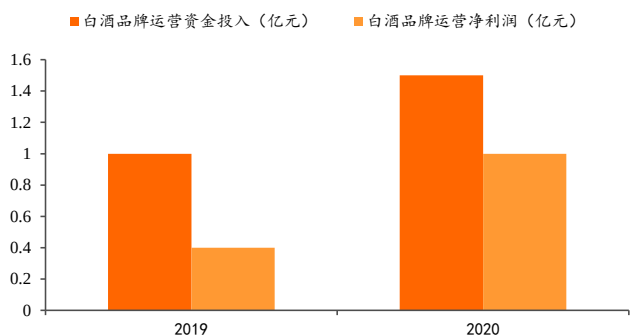
资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，微酒，搜狐，浙商证券研究所

5.1.2. 白酒分销规模曾达百亿，白酒品类品牌运营已获成功

2020 年白酒品牌运营业务凭借 3% 的收入占比，实现 9.9% 的毛利占比。由于白酒为公司原有九大分销方向中的一类（分销规模曾一度高达百亿，销售渠道和华致酒行有所差别——华致酒行依托线下超 2000 家的品牌连锁门店、上万家终端零售网点、KA、团购、电商等渠道进行销售；公司依托传统供应链网络及“380”平台进行高效分销，拥有丰富的上游品牌资源及更多的下游渠道资源），且公司从前期的传统供应链、分销+营销中等业务中获取了做渠道、销售、运营的能力，因此公司在为其他品牌打造 IP 后，开始为基础业务中的白酒打造 IP 产品，切入酱酒赛道进行品牌运营工作（覆盖产品设计、渠道营销、产品分销、终端销售全过程），其两大酱酒单品目前贡献主要品牌运营业务业绩：

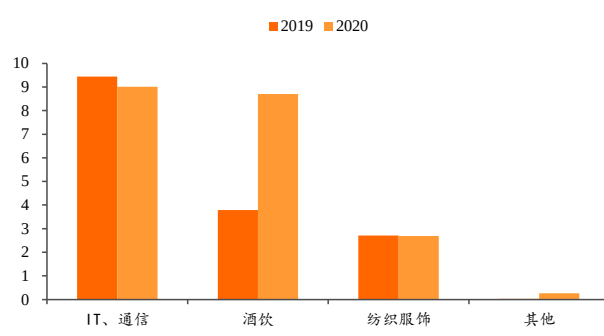
1) 钓鱼台珍品一号（独家经销）——2019 年 1 月上市。销售额：首批 10 吨一经上市一周内售罄，上市 7 个月内销售额破亿，2019 年 10 月提价百元，销售突破 2 亿元，2019 年销售额突破 3 亿元，2020 年单品销售业绩量超 4 亿；销量：2019 年钓鱼台珐琅彩共销售 400 吨，2020 年怡亚通拥有 500 吨配额仍然供不应求。

图 60：白酒品牌运营的投资回报率较高（主要由白酒贡献）



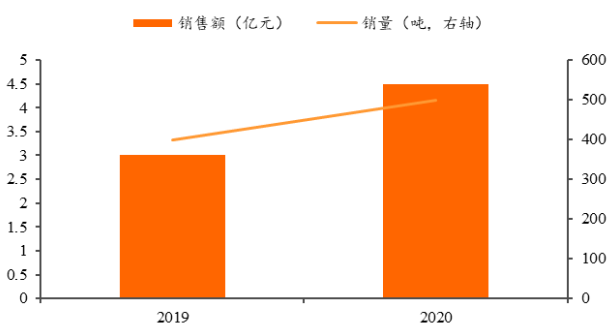
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 61：2019-2020 品牌运营业务中酒饮板块增速迅猛（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 62：钓鱼台珍品一号（珐琅彩）销售额增速迅猛



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 9：怡亚通 VS 华致酒行酒类分销售业务

	怡亚通	华致酒行
渠道差别	公司通过“380平台”进行分销——拥有200+个380合资及合作平台公司（T1~T3），覆盖了全国T1-4城镇市场的150+万家终端门店，拥有综合商业平台100+个，拥有15000+位经销商合作伙伴及营销合伙人	依托线下超2000家的品牌连锁门店、上万家终端零售网点、KA、团购、电商等渠道进行销售
业务体量	2020年公司白酒分销业务及白酒类品牌运营业务收入分别为55/8.7亿元	2020年公司收入规模为49.4亿元，毛利率为19%；预计2021H1公司实现营业收入39.5-40.5亿元，同比增长67.18%-71.41%；实现归母净利润3.52-3.73亿元，同比增长65%-75%
产品结构	收入以分销为主，利润来源以品牌运营为主	收入以分销为主，利润来源以高毛利非标产品为主
总经销大单品	钓鱼台珐琅彩（预计500吨）、国台黑金十年、摘要12（即将推出）等	荷花系列（成立合资公司）、钓鱼台铁盖（预计500吨）、赖高淮、茅台金及其他名酒定制酒

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 国台黑金十年(独家经销)——2020 年 6 月上市。市场布局：6 月-9 月，国台黑金十年在 8 个不同省份召开新品上市会，包括山东、福建、广东、上海、山西、广西、重

庆、云南，现场签单累积近万箱、超 30 吨。**渠道管理**：实施分销商+终端网点建设，清理违规客户与终端，保证渠道良性。**品牌营销**：积极开展事件营销、场景营销促销活动，打造品牌影响力。

5.1.3. 23 年白酒品牌运营规模或至少 40 亿，为利润重要驱动力

未来白酒业务发展方向为：1) 和酒企合资做品牌（自有品牌），从而拥有一定股权和话语；2) 和酒厂合作做定制酒，拥有独家经销商权（要求产品毛利率不低于 50%）。2021 年公司主要单品为钓鱼台系列、国台黑近十年及其他新品（预计包含定位超高端产品），中长期看，我们将从“量”及“价”两方面来展望：

1) “量”：对于怡亚通来说，想要继续实现酱酒业务板块的规模扩张，面临的主要问题为供给端（从酱酒生产周期角度看，由于酱酒从生产至出厂需经历至少 5 年时间，因此酱酒的扩张将有 5 年的时滞期，当前酱酒整体处于供不应求状态，部分酱酒酒厂甚至开始收缩条码）。具体分析来看，**钓鱼台珐琅彩（液体黄金）**——2020 年钓鱼台酒厂产能为 3000 吨（且没有扩产计划），此前钓鱼台曾表示将收缩条码，但基于怡亚通较强的拿货能力，我们预计怡亚通的钓鱼台产品配额未来将整体保持平稳；**国台（黑金十年）**——2020 年国台酒厂产能约为 8000 吨，并正在逐步扩产（2026 年产能将达 2.2 万吨），且考虑到 2020 年公司的国台黑金十年销售仍处于起步阶段，预计国台黑金十年的量能实现稳中有升；**新增产品**——公司仍在不断充盈产品线，预计将有更多酱酒总经销及其他名酒总经销产品将于年内相继上线。另外，**公司或将与实力较强的酱酒进行深度合作**（成立品牌运营合资公司），通过收购品牌方式以进一步布局酱酒业务，同时进一步保证了量的供给。

表 10：酱酒主要酒厂产能情况一览

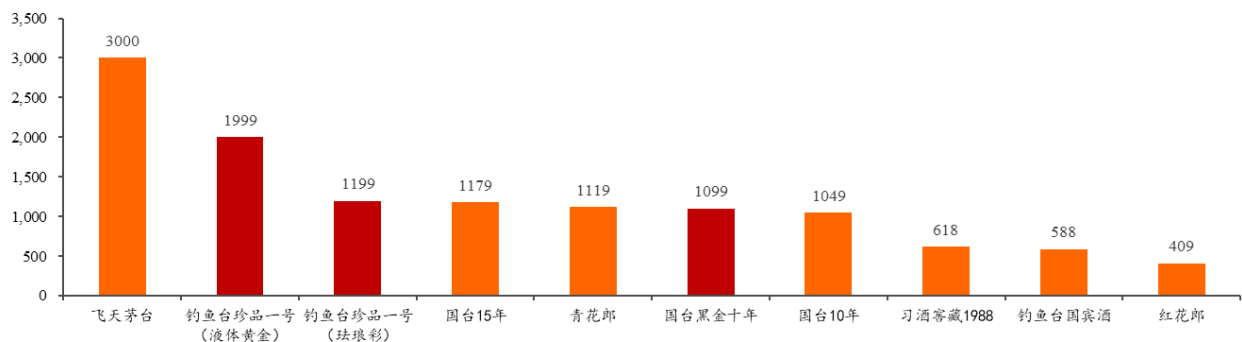
主要酱酒企业	设计产能 (万吨)	实际产能 (万吨)	目标产能 (万吨)	目标产能达成时间	预计 2025 年产能	产能扩建计划	产地	当前酒企规模 (亿元)
贵州茅台	4.26	5.02	5.6	2021	5.6	4,032 吨基酒设计产能将在 2021 年释放	茅台镇	848.31
茅台系列酒	2.53	2.49	5.6	2021	5.6	3 万吨酱香系列酒技改工程，4,015 吨基酒设计产能将在 2021 年释放	茅台镇	99.91
贵州习酒	-	4	10	2026	9	21 年将完成十三五新增 2.1 万吨产能目标；十四五目标在 2026 年达到 10 万吨的产能	赤水河流域	103
四川郎酒	3.04	1.83	5.28	2023	5.28	投资 42.74 亿元用于优质酱香型白酒产能建设项目，建成后新增酱酒产能 22,332.00 吨，计划建设周期为 24 个月。	赤水河流域	93.37 (酱酒为 60.50)
国台酒业	-	0.8	2.6	2026	2.2	投资 30 亿元，预计从 2026 年起国台产能将稳定在 2.6~2.8 万吨，其中 2026 年国台酒 0.76~0.8 万吨，2026 年国台酒庄 1.4~1.6 万吨，2023 年国台杯酒能到 0.4 万吨	茅台镇	30
金沙酒业	-	1.9	5	2023	5	先后在 2021 年、2022 年、2023 年建成投产 0.5 万吨、0.5 万吨和 2 万吨新产能	赤水河流域	27.3
贵州珍酒	-	0.5	3.5	2025	3.5	2021 年珍酒将新增产能 1 万吨，2025 年珍酒的产能将达到 3.5 万吨	赤水河流域	20+
武陵酒	-	0.15	0.6	2025	0.6	投资 15 亿元、年产 5000 吨的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”	湖南常德	7
丹泉酒业	-	1.5	3	2023	3	十四五计划三年内达到产能扩增至 3 万吨	广西南丹县	20+
仙潭酒业	-	2	2.5+	-	2.5	分期新增 15 个车间，增加产能 500 吨	赤水河流域	10+
贵州安酒	-	1	3	-	3	斥资 100 亿元建设“安酒赤水酒谷”，建成后将达到 3 万吨酱酒制酒能力	赤水河流域	-
钓鱼台	-	0.3	0.3	-	0.3	3000 吨规模适合钓鱼台，未来一段时间不扩产	茅台镇	20+
劲牌酱酒	-	0.5	2	2022	2	公司于 2017 年~2022 年实施酱酒技改三期项目，三期投产后酱酒产能将达到 1.3 万吨，并同步开展四期规划，建成后年产量 2 万吨	茅台镇	-
贵州醇	-	1.5	4	2025	4	十四五规划，到 2025 年底实现酱酒产能 4 万吨	贵州醇景区	-
夜郎古	-	0.5	1	2022	1	目前产能 5000 吨/年，预计扩产后明年将达到 10000 吨/年	茅台镇	-

资料来源：酒业家，微酒，糖酒快讯，浙商证券研究所，注：数据截止 2021 年 6 月

2) “价”：由于酱酒仍处于爆炸增长期，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高（渠道利润为 20%-200%），同时消费者对酱酒高端属性的认可使得其提价更为容易。具体分析来看，**钓鱼台珐琅彩（液体黄金）**——在量平基础上，主要利润增厚点在于价：1) 直接提价（公司拥有定价能力）；2) 结构提升，2021 年公司钓鱼台产品的 500 吨配额中，约为三分之一为价位更高的新产品钓鱼台液体黄金，而 2020 年的 500 吨配额中大部分为钓鱼台珐琅彩产品，即产品结构整体实现上移；**国台（黑金十年）**——预计将实现量价齐升；**新增产品**——公司将推出高价位千元产品以推升整体产品线均价，从而增厚利润空间；

怡亚通旗下运营的白酒品牌均位于千元价格带，有望享受千元价位带扩容红利。白酒行业高景气度延续态势下，千元价位带持续扩容将带来行业第二增长极，我们预计随着消费升级趋势延续，高端酒扩容速度将超次高端酒，成为扩容速度最快的价格带。怡亚通旗下运营的主要白酒大单品如钓鱼台珐琅彩、国台黑金十年均位于千元价格带，最新推出的钓鱼台液体黄金也属于高端白酒，有望享受千元价位带扩容红利，保持较高的增长速度。

图 63：怡亚通旗下白酒均属于高端产品（零售价：元/瓶）



资料来源：天猫，浙商证券研究所

预计 2025 年末未来白酒品牌运营业务至少或达 50 亿规模。在酱酒仍将享受 3-5 年红利期背景下，公司白酒品类的品牌运营业务有望通过量价齐升实现利润的迅速提升。我们通过敏感性测算对白酒品牌运营业务未来业绩进行测算，考虑到：1) 23 年酱酒产量将迎来爆发式增长，因此 23 年后酱酒业务增速将呈下降态势；2) 钓鱼台系列产品配额预计总体呈持平态势（可能会略微下降），但是价会持续提升（尤其是 2021 年，产品结构中三分之一为高价位新品酒+珐琅彩提价，预计均价将有至少 30% 的提升），钓鱼台系列对收入贡献总体保持稳定；3) 其他产品（包括国台黑金十年及其他新品等）的迅速上新商量预计将带动业绩高速增长。经测算，预计 2025 年末未来白酒品牌运营业务或至少达 50 亿规模，有望达百亿规模。

表 11：白酒品牌运营业务未来业绩敏感性测算

中性假设						
	2019	2020	2021	2022	2023	2025
总收入 (万元)	37870	87000	168000	291081	424297	758514
YOY (%)		130%	93%	73%	46%	34%
毛利率						
预计高于50%，随着规模的增长而提升						
钓鱼台珍品一号系列（珐琅彩及液体黄金等产品）						
收入 (万元)		45000	63000	81081	88297	99954
YOY (%)			40%	29%	9%	4%
量 (吨)		500	500	495	490	480
YOY (%)			0%	-1%	-1%	-1%
均价 (元/瓶)		450	630	819	901	1041
YOY (%)			40%	30%	10%	5%
其他产品						
收入 (万元)		42000	105000	210000	336000	470400
YOY (%)			150%	100%	60%	40%
乐观假设						
	2019	2020	2021	2022	2023	2025
总收入 (万元)	37870	87000	191250	358762.5	592757	1161310
YOY (%)		130%	120%	88%	65%	36%
毛利率						
预计高于50%，随着规模的增长而提升						
钓鱼台珍品一号系列（珐琅彩及液体黄金等产品）						
收入 (万元)		45000	65250	81562.5	93797	113494
YOY (%)			45%	25%	15%	10%
量 (吨)		500	500	500	500	500
YOY (%)			0%	0%	0%	0%
均价 (元/瓶)		450	652.5	815.625	938	1135
YOY (%)			45%	25%	15%	10%
其他产品						
收入 (万元)		42000	126000	277200	498960	1047816
YOY (%)			200%	120%	80%	40%
悲观假设						
	2019	2020	2021	2022	2023	2025
总收入 (万元)	37870	87000	147000	225288	320335	527447
YOY (%)		130%	69%	53%	42%	25%
毛利率						
预计高于50%，随着规模的增长而提升						
钓鱼台珍品一号系列（珐琅彩及液体黄金等产品）						
收入 (万元)		45000	63000	74088	78415	87153
YOY (%)			40%	18%	6%	4%
量 (吨)		500	500	490	480	471
YOY (%)			0%	-2%	-2%	-1%
均价 (元/瓶)		450	630	756	816	926
YOY (%)			40%	20%	8%	5%
其他产品						
收入 (万元)		42000	84000	151200	241920	440294
YOY (%)			100%	80%	60%	30%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 23-25 年品牌运营业务收入规模或达百亿，利润表现可期

白酒品牌成功的运营经验有望复制至小家电和化妆品、医美领域，百亿营收十亿利润可期。自公司 2019 年切入酱酒赛道后，公司利润提升迅速，考虑到小家电和化妆品、医美等领域毛利率较高（可达 40-60%），且公司具备一定运营基础，下一步公司有望白酒品牌成功的运营经验有望复制至小家电和化妆品、医美领域，品牌运营业务有望于 2023-2025 年实现百亿收入规模，利润表现可期。

图 64：公司在家电和日化领域已经开始布局



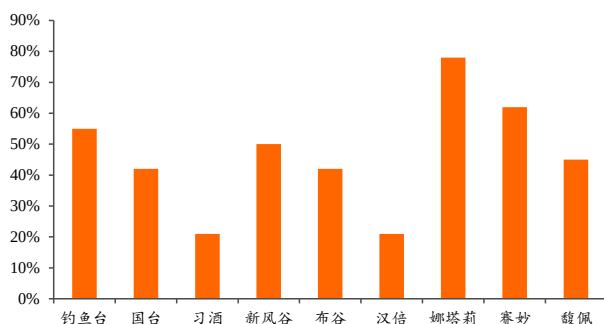
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 65：公司具备品牌运营能力



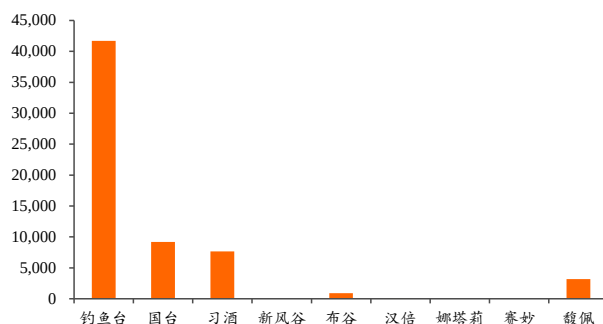
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 66：2020 年品牌运营各品牌毛利率水平 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 67：2020 年品牌运营各品牌销售额情况 (万元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 盈利预测与估值分析

6.1. 盈利预测

假设：

公司目前核心盈利项目从以往的深度分销+营销转为品牌运营业务，公司有望继续引领供应链行业发展，我们预期公司 2021 年营业收入达到 786.3 亿元，2023 年达到 989.1 亿元，毛利率提升至 6.4%，我们认为此盈利预测仍相对保守：

1) **“分销+营销”业务**：去年疫情影响下公司“分销+营销”业务有所下滑，低基数背景叠加公司依托 380 平台建立了全渠道一体化的供应链体系，预计 2021 年分销+营销业务同比将较快增长。同时考虑到近年来公司“分销+营销”业务总体实现平稳增长，规模扩张的边际效应递减，假设“分销+营销”业务 2021-2023 年收入增速逐步放缓，毛利率水平微降；

2) **品牌运营业务**：2020 年品牌业务中，白酒业务占比 42.1%，考虑到：

1、白酒板块快速增长：白酒品牌运营业务 2023 年收入或达 40 亿元以上，2020-2023 年 CAGR 预计达 69.56%，主因：1) 销量增长：公司主销的大单品为钓鱼台珐琅彩和国台黑金十年，均为千元价格带酱酒产品，同时享受酱酒热和千元价格带扩容红利；2) 价格提升：在消费升级背景下，随着茅五泸等产品批价稳步提升，高端酒价格带提价空间被打开，钓鱼台珐琅彩和国台黑金十年也在同步提价；3) 推出高价位新品：公司在原有大单品基础上还在开发新产品，今年推出售价近 2000 元的钓鱼台液体黄金，同时还有望推出其他品牌产品，增厚营收规模。

2、品牌运营业务从白酒板块向其他板块复制扩张：依托较强的品牌运营能力和覆盖全国各线城市的渠道网络，公司在继续做大高毛利白酒板块业务的同时（目前上升势头正盛），有望将白酒板块的成功经验复制到小家电、化妆品、医美等其他高毛利板块上。

因此，我们认为 2021-2023 年品牌运营板块收入 CAGR 有望达 52.9%，2023 年品牌运营板块毛利率将达 20%。

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、定增实现落地，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273.5%、46.9%、42.7%；EPS分别为0.2/0.3/0.5元/股；PE分别为27/18/13倍（EPS、PE均以当前总股本21.23亿股进行计算）。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 12：怡亚通四大业务业绩拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
分销+营销					
收入（百万元）	65480	65304	73735	80865	87088
YOY (%)		0%	13%	10%	8%
毛利率 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
品牌运营					
收入（百万元）	1596	2066	3097	4716	7389
YOY (%)		29%	50%	52%	57%
毛利率 (%)	12%	18%	19%	19%	20%
跨境和物流服务					
收入（百万元）	5100	1052	2103	3155	4733
YOY (%)		-79%	100%	50%	50%
毛利率 (%)	5%	19%	19%	19%	19%
平台间关联交易					
收入（百万元）	-501	-301	-301	-301	-301
毛利率 (%)	0	0	0	0	0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2. 估值分析

考虑到怡亚通的传统供应链和品牌运营业务模式、净利率水平等差距较大，因此我们采用分部估值法对怡亚通进行估值分析。

1) 传统供应链业务采用 P/B 相对估值法。供应链领域主要上市公司企业的市净率 (P/B) 均值为 1.80-2.24。由于品牌运营业务相较传统供应链业务体量较小，因此以 2020 年公司净资产 82.24 亿元进行测算，对应 1.80xP/B，则 2020 年市值为 147.76 亿元，保守估计 2021 年传统供应链业务市值维持不变。

2) 品牌运营业务采用 P/E 相对估值法。由于怡亚通的品牌运营业务中酒饮业务占比高，因此对标酒水流通商华致酒行，华致酒行 2021 年 P/E 的一致预期为 28.47x。由于怡亚通品牌运营业务尚处于培育发展阶段，因此净利率尚处提升期，参考华致酒行 2016-2020 年平均 8%左右的净利率水平，怡亚通品牌运营净利率有望以每年 0.5pcts 的速度持续提升。预计 2021-2023 年怡亚通品牌运营业务营收规模为 30.97、47.16、73.89 亿元，按 28.47xP/E 测算，对于 2021 年市值为 48.49 亿元。

综合传统供应链业务和品牌运营业务，怡亚通 2021 年总市值目标为 196.25 亿元，相较目前市值有较大空间，给予买入评级。

表 13：分部估值法测算一览

传统供应链业务（分销+营销等）					
市净率 (P/B)	2019	2020			
普路通	2.28	1.67			
东方嘉盛	2.33	1.93			
飞力达	2.16	1.76			
畅联股份	2.20	1.82			
均值	2.24	1.80			
怡亚通	2019	2020			
传统供应链业务净资产（亿元，公司口径）	84.25	82.24			
传统供应链业务测算市值（亿元，对标均值）	188.90	147.76			

品牌运营业务					
市盈率 (P/E)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
华致酒行	29.57	29.24	28.47	22.22	17.24
怡亚通	2019	2020	2021E	2022E	2023E
品牌运营业务营收（亿元）	15.96	20.66	30.97	47.16	73.89
品牌运营业务利润（亿元）	0.40	1.00	1.70	2.83	4.80
品牌运营净利率	2.5%	4.8%	5.5%	6.0%	6.5%
品牌运营业务测算市值（亿元，对标均值）	11.83	29.24	48.49	62.88	82.81
怡亚通测算总市值（亿元）	200.73	177.00	196.25	210.64	230.57

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2021-2023 年华致酒行 PE 为 Wind 一致预期

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；

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	28029	26416	25350
短期借款	18676	15281	13000	10854
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	31869	30642	29745
少数股东权益	2250	2210	2169	2129
归属母公司股东权	5973	9651	10107	10743
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	2092	1959	2022
净利润	84	420	637	927
折旧摊销	235	225	232	240
财务费用	1475	1102	947	858
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)	(2232)	(3126)	(3152)
短期借款	572	(3395)	(2281)	(2146)
长期借款	(212)	97	87	(9)
其他	(2368)	1066	(932)	(997)
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	1927	2388	2769
研发费用	15	18	20	22
财务费用	1475	1102	947	858
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	495	750	1091
营业外收支	14	3	5	7
利润总额	100	498	755	1098
所得税	16	78	118	172
净利润	84	420	637	927
少数股东损益	(39)	(41)	(41)	(40)
归属母公司净利润	123	461	677	967
EBITDA	1194.2	1700.0	1808.3	2071.1
EPS (最新摊薄)	0.1	0.2	0.3	0.5
主要财务比率				
	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%	477.1%	51.5%	45.4%
归属母公司净利润	36.9%	273.5%	46.9%	42.7%
获利能力				
毛利率	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%
净利率	0.1%	0.5%	0.7%	0.9%
ROE	2.1%	4.6%	5.6%	7.7%
ROIC	3.0%	4.5%	5.2%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	80.6%	72.9%	71.4%	69.8%
净负债比率	62.0%	56.1%	51.1%	45.4%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
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
应收账款周转率	5.5	6.3	7.1	8.0
应付账款周转率	52.5	62.7	66.7	76.1
每股指标(元)				
每股收益	0.1	0.2	0.3	0.5
每股经营现金	0.8	0.8	0.7	0.7
每股净资产	2.8	3.5	3.7	3.9
估值比率				
P/E	101.1	27.1	18.4	12.9
P/B	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	18.6	14.8	13.2	10.9

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