

怡亚通

002183

审慎增持 (首次)

资产结构持续优化，品牌运营效果显现

2021年08月18日

分析师:

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

吉理

jili@xyzq.com.cn

S0190516070003

投资要点

事件: 怡亚通发布公告，公司上半年实现营业收入 360.97 亿元，同比增长 25.6%，实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 323.91%。

点评:

- **收入端看，公司旗下品牌运营业务收入、毛利均大幅增长。**上半年营业收入为 360.97 亿元，较去年同期增长 25.6%。纺织服饰、酒饮行业方面品牌运营业务收入同比上涨 158%、300%，带动品牌运营业务毛利增长 213%。**公司分销+营销业务实现收入 340.6 亿元，同比增速达 22.0%，其中 IT 通信、工业原材料业务增速突出，分别达 95.46%、113.16%。**
- **剥离不良资产，公司资产结构显著优化，财务费用有所下降。**2021 年上半年公司财务费用为 6.96 亿元，同比下降 15.4%，其中利息费用下降 1.02 亿元。以往公司受限于供应链企业的高杠杆，资产负债率较高，随着 380 平台的提质增效和不良资产剥离。7 月公司定增 22 亿，用于数字化转型和降低财务风险，未来公司资产负债率和财务费用将继续下降。
- **受公司转型影响，品牌运营及营销业务导致销售费用增加。**公司上半年销售费用为 5.17 亿元，较去年同期上升 150.2%，其中市场业务费从去年同期的 2.06 亿元上升至 2021 年上半年的 3.83 亿元。
- **数智化转型+线上平台是公司未来发展的重要驱动因素。**公司近年来从传统供应链+分销业务转向以分销+营销为基础，大力发展高毛利品牌运营业务，通过公司品牌运营和营销能力推动业务发展。未来，公司将持续数智化转型，在多领域多渠道拓展现有业务，公司预计未来 3-5 年线上、线下的业务比例将从 1:3 变为 2:3。
- **投资策略:** 目前公司的重整重构已经逐渐明朗，从供应链服务向供应链生态创新不断迈进。深厚供应链服务背景和成熟的“380”深度分销、营销平台为公司在分销乃至品牌运营、自有品牌孵化方面提供了独特竞争力。展望未来，公司转型效果将持续显现，或能将白酒板块的模式复制至其他领域，预计收入端仍有增长空间。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.50、7.18、9.77 亿元，EPS 分别为 0.21、0.28、0.38 元/股，对应 8 月 17 日收盘价，PE 分别为 29、22、16 倍，当前估值具有性价比，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 国内疫情二次爆发，影响快消品行业和公司供应链业务；管理层变动等其他突发事件。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	33056	40111	38572	44675
货币资金	10274	10429	13170	12016
交易性金融资产	157	75	61	73
应收账款	12321	13758	14529	15421
其他应收款	1336	1337	1450	1570
存货	5815	11161	5725	11814
非流动资产	9272	9284	8803	8542
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	2881	2637	2759	2698
投资性房地产	1485	1439	1447	1451
固定资产	1403	1600	1663	1646
在建工程	739	443	266	160
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1161	995	984	935
资产总计	42328	49394	47375	53217
流动负债	29227	33523	30695	35482
短期借款	18676	21833	18480	22813
应付票据	6243	7214	7591	7935
应付账款	1110	1354	1403	1465
其他	3198	3122	3221	3269
非流动负债	4878	4864	4873	4872
长期借款	1325	1325	1325	1325
其他	3553	3539	3547	3546
负债合计	34105	38387	35568	40354
股本	2123	2597	2597	2597
资本公积	1295	3020	3020	3020
未分配利润	1781	2769	3435	4341
少数股东权益	2250	2201	2155	2107
股东权益合计	8224	11008	11807	12863
负债及权益合计	42328	49394	47375	53217

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
归母净利润	123	550	718	977
折旧和摊销	235	232	247	256
资产减值准备	85	62	-9	148
无形资产摊销	136	133	133	133
公允价值变动损失	-127	127	127	127
财务费用	1514	856	837	849
投资损失	-313	-366	-349	-354
少数股东损益	-39	-50	-46	-47
营运资金的变动	526	-5792	4868	-6848
经营活动现金流量	2098	-5044	6804	-4946
投资活动现金流量	164	769	113	315
融资活动现金流量	-2008	4430	-4176	3477
现金净变动	258	155	2741	-1154
现金的期初余额	1838	10274	10429	13170
现金的期末余额	2096	10429	13170	12016

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68256	76840	81858	86139
营业成本	64346	72944	76566	80390
营业税金及附加	88	99	105	111
销售费用	883	665	750	810
管理费用	1569	2244	2337	2411
财务费用	1475	856	837	849
资产减值损失	-85	-50	-40	-30
公允价值变动	127	127	127	127
投资收益	313	366	349	354
营业利润	86	575	778	1080
营业外收入	33	27	29	28
营业外支出	19	16	17	16
利润总额	100	586	790	1092
所得税	16	86	118	162
净利润	84	501	672	930
少数股东损益	-39	-50	-46	-47
归属母公司净利润	123	550	718	977
EPS (元)	0.05	0.21	0.28	0.38

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	-5.2%	12.6%	6.5%	5.2%
营业利润增长率	410.8%	569.9%	35.3%	38.7%
净利润增长率	36.9%	345.7%	30.6%	36.0%
盈利能力				
毛利率	5.7%	5.1%	6.5%	6.7%
净利率	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%
ROE	2.1%	6.2%	7.4%	9.1%

偿债能力				
资产负债率	80.6%	77.7%	75.1%	75.8%
流动比率	1.13	1.20	1.26	1.26
速动比率	0.93	0.86	1.07	0.92

营运能力				
资产周转率	1.62	1.68	1.69	1.71
应收账款周转率	5.28	5.66	5.56	5.52

每股资料 (元)				
每股收益	0.05	0.21	0.28	0.38
每股经营现金	0.81	-1.94	2.62	-1.90
每股净资产	2.30	3.39	3.72	4.14

估值比率 (倍)				
PE	128.5	28.8	22.1	16.2
PB	2.7	1.8	1.6	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn