

怡亚通(002183)

报告日期: 2021年10月26日

点评报告

行业公司研究
食品饮料

证券研究报告

品牌运营表现亮眼, 利润弹性释放

——怡亚通 2021Q3 业绩点评报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉️ mali@stocke.com.cn;
✍️ 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉️ zhangxiaojian@stocke.com.cn;

事件

公司发布业绩公告: 公司 21Q1-3 实现营业总收入 531.34 亿元, 较去年同期增长 21.71%; 归属于母公司的净利润为 4.15 亿元, 较去年同期增加 410.91%; 公司 21Q3 实现营业总收入 170.04 亿元, 较去年同期增长 14.48%; 归属于母公司的净利润为 1.58 亿元, 较去年同期增加 667.10%;

点评

□ 品牌运营业务贡献高利润弹性, 具备强潜力

2021Q3 怡亚通实现营业收入 170.04 亿元 (+14.48%), 公司实现净利润 1.58 亿元 (+667.10%), 其中 2021Q3 净利润大幅提升或主要来自: 1) 对盈利能力弱、资金占用大的项目公司持续关停并转带来的投资收益; 2) 品牌运营业务利润弹性继续释放。前三季度高毛利新品为业绩增量来源之一 (摘要 12、红星 1949、佰奥本集、香娜露儿、乳鲜森等), 同时大单品钓鱼台珐琅彩吨价实现提升 (提价+结构升级)。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远高于公司整体毛利率, 未来有望成为公司新的利润增长点。

□ 盈利能力底部已过, 费用管控助力净利率回升

2021Q3 公司毛利率为 6.31% (+1.40 个百分点), 净利率为 0.91% (+0.79 个百分点), 毛利率和净利率自实现底部回升, 主要受益于业务结构、组织架构、管理精细度不断优化, 公司营运效率表现优秀, 管理费用率下降 0.57 个百分点至 2.03%; 优化融资结构, 有效降低融资成本, 财务费用率下降 0.59 个百分点至 1.97%; 销售费用率方面, 2021Q3 公司销售费用率较去年同期增长 0.69 个百分点至 1.41%, 主要投放至营销和品牌运营方面。另外, 公司今年以来坚持“零库存”的平台运营模式, 通过资金回笼与资本运作, 降低公司负债率; 通过剥离过去 380 平台低效运营资金的合资公司, 降低了运营风险, 优化了融资环境, 2021Q3 公司利息费用下降 0.5 亿元, ROE 提升 1.81 个百分点至 2.16%; 经营性现金流净额为-3.43 亿元。

□ 业务模式将持续优化, 预计 21Q4 盈利端强劲表现延续

公司将于 21Q4: 1) 持续布局消费品赛道; 2) 大力推进业务模式升级, 不断提升品牌运营能力; 依托数字化转型整合线上平台, 预计 3-5 年公司线上、线下的业务比例将从 1:3 转变为 2:3; 3) 持续数智化转型。在持续推进结构调整、品牌运营及营销业务占比不断提升、收入绝对值持续增长、融资结构得到优化、关停并转盈利能力较弱的公司背景下, 公司盈利端延续强劲表现。

□ 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, 除了原有的大单品外, 21Q3 推出的摘要 12 已开始对业绩实现增厚, 可重点关注。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

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 ¥6.02

单季度业绩 元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|------|
| 4Q/2020 | 0.02 |
| 1Q/2021 | 0.05 |
| 2Q/2021 | 0.07 |
| 3Q/2021 | 0.06 |



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

《怡亚通 2021H1 业绩点评: 品牌运营业务表现亮眼, 盈利能力大幅上行》
(20210817)

《怡亚通首次覆盖深度: 三年重整重构, 怡亚通重新起航(20210715)》

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 336.8%、42.1%、40.3%；EPS 分别为 0.2、0.3、0.4 元/股；PE 分别为 29、20、15 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **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) | 2020A | 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 | 539.2 | 765.9 | 1074.9 |
| (+/-) | 36.9% | 336.8% | 42.1% | 40.3% |
| 每股收益 (元) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| P/E | 103.5 | 29.0 | 20.4 | 14.5 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 33056 | 34929 | 34393 | 34233 | 营业收入 | 68120 | 78634 | 88435 | 98908 |
| 现金 | 10274 | 11133 | 10059 | 9100 | 营业成本 | 64346 | 74110 | 83035 | 92548 |
| 交易性金融资产 | 157 | 80 | 103 | 114 | 营业税金及附加 | 88 | 106 | 116 | 130 |
| 应收账款 | 12321 | 12784 | 12812 | 13006 | 营业费用 | 883 | 1022 | 1327 | 1538 |
| 其它应收款 | 1336 | 1339 | 1558 | 1789 | 管理费用 | 1569 | 1848 | 2299 | 2671 |
| 预付账款 | 2429 | 3211 | 3385 | 3759 | 研发费用 | 15 | 18 | 20 | 22 |
| 存货 | 5815 | 5815 | 5815 | 5815 | 财务费用 | 1475 | 1103 | 948 | 853 |
| 其他 | 723 | 568 | 661 | 651 | 资产减值损失 | (85) | (99) | (111) | (124) |
| 非流动资产 | 9272 | 8800 | 8525 | 8384 | 公允价值变动损益 | 127 | 78 | 61 | 64 |
| 金融资产类 | 0 | 12 | 4 | 5 | 投资净收益 | 313 | 313 | 366 | 309 |
| 长期投资 | 2881 | 2344 | 2539 | 2588 | 其他经营收益 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 固定资产 | 1403 | 1458 | 1476 | 1465 | 营业利润 | 86 | 588 | 855 | 1219 |
| 无形资产 | 1161 | 995 | 922 | 852 | 营业外收支 | 14 | 3 | 5 | 7 |
| 在建工程 | 739 | 591 | 473 | 378 | 利润总额 | 100 | 591 | 860 | 1227 |
| 其他 | 3089 | 3399 | 3111 | 3096 | 所得税 | 16 | 92 | 135 | 192 |
| 资产总计 | 42328 | 43729 | 42918 | 42617 | 净利润 | 84 | 499 | 725 | 1035 |
| 流动负债 | 29227 | 28101 | 26386 | 25192 | 少数股东损益 | (39) | (41) | (41) | (40) |
| 短期借款 | 18676 | 15352 | 12969 | 10696 | 归属母公司净利润 | 123 | 539 | 766 | 1075 |
| 应付款项 | 7353 | 8544 | 9526 | 10308 | EBITDA | 1194.2 | 1794.4 | 1914.4 | 2194.7 |
| 预收账款 | 21 | 752 | 711 | 590 | EPS (最新摊薄) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 其他 | 3177 | 3452 | 3179 | 3598 | | | | | |
| 非流动负债 | 4878 | 3840 | 4226 | 4396 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 1325 | 1422 | 1509 | 1500 | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 其他 | 3553 | 2418 | 2717 | 2896 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 34105 | 31941 | 30611 | 29587 | 营业收入 | -5.2% | 15.4% | 12.5% | 11.8% |
| 少数股东权益 | 2250 | 2210 | 2169 | 2129 | 营业利润 | 410.8% | 584.9% | 45.5% | 42.6% |
| 归属母公司股东权 | 5973 | 9579 | 10137 | 10901 | 归属母公司净利润 | 36.9% | 336.8% | 42.1% | 40.3% |
| 负债和股东权益 | 42328 | 43729 | 42918 | 42617 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 5.5% | 5.8% | 6.1% | 6.4% |
| | | | | | 净利率 | 0.1% | 0.6% | 0.8% | 1.0% |
| | | | | | ROE | 2.1% | 5.4% | 6.4% | 8.5% |
| | | | | | ROIC | 3.0% | 4.8% | 5.5% | 6.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 80.6% | 73.0% | 71.3% | 69.4% |
| | | | | | 净负债比率 | 62.0% | 56.2% | 51.0% | 45.1% |
| | | | | | 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 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 5.5 | 6.3 | 7.1 | 8.0 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 52.5 | 62.7 | 66.7 | 76.1 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.8 | 3.7 | 3.9 | 4.2 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 103.5 | 29.0 | 20.4 | 14.5 |
| | | | | | P/B | 2.1 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| | | | | | EV/EBITDA | 18.6 | 13.7 | 12.2 | 10.0 |

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>