怡亚通(002183)

报告日期：2022 年 04 月 10 日

业绩符合预期，看好品牌运营业务势能释放

——怡亚通 2021 年年报点评报告

分析师：杨骥 执业证书编号： S1230522030003
yangji@stocke.com.cn;
联系人：张潇倩 执业证书编号：S1230520090001
zhangxiaoqian@stocke.com.cn;

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥5.04

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.05
2Q/2021	0.07
3Q/2021	0.06
4Q/2021	0.04

事件

公司发布 2021 年年报：2021 年公司实现收入 702.08 亿元（+3.06%）；实现归母净利润 5.06 亿元（+310.29%）；实现扣非归母净利润 4.34 亿元（+467.03%）。

点评

❑ **品牌运营业务继续贡献利润弹性，分销营销业务表现稳定**

1）品牌运营业务：2021 年公司品牌运营实现收入 35.19 亿元（+70.38%），综合毛利 6.40 亿元（+71.38%），其中酒饮、纺织服装、母婴、IT 通信、其他品牌运营业务收入分别为 12.45 亿元(+43.10%)、4.97 亿元(+84.96%)、7.17 亿元(+10484.28%)、9.84 亿元(+9.20%)、0.77 亿元（+298.45%）。近三年怡亚通在白酒品牌运营业务上异军突起，其中钓鱼台“珍品壹号”和国台“黑金十年”为重要单品，2021 年 H1 新增“摘要 12”，并推出特色 IP 酱酒产品“大唐秘造”（基酒供应酒厂为位于茅台镇酱酒核心产区，产能排名前五，毗邻“国台酒业”、年产能超 5000 吨的“大唐酒业”，价格带覆盖在 300-1200 区间）。

2）分销+营销：2021 年公司实现分销+营销业务收入 651.62 亿元（+0.42%），其中酒饮、家电、母婴、IT 通信、日化、医疗、工业原材料、食品、其他收入分别为 42 亿元（-23.64%）、157.47 亿元（-2.61%）、129.76 亿元（-0.34%）、137.07 亿元（+9.99%）、67.11 亿元（-2.84%）、7.42 亿元（+22.94%）、62.41 亿元（+19.55%）、36.41 亿元（-27.79%）、11.97 亿元（+132.43%）。公司以供应链服务抓手，不断拓展快消品的分销+营销业务，同时整合各地政府快消品产业上下游企业，帮助其在母婴、日化、酒饮、食品、家电等行业深入发展。

3）其他：2021 年公司跨境和物流服务、平台间关联交易收入分别为 19.38（+84.29%）、-3.69 亿元（+22.23%）。2021 年公司携手各地政府及国企成立合资公司，提供专业化供应链服务。同时，今年公司坚持“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，降低运营风险，优化融资环境，公司利息费用下降 1.70 亿元，资产负债率下降 4.41%；ROE 为 7.12%，上升了 5.05%。

❑ **盈利端表现稳健，股票期权激励计划落地**

2021 年公司毛利率/净利率较去年同期提升 0.81、0.52 个百分点至 6.35%、0.64%，主受益于品牌运营业务业绩高增叠加较强成本控制力，2021 年公司期间费用率较去年同期下降 0.19 个百分点至 5.60%，销售费用率较去年同期提升 0.22 个百分点至 1.51%，管理费用率较去年同期下降 0.21 个百分点至 2.11%。现金流方面，公司 2021 年经营性现金流为 15.89 亿元，较去年同期下降 5.09 亿元。另外，公司已于 2022 年 2 月推出股票期权激励计划，或有望进一步激发公司活力。

❑ **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

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 2021 年业绩快报点评报告：股票期权激励计划落地，21 年利润高增（20220308）》

《怡亚通 2021Q3 业绩点评：品牌运营表现亮眼，利润弹性释放（20211026）》

《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)》

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、定增落地，预计 2022-2024 年收入增速分别为 8.0%、7.7%、7.1%；归母净利润增速分别为 54.9%、37.0%、30.1%；EPS 分别为 0.3、0.4、0.5 元/股；PE 分别为 20、14、11 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）	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	70251.8	75826.0	81647.7	87452.9
(+/-)	2.9%	8.0%	7.7%	7.1%
归母净利润	506.5	784.7	1075.0	1399.0
(+/-)	310.3%	54.9%	37.0%	30.1%
每股收益（元）	0.2	0.3	0.4	0.5
P/E	25.8	19.7	14.4	11.1

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	34166	41157	41809	42684
现金	9445	17497	17405	17405
交易性金融资产	0	76	78	51
应收账项	14130	13065	13379	13820
其它应收款	1776	1545	1777	1966
预付账款	3079	2965	3201	3537
存货	5437	5437	5437	5437
其他	298	571	531	467
非流动资产	9080	8966	8836	8544
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3047	2773	2901	2907
固定资产	1367	1464	1512	1523
无形资产	1183	1149	1132	1100
在建工程	938	750	600	480
其他	2544	2829	2691	2533
资产总计	43246	50123	50645	51228
流动负债	30315	33537	33690	34221
短期借款	16487	19709	19426	19041
应付款项	9218	8798	9345	10151
预收账款	3	369	142	194
其他	4607	4661	4777	4835
非流动负债	2622	2517	2118	1198
长期借款	120	(228)	(816)	(1529)
其他	2502	2745	2933	2727
负债合计	32937	36054	35808	35418
少数股东权益	1733	1680	1619	1561
归属母公司股东权	8575	12389	13218	14248
负债和股东权益	43246	50123	50645	51228

现金流量表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1589	2371	1860	2422
净利润	446	732	1014	1341
折旧摊销	257	237	253	267
财务费用	1389	1079	1078	1017
投资损失	(387)	(387)	(363)	(391)
营运资金变动	(424)	1226	(189)	137
其它	309	(515)	67	51
投资活动现金流	89	506	79	289
资本支出	(163)	0	0	0
长期投资	(166)	303	(147)	(3)
其他	419	203	225	292
筹资活动现金流	(1621)	5175	(2031)	(2711)
短期借款	(2189)	3222	(282)	(385)
长期借款	(1206)	(347)	(588)	(714)
其他	1774	2300	(1160)	(1612)
现金净增加额	58	8052	(92)	0

利润表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	70252	75826	81648	87453
营业成本	65752	70715	75905	81045
营业税金及附加	89	97	104	111
营业费用	1061	1228	1347	1487
管理费用	1467	1918	2066	2256
研发费用	13	14	15	16
财务费用	1389	1079	1078	1017
资产减值损失	(36)	(39)	(42)	(45)
公允价值变动损益	(51)	43	74	81
投资净收益	387	387	363	391
其他经营收益	60	60	60	60
营业利润	512	874	1209	1602
营业外收支	27	10	15	17
利润总额	539	884	1224	1619
所得税	93	152	210	278
净利润	446	732	1014	1341
少数股东损益	(60)	(53)	(61)	(58)
归属母公司净利润	506	785	1075	1399
EBITDA	1486	2075	2431	2778
EPS（最新摊薄）	0.2	0.3	0.4	0.5

主要财务比率				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	2.9%	8.0%	7.7%	7.1%
营业利润	496.5%	70.7%	38.3%	32.5%
归属母公司净利润	310.3%	54.9%	37.0%	30.1%
获利能力				
毛利率	6.3%	6.7%	7.0%	7.3%
净利率	0.6%	1.0%	1.2%	1.5%
ROE	7.0%	6.4%	7.4%	9.1%
ROIC	3.7%	4.4%	5.3%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	76.2%	71.9%	70.7%	69.1%
净负债比率	57.6%	60.6%	58.6%	56.1%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.7
应收帐款周转率	5.4	5.8	6.4	6.7
应付帐款周转率	35.5	33.0	43.6	42.4
每股指标(元)				
每股收益	0.2	0.3	0.4	0.5
每股经营现金	0.5	0.8	0.6	0.8
每股净资产	3.3	4.0	4.3	4.6
估值比率				
P/E	25.8	19.7	14.4	11.1
P/B	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	19.3	10.4	8.5	7.0

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