

调整主基调构筑高端连锁基石

——广州友谊（000987）调研快报

2011年9月22日

推荐/维持

广州友谊

调研快报

刘家伟 执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤 gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 内部经营调整构筑全年主基调。

如果说10年世贸店（环市东扩容）和国金店共7万平米的外延为公司长达三年的外延停滞画上了句号。那么今年环市东内部整体的品牌、品类调整和正佳店、南宁店的调整则构成了全年的主旋律，这一方面有利于平滑前期扩张带来的毛利率、费用率损耗；另一方面也为新老门店错落有致的厚积薄发奠定基础。

表 1：公司 10-11 新开门店基本情况汇总

	门店名称	开业时间	性质	面积	商圈
2010	世贸店（环市东扩容）	2010.8	租赁	3万	环市东
	国金店	2010.11	租赁	4万	珠江新城 CBD
2011	佛山店	2011.11	租赁	3万	广佛同城化、祖庙

资料来源：公司公告

公司上年年收入同比增速 26%，7-8 月通过促销等主题活动依然维持了 25% 左右的整体增长，分品类来看：黄金珠宝实现了 40-50% 的增长；奢侈品上半年的增长也达到了 36%；受益于环市东男馆扩容和女馆服装调整，形成了服装品类 37% 增速量价齐升的格局；食品日用品则略低于平均增速；而受制于政策影响及上游供给过剩，在通胀背景下，电器成为唯一一个价格下行的品类，伴随着量的同步萎缩，成为最大的拖累品类。具体到主要调整门店来看：

· 南宁店今年进行了 07 年开业以来的最大调整，调整面积达 3000 多平方米，目前调整已经完成：电器全部撤出，扩大了服装及家居生活高毛利率的品类。但受制于当地梦之岛和百盛的强势竞争和激烈的价格战，处于调整适应期的南宁店今年的内生增长将维持在一位数。

· 正佳店将三楼的超市扩容，将原来滋补、烟酒类专柜调到通道区间，与形成超市一体化；服装品牌也进行了部分调适，今年中秋体现出了良好的调整效果，今年有望继续保持 20% 以上的增长。

· 环市东店 1-4 层的男士馆分为休闲、商务、精品几大类，5-6 楼原餐饮楼层二合一，腾出一层专营电器。餐饮品牌也淘汰和优化为两家：蕉叶和一家高级中餐。而女士服装作为之前的相对弱势品类也因为男馆的调整而得到空间和品牌的释放，实现了品牌的丰富化和年轻化，手袋和鞋类是调整后经营较好的品类。此外同样地处环市东正佳东方国际广场公寓今年以来的旺销也将使得该商圈的高端消费熠熠生辉。

· 国金店 1-8 月的日均销售在 100 万左右。5 个亿的收入为盈亏平衡。今年预计亏损 150-200 万。珠江新城的住宅以投资性的房产为主，写字楼也定位高端，整体的消费人群较为符合公司国金店的定位，下半年海印又一城的入驻将全面助推该商圈商业配套及人气的相得益彰。

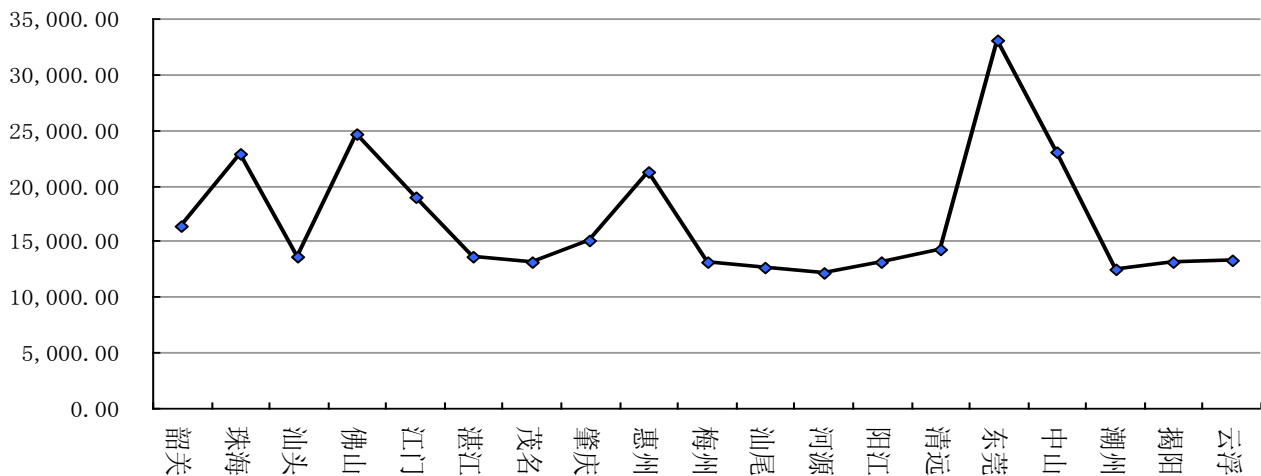
· 时代店紧邻天河商圈，很难有较大起色，还是处于稳步发展阶段。今年预计能够达到 3 个亿的收入规模，1000 万左右的净利润。

2. 全方位高端连锁仍以广州为主线。

公司未来的外延项目将仍以高端定位为主，所以地级市外延空间相对有限。广东省内地级市级别的外延一是要区域经济与高端消费层级的匹配，二是要较少的流动性人口。同时符合两者的地级市较少，而随着广佛同城化趋势的加强以及广州城市辐射圈的不断扩大，广州市本身的外延空间和意义可能更大于高端连锁百货的渠道下沉。

虽然基于广州市的整体规划和长隆集团的布局，长隆奥特莱斯项目或将暂时搁浅。但公司未来仍将沿着奥特莱斯、综合体、主题端百货、高端电商等多业态组合拳的外延主线进一步巩固和确立友谊高端连锁的定位。根据公司的十二五规划，公司今后每年有望保持 1-2 家左右的平稳外延速度，复合增速保持在 20% 以上。而作为首个地级市门店试水的佛山店将于今年 11 月圣诞节前开业，其同时也是佛山地区最为高端的百货门店，地级市与广州市的储备项目公司均在积极跟进。

图 1：广东各地级市消费水平横向对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

3. 电商、奢侈品税、购物卡三大趋势挑战公司传统优势领域。

· 高端百货受到电子商务的冲击虽然相对较小，但今年包括走秀网、尚品网、优众网等奢侈品网站的风起云涌和其多方拿货的渠道优势，无疑也使得“平民”电商的概念有所转向。公司的电子商务网站今年全面投入运营，以环市东路店作为模拟购物平台的基础，全品类覆盖，在业界实现了为数不多的线上、线下积分卡、预付卡共享及货到付款，并可以进行网上充值。定价公允、阶段性的主题性活动、线下体验充分、产品更新维护供应商主导是公司电子商务平台的优势所在。

· 公司的预付卡目前占比在 20% 以上。虽然目前单张预付卡的金额降为 1000 元，但从中秋节前的整体销售额来看，预付卡政策的负面影响几乎没有显现。以规范程序和发卡机构为主的政策导向实际上对区域内的商业企业构成间接利好。

· 奢侈品税的下调目前虽然尚无定论，但无论最终取向如何对于公司的高端定位经营均不会有太大影响。如果下调，国内外价差减少，需求增加，目前 10% 的平均扣点率或将有所撼动，奢侈品类的销售将取决于价跌和量升之间的博弈；但与此同时，如果奢侈品供应商通过控制货源或加价来平滑政策影响，则与之前政策空窗期经营无异。

结论：

广州作为珠三角对外依赖程度较高的经济核心，对国际一线品牌的认知度相对成熟。目前广州的国际一线品牌无论在数量、密度、档次及门店规模上与北京、上海、深圳等仍有一定差距，为定位中高端的商业企业带来了较大的发展空间。公司高端连锁的定位能够充分分享中国奢侈品消费的盛宴，而以广州为主、地级市为辅的外延战略又一定程度上保证了公司连锁经营的有效性和规模性。我们预测公司2011-2012年EPS分别为1.10元和1.38元，对应的PE分别为19倍和15倍，综合考虑到公司储备门店的搁浅和提前开业给今年业绩带来的压力和自有物业提租的影响，给予11年23倍的PE，对应6个月目标价28.6元，距当前价格仍有20%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、 内外资零售企业竞争加剧所带来的市场风险；
- 2、 外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。