

证券研究报告

平安商贸

推荐 (维持)

证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号  
S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

徐问

投资咨询资格编号 S1060513050003  
0755-22622625  
XUWEN007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

友阿股份 (002277)

开拓彩票代销业务，丰富 O2O 产品线

**事项:** 2月25日，友阿股份公告，拟出资 5,000 万元成立“湖南友阿彩票网络科技有限公司”，依托实体店代理彩票销售，并利用自身优势和渠道进行彩票营销推广，打造集合网站售彩、移动互联网、手机售彩、微信售彩、电话售彩等在内的全渠道、多票种的全方位彩票销售体系。

平安观点:

- **开展彩票代销业务，丰富 O2O 增值服务。**公司与湖南福彩、体彩合作协议，将在湖南省内大部分门店内开设彩票销售点，由公司负责彩票销售和推广，福彩、体彩提供后台支持和培训。我们认为公司的彩票业务作为一项依托实体店+线上推广和积分应用的 O2O 增值服务，能起到提高客户黏性、助力精准营销的功能：一方面彩票作为低成本的营销手段，可通过各种形式开展购物送彩票，并利用公司微信平台、手机 APP 和网站平台进行宣传和引流；另一方面，将彩票作为顾客和会员的增值服务，可以在门店内购买或通过积分兑换，拓宽会员积分用途、提高使用频率，并赚取一定比例的代销费用。除了彩票，公司计划持续引入、提升游戏等其他增值服务，吸引和稳固线上客户。
- **彩票市场前景看好，将探索（移动）互联网渠道销售。**2013 年，中国福利彩票、中国体育彩票销售合计超 3093 亿元，湖南省彩票销售规模约 100 亿。彩票行业作为“小额高频”的消费品种，未来无纸化、互联网化是发展趋势。虽然目前国内仅有 500 彩票网和中国竞彩网两家试点公司获得财政部许可进行网络售彩，但其他网络彩票平台也纷纷涌现。公司拟在法律法规允许的范围内，就互联网彩票（无纸化彩票）销售进行尝试，包括但不限于网站售彩、移动互联网、手机售彩、微信售彩、电话售彩等形式，并成立项目公司进行专业的运作。
- **未来彩票收入取决于移动应用平台的客户活跃度。**公司去年 10 月公告与微信合作建立“友阿微购”微信公众平台，目前集团 app 下载数量超 10 万次，微信服务关注账号约 20 万，占公司会员总数的 50%。零售企业自建 App 引流能力有限，更多是服务于线下的会员和少数增量客户，因此通过 App、微信公众服务号或公司网站代理彩票推广、销售规模将受到制约。另一方面，公司 8 家百货门店在数量和网点分布上不及超市、便利店等业态，依靠实体渠道、自然客流实现的销售规模也较为有限。因此，我们认为短期内彩票业务对公司的收入和利润贡献微小，未来大规模进军彩票销售领域的实际效果有待观察。
- **彩票业务及 O2O 模式可能成为短期催化剂，维持“推荐”评级。**受限制“三公消费”和区域商业竞争日趋激烈影响，公司 2013 年主力门店同店增速放缓至 10% 以内，奥特莱斯店增速 40-50%符合预期。未来三年公司将新增多个重资产门店，可能对短期业绩形成压力。O2O 及彩票销售尚在探索期，可能成为短期催化剂，但对收入和利润拉动有限。我们对公司 13-15 年的营业收入预测为 64.5、79.8、94 亿元，同比增 11.3%、23.6%、17.9%，EPS=0.73、0.86 和 0.95 元，对应 PE 分别为 17.5X/15X/13.6X，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 同店增速显著放缓；新店培育情况低于预期。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2758	2702	2871	3598
现金	1753	1629	1601	2121
应收账款	27	32	40	47
其他应收款	35	65	80	94
预付账款	148	158	192	230
存货	608	631	769	918
其他	188	188	188	188
<b>非流动资产</b>	2422	3481	4340	4404
长期投资	228	228	228	228
固定资产	927	1034	1663	2792
无形资产	354	354	354	353
其他非流动资产	913	1865	2096	1031
<b>资产总计</b>	5180	6183	7211	8002
<b>流动负债</b>	2516	3100	3618	3854
短期借款	100	0	0	0
应付账款	727	1145	1094	995
其他流动负债	1689	1955	2524	2859
<b>非流动负债</b>	57	57	57	57
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	2
<b>负债合计</b>	2574	3157	3676	3911
少数股东权益	346	355	385	413
股本	559	559	559	559
资本公积	614	614	614	614
留存收益	1088	1498	1977	2505
归属母公司股东权益	2607	3025	3535	4091
<b>负债和股东权益</b>	5180	6183	7211	8002

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	595	1185	1014	809
净利润	376	410	480	528
折旧摊销	125	162	190	237
财务费用	-4	13	20	21
投资损失	-32	-36	-36	-41
营运资金变动	-30	616	322	28
其他经营现金流	160	20	39	37
<b>投资活动现金流</b>	-129	-1186	-1014	-259
资本支出	-490	-1222	-1050	-300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	361	35	36	41
<b>筹资活动现金流</b>	-585	-123	-28	-30
短期借款	100	0	0	0
长期借款	0	0	0	1
普通股增加	209.52	0	0	0
资本公积增加	-181	0	0	0
其他筹资现金流	-713	-123	-28	-31
<b>现金净增加额</b>	-110	151	281	184

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	5794	6451	7976	9404
营业成本	4723	5256	6412	7652
营业税金及附加	65	77	96	113
营业费用	217	248	342	386
管理费用	293	328	454	533
财务费用	-4	13	20	21
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	1
投资净收益	32	36	36	41
<b>营业利润</b>	530	564	688	741
营业外收入	-3	1	1	0
营业外支出	0	0	0	1
<b>利润总额</b>	527	565	689	742
所得税	136	147	179	185
<b>净利润</b>	391	418	510	556
少数股东损益	5	8	31	28
<b>归属母公司净利</b>	376	410	480	528
<b>EBITDA</b>	530	564	688	741
<b>EPS (元)</b>	0.67	0.73	0.86	0.95

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.2%	11.3%	23.6%	17.9%
营业利润	38.8%	6.4%	22.0%	7.7%
归属于母公司净	29.4%	9.0%	17.0%	10.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.5%	18.5%	19.6%	18.6%
净利率	6.5%	6.3%	6.0%	5.6%
ROE	16.6%	15.4%	15.2%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.7%	51.1%	51.0%	48.9%
净负债比率	-63.4%	-53.8%	-45.2%	-51.8%
流动比率	1.10	0.87	0.79	0.93
速动比率	0.85	0.67	0.58	0.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	262.5	218.3	221.1	216.4
应付账款周转率	9.2	6.9	7.1	9.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.67	0.73	0.86	0.95
每股经营现金流	1.1	2.1	1.8	1.4
每股净资产	4.7	5.4	6.3	7.3
<b>估值比率</b>				
P/E	19.0	17.5	15.0	13.6
P/B	2.7	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.7	12.4	10.6	11.1

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257