

友阿股份 (002277)

长沙奥莱营收高增长，O2O整合正当时

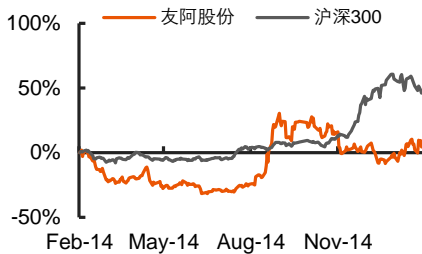
推荐 (维持)

现价: 14.14 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.your-mart.cn
大股东/持股	湖南友谊阿波罗控股股份有限公司/36.23%
实际控制人/持股	胡子敬/19.25%
总股本(百万股)	562
流通 A 股(百万股)	562
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	83.35
流通 A 股市值(亿元)	83.35
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	50.50

行情走势图



证券分析师

徐问 投资资格编号
S1060513050003
0755-22622625
XUWEN007@pingan.com.cn

研究助理

王晴 一般从业资格编号
S1060114080032
101020
WANGQING944@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。

投资要点

事项: 近期我们对友阿股份进行了调研，认为公司 14 年收入同比将有个位数的负增长，但公司名品折扣（奥特莱斯+线上特卖会，线下占绝大部分）销售高速增长，14 年增速在 20%以上；触网 O2O 贡献不明显，预计在短期内并不会带来相应的业绩增量。

平安观点:

- **传统百货营收下滑，线下奥莱业态独树一帜:** 受消费环境低迷影响，我们认为公司 14 年营收将略有下降，与此形成鲜明对比的是长沙奥莱 14 年预计可实现 20%以上营收增速，近 20 万平的卖场辐射长株潭地区，日均流量超过 3 万，销售规模排名在全国前十。随着去年年底投资额达三、四千万的扩建改造工程完工，品牌规模将增加一倍，在品牌运营上直接与品牌商（国外品牌中国一级经销商）合作对接，保证稳定的供应渠道。卖场改造+品牌丰富+客流增长，我们测算长沙奥莱 15 年保持 20%以上的收入增速依然可以期待。
- **整合 O2O 在线子市场，打造中高端零售航母:** 公司目前拥有特卖会、精品会、精品会、黄金珠宝、农博汇五个在线子市场，流量比较分散，我们预计后期公司将立足公共消费服务性平台，着力打造各市场间的流量共享体系，即先搭建主营销售各个平台，再利用娱乐、彩票、生活服务、优惠券等互动体验聚客，提升转化率。线上渠道采取联营方式，70%以上的奥莱品牌实现上线销售，线下售货员承担分拣、售后功能。在物流方面主要采取第三方配送，部分货品从供应商仓库直接发货，我们认为公司未来可能会利用现有的家电配送团队提升线上消费的客户体验，但限于成本要求会设置一定的金额门槛。
- **储备门店开发速度放缓，商业地产销售输血重资产扩张:** 14 年公司仅新开一家国货陈列馆（黄金珠宝），并适度放缓了储备门店的开发速度，预计 15 年计划开业的门店有天津奥特莱斯、长沙五一广场下沉式商场、常德店、郴州店 2 店以及邵阳店。储备门店主要采取重资产滚动开发的形式，预计今年常德、郴州与天津项目资金回笼将成为公司资本开支的重要来源，未来公司杠杆水平处于缓慢上升区间，且不排除 REITs 融资的可能性。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5717	5986	5926	6530	7151
YoY(%)	20.6	4.7	-1.0	10.2	9.5
净利润(百万元)	376	411	394	415	457
YoY(%)	29.0	7.2	-4.1	5.2	10.1
毛利率(%)	17.4	17.3	18.9	18.9	19.0
净利率(%)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.3
ROE(%)	16.6	15.4	13.1	12.4	12.2
EPS(摊薄/元)	0.67	0.73	0.70	0.74	0.81
P/E(倍)	21.2	19.4	20.2	19.2	17.5
P/B(倍)	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

- **预计 14-16 年 EPS=0.70、0.74、0.81 元，维持“推荐”评级：**湖南区域商业竞争环境激烈，在传统百货收入普遍下滑的大环境下，公司奥莱业态在未来 3 年仍能保持 20%以上的高速增长；试水 O2O 虽短期内不会带来业绩贡献，但符合行业趋势，我们维持“推荐”评级。预计 14-16 年重资产扩张带来的融资需求将大幅上升，对短期业绩造成一定压力，考虑到小贷、担保等金融业务规模受制于资本金利润贡献有限，我们测算公司 14-16 年收入增速为-1%、10.2%、9.5%，EPS=0.70、0.74 和 0.81 元，对应 PE 分别为 20.2X/19.2X/17.5X。
- **风险提示：**经济下滑，当地市场竞争加剧，地产销售不达预期。

正文目录

一、	传统百货营收下滑，线下奥莱业态独树一帜	5
1.1	传统百货门店收入普遍下滑，预付卡销售略有萎缩	5
1.2	长沙奥特莱斯实现收入增速 20%以上，潜力依旧	5
1.3	天津奥莱 15 年开业，面临竞争压力	6
二、	整合 O2O 在线子市场，打造中高端零售航母	6
三、	储备门店开发放缓，商业地产销售输血重资产扩张	7
四、	预计 14-16 年 EPS=0.70/0.74/0.81 元，维持“推荐”评级	7

图表目录

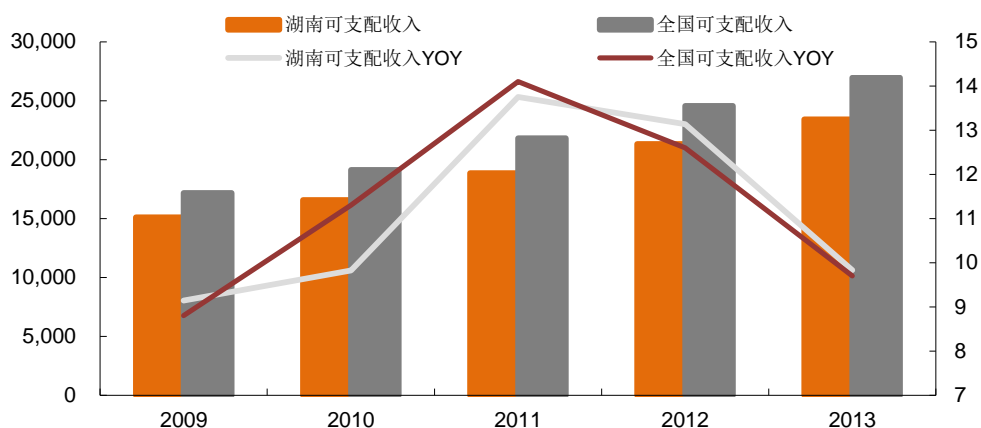
图表 1	湖南区域人均可支配收入低于全国平均水平	5
图表 2	友阿长沙奥特莱斯	6
图表 3	友阿天津奥特莱斯比较	6
图表 4	友阿线上含有 5 大子市场	7
图表 5	同行业可比公司估值汇总（截止 2015 年 2 月 9 日）	8

一、传统百货营收下滑，线下奥莱业态独树一帜

1.1 传统百货门店收入普遍下滑，预付卡销售略有萎缩

由于过去几年经济刺激政策下存在一定的消费透支，加之湖南区域人均可支配收入数额低于全国平均水平，13年增速为9.83%，与全国平均大致相当，我们预计公司14年收入较13年个位数下滑的概率较大。预付卡销售量有10%左右的萎缩，相比于全国其他地区湖南区域零售受反腐的影响有限。

图表1 湖南区域人均可支配收入低于全国平均水平



资料来源:Wind, 平安证券研究所

我们认为公司未来在传统百货的扩张上将逐步向湖南省内三、四线城市渠道下沉，目前公司已经在县级市开出一店，受益于当地居民消费升级与品牌意识逐渐形成，三、四线城市百货的成长潜力较大。

1.2 长沙奥特莱斯实现收入增速 20%以上，潜力依旧

与传统百货的销售疲软形成对比，长沙奥特莱斯全年收入增速预计在20%以上。14年店庆活动期间，在折扣力度较大的情况下依然实现了200%的营收增速。我们认为奥莱收入的高增长主要来自客流量的增长，目前长沙奥莱已经辐射长株潭地区，因地处于长沙郊区，物业成本较低，增厚利润空间。消费客户多采取自驾车前往，具有一定的购买实力，客流量转化率较普通市内百货更高，客单价达到500-600元。

从14年1月开始，公司投资3000万到4000万对奥莱做了扩建改造，并于去年年底完工。一方面对外观进行了升级，另一方面将独立的两个环岛部分中间链接起来，加了互动夹层，经营面积有30000平米左右拓展，我们预计可以增加1倍的品牌数量，提升集客实力。在品牌定位上，公司目前主要做国内的一线品牌，15年会继续引进国际一线品牌，考虑到受众的消费能力，暂时不会引进顶级奢侈品品牌，定位科学合理。

在供应链效率上，奥莱销售商品均为品牌直营，公司与品牌商（国外品牌至少是国内以及经销商）直接签订合同，保证了稳定的折扣商品供应，提供部分专供奥莱的差异化商品，与品牌商多年稳定的合作关系使公司在跨区域扩张上积累了一定资源。15年天津奥特莱斯即将开业，将部分合作品牌进行扩散，节约招商成本。另外，预计15年底或16年年初长沙城际铁路与地铁一号线通车，将带来更大的客流。因此我们看好长沙奥莱的发展潜力，预计未来三年的复合增速仍在20%以上。

图表2 友阿长沙奥特莱斯



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

1.3 天津奥莱 15 年开业，面临竞争压力

15 年，天津奥特莱斯即将开业，在品牌设置上公司将长沙奥莱中稳定合作的品牌扩散至天津，并由长沙奥特莱斯经验丰富的管理人员直接管理，但考虑到京津地区奥莱业态竞争较为激烈，北京燕莎、佛罗伦斯小镇、北京奥莱等“单店销售 30 亿俱乐部成员”多聚集此地，友阿品牌效应也弱于湖南当地，初次省外扩张，我们预计天津奥莱培育期可能会因此拉长。

图表3 友阿天津奥特莱斯比较

	佛罗伦萨小镇	友阿奥特莱斯（参照长沙店）
建筑面积	6 万平米，经营面积 4.2 万平	11 万平、经营面积约 6 万平
交通	距天津市区 30KM，北京市区 70KM，两市有免费班车	
停车位	2800 个	
业态组合	名品店、珠宝店、餐饮	名品店、餐饮、娱乐城、电影院
门店数量	159	200 多
入驻品牌	BV、Gucci、Prada、Bally、Armani、Fendi、Zegna、Burberry、Celin、Coach 等	未确定
客户来源	北京、天津及河北地区	天津地区

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

二、整合 O2O 在线子市场，打造中高端零售航母

公司将实体零售触网视为全员性转型，将以往仅有云商公司负责线上业务转变为调动所有线下资源打造 O2O 一体化公共消费服务性平台，人人都是 O2O 业务的营销员。目前公司拥特品会、奢品会、精品会、黄金珠宝、农博汇五个在线子市场，设置独立的 APP，众多的流量入口使得流量分散难以实现共享，我们预计后期公司将立足着力打造各市场间的流量共享体系，即先搭建主营销售各个子平台，再利用娱乐、彩票、生活服务、优惠券等互动体验聚客，提升转化率。

线上渠道商品采取联营方式，70%以上的奥莱品牌实现上线销售，线下售货员承担分拣、售后功能。云商公司与专柜采取两级售后，各有侧重，专柜仅负责其销售商品的售后服务。单从线上商品的销售来说，标价与线下一致，卖出货品即实现盈利。我们认为最大的成本来源于系统开发支出，目前公司拥有技术开发人员 80 多人，后期还要扩充技术团队。

在物流方面主要采取第三方物流配送，部分货品从供应商仓库直接发货，我们认为公司未来可能会利用现有的家电配送团队提升线上消费的客户体验，首先实现长沙市内同城配送，但限于成本要求会设置一定的金额门槛。

图表4 友阿线上含有 5 大子市场



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

三、 储备门店开发放缓，商业地产销售输血重资产扩张

限于 14 年销售下滑，公司当年仅新开一家国货陈列馆（黄金珠宝），并适度放缓了储备门店的开发速度，预计 15 年计划开业的门店有天津奥特莱斯、长沙五一广场下沉式商场、常德店、郴州店 2 店以及邵阳店。郴州项目的销售会做适当延迟，待房价回暖再进行。

目前储备门店主要采取重资产滚动开发，长远看来将锁定未来期间费用，经营上也更具灵活性。我们预计今年常德、郴州与天津项目资金回笼将成为公司资本开支的重要来源，公司目前主要采取短融融资（不排除 REITs 融资的可能性），未来公司杠杆水平处于缓慢上升区间，将对当年业绩产生一定影响。

四、 预计 14-16 年 EPS=0.70/0.74/0.81 元，维持“推荐”评级

湖南区域商业竞争环境激烈，在传统百货收入普遍下滑的大环境下，公司奥莱业态在未来 3 年仍能保持 20%以上的高速增长；试水 O2O 虽短期内不会带来业绩贡献，但符合行业趋势，我们维持“推荐”评级。预计 14-16 年重资产扩张带来的融资需求将大幅上升，对短期业绩造成一定压力，考虑到小贷、担保等金融业务规模受制于资本金利润贡献有限，我们测算公司 14-16 年收入增速为-1%、10.2%、9.5%，EPS=0.70、0.74 和 0.81 元，对应 PE 分别为 20.2X/19.2X/17.5X。

图表5 同行业可比公司估值汇总（截止 2015 年 2 月 9 日）

股票名称	股票代码	股票价格	EPS (元/股)					PE (倍)			评级
		2015-2-9	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
鄂武商 A	000501.SZ	16.16	0.79	0.92	1.04	1.23	20.46	17.57	15.54	13.14	强烈推荐
步步高	002251.SZ	15.64	1.27	0.73	0.63	0.88	12.33	21.51	24.83	17.77	强烈推荐
大商股份	600694.SH	41.81	3.33	4.01	4.70	5.20	12.56	10.43	8.90	8.04	强烈推荐
中央商场	600280.SH	12.65	0.40	0.99	1.25	1.80	31.31	12.74	10.12	7.03	推荐
王府井	600859.SH	19.71	1.46	1.50	1.37	1.31	13.55	13.14	14.39	15.05	推荐
合肥百货	000417.SZ	7.69	0.52	0.56	0.52	0.51	14.67	13.70	14.79	15.08	推荐
重庆百货	600729.SH	22.98	1.87	2.16	1.30	1.77	12.29	10.64	17.68	12.98	推荐
友阿股份	002277.SZ	14.14	0.67	0.73	0.70	0.74	21.11	19.37	20.20	19.11	推荐
银座股份	600858.SH	9.83	0.67	0.51	0.68	0.78	14.75	19.18	14.46	12.60	推荐
文峰股份	601010.SH	10.20	0.85	0.52	0.56	0.61	12.00	19.62	18.21	16.72	中性
翠微股份	603123.SH	10.19	0.52	0.43	0.40	0.43	19.60	23.70	25.48	23.70	中性
徐家汇	002561.SZ	12.11	0.58	0.59	0.59	0.60	20.88	20.53	20.53	20.18	中性
新华百货	600785.SH	14.66	1.17	0.97	1.19	0.87	12.53	15.11	12.32	16.85	中性

资料来源:Wind, 平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3773	1386	2967	1721	营业收入	5986	5926	6530	7151
现金	1935	889	980	1073	营业成本	4953	4806	5296	5792
应收账款	12	30	16	34	营业税金及附加	66	65	72	79
其他应收款	54	34	63	43	营业费用	246	222	248	272
预付账款	519	-119	560	-78	管理费用	289	296	320	340
存货	816	116	911	212	财务费用	-15	14	45	64
其他流动资产	437	437	437	437	资产减值损失	10	0	0	0
非流动资产	2656	5397	5592	6906	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	228	228	228	228	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	1202	4022	4475	5803	营业利润	547	522	550	605
无形资产	345	508	494	479	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	882	639	396	396	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	6429	6783	8559	8627	利润总额	546	522	550	605
流动负债	3280	3301	4728	4412	所得税	137	131	137	151
短期借款	100	588	1152	1294	净利润	409	392	412	454
应付账款	877	659	1034	818	少数股东损益	-3	-3	-3	-3
其他流动负债	2303	2054	2543	2300	归属母公司净利润	411	394	415	457
非流动负债	752	752	752	752	EBITDA	662	858	980	839
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.70	0.74	0.81
其他非流动负债	752	752	752	752					
负债合计	3342	3364	4791	4475	主要财务比率				
少数股东权益	417	415	412	409	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	562	562	562	562	成长能力	-	-	-	-
资本公积	665	665	665	665	营业收入(%)	4.7	-1.0	10.2	9.5
留存收益	1443	1778	2130	2517	营业利润(%)	5.1	1.7	5.2	10.1
归属母公司股东权益	2670	3004	3356	3744	归属于母公司净利润(%)	7.2	-4.1	5.2	10.1
负债和股东权益	6429	6783	8559	8627	获利能力	-	-	-	-
					毛利率(%)	17.3	18.9	18.9	19.0
					净利率(%)	6.8	6.6	6.3	6.3
					ROE(%)	15.4	13.1	12.4	12.2
					ROIC(%)	26.1	22.9	12.3	11.1
					偿债能力	-	-	-	-
					资产负债率(%)	52.0	49.6	56.0	51.9
					净负债比率(%)	3.2	17.2	30.6	31.2
					流动比率	1.15	0.42	0.63	0.39
					速动比率	0.77	0.25	0.34	0.24
					营运能力	-	-	-	-
					总资产周转率	0.93	0.87	0.76	0.83
					应收账款周转率	502.5	200.6	404.6	211.0
					应付账款周转率	2.1	2.1	2.2	2.2
					每股指标 (元)	-	-	-	-
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.70	0.74	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	2.84	0.38	2.78
					每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.32	5.94	6.63
					估值比率	-	-	-	-
					P/E	19.4	20.2	19.2	17.5
					P/B	3.0	2.7	2.4	2.1
					EV/EBITDA	10.6	10.0	9.3	11.0

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	386	1602	217	1568
净利润	409	392	412	454
折旧摊销	84	322	386	170
财务费用	22	14	45	64
投资损失	-34	0	0	0
营运资金变动	-370	874	-626	880
其他经营现金流	276	0	0	0
投资活动现金流	-766	-3062	-582	-1484
资本支出	-463	3062	582	1484
长期投资	-5	0	0	0
其他投资现金流	-297	-6124	-1163	-2969
筹资活动现金流	654	415	456	9
短期借款	0	488	563	143
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	133
其他筹资现金流	600	-74	-108	-266
现金净增加额	274	-1046	91	93

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±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±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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033