

友阿股份 (002277)

线下主业疲软，启动O2O转型再深化

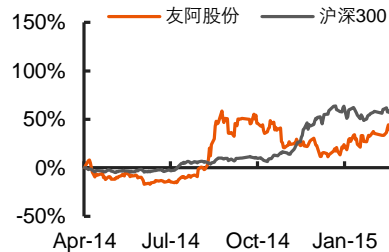
推荐 (维持)

现价: 18.21 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)	102.27
流通 A 股市值(亿元)	102.27
每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	57.20

行情走势图



相关研究报告

- 《友阿股份*002277*定增 15 亿,布局线上线下》 2015-04-08
- 《友阿股份*002277*长沙奥莱营收高速增长,O2O 整合正当时》 2015-02-10

证券分析师

徐闻 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
021-20667498
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:

友阿股份4月16日晚发布14年年报与15年1季报,14年全年实现收入60.45亿元,同比略降0.50%,实现扣非后归母净利润3.49亿,同比下降14.23%,基本符合市场预期。公告拟每10股派1元(含税)。15年公司设定经营目标为收入66.5亿元,同比增长10%。公司一季度收入19.21亿元,同比增长5.61%。实现扣非后归母净利润1.44亿元,同比下滑20.11%。

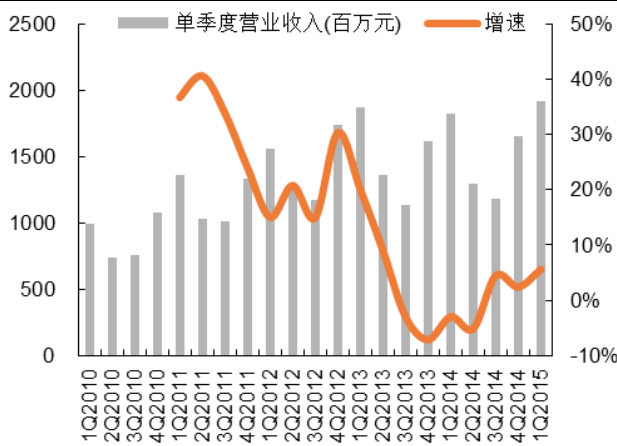
平安观点:

- **受制于宏观环境与线上消费冲击,主业疲软:** 从零售业务的经营情况看,百货收入 55.66 亿元,微增 0.51%; 家电业务因品类标准化程度高,受线上销售冲击作用最明显,导致收入大幅下滑 20.75%至 2.4 亿元。金融业务中,小贷与担保分别贡献收入 0.75/0.18 亿元。考虑到消费环境疲软,公司有意放缓了开店节奏,14 年仅 10 月新开 1 家国货陈列馆,主营黄金珠宝。15 年预计天津奥莱与郴州 2 店有望开业,天津项目住宅销售确认将成为重要的营收保障,预计将会带来 5.39 亿元的收入。14 年公司综合毛利为 17.67%,相比 13 年下降 0.45 个百分点。15 年一季度,毛利率空间被进一步压缩至 17.67%,主要是由于新店与友阿云商培育期拉长所致。
- **人工、租赁费、利息支出上升,挤压利润:** 由于刚性的人工与租赁费用率分别上升 0.24/0.40 个百分点,公司 14 年销售+管理费用率提升 1.31 个百分点。公司 9 个门店 32.4 万平米的营业面积中,有 54.01%来自租赁。储备门店多为向湖南省内三、四线城市下沉的自有物业,未来将有效控制期间费用率上升。另外,重资产扩张使得公司 14 年末计息负债达到 16.24 亿元,利息费用大幅上升 45.83%至 0.31 亿元。15 年一季度末计息负债达到 24.25 亿元,公司计划定增募得 15 亿元将会缓解杠杆率的持续上升。14 年利润率为 6.1%,相比 13 年的 7.0%有所下滑。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6075	6045	6563	7142	7785
YoY(%)	4.8	-0.5	8.6	8.8	9.0
净利润(百万元)	411	352	360	368	382
YoY(%)	9.4	-14.4	2.3	2.1	3.8
毛利率(%)	18.3	17.7	18.9	19.3	19.3
净利率(%)	6.8	5.8	5.5	5.2	4.9
ROE(%)	15.4	11.9	7.5	7.1	6.9
EPS(摊薄/元)	0.62	0.53	0.54	0.55	0.57
P/E(倍)	29.5	34.4	33.6	32.9	31.8
P/B(倍)	4.5	4.1	2.5	2.4	2.2

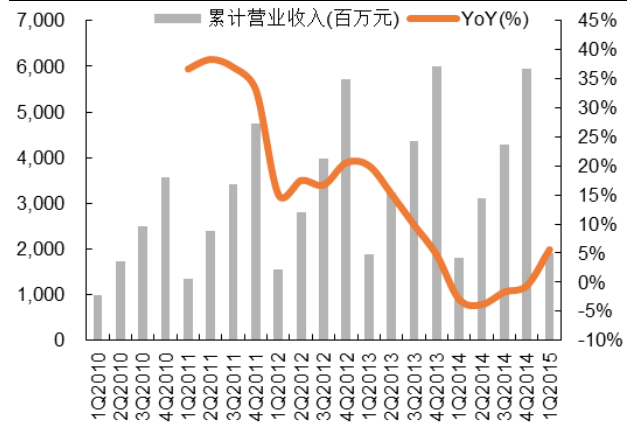
- **多方转型策略，全面布局 O2O：**公司计划投资 O2O 全渠道运营平台项目 3 亿元。我们认为重点在于 1) 全渠道流量入口。公司移动端“玩购友阿”APP、微信公众号、网上商城均已上线，目前拥有特品会、奢品会、精品会、黄金珠宝、农博汇五个在线子市场，流量较为分散，品类竞争优势不明显，用户体验仍有提升空间。14 年公司增资手游公司，丰富移动端消费的娱乐性，增加用户使用频率。2) 全生活服务提供商。打造网络购物、生活服务、游戏娱乐、政务服务四大特色平台在内的公共消费服务平台，提供线下生活场景解决方案，延伸离店客户可服务触角与广度。3) 建立 50 万核心会员的流量闭环，打通会员、商品、支付各环节。同时，互联网+将进一步扩大公司现有的业务空间与运营效率，利用技术手段整合供应链资源，提升整体盈利能力。
- **预计 15-17 年 EPS=0.54、0.55、0.57 元，维持“推荐”评级：**湖南区域商业竞争环境激烈，较高的资本开支会给公司业绩带来一定压力，公司 O2O 实践虽短期内不会带来业绩贡献，但符合行业趋势，继续维持“推荐”评级。考虑到定增后的股本变动，预测 15-17 年 EPS=0.54、0.55、0.57 元，对应 PE 分别为 33.6X/32.9X/31.8X。
- **风险提示：**经济下滑；当地市场竞争加剧；地产销售不达预期。

图表1 公司季度营业收入及增速



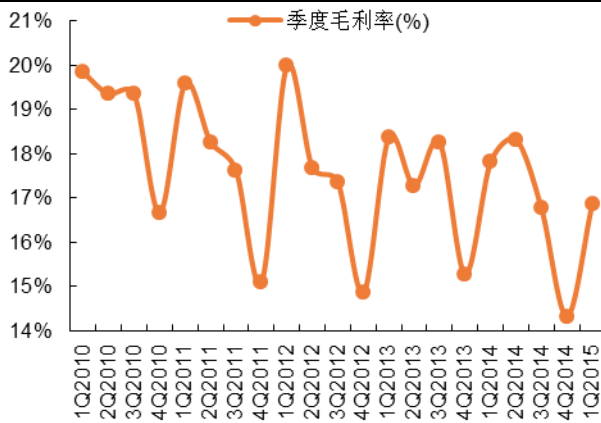
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



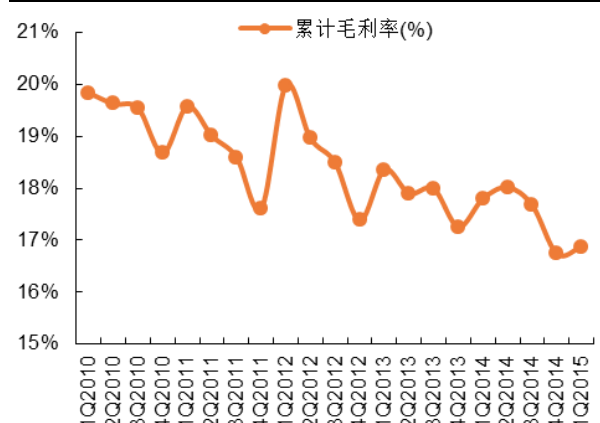
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



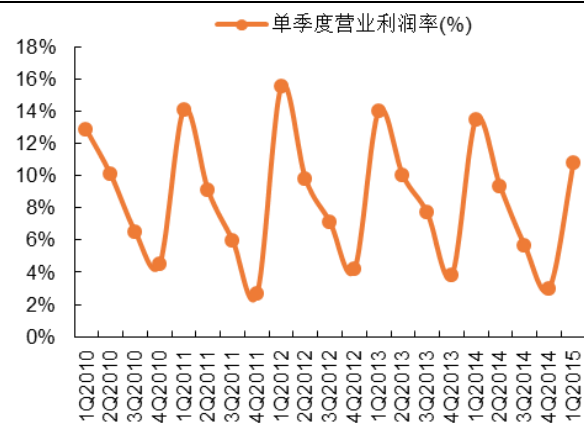
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



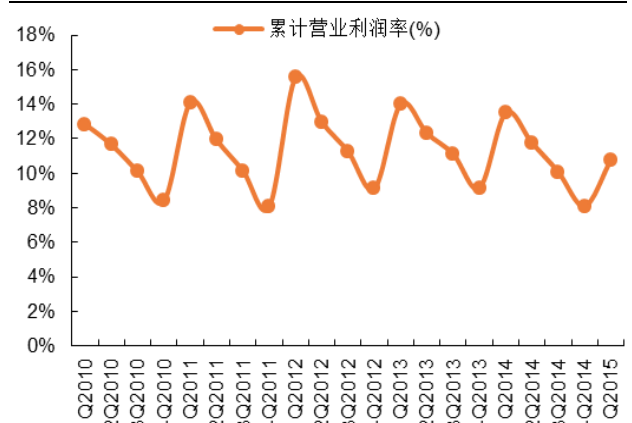
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度营业利润率



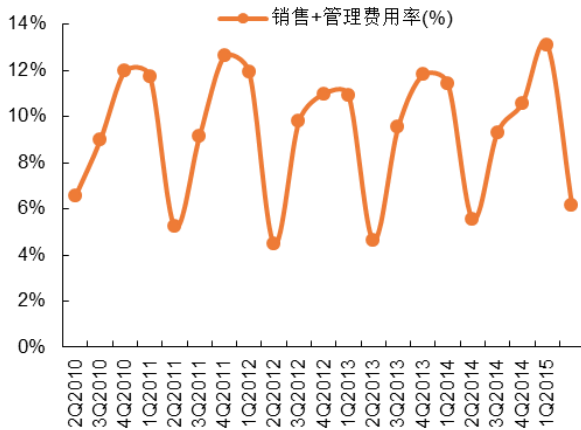
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度累计营业利润率



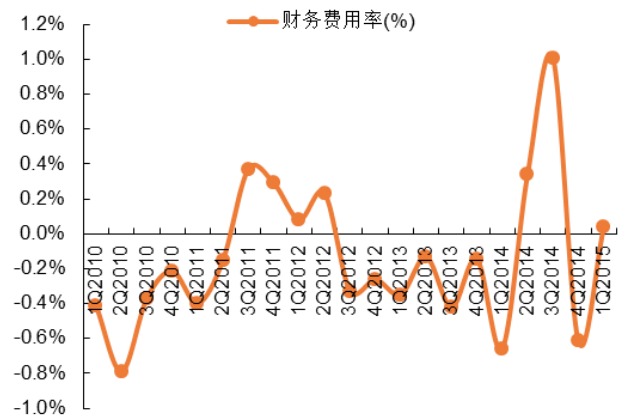
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度销售+管理费用率



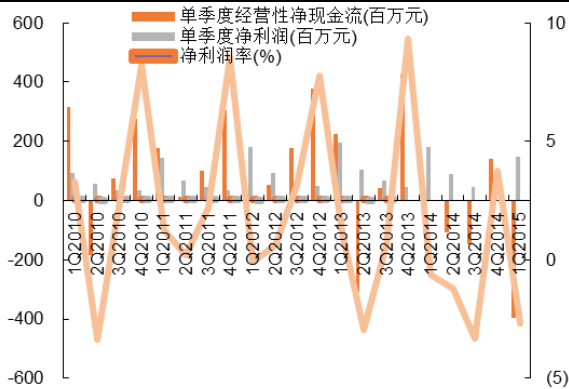
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度财务费用率



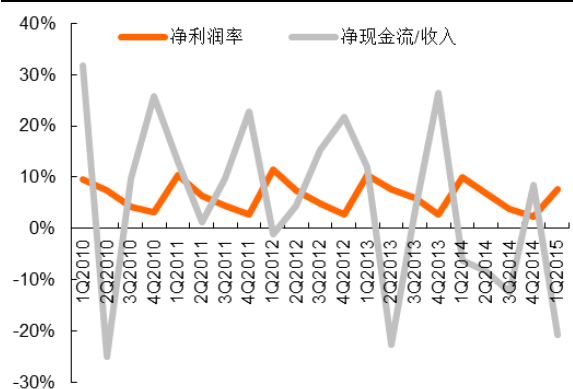
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司单季度经营性现金流与净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司净利润率、净现金/收入比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	3865	3278	3516	3788
现金	2024	1200	1303	1418
应收账款	12	4	4	4
其他应收款	519	72	78	84
预付账款	54	66	71	78
存货	816	1590	1714	1858
其他流动资产	440	346	346	346
非流动资产	2677	4631	7817	9673
长期投资	228	0	0	0
固定资产	985	1055	2575	4828
无形资产	345	667	1040	1501
其他非流动资产	1119	2909	4203	3344
资产总计	6542	7909	11334	13461
流动负债	3392	4078	5660	7392
短期借款	100	260	1728	3266
应付账款	779	722	772	837
其他流动负债	2512	3096	3160	3290
非流动负债	63	310	310	310
长期借款	0	164	164	164
其他非流动负债	63	146	146	146
负债合计	3454	4388	5970	7702
少数股东权益	417	555	582	610
股本	562	566	666	666
资本公积	665	661	2016	2016
留存收益	1443	1739	2100	2468
归属母公司股东权益	2670	2966	4781	5149
负债和股东权益	6542	7909	11334	13461

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	386	-225	620	865
净利润	409	335	360	368
折旧摊销	123	144	203	318
财务费用	-15	-6	67	156
投资损失	34	44	-40	-43
营运资金变动	35	259	15	37
其他经营现金流	-199	-1002	15	28
投资活动现金流	-766	-1538	-3373	-2131
资本支出	-464	-1264	-3389	-2174
长期投资	0	228	0	0
其他投资现金流	-302	-502	16	43
筹资活动现金流	654	941	2856	1381
短期借款	0	160	1468	1538
长期借款	0	164	0	0
普通股增加	3	4	100	0
资本公积增加	51	-4	1355	0
其他筹资现金流	600	617	-67	-156
现金净增加额	274	-823	103	115

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	6075	6045	6563	7142
营业成本	4966	4973	5321	5766
营业税金及附加	66	58	66	59
营业费用	246	257	299	308
管理费用	289	306	347	368
财务费用	-15	-6	67	156
资产减值损失	10	18	-12	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	34	44	40	43
营业利润	547	482	517	527
营业外收入	5	1	0	0
营业外支出	6	11	0	0
利润总额	546	471	517	527
所得税	137	137	129	132
净利润	409	335	388	396
少数股东损益	-3	-17	27	28
归属母公司净利润	411	352	360	368
EBITDA	701	750	914	1036
EPS(元)	0.73	0.62	0.54	0.55

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.8	-0.5	8.6	8.8
营业利润(%)	5.2	-12.0	7.3	2.1
归属于母公司净利润(%)	9.4	-14.4	2.3	2.1
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	18.3	17.7	18.9	19.3
净利率(%)	6.8	5.8	5.5	5.2
ROE(%)	15.4	11.9	7.5	7.1
ROIC(%)	12.6	8.3	5.2	4.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	52.8	55.5	52.7	57.2
净负债比率(%)	-62.3	-22.0	11.0	34.9
流动比率	1.14	0.80	0.62	0.51
速动比率	0.90	0.41	0.32	0.26
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.04	0.84	0.68	0.58
应收账款周转率	313.53	783.3	1781.5	1778.6
应付账款周转率	8.07	8.1	8.8	8.9
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.53	0.54	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	-0.34	0.93	1.30
每股净资产(最新摊薄)	4.01	4.46	7.18	7.74
估值比率	-	-	-	-
P/E	29.5	34.4	33.6	32.9
P/B	4.5	4.1	2.5	2.4
EV/EBITDA	17.2	18.7	19.0	18.3

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替行使独立判断。

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