

湖南百货龙头，业绩有望好转

——友阿股份（002277）深度报告

2017年03月31日

强烈推荐/首次

友阿股份 深度报告

报告摘要：

投资逻辑：

公司是立足长沙的湖南百货零售龙头，“区域+规模+业态”优势显著。旗下拥有百货商场7家、奥特莱斯2家、购物中心2家和专业连锁4家，占据区域核心商圈。业态涵盖购物中心、奥特莱斯、中高端百货、时尚及大众百货，门店梯队合理。友谊商店和长沙奥莱单店销售规模居中部之首。

实体零售企稳+新店培育成熟+商业地产销售，驱动业绩触底回升。

- ◆ 2016年营收62.28亿元，同比增长0.78%，连续两年正增长；归属净利润2.99亿元，同比下滑3.55%（Q4同增196%），业绩明显改善。
- ◆ 长沙奥莱地铁开通带动人流。近两年5个新增项目均集中在购物中心/奥特莱斯中高端业态，受益于消费升级，业态增长动力强劲。次新店面积占比达40%，未来培育成熟，有望带动业绩持续增长。
- ◆ 公司综合体项目的部分商铺和住宅已进入结算周期，郴州、常德、邵阳友阿商业广场、五一广场及天津友阿奥莱的配套销售将贡献利润。

未来零售是全渠道时代，公司积极推进线上线下融合的全渠道转型。目前已推出“微购友阿+特品汇+农博汇+海外购+友阿果园+友阿微店”六位一体的线上购物平台，全方位覆盖客户，实现线上线下购物无缝衔接。

投资建议

公司积极拓展商业综合体项目和银行+小贷+担保等金融业务，打造新盈利增长点，参股的长沙银行上市在即，有望带来持股溢价。定增+员工持股落地推动外延扩张，加快全渠道转型升级；大股东连续增持彰显信心，自有物业重估溢价高，为公司股价提供充足的安全边际。我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.25、0.36、0.41元，给予公司2017年零售业务29倍PE，金融业务1.4倍PB，公司合理市值为134亿元，对应目标价为9.5元，首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：新门店培育不及预期，宏观经济下滑等

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,237.84	6,265.34	6,753.15	7,405.09	8,257.54
增长率(%)	3.19%	0.44%	7.79%	9.65%	11.51%
净利润(百万元)	300.77	222.26	276.59	333.58	405.44
增长率(%)	-10.24%	-26.10%	24.44%	20.61%	21.54%
净资产收益率(%)	9.59%	6.08%	9.63%	13.63%	15.20%
每股收益(元)	0.55	0.47	0.25	0.36	0.41
PE	13.87	16.19	30.32	20.96	18.34
PB	1.33	1.09	2.92	2.86	2.79

分析师：徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

联系人：史琨

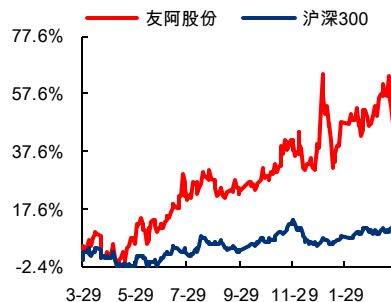
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	7.56-10.72
总市值(亿元)	107.1
流通市值(亿元)	85.6
总股本/流通A股(万股)	141661/113225
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.02

52周股价走势图



资料来源：WIND，东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司概况	4
1.1 湖南百货龙头	4
1.2 公司股东背景	4
1.3 业绩触底回升	5
2. 公司兼具区域+规模+业态优势	7
2.1 公司将享中部崛起红利	7
2.2 公司的规模优势突出	9
2.2.1 梯度门店占据核心商圈	9
2.2.2 自有物业具有高重估溢价	11
2.3 多业态奠定发展基石	11
2.3.1 运营和品牌影响力突出	11
2.3.2 储备项目丰富助业绩增长	13
3. 践行全渠道战略，巩固区龙头地位	14
3.1 未来零售是全渠道零售时代	14
3.2 公司稳步推进全渠道系统的建设	16
4. 定增+员工持股促转型，大股东连续增持彰显信心	17
4.1 定增补充资金助力外延拓展	17
4.2 员工持股提供安全边际	18
4.3 大股东大幅增持彰显信心	19
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	21

表格目录

表 1: 友阿股份的发展历程	4
表 2: 友阿股份的前十大股东情况	5
表 3: 公司各业态门店布局情况（截止 2016 年报）	9
表 4: 公司自有物业重估价值统计	11
表 5: 目前公司主要储备项目情况	14
表 6: 友阿股份的线上平台建设情况	16
表 7: 发行对象及其获得配售的情况	17
表 8: 募集资金的使用计划	18
表 9: 公司员工持股计划分配表	18
表 10: 公司控股股东持股变动情况	19
表 11: 可比零售公司的估值情况（收盘价为 2017 年 3 月 29 日）	19
表 12: 公司持有的金融资产情况	20
表 13: 可比城商行估值情况（采用 2017 年 3 月 29 日收盘价）	20
表 14: 公司定增、增持和员工持股的交易均价	21

表 15: 公司盈利预测表.....	22
--------------------	----

插图目录

图 1: 公司的股权结构（截止 2016 年底）.....	5
图 2: 近五年公司营业收入和归属净利润.....	6
图 3: 近年来公司毛利率和期间费用率.....	6
图 4: 近年来公司各业态收入贡献占比.....	6
图 5: 2012-2016 年各地区收入占比（内侧为 2012 年）.....	6
图 6: 湖南和全国 GDP 同比增速.....	7
图 7: 湖南和全国的社消总额同比增速（单位：亿元）.....	7
图 8: 2016 年全国各省市的社会消费品零售总额同比增速.....	7
图 9: 2016 年前三季度城镇居民人均可支配收入同比增速.....	8
图 10: 长沙市地铁轨道交通总体规划.....	8
图 11: 长株潭城际铁路示意图.....	8
图 12: 2016 年全国各省市的互联网普及率.....	9
图 13: 友谊商店位于袁家岭高端核心商圈.....	10
图 14: 友阿商城位于东塘商圈.....	10
图 15: 阿波罗商业广场位于火车站商圈.....	10
图 16: 五一广场黄金商业圈.....	10
图 17: 友阿股份旗下友谊商店.....	11
图 18: 友阿股份旗下友阿奥特莱斯.....	11
图 19: 友阿股份旗下友阿春天.....	12
图 20: 友阿股份旗下友阿电器.....	12
图 21: 中部地区高端商场 2016 业绩对比.....	12
图 22: 2016 年湖南省高端商场销售业绩.....	12
图 23: 2016 年主要奥特莱斯的销售业绩情况（亿元）.....	13
图 24: 我国零售行业渠道变革的路线图.....	14
图 25: 全渠道零售平台搭建图.....	16
图 26: 友阿海外购日本馆.....	17
图 27: 友阿海外购跨境电商体验店.....	17

1. 公司概况

1.1 湖南百货龙头

公司前身家润多商业股份有限公司成立于 2004 年 6 月，由湖南友谊阿波罗控股股份有限公司联合凤凰古城旅游有限责任公司等发起设立。2009 年 7 月 17 日公司在深交所上市。2010 年 5 月 11 日更名为湖南友谊阿波罗商业股份有限公司。

公司 10 多年来以长沙为中心，深耕百货、购物中心、奥特莱斯、专业连锁等零售主业，并积极探索金融以及全渠道转型，目前已发展为湖南省最大的百货零售龙头，拥有“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个中高端百货品牌，占据较强的商圈价值和品牌影响力。友谊商店是商务部评定的全国 35 家“金鼎店”之一。

表 1：友阿股份的发展历程

时间	事件
2004 年 6 月	家润多商业股份有限公司
2009 年 7 月	在深圳证券交易所上市
2010 年 5 月	公司正式更名为湖南友谊阿波罗商业股份有限公司
2010 年	2010 年成立友阿小额贷款公司，开展小额贷款业务
2012 年	2012 年成立友阿担保公司，开展担保业务
2012 年	公司收购友谊宾馆资产后增加了宾馆服务业务
2014 年	公司成立湖南友阿彩票网络科技有限公司，负责彩票销售业务
2014 年 8 月	以自有资金 9000 万元与深圳市融网汇智科技有限公司共同投资设立湖南友阿云商网络有限公司，推出友阿特品汇、友阿农博汇、友阿海外购等网购平台
2016 年 6 月	非公开发行股票 1.42 亿股，定增价格 10.46 元，募集资金总额 14.87 亿，同时发布公告称公司 114 个员工拟募集 2 亿资金用于二级市场购买股票持股，定增落地后方可增持。
2016 年 10 月	公司控股股东友阿控股累计增持 708 万股，增持金额 9368.62 万元，增持比例 1%
2016 年 11 月	友阿控股以集中竞价方式累计增持 140 万股，增持金额 2107 万元，占总股本的 0.2%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

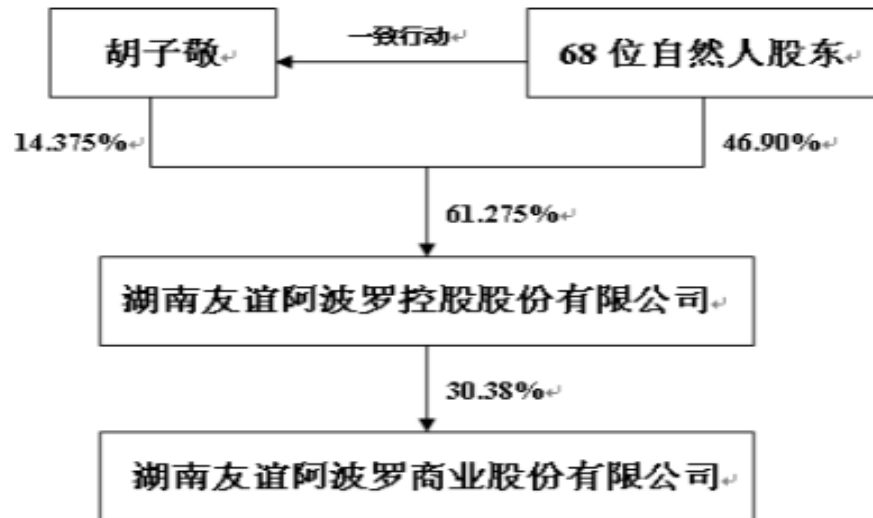
1.2 公司股东背景

截止 2016 年底，公司总股本 7.08 亿股，控股股东为湖南友阿控股，持股总数为 21632 万股，持股比例 30.54%，实际控制人为胡子敬先生，同时还有 68 位自然人股东（公司员工）是胡子敬先生的一致行动人。员工持股计划占比 2.23%，公司股权结构合理，机制灵活，员工激励充分，执行力较强。

此外公司年报中公布，拟以 2016 年 12 月 31 日公司总股本 7.08 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 1 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。报告期间，本公司控股股东湖南友阿控股通过深圳证券交易所交易系统

以集中竞价方式增持本公司股份, 增持后持有 2.16 亿股股份, 占总股本的 30.54%, 大股东高比例增持彰显对公司未来发展的信心。

图 1: 公司的股权结构 (截止 2016 年底)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 友阿股份的前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	湖南友谊阿波罗控股股份有限公司	21515	30.38
2	国泰君安证券资管-宁波银行-国泰君安君享友阿集合资产管理计划	4302	6.07
3	上银瑞金资本-上海银行-慧富 43 号资产管理计划	3528	4.98
4	创金合信基金-宁波银行-定鑫 32 号资产管理计划	2839	4.01
5	东吴基金-上海银行-东吴鼎利 6017 号资产管理计划	1721	2.43
6	湖南友谊阿波罗商业股份有限公司-第一期员工持股计划	1580	2.23
7	中央汇金资产管理有限责任公司	1576	2.22
8	东吴基金-上海银行-东吴鼎利 6020 号资产管理计划	1291	1.82
9	上海浦东发展银行股份有限公司-广发小盘成长混合型证券投资基金	792	1.12
10	东吴基金-上海银行-东吴鼎利 6021 号资产管理计划	526	0.74

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

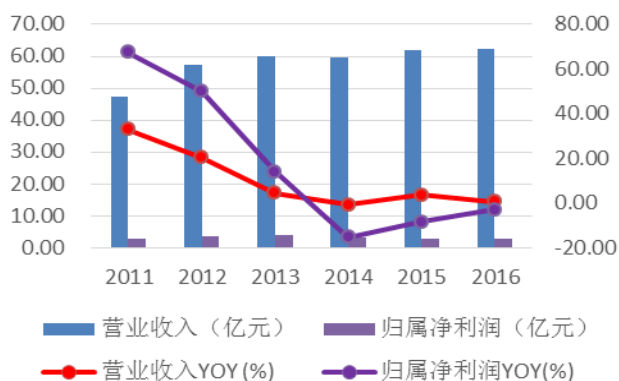
1.3 业绩触底回升

受宏观经济增速下滑、持续反腐等带来的消费疲软以及电商分流效应, 2011-2014 年公司进行转型调整, 业绩呈现下滑趋势。近两年公司收入保持正增长, 营业收入由 2014 年的 59.52 亿元增至 2016 年的 62.28 亿元; 2016 年归属净利润为 2.99 亿元, 同比下滑 3.55%, 主要是新开门店尚处于培育期, 广告销售以及折旧摊销等费用支出

增加; 但是分季度来看, 2016Q4 实现归属净利润 6510 万元, 同比增长 196%, 环比改善明显。

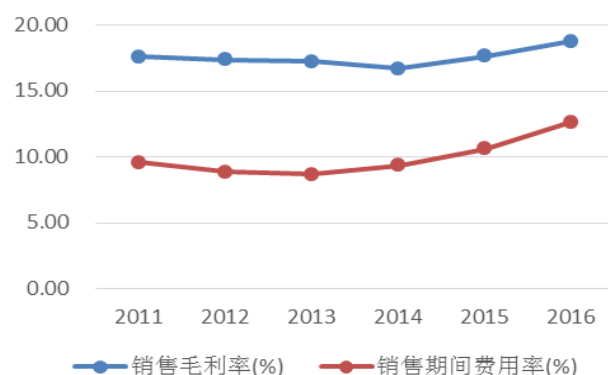
我们认为, 公司 2017 年业绩有望实现快速增长: 一方面稳步推进全渠道系统的建设, 完善“海外购”的购物体验, 上线开放式创业平台“友阿微店”; 另一方面加快门店扩张步伐, 近两年新开的 5 家购物中心尚处培育阶段。2015 年 9 月天津奥特莱斯进入试营业。确保“收割期”项目按期完成建设投入使用, 其中常德与郴州友阿国际广场分别于 2016 年 1 月与 4 月试营业。抓紧在建项目的进度, 加快五一广场地下购物中心和邵阳友阿国际商业广场的主体施工建设, 预计于 2017 年国庆后开业。

图 2: 近五年公司营业收入和归属净利润



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 近年来公司毛利率和期间费用率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分业态来看, 2016 年百货零售、房地产及宾馆服务三大业务板块的营收占比分别为 91.41%、5.66%和 0.14%, 其中零售业态是公司的主要收入来源。分地区来看, 2016 年公司在长沙市与其他地区的销售额占比分别为 81%和 19%, 长沙仍是公司核心区域。公司秉承“立足长沙、拓展湖南、面向全国”的发展战略, 在巩固长沙市门店密度和经营优势基础上, 凭借在湖南地区较强的品牌影响力, 逐步向常德、郴州等区域扩张, 不断加强湖南地区的竞争优势和市场控制力。

图 4: 近年来公司各业态收入贡献占比

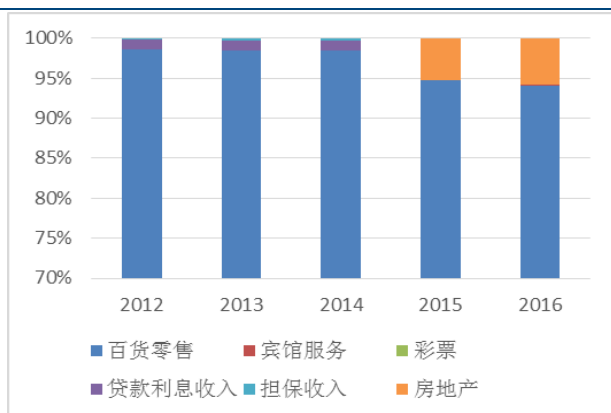
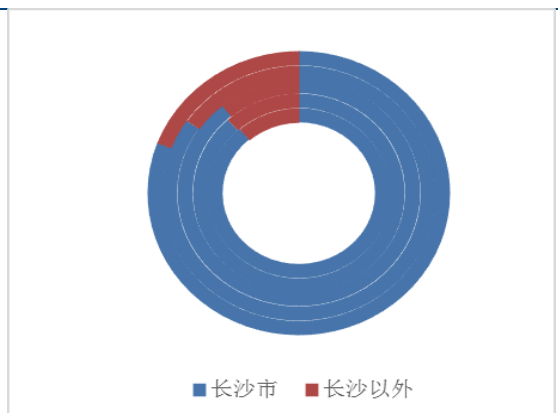


图 5: 2012-2016 年各地区收入占比(内侧为 2012 年)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

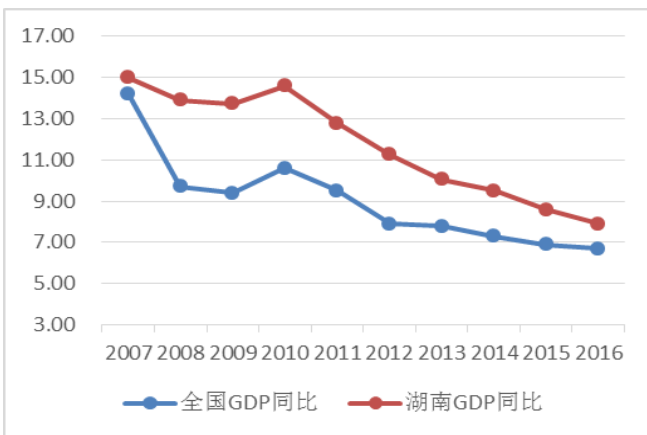
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2. 公司兼具区域+规模+业态优势

2.1 公司将享中部崛起红利

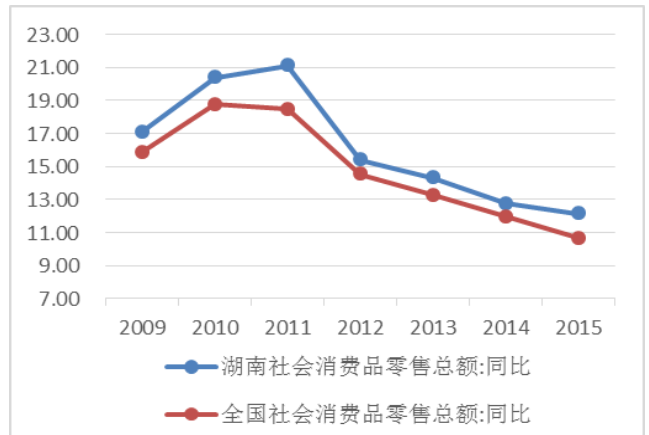
公司以湖南长沙为核心发展, 而湖南正面临着中部崛起、融入长江经济带等一系列发展机遇, 商业生态上的洼地效应正在逐渐显现, 聚拢周边地区的消费者, 形成较强的财富聚集区。近十年来, 湖南省 GDP 增速和社会消费品零售总额增速均超过全国水平, 截止 2016 年 12 月, 湖南 GDP 同比增长 7.9%, 高于全国 6.7% 的增长水平; 而社消总额同比增长 11.7%, 同样高于全国 10.4% 的平均增长水平。中西部地区消费增长潜力大, 总体消费能力变好, 为消费需求打下良好基础。

图 6: 湖南和全国 GDP 同比增速



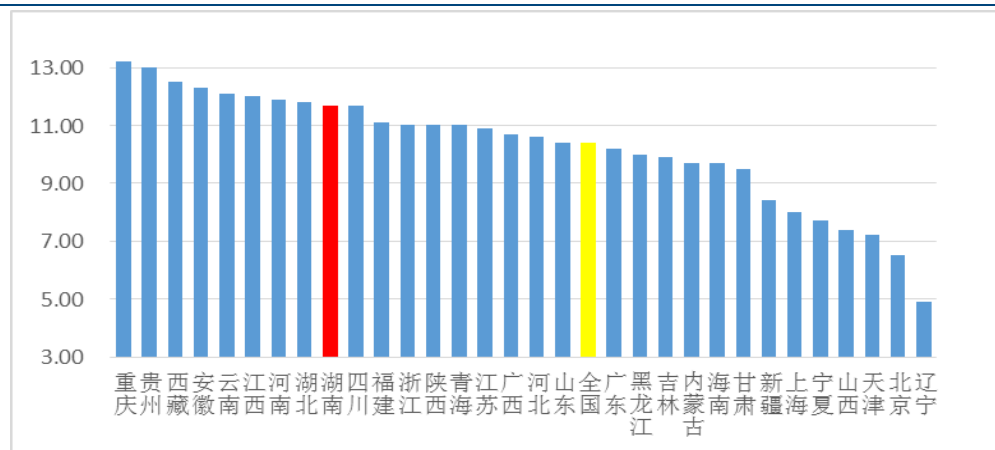
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 7: 湖南和全国的社消总额同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

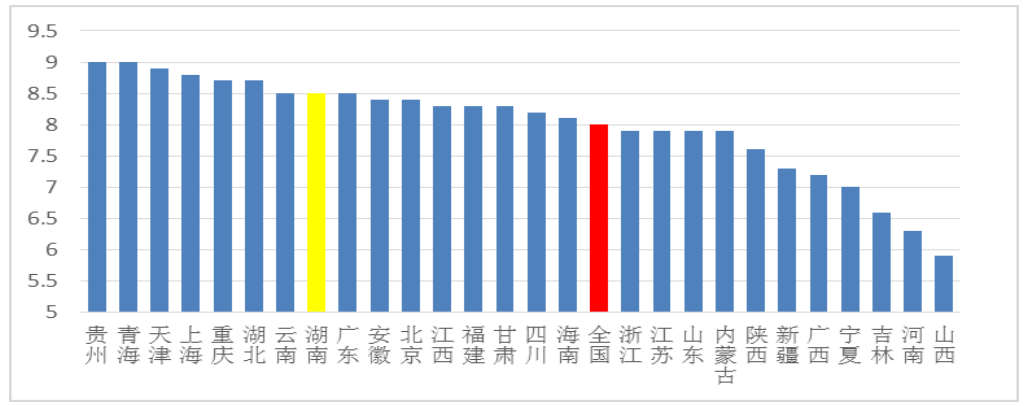
图 8: 2016 年全国各省市的社会消费品零售总额同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

截至 2016 年第三季度, 湖南省人均可支配收入约 2.23 万元, 在全国排第 11 位, 在中部地区排名第一位; 2016 年第三季度, 湖南人均可支配收入增速为 8.5%, 增速居全国第 8 名, 具有较大的增长潜力, 有助于支撑公司未来盈利的持续提升。

图 9: 2016 年前三季度城镇居民人均可支配收入同比增速



资料来源: 中金网, 东兴证券研究所

依据长沙市城市总体规划和综合交通规划, 至 2030 年长沙轨道交通共建设 6 条地铁骨干线和 6 条补充线共 12 条地铁线路, 目前, 长沙地铁 1 号线一期、地铁 2 号线一期及西延一期、长沙磁浮快线已开通运营; 拟于 2022 年前建成长沙地铁 1 号线—长沙地铁 7 号线主体工程。此外, 长株潭城际铁路建成通车, 三市之间的交通时间缩短为 39 分钟, 交通的进一步完善使得商业广场聚集客流的能力不断提高。

图 10: 长沙市地铁轨道交通总体规划



资料来源: 百度百科, 东兴证券研究所

图 11: 长株潭城际铁路示意图



资料来源: 百度百科, 东兴证券研究所

近年来, 由于电商不断冲击, 实体店零售百货业务收入有所下降, 但由于友阿股份所处区域网购渗透率及地势优势, 受网购冲击影响较小。总体而言, 湖南本地消费能力很强, 且面临快速城镇化建设的契机, 作为湖南区域的百货龙头, 友阿股份面临中部地区良好的外延式和内生式扩张机遇。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

友阿股份是湖南百货零售龙头，目前主力门店的开业时间均已超过5年时间，而且店龄超过10年的门店数量占比超50%，成熟门店有助于稳定公司业绩。公司店龄梯度分布合理，近3年内新开门店数量占比约25%，且均是以购物中心/奥特莱斯业态布局，公司经营能力较强，未来门店培育成熟，将带来显著的业绩增量。

公司凭借先发优势，占据长沙核心商圈的优越位置。①友谊商店 AB 馆位于袁家岭商业圈，分别定位高端和时尚百货；②友谊商城位于东塘商业圈，定位中高端百货；③阿波罗商业广场位于火车站商圈，定位中高端百货；④友阿春天位于五一商圈，定位时尚百货。此外，郴州友谊中皇城和友阿春天常德店位于湖南省地州市的核心地段。

图 13: 友谊商店位于袁家岭高端核心商圈



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 14: 友阿商城位于东塘商圈



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 15: 阿波罗商业广场位于火车站商圈



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 16: 五一广场黄金商业圈



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.2.2 自有物业具有高重估溢价

公司以自有物业的重资产模式运营, 截止 2016 年底拥有自有物业 10 个, 同时公司近两年新增门店天津友阿奥特莱斯、郴州友阿国际广场和常德友阿国际广场, 以及在建门店五一广场地下购物中心和邵阳友阿国际广场均为自有物业。目前公司自有商业面积 50.74 万平方米。根据目前周边同类楼盘的销售价格, 我们测算公司的自有商业地产估值为 119 亿元。我们认为, 拥有优质百货门店的物业产权使得公司大大降低了运营成本, 增强了公司在区域内的竞争力。

表 4: 公司自有物业重估价值统计

序号	门店名称	地区	开业时间	权益商业面积 (万平方米)	重估价值 (亿元)
1	友谊商店 A/B 馆	长沙	1979 年	4.85	14.55
2	友谊商城	长沙	1995 年	2.70	8.10
3	春天百货长沙店	长沙	2000 年	2.90	8.70
4	郴州友谊中皇城	郴州	2008 年	1.62	3.24
5	国货陈列馆	长沙	2008 年	0.90	2.70
6	天津滨海奥特莱斯	天津	2015 年	6.84	13.69
7	常德友阿商业广场	常德	2016 年	4.74	9.49
8	郴州友阿国际广场项目	郴州	2015 年	11.22	22.44
9	邵阳友阿国际广场	邵阳	2017 年	7.75	15.50
10	综合办公大楼	长沙	2007 年	4.09	8.18
合计	10 家			50.74	119.06

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 多业态奠定发展基石

2.3.1 运营和品牌影响力突出

公司业态涵盖百货店、奥特莱斯、购物中心、专业店、网络购物, 经营定位包括高档奢侈品百货、中高档综合百货、时尚百货、大众百货、折扣品牌, 打造多层次的百货业务结构以及多样化的消费场景。公司还拥有友谊、阿波罗、友阿春天、友阿奥莱、友阿电器等多个著名商业品牌。多业态+多品牌经营使得公司拥有最广泛的顾客基础, 能够有效满足顾客不同的购物体验需求。

图 17: 友阿股份旗下友谊商店

图 18: 友阿股份旗下友阿奥特莱斯



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 19：友阿股份旗下友阿春天



资料来源：公司网站，东兴证券研究所



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 20：友阿股份旗下友阿电器



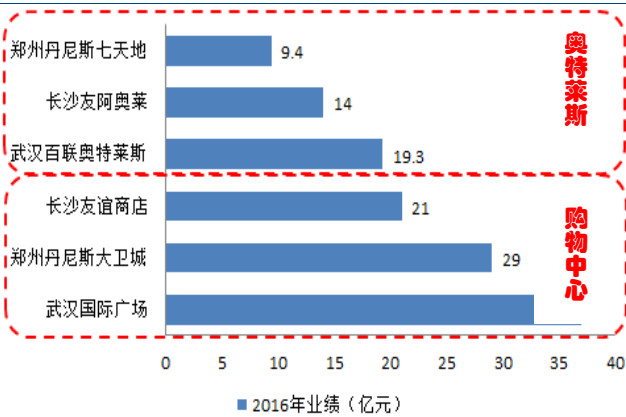
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

据搜铺网统计数据显示，在全国 40 家高端商场 2016 年业绩报告中，长沙友谊商店和长沙友阿奥莱在中部地区的单店销售规模排行榜中跻身前列，一定程度上可以反映出公司在湖南地区地位领先，具有较强的品牌影响力和运营管理能力，消费者对公司重点打造的“明星”主力店具有较高的认知度。

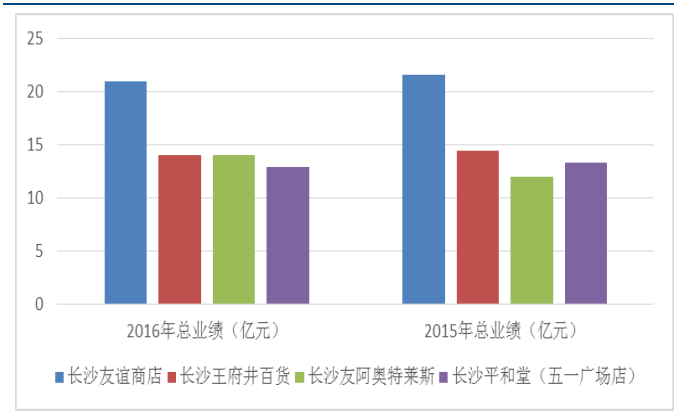
据赢商网数据显示：选取重点城市区域 200 家商场的 2016 年的业绩报告中，长沙友谊商店、王府井百货、长沙友阿奥特莱斯、平和堂五一广场店位居湖南省商场销售额前四名。2016 年长沙友谊商店单店销售额超过 20 亿元，以较大优势位居榜首，大幅度领先第二名长沙王府井百货 7 亿元。2016 年长沙奥莱排名提高一位跻身三甲。

图 21：中部地区高端商场 2016 业绩对比

图 22：2016 年湖南省高端商场销售业绩



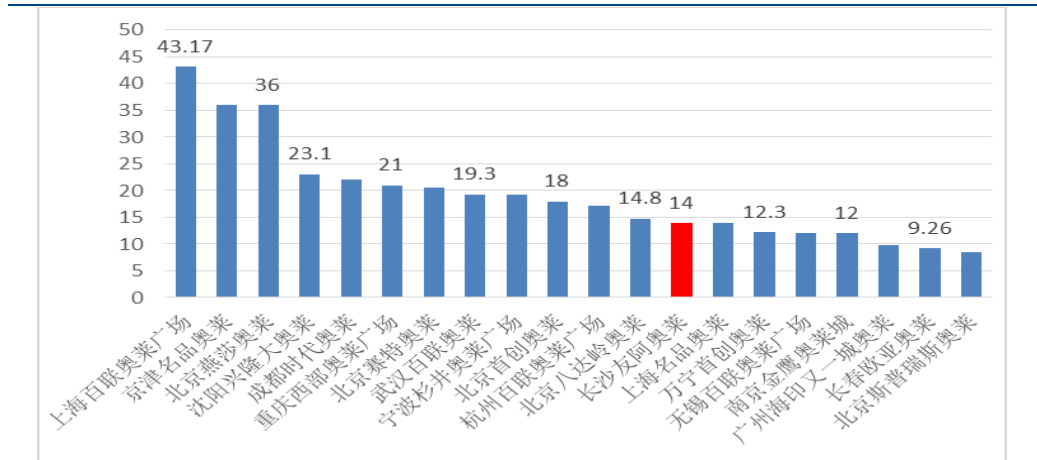
资料来源: 联商网, 东兴证券研究所



资料来源: 联商网, 东兴证券研究所

- ◆ **友谊商店:** 公司运营最长时间的主力门店, 1979 年开业, 位于长沙市袁家岭核心商圈, 经营面积为 4.85 万平方米, 均为自有物业, AB 两馆分别定位于高端奢侈品和年轻时尚百货, 已运营 30 多年, 也是国家商务部评定的全国首批 35 家“金鼎级品牌百货店”之一。2014 年公司投资参与燕山街旧城改造项目, 用于扩建友谊商店 AB 座, 将其打造成一个以高端百货零售为主的商业综合体。2016 年末, 项目仍处于房屋征收阶段, 征收进度约 92%。
- ◆ **长沙奥特莱斯:** 2011 年开业, 地处长沙、株洲、湘潭中心, 建筑面积 10.16 万平方米, 商业为租赁, 提供品牌折扣商品销售以及休闲餐饮娱乐服务。据奥莱商学院统计数据显示, 入围 2016 年年销 20 强的奥特莱斯数量为 25 家 (因业绩相同产生部分并列), 年销总额达 421 亿元人民币。长沙友阿奥莱以 14 亿元营业额与上海名品奥特莱斯并列, 跻身全国奥莱单店业绩前 15 名。

图 23: 2016 年主要奥特莱斯的销售业绩情况 (亿元)



资料来源: 联商网, 东兴证券研究所

2.3.2 储备项目丰富助业绩增长

公司储备项目重点布局奥特莱斯、购物中心业态，为消费者提供良好的购物体验。公司的多业态协同发展战略，受新竞争对手和网购影响较小，随着未来储备项目的逐步运营成熟，有望带来新的利润增长点。

- ◆ 天津友阿奥特莱斯于 2015 年 9 月底试营业，常德友阿国际广场于 2016 年 1 月试营业，郴州友阿国际广场于 2016 年 4 月试营业，目前商业项目尚处于培育阶段，随着招商的全面完成，以及商业地产销售确认收入，有望提升公司整体盈利水平。
- ◆ 五一广场地下购物中心，位于长沙五一广场核心商圈和地铁一二号线交汇处，客流量大消费强劲，预计 2017 年开业。加快邵阳友阿国际商业广场的主体施工建设，商业预计今年国庆节前后开始试营业，部分商业地产开始销售。

表 5：目前公司主要储备项目情况

业态	储备项目	定位	开业时间	位置
百货	燕山街旧城改造项目	高端百货+时尚百货	2018 年	长沙市
	翡翠湖时代广场	中高档百货	筹备中	宁乡县
奥特莱斯	天津奥特莱斯	折扣商品购物+住宅	2015 年 9 月试营业	天津市
	石家庄奥特莱斯	折扣商品购物	筹备中	石家庄
购物中心	邵阳友阿国际广场	商业综合体	2017 年	邵阳市
	五一广场地下购物中心	地下购物中心	2017 年	长沙市
	郴州友阿国际广场	商业综合体+步行街+住宅	2016 年 4 月试营业	郴州市
	常德友阿国际广场	商业综合体+步行街	2016 年 1 月试营业	常德市

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 践行全渠道战略，巩固区龙头地位

3.1 未来零售是全渠道零售时代

随着新业态和电子商务的快速发展，以及消费者购买习惯的改变，传统零售业急需直面转型发展这一问题，而伴随着互联网的兴盛以及消费者购买习惯的改变出现的全渠道零售，应当成为传统零售业摆脱困境的重要选择。零售行业的渠道自 20 世纪起经过多次变革，从单渠道、多渠道到跨渠道，都在为全渠道零售奠定基础。

- ◆ 实体店为单渠道，实体店和网店并存是多渠道，实体店加网店和移动商店是跨渠道，跨渠道和多渠道零售则是以零售商为中心，消费者的身份在不同的消费渠道中是被割裂开的，从而让消费者感到不同渠道之间的壁垒。
- ◆ 全渠道零售是从单渠道到多渠道，再到跨渠道的演化结果，全渠道零售是以消费者为中心，消费者无论通过哪种渠道购物，均采用统一的购物账户与清单，使消费者获得一致的购物体验，不会因渠道改变而感到不便。

图 24：我国零售行业渠道变革的路线图



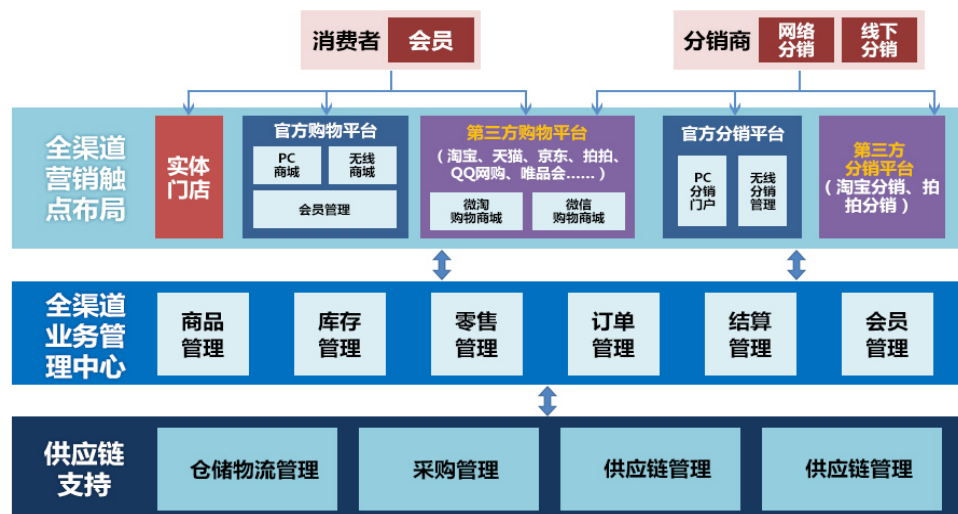
资料来源：SOWU, 东兴证券研究所

全渠道零售全程共分为八个环节，包括客流的导入、向顾客展示商品、说服建议与刺激顾客购买、订单处理、收款、送货、提供使用支持服务。①实体店相较于电子商务最明显的优势在于消费者的购物体验。实体零售商应该在与电子商务竞争中突出这一优势。将实体店的功能由单纯的销售转变为体验中心，为消费者提供更为全面的全渠道服务。②成功的全渠道零售转型需要实体零售商以“商品”为运营核心，全方位提高消费者购物的满意程度，通过与消费者的个性化互动赢得转型认可，使消费者亲身感受全渠道零售的便利与愉悦感。

我们认识，实现全渠道零售主要有四大途径：

- ◆ **第一、整合供应商资源**，使供应商同时参与到多渠道零售中来，供给实体店的商品应更多的具有购物体验元素，将实体店变成体验店以把购物体验提高到极致，而把更多的长尾产品放在线上，以弥补实体店经营空间有限等弊端。需要注意的是，要保证同一商品线上线下的价格一致，才能带给消费者一致的购物体验。
- ◆ **第二、整合顾客资源**，首先零售企业与电商平台合作或者自建网上商城吸引客流是必要尝试，但重点更要充分利用实体门店、智能终端、微信营销等新方式，多措并举开展零售产品的交叉营销、消费积分共享等，使客户资源能被两个渠道所共享，实现渠道之间的无缝连接。
- ◆ **第三、整合服务体系**，通过建立统一的订单管理系统，管理来自各个渠道的订单，在消费者下单后其供应链能够迅速作出反应，保证在最短的时间内将商品送达至消费者手中。网络零售与实体店共享商品物流配送体系，客户在网上查询商品可到实体店买；在实体店看好商品可到网上买，实体店可作为网络零售的服务站，强化网点服务能力，以服务促业务。
- ◆ **第四、突出金融业务**，支付本身就是购物活动的重要环节，支付的便捷与否在很大程度上影响着消费者的购物体验。全渠道零售的模式下，消费者既可以通过网银、支付宝、微信支付，又可选择货到付款。零售企业也可完善推广电商支付功能，提高客户实际使用频率，积极争夺消费金融市场，确保零售业务开源扩量。

图 25: 全渠道零售平台搭建图



资料来源：Baison，东兴证券研究所

3.2 公司稳步推进全渠道系统的建设

作为线下零售商，友阿积极推进线上业务布局，稳步推进全渠道系统的建设。公司于2013年10月开始探索O2O商业模式的转型，走在行业前列。公司的O2O战略不是简单的实体店网络化，而是致力于打造线上线下的融合O2O全渠道运营平台。

- ◆ 在线上平台建设方面，2013年12月友阿电器与腾讯合作推出了微信公众平台“微购友阿”，此外先后推出友阿特品汇、农博汇、海外购、友阿果园、友阿微店等购物子平台，使线上平台与实体零售形成联动，带动实体零售的增长，进一步扩大公司现有商业零售的业务空间和运营效率。
- ◆ 公司以现有的商业资源和网络平台为基础，充分利用互联网技术，实现实体商店全面数字化以及与线上平台的对接，并借助大数据技术实现精准营销。2015年5月与德国SAP公司签署战略合作协议，启动全渠道运营平台建设，以促进线上线下的整合效率。去年以SAP公司为主完成了全渠道系统的基础开发工作，并在部分门店启动了系统测试，部分品牌试运行工作。

表 6: 友阿股份的线上平台建设情况

序号	名称	上线时间	定位
1	微购友阿	2013年12月	微信公众平台
2	友阿特品汇	2014年10月	中高端正品的特卖购物网站
3	友阿农博汇	2015年1月	特色农产品网络购物平台
4	友阿海外购	2015年6月	海外优质商品和服务
5	友阿果园	2015年7月	优质新鲜水果网络购物平台
6	友阿微店	2016年4月	移动社交购物平台

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司通过 O2O 的发展模式, 并成立友阿香港子公司, 重点布局跨境电商领域, 丰富商品内容, 拓展直邮通道, 促进平台资源最大化, 同时突出线下体验店建设特色, 推出了日本商品体验馆、进口商品直购体验中心等特色体验店。友阿海外购的进口商品直购体验中心, 采用完税商品与跨境保税相结合的模式, 现场下单即可直接提货回家。友阿海外购实现优势互补, 革新传统海淘模式, 不断提升供应链效率以降低成本, 为消费者带来更加便捷的海外正品购物体验。

图 26: 友阿海外购日本馆



资料来源: 东兴证券研究所

图 27: 友阿海外购跨境电商体验店



资料来源: 东兴证券研究所

4. 定增+员工持股促转型, 大股东连续增持彰显信心

4.1 定增补充资金助力外延拓展

2016 年 6 月, 公司完成向创金合信等五名机构投资者定向发行股票 1.42 亿股, 限售期限为 12 个月, 发行价格为每股 10.46 元/股, 募集资金净额为 14.55 亿元。

表 7: 发行对象及其获得配售的情况

序号	获配对象名称	最终获配股数	获配金额 (万元)
1	创金合信基金管理有限公司	2839 万股	29700
2	上银瑞金资本管理有限公司	3528 万股	36900
3	上海国泰君安证券资产管理有限公司	4302 万股	45000
4	东吴基金管理有限公司	3537 万股	37000
5	财通基金管理有限公司	11 万股	120
	合计	14218 万股	148720

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

募资投向主要是 O2O 全渠道运营平台项目、郴州友阿国际广场项目、常德水榭花城友阿商业广场项目、偿还银行借款和补充流动资金，以建立线上线下 O2O 全渠道运营体系，逐步在商品信息呈现、货品的采购、物流、销售、售后等各个环节进行全面升级换代，增强对上下游环节的把控，带动现有商业零售业务的增长。同时，凭借“友阿”在湖南百货零售领域的较高品牌认知度，通过快速扩张进一步加强规模优势，“立足长沙，拓展湖南，面向全国”的战略布局，提升公司的市场占有率和竞争能力。

表 8: 募集资金的使用计划

序号	项目名称	计划投资金额	使用募集资金投资金额
1	O2O 全渠道运营平台项目	30000 万元	10000 万元
	其中：技术平台建设投入		5000 万元
	硬件建设投入		2000 万元
	实体店系统改造及营销投入		3000 万元
2	郴州友阿国际广场项目	144128 万元	55000 万元
3	常德水榭花城友阿商业广场项目	127312 万元	40000 万元
4	偿还银行借款和补充流动资金	-	45000 万元
	总计	-	150000 万元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 员工持股提供安全边际

2016 年 5 月，公司宣布实施第一期员工持股计划。2016 年 7 月，公司第一期员工持股计划的管理人招商证券资产管理有限公司通过二级市场购买的方式完成股票购买 1580 万股，占公司总股本的 2.23%，成交金额合计 2 亿元，交易均价为 12.65 元/股，存续期为 18 个月，锁定期为 12 个月。本次参加认购的员工总人数为 114 人，其中 12 名“董监高”和 102 名核心骨干，占比分别为 47.5%和 52.5%，员工持股计划改善激励机制，促进公司内生和外延布局。

表 9: 公司员工持股计划分配表

序号	姓名	职位	持有的计划份额（万份）	占比
1	胡子敬	董事长	2000	10.00%
2	陈细和	董事、总裁	1200	6.00%
3	崔向东	董事、副总裁	750	3.75%
4	刘一曼	董事、党委副书记	750	3.75%
5	龙建辉	董事、工会主席	750	3.75%
6	杨启中	监事会主席	750	3.75%
7	陈学文	董事、董事会秘书	750	3.75%
8	许惠明	董事	750	3.75%
9	陈景	监事	200	1.00%
10	杨玉葵	监事	100	0.50%
11	龙桂元	财务总监	750	3.75%

12	胡硕	营运总监、品牌招商事业部部长	750	3.75%
公司董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员, 共计 12 人			9500	47.50%
公司及子公司核心管理人员和骨干员工, 共计 102 人			10500	52.50%
合计			20000	100%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.3 大股东大幅增持彰显信心

2015 年 7 月以来, 控股股东连续增持公司股票, 累计增持 1284 万股。其中 2016 年 11 月 1 日至 2017 年 1 月 18 日, 友阿控股累计增持 140 万股, 增持金额为 2107 万元, 交易均价为 15.05 元/股; 2016 年 10 月 19 日至 2016 年 10 月 18 日, 友阿控股累计增持 708 万股, 增持金额为 9369 万元, 交易均价为 13.23 元/股。

公司 2017 年 1 月 18 日公告, 其增持公司股份计划已经实施完毕, 本次增持后友阿控股持有公司 21633 万股股份, 占公司总股本的 30.54%。大股东增持公司股票, 彰显了大股东对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

表 10: 公司控股股东持股变动情况

时间	持股比例变动	持股数量(万股)	增持金额(万元)	交易均价元/股()
2016 年 11 月 1 日至 2017 年 1 月 18 日	0.2%	140	2107	15.1
2016 年 10 月 19 日至 10 月 26 日	1%	708	9368	13.6
2016 年 7 月 11 日	0.11%	82	998	12.1
2015 年 8 月 10 日	0.63%	353	5188	14.7

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

公司是湖南百货龙头, “区域+规模+业态”优势显著, 友谊商店和长沙奥莱单店营业额居湖南前三, 运营管理和招商能力较强。假设公司零售未来将继续保持稳定的扩张步伐。考虑到公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股, 分红后总股本由 7.08 亿股增至 14.17 亿股, 股权登记日 2017 年 3 月 24 日, 除权除息日 3 月 27 日。

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.25、0.36、0.41 元, 目前市值剔除 28.2 亿元的金融业务估值后 (如表 12), 零售主业对应的 PE 分别为 22.03、19.31、16.71 倍。参照可比上市公司估值, 同时考虑到公司内生和外延增长双重动力, 我们给予公司零售业务 2017 年 29 倍 PE, 对应的合理市值为 106 亿元。

表 11: 可比零售公司的估值情况 (收盘价为 2017 年 3 月 29 日)

股票代码	股票名称	收盘价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
000417.SZ	合肥百货	9.04	0.34	0.36	0.36	25.48	25.22	22.73
600828.SH	茂业商业	9.45	0.13	0.29	0.29	29.21	30.74	29.10

002277.SZ	友阿股份	7.88	0.55	0.48	0.48	35.99	29.90	25.11
002419.SZ	天虹商场	15.10	1.51	0.68	0.68	22.66	19.20	16.83
600693.SH	东百集团	12.64	0.12	0.14	0.14	-	92.35	34.21
600729.SH	重庆百货	26.37	0.90	1.03	1.03	26.16	22.25	19.03
600827.SH	百联股份	16.88	0.74	0.56	0.56	35.69	29.95	26.58
600858.SH	银座股份	9.79	0.20	0.07	0.07	192.78	140.23	68.36
600859.SH	王府井	16.28	1.43	0.79	0.79	21.98	18.94	16.70
行业平均							45.42	28.74

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

公司积极拓展银行+小贷+担保等金融业务, 打造新盈利增长点。截至 2016 年底, 公司持有长沙银行 2.23 亿股, 持股 7.42%, 为其第四大股东。2016 年 12 月, 长沙银行 IPO 已获证监会受理上市在即, 有望带来持股溢价, 提振公司市值, 同时自 2011 年公司每年获得长沙银行超 2000 万元的现金分红, 贡献主要投资收益。此外公司分别于 2010 年、2012 年成立了友阿小额贷款公司和友阿担保公司。按照 A 股城商行平均 1.4 倍的 PB, 公司金融资产重估价值合计为 28.2 亿元。

表 12: 公司持有的金融资产情况 (2016 年报)

项目	持股比例	归母净资产(亿元)
长沙银行股份有限公司	7.42%	14.41
资兴浦发村镇银行股份有限公司	9%	0.19
长沙市芙蓉区友阿小额贷款有限公司	90%	2.74
湖南友阿投资担保有限公司	97.45%	2.80
合计		20.14

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 13: 可比城商行估值情况 (采用 2017 年 3 月 29 日收盘价)

股票代码	股票名称	收盘价	每股净资产			PB		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
601229.SH	上海银行	23.93	17.10	21.09	23.70	1.40	1.27	1.12
601009.SH	南京银行	11.91	14.01	10.57	11.78	0.85	1.25	1.11
600919.SH	江苏银行	10.01	6.27	7.94	9.04	1.60	1.25	1.10
600926.SH	杭州银行	21.95	13.51	16.03	17.65	1.62	1.46	1.34
002142.SZ	宁波银行	18.09	10.30	14.09	16.34	1.76	1.46	1.27
601997.SH	贵阳银行	17.26	7.76	11.04	13.03	2.22	1.82	1.54
行业平均						1.58	1.42	1.24

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

定增+员工持股落地推动外延扩张, 加快全渠道转型升级 (员工持股均价 12.65 元/股); 大股东连续增持彰显信心, 增持均价在 12-15 元/股区间。我们对公司目前购物中心、连锁超市自有物业项目重估价值 119 亿元, 自有物业重估溢价高, 为公司股价提供充足的安全边际。综上所述, 我们给予公司 2017 年零售业务 29 倍 PE, 金融业务 1.4 倍 PB, 公司合理市值为 134 亿元, 给予公司 6 个月目标价 9.5 元, 首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级。

表 14: 公司定增、增持和员工持股的交易均价

项目	交易均价(元/股)
定增项目	10.46
大股东增持	
2015 年 8 月 10 日	14.7
2016 年 7 月 11 日	12.1
2016 年 10 月 19 日至 10 月 26 日	13.6
2016 年 11 月 1 日至 2017 年 1 月 18 日	15.1
员工持股	12.65

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 风险提示

新开门店经营效率不达预期; 跨境电商成效不显著; 行业竞争加剧等。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4182	5163	5239	6131	6658	营业收入	6238	6265	6753	7405	8258
货币资金	1118	1370	1343	1546	1683	营业成本	5087	5058	5430	5917	6556
应收账款	6	10	8	10	11	营业税金及附加	72	87	93	102	114
其他应收款	231	254	274	300	335	营业费用	300	397	398	429	471
预付款项	265	48	157	275	406	管理费用	321	409	419	459	511
存货	2281	3222	2946	3490	3713	财务费用	34	-16	10	11	12
其他流动资产	281	260	260	260	260	资产减值损失	22.44	9.98	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6345	6646	6268	5678	6598	公允价值变动收益	0.78	-1.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	48.66	29.51	35.41	42.49	50.99
固定资产	1270.99	2095.65	2726.79	3237.93	3689.07	营业利润	430	338	438	529	644
无形资产	653	524	472	419	367	营业外收入	3.19	21.97	22.36	22.36	22.36
其他非流动资产	2125	1345	2042	1000	1521	营业外支出	14.61	4.58	17.99	17.99	17.99
资产总计	10527	11809	11507	11810	13256	利润总额	418	355	442	533	648
流动负债合计	4605	4076	4137	3304	4073	所得税	118	133	165	200	243
短期借款	1010	180	500	100	700	净利润	301	222	277	334	405
应付账款	878	1202	1099	1292	1379	少数股东损益	-9	-77	-78	-80	-82
预收款项	984	1343	1410	1484	1566	归属母公司净利润	310	299	355	514	587
一年内到期的非	0	351	250	0	0	EBITDA	1220	1000	869	1081	1257
非流动负债合计	2145	2071	1606	616	921	EPS (元)	0.55	0.47	0.25	0.36	0.41
长期借款	1079	702	702	404	501	主要财务比率					
应付债券	698	1198	892	200	408		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	6750	6147	5743	3920	4994	成长能力					
少数股东权益	544	738	660	580	498	营业收入增长	3.19%	0.44%	7.79%	9.65%	11.51%
实收资本(或股	566	708	1417	1417	1417	营业利润增长	-10.86%	-21.39%	29.55%	20.81%	21.72%
资本公积	667	1980	1416	2400	1416	归属于母公司净利	18.67%	44.66%	18.67%	44.66%	14.30%
未分配利润	1732	1934	1661	2500	3500	获利能力					
归属母公司股东	3233	4924	5104	7310	7764	毛利率(%)	18.20%	19.10%	19.60%	20.10%	20.60%
负债和所有者权	10527	11809	11507	11810	13256	净利率(%)	4.82%	3.55%	4.10%	4.50%	4.91%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	5.49%	2.95%	2.53%	3.09%	4.35%
经营活动现金流	-908	533	731	-29	748	偿债能力					
净利润	301	222	277	334	405	资产负债率(%)	64%	52%	50%	48%	48%
折旧摊销	756.36	678.26	621.45	541.25	601.25	流动比率	0.91	1.27	1.27	1.86	1.63
财务费用	34	-16	10	11	12	速动比率	0.41	0.48	0.55	0.80	0.72
应收账款减少	0	0	1	-2	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	67	74	82	总资产周转率	0.68	0.56	0.58	0.64	0.66
投资活动现金流	-1448	-139	-1664	-1534	-1470	应收账款周转率	1294	800	750	790	779
公允价值变动收	1	-1	0	0	0	应付账款周转率	7.80	6.02	5.87	6.19	6.18
长期股权投资减	0	0	-3	7	0	每股指标(元)					
投资收益	49	30	35	42	51	每股收益(最新摊	0.55	0.47	0.25	0.36	0.41
筹资活动现金流	2270	-141	906	141	859	每股净现金流(最新	-0.15	0.36	-0.02	0.14	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.71	6.95	3.60	5.16	5.48
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1	142	708	0	0	P/E	13.87	16.19	30.32	20.96	18.34
资本公积增加	8	1313	-564	984	-984	P/B	1.33	1.09	2.11	1.47	1.39
现金净增加额	-85	253	-27	203	137	EV/EBITDA	4.89	6.44	13.54	9.18	8.50

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。