

公司研究

业绩符合预期，7-11 便利店走出长沙

——友阿股份（002277.SZ）2022年半年报点评

要点

公司 1H2022 营收同比减少 14.31%，归母净利润同比减少 61.56%

8月30日，公司公布2022年半年报：1H2022实现营业收入11.09亿元，同比减少14.31%，实现归母净利润0.75亿元，折合成全面摊薄EPS为0.05元，同比减少61.56%，实现扣非归母净利润0.67亿元，同比减少65.41%。

单季度拆分来看，2Q2022实现营业收入4.63亿元，同比减少25.83%，实现归母净利润0.15亿元，折合成全面摊薄EPS为0.01元，同比减少82.03%，实现扣非归母净利润0.08亿元，同比减少89.92%。

公司 1H2022 综合毛利率下降 3.46 个百分点，期间费用率上升 8.48 个百分点

1H2022公司综合毛利率为46.27%，同比下降3.46个百分点。单季度拆分来看，2Q2022公司综合毛利率为47.28%，同比上升0.34个百分点。

1H2022公司期间费用率为56.13%，同比上升8.48个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为15.18%/24.35%/16.43%/0.17%，同比分别变化-1.22/+5.05/+4.88/-0.24个百分点。2Q2022公司期间费用率为66.35%，同比上升16.98个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为17.79%/29.15%/19.22%/0.20%，同比分别变化+0.59/+9.03/+7.62/-0.26个百分点。

7-11 便利店走出长沙，积极推进线上平台发展

截至2022年6月末，公司在湖南省和天津市的已开业门店有60家（含46家便利店），其中：湖南长沙市区53家（含便利店44家）；湖南省内其他城市6家（含便利店2家）；天津市1家。除便利店中有22家为加盟店外，所有门店均为直营门店，7-11便利店于2022年上半年首次向长沙市区以外市场开设加盟店。线上化方面，2022年上半年公司自建的“友阿海外购”和“友阿微店”等线上平台交易额为4,660.77万元，控股子公司欧派亿奢汇与天猫、京东、寺库、毒等线上第三方平台的交易额为39,014.41万元。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司业绩符合预期，我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测0.06/0.07/0.07元。公司便利店业务进展顺利，不断推进线上线下一体化进程，有利于增强公司竞争实力，维持“买入”评级。

风险提示：湖南零售市场竞争激烈程度加剧，新门店培育期长于预期，便利店推广进程不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,313	2,566	2,375	2,629	2,816
营业收入增长率	-62.98%	10.93%	-7.47%	10.71%	7.13%
净利润（百万元）	139	131	80	92	102
净利润增长率	-56.09%	-5.99%	-39.03%	14.99%	11.40%
EPS（元）	0.10	0.09	0.06	0.07	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.01%	1.98%	1.20%	1.36%	1.49%
P/E	42	45	74	64	58
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-30

买入（维持）

当前价：4.22元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.94
总市值(亿元)	58.83
一年最低/最高(元)	2.83/5.25
近3月换手率	240.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.96	13.20	44.77
绝对	-8.66	14.36	29.45

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，持续铺开便利店业务——友阿股份（002277.SZ）2021年年报及2022年一季度报点评（2022-04-30）

业绩低于预期，8月湖南疫情反复是主因——友阿股份（002277.SZ）2021年三季报点评（2021-10-27）

业绩符合预告，打造5G物联网智能家居购物平台——友阿股份（002277.SZ）2021年半年报点评（2021-08-28）

表 1: 1H2022 公司可比店分地区情况

分地区	可比店 1H2022 营业收入同比增长 (%)	可比店 1H2022 平均店效 (元销售额/平方米)
长沙市	-20.87%	6,271
长沙以外地区	-2.21%	1,515

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 注: 1) 可比门店指在 2021 年及 2022 年 1-6 月正常经营的直营门店, 故以上数据不含 2021 年 1 月 1 日后新开门店和 2021 年/2022 年 1-6 月因经营调整暂停营业、闭店的门店; 2) 1H2022 平均店效=1H2022 含税销售额/经营性商业建筑面积; 3) 公司各门店营业收入均按照新收入准则的规定以净额法确认。

表 2: 1H2022 公司可比店分业态情况

分业态	可比店 1H2022 营业收入同比增长 (%)	可比店 1H2022 平均店效 (元销售额/平方米)
综合百货店、专业店	-22.03%	5,439
奥特莱斯、购物中心	-7.72%	2,602

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 注: 1) 可比门店指在 2021 年及 2022 年 1-6 月正常经营的直营门店, 故以上数据不含 2021 年 1 月 1 日后新开门店和 2021 年/2022 年 1-6 月因经营调整暂停营业、闭店的门店; 2) 1H2022 平均店效=1H2022 含税销售额/经营性商业建筑面积; 3) 公司各门店营业收入均按照新收入准则的规定以净额法确认。

表 3: 1H2022 公司 7-11 便利店业态店效情况

分地区	至 2022 年 6 月末门店数	1H2022 日均店效 (元销售额/店)
长沙市	44	8,471
长沙以外地区	2	20,204

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 注: 1) 长沙地区在 3 月份受到了疫情影响, 客流下降比较大, 销售受到了一定影响; 2) 长沙以外地区 2 家门店分别为 4 月 29 日开业的株洲首店——大汉悦中心店, 5 月 8 日开业的株洲工业大学店, 开店前两个月有 7-11 品牌的网红效应, 故店效销售数据不具有可比性。

表 4: 1H2022 公司分业态经营情况

分业态	1H2022 营业收入 (元)	占 1H2022 营业收入比重 (%)	1H2021 营业收入 (元)	占 1H2021 营业收入比重 (%)	1H2022 营业收入同比增减 (%)
百货零售	899,373,873.57	81.11%	1,054,298,612.57	81.48%	-14.69%
家电零售	19,958,937.33	1.80%	36,540,313.24	2.82%	-45.38%
便利店零售	32,874,600.69	2.96%	39,053,843.17	3.02%	-15.82%
房地产销售	81,472.05	0.01%	-4,445,891.70	-0.34%	101.83%
宾馆餐饮	1,049,718.61	0.09%	10,976,424.67	0.85%	-90.44%
其他业务收入	155,444,383.99	14.02%	157,464,428.42	12.17%	-1.28%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 5: 公司 2Q2022 归母净利润同比减少 82.03%

	归母净利润 (万元)	归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2020	3875.39	-76.61	0.03	3704.40	-77.52	0.03	170.99
2Q2020	4204.68	-47.79	0.03	6230.28	-25.45	0.04	-2025.60
3Q2020	8504.99	12.07	0.06	8122.80	10.78	0.06	382.19
4Q2020	-2680.65	NA	-0.02	-2896.00	NA	-0.02	215.35
1Q2021	11245.70	190.18	0.08	11235.46	203.30	0.08	10.24
2Q2021	8211.38	95.29	0.06	8069.83	29.53	0.06	141.54
3Q2021	1434.57	-83.13	0.01	705.11	-91.32	0.01	729.45
4Q2021	-7819.56	NA	-0.06	-8679.11	NA	-0.06	859.56
1Q2022	6003.97	-46.61	0.04	5863.41	-47.81	0.04	140.56
2Q2022	1475.20	-82.03	0.01	813.45	-89.92	0.01	661.74
TTM	1094.17	-95.67	0.01	-1297.14	NA	-0.01	2391.31

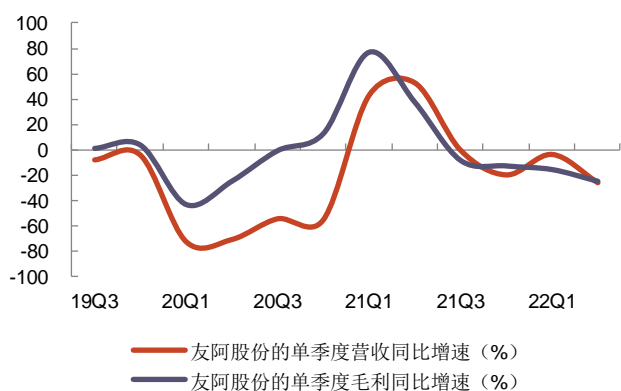
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

表 6: 公司 2Q2022 净利率较上年同期下降 9.97 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
1Q2020	46844.97	-72.30	42.38	21.52	60.14	8.27	-1.53
2Q2020	40823.83	-70.57	52.32	31.71	63.34	10.30	4.49
3Q2020	60992.54	-54.24	46.12	24.78	47.86	13.94	8.25
4Q2020	82674.62	-55.00	42.71	25.60	43.30	-3.24	-2.94
1Q2021	67007.80	43.04	52.32	9.95	46.06	16.78	8.51
2Q2021	62380.97	52.81	46.94	-5.38	49.37	13.16	2.86
3Q2021	60820.70	-0.28	42.17	-3.96	53.67	2.36	-11.59
4Q2021	66408.26	-19.68	46.15	3.44	62.00	-11.77	-8.53
1Q2022	64609.45	-3.58	45.55	-6.78	48.81	9.29	-7.49
2Q2022	46268.85	-25.83	47.28	0.34	66.35	3.19	-9.97
TTM	238107.26	-12.80	45.19	-1.61	57.14	0.46	-8.80

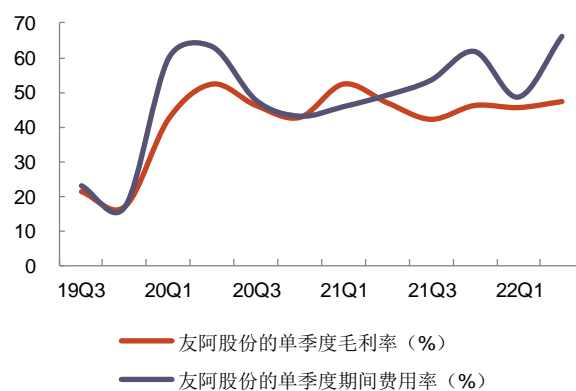
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利同比增速 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,313	2,566	2,375	2,629	2,816
营业成本	1,267	1,360	1,268	1,405	1,509
折旧和摊销	224	330	411	415	420
税金及附加	77	82	76	84	90
销售费用	466	471	435	481	515
管理费用	492	554	558	604	647
研发费用	12	7	12	13	14
财务费用	220	322	296	299	284
投资收益	344	361	320	320	320
营业利润	104	116	47	64	79
利润总额	47	109	28	45	60
所得税	45	35	8	14	18
净利润	2	74	20	32	42
少数股东损益	-137	-57	-60	-60	-60
归属母公司净利润	139	131	80	92	102
EPS(元)	0.10	0.09	0.06	0.07	0.07

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	129	568	558	395	470
净利润	139	131	80	92	102
折旧摊销	224	330	411	415	420
净营运资金增加	-1,918	256	-252	156	48
其他	1,684	-149	320	-268	-100
投资活动产生现金流	-147	-145	124	95	120
净资本支出	-188	-157	-200	-200	-200
长期投资变化	2,561	2,799	0	0	0
其他资产变化	-2,520	-2,788	324	295	320
融资活动现金流	264	-1,059	26	-362	-496
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	677	-603	321	-63	-212
无息负债变化	-240	373	84	115	147
净现金流	245	-640	708	127	94

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	45.2%	47.0%	46.6%	46.6%	46.4%
EBITDA 率	15.3%	20.2%	18.5%	17.4%	16.4%
EBIT 率	3.0%	5.5%	1.2%	1.7%	1.5%
税前净利润率	2.0%	4.2%	1.2%	1.7%	2.1%
归母净利润率	6.0%	5.1%	3.4%	3.5%	3.6%
ROA	0.0%	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%
ROE (摊薄)	2.0%	2.0%	1.2%	1.4%	1.5%
经营性 ROIC	0.0%	1.0%	0.2%	0.3%	0.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	56%	57%	57%	56%
流动比率	0.81	0.82	0.88	0.92	0.97
速动比率	0.30	0.21	0.33	0.35	0.38
归母权益/有息债务	1.28	1.38	1.31	1.34	1.42
有形资产/有息债务	2.60	2.94	2.83	2.87	2.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	16,364	15,563	15,988	16,072	16,049
货币资金	1,155	479	1,187	1,314	1,408
交易性金融资产	60	0	30	30	30
应收账款	188	117	119	131	141
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	97	104	95	105	113
存货	3,024	3,064	2,979	3,091	3,169
其他流动资产	204	235	235	235	235
流动资产合计	4,845	4,102	4,734	5,006	5,201
其他权益工具	170	99	99	99	99
长期股权投资	2,561	2,799	2,799	2,799	2,799
固定资产	3,506	3,424	3,205	2,987	2,768
在建工程	319	183	216	240	259
无形资产	320	307	344	379	413
商誉	27	0	0	0	0
其他非流动资产	2,579	1,566	1,566	1,566	1,566
非流动资产合计	11,518	11,461	11,254	11,066	10,848
总负债	8,873	8,643	9,048	9,100	9,036
短期借款	2,703	2,030	2,350	2,287	2,075
应付账款	836	935	976	1,082	1,207
应付票据	27	2	0	0	0
预收账款	14	20	19	21	23
其他流动负债	73	68	68	68	68
流动负债合计	5,979	5,024	5,395	5,447	5,382
长期借款	1,159	904	904	904	904
应付债券	491	961	961	961	961
其他非流动负债	1,244	388	388	388	388
非流动负债合计	2,894	3,619	3,654	3,654	3,654
股东权益	7,491	6,920	6,940	6,972	7,014
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
公积金	1,711	1,372	1,380	1,389	1,399
未分配利润	3,801	3,817	3,889	3,971	4,063
归属母公司权益	6,905	6,587	6,666	6,758	6,860
少数股东权益	585	334	274	214	154

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	20.16%	18.36%	18.33%	18.30%	18.30%
管理费用率	21.26%	21.59%	23.50%	22.98%	22.98%
财务费用率	9.50%	12.56%	12.45%	11.39%	10.07%
研发费用率	0.53%	0.28%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	95%	32%	30%	30%	30%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.09	0.41	0.40	0.28	0.34
每股净资产	4.95	4.72	4.78	4.85	4.92
每股销售收入	1.66	1.84	1.70	1.89	2.02

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	42	45	74	64	58
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	33.5	19.8	19.8	18.5	17.6
股息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE