

业绩低于预期，探索线上初步情况良好

——友阿股份(002277.SZ) 2019 年年报点评

公司简报

◆2019 年营业收入同比减少 13.44%，归母净利润同比减少 30.18%

2019 年实现营业收入 62.48 亿元，同比减少 13.44%；实现归母净利润 3.17 亿元，同比减少 30.18%；实现扣非归母净利润 3.04 亿元，同比减少 30.98%，业绩低于预期，主要系对宁波欧派商誉计提减值准备 4214 万元所致。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元(含税)。公司预计 1Q2020 归母净利润为 2799 至 3968 万元，同降 83.23%至 76.05%。

单季度拆分来看，4Q2019 实现营业收入 18.37 亿元，同比减少 4.14%；实现归母净利润-550.21 万元，上年同期为-3952.46 万元；实现扣非归母净利润-1783.93 万元，而上年同期为 2.31 亿元。

◆综合毛利率下降 0.04 个百分点，期间费用率上升 2.63 个百分点

2019 年公司综合毛利率为 19.80%，同比下降 0.04 个百分点。

2019 年公司期间费用率为 18.28%，同比上升 2.63 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.28%/7.82%/3.04%/0.15%，同比分别上升 0.37/1.10/1.01/0.15 个百分点。

◆业态收入端表现分化趋势延续，探索线上初步情况良好

报告期内公司收入端表现平淡，除受地产业务影响外，公司零售主业收入也出现一定下滑，百货零售业态收入同降 8.95%。同店方面分业态看百货/专业店同店收入下降 13.73%，奥莱/购物中心情况相对良好，同店收入增长 8.82%。线上方面公司自建的友阿海外购、友阿微店等平台实现 GMV 1.10 亿元，对应营收 8420 万元；控股子公司欧派亿奢汇于寺库、小红书等第三方平台的实现的 GMV 为 7.36 亿元，线上平台的规模成长有望为公司后续布局全渠道营销奠定基础。

◆下调盈利预测，维持“增持”评级

考虑到百货业态受疫情冲击及公司披露一季度指引情况，我们下调对公司 2020-2021 年 EPS 的预测至 0.16/0.22 元(之前为 0.28/0.29 元)，新增对 2022 年预测 0.23 元，维持“增持”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。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,218	6,248	4,894	6,010	6,359
营业收入增长率	-0.53%	-13.44%	-21.68%	22.80%	5.81%
净利润(百万元)	454	317	223	301	323
净利润增长率	47.37%	-30.18%	-29.70%	35.33%	7.36%
EPS(元)	0.32	0.23	0.16	0.22	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.75%	4.65%	3.18%	4.14%	4.28%
P/E	12	17	25	18	17
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 26 日

增持(维持)

当前价：3.96 元

分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsecn.com

市场数据

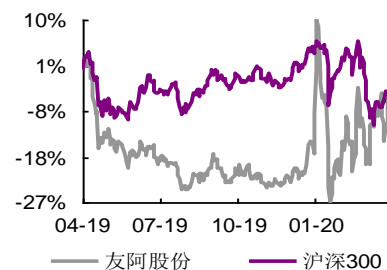
总股本(亿股)：13.94

总市值(亿元)：55.21

一年最低/最高(元)：2.81/4.65

近 3 月换手率：203.10%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.91	19.93	6.14
绝对	3.91	14.76	2.46

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，地产业务影响收入端表现——友阿股份(002277.SZ) 2019 年中报点评

.....2019-08-25

图表 1: 公司 4Q2019 归母净利润-550.21 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
3Q2017	3293.46	29.77	0.02	3357.79	36.09	0.02	-64.33
4Q2017	26364.06	304.96	0.19	1853.42	-62.44	0.01	24510.63
1Q2018	26712.22	62.19	0.19	17459.89	5.31	0.13	9252.33
2Q2018	11820.83	13.84	0.08	3167.44	-69.87	0.02	8653.39
3Q2018	10770.97	227.04	0.08	270.27	-91.95	0.00	10500.70
4Q2018	-3952.46	NA	-0.03	23125.45	1147.72	0.17	-27077.90
1Q2019	16571.13	-37.96	0.12	16480.82	-5.61	0.12	90.31
2Q2019	8053.55	-31.87	0.06	8356.74	163.83	0.06	-303.19
3Q2019	7589.14	-29.54	0.05	7332.04	2612.84	0.05	257.10
4Q2019	-550.21	NA	0.00	-1783.93	NA	-0.01	1233.72
TTM	31663.61	-30.18	0.23	30385.68	-30.98	0.22	1277.93

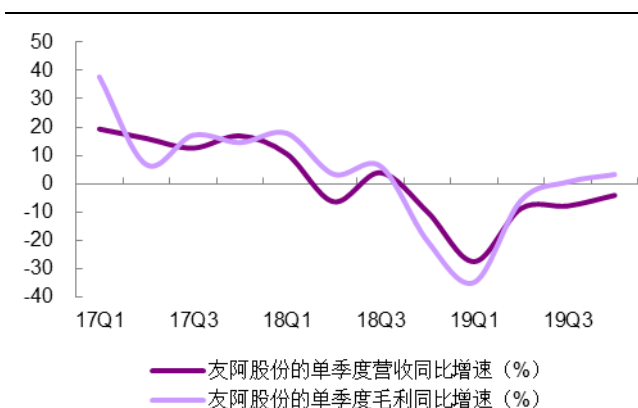
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 4Q2019 毛利率同比上升 1.23 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期同比变动 (百分点)
3Q2017	139283.79	12.58	19.12	0.74	16.51	2.36	0.31
4Q2017	212753.91	16.90	17.93	-0.37	14.99	12.39	8.81
1Q2018	233416.90	10.52	23.21	1.43	9.51	11.44	3.65
2Q2018	152063.79	-6.38	19.98	1.88	16.47	7.77	1.38
3Q2018	144677.31	3.87	19.55	0.42	18.16	7.44	5.08
4Q2018	191667.01	-9.91	15.88	-2.05	20.62	-2.06	-14.45
1Q2019	169101.10	-27.55	20.85	-2.35	14.25	9.80	-1.64
2Q2019	138715.70	-8.78	20.61	0.63	19.92	5.81	-1.97
3Q2019	133297.11	-7.87	21.35	1.80	23.20	5.69	-1.75
4Q2019	183729.35	-4.14	17.11	1.23	17.20	-0.30	1.76
TTM	624843.25	-13.44	19.80	-0.04	18.28	5.07	-1.22

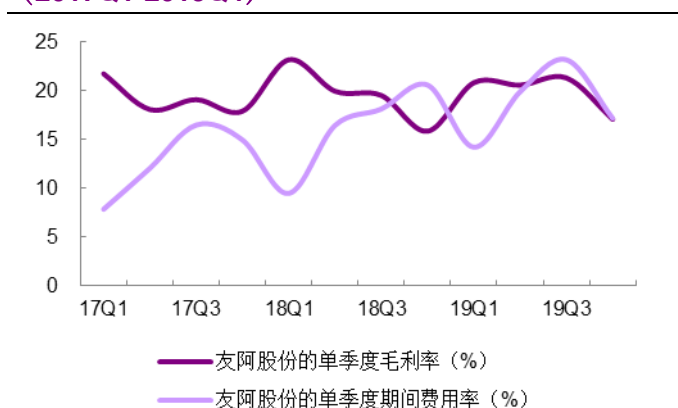
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收及毛利增速 (2017Q1-2019Q4)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2017Q1-2019Q4)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,218	6,248	4,894	6,010	6,359
营业成本	5,786	5,011	3,943	4,845	5,126
折旧和摊销	212	221	309	329	350
税金及附加	93	91	71	88	93
销售费用	499	455	411	439	464
管理费用	485	489	431	469	471
研发费用	0	10	10	6	6
财务费用	146	190	142	180	184
投资收益	340	350	350	350	350
营业利润	508	307	241	339	371
利润总额	508	310	232	330	362
所得税	120	108	70	99	109
净利润	388	202	163	231	253
少数股东损益	-66	-115	-60	-70	-70
归属母公司净利润	454	317	223	301	323
EPS(按最新股本计)	0.32	0.23	0.16	0.22	0.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	108	12	193	286	339
净利润	454	317	223	301	323
折旧摊销	212	221	309	329	350
净营运资金增加	1,065	150	-153	294	158
其他	-1,623	-675	-186	-638	-493
投资活动产生现金流	-747	-515	-159	-225	-200
净资本支出	-541	-588	-550	-550	-550
长期投资变化	2,071	2,314	0	0	0
其他资产变化	-2,277	-2,241	391	325	350
融资活动现金流	221	373	30	162	-70
股本变化	0	-22	0	0	0
债务净变化	1,181	699	247	341	151
无息负债变化	-273	1	-552	390	117
净现金流	-425	-127	63	223	70

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	19.8%	19.8%	19.4%	19.4%	19.4%
EBITDA 率	7.8%	8.6%	7.0%	8.3%	8.7%
EBIT 率	4.1%	3.9%	0.7%	2.8%	3.2%
税前净利润率	7.0%	5.0%	4.7%	5.5%	5.7%
归母净利润率	6.3%	5.1%	4.5%	5.0%	5.1%
ROA	2.5%	1.3%	1.0%	1.4%	1.5%
ROE (摊薄)	6.8%	4.6%	3.2%	4.1%	4.3%
经营性 ROIC	2.3%	1.6%	0.2%	1.1%	1.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	51%	53%	51%	53%	53%
流动比率	1.19	0.83	0.81	0.82	0.83
速动比率	0.47	0.31	0.34	0.35	0.35
归母权益/有息债务	1.68	1.45	1.41	1.37	1.39
有形资产/有息债务	3.24	2.92	2.73	2.73	2.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	15,315	15,986	15,809	16,739	17,213
货币资金	1,071	915	979	1,202	1,272
交易性金融资产	0	60	60	60	60
应收账款	108	190	196	240	254
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	155	185	196	240	254
存货	2,749	2,949	2,563	2,907	3,076
其他流动资产	331	252	292	259	248
流动资产合计	4,544	4,734	4,404	5,054	5,318
其他权益工具	0	173	173	173	173
长期股权投资	2,071	2,314	2,314	2,314	2,314
固定资产	3,367	3,270	3,231	3,222	3,229
在建工程	203	274	468	613	723
无形资产	329	317	353	388	422
商誉	109	67	67	67	67
其他非流动资产	2,596	2,957	2,916	2,916	2,916
非流动资产合计	10,771	11,252	11,405	11,685	11,895
总负债	7,736	8,436	8,131	8,862	9,130
短期借款	880	1,612	3,530	3,871	4,022
应付账款	1,003	923	726	893	944
应付票据	45	34	39	48	51
预收账款	672	642	503	618	654
其他流动负债	41	2	3	2	2
流动负债合计	3,819	5,707	5,443	6,140	6,397
长期借款	1,472	924	924	924	924
应付债券	1,199	500	500	500	500
其他非流动负债	78	1,306	1,265	1,299	1,309
非流动负债合计	3,917	2,729	2,689	2,722	2,733
股东权益	7,579	7,550	7,678	7,877	8,084
股本	1,417	1,394	1,394	1,394	1,394
公积金	1,776	1,670	1,693	1,723	1,755
未分配利润	3,583	3,738	3,903	4,142	4,386
归属母公司权益	6,715	6,815	7,003	7,272	7,549
少数股东权益	864	735	675	605	535

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6.91%	7.28%	8.40%	7.30%	7.30%
管理费用率	6.72%	7.82%	8.80%	7.80%	7.40%
财务费用率	2.03%	3.04%	2.90%	3.00%	2.90%
研发费用率	0.00%	0.15%	0.20%	0.10%	0.10%
所得税率	24%	35%	30%	30%	30%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.03	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	0.08	0.01	0.14	0.21	0.24
每股净资产	4.74	4.89	5.02	5.22	5.41
每股销售收入	5.10	4.48	3.51	4.31	4.56

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	12	17	25	18	17
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	18.5	20.9	27.6	19.3	17.3
股息率	1.3%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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, 也不, 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。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼