

业绩低于预期，新店培育继续拉高费用

——友阿股份(002277.SZ) 2019年一季度点评

公司简报

◆公司1Q2019实现营收16.91亿元，实现归母净利润1.66亿元

4月28日晚，公司公布2019年一季度，1Q2019实现营业收入16.91亿元，同比减少27.55%，降幅大于4Q2018下降的9.91%。1Q2019实现归母净利润1.66亿元，折合成全面摊薄EPS为0.12元，同比减少37.96%。1Q2019实现扣非归母净利润1.65亿元，同比减少38.06%。业绩低于预期。

◆1Q2019毛利率下降2.35个百分点，期间费用率上升4.74个百分点

1Q2019公司综合毛利率为20.85%，较上年同期下降2.35个百分点。1Q2019公司期间费用率为14.25%，较上年同期上升4.74个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为4.96%/7.15%/2.14%，较上年同期分别上升0.86/2.38/1.50个百分点。

◆开设新店巩固区域竞争力，地产业务与持股银行实现业绩多元化

近年来，湖南零售市场竞争不断加剧，公司2018年将国货陈列馆调整为友阿婚庆馆，“2751YOLO城市广场”投入试运营，关闭友阿电器人民路店。截至2018年末，公司共经营门店16家，其中在长沙10家，湖南其他城市5家，天津1家。公司目前有长沙五一广场地下购物中心和城市奥莱两家门店处于开店筹备状态，门店培育期的费用压力较大，但成熟后有助于巩固公司在区域市场的竞争优势。此外，地产业务与持股银行也是公司利润的重要来源。2018年公司地产业务实现收入0.60亿元，公司持有长沙银行6.68%的股权，2018年带来投资收益3.27亿元，同比增长26.97%。

◆维持盈利预测，维持“增持”评级

我们认为湖南零售市场竞争日趋激烈，公司收入增速短期难以显著提升，公司近期进行新店培育与门店调整，带来较高费用，有助于巩固公司在区域市场的竞争优势，我们维持对公司2019-2021年全面摊薄EPS的预测，分别为0.29/0.29/0.30元。公司当前市盈率(2019E)为14X，显著低于近三年均值(24X)，维持“增持”评级。

◆风险提示：湖南零售市场竞争激烈，新门店培育未达预期。

业绩预测和估值指标(2017年数据未作追溯调整)

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,257	7,218	6,845	6,922	7,035
营业收入增长率	16.52%	-0.53%	-5.17%	1.13%	1.62%
净利润(百万元)	308	454	398	407	419
净利润增长率	2.87%	47.37%	-12.13%	2.20%	2.85%
EPS(元)	0.22	0.33	0.29	0.29	0.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.96%	6.75%	5.67%	5.53%	5.43%
P/E	17	12	14	13	13
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年4月26日

增持(维持)

当前价：3.86元

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

邬亮(执业证书编号：S0930518040003)

010-58452047

wuliang16@ebscn.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebscn.com

市场数据

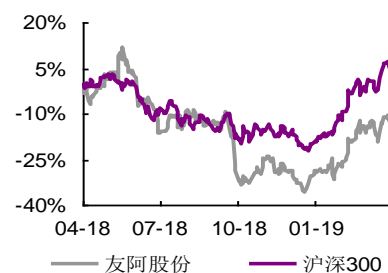
总股本(亿股)：13.94

总市值(亿元)：53.82

一年最低/最高(元)：3.10/5.63

近3月换手率：86.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.40	-13.13	-21.12
绝对	-3.50	9.00	-17.59

资料来源：Wind

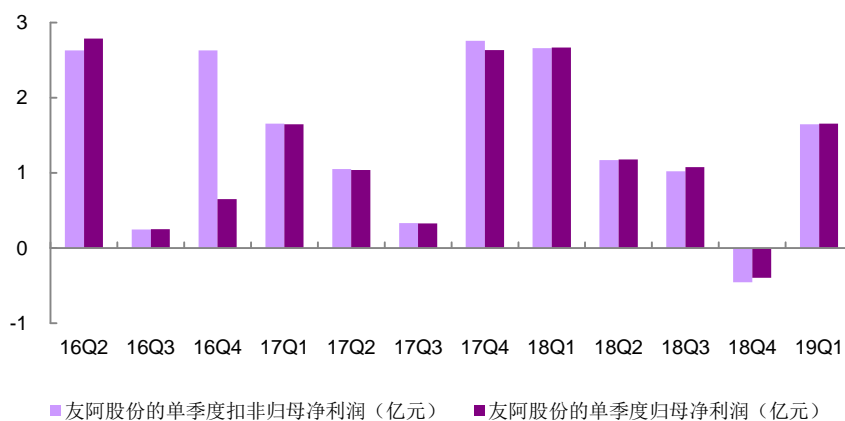
相关研报

业绩符合预期，新店培育导致高费用——友阿股份(002277.SZ) 2018年年报点评
 2019-04-11
 会计政策调整，长沙银行股权投资改为权益法——友阿股份(002277.SZ)业绩修正等公告点评
 2018-12-30

1、公司 1Q2019 实现营收 16.91 亿元，实现归母净利润 1.66 亿元

4 月 28 日晚，公司公布 2019 年一季报，1Q2019 实现营业收入 16.91 亿元，同比减少 27.55%，降幅大于 4Q2018 下降的 9.91%。1Q2019 实现归母净利润 1.66 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.12 元，同比减少 37.96%。1Q2019 实现扣非归母净利润 1.65 亿元，同比减少 38.06%。业绩低于预期。

图表 1：公司的单季度净利润同比增速（2016Q2-2019Q1）



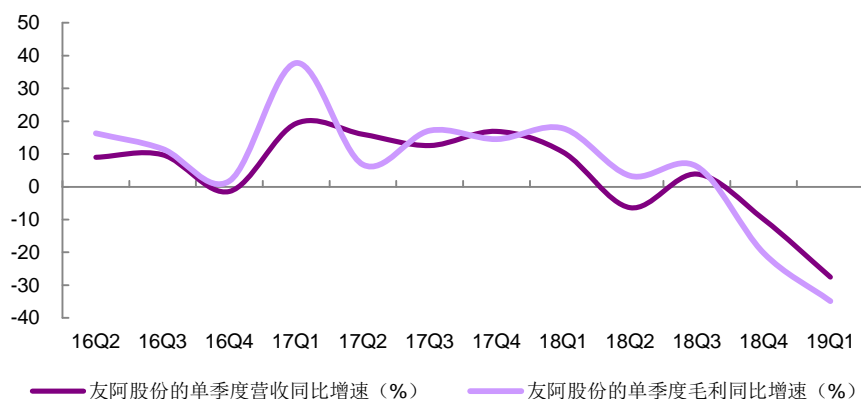
资料来源：公司公告

图表 2：公司 2019Q1 归母净利润同比减少 38%，扣非归母净利润同比减少 38%

	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)
2Q2016	27894.22	175.72	0.20	26317.94	161.89	0.19	1576.27
3Q2016	2537.97	-33.29	0.02	2467.40	-30.32	0.02	70.57
4Q2016	6510.22	195.76	0.05	26317.94	1038.54	0.19	-19807.72
1Q2017	16469.80	28.63	0.12	16579.55	29.97	0.12	-109.75
2Q2017	10383.74	-62.77	0.07	10512.32	-60.06	0.08	-128.58
3Q2017	3293.46	29.77	0.02	3357.79	36.09	0.02	-64.33
4Q2017	26364.06	304.96	0.19	27589.77	4.83	0.20	-1225.72
1Q2018	26712.22	62.19	0.19	26608.27	60.49	0.19	103.95
2Q2018	11820.83	13.84	0.08	11714.32	11.43	0.08	106.51
3Q2018	10770.97	227.04	0.08	10245.54	205.13	0.07	525.43
4Q2018	-3952.46	NA	-0.03	-4545.09	NA	-0.03	592.63
1Q2019	16571.13	-37.96	0.12	16480.82	-38.06	0.12	90.31
TTM	35210.47	-47.25	0.25	33895.59	-50.20	0.24	1314.88

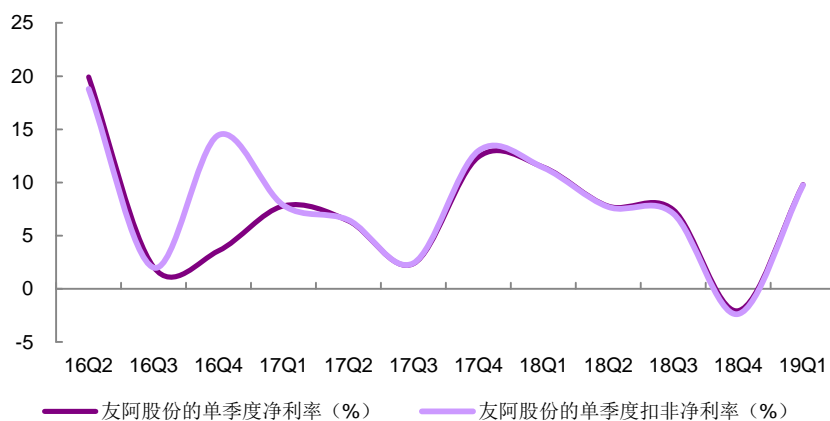
资料来源：公司公告

图表 3: 公司的单季度营收同比增速 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的单季度净利率 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 5: 公司 2019Q1 净利率较上年同期下降 1.64 个百分点, 扣非净利率较上年同期下降 1.65 个百分点

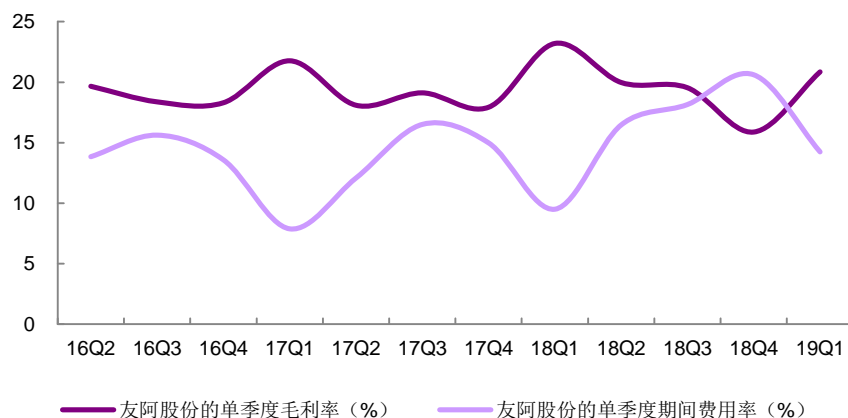
	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	营收增速 较上一季度变 动 (百分点)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变 动 (百分点)	扣非净利率 (%)	扣非净利率 较上年同期变 动 (百分点)
2Q2016	140027.16	8.99	NA	19.92	12.05	18.79	10.97
3Q2016	123725.18	9.75	0.76	2.05	-1.32	1.99	-1.15
4Q2016	182002.30	-1.43	-11.18	3.58	2.38	14.46	13.21
1Q2017	211196.95	19.32	20.75	7.80	0.56	7.85	0.64
2Q2017	162421.84	15.99	-3.33	6.39	-13.53	6.47	-12.32
3Q2017	139283.79	12.58	-3.42	2.36	0.31	2.41	0.42
4Q2017	212753.91	16.90	4.32	12.39	8.81	12.97	-1.49
1Q2018	233416.90	10.52	-6.38	11.44	3.65	11.40	3.55
2Q2018	152063.79	-6.38	-16.90	7.77	1.38	7.70	1.23
3Q2018	144677.31	3.87	10.25	7.44	5.08	7.08	4.67
4Q2018	191667.01	-9.91	-13.78	-2.06	-14.45	-2.37	-15.34
1Q2019	169101.10	-27.55	-17.64	9.80	-1.64	9.75	-1.65
TTM	657509.21	-12.08	-25.92	5.36	-3.57	5.16	-3.95

资料来源: 公司公告

2、1Q2019 毛利率下降 2.35 个百分点，期间费用率上升 4.74 个百分点

1Q2019 公司综合毛利率为 20.85%，较上年同期下降 2.35 个百分点。1Q2019 公司期间费用率为 14.25%，较上年同期上升 4.74 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 4.96%/7.15%/2.14%，较上年同期分别上升 0.86/2.38/1.50 个百分点。

图表 6：公司的单季度毛利率和期间费用率（2016Q2-2019Q1）



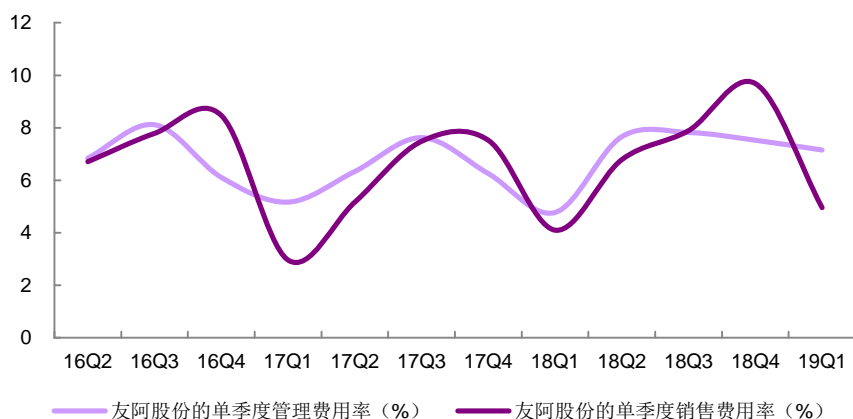
资料来源：公司公告

图表 7：公司 2019Q1 毛利率较上年同期下降 2.35 个百分点，期间费用率较上年同期上升 4.74 个百分点

	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	毛利率 较上年同期变 动(百分点)	期间费用 (万元)	期间费用率 (%)	期间费用率 较上年同期变 动(百分点)	毛利率减去 期间费用率 (%)
2Q2016	112491.11	19.66	1.24	19385.84	13.84	3.09	5.82
3Q2016	100988.03	18.38	0.29	19333.85	15.63	2.54	2.75
4Q2016	148688.21	18.30	0.57	24725.02	13.59	0.00	4.72
1Q2017	165216.19	21.77	2.91	16648.63	7.88	-0.88	13.89
2Q2017	133026.58	18.10	-1.57	19629.05	12.09	-1.76	6.01
3Q2017	112650.86	19.12	0.74	23002.36	16.51	0.89	2.61
4Q2017	174599.87	17.93	-0.37	31887.56	14.99	1.40	2.95
1Q2018	179250.34	23.21	1.43	22188.30	9.51	1.62	13.70
2Q2018	121682.90	19.98	1.88	25047.28	16.47	4.39	3.51
3Q2018	116399.06	19.55	0.42	26269.06	18.16	1.64	1.39
4Q2018	161222.96	15.88	-2.05	39514.33	20.62	5.63	-4.73
1Q2019	133836.18	20.85	-2.35	24089.14	14.25	4.74	6.61
TTM	533141.10	18.92	-0.92	114919.80	17.48	4.55	1.44

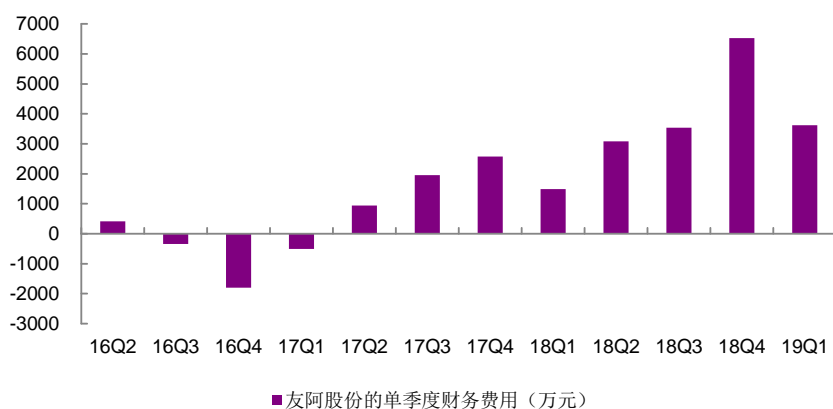
资料来源：公司公告

图表 8: 公司的单季度销售费用率和管理费用率 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 9: 公司的单季度财务费用 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 10: 公司 2019Q1 销售费用率较上年同期上升 0.86 个百分点, 管理费用率较上年同期上升 2.38 个百分点

	销售费用 (万元)	销售费用率 (%)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)	财务费用 (万元)	财务费用率 (%)	研发费用 (万元)
2Q2016	9390.85	6.71	9585.70	6.85	409.29	0.29	0.00
3Q2016	9633.82	7.79	10038.92	8.11	-338.89	-0.27	0.00
4Q2016	15412.82	8.47	11115.62	6.11	-1803.42	-0.99	0.00
1Q2017	6248.13	2.96	10912.66	5.17	-512.17	-0.24	0.00
2Q2017	8391.46	5.17	10291.85	6.34	945.74	0.58	0.00
3Q2017	10423.44	7.48	10618.89	7.62	1960.02	1.41	0.00
4Q2017	16005.10	7.52	13305.66	6.25	2576.80	1.21	0.00
1Q2018	9562.95	4.10	11136.47	4.77	1488.88	0.64	0.00
2Q2018	10318.54	6.79	11648.64	7.66	3080.10	2.03	0.00
3Q2018	11416.88	7.89	11310.94	7.82	3541.24	2.45	0.00
4Q2018	18563.03	9.69	14422.51	7.52	6528.79	3.41	0.00
1Q2019	8380.27	4.96	12092.73	7.15	3616.14	2.14	0.00
TTM	48678.71	7.40	49474.81	7.52	16766.27	2.55	0.00

资料来源: 公司公告

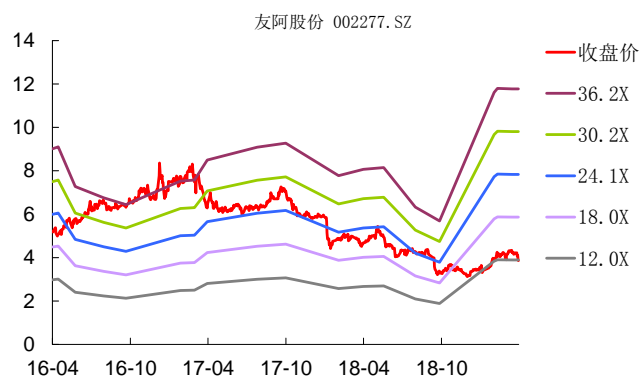
3、开设新店巩固区域竞争力，地产业务与持股银行实现业绩多元化

近年来，湖南零售市场竞争不断加剧，公司2018年将国货陈列馆调整为友阿婚庆馆，“2751YOLO城市广场”投入试运营，关闭友阿电器人民路店。截至2018年末，公司共经营门店16家，其中在长沙10家，湖南其他城市5家，天津1家。公司目前有长沙五一广场地下购物中心和城市奥莱两家门店处于开店筹备状态，门店培育期的费用压力较大，但成熟后有助于巩固公司在区域市场的竞争优势。此外，地产业务与持股银行也是公司利润的重要来源。2018年公司地产业务实现收入0.60亿元，公司持有长沙银行6.68%的股权，2018年带来投资收益3.27亿元，同比增长26.97%。

4、维持盈利预测，维持“增持”评级

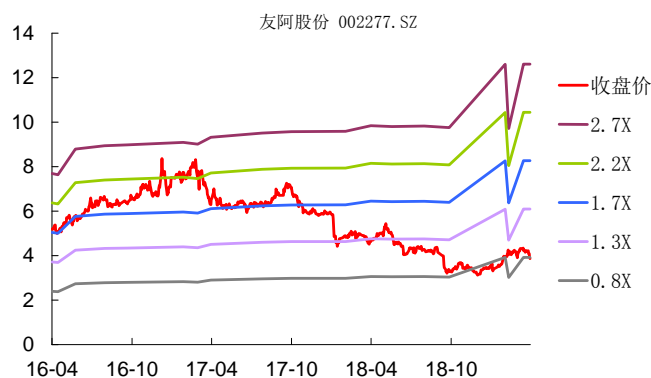
我们认为湖南零售市场竞争日趋激烈，公司收入增速短期难以显著提升，公司近期进行新店培育与门店调整，带来较高费用，有助于巩固公司在区域市场的竞争优势，我们维持对公司2019-2021年全面摊薄EPS的预测，分别为0.29/0.29/0.30元。公司当前市盈率（2019E）为14X，显著低于近三年均值（24X），维持“增持”评级。

图表 11：公司近三年 PE-Band（截至 2019/04/26）



资料来源：Wind

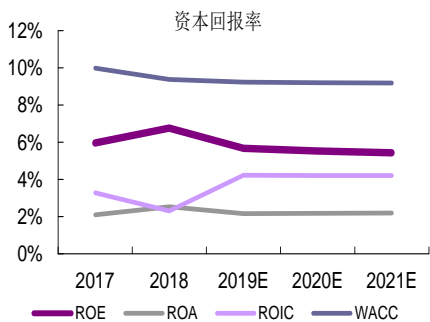
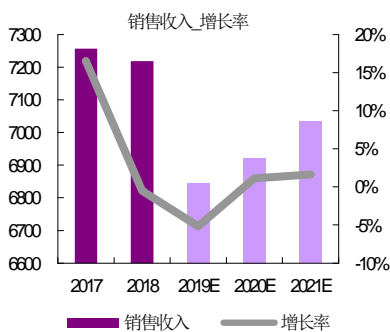
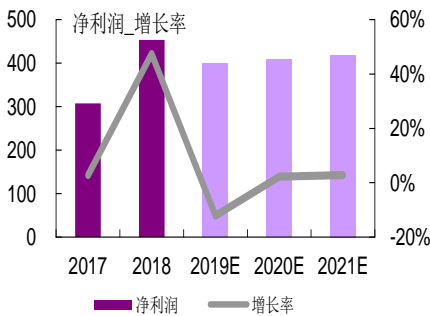
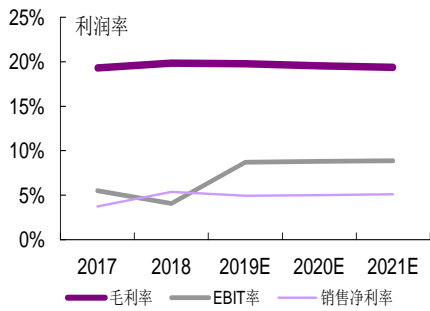
图表 12：公司近三年 PB-Band（截至 2019/04/26）



资料来源：Wind

5、风险提示

湖南零售市场竞争激烈，新门店培育未达预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,257	7,218	6,845	6,922	7,035
营业成本	5,855	5,786	5,492	5,569	5,672
折旧和摊销	239	264	323	351	380
营业税费	126	93	88	89	91
销售费用	411	499	224	218	217
管理费用	451	485	446	438	431
财务费用	50	146	155	157	156
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	46	340	45	45	45
营业利润	414	508	484	496	513
利润总额	397	508	484	496	513
少数股东损益	-36	-66	-60	-60	-60
归属母公司净利润	308	454	398	407	419

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	12,945	15,315	15,711	16,013	16,313
流动资产	5,084	4,544	4,694	4,748	4,822
货币资金	1,484	1,071	1,369	1,384	1,407
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	83	108	103	104	105
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	311	155	147	148	151
存货	2,994	2,749	2,610	2,646	2,695
可供出售投资	559	183	183	183	183
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	2,071	2,071	2,071	2,071
固定资产	2,971	3,367	3,517	3,642	3,743
无形资产	462	329	307	286	267
总负债	6,828	7,736	7,882	7,905	7,915
无息负债	4,002	3,729	3,614	3,641	3,678
有息负债	2,826	4,007	4,269	4,264	4,237
股东权益	6,117	7,579	7,829	8,109	8,398
股本	1,417	1,417	1,394	1,394	1,394
公积金	1,613	1,776	1,739	1,779	1,821
未分配利润	2,131	3,583	3,871	4,170	4,477
少数股东权益	955	864	804	744	684

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	621	108	736	698	727
净利润	308	454	398	407	419
折旧摊销	239	264	323	351	380
净营运资金增加	-124	1,065	-119	29	40
其他	198	-1,675	133	-90	-112
投资活动产生现金流	-1,220	-747	-444	-455	-455
净资本支出	1,038	541	500	500	500
长期投资变化	0	2,071	0	0	0
其他资产变化	-2,258	-3,359	-944	-955	-955
融资活动现金流	655	221	7	-228	-250
股本变化	708	0	-22	0	0
债务净变化	396	1,181	262	-5	-27
无息负债变化	286	-273	-115	27	38
净现金流	59	-425	298	15	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.52%	-0.53%	-5.17%	1.13%	1.62%
净利润增长率	2.87%	47.37%	-12.13%	2.20%	2.85%
EBITDA 增长率	33.28%	-12.80%	64.63%	4.63%	4.57%
EBIT 增长率	49.55%	-26.65%	102.64%	2.43%	2.54%
估值指标					
PE	17	12	14	13	13
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	17	10	9	9
EV/EBIT	24	32	15	15	14
EV/NOPLAT	35	42	22	21	20
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.32%	19.85%	19.76%	19.55%	19.37%
EBITDA 率	8.81%	7.72%	13.40%	13.87%	14.27%
EBIT 率	5.51%	4.06%	8.68%	8.79%	8.87%
税前净利润率	5.47%	7.04%	7.06%	7.17%	7.29%
税后净利润率 (归属母公司)	4.24%	6.28%	5.82%	5.88%	5.95%
ROA	2.10%	2.53%	2.15%	2.17%	2.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.96%	6.75%	5.67%	5.53%	5.43%
经营性 ROIC	3.27%	2.31%	4.23%	4.21%	4.21%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.19	1.24	1.32	1.42
速动比率	0.49	0.47	0.55	0.58	0.63
归属母公司权益/有息债务	1.83	1.68	1.65	1.73	1.82
有形资产/有息债务	4.16	3.24	3.12	3.17	3.25
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.22	0.33	0.29	0.29	0.30
每股红利	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流	0.45	0.08	0.53	0.50	0.52
每股自由现金流(FCFF)	-0.28	-0.76	0.26	0.18	0.20
每股净资产	3.70	4.82	5.04	5.28	5.53
每股销售收入	5.20	5.18	4.91	4.97	5.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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, 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。

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 2019 版权所有。

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