



东兴证券
DONGXING SECURITIES

便利店“钱景”可期

——红旗连锁（002697）深度报告

2015年11月11日

强烈推荐/首次

红旗连锁 深度报告

报告摘要：

西南便利店龙头企业。公司以便利店经营为核心业务，2014年在中国连锁百强名单中排名65位。2015年前三季度公司扣非后净利润增速开始超过收入增速4.7个百分点，主要是综合毛利率有所提升，得益于红艳和互惠两家超市并购，收入占比较高的成都网点完善和物流成本下降，同时直采规模增加、供应链议价能力加强，收入占比较高的食品百货毛利提升。

便利店在我国拥有十分广阔的成长空间，公司作为四川连锁便利店龙头将享行业扩容红利。

- 2014年国内便利店销售额仅占社销的1.2%，远低于日本7%和美国5%的比重，按每3000人一家便利店测算，市场缺口巨大。
- 在城镇化、居民收入增长、老龄化加速和消费习惯改变的多因素推动下，国内便利店行业将迎来高速增长期。

公司先发优势突出，品牌认知度高，同时兼具供应链和差异化优势。

- 公司门店数量超过2000家，明显超过其主要竞争对手，在成都形成了蜂窝式门店网络，具有较强的规模效应。
- 公司的供应链优势主要体现为直采比例超过50%，统一配送比例超过75%且每周配送2-3次，以及采用自主研发的高效信息系统。
- 公司的差异化优势在于其覆盖40多项便民服务，目前已有70%以上的门店提供主要便民服务。

社区O2O是公司增长爆发点。艾瑞预测2014年本地生活O2O市场规模2350亿元，蕴藏着千万亿的巨大“蛋糕”。公司利用其密集的便利店网点，稳步推进社区O2O战略，有望成为未来增长引擎。

公司盈利预测及投资评级。预计公司15-17年的EPS为0.14、0.16和0.18元，对应PE为48.9、43.0和38.4倍。公司作为四川便利连锁龙头，是小而美典范，未来有望成为本地生活服务平台的标杆，打开估值空间，给予15年2.6倍PS，目标价10.3元，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,437.04	4,764.21	5,385.94	5,951.45	6,648.96
增长率(%)	13.62%	7.37%	13.05%	10.50%	11.72%
净利润(百万元)	157.02	170.23	188.03	213.60	239.22
增长率(%)	-9.49%	8.41%	10.45%	13.60%	11.99%
净资产收益率(%)	8.81%	8.92%	5.39%	5.85%	6.25%
每股收益(元)	0.39	0.21	0.14	0.16	0.18
PE	17.33	32.19	48.90	43.04	38.43
PB	1.52	2.83	2.64	2.52	2.40

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

史琨

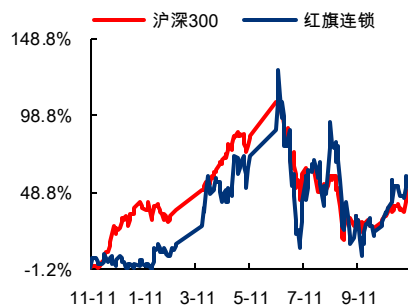
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	7.45-8.45
总市值(亿元)	101.32
流通市值(亿元)	101.32
总股本/流通A股(万股)	136000/135998
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.92

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《红旗连锁（002697）：业态接口价值稀缺》2015-08-21

目 录

1. 西南地区的便利店龙头	4
1.1 川内最大的便利店连锁	4
1.2 公司的股东背景	5
1.3 公司业绩明显改善	5
2. 国内便利店市场空间巨大	7
2.1 我国便利店进入快速成长期	7
2.2 便利店行业快速发展驱动力	9
3. 未来便利店业态如何发展	12
3.1 中西部二三线市场有待挖掘	12
3.2 商品组合和服务日趋多元化	14
3.3 零售业或将步入“小时代”	15
4. 小而美典范社区 O2O 或为增长点	18
4.1 公司将享中西部区域红利	18
4.2 公司兼具供应链和差异化优势	21
4.3 社区 O2O 是公司增长爆发点	23
4.4 定增助力扩张和社区 O2O 推进	25
5. 盈利预测与估值	26
6. 风险提示	27

表格目录

表 1: 红旗连锁的发展历程	4
表 2: 我国零售业态划分表	4
表 3: 公司主要股东及持股情况	5
表 4: 2014 年我国主要便利店企业的分布情况	9
表 5: 7-Eleven 便利店在发达市场提供多元化和差异化服务	15
表 6: 近年来各零售企业开设便利店的情况	16
表 7: 四川省便利店市场的波特五力模型分析	22
表 8: 公司与其主要竞争对手的门店数量对比	22
表 9: 红旗连锁的五处物流配送中心情况	23
表 10: “BAT”和京东四巨头布局社区 O2O	24
表 11: 募集资金的项目投放计划	25
表 12: 红旗连锁绝对估值敏感性分析结果	26
表 13: 红旗连锁可比公司估值	26
表 14: 公司盈利预测表	28

插图目录

图 1: 公司近年来自建门店的扩张情况 (单位: 万/平方米)	5
图 2: 公司收入和利润及其同比增长率 (单位: 亿元)	6
图 3: 公司销售毛利率和期间费用率 (单位: 亿元)	6
图 4: 近年来公司不同商品的毛利率情况	6
图 5: 近年来公司不同区域的毛利率情况	6
图 6: 历年来公司不同商品营业收入构成比例	7
图 7: 历年来公司不同区域营业收入构成比例	7
图 8: 日本、台湾人均 GDP 与便利店导入期的关系 (单位: 美元)	7
图 9: 便利店业态的门店数量及复合增长率	8
图 10: 便利店业态的销售额及复合增长率 (单位: 百万元)	8
图 11: 我国排名前十名的便利店市场份额	8
图 12: 我国城市人口密度和城镇人口比重 (单位: 人/平方公里)	10
图 13: 近年来我国的人均 GDP 情况 (单位: 美元)	10
图 14: 我国的就业人数和离婚率 (单位: 万)	11
图 15: 近年来我国的老龄人口比例	11
图 16: 便利店的四大主要特征	12
图 17: 调查显示顾客选择便利店的原因	12
图 18: 我国各区域的便利店数量	13
图 19: 2014 年我国各省市的人均 GDP (单位: 美元)	14
图 20: 7-Eleven 便利店提供的鲜食和即食类商品	14
图 21: 2014 年中国零售各业态样本门店的销售额增幅	16
图 22: 红旗连锁及其可比公司的销售毛利率对比	17
图 23: 社区 O2O 平台可覆盖多项业务分支	18
图 24: 四川生产总值和社会消费品零售总额 (单位: 万元)	18
图 25: 2014 年四川省主要城市的人均 GDP (单位: 美元)	19
图 26: 公司在各区域的门店数量 (单位: 个)	20
图 27: 四川省的人口密度和城镇化率 (单位: 人/平方公里)	21
图 28: 四川省老龄人口比例和平均家庭规模 (单位: 人/户)	21
图 29: 目前公司提供的便民增值服务项目	23

1. 西南地区的便利店龙头

1.1 川内最大的便利店连锁

公司前身成都红旗连锁有限公司创建于2000年6月,2010年6月整体变更为成都红旗连锁股份有限公司,2012年8月在深圳证券交易所上市,是中国A股市场首家连锁便利店上市企业。红旗连锁在中国连锁经营协会(CCFA)公布的2014年中国连锁百强名单中排名第65位,在2014年中国快速消费品连锁百强名单中排名第30位,在四川地区连锁超市类企业中排名第一。

表 1: 红旗连锁的发展历程

时间	公司大事记
2000年6月	公司前身成都红旗连锁有限公司成立,注册资本400万元,其中曹世如持股75%
2009年2月	红旗有限增加注册资本100万元,注册资本变更为500万元。
2010年3月	红旗有限注册资本增加至609.7561万元
2010年6月	红旗连锁有限公司整体变更为股份有限公司,注册资本变更为人民币15000万元,
2012年8月	在深圳证券交易所上市

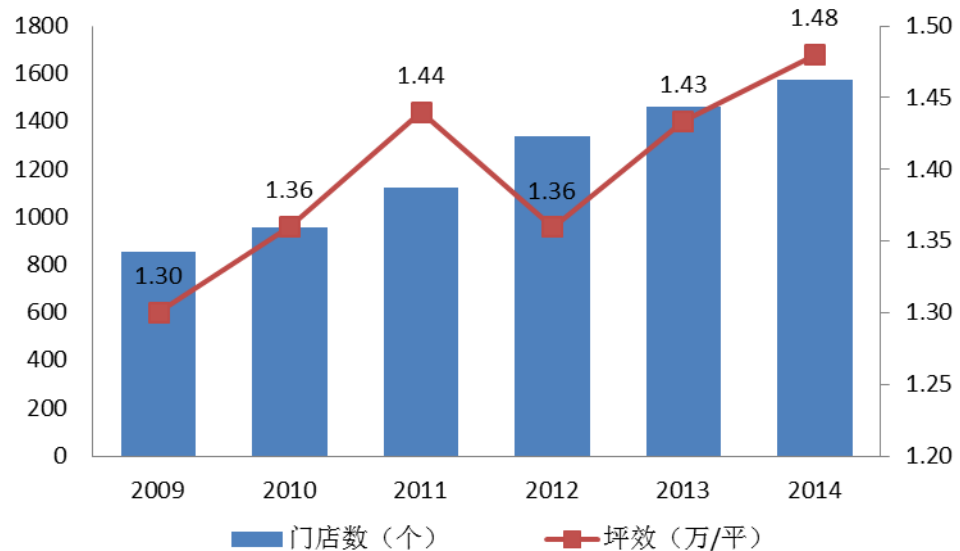
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

表 2: 我国零售业态划分表

业态	面积	商品种类	特点
大型超市	5000 m ² 以上	15000-30000	大众化衣食日用品一次购齐,设停车场,对商圈规模要求很高。
中型超市	1000-5000 m ²	8000-15000	日常生活必需品,有生鲜经营,对商圈要求较高。
便利超市	小于1000 m ²	1000-8000	以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主,为消费者提供一站式便利购物服务,对商圈规模要求不高,可分为住宅区、娱乐区、院校区、商务区、观光区等。
便利超市	标准超市	200-1000 m ²	属便利超市,以购买频率高的食品、烟酒、日用品和便民服务为主。
	便利店	200 m ² 以内	属便利超市,以购买频率高的食品、烟酒、日用品和便民服务为主。
	24小时便利店	200 m ² 以内	营业时间24小时,以速成食品、日用百货为主,有即时消费、小容量、应急性等特点

资料来源:公司招股说明书,东兴证券研究所

公司近年来快速发展,截止2015年上半年,在四川省内已开设1734家连锁超市,2009-2014年门店的扩张速度超10%,2015年新开门店54家,并购红艳超市和互惠超市,进一步完善网点布局,预计2015年末的门店总数达2000余家,是目前四川省规模最大、门店数量最多的便利超市企业,也是最贴近消费者的商品零售和便利服务平台。

图 1: 公司近来自建门店的扩张情况 (单位: 万平方米)


资料来源: WIND, 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 公司的股东背景

截止 2015 年三季报, 公司总股本 13.6 亿股, 第一大股东和创始人曹世如女士, 持有 7.54 亿股, 占比 55.48%, 第二大股东是曹曾俊先生, 持有 0.84 亿股, 占比 6.15%。公司股权结构简单明晰, 曹世如持股 55.48%, 其子曹曾俊持股 6.15%, 两人合计持股 61.63%, 曹世如女士具有绝对控股权。

表 3: 公司主要股东及持股情况

股东	股本 (亿股)	占比 (%)
曹世如	4.44	55.57
曹曾俊	0.49	6.15

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

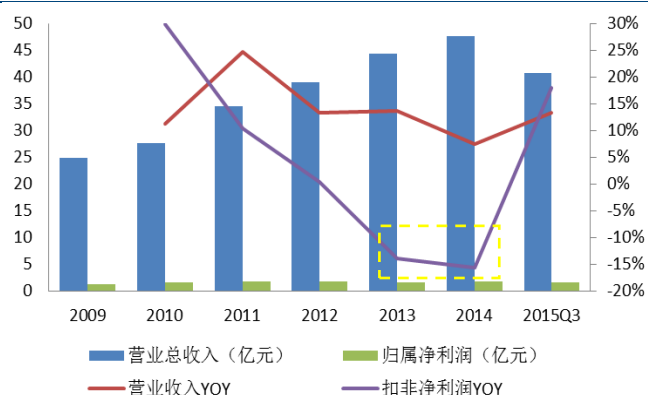
1.3 公司业绩明显改善

根据公司近年来业绩表现, 我们划分为三个阶段:

- ◆ **2009-2011 年, 销售额持续稳步提升**, 其中 2011 年收入增速较快, 主要来自外延扩张的贡献 (2009-2011 年分别新开 112 家、124 家和 191 家); 但是, 由于公司展店较快, 新店费用较多, 利润增速下降。
- ◆ **2012-2014 年, 收入和利润增速下滑**, 受反腐、行业低迷等影响, 门店拓展放缓, 收入增速下滑; 同时利润增速持续下滑, 并于 2013-2014 年下探至负增长区间, 一方面因限制“三公消费”, 毛利较高的烟酒销售下滑, 另一方面因网购带来的行业竞争加剧, 新开门店培育期延长导致费用有所提高。

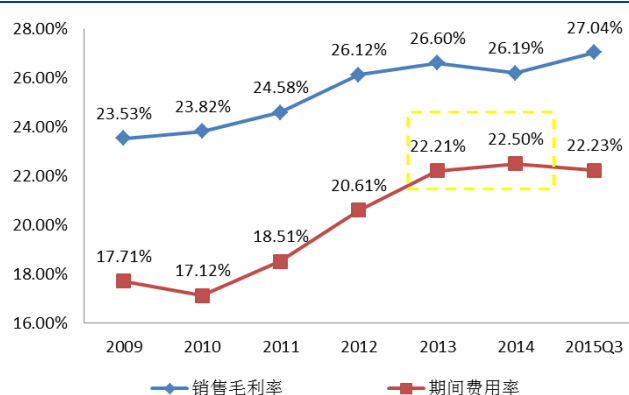
◆ **2015 前三季度，业绩增速超市场预期，营收同比增长 13.31%，主要来自新整合的红艳和互惠超市 200 余家门店贡献，这些门店的销售收入达到预期效果还需要一个过程。1-9 月扣非净利润同比增长 17.97%，超过净利润增速，主要是综合毛利率有所提升，得益于两家超市并购后，收入占比较高的成都网点完善、物流成本下降使毛利提升，同时直采规模增加、供应链议价能力加强，收入占比较高的食品百货毛利提升；其中第三季度扣非净利增速下降 4.25%，由于支付收购互惠超市对价款，以及收购后需要对门店进行重新装修，新增短期借款导致财务费用大幅增长。**

图 2: 公司收入和利润及其同比增长率 (单位: 亿元)



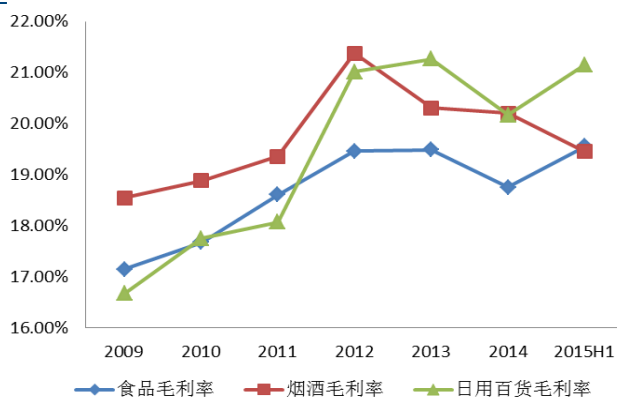
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 公司销售毛利率和期间费用率 (单位: 亿元)



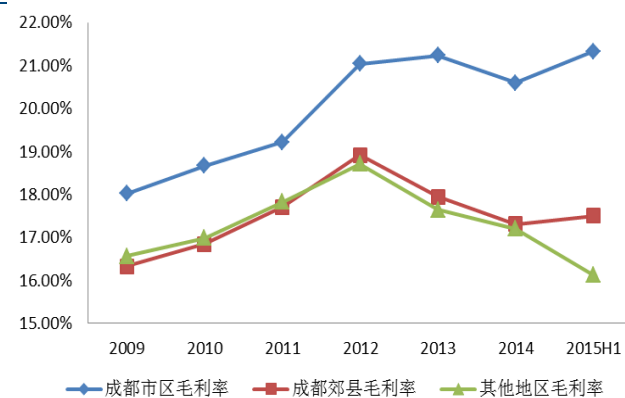
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 近年来公司不同商品的毛利率情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

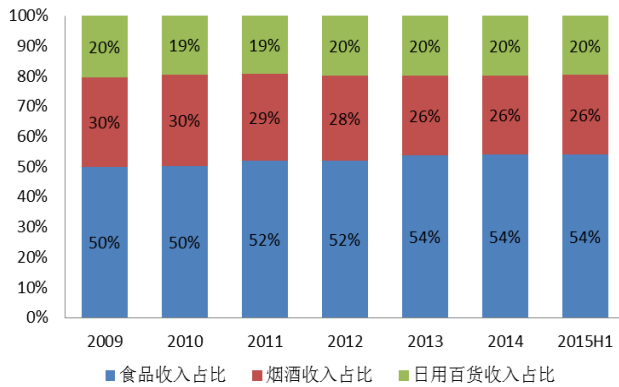
图 5: 近年来公司不同区域的毛利率情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

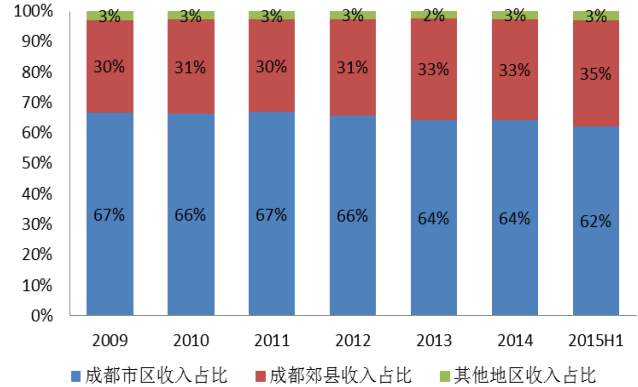
公司以便利店为主营业态，2014 年其销售收入占比 90% 以上，主要提供食品、烟酒和日用百货三大商品，其销售额占比分别为 54%、36%、20%；经营区域主要以成都及周边地区，2014 年各地区销售额占比分别为 64%、33%、3%。公司未来仍将主要以便利店业态向川内渠道下沉，并适当向 24 小时便利店以及大中型超市延伸，以差异化竞争策略为导向，以满足不同商圈、不同消费者的消费需求。

图 6: 历年来公司不同商品营业收入构成比例



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 历年来公司不同区域营业收入构成比例



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

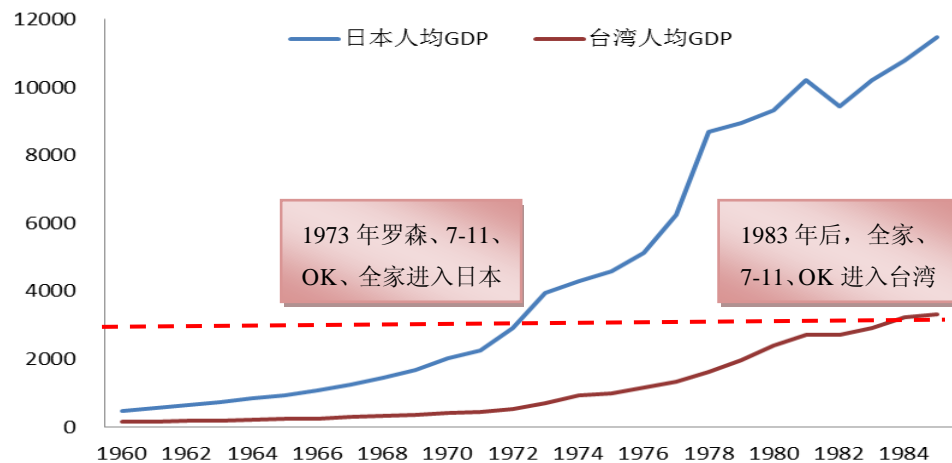
2. 国内便利店市场空间巨大

2.1 我国便利店进入快速成长期

便利店零售业态起源于美国, 继而衍生出两个分支, 即加油站型便利店与传统型便利店, 前者在在地域广阔且汽车普及的欧美地区较为盛行; 后者则受人口密度、消费习惯及人均收入的综合影响, 在日本、台湾等亚洲诸国得以发展成熟。

根据国外经验: 人均 GDP 与零售业态的生命周期密切相关。当人均 GDP 达 3000 美元时, 为便利店导入期; 当人均 GDP 达 5000 美元时, 进入便利店快速成长期; 当人均 GDP 达 1 万美元时, 进入行业激烈竞争期。从亚洲经验看, 自 1973 年日本人均 GDP 达 3000 美元, 7-11、罗森和全家等便利店纷纷布局日本市场; 同样在 1983 年台湾人均 GDP 超 3000 美元后, 7-11、全家、OK 等便利店进入台湾。

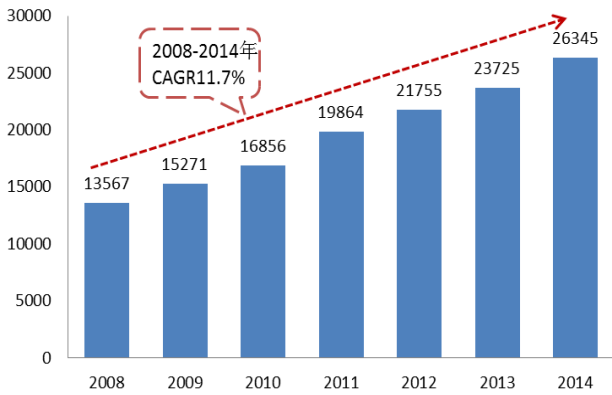
图 8: 日本、台湾人均 GDP 与便利店导入期的关系 (单位: 美元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

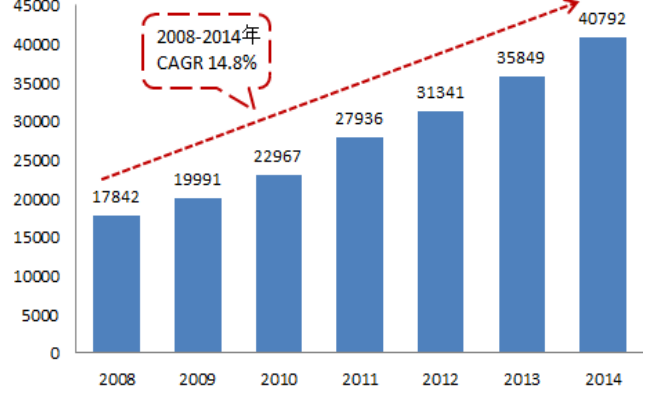
2008 年我国人均 GDP 已达 3000 美元, 消费倾向开始向个性化和便利化方向发展。根据 Kantar Retail 数据, 在过去的六年中, 便利店的门店数量几乎翻倍, 从 2008 年的 13567 家增加到 2014 年底的 26345 家, 年均复合增长率达到 11.7%; 销售额也从 2008 年的 178 亿元增长到 2014 年的接近 408 亿元, 年均复合增长率达到 14.8%, 便利店销售收入和门店数均保持迅速增长。我国已进入便利店的高增长时代, 预计未来几年仍将保持门店和销售额的两位数增长。

图 9: 便利店业态的门店数量及复合增长率



资料来源: Kantar Retail, 东兴证券研究所

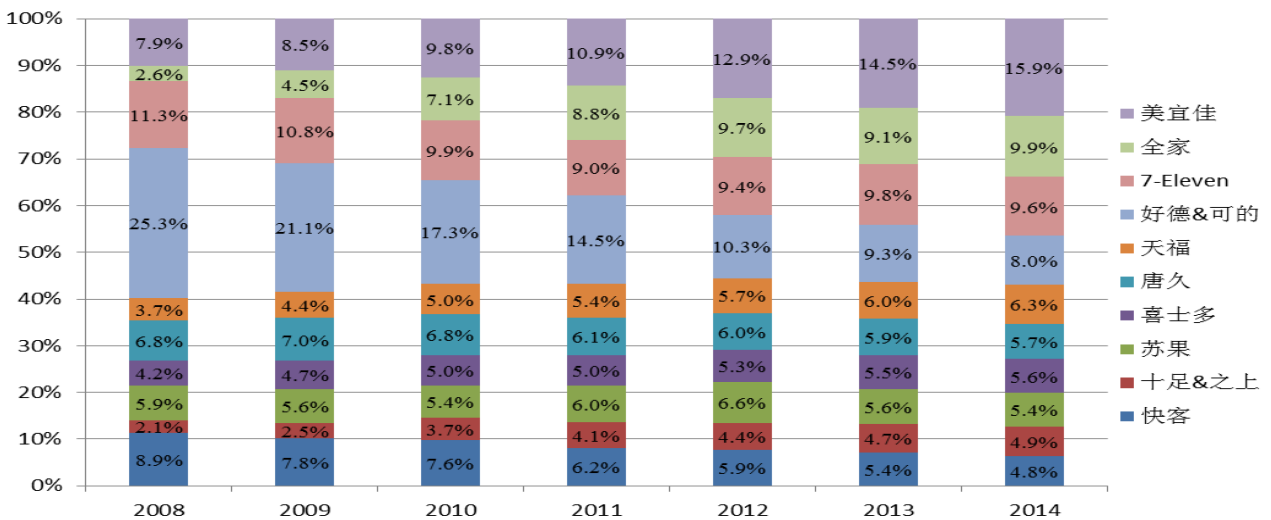
图 10: 便利店业态的销售额及复合增长率 (单位: 百万元)



资料来源: Kantar Retail, 东兴证券研究所

我国便利店行业的竞争格局非常集中, 排名前十的连锁便利店占据了整个渠道 76.1% 的市场份额, 由于便利店是一个极度依赖门店规模、后台信息系统、物流配送体系的业态, 因而随着行业日趋成熟, 集中度也会相应提高。从市场占有率来看, 2014 年深耕于广东省的美宜佳便利店的的市场份额达到 15.9%, 是目前国内规模最大的便利店; 外资品牌全家和 7-Eleven 便利店, 分别排名第二、第三。

图 11: 我国排名前十名的便利店市场份额



资料来源: Kantar Retail, 东兴证券研究所

我国便利店企业的区域竞争优势突出，由于我国多层级的商品分销体系，零售商多呈现区域割据情形，便利店企业也不例外。便利连锁往往通过深耕主营区域来扩大当地市场份额，提升供应链议价能力，形成区域内密集网点布局，充分发挥规模优势，但是在跨区扩张时则需要重建供应链，同时面临当地龙头的竞争压力，从而在一定程度上阻碍了便利店的跨区扩张步伐。

表 4: 2014 年我国主要便利店企业的分布情况

序号	公司名称	品牌	分布区域	门店数（个）
1	东莞市糖酒集团美宜佳便利店有限公司	美宜佳	广东省	5390
2	广东天福连锁商业集团有限公司	天福	广东省	2568
3	浙江供销超市有限公司	供销便利	浙江省	2125
4	广东上好便利店有限公司	上好	广东省	2070
5	上海联华快客便利有限公司	快客	上海市/浙江省/江苏省	1719
6	农工商超市（集团）有限公司	好德、可的	上海市	1658
7	成都红旗连锁股份有限公司	红旗连锁	四川省	1577
8	浙江十足商贸有限公司	十足、之上	温州市	1557
9	苏果超市有限公司	苏果、好的	南京市	1342
10	山西省太原唐久超市有限公司	唐久便利	山西省	1340
11	全家便利店	全家	上海/苏州/深圳/东莞/成都/杭州/ 广东/无锡/北京市	1281
12	7-Eleven 便利店	7-11	广东/北京/天津/成都/重庆/青岛/ 上海市	1098
13	河北国大连锁商业有限公司	36524	河北省	1040
14	湖南佳宜企业管理有限公司	佳宜	湖南省	853
15	中百控股集团中百超市有限公司	中百	武汉市	726

资料来源：中国连锁经营协会，东兴证券研究所

2.2 便利店行业快速发展驱动力

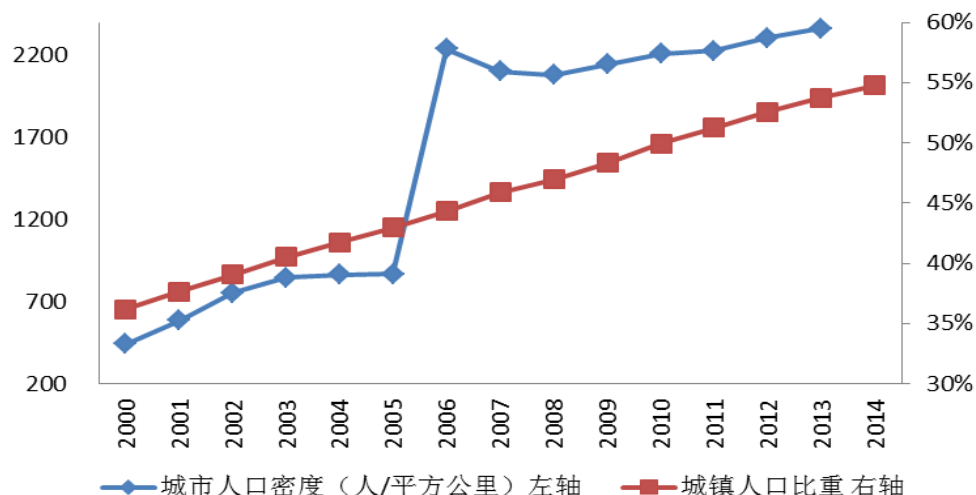
伴随着经济持续增长，便利店业态在我国快速发展，但横向比较看，2014 年我国便利店销售额在当年社会消费品零售总额的占比仅为 1.2%，远低于日本便利店占社销总额 7% 的比重以及美国 5% 的比重。此外，根据业界经验：每 3000 人支撑一家便利店。日本 1.2 亿人共有 5 万家便利店，美国 3.2 亿人共有 15 万家便利店，市场均已饱和，而我国拥有 13.6 亿人，以 6000 人需要一家便利店进行保守估算，我国需要 20 万家便利店，而目前知名便利店只有 2.6 万个，市场缺口巨大。

我们认为，便利店在我国拥有十分广阔的成长空间，而推动便利店业态快速发展的动力主要有三点：城镇化发展、居民收入增长和消费升级。

◆ 城镇化带来城镇人口密度的不断增长，为便利店的快速成长提供保障。由于便利店以满足消费者的便捷购物需求为主，主要面向社区、学校、商务、娱乐等商圈，必

须在人口密度足够大的地方才能盈利，因此**特定的人口密度是保证客流的必要条件**。随着我国城镇化建设的推进，城镇人口比重持续提高，人口密度和社区数量不断增加，这让更多地区满足了便利店经营条件，为便利店的市場拓展带来了保障，同时原有便利店业态还有望演成为 24 小时便利店，即**存量空间和增量空间兼具**。

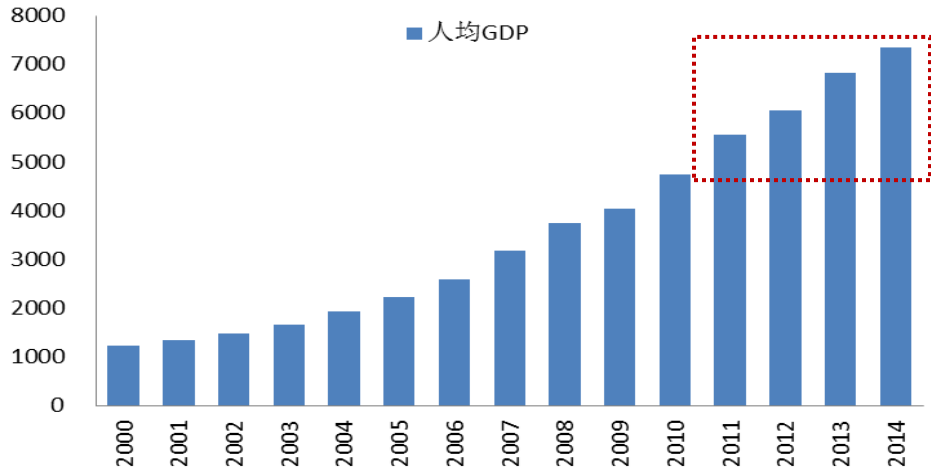
图 12: 我国城市人口密度和城镇人口比重 (单位: 人/平方公里)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

- ◆ **经济水平和购买能力的整体提升，给便利店企业的跨地区发展和业务扩大提供了坚实的基础。**由于便利超市以学生和上班族为经营对象，并且特定的经营成本等因素决定了其商品平均定价相比大卖场的价格偏高，因此需要一定水平的居民收入来保障，居民收入水平的提高能够保证消费者负担便利店的价格溢价。随着我国经济的持续发展，2011 年我国人均 GDP 已超过 5000 美元，居民消费能力显著提升。

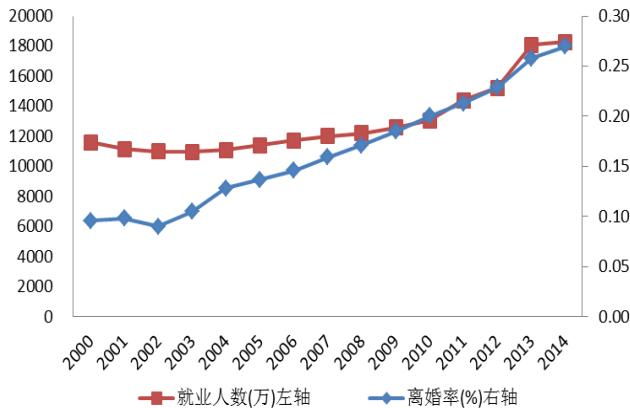
图 13: 近年来我国的人均 GDP 情况 (单位: 美元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

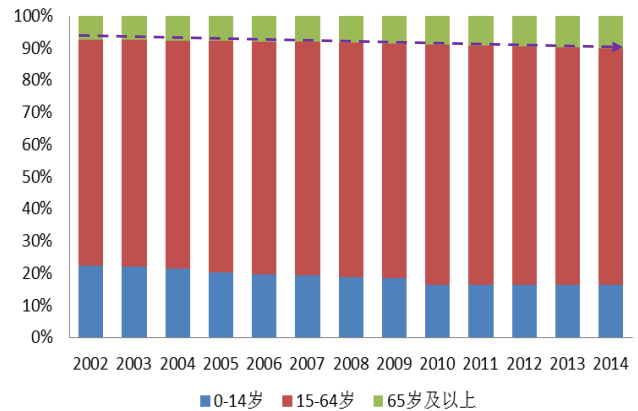
- ◆ 随着社会结构的改变, 就业人数、单身家庭和老龄人口比例持续增加, 消费者对便利购物需求日益剧增。近年来我国就业人数持续上升, 生活工作节奏加快, 意味着上班族逛街消费时间被压缩, 其消费趋势愈发呈现碎片化, 这使便利服务的高附加值功能显得尤为重要; 高离婚率促使家庭小型化, 而使单次采购量减少; 社会老龄化带来老龄人口快速增长, 从而对便利服务提出了更多需求。

图 14: 我国的就业人数和离婚率 (单位: 万)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 15: 近年来我国的老龄人口比例



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

综上所述, 便利店业态是社会经济发展到一定程度的产物, 与城镇人口密度及居民收入水平密不可分。而且, 便利店所具有的距离、购物、时间和服务上的便利特征, 与追求“购物便利”的新型消费群体之间存在着天然的契合。

- ◆ 距离的便利性。更贴近消费者, 距离一般 500 米内, 步行 10 分钟内到达。
- ◆ 购物的便利性。商品少而精, SKU 在 2000-3000 种, 商品付款时间一般 5 分钟内。

- ◆ **时间的便利性。**提供“Any Time”购物方式，营业时间一般 16-24 小时，全年无休。
- ◆ **服务的便利性。**发展社区服务中心，添加如缴费、订票、家政等增值服务。

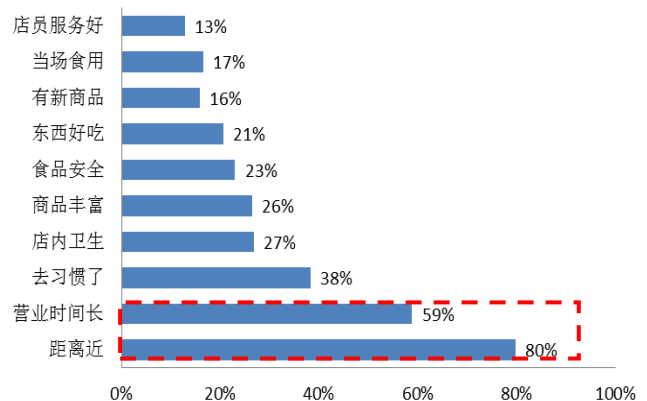
根据《便利店业态发展分析》的调查，**超过 50%的消费者认为距离近和营业时间长是选择在便利店消费的首要原因。**无论是对于上班族、单身族还是老年人而言，便利店作为新兴零售业态，因密集分布的门店网络以及最贴近消费者带来的超强便利性，可以满足消费者的便利性需求。

图 16: 便利店的四大主要特征



资料来源：东兴证券研究所

图 17: 调查显示顾客选择便利店的原因



资料来源：《便利店业态发展分析》，东兴证券研究所

3. 未来便利店业态如何发展

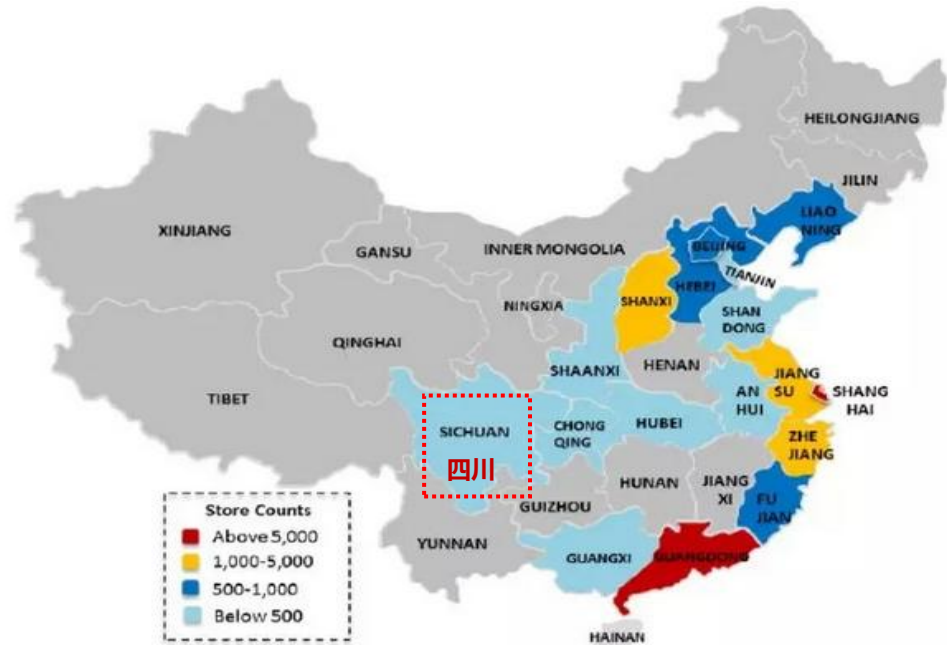
小而美的便利店因为更加贴近消费者，更加适应当代消费者的消费特点而成为时代的新宠。随着国内便利店市场容量的扩张，我们判断未来行业发展的趋势主要有三点：

- ◆ 中西部二三线市场有待挖掘；
- ◆ 商品组合和服务日趋多元化；
- ◆ 线上线下融合步伐继续加快。

3.1 中西部二三线市场有待挖掘

受人口密度、居民收入和消费升级的综合影响，我国便利店行业形成了以广东为核心的华南、以上海为华东、以北京为核心的华北三大市场。目前广东和上海已经成为便利店渠道网点渗透最广、市场发展最为成熟的核心区域，其便利店门店数超过了5000家；其次是江苏、浙江、山西门店数在1000-5000家之间；河北、辽宁和福建便利店数在500-1000家；而大部分中西部区域的便利店数量在500家以下或空白，这主要是由于我国各地区的经济发展、城市化率、市场化程度等方面存在差异。

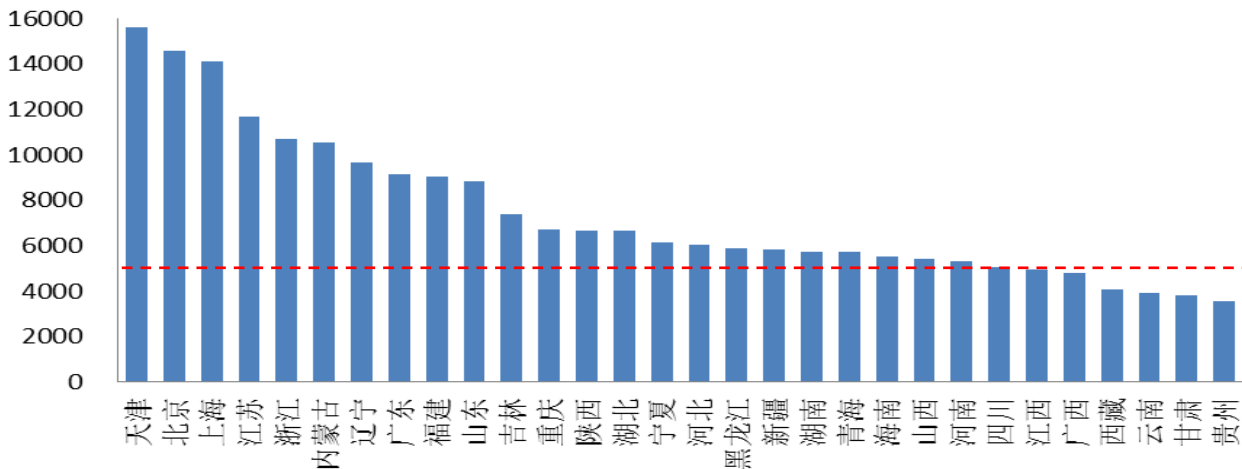
图 18: 我国各区域的便利店数量



资料来源: Kantar Retail, 东兴证券研究所

我国便利店业态正处于高速成长期，但是区域间的发展情况差异明显。目前广东和上海等主要大都市的便利店密度已达到了白热化竞争阶段，而中西部城市的人均GDP虽已跨过便利店萌生和发展的基础水平，但其便利店发展仍处于起步阶段。我们认为，由于中西部区域的市场容量还比较大、并有望随着城市化率的提升而持续增长，因此不断深耕中西部一线城市，并且逐步开发二三线城市的空白市场大势所趋。

图 19: 2014 年我国各省市的人均 GDP（单位：美元）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

我们认为，便利店要想在未来的深耕扩张中胜出，势必加快特许加盟步伐。由于国内便利店企业仍处于起步阶段，尚未形成较强品牌效应、成熟的后台供应链体系及信息系统，管理输出效果具有极强的不可控因素，因此目前便利店加盟效果较为有限。然而参考日本便利店发展趋势，便利店龙头企业的加盟门店占比达到 95% 以上。未来直营转加盟将成为趋势，轻资产管理输出式的加盟模式有望加快国内便利店市场发展。

3.2 商品组合和服务日趋多元化

不同于大卖场的一站式购齐，便利店的商品品类及品牌差异性不大，但其专业性和复杂性超过了百货和超市。据了解，全家便利店的单店至少提供 2500 个品类，而每年都会轮换 70% 以上的商品。中国全家便利店事业本部长朱宏涛也提出：“商品力、开业力、开发力、供应链是便利店的本业，没有本业就没有长久发展。”

- ◆ **便利店的商品及定位直接取决于其所处的地区与地段。** 遍布在写字楼、车站、码头、社区、酒店便利店的门店大小、商品结构、销售形式均需要因地制宜，根据各地的实际市场环境和文化差异，选择合适的商品和服务结构，以增强客户粘性和销售额，提高与区域消费特性的匹配度。
- ◆ **鲜食和快餐食品是便利店吸引客流与提升销量的重要驱动力。** 7-Eleven 便利店主要通过创新、自营盒饭、小吃等食品来提升核心品类的盈利能力，这得益于自营鲜食的毛利高、周转快。7-11 每年持续千人顾客的调查结果也显示：约 60% 以上的顾客来 7-11 的目的是消费速食产品以及包括食品在内的日配食品。

图 20: 7-Eleven 便利店提供的鲜食和即食类商品



资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ **增值服务的多样化和便利性是决胜武器。**如何让便利店更便利才是便利店的价值所在! 便利店不仅仅是出售商品, 更应该提供各种成熟精细的增值服务, 而**多样化服务的便利性是其区别于其他零售业态的重要特征, 也是便利店最核心的竞争力之一。**在发达市场, 消费者可以在小小的店铺里满足就餐休憩、水电费代缴、复印、售票、无线 WIFI、ATM 机等全方位的便民生活需求。比如 7-11 便利店的收入构成中, 增值业务收入已超过总销售额 30%, 而且在服务配置过程中, 特别注重多元化和差异化。我们认为, **便民服务在为便利店连锁带来佣金收入的同时, 更重要的是吸引并留住购物者, 以建立更强的顾客粘性和忠诚度。**

表 5: 7-Eleven 便利店在发达市场提供多元化和差异化服务

地区	增值服务项目
东京	宅急便、影印、缴费、代售邮票、售票、代办旅游事务、代收滑雪索道桥和温泉券、网上书店、“7 梦幻”、网上书店、快递代收、外送服务、ATM 金融服务等
台北	icash 积分兑换、礼券赠品卡、电信服务、无线上网、手机 APP、云端购物、订票、缴费、影印、高铁退票、ATM 金融服务、DVD 租赁、宅急便、资源回收、外送服务等
香港	预付服务、顺丰提件、游戏储值、电话卡、充值券、缴费、捐款、售票、充电、代售邮票、传真、影印、无线上网、“八达通”付款服务等

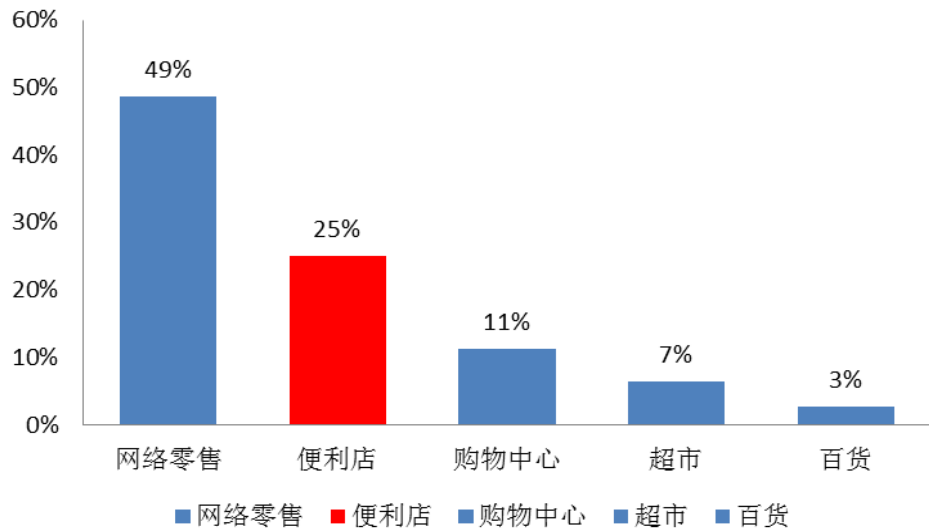
资料来源: 商业网, 东兴证券研究所

3.3 零售业或将步入“小时代”

虽然零售行业总体增速放缓, 但就各个业态比较来看, **网络零售和便利店是零售业增速最快的两个板块。**据中国连锁经营协会的数据显示, 2014 年便利店门店的同比增长达到 22%, 店铺平均销售额增幅也达 25.1%, 高于超市和百货店的增幅, 主要原因是电商冲击改变人们消费习惯以及持续上涨的扩张成本, 使得“大业态”模式在一

二线城市的发展步履维艰；而作为“小业态”的便利店有着空间、时间、服务便利性以及贴近消费者的特性，能够实现日常零散、及时性的购物需求。

图 21: 2014 年中国零售各业态样本门店的销售额增幅



资料来源: 中国连锁经营协会, 东兴证券研究所

源于便利店近年来的高速发展, 各路人马争相抢位。除了家乐福、沃尔玛、麦德龙等商超巨头“插足”便利店市场外, 京东、亚马逊中国、1 号店纷纷拉拢便利店做延伸服务。便利店凭借特殊的商品定位和绝佳的地理位置, 日趋发展为居民日常生活不可或缺的购物渠道, 也成为电商巨头争抢的线下资源, 零售业或将步入“小时代”。

表 6: 近年来各零售企业开设便利店的情况

公司	开设时间	便利店开设情况
乐购	2015 年 4 月	乐购 express 首家便利超市于在深圳开业, 设有生鲜区域提供一站式服务外, 还设有专门的休闲餐饮区, 在卖场后区设置“电商中转站”及卖场前区预留“电商自提柜”, 打造线上线下一站式体验。
家乐福	2015 年 2 月	推出精品便利店品牌“EasyCarrefour”上海正式开业, 以零食、饮料、日用品、酒类等商品为主, 出售新鲜蔬菜水果产品, 还支持微信支付。
华润万家	2015 年 1 月	便利店“VanGO”在深圳、杭州开店, 围绕地铁商圈, 以鲜食热食为主, 并配备 ATM、手机/公交卡充值、水电缴费、违章缴费、信用卡还款等便民服务。
大润发	2014 年 12 月	首家便利店开在江苏南通市, 暂定名“喜士多云超市”, 采用“实物+图片扫码+在线订购”运营模式, 打通实体店与网上商城, 开拓新的便利店经营模式。
麦德龙	2014 年 11 月	在上海开设便利店“合麦家”, 主要在学校、小区、医院周边等场所经营, 采取加盟商模式, 对于加盟商, 麦德龙会为其留出 20%-25% 的利润空间, 并会提供大部分商品。
天虹商场	2014 年 7 月	天虹微喔便利店采用“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”的新型模式, 提供餐厅式休闲区、无线上网; 以及 ATM、缴费、银行开卡、证券开户、购买理财产品等在内的金融服务; 衣物干洗、照片冲印、鲜花预订、家政预约、电器清洗等社区生活服务。

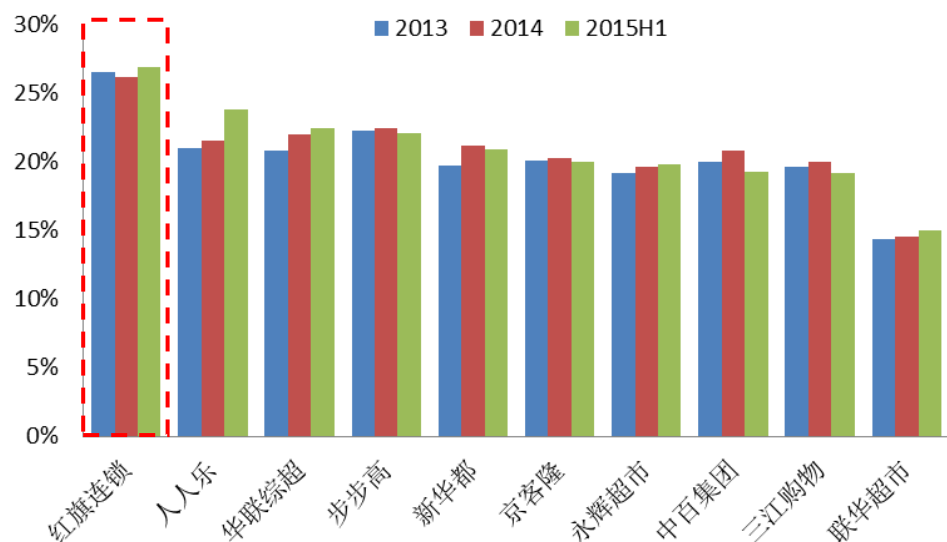
顺丰快递	2014年5月	顺丰“嘿客”便利店已开共有518家,覆盖多数省份,以“社区实体店+网购预售+快速配送的形式”布局O2O,除可以提供快递物流业务、虚拟购物外,还具备ATM、冷链物流、团购预售、试衣间、洗衣、家电维修等多项业务。
沃尔玛	2014年3月	在美国开业其第一家便利店“Walmart to Go”经营大量便利食品,以及贺卡、花卉、书刊杂志、ATM及加油服务,提供快餐且内设置用餐等附加服务。
永旺	2005年	除知名的7-11外,旗下小型食品超市“My Basket”主要服务中老年人群,以经营大米和生鲜为主,还包括日常所需的缴费、充值、取款、打印等增值服务。

资料来源:网络资料整理,东兴证券研究所

相比于商超、百货等“大业态”以及电商渠道,便利店具有投资成本低、毛利率高、抗风险性强等特点,并且提供更加贴近消费者的商品和便民服务,能够解决电商“最后一公里”的配送问题,有助于打造社区O2O综合服务平台,填补大型零售店的市场空白,同时与电商错位互补,而成为零售业中新的销售增长点。

◆ **便利店的投资成本低且毛利率高、抗市场风险能力强。**便利店门店面积小,开店成本低,培育时间短,网点铺设灵活,可复制性强。同时便利店的便利性作为企业一种无形商品,其毛利率一般高于标准超市。便利店的门店存储空间有限,运营管理离不开高速准确的信息系统,进而及时收集市场数据,反馈给供应商以精准把握客户需求,最终减轻便利店缺货压货等经营风险。

图 22: 红旗连锁及其可比公司的销售毛利率对比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

◆ **便利店可解决电商“最后一公里”配送问题,打造社区O2O综合服务平台。**无论对实体店还是电商来说,便利店都是做实O2O业务的一种有效途径。首先,在电商的快速发展趋势下,相较于其他零售业态,便利店借助自身密集的网点布局和消

费者贴近性，可以完美解决电商“最后一公里”配送问题。其次，便利店未来可延展空间巨大，有机会覆盖生活娱乐、金融、家政等多条业务分支，将极大地增强进店频率和客户粘性。

图 23: 社区 O2O 平台可覆盖多项业务分支



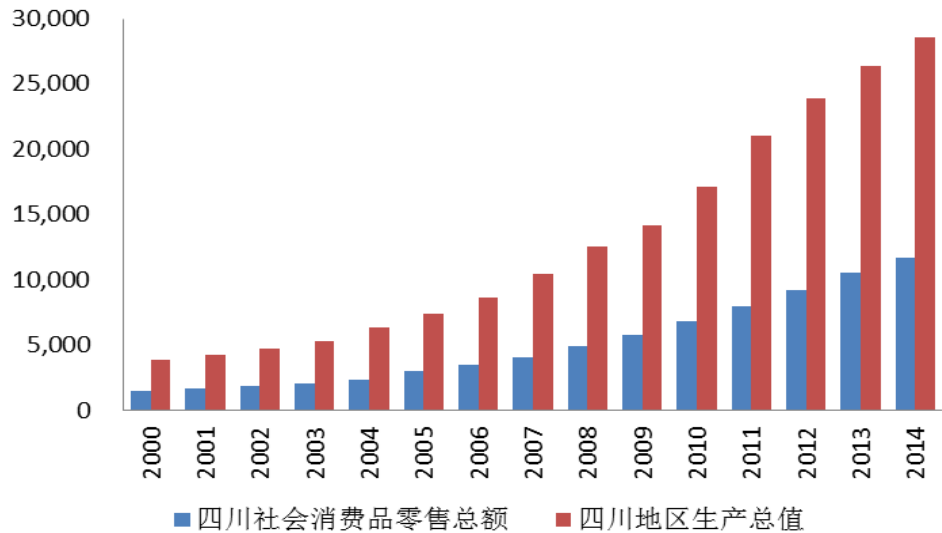
资料来源：东兴证券研究所

4. 小而美典范社区 O2O 或为增长点

4.1 公司将享中西部区域红利

四川省是中国西部地区（重庆、四川、贵州、云南等 12 个省区）经济发展的命脉，2014 年四川省 GDP 为 28537 亿元，排名全国第八，西部地区第一。截止 2015 年 9 月实现社会消费品零售总额 9961 亿元，排名全国第六，西部地区第一。经济发展较快、富裕程度较高的四川省，具备密集式开设便利连锁超市的经济基础。

图 24: 四川生产总值和社会消费品零售总额（单位：万元）



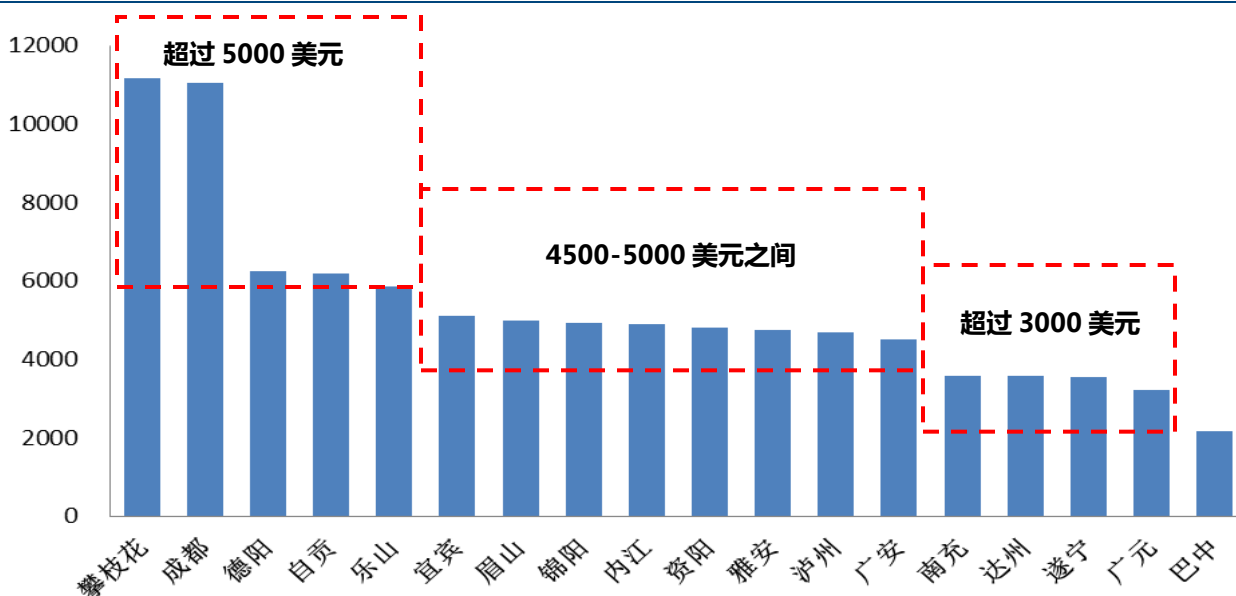
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

根据国际经验来看: 人均 GDP 为 3000 美元时是便利店的导入期, 人均 GDP 达 5000 美元时是便利店的快速成长时期。目前四川省人均 GDP 可划分为三个层次:

- ◆ 成都、攀枝花等地区的人均 GDP 已超 5000 美元, 正处于便利店的快速发展期;
- ◆ 绵阳、内江等地区的人均 GDP 逐渐逼近 5000 美元, 即将进入便利店的成长期;
- ◆ 广元、遂宁等地区的人均 GDP 也已达到 3000 美元, 满足便利店导入的基本标准。

我们认为, 高收入水平为消费者提供了购买力保障, 四川已有成都、德阳、自贡等 10 余个城市人均 GDP 接近 5000 美元, 已适宜进入便利店的快速发展阶段, 这也为公司未来扩张提供了现实的市场基础。

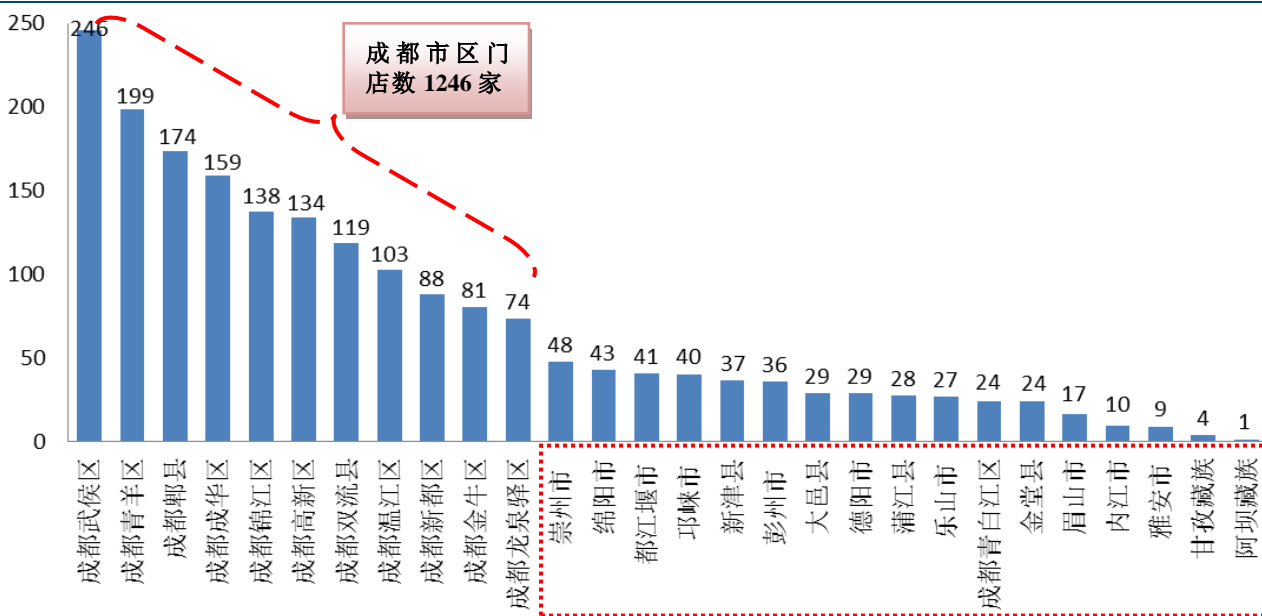
图 25: 2014 年四川省主要城市的人均 GDP (单位: 美元)



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

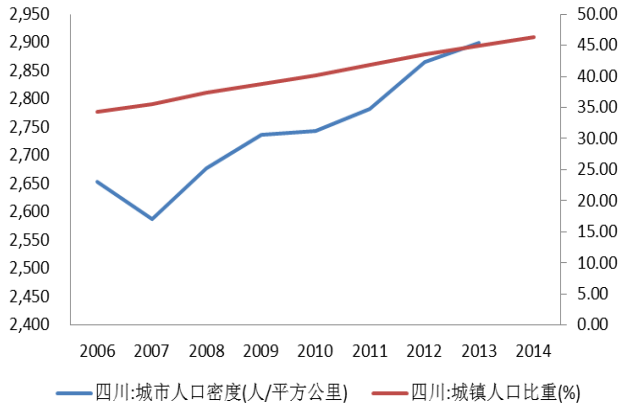
我们根据经营每 3000 人需要一家便利店来推算, 成都最多可容纳约 4000 家便利店, 未来仍有市场拓展空间, 同时据 2014 年四川城镇人口约 3700 万, 测算四川最多可容纳约 1.2 万家便利店, 而目前四川品牌便利店仅 3000 多家, 市场缺口巨大 (见表 9)。随着四川省二三线城市的人均 GDP 逐步达到 5000 美元的水平, 有利于公司未来向德阳、绵阳等二三线城市扩张。

图 26: 公司在各区域的门店数量 (单位: 个)

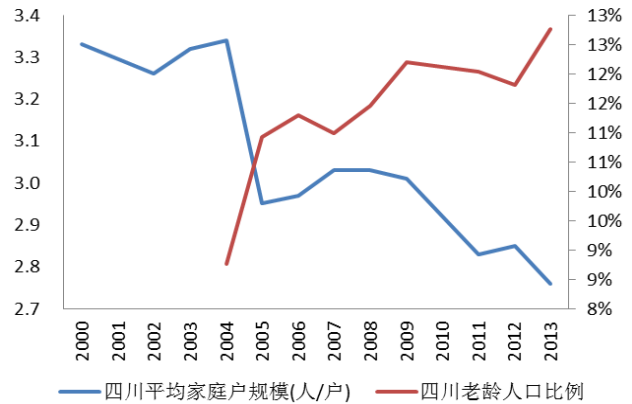


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

由于便利店门店收入和经营好坏十分依赖客流量,人口密度和人口结构变化在很大程度上决定了便利零售业态在当地的发展潜力。随着四川省城镇化建设的推进,城镇人口比重持续提高,社区数量也会相应增加,同时社会老龄化、家庭小型化使得单次购买量减少,这为便利店的外延扩张创造基础。

图 27: 四川省的人口密度和城镇化率 (单位: 人/平方公里)


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 28: 四川省老龄人口比例和平均家庭规模 (单位: 人/户)


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

红旗连锁主要依托成都,在周边郊县深耕扩张,并整合川内便利店市场。依托于四川位居全国前列的经济实力,以及居民收入和城镇化率的不断提高,公司的省内存量和增量空间仍然较大。鉴于四川二三线城市的租金和人力成本相对较低,便利店市场集中度低且竞争对手实力弱,公司渠道下沉拓展的成功率较高。

4.2 公司兼具供应链和差异化优势

综上所述,四川的经济发展、城镇化和社会结构改变为便利店扩张创造了外部条件,而经营差异化和高效供应链则是奠定便利店成功的内在基因。

- ◆ 首先,积极实行差异化战略以提高客户粘性,包括提供差异化商品、开展多样服务以及实行灵活展店等,是成功便利店连锁的一致选择。
- ◆ 其次,高效供应链是决定其连锁网络经营效率的重要条件,特别是物流和信息系统的运营支撑。

通过波特五力模型分析发现:四川省便利店市场是一个同业竞争强度和购买者议价能力较强,供应商议价能力、潜在竞争对手和替代品威胁较弱的市场。红旗连锁作为当地便利店市场的龙头企业,适宜于采取差异化战略来提升竞争优势,并且采用并购战略提高市场占有率,以不断增强品牌识别力和顾客消费粘性;同时还应加强供应链效率,不断提升上下游议价能力。

表 7：四川省便利店的波特五力模型分析

波特五力的竞争性	原因
潜在竞争对手的进入威胁弱	随着红旗对区域便利店的兼并整合，市场集中度进一步提升，新进入者进入成熟市场的壁垒较高，资金实力和管理经验非常的外资进入威胁较大。
产业现有竞争对手竞争日趋激烈	市场面临着 WOWO、舞东风等本土超市以及全家、7-11 等外资便利店的竞争。目前公司的高密度门店网络布局、完善的信息系统和高效的供应链所带来的品牌和规模效应在短期内较难撼动。
供应商的议价能力弱	红旗连锁不断扩大网点密度，增加采购规模，通过总公司统一采购，进货量大且频繁，有能力进行后向一体化扩张，供应商对便利店依赖性强。
购买者的议价能力强	同业竞争强度大，导致的门店密集、商品和服务同质化水平高，使得消费者转换成本降低。通过提高服务品质，实现差异化竞争、增强顾客粘性的时间较长。
替代性产品的威胁弱	具有相似功能的杂货店、药店、便民店、烟酒店、报亭等是其可替代产品，经营上参差不齐，商品质量、便民服务、购物环境与连锁便利店相比还比较弱。

资料来源：东兴证券研究所

外资便利店凭借充足的资金实力、优势的信息系统、良好的服务意识、强大的产品开发能力而成为便利店业态的先锋者，同时也成为国内便利店的强大竞争对手。但是我们认为在川内地区，红旗连锁具备先发优势，且在供应链、便民服务方面具备更强的核心竞争力。

- ◆ 公司经过多年经营，已在成都形成蜂窝式门店网络，树立了深入人心的品牌形象。目前公司门店数量在当地处于领先地位，门店总数已超过 2000 家（含收购的红艳城市和互惠超市），且均为管控较好的直营店，而其本土竞争对手舞东风、WOWO 的门店数分别为 720 家和 300 家，外资便利店 7-11 和全家仅有 59 家和 17 家）。

表 8：公司与其主要竞争对手的门店数量对比

公司名称/品牌名称	门店总数（个）
红旗连锁	约 2000
舞东风	720
WOWO 便利店	约 300
7-Eleven	59
全家便利店	17
合计	3096

资料来源：公司官网，中国连锁经营协会，东兴证券研究所

- ◆ 高效供应链满足公司成长需求。公司的供应链价值体现在“统一采购+物流配送+信息系统”。公司向生产商直接采购的比例达到 50%以上；在收购红艳、互惠两家超市后，共拥有五处物流配送中心，统一配送比例高达 75%，单个门店配送频率为每周平均 2-3 次，可有效降低供应商配送成本，从而获得较低的商品采购价格；由全资子公司黄果兰科技独立开发运营的信息系统，有助于降低库存成本，准确挖掘销售数据，杜绝缺货和压货现象，提高门店复制能力。

表 9: 红旗连锁的五处物流配送中心情况

物流配送中心名称	占地面积	日配货量	覆盖门店配送数量的上限
新都区物流配送中心 (收购互惠)	6.73 万平方米	约 900 吨	互惠超市 388 家门店
温江区物流配送中心 (收购红艳)	3.3 万平方米	约 500 吨	红艳超市 125 家门店
簇桥物流配送中心 (武侯区)	1.24 万平方米	500 吨	550 家门店
西河物流配送中心 (龙泉驿区)	4.5 万平方米	750 吨	1200 家门店
红光物流配送中心 (郫县)	1.9 万平方米	550 吨	600 家门店

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **便民特色凸显差异化竞争力。**公司采取与大超差异化的竞争策略, 与大超满足消费者一站式购物的需求不同, 公司主要以购买频率高的食品、烟酒、日用品为主, 并且涵盖 40 余项便民服务, 包括川航积分兑换、广电代收, 车票代售, 公交充值等, 充分扩展便利店的外延空间, 同时与苏宁、邮政、顺丰等合作, 代存包裹, 信件收发等, 有效地提升了聚客能力和消费粘性。目前已有 70% 以上的门店提供主要便民服务, 并逐渐实现全门店覆盖, 以充分满足消费者便利需求。

图 29: 目前公司提供的便民增值服务项目



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

4.3 社区 O2O 是公司增长爆发点

社区 O2O 聚焦生活服务, 而本地生活服务具有地域性, 因此社区 O2O 仍是电商竞争的一片蓝海, 而且从衣食住行等刚需领域切入也最易获得大量用户。

2014 年是社区 O2O 兴起的元年,“BAT”及京东等巨头重点争夺流量入口和线下资源,巨头以各自优势领域切入,上下游全环节布局社区 O2O。艾瑞咨询副总裁吴畏在 2014 中国互联网社区高峰论坛上发布《中国互联网社区高峰论坛 O2O 报告》指出,2014 年本地生活 O2O 市场规模 2350 亿元人民币,定位于“最后一公里”的社区 O2O 是蕴藏着巨大潜力的新“蛋糕”。

表 1:“BAT”和京东四巨头布局社区 O2O

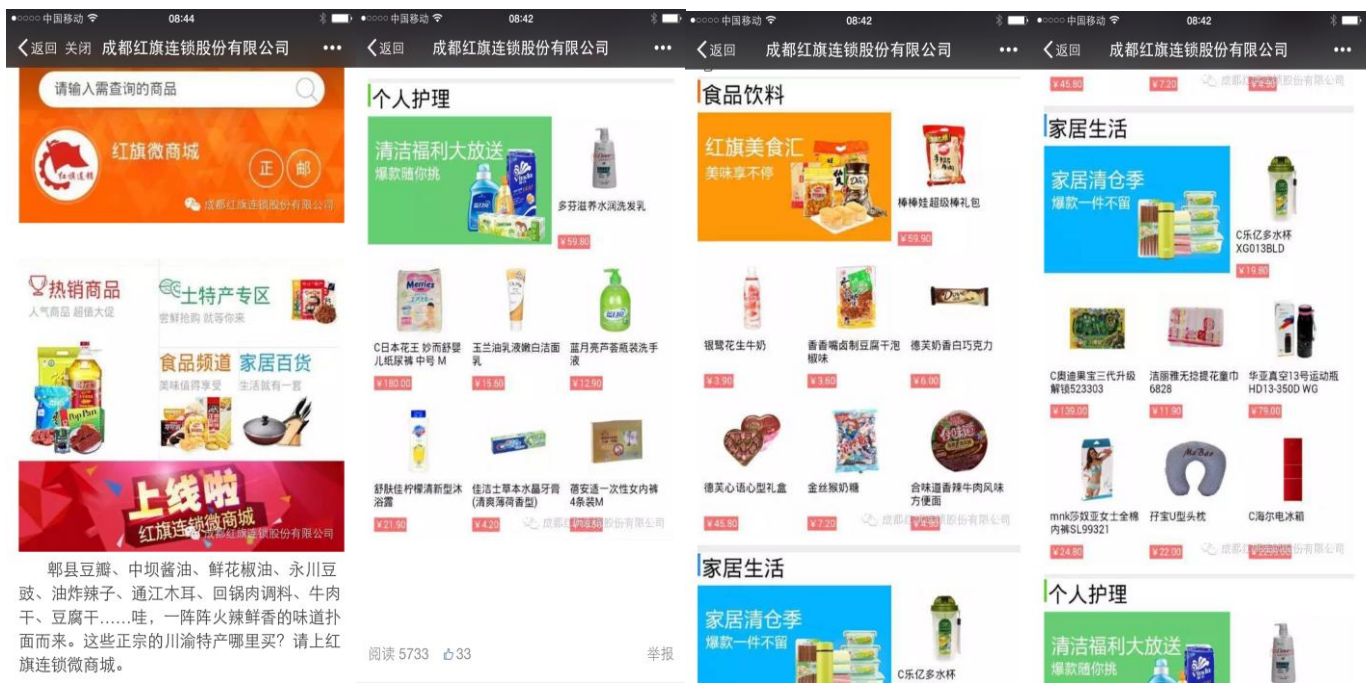
O2O	百度	阿里	腾讯	京东
线下合作商家	借助百度地图平台集成的商家	苏宁云商、银泰商业、华联股份、喜士多、美宜佳、红旗连锁、十足等便利店	王府井百货、新世界百货、天虹商场、红旗连锁、步步高、中百集团等	永辉超市、三江购物、唐久、快客、好邻居、美宜佳、良友等便利店

资料来源:网络资料整理,东兴证券研究所

近年来公司充分利用自身便利店网点密集优势,积极推进社区 O2O 战略,促进线上线下融合,是公司在移动互联网时代寻求新的利润增长点的重要举措之一。

- ◆ 公司社区 O2O 战略持续稳步推进。2014 年 2 月推出电子货架;2014 年 12 月 IMP 平台上线,并且与顺丰、苏宁等合作开展快递自提。2015 年 3 月,“红旗快购”和红旗 WIFI 上线。2015 年 9 月,微商城上线(微信公众号 cdhqsls),提供食品、服饰、玩具、家电等商品,并且支持门店自提。社区 O2O 能够有效此扩充门店商品品类,更好地为消费者提供差异化营销和个性化的便民服务,便于增强消费者黏性。

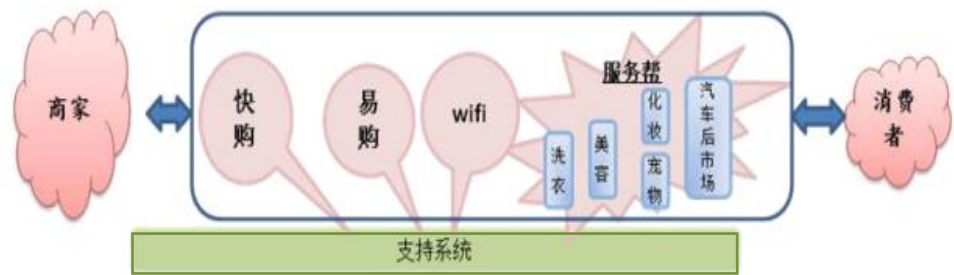
图 28: 红旗连锁的微商城界面展示



资料来源:红旗微商城,东兴证券研究所

- ◆ 社区 O2O 平台顺利运营以线上支付系统为基础，在移动互联网快速普及的当下，零售渠道正在被快速的“碎片化”，融入移动支付功能成为发展趋势。红旗门店内已开放免费 WIFI，在 O2O 项目推进上抢占先机。而且公司牵手支付宝，已在其 1480 家门店全面开通支付宝钱包条码支付，同时与腾讯合作，支持门店 QQ 钱包和微信支付，将让便利店的“便利”消费体验更进一步。对便利店企业而言，移动支付不只增加一个交易通道，还能提升用户的购物体验，并为有助于形成移动商圈，扩大辐射范围，加快实现互联网化的升级转型。

图 29: 社区 O2O 服务平台运营依赖于线上支付系统



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.4 定增助力扩张和社区 O2O 推进

公司非公开增发，募集资金总额不超过 10 亿元，拟投入到用于新建超市门店、超市门店升级改造、社区 O2O 服务平台建设和运营推广、龙泉驿区西河镇及温江区物流配送中心升级建设。项目实施后，有利于进一步扩大公司超市门店覆盖范围，改善门店经营环境，提高仓储配送能力，形成完善的服务产业链，最终将其打造成为用户提供一站式服务解决方案的综合性服务平台。

表 2: 募集资金的项目投放计划

序号	项目名称	项目概况	拟投入金额 (万元)
1	新建超市门店项目	在成都及周边新开平均单店面积约 210 m ² 的便利店 600 家; 成都市龙泉驿区西河镇、温江区两地物流配送中心改造建设面积约 10000 m ² 和 14000 m ² 的 2 家大型仓储超市。	66000
2	社区 O2O 服务平台建设和运营推广项目	“红旗 WIFI”、“红旗快购”子平台已投入试运营, “红旗易购”、“服务邦”等主要服务子平台即将上线。	14000
3	龙泉驿区西河镇及温江区物流配送中心升级建设项目	对龙泉驿区西河镇和温江区物流配送中心进行升级改造建设, 主要开展土建改造、升级配置物流设备、优化信息系统	11000
4	超市门店升级改造项目	拟对 600 家门店升级改造, 该类门店选择标准是开业三年以上且经营业绩良好, 改造面积总计约 10.50 万平方米。	9000
合计			100000

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们预计 2015-2017 年分别新开门店为 178 家、194 家和 212 家，三年期总营业收入分别增长 13.05%、10.50%和 11.72%。

绝对估值: 采用 DCF(FCFF)法进行绝对估值,在 WACC=11.29%、永续增长率 $g=3\%$ 的假设下,每股价值 8 元,进行敏感性分析,股价合理波动区间为 7.00 元-9.33 元。

表 3: 红旗连锁绝对估值敏感性分析结果

WACC	长期增长率 (g)								
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
8.79%	9.31	9.58	9.88	10.24	10.65	11.14	11.74	12.47	13.40
9.29%	8.82	9.04	9.29	9.58	9.92	10.31	10.78	11.34	12.04
9.79%	8.38	8.57	8.78	9.02	9.30	9.61	9.99	10.43	10.97
10.29%	8.00	8.16	8.33	8.53	8.76	9.02	9.33	9.68	10.10
10.79%	7.65	7.79	7.94	8.11	8.30	8.52	8.76	9.05	9.39
11.29%	7.35	7.46	7.59	7.73	7.89	8.08	8.28	8.52	8.79
11.79%	7.07	7.17	7.28	7.40	7.54	7.69	7.86	8.06	8.28
12.29%	6.82	6.90	7.00	7.11	7.22	7.35	7.50	7.66	7.85
12.79%	6.59	6.67	6.75	6.84	6.94	7.05	7.17	7.31	7.47
13.29%	6.38	6.45	6.52	6.60	6.69	6.78	6.89	7.00	7.14
13.79%	6.19	6.25	6.31	6.38	6.46	6.54	6.63	6.73	6.84

资料来源: 东兴证券研究所

相对估值: 从可比公司看, 2015-2016 的 PE 均值为 55.54X、44.21X, 给予公司 15 年 56X 估值, 对应 0.14 元 EPS 的价格为 7.28 元, 落在绝对估值的价格区间内。

表 4: 红旗连锁可比公司估值

名称	最新股价	PE: 2015E	2016E	2017E
中百集团	8.03	75.26	45.83	31.22
步步高	17.49	31.79	29.46	25.73
新华都	6.66	49.59	38.70	35.84
人人乐	11.51	63.94	57.55	50.04
永辉超市	10.83	43.49	34.97	28.15
华联综超	6.73	114.85	82.98	/
百联股份	18.93	25.79	26.14	24.98
三江购物	9.34	39.58	38.01	36.22
平均值		55.54	44.21	33.17

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

投资建议: 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.14、0.16 和 0.18 元, 目前 7.41 元股价对应 PE 分别为 48.9X、43.0X 和 38.4X。公司是四川省便利店龙头, 与电商错位互补, 防御性高。公司在行业并购整合后区域垄断性增强, 向川内二三线城市深耕, 渠道价值日益凸显, 而且便利店互联网接口价值稀缺, 具备与电商龙头的 O2O 合作潜力, 未来有望成为本地生活服务平台的标杆, 打开估值空间, 首次覆盖给予“强烈推荐”的评级。

6. 风险提示

成都市零售业激烈的竞争环境; 外延扩张导致租金、人工成本上涨。

表 5: 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1337	2305	4110	4472	4881	营业收入	4437	4764	5386	5951	6649
货币资金	432	1366	3116	3475	3862	营业成本	3257	3517	3929	4339	4844
应收账款	6	4	11	12	13	营业税金及附加	35	40	46	51	57
其他应收款	23	29	32	36	40	营业费用	907	980	1120	1232	1376
预付款项	232	147	108	64	16	管理费用	99	91	113	125	140
存货	644	643	743	785	849	财务费用	-20	1	2	2	2
其他流动资产	0	100	100	100	100	资产减值损失	-0.05	0.13	0.03	0.03	0.03
非流动资产合计	1524	784	637	556	475	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10.56	52.41	25.00	27.50	30.25
固定资产	669.77	670.25	590.65	511.06	431.47	营业利润	170	188	201	231	261
无形资产	13	14	13	11	10	营业外收入	19.55	16.65	21.50	21.50	21.50
其他非流动资产	0	65	0	0	0	营业外支出	5.21	3.86	1.20	1.20	1.20
资产总计	2861	3089	4747	5028	5356	利润总额	185	201	221	251	281
流动负债合计	1080	1178	1274	1395	1543	所得税	28	31	33	38	42
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	157	170	188	214	239
应付账款	791	879	969	1082	1221	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	131	127	134	141	151	归属母公司净利润	157	170	188	214	239
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	217	253	284	314	344
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.21	0.14	0.16	0.18
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1080	1178	1274	1395	1543	成长能力					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入增长	13.62%	7.37%	13.05%	10.50%	11.72%
实收资本(或股	400	800	1360	1360	1360	营业利润增长	-8.77%	10.64%	6.62%	14.98%	13.05%
资本公积	844	444	1322	1322	1322	归属于母公司净利润	10.43%	13.60%	10.43%	13.60%	11.99%
未分配利润	474	584	641	705	777	获利能力					
归属母公司股东	1782	1910	3488	3649	3828	毛利率(%)	26.60%	26.19%	27.05%	27.10%	27.15%
负债和所有者权	2861	3089	4763	5044	5372	净利率(%)	3.54%	3.57%	3.49%	3.59%	3.60%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.49%	5.49%	5.51%	3.96%	4.25%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	8.81%	8.92%	5.39%	5.85%	6.25%
经营活动现金流	279	279	271	387	418	偿债能力					
净利润	157	170	188	214	239	资产负债率(%)	38%	38%	27%	28%	
折旧摊销	66.59	63.11	0.00	80.99	80.99	流动比率				3.21	3.16
财务费用	-20	1	2	2	2	速动比率				2.64	2.61
应收账款减少	0	0	-7	-1	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	6	8	9	总资产周转率	1.61	1.60	1.37	1.21	1.28
投资活动现金流	-967	695	90	27	30	应收账款周转率	882	929	720	525	528
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.91	5.71	5.83	5.80	5.78
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	11	52	25	28	30	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.21	0.14	0.16	0.18
筹资活动现金流	-63	-42	1389	-55	-62	每股净现金流(最新	-1.88	1.17	1.29	0.26	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.45	2.39	2.56	2.68	2.81
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	200	400	560	0	0	P/E	17.33	32.19	48.90	43.04	38.43
资本公积增加	-200	-400	878	0	0	P/B	1.52	2.83	2.64	2.52	2.40
现金净增加额	-750	933	1750	359	387	EV/EBITDA	10.48	15.99	24.54	18.22	15.50

资料来源: 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，7 年食品饮料行业研究经验。

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

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。