



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入增长快速，渠道价值凸显

——红旗连锁（002697）2015年度财报点评

2016年02月18日

强烈推荐/维持

红旗连锁

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件：

红旗连锁 2015 年实现营业收入 54.86 亿元，同比增长 15.15%；归属上市公司股东净利润 1.79 亿元，同比增长 5.26%，扣非后净利润 1.36 亿元，同比增长 18.3%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	1166.12	1217.07	1167.06	1320.95	1323.41	1431.49	1410.33
增长率（%）	9.58%	6.57%	4.83%	8.81%	13.49%	17.62%	20.84%
毛利率（%）	27.54%	26.20%	24.99%	25.62%	28.18%	27.29%	27.39%
期间费用率（%）	22.65%	22.08%	24.25%	20.55%	22.14%	23.85%	26.34%
营业利润率（%）	6.22%	3.30%	2.18%	4.26%	6.08%	2.99%	1.58%
净利润（百万元）	60.76	33.70	30.31	47.72	69.60	37.49	24.15
增长率（%）	02.55%	13.38%	25.16%	04.94%	14.56%	11.25%	-20.31%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.04	0.04	0.06	0.09	0.03	0.02
资产负债率（%）	35.79%	37.27%	38.15%	39.22%	42.24%	44.39%	44.11%
净资产收益率（%）	3.25%	1.79%	1.59%	2.44%	3.45%	1.86%	1.19%
总资产收益率（%）	2.09%	1.13%	0.98%	1.48%	2.00%	1.04%	0.66%

观点：

- **公司业绩基本符合预期。**2015年实现营业收入54.86亿，同比增长15.15%；归属股东净利润1.79亿，同比增长5.26%，基本符合预期。分季度来看，Q1-Q4公司营业收入同比增速稳步提升，增量主要来自持续并购所带来的外延扩张，全年新开门店606家，其中收购红艳超市125家，收购互惠超市166家。截止2015年底，公司经营门店已达2274家，稳居西南便利连锁超市龙头。
- **并购费用增长拖累利润。**2015年综合毛利率同比增长0.94%至27.13%，主要是公司持续优化商品销售结构，加大毛利率更高的增值服务、进口食品和鲜食等比例，以及收购红艳、互惠超市后规模优势进一步增强，使得对供应商的议价能力提升。期间费用率提升0.78%至23.28%，主要因整合并购新门店的人工、租金、折旧摊销等相关费用上涨。由于毛利率提升幅度超过费用率的增长，公司扣非后净利润1.36亿，同比增长18.3%，业绩增长较优。但因投资受益较去年同期下滑29%至3712万，公司净利润为1.79亿，

同比仅增5.26%。

- **便利店内外双轮驱动。外延增长：**报告期内收购红艳超市125家，互惠超市166家，经营门店数达到2274家，渠道网点进一步完善，形成了较强的品牌认知度和市场占有率。公司新设成都新都区、乐山红旗两家子公司，待定增完成后，募集资金将继续拓展门店，向三四线城市下沉。**内生增长：**(1) 除调整优化商品销售结构以外，公司依托密集的便利店网点，新增了支付宝、微信支付、金堂自来水代收费、电脑型福利彩票代销等便民增值服务，之后还将上线家政、医院挂号等多元化服务，不断提升客户粘性和聚客效应，强化公司“商品+服务”的核心优势。(2) 2015年红旗APP、红旗WIFI和微商城已正式上线，便利业态在互联网时代的接口价值已被市场广泛认同，公司全资控股黄果兰科技公司后，2016年或将加快推进社区O2O服务平台建设。

结论：

预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.15、0.17 和 0.19 元，对应 PE 为 45.2、39.6 和 36.1 倍。公司作为四川便利连锁龙头，经并购整合后省内垄断性增强，渠道价值日益凸显。便利店业务能够与电商错位互补，防御性高。便利店的互联网接口价值稀缺，具备与电商龙头合作潜力，未来有望成为社区 O2O 生活服务平台的标杆，打开估值空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

成都市零售业激烈的竞争环境；收购门店的整合效果不达预期

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	2305	2012	2499	3052	3556	营业收入	4764	5486	6316	7405	8102
货币资金	1366	849	1345	1837	2335	营业成本	3517	3998	4607	5398	5902
应收账款	4	16	13	15	16	营业税金及附加	40	46	54	64	70
其他应收款	29	40	46	54	60	营业费用	980	1159	1326	1570	1718
预付款项	147	254	208	154	95	管理费用	91	114	133	146	160
存货	643	836	871	976	1035	财务费用	1	4	2	2	2
其他流动资产	100	0	0	0	0	资产减值损失	0.13	-0.13	0.03	0.03	0.03
非流动资产合计	784	1630	1357	1197	1038	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	52.41	37.18	25.00	27.50	30.25
固定资产	670.25	977.91	861.78	745.66	629.53	营业利润	188	202	219	253	279
无形资产	14	433	390	347	303	营业外收入	16.65	15.74	21.50	21.50	21.50
其他非流动资产	65	114	0	0	0	营业外支出	3.86	1.69	1.20	1.20	1.20
资产总计	3089	3642	3856	4250	4594	利润总额	201	216	239	273	300
流动负债合计	1178	1606	1668	1887	2041	所得税	31	37	36	41	45
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	170	179	203	232	255
应付账款	879	1082	1136	1346	1488	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	127	169	176	186	197	归属母公司净利润	170	179	203	232	255
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	253	697	380	414	441
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.21	0.13	0.15	0.17	0.19
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	1178	1606	1668	1887	2041	成长能力					
少数股东权益	1	0	0	0	0	营业收入增长	7.37%	15.15%	15.12%	17.24%	9.41%
实收资本(或股本)	800	1360	1360	1360	1360	营业利润增长	10.64%	7.11%	8.49%	15.53%	10.49%
资本公积	444	44	44	44	44	归属于母公司净利润	13.48%	14.21%	13.48%	14.21%	9.71%
未分配利润	584	532	593	663	739	获利能力					
归属母公司股东权	1910	2036	2188	2362	2553	毛利率(%)	26.60%	26.19%	27.05%	27.10%	27.15%
负债和所有者权	3089	3642	3856	4250	4594	净利率(%)	3.57%	3.26%	3.22%	3.14%	3.15%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.49%	5.51%	4.92%	5.27%	5.47%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	8.92%	8.80%	9.29%	9.83%	9.98%
经营活动现金流	279	196	411	524	533	偿债能力					
净利润	170	179	203	232	255	资产负债率(%)	38%	44%	43%	44%	
折旧摊销	63.11	491.17	0.00	159.47	159.47	流动比率				1.62	1.74
财务费用	1	4	2	2	2	速动比率				1.10	1.24
应收账款减少	0	0	4	-2	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	8	10	11	总资产周转率	1.60	1.63	1.68	1.83	1.83
投资活动现金流	695	-652	139	27	30	应收账款周转率	929	536	437	540	522
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.71	5.60	5.70	5.97	5.72
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	52	37	25	28	30	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.13	0.15	0.17	0.19
筹资活动现金流	-42	-61	-53	-60	-66	每股净现金流(最新)	1.17	-0.38	0.37	0.36	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.39	1.50	1.61	1.74	1.88
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	400	560	0	0	0	P/E	32.19	52.00	45.21	39.58	36.08
资本公积增加	-400	-400	0	0	0	P/B	2.83	4.52	4.20	3.89	3.60
现金净增加额	933	-517	497	492	497	EV/EBITDA	15.99	11.98	22.97	17.76	15.56

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

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法律责任。

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。