

外延促营收稳步增长，费用高企挤压利润

——红旗连锁（002697）2016年度财报点评

2017年03月19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 2016 年实现收入 63.22 亿元，同比增长 15.23%；归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比下滑 19.47%，扣非后净利润 1.11 亿元，同比下降 18.47%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1323.41	1431.49	1410.33	1587.28	1483.52	1644.79	1606.04
增长率（%）	13.49%	17.62%	20.84%	20.16%	12.10%	14.90%	13.88%
毛利率（%）	28.18%	27.29%	27.39%	27.08%	27.64%	26.27%	27.92%
期间费用率（%）	22.14%	23.85%	26.34%	23.10%	23.33%	24.03%	26.67%
营业利润率（%）	6.08%	2.99%	1.58%	3.17%	3.83%	1.93%	0.11%
净利润（百万元）	69.60	37.49	24.15	48.03	54.13	32.69	9.46
增长率（%）	14.56%	11.25%	-20.31%	00.65%	-22.23%	-12.80%	-60.83%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.03	0.02	0.04	0.04	0.02	0.01
资产负债率（%）	42.24%	44.39%	44.11%	43.40%	41.69%	43.71%	45.33%
净资产收益率（%）	3.45%	1.86%	1.19%	2.30%	2.53%	1.51%	0.43%
总资产收益率（%）	2.00%	1.04%	0.66%	1.30%	1.48%	0.85%	0.24%

观点:

- 同店增长+外延扩张推高营收。**公司2016年实现营收63.22亿元，同比增长15.23%，主要是新开门店和同店增长贡献。分季度来看，Q1-Q4分别实现营收15.87亿元、14.84亿元、16.45亿元、16.06万元，同比分别增长20.16%、12.10%、14.90%、13.88%。分产品来看，食品、烟酒、日用百货分别实现营收31.43亿元、15.34亿元、11.06万元，同比分别增加15.47%、17.12%和13.05%，营收占比分别为49.72%、24.27%、17.49%。分地区来看，成都分区、郊县分区实现营收35.34亿元、20.20亿元，同比分别增长14.10%、15.46%，营收占比分别为55.90%、31.95%。截止2016年底，公司门店合计2704家，经营面积合计54.08万平米，报告期新开门店538家，关闭108家，稳居西南便利店连锁超市龙头地位。
- 外延扩张增费拖累公司业绩。**2016年，公司综合毛利率27.21%，同比提升0.09个百分点。其中，食品、

烟酒、日用百货毛利率分别为20.39%、19.43%、21.97%，同比变动0.23、-0.42、1.11个百分点。期间费用率提升1.02个百分点至24.30%，主要是公司加速拓展，2015年进行了3次收购，门店外延扩张导致开店费用以及相关人工工资、房屋租赁、装修、无形资产摊销等费用增加。其中，销售费用率同比上涨1.39%至22.53%，主要是门店外延式扩张，门店相关费用上升所致；管理费用率同比下降0.4%至1.68%，得益于公司加强费用管控，合理支出费用；财务费用率上涨0.03个百分点至0.09%，系本期新增1亿元银行短期借款产生借款利息。综合来看，营收虽上升，但毛利率增速不敌费用率攀升，2016年归属净利润为1.44亿元，同比下降19.47%；扣非后净利润为1.11亿元，同比下滑18.47%。2015年新开606家门店，将在2017年逐渐显现效益。

- 公司积极推进“连锁+互联网+金融”新的商业模式，打造“互联网+”时代的便民生态圈：**1) 坚持“商品+服务”战略，扩大增值服务项目种类。**报告期公司门店新增福利彩票代售、医院挂号业务、平安保险积分兑换业务、洗衣服代收、四川电信流量等24项增值服务。2016年增值业务收入达到58.28亿元，同比增长20.87%。**2) 密集布局门店，完善商圈覆盖。**积极通过新设及收购的方式，坚持“以成都为中心，向周边城市辐射”的发展战略，抢占城市黄金地段或预计具有良好发展前景的商圈。2016年新开门店538家，截至2016年年底，经营门店达2704家。**3) 加快提档升级，拥抱“互联网+”。**升级改造自主研发IMP综合营销平台；上线红旗APP，铺设红旗WIFI、打造红旗微商城，开通支付宝、微信等多元化支付方式、涉足跨境电商，积极推进O2O建设。仅2016年进店消费达3.56亿人次。**4) 出资设立川首家民营银行，触网金融。**公司与四川新希望、银米科技发起设立的川首家民营银行“四川新网银行”于2016年12月28日开业，新网银行将利用O2O思维发展金融，依托互联网为小微企业提供定制化金融服务。此次涉足金融领域能有效丰富公司业务，提升综合竞争力。

结论：

公司是四川省便利店龙头，密集式门店分布形成网络布局优势，渠道价值日益凸显。公司股权结构清晰，引入四川发展和中民财智的优势资源，充分彰显对公司价值和未来发展的信心。公司参与设立民营银行触网金融领域，以丰富公司业务，提高综合竞争力。待新开门店培育期结束、金融业务步入正轨，预计公司盈利能力将改善。预计公司2017-2019年EPS分别为0.12元、0.14元和0.16元，目前股价对应的PE为67.17、56.85、49.86倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

市场竞争加剧，人力、租金等成本上涨

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2012	1829	3304	3657	4031	营业收入	5486	6322	7018	7899	8791
货币资金	849	365	2028	2265	2520	营业成本	3998	4601	5088	5719	6356
应收账款	16	23	6	6	7	营业税金及附加	46	44	49	55	62
其他应收款	40	67	74	84	93	营业费用	1159	1424	1585	1786	1989
预付款项	254	266	266	266	266	管理费用	114	106	123	137	150
存货	836	1043	864	971	1080	财务费用	4	6	1	1	1
其他流动资产	0	64	64	64	64	资产减值损失	-0.13	0.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1630	2159	1939	1761	1582	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	446	446	446	446	投资净收益	37.18	1.20	5.00	12.00	18.00
固定资产	977.91	1165.5	1027.1	888.70	750.30	营业利润	202	141	177	213	251
无形资产	433	399	359	319	279	营业外收入	15.74	35.69	18.00	15.00	10.00
其他非流动资产	114	34	0	0	0	营业外支出	1.69	1.13	3.86	2.00	3.00
资产总计	3642	3987	5242	5417	5613	利润总额	216	175	191	226	258
流动负债合计	1606	1807	2113	2214	2325	所得税	37	31	34	40	46
短期借款	0	100	381	321	270	净利润	179	144	157	186	212
应付账款	1082	1272	1296	1457	1620	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	169	222	222	222	222	归属母公司净利润	179	144	157	186	212
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	697	624	357	392	430
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.13	0.11	0.12	0.14	0.16
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1606	1807	2113	2214	2325	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	15.15%	15.23%	11.02%	12.54%	11.30%
实收资本(或股本)	1360	1360	1360	1360	1360	营业利润增长	7.11%	-30.21	25.73%	20.24%	17.68%
资本公积	44	44	922	922	922	归属于母公司净利润	9.02%	18.15%	9.02%	18.15%	14.01%
未分配利润	532	659	683	711	743	获利能力					
归属母公司股东权	2036	2180	3120	3195	3280	毛利率(%)	27.13%	27.21%	27.50%	27.60%	27.70%
负债和所有者权	3642	3987	5233	5408	5605	净利率(%)	3.26%	2.28%	2.24%	2.35%	2.41%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.80%	6.62%	5.04%	5.82%	6.46%
经营活动现金流	196	272	545	397	417	偿债能力					
净利润	179	144	157	186	212	资产负债率(%)	44%	45%	40%	41%	41%
折旧摊销	491.17	477.53	0.00	178.28	178.28	流动比率	1.25	1.01	1.56	1.65	1.73
财务费用	4	6	1	1	1	速动比率	0.73	0.43	1.15	1.21	1.27
应收账款减少	0	0	17	-1	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.63	1.66	1.52	1.48	1.60
投资活动现金流	-652	-870	39	12	18	应收账款周转率	536	324	492	1288	1282
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.60	5.37	5.47	5.74	5.72
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	37	1	5	12	18	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.11	0.12	0.14	0.16
筹资活动现金流	-61	99	1063	-173	-179	每股净现金流(最新)	-0.38	-0.37	1.21	0.17	0.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.50	1.60	2.29	2.35	2.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	560	0	0	0	0	P/E	59.77	73.23	67.17	56.85	49.86
资本公积增加	-400	0	878	0	0	P/B	5.19	4.85	3.39	3.31	3.22
现金净增加额	-517	-499	1647	236	256	EV/EBITDA	13.95	16.50	25.01	21.97	19.33

资料来源: WIND, 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, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

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, 获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

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。