

强烈推荐-A (维持)

红旗连锁 002697.SZ

目标估值: 9.80 元

当前股价: 5.77 元

2017 年 05 月 21 日

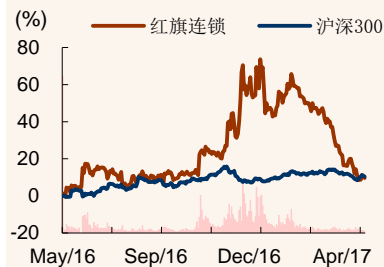
毛利率和净利率之间的剪刀差

基础数据

上证综指	3090
总股本(万股)	136000
已上市流通股(万股)	73141
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	46.3%
主要股东	曹世如
主要股东持股比例	42.48%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-11	7
相对表现	-12	-11	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《红旗连锁(002697)一门店扩张导致业绩低于预期,看好三四线城市消费升级》2017-03-20

许荣聪

021-68407349  
xurc@cmschina.com.cn  
S1090514090002

邹恒超

021-68407543  
zouhc@cmschina.com.cn  
S1090515040001

红旗连锁自 2015 年开始门店拓张步伐明显加快, 2015 年连续收购 3 家川内超市企业, 自身新开门店数量也有所提升。在此背景下公司毛利率有近 1pc 的提升, 而净利率却下降了 1pc, 两者间存 2pc 左右的剪刀差。我们通过仔细剖析财报, 发现其中主要原因是由于门店扩张导致的议价能力提升, 采购成本降低推高毛利率, 而新收购和新开业的门店培育尚不成熟整体坪效下降, 租金水平稳定情况下拉低净利率。此外收购带来的摊销, 设立新网银行造成的资金占用等也是造成剪刀差的因素之一。

- 红旗连锁毛利率和净利率存明显剪刀差。2015-2016 年红旗连锁毛利率水平较 12-14 年提升了近 1pc, 而归母净利率水平反而下降了 1pc, 两者之间存约 2pc 的剪刀差。
- 毛利率增长主要由于议价能力提升和增值服务拓展。公司自 2015 年开始门店扩张步伐加快, 15 年收购了三家川内超市企业, 带来 545 家新增门店。15、16 年营收保持 15% 左右增长, 规模提升增强对上游议价能力, 降低采购成本。另外公司依托门店大力拓展便民增值服务, 也有助于拉高毛利率。
- 净利率下降主要受销售费用率和投资收益影响。毛利率和净利率之间 2pc 的剪刀差主要来源于销售费用率提升了约 2pc, 子项上看门店租赁费用提升是主要因素之一, 更深层次原因是门店快速扩张下新门店培育不成熟拉低单位面积产出效率, 折旧和营销费用摊销也有大概 0.5pc 的影响。此外管理费用率降低 0.5-1pc, 投资收益/营业收入下降 0.5-1pc, 主要因为以 4.5 亿自有资金发起设立四川新网银行, 购买理财产品的收益减少。
- 毛利率净利率均有进一步上涨空间。随着公司规模进一步扩大产生规模效益和增值服务业务的进一步拓展, 公司毛利率仍有小幅上涨的空间。而新开和新收购门店的逐渐培育成熟和新网银行的开业都将使公司净利率有所回升, 跟 15 年之前对比净利率向上预计有 2pc 的空间。借助三四线消费升级大趋势和公司在四川市场龙头地位, 公司便利店业态发展仍有广阔的空间, 便民增值服务、金融等领域也有望给公司贡献多元化收益, 预计 17-18 年 EPS 为 0.12 元、0.13 元, 对应 PE 为 48 倍和 44 倍。

财务数据与估值

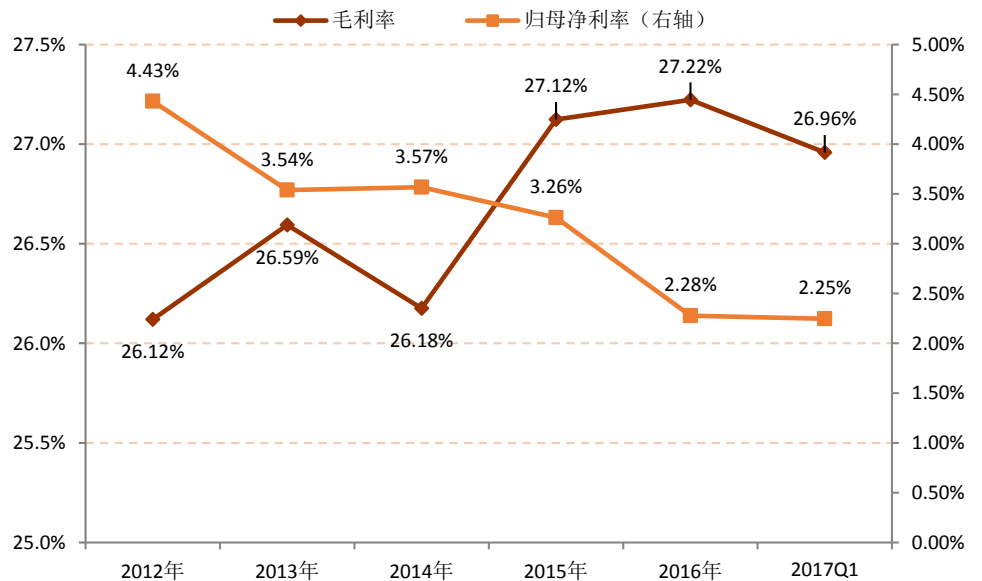
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5486	6322	7124	7958	8889
同比增长	15%	15%	13%	12%	12%
营业利润(百万元)	202	141	165	185	224
同比增长	7%	-30%	17%	12%	21%
净利润(百万元)	179	144	164	180	213
同比增长	5%	-19%	14%	10%	18%
每股收益(元)	0.13	0.11	0.12	0.13	0.16
PE	43.9	54.4	47.8	43.6	37.0
PB	3.9	3.6	4.7	4.4	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券

## 一、毛利率和净利率之间明显的剪刀差

通过对红旗连锁的财务分析,发现公司毛利率和净利率之间的差值近年来逐步扩大。毛利率水平从 2012-2014 年平均的 26.3% 提升到 2015-2016 年平均的 27.17%, 上升近一个百分点。而同时公司的归母净利率不升反降, 由 2012-2014 年 4% 左右的水平下降到 2015-2016 年 3% 左右的水平, 下降了约一个百分点, 毛利率和净利率之间存明显剪刀差。

图 1: 毛利率和净利率之间明显的剪刀差

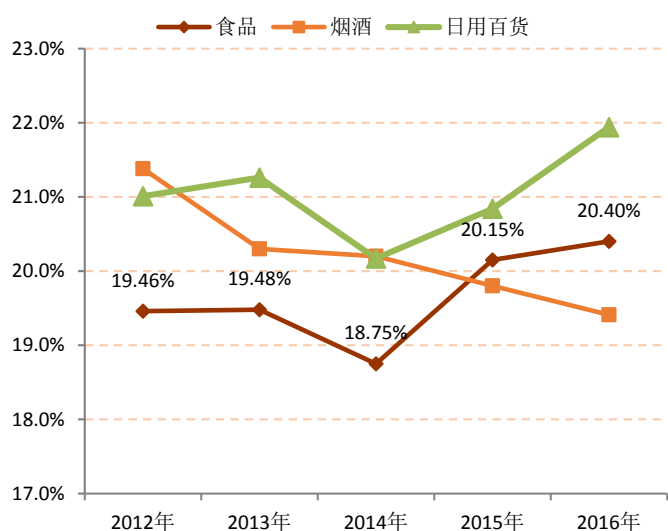


资料来源: 公司年报、招商证券

## 二、毛利率提升受议价能力和增值业务影响

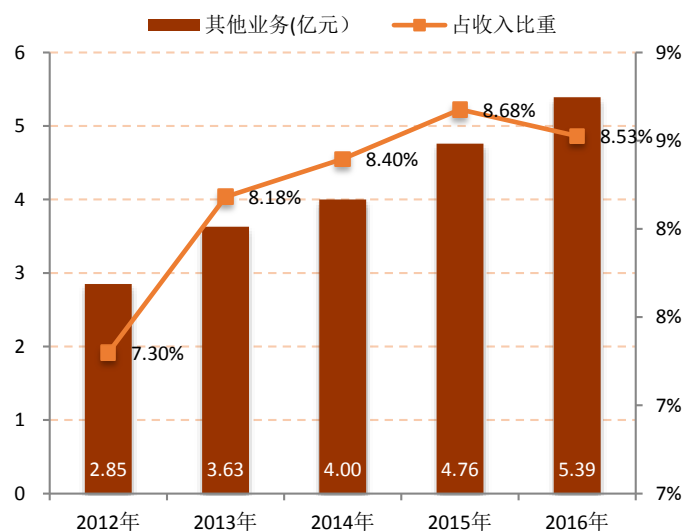
细看毛利情况, 毛利率的提升主要受规模扩张导致的议价能力提升和增值业务拓展的影响。公司在 2015 年对红艳超市、互惠超市、乐山四海超市三家企业进行了收购, 共计给公司新增了 545 家门店, 加之公司 2015 年后自身开店步伐加快, 2015、2016 两年营业收入保持 15% 左右的增长。业务规模提升使得公司对上游供应商的议价能力和商品资源优势增强, 采购成本降低, 从而使得毛利率有所提升, 分品类来看食品和日用百货毛利率提升一个百分点左右, 这部分商品收入占比 2/3 左右, 而烟酒类商品毛利率有所下降。此外公司其他业务收入稳步提升, 占总收入比重整体呈上升趋势, 其他业务中主要是公司依托门店提供的便民增值服务, 包括代收水电气网费、代卖门票、代售彩票等, 由于在目前公司的财务报表中其他业务只贡献营业收入而不产生营业成本, 因此这部分收入的提升也能明显推高毛利率。

图 2: 各产品毛利率变化情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 3: 其他业务收入稳步提升

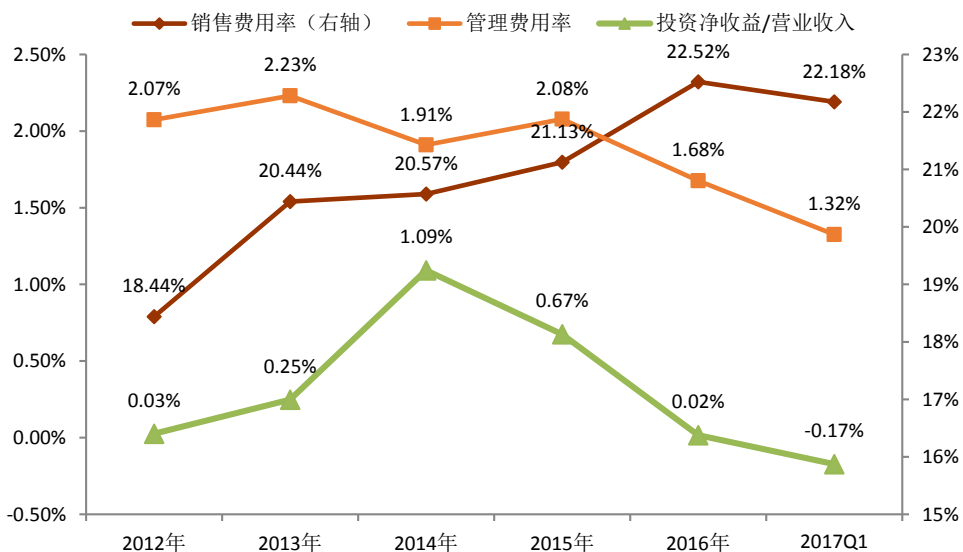


资料来源: 公司年报、招商证券

### 三、净利率下降受销售费用和投资收益影响

造成净利率下降的原因主要是销售费用率的攀升和投资净收益的下降。销售费用率在近几年呈明显上升的趋势, 2012-2014 年平均费用率为 19.82%, 2015-2016 年平均费用率 21.83%, 提升了 2 个百分点左右, 是造成毛利率和净利率之间剪刀差的主要原因。此外公司管理费用率有所降低, 降幅大约 0.5-1 个百分点, 投资净收益在 2016 年出现大幅萎缩, 对净利率的影响大约 0.5-1 个百分点。

图 4: 销售费用率和投资净收益率变化情况

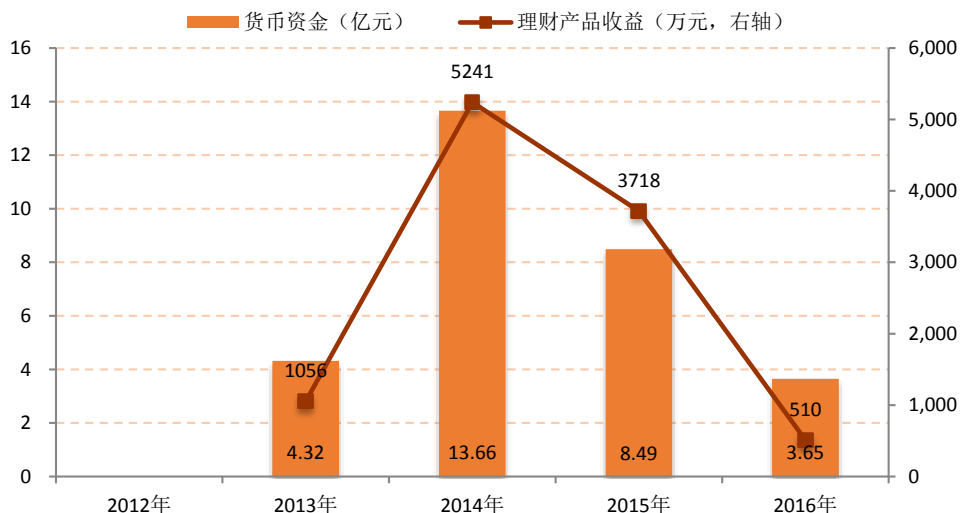


资料来源: 公司年报、招商证券

投资收益下降主要由于发起设立新网银行占用资金, 理财收益减少。公司投资收益主要是用闲置资金购买银行理财产品的收益。2016 年 6 月, 红旗连锁与新希望集团、四川

银米科技作为主发起人设立的四川希望银行（后改名为“四川新网银行”）获得筹建批复，公司以自有资金 4.5 亿参与认购 15% 的股份，这部分资金占用使得公司货币资金较之前显著减少，理财产品的收益也相应下降。

图 5：货币资金减少导致理财产品收益萎缩

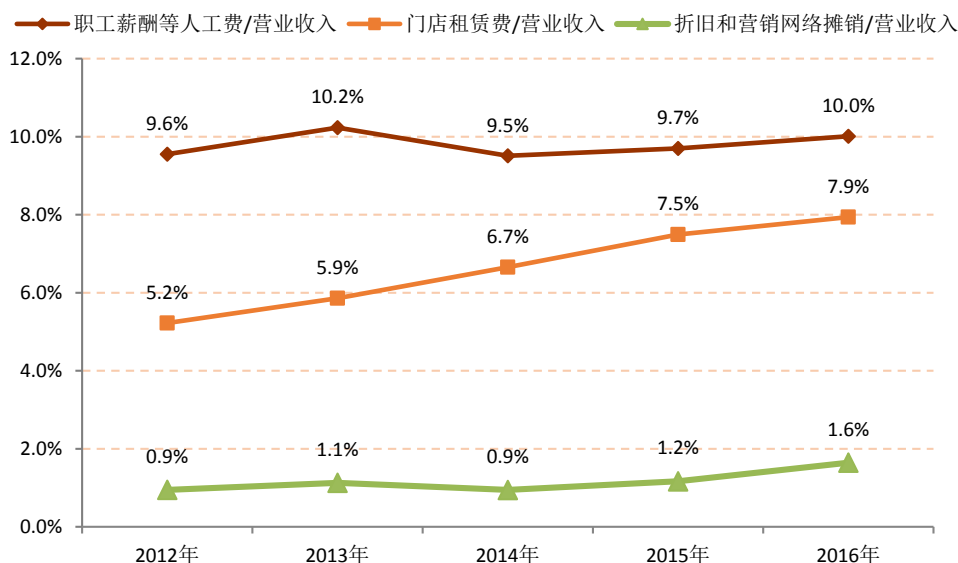


资料来源：公司年报、招商证券

#### 四、门店租赁费用是导致销售费用率提升的主要因素

对销售费用各个子项进行进一步细拆，职工薪酬和门店租赁费用两个子项占销售费用比重较大，其中职工薪酬与营业收入的比例变化不大，而门店租赁费用占营业收入的比例有显著的提高，2015-2016 平均较 2012-2014 平均高出 2 个百分点左右，是造成销售费用率升高的主要原因。此外折旧和营销网络摊销占营业收入的比重也上升了大概 0.5 个百分点，估计主要由于收购公司造成的房产和营销网络等的摊销所致。

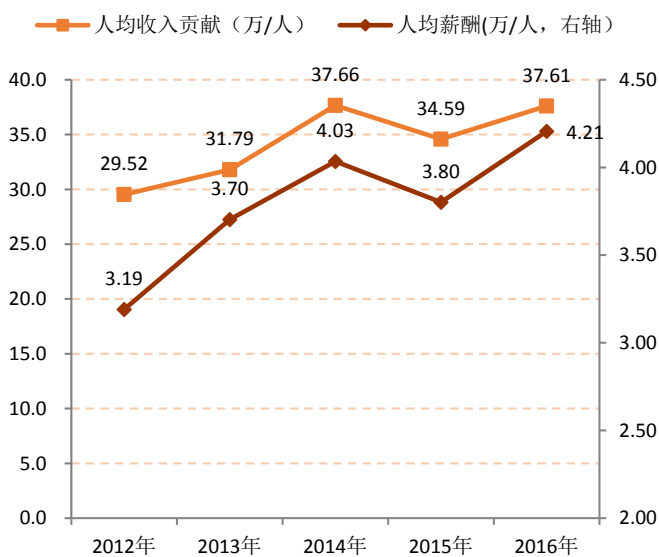
图 6：人工费率变化不大，门店租赁费率显著提升



资料来源：公司年报、招商证券

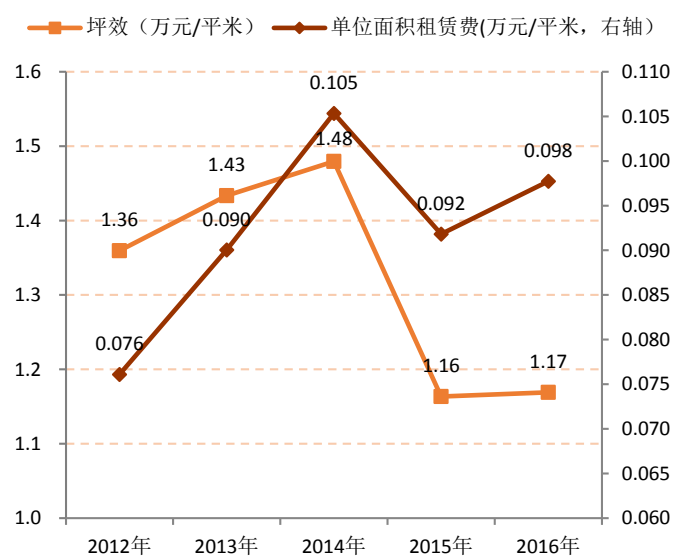
进一步从收入和成本两个角度来分别看员工薪酬和租赁费用。员工方面人均收入贡献和人均薪酬的变化趋势相吻合，因此员工薪酬占营业收入的比重保持稳定，也表明在 2015 年收购三家超市新纳入的员工对整体员工质量和产出效率影响不大。从店铺面积来看，单位面积租赁费基本保持稳定，而单位面积的收入贡献（坪效）明显降低，两者形成剪刀差，因此造成租赁费用占营业收入比重有约 2 个百分点的提升，拉低净利率。可以看出 2015 年后新收购和新开业的店铺培育尚不成熟，产出效率与成熟店铺有明显差距，拖累坪效。也可以预见到，未来随着这批新扩张店铺的逐步培育成熟，坪效可以向既有店铺看齐，有望回升到 2015 年之前每年 1.4 万元/平方米的水平，较之目前有约 20% 的提升空间。

图 7：人均年收入贡献和薪酬变化趋势相吻合



资料来源：公司年报、招商证券

图 8：单位面积年收入与租赁费形成剪刀差



资料来源：公司年报、招商证券

## 五、投资建议

综合来看，红旗连锁的扩张步伐有望继续保持，规模效应将进一步增强对上游供应商的议价能力，另外增值服务仍是公司今年大力拓展的方向，会继续稳步增长，毛利率还有小幅上升空间。净利率与毛利率之间的剪刀差主要由门店租赁费用造成，更深层次原因是门店快速扩张下新收购和新开门店培育不足拉低单位面积产出效率，随着新门店逐步培育成熟，坪效有 20% 左右的提升空间，租赁费用占营业收入的比例也有望回归正常。此外随着公司参与设立的四川新网银行业务发力，前期投入的注册资本逐渐贡献收益。再加之后续摊销因素的消退，预计公司在净利率方面起码还有 2 个百分点的上升空间。

风险提示：新开和新收购门店培育进展不及预期，实体零售表现低迷。

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2012	1829	2207	2465	2891
现金	849	365	580	648	867
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	16	23	14	15	17
其它应收款	40	67	75	84	94
存货	837	1043	1165	1301	1450
其他	270	331	373	416	464
<b>非流动资产</b>	1630	2159	2280	2396	2507
长期股权投资	0	446	446	446	446
固定资产	978	1166	1344	1509	1662
无形资产	433	399	359	323	291
其他	219	149	132	118	108
<b>资产总计</b>	<b>3642</b>	<b>3987</b>	<b>4487</b>	<b>4861</b>	<b>5398</b>
<b>流动负债</b>	1606	1808	2823	3066	3445
短期借款	0	100	928	975	1139
应付账款	1082	1272	1431	1599	1781
预收账款	169	222	250	279	311
其他	356	214	214	214	214
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1606</b>	<b>1808</b>	<b>2823</b>	<b>3066</b>	<b>3445</b>
股本	1360	1360	1360	1360	1360
资本公积金	44	44	44	44	44
留存收益	632	776	260	391	550
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2036	2180	1664	1795	1953
<b>负债及权益合计</b>	<b>3642</b>	<b>3987</b>	<b>4487</b>	<b>4861</b>	<b>5398</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	196	272	339	343	382
净利润	179	144	164	180	213
折旧摊销	92	147	142	148	154
财务费用	8	1	7	7	8
投资收益	(37)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(45)	(21)	31	4	4
其它	(1)	1	(4)	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(652)	(870)	(265)	(265)	(265)
资本支出	(789)	(367)	(266)	(266)	(266)
其他投资	137	(503)	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	(61)	99	141	(10)	102
借款变动	183	785	828	47	164
普通股增加	560	0	0	0	0
资本公积增加	(400)	0	0	0	0
股利分配	(400)	(680)	(680)	(49)	(54)
其他	(4)	(6)	(7)	(7)	(8)
<b>现金净增加额</b>	<b>(517)</b>	<b>(499)</b>	<b>215</b>	<b>68</b>	<b>219</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5486	6322	7124	7958	8889
营业成本	3998	4601	5179	5785	6445
营业税金及附加	46	44	50	55	62
营业费用	1160	1424	1605	1793	2002
管理费用	114	106	120	134	149
财务费用	4	6	7	7	8
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	202	141	165	185	224
营业外收入	16	36	36	36	36
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	216	176	200	219	258
所得税	37	31	35	39	46
<b>净利润</b>	179	144	164	180	213
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	179	144	164	180	213
<b>EPS (元)</b>	0.13	0.11	0.12	0.13	0.16

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	15%	13%	12%	12%
营业利润	7%	-30%	17%	12%	21%
净利润	5%	-19%	14%	10%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.1%	27.2%	27.3%	27.3%	27.5%
净利率	3.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%
ROE	8.8%	6.6%	9.9%	10.0%	10.9%
ROIC	8.0%	5.3%	5.4%	5.7%	6.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.1%	45.3%	62.9%	63.1%	63.8%
净负债比率	0.0%	2.5%	20.7%	20.0%	21.1%
流动比率	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
存货周转率	5.4	4.9	4.7	4.7	4.7
应收帐款周转率	535.2	323.4	390.1	547.7	547.7
应付帐款周转率	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.13	0.11	0.12	0.13	0.16
每股经营现金	0.14	0.20	0.25	0.25	0.28
每股净资产	1.50	1.60	1.22	1.32	1.44
每股股利	0.50	0.50	0.04	0.04	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	43.9	54.4	47.8	43.6	37.0
PB	3.9	3.6	4.7	4.4	4.0
EV/EBITDA	10.3	12.0	8.6	7.9	7.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**许荣聪**，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

**邹恒超**，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。