

强烈推荐-A (维持)

红旗连锁 002697.SZ

目标估值: 9.80 元

当前股价: 5.92 元

2017 年 07 月 25 日

新店培育逐步成熟, Q2 盈利显著好转

基础数据

上证综指	3244
总股本(万股)	136000
已上市流通股(万股)	73141
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	43
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	-4	-24	1
相对表现	-7	-35	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《红旗连锁(002697)——毛利率和净利率之间的剪刀差》2017-05-21
- 2、《红旗连锁(002697)——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

红旗连锁公布 2017 年半年报: 2017 年上半年, 公司实现营业收入 34.33 亿元, 比上年同期增长 11.79%, 归母净利润 0.99 亿元, 比上年同期下降 3.56%, EPS 为 0.07 元/股。随着公司新店逐步培育成熟, Q2 利润水平已有显著改善迹象, 同时便利店业态符合消费趋势, 仍有广阔发展空间, 预计 17/18 年 PE 分别为 49x、45x, 考虑到便利店标的稀缺性, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 坚持门店扩张策略。2017 年上半年, 公司实现营业收入 34.33 亿元, 比上年同期增长 11.79%, 销售收入增长主要来自于门店数量扩张, 截至 2017 年 6 月 30 日, 公司经营门店已达 2713 家, 较去年同期增长 11.32%, 门店增速与收入增速相当, 门店扩张稳步推进, 同时在门店布局 and 商品结构上更为精细化, 6 月公司大数据平台开始启用, 开始有效地对数据资源整合运用。公司上半年归属于母公司的利润 0.99 亿元, 比上年同期下降 3.56%, Q2 净利润同比增长 9.48%, 一改之前连续四个季度下降势头。
- 毛利和净利之间存明显剪刀差。自 2015 年开始红旗连锁门店拓张步伐明显加快, 2015 年连续对 3 家川内超市企业进行收购, 内生门店数量增长也有所加快。由于门店扩张的规模效应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, 加之收购带来的摊销, 设立新网银行造成的资金占用等使净利率有所下降。
- Q2 利润水平明显好转。随着公司规模的一进一步扩张产生规模效益和增值业务业务的进一步拓展, Q2 毛利率超过 28%, 拉高上半年整体毛利率到 27.5%, 保持持续增长态势。而新开与新收购门店的逐渐培育成熟等因素使公司 Q2 销售费用率有所降低, 净利率回升到 3.5%, 相较于 2016Q3-2017Q1 三个季度有明显好转。红旗连锁借助三四线消费升级大趋势和公司在四川市场龙头地位, 公司便利店业态符合消费趋势, 发展仍有广阔的空间, 同时便民增值服务、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 49 倍和 45 倍。
- 风险提示: 便利店培育情况不达预期, 新网银行业务发展缓慢。

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	45.5	53.8	49.3	45.5	37.0
PB	3.9	3.7	4.9	4.5	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司 16Q4 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q2	17Q1	17Q2	同比	环比
营业收入	1484	1736	1696	14.4%	-2.3%
营业毛利	410	468	476	16.1%	1.7%
销售费用	310	385	371	19.8%	-3.58%
管理费用	35	23	24	-33.7%	2.68%
财务费用	1	5	3	320.8%	-28.59%
营业利润	57	47	73	30.7%	58.58%
归属于母公司所有者的净利润	54	39	59	9.48%	50.97%
EPS (元)	0.04	0.03	0.04		

数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业总收入	1323	1462	1410	1587	1484	1645	1606	1736	1696
营业毛利	373	395	386	430	410	432	448	468	476
销售费用	269	314	325	346	310	367	402	385	371
管理费用	26	26	46	21	35	26	24	23	24
财务费用	-2	4	1	0	1	2	3	5	3
营业利润	80	44	22	50	57	32	2	47	73
归属母公司所有者净利润	70	38	24	48	54	33	9	39	59
EPS (元)	0.05	0.03	0.02	0.04	0.04	0.02	0.01	0.03	0.04
<b>主要比率</b>									
毛利率	28.2%	27.0%	27.4%	27.1%	27.6%	26.3%	27.9%	27.0%	28.1%
销售费用率	20.3%	21.5%	23.1%	21.8%	20.9%	22.3%	25.0%	22.2%	21.9%
管理费用率	2.0%	1.8%	3.2%	1.3%	2.4%	1.6%	1.5%	1.3%	1.4%
财务费用率	-0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
营业利润率	6.1%	3.0%	1.6%	3.2%	3.8%	1.9%	0.1%	2.7%	4.4%
有效税率	15.7%	14.9%	27.3%	16.2%	15.7%	13.6%	41.1%	22.0%	15.5%
净利率	5.3%	2.6%	1.7%	3.0%	3.6%	2.0%	0.6%	2.3%	3.5%
<b>YoY</b>									
收入	13.5%	20.1%	20.8%	20.2%	12.1%	12.5%	13.9%	9.4%	14.4%
归属母公司净利润	14.8%	12.0%	-19.6%	0.4%	-22.4%	-13.4%	-61.2%	18.3%	9.48%

数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 红旗连锁历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 红旗连锁历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《红旗连锁 (002697) —毛利率和净利率之间的剪刀差》2017/05/21
- 2、《红旗连锁 (002697) —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

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	0.03	0.02	0.04	0.04	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	45.5	53.8	49.3	45.5	37.0
PB	3.9	3.7	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	10.1	11.8	8.5	7.8	6.9

## 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。