

红旗连锁 (002697.SZ)

净利润下滑 3.56%，扣非净利增长 10.94%，边际改善显著

核心观点:

- 1H17 实现收入 34.33 亿，同比增长 11.79%，实现归母净利 9852 万，同比下滑 3.56%

公司 1H17 实现收入 34.33 亿元，同比增长 11.79%，主要系门店扩张及成熟门店同店增长所致；实现归母净利 9852 万元，同比下降 3.56%，实现扣非净利 9841 万，同比增长 10.94%。2Q17 单季收入增长 14.35%，实现归母和扣非净利增长分别为 9.5% 和 34%，较 1Q17 环比改善显著。预计 2017 年 1-9 月实现归属净利润区间为 1.15 亿至 1.39 亿，同比增长 -15% 至 3%。

报告期内公司：(1) 新开门店 85 家，关闭亏损门店 76 家，并积极调整商品结构，对个别门店提档升级，采用全新的装修风格和门店布局（划出进口商品专区），缩小了部分成熟门店面积。截至 6 月底经营门店合计 2173 家。(2) 不断开拓增值业务种类，新增了摩拜单车战略合作、川航里程扫码付、拉卡拉积分兑换、世纪源通燃气代收、114 平台医院挂号等支付方式、服务项目；(3) 设立成都红旗生态农业公司向产业链上游延伸；(4) 正式启动红旗云大数据平台，提升精细化管理并为供应商和合作伙伴提供数据服务。

- 费用率提升幅度超毛利率导致净利率下滑

2017H1 公司毛利率同比提升 0.17 个百分点至 27.52%，继续呈向上趋势；销售费用率同比提升 0.67 个百分点至 22.02%，主要是门店租金及折旧摊销增长所致；管理费用率同比下滑 0.47 个百分点 1.35%，主要是税费财务科目调整所致；财务费用率同比提升 0.2 个百分点至 0.24%。期间费用率提升幅度（0.4 个百分点）超毛利率导致净利率同比下降 0.46 个百分点至 2.87%。

- 盈利预测及投资建议

公司是成都社区便利店连锁龙头，品牌深入人心，依托线下密集的网点，开展丰富的便民增值业务，引流效果显著并贡献业绩增量。未来还将融入更多服务，打造社区 O2O 平台。此外，2016 年公司公告引入四川发展与中民投，并积极布局民营银行、彩票等新业务，成长空间广阔。预计 17-19 年实现净利润分别为 1.64、1.9 和 2.23 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 49.1、42.3 和 36.2 倍，维持“谨慎增持”评级。

- 风险提示：门店扩张进度放缓，高毛利品类开拓缓慢，控费效果不及预期；

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,486.18	6,321.63	7,279.57	8,312.13	9,346.44
增长率(%)	15.15%	15.23%	15.15%	14.18%	12.44%
EBITDA(百万元)	259.96	292.96	322.80	367.31	389.77
净利润(百万元)	179.22	144.32	163.89	190.31	222.62
增长率(%)	5.26%	-19.47%	13.56%	16.12%	16.98%
EPS(元/股)	0.132	0.106	0.121	0.140	0.164
市盈率(P/E)	58.51	76.14	49.13	42.31	36.17
市净率(P/B)	5.15	5.04	3.44	3.18	2.92
EV/EBITDA	37.07	36.61	24.30	20.41	18.25

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 谨慎增持

当前价格 5.92 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-07-26

分析师：洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

分析师：叶群 S0260516080001

021-60750627

yequn@gf.com.cn

相关研究:

红旗连锁(002697.SZ): 新店培育 2017-04-21

店培育和门店改造致使费用

高企，短期业绩承压

红旗连锁(002697.SZ): 并购整合投入致使利润下滑 2016-08-26

加强服务类收入提升整体经营

效率

【广发商贸-红旗连锁】2015 年报点评: 并购带来收入增长 2016-02-18

期待整合带来效率提升

2017 上半年业绩回顾：扣非净利增长 10.94%，边际改善显著

红旗连锁 2017 上半年实现营业收入 34.33 亿，同比上升 11.79%，主要由门店扩张及成熟门店同店增长所致；实现归属上市公司股东净利润 9852 万元，同比下降 3.56%，扣非净利 9841 万，同比增长 10.94%。2Q17 单季收入增长 14.35%，实现归母和扣非净利增长分别为 9.5% 和 34%，较 1Q17 环比改善显著。预计 2017 年 1-9 月实现归属净利润区间为 1.15 亿至 1.39 亿，同比增长 -15% 至 3%。

报告期内公司：（1）新开门店 85 家，关闭亏损门店 76 家，并积极调整商品结构，对个别门店提档升级，采用全新的装修风格和门店布局（划出进口商品专区），缩小了部分成熟门店面积。截至 6 月底经营门店合计 2173 家。（2）不断开拓增值业务种类，新增了摩拜单车战略合作、川航里程扫码付、拉卡拉积分兑换、世纪源通燃气代收、114 平台医院挂号等支付方式、服务项目；（3）设立成都红旗生态农业公司向产业链上游延伸；（4）正式启动红旗云大数据平台，提升精细化管理并为供应商和合作伙伴提供数据服务。

图1：2017年H1公司收入增速11.79%

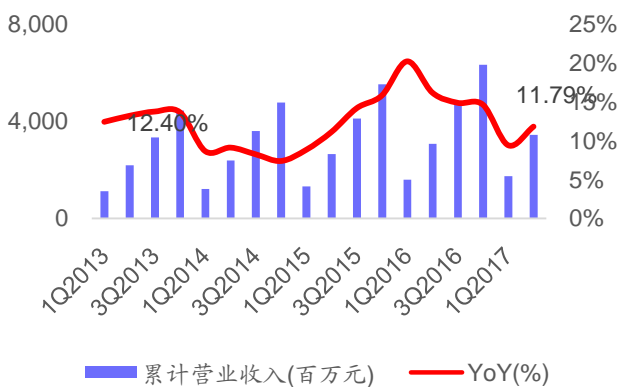
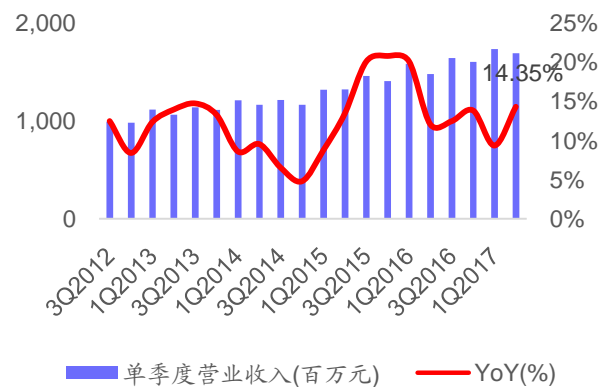


图2：2Q17单季收入增速14.35%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：2017年H1归属净利润同比下滑3.56%

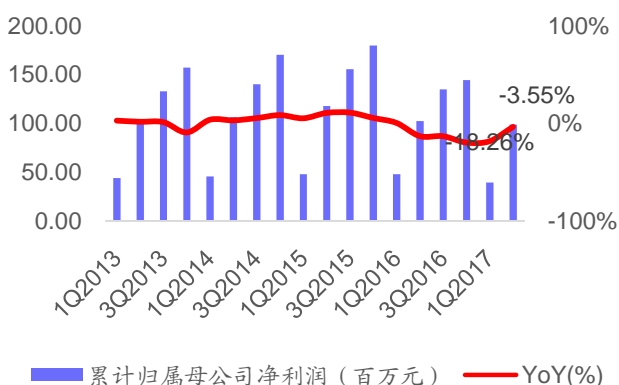
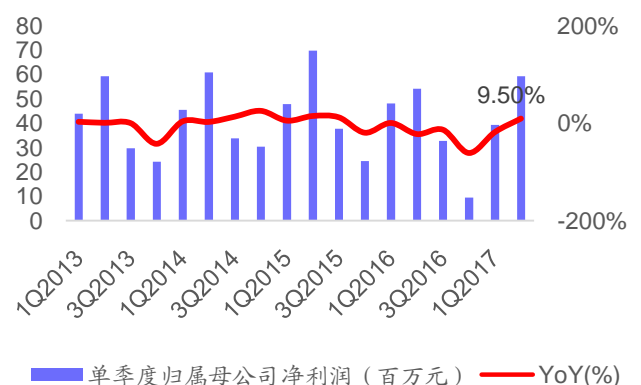


图4：2Q17单季归属净利润增速9.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

费用率提升幅度超毛利率导致净利率下滑

（1）2017上半年公司毛利率同比提升0.17个百分点至27.52%，继续呈向上趋

势；（2）销售费用率同比提升0.67个百分点至22.02%，主要是门店租金及折旧摊销增长所致；（3）管理费用率同比下滑0.47个百分点至1.35%，主要是税费财务科目调整所致；（4）财务费用率同比提升0.2个百分点至0.24%。（5）期间费用率提升幅度（0.4个百分点）超毛利率导致净利率同比下降0.46个百分点至2.87%。

图5：公司毛利率同比提升，2017H1达27.52%

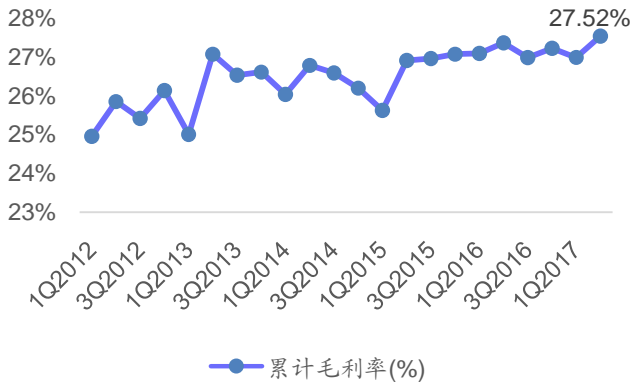
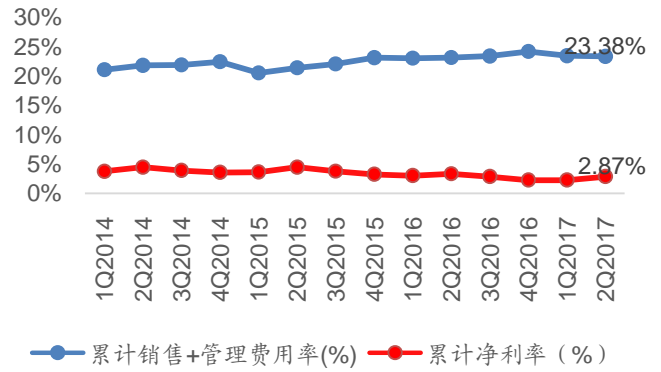


图6：期间费用率大幅攀升，拉低净利率至2.87%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1：各项费用拆分

单位：百万元	2015H1	2016H1	2017H1	2017H1 费用占比	同比增速	
					2016H1	2017H1
人工费用	275.88	354.50	363.54	45.30%	28.50%	2.55%
营收占比	10.43%	11.54%	10.58%			
租金	183.56	212.64	271.37	33.82%	15.84%	27.62%
营收占比	6.94%	6.92%	7.90%			
折旧摊销	30.7	42.57	93.41	11.64%	38.66%	119.43%
营收占比	1.16%	1.39%	2.72%			
运营费用	74.14	90.21	74.16	9.24%	21.68%	-17.79%
营收占比	2.80%	2.94%	2.16%			
销售管理费用	566.45	711.64	802.46		25.36%	12.76%
营收占比	21.42%	23.17%	23.38%			

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

烟酒、食品和低线城市增长较快

分品类观察，日用百货、烟酒、食品上半年增速分别为13.54%、17.10%、17.22%，烟酒及食品增长强劲。分区域观察，上半年主城区、郊县分区、二级市区分别增长13.17%、19.84%、43.42%，低线城市明显增长较快。

表 1：烟酒、食品和低线城市销售增长较快

收入占比	2015H1	2016H1	2017H1	增速	2016H1	2017H1
日用百货	18.98%	19.52%	18.29%	日用百货	13.54%	10.91%
烟酒	27.16%	26.14%	28.54%	烟酒	17.10%	17.30%
食品	53.86%	54.33%	53.17%	食品	17.22%	10.10%

收入占比	2015H1	2016H1	2017H1	增速	2016H1	2017H1
主城区	62.06%	60.31%	60.14%	主城区	13.17%	11.91%
郊县分区	34.61%	35.60%	35.89%	郊县分区	19.84%	13.09%
二级市区	3.32%	4.09%	3.97%	二级市区	43.42%	9.04%

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

公司是成都社区便利店连锁龙头，品牌深入人心，依托线下密集的网点，开展丰富的便民增值业务，引流效果显著并贡献业绩增量。未来还将融入更多服务，打造社区O2O平台。此外，2016年公司引入四川发展与中民投，积极布局民营银行、彩票等新业务，成长空间广阔。预计17-19年实现净利润分别为1.64、1.9和2.23亿，对应17-19年PE分别为49.1、42.3和36.2倍，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

门店扩张进度放缓，高毛利品类开拓缓慢，控费效果不及预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1996	1829	1632	2139	2676
货币资金	849	365	205	553	939
应收及预付	310	356	412	453	489
存货	836	1043	1014	1134	1248
其他流动资产	0	64	0	0	0
非流动资产	1630	2159	2422	2364	2311
长期股权投资	0	446	446	446	446
固定资产	986	1173	1597	1564	1535
在建工程	0	7	7	7	7
无形资产	528	497	372	347	323
其他长期资产	116	36	0	0	0
资产总计	3626	3987	4054	4503	4987
流动负债	1606	1807	1710	1969	2230
短期借款	0	100	0	0	0
应付及预收	1606	1707	1710	1969	2230
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1606	1807	1710	1969	2230
股本	1360	1360	1360	1360	1360
资本公积	44	44	44	44	44
留存收益	632	776	940	1130	1353
归属母公司股东权	2036	2180	2344	2534	2757
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3626	3987	4054	4503	4987

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	196	272	348	447	485
净利润	179	144	164	190	223
折旧摊销	92	147	166	184	178
营运资金变动	-46	-21	40	98	111
其它	-29	1	-22	-26	-27
投资活动现金流	-652	-870	-406	-100	-99
资本支出	-789	-366	-417	-112	-112
投资变动	136	-490	11	12	13
其他	0	-13	0	0	0
筹资活动现金流	-61	99	-102	0	0
银行借款	450	200	-100	0	0
债券融资	-450	-100	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-61	-1	-2	0	0
现金净增加额	-517	-499	-159	347	386
期初现金余额	1366	849	365	205	553
期末现金余额	849	350	205	553	939

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.2	15.2	15.2	14.2	12.4
营业利润增长	7.1	-30.2	26.9	17.4	18.1
归属母公司净利润增长	5.3	-19.5	13.6	16.1	17.0
获利能力(%)					
毛利率	27.1	27.2	27.4	27.9	28.3
净利率	3.3	2.3	2.3	2.3	2.4
ROE	8.8	6.6	7.0	7.5	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	44.1	45.3	42.2	43.7	44.7
净负债比率	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
流动比率	1.24	1.01	0.95	1.09	1.20
速动比率	0.56	0.29	0.15	0.31	0.44
营运能力					
总资产周转率	1.64	1.66	1.81	1.94	1.97
应收账款周转率	535.74	323.58	912.50	1,042.8	1,216.6
存货周转率	5.41	4.90	5.21	5.29	5.37
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.11	0.12	0.14	0.16
每股经营现金流	0.14	0.20	0.26	0.33	0.36
每股净资产	1.50	1.60	1.72	1.86	2.03
估值比率					
P/E	58.5	76.1	49.1	42.3	36.2
P/B	5.2	5.0	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	37.1	36.6	24.3	20.4	18.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5486	6322	7280	8312	9346
营业成本	3998	4601	5284	5996	6697
营业税金及附加	46	44	58	66	75
销售费用	1159	1424	1611	1865	2130
管理费用	114	106	170	201	233
财务费用	4	6	-11	-15	-23
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	1	11	12	13
营业利润	202	141	179	210	248
营业外收入	16	36	20	21	22
营业外支出	2	1	6	7	8
利润总额	216	175	193	224	262
所得税	37	31	29	34	39
净利润	179	144	164	190	223
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	179	144	164	190	223
EBITDA	260	293	323	367	390
EPS(元)	0.13	0.11	0.12	0.14	0.16

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 黄靖凯:** 研究助理, 上海复旦大学经济学硕士, 2015年进入证券行业, 2017年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使 用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。