

2014年08月13日

# 红旗连锁 (002697)

——新开店+促销导致扣非净利下降 19%，拓展增值服务打造本地生活 O2O 平台

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2014年08月12日

收盘价(元)	12.28
一年内最高/最低(元)	18.33/7.84
上证指数/深证成指	2222/7967
市净率	2.6
息率(分红/股价)	1.18
流通A股市值(百万元)	1891

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	4.67
资产负债率%	35.79
总股本/流通A股(百万)	400/154
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《晨会推荐 140806》 2014/08/06  
《红旗连锁(002697)——租金人工刚性上涨制约盈利，O2O 下便利店价值再挖掘》 2014/04/24

### 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

### 联系人

马晓天  
(8621)23297646  
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	4,437	14	157	-10	0.39	26.6	8.8	31	17
2014H1	2,380	9	106	3	0.27	26.8	5.7		
2014E	4,881	10	149	-5	0.37	26.2	8.2	33	18
2015E	5,418	11	154	3	0.38	26.4	8.4	32	18
2016E	6,068	12	157	2	0.39	26.6	8.6	31	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **公司业绩基本符合预期。**公司 14 年 H1 实现收入 23.80 亿，同比增长 9.10%；利润总额 1.25 亿，同比增长 3.42%；归母净利润 1.06 亿，同比增长 3.05%；扣非后归母净利润 8205.42 万元，同比下降 19.37%；加权平均 ROE 为 5.82%，较去年同期减少 0.11 个百分点。EPS 为 0.27 元，基本符合预期。同时，拟每 10 股转增 10 股并分红 0.54 元（含税）。
- **外延扩张+品类优化共促收入增长。**报告期内公司实现营业收入 23.80 亿，同比增长 9.10%。主营业务中，日用百货收入 4.14 亿（占比 17.39%），同比增长 5.54%；烟酒类收入 5.99 亿（占比 25.17%），同比增长 7.63%；食品类收入 11.60 亿（占比 48.74%），同比增长 9.01%。日常消费刚需，受宏观经济和电商分流影响小，同时世界杯对食品饮料销售有所提振，成熟社区店增长明显。门店方面，报告期内新开门店 66 家（共 1506 家），新增面积 9709.38 m<sup>2</sup>。外延扩张持续推进，并计划在省内二线城市提高覆盖率，保障主营业务稳定增长。
- **促销导致各品类毛利率下滑，综合毛利率下降 0.29 个百分点。**公司综合毛利率 26.77%，同比减少 0.29 个百分点。其中，日用百货毛利率 20.57%，同比减少 5.03 个百分点；烟酒类毛利率 20.38%，同比减少 4.14 个百分点；食品类毛利率 19.15%，同比减少 6.36 个百分点。大力促销导致各品类毛利率下滑，反腐导致高端烟酒销量下降，中端烟酒保持稳定，拖累整体毛利率水平。
- **新店费用增加推高销售费用率，减员增效初见成效，投资收益贡献利润增量。**公司期间费用率 21.85%，同比增加 1.05 个百分点，其中，销售费用率 20.41%，同比增加 1.26 个百分点；管理费用率 1.43%，同比减少 0.23 个百分点；财务费用率 0.01%，同比增加 0.02 个百分点。新店开业的租金和宣传费推高销售费用率；公司大力推进减员增效，在外延扩张的同时，实现减员 1500 名，管理费用率下降明显。另外，公司购买理财产品获得投资收益 2574.64 万，同比

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

- 增长 262.29%，贡献利润增量，带动本期净利率 4.46%，同比减少 0.26 个百分点
- **丰富增值服务，打造省内最具优势 O2O 平台。**公司坚持“商品+服务”的差异化策略，门店提供充值、代收费、火车票代售、快递取件等近 60 项增值业务。报告期内新增四川省内旅游景点门票代销、二手房交易信息查询、红旗快餐业务，便民服务提高客流量、稳固收入增长。此外，公司牵手苏宁，“网购商城”、“电子货架”等线上业务与“苏宁易购”对接，在部分店内展示苏宁小家电商品，渠道共享，丰富商品资源，全面打造 O2O 本地化生活圈。
  - **维持盈利预测，维持增持。**公司作为 A 股唯一的便利店上市公司，网店密集、信息系统完善、物流系统能力强大，具有极强的区域优势。未来将继续丰富增值服务，深化合作，打造省内本地化 O2O 平台。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.37、0.38、0.39 元，当前股价对应 PE 为 33 倍、32 倍、31 倍，维持增持。

**表 1：主营业务分行业、分产品、分地区情况（万元）**

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	商业	217203.61	100.00%	201202.05	100.00%	7.95%
	日用百货	41365.63	19.04%	39194.50	19.48%	5.54%
分产品	烟酒	59860.96	27.56%	55619.67	27.64%	7.63%
	食品	115977.02	53.40%	106387.88	52.88%	9.01%
分地区	成都市区	138534.01	63.78%	128452.82	63.84%	7.85%
	郊县分区	73073.34	33.64%	67637.86	33.62%	8.04%
	二级市区	5596.26	2.58%	5111.38	2.54%	9.49%
	合计	217203.61	100.00%	201202.05	100.00%	7.95%

资料来源：公司公告，申万研究

**表 2：销售费用（万元）**

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
职工薪酬等人工费	22609.71	10.41%	22043.66	10.96%	2.57%
门店租赁费	15315.58	7.05%	12250.86	6.09%	25.02%
装修费	567.72	0.26%	897.44	0.45%	-36.74%
折旧费	2216.23	1.02%	2349.07	1.17%	-5.66%
广告费及业务宣传费	4114.56	1.89%	1015.85	0.50%	305.04%
周转材料摊销	355.03	0.16%	246.49	0.12%	44.03%
水电费	1982.83	0.91%	1675.95	0.83%	18.31%
运杂及劳务费等其他费用	1410.90	0.65%	1302.86	0.65%	8.29%
合计	48572.56	22.36%	41782.18	20.77%	16.25%

资料来源：公司公告，申万研究

**表 3：管理费用（万元）**

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
职工薪酬等人工费	1925.68	0.89%	2119.63	1.05%	-9.15%

房产税、印花税等税费	584.23	0.27%	501.11	0.25%	16.59%
商品损耗	160.41	0.07%	154.76	0.08%	3.65%
折旧及摊销费	177.47	0.08%	166.00	0.08%	6.91%
业务宣传费	85.18	0.04%	173.45	0.09%	-50.89%
中介机构服务费	74.60	0.03%	130.47	0.06%	-42.82%
办公费等其他费用	397.29	0.18%	383.94	0.19%	3.48%
合计	3404.86	1.57%	3629.36	1.80%	-6.19%

资料来源:公司公告, 申万研究

**表 4: 公司各季度收入表 (单位: 百万元)**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	0	0	0	0	0
2010	0	0	0	0	0
2011	0	0	884	906	1,790
2012	994	934	995	982	3,905
2013	1,117	1,064	1,142	1,113	4,437
2014	1,214	1,166			

资料来源:公司公告, 申万研究

**表 5: 公司各季度收入增速表**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010					
2011					
2012			12.5%	8.4%	118.1%
2013	12.4%	14.0%	14.8%	13.3%	13.6%
2014	8.6%	9.6%			

资料来源:公司公告, 申万研究

**表 6: 公司各季度净利润表 (单位: 百万元)**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	0	0	0	0	0
2010	0	0	0	0	0
2011	0	0	29	43	72
2012	43	59	30	42	173
2013	44	59	30	24	157
2014	45	61			

资料来源:公司公告, 申万研究

**表 7: 公司各季度净利润增速表**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010					
2011					
2012			2.9%	-2.8%	140.1%

2013	2.8%	0.7%	0.1%	-42.4%	-9.3%
2014	3.7%	2.5%			

资料来源：公司公告，申万研究

**表 8：公司期间费用率变化表**

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	26.77%	27.06%	减少 0.29 个百分点
销售费用率	20.41%	19.15%	增加 1.26 个百分点
管理费用率	1.43%	1.66%	减少 0.23 个百分点
财务费用率	0.01%	-0.01%	增加 0.02 个百分点
期间费用率合计	21.85%	20.81%	增加 1.05 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

**表 9：公司关键财务指标表（单位：百万元）**

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	486	418	16.25%
管理费用	34	36	-6.19%
财务费用	0	0	-314.81%
期间费用	520	454	14.58%
营业收入	2,380	2,182	9.10%
营业成本	1,743	1,591	9.52%
营业税金及附加	20	17	19.02%
毛利率	26.77%	27.06%	-0.29%
净利润	106	103	3.05%
净利率	4.46%	4.73%	-0.26%

资料来源：公司公告，申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。