

# 红旗连锁(002697)

## 收入增长快速，渠道价值凸显

### 推荐（维持）

现价：11.5元

#### 主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.hqls.com.cn
大股东/持股	曹世如/55.35%
实际控制人/持股	曹世如/55.35%
总股本(百万股)	400
流通A股(百万股)	154
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	42.00
流通A股市值(亿元)	16.17
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	38.0

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 20130206-年报点评-收入增速放缓，便民业务值得期待
- 20130823-中报点评-渠道下沉显成效，费用上涨吞噬业绩
- 20131028-季报点评-业绩略低预期，看好门店网络渠道价值

#### 证券分析师

**耿邦昊** 投资咨询资格编号S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

#### 研究助理

**林浩然** 一般从业资格编号S1060112080041  
0755-22627559  
linhaoran074@pingan.com.cn

### 投资要点

**事项：**红旗连锁发布2013年报，全年实现收入44.4亿元，同比增长13.6%；归属母公司净利润1.57亿或EPS=0.39元，同比下降9.5%，净利率3.5%；扣非后净利润为1.36亿元（非经常性损益主要为政府补助1900万元及银行理财收益1056万），同比下降14.0%。公司拟向全体股东每10股派发现金0.52元。

**平安观点：**公司拥有明显的区域供应链资源优势：1) **广泛密集的营业网点**，目前拥有1460家门店，单店辐射范围300-500m；2) **较强的仓储配送能力**。三座配送中心总面积约8万平米，自有车队近200辆，门店平均配送周期两天；3) **发达的信息系统**。增值业务种类达数十种，13年营业额达33.5亿元。相比经济下行与高强度反腐等对公司造成的短期创伤，我们更建议投资者关注公司在线上线下供应链融合过程中的战略性转型机会。

#### ■ 收入端增长快速，酒类销售承压致4Q业绩下滑

若仅考虑收入端表现，年报成绩堪称优秀。全年仅开设新店151家（12年为235家），单季增速分别达12/14/15/13%，好于行业平均及公司历史水平，在需求萎靡的大环境下实属不易。然而，高强度反腐对酒类销售的压制导致公司业绩下滑。我们估算4Q名烟名酒销售同比下滑10%左右（12年同期增速超过15%），毛利率更是大幅下滑5.1个百分点至20.3%，直接造成单季净利润下滑42.9%。此外，渠道下沉过程中新店培育期延长也是业绩不佳的重要原因。

分品类来看，日用百货及食品销售受不利因素影响较轻，销售增长各为12.5%、16.2%，毛利率表现亦稳健；分区域来看，仅郊区取得两位数销售增长，而郊区及二级市区毛利率损伤均超过5个百分点，一方面为烟酒品类销售不佳所致，另一方面可能是公司为保持郊区新店增长进行了较大幅度让利促销。

#### ■ 费率继续大幅上行，管控措施箭在弦上

全年销售+管理费用率达22.7%，同比继续大幅增加2.1个百分点。具体来看，人工及租金费用压力首当其冲，分别上升0.8/0.6个百分点至11.6%/5.9%，其它各费用项增幅均为0.2个百分点，费用顽疾仍束缚公司业绩增长。为应对费用压力，公司去年一线店员净减少超1000人，预计1H14继续减员300-400人后结构将趋于稳定，薪资总额有望保持平稳，一季报有望体现减员成效。

#### ■ 增值业务继续蓬勃发展，渠道价值有望进一步获提升

依托密集的营业网点资源，公司便民增值业务继续蓬勃发展。13年陆续新增EMS收件、顺丰派件、苏宁易购自提、广电收视充值等业务，全年增长业务营业额达33.5亿、同比增长39.3%，实现服务佣金2079万、同比增长43.96%。增值业

	2012A	2013A	2014E	2015E
主营收入(百万元)	3,905	4,437	4,933	5,549
YoY(%)	13.3	13.6	11.2	12.5
净利润(百万元)	173	157	162	178
YoY(%)	1.7	-9.5	3.2	10.0
毛利率(%)	26.1	26.6	26.8	27.0
净利率(%)	4.4	3.5	3.3	3.2
ROE(%)	10.3	8.8	8.3	8.4
EPS(摊薄/元)	0.43	0.39	0.41	0.45
P/E(倍)	24.2	26.7	25.9	23.6
P/B(倍)	1.2	2.4	2.2	2.0

务为公司带来千万量级客流量且增强消费粘性，还能沉淀超过2000万元的净现金流，对公司长期发展具有输血功能。而随着4PL（第四方物流）模式走热，公司渠道价值可能获得进一步提升。

■ **建议关注与京东洽谈进展，维持“推荐”评级**

拥有良好的线下供应链资源，是公司获得产业巨头青睐的核心原因。公司披露正与京东商城洽谈 O2O 合作事宜，若合作达成有望成为网络购物（PC&移动端）线下接口，实现真正意义 O2O。我们看好公司基于供应链资源基础上的战略转型，并建议投资者关注公司流量、周转等先行指标的逐渐改善。维持 14/15 年 EPS 预测 0.41/0.45 元不变，对应 14 年动态 PE=26X，“推荐”评级。

■ **风险提示：**CPI 低位运行抑制同店增速；人工、租金费用率高企；渠道下沉带来经营不确定性；与京东合作无法达成。

公司拥有明显的区域供应链资源优势：1) 广泛密集的营业网点，目前拥有 1460 家门店，单店辐射范围 300-500m；2) 较强的仓储配送能力。三座配送中心总面积约 8 万平米，自有车队近 200 辆，门店平均配送周期两天；3) 发达的信息系统。增值业务种类达数十种，13 年营业额达 33.5 亿元。相比经济下行与高强度反腐等对公司造成的短期创伤，我们更建议投资者关注公司在线上线下供应链融合过程中的战略性转型机会。

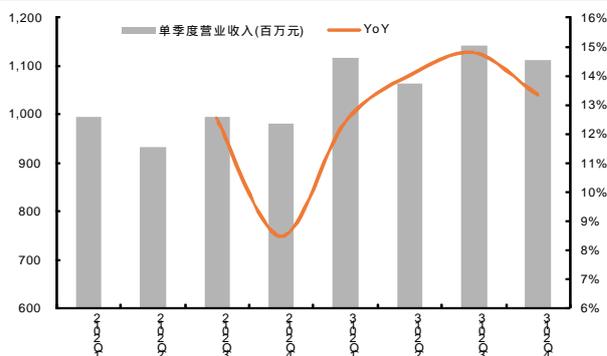
## 一、收入端增长快速，酒类销售承压致 4Q 业绩下滑

红旗连锁发布 2013 年报，实现收入 44.4 亿元、YoY=13.6%；归属母公司净利润 1.57 亿或 EPS=0.39 元、YoY=-9.5%，净利率 3.5%；扣非后净利润为 1.36 亿元（非经常性损益主要为政府补助 1900 万元及银行理财收益 1056 万），同比下降 14.0%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金 0.52 元。

若仅考虑收入端表现，年报成绩堪称优秀。全年仅开设新店 151 家（12 年为 235 家），单季增速分别达 12%/14%/15%/13%，好于行业平均及公司历史水平，在需求萎靡的大环境下实属不易。然而，高强度反腐对酒类销售的压制导致公司业绩下滑。我们估算 4Q 名烟名酒销售同比下滑 10%左右（12 年同期增速超过 15%），毛利率更是大幅下滑 5.1 个百分点至 20.3%，直接造成单季净利润下滑 42.9%。此外，渠道下沉过程中新店培育期延长也是业绩不佳的重要原因。

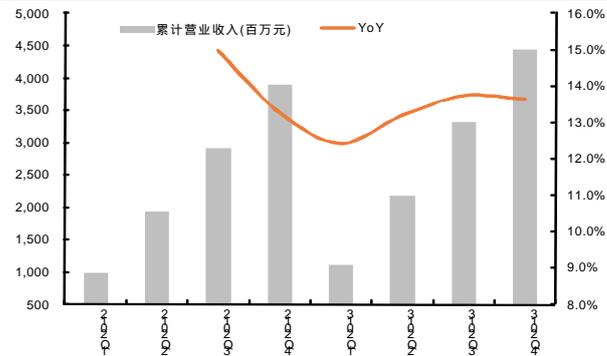
日用百货及食品销售受不利因素影响较轻，销售增长 12.5%/16.2%，毛利率表现亦稳健；分区域来看，仅郊区取得两位数销售增长，而郊区及二级市区毛利率损伤均超过 5 个百分点，一方面为烟酒品类销售不佳所致，另一方面可能是公司为保持郊区新店增长进行了较大幅度让利促销。

图表 1 公司季度收入增速



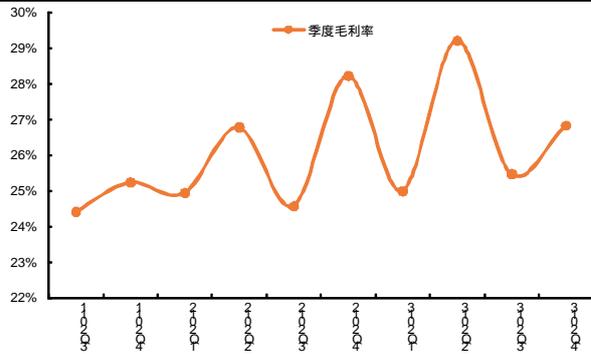
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



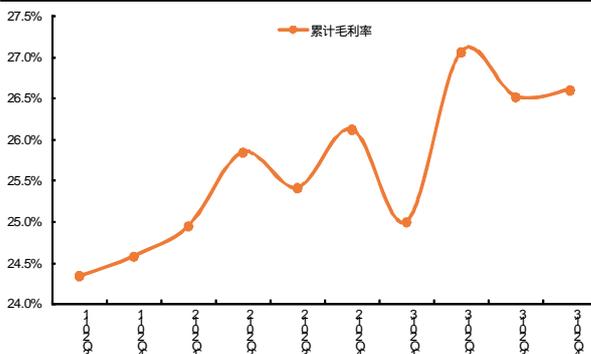
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



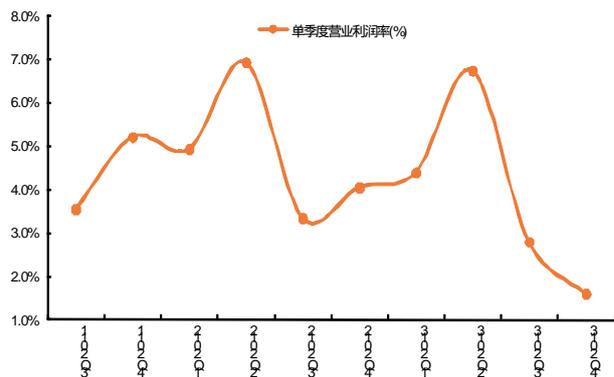
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



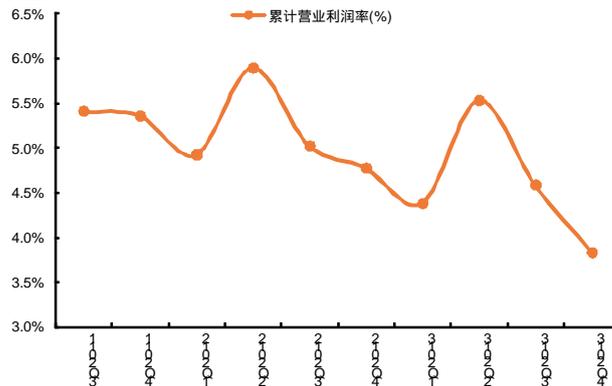
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 公司季度营业利润率



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度累计营业利润率

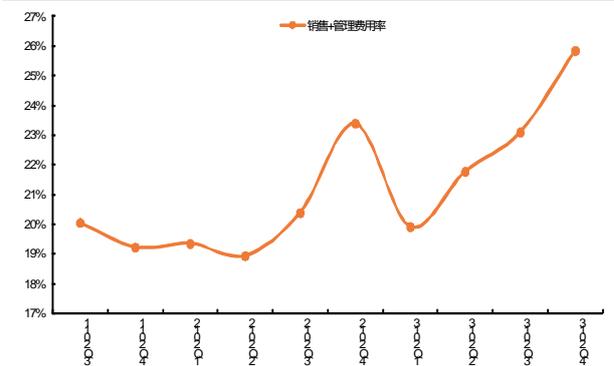


资料来源：wind，平安证券研究所

## 二、费率继续大幅上行，管控措施箭在弦上

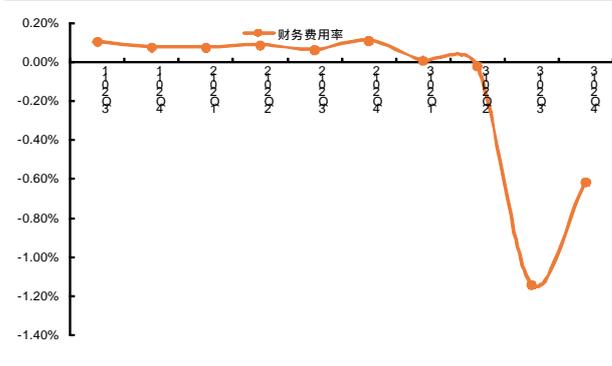
全年销售+管理费用率达 22.7%，同比继续大幅增加 2.1 个百分点。具体来看，人工及租金费用压力首当其冲，分别上升 0.8/0.6 个百分点至 11.6%/5.9%，其它各费用项增幅均为 0.2 个百分点，费用顽疾仍束缚公司业绩增长。为应对费用压力，公司去年一线店员净减少超 1000 人，预计 1H14 继续减员 300-400 人后结构将趋于稳定，薪资总额有望保持平稳，一季报有望体现减员成效。

图表 7 公司季度销售+管理费用率



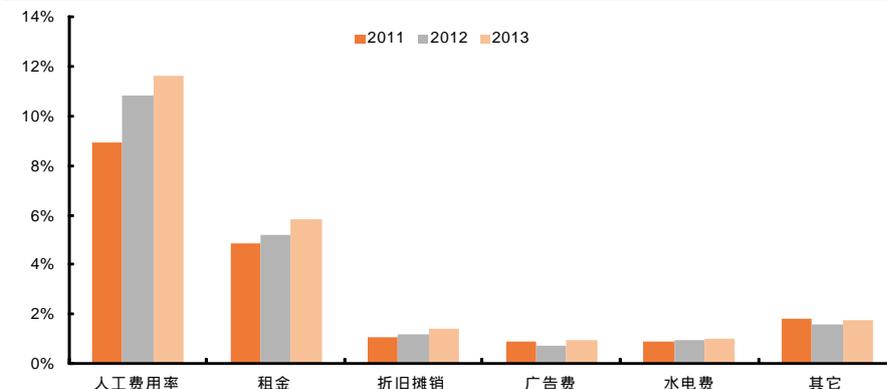
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 8 公司季度财务费用率



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 9 红旗连锁销售+管理费用分拆



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 三、 增值业务继续蓬勃发展，渠道价值有望进一步获提升

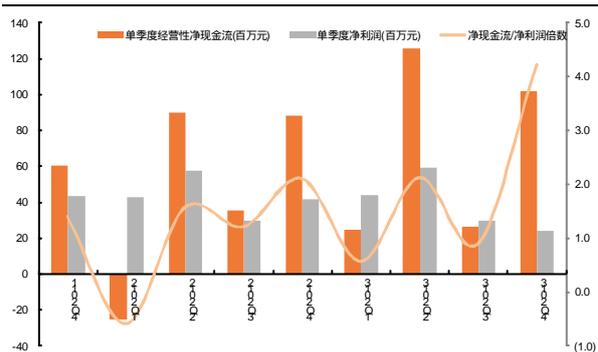
依托密集营业网点资源，公司便民增值业务继续蓬勃发展。13年陆续新增EMS收件、顺丰派件、苏宁易购自提、广电收视充值等业务，全年增长业务营业额达33.5亿、同比增长39.3%，实现服务佣金2079万、同比增长43.96%。增值业务为公司带来千万量级客流量且增强消费粘性，还能沉淀超过2000万元的净现金流，对公司长期发展具有输血功能。而随着4PL（第四方物流）模式走热，公司渠道价值可能获得进一步提升。

图表 10 大多数便民业务划转方式为T+3

项目	委托单位或内容	收费基数	手续费比例	划转方式	结算周期
城市通卡充值	成都城市通卡有限公司	充值额	0.2%	T+3	每月
电信通讯费充值	中国电信	通讯费	1.0%	T+3	每月
移动通讯费充值	中国移动	通讯费	1.2%	T+3	每季
电费代收	成都电业局	电费	0.4%	T+3	每季
燃气费代收	成都城市燃气	气费	0.5%	T+3	每月
拉卡拉业务	信用卡还款	笔	0.3元	不直接收费	每季
拉卡拉业务	拉卡拉银联支付	笔	0.3元	不直接收费	每季
拉卡拉业务	公共实业缴费	笔	0.2元	不直接收费	每季
拉卡拉业务	网上帐户充值	笔	0.3元	不直接收费	每季
拉卡拉业务	手机充值	充值额	1%	不直接收费	每季
拉卡拉业务	游戏点卡	充值额	10%	不直接收费	每季
自来水代收	成都自来水有限责任公司	水费	0.5%	T+3	每月
中国联通	中国联通	通讯费	2.0%	T+3	每月
大丰燃气	成都大丰燃气	大丰气费	0.5%	T+3	每月
铁航机票	铁航网络服务公司	机票		T+3	实时

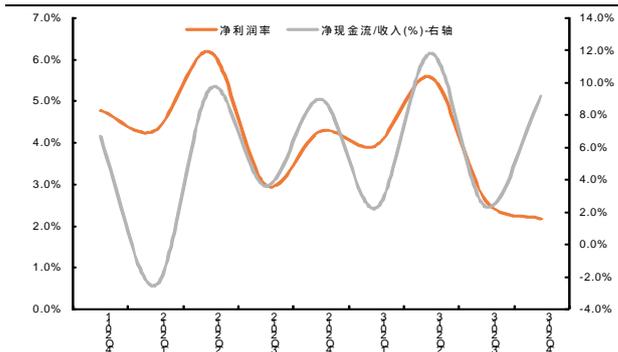
资料来源：红旗连锁招股书，平安证券研究所

图表 11 公司季度经营性现金流&净利润



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 12 公司季度净利率&净现金/收入



资料来源：wind，平安证券研究所

### 四、 建议关注与京东洽谈进展，维持“推荐”评级

拥有良好的线下供应链资源，是公司获得产业巨头青睐的核心原因。公司披露正与京东商城洽谈O2O合作事宜，若合作达成公司有望成为网络购物（PC&移动端）线下接口，实现真正意义O2O。我们

看好公司基于供应链资源基础上的战略转型，并建议投资者关注公司流量、周转等先行指标的逐渐改善。维持 14/15 年 EPS 预测 0.41/0.45 元不变，对应 14 年动态 PE=26X，“推荐”评级。

## 五、 风险提示

- 1、 CPI 低位运行抑制同店增速；
- 2、 人工、租金费用率高企；
- 3、 渠道下沉带来经营不确定性；
- 4、 与京东合作无法达成。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2005	1337	1660	1865
现金	1181	432	493	555
应收账款	4	6	35	39
其它应收款	28	23	49	55
预付账款	171	233	325	365
存货	620	644	758	851
其他	0	0	0	1
<b>非流动资产</b>	647	1524	1599	1675
长期投资	0	0	0	0
固定资产	605	670	740	801
无形资产	14	13	19	31
其他	28	841	840	843
<b>资产总计</b>	2651	2861	3259	3540
<b>流动负债</b>	965	1080	1315	1418
短期借款	0	0	91	54
应付账款	709	791	975	1094
其他	255	289	250	270
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	965	1080	1315	1418
少数股东权益	0	0	0	0
股本	200	400	400	400
资本公积	1044	844	844	844
留存收益	443	538	700	878
<b>归属母公司股东权益</b>	1687	1782	1944	2122
<b>负债和股东权益</b>	2651	2861	3259	3540

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	189	279	108	252
净利润	173	157	162	178
折旧摊销	53	73	60	75
财务费用	3	-20	3	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-949	782	-117	-4
其它	908	-713	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-120	-967	-135	-150
资本支出	-130	-167	-135	-150
长期投资减少	0	0	0	0
其他	10	-800	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	889	-63	88	-40
短期借款增加	0	0	91	-37
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	50	200	0	0
资本公积增加	839	-200	0	0
其他	0	-63	-3	-3
<b>现金净增加额</b>	953	-749	61	62

利润表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3905	4437	4933	5549
营业成本	2885	3257	3610	4050
营业税金及附加	30	35	39	44
营业费用	720	907	997	1124
管理费用	81	99	108	125
财务费用	3	-20	3	3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	11	0	0
<b>营业利润</b>	187	170	176	202
营业外收入	18	20	17	10
营业外支出	1	5	2	2
<b>利润总额</b>	204	185	191	210
所得税	31	28	29	32
<b>净利润</b>	173	157	162	178
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	173	157	162	178
EBITDA	262	199	254	296
EPS (元)	0.43	0.39	0.41	0.45

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	13.3	13.6	11.2	12.5
营业利润(%)	1.0	-8.8	3.6	14.8
净利润(%)	1.7	-9.5	3.2	10.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	26.1	26.6	26.8	27.0
净利率(%)	4.4	3.5	3.3	3.2
ROE(%)	10.3	8.8	8.3	8.4
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	36.4	37.7	40.4	40.1
净负债比率	0.00	0.00	6.91	3.81
流动比率	2.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.4	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	140.9	220.5	60.8	37.8
应付账款周转率	1.0	1.1	1.0	1.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.43	0.39	0.41	0.45
每股经营现金流	0.9	0.7	0.3	0.6
每股净资产	8.4	4.5	4.9	5.3
<b>估值比率</b>				
P/E	24.2	26.7	25.9	23.6
P/B	1.2	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	0.0	7.2	24.3	19.7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82026711

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大  
厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦  
6 楼 601 室

邮编：100031