

红旗连锁(002697)

短期增长受限，长期依然看好

推荐（维持）

现价：10.69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) | 42.76 |
| 流通A股市值(亿元) | 16.46 |
| 每股净资产(元) | 4.45 |
| 资产负债率(%) | 37.7 |

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
- 20140422-年报点评-收入增长快速，渠道价值凸显

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2014年一季度报，1Q实现收入12.1亿元，同比增长8.6%；归属母公司净利润0.45亿或EPS=0.11元，同比增长3.7%，净利率3.7%；扣非后净利润为0.43亿元（非经常性损益主要为政府补助370万元），同比增长2.4%，符合预期。公司预计1-6月净利润增幅区间为（-3%，5%）。

平安观点：经济下行、需求萎缩继续为公司转型带来阵痛，但不可忽视的是公司转型战略越发清晰，近期与苏宁达成战略合作是O2O进程中重要一笔，后续不排除利用线下资源优势同更多电商开展合作。自营网购商城及APP、与电商深度融合（PC端）及联姻互联网企业（移动端），多层次的O2O体系使得公司在向技术型零售企业转型过程中抢尽先机，我们继续看好公司长期发展。

■ 收入端增速趋缓，毛利率恢复正常

受消费环境低迷影响，公司1Q收入增速滑落至8.6%，为近五个季度新低，较去年同期下降3.8个百分点。我们判断，高强度反腐对烟酒消费的压制继续体现至春节周期，而渠道下沉过程中新店培育期延长也是增长受限重要原因，1Q同店增速预计5%以内。毛利率同比提升1个百分点至26.0%，公司并未采取大规模让利方式换取收入增长，毛利率上行很大程度上缓解了公司费用压力。未来毛利率继续提升主要依靠增值业务快速增长及郊区新店经营好转。

■ 费率继续上行，管控成效逐渐体现

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，全年薪资总额有望保持平稳。1Q销售+管理费用率继续增加1.2个百分点至21.1%，但较4Q12的25.2%仍有明显改善。随着结构性减员推进、网购配送等业务逐步展开，公司人员效率有望获得改善。

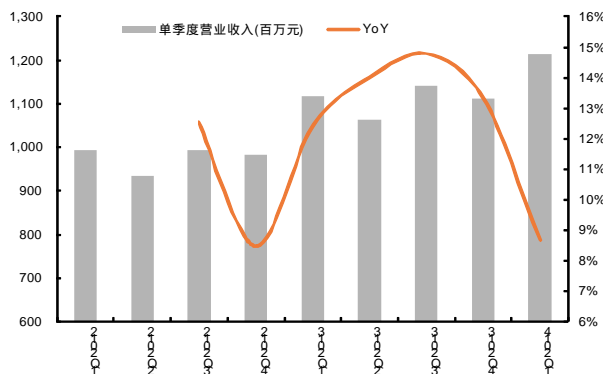
■ 关注公司与电商合作O2O进展，维持“推荐”评级

拥有线下供应链资源优势，是公司吸引电商巨头的核心原因。对电商而言，与公司合作意味着O2O项目快速落地，而公司亦成为网购购物的线下入口，网点渠道价值将彻底重估。公司在目前行业中O2O资质最好并已取得较好进展，继续看好公司战略转型，并建议投资者关注公司与电商合作进展。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。

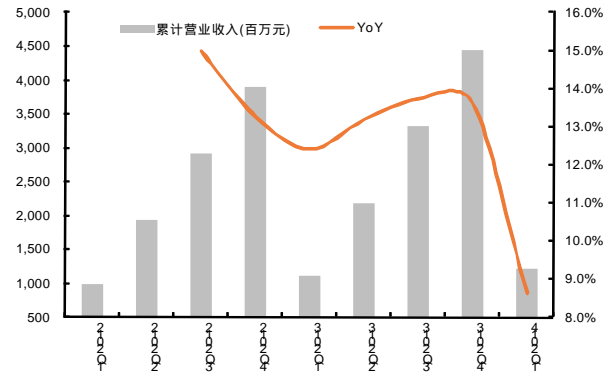
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 3,905 | 4,437 | 4,933 | 5,549 |
| YoY(%) | 13.3 | 13.6 | 11.2 | 12.5 |
| 净利润(百万元) | 173 | 157 | 162 | 178 |
| YoY(%) | 1.7 | -9.5 | 3.2 | 10.0 |
| 毛利率(%) | 26.1 | 26.6 | 26.8 | 27.0 |
| 净利率(%) | 4.4 | 3.5 | 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) | 24.6 | 27.2 | 26.4 | 24.0 |
| P/B(倍) | 1.3 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |

图表 1 公司季度收入增速



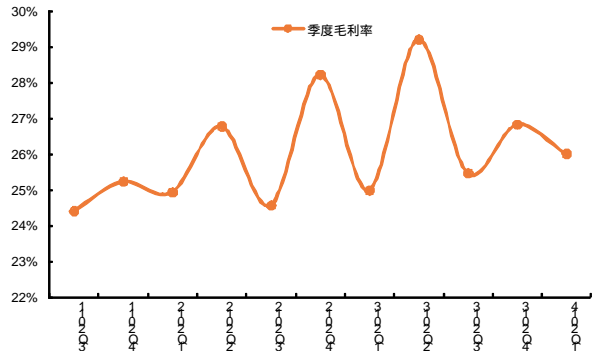
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



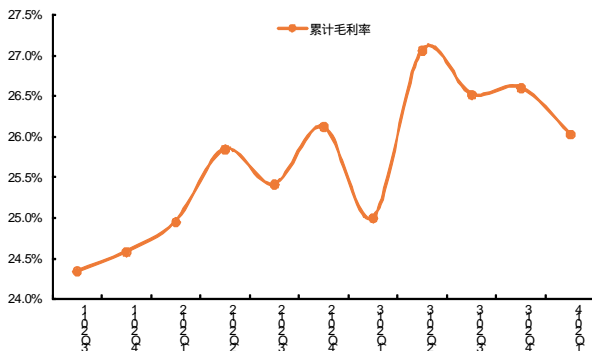
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



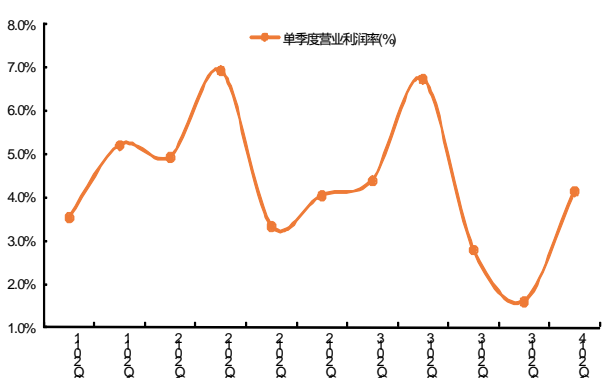
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



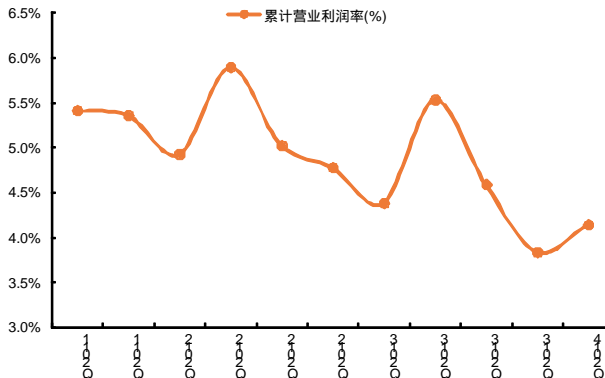
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 公司季度营业利润率



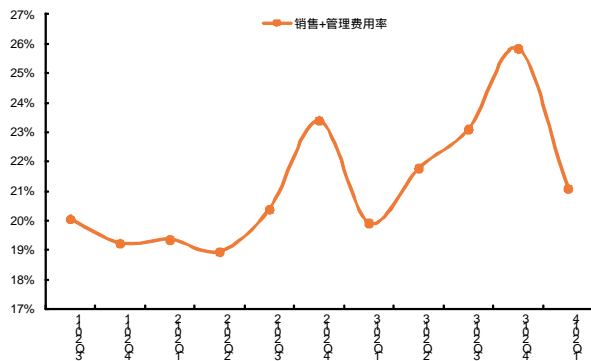
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度累计营业利润率



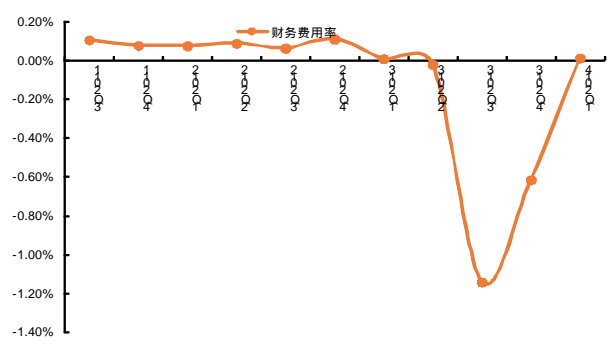
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 7 公司季度销售+管理费用率



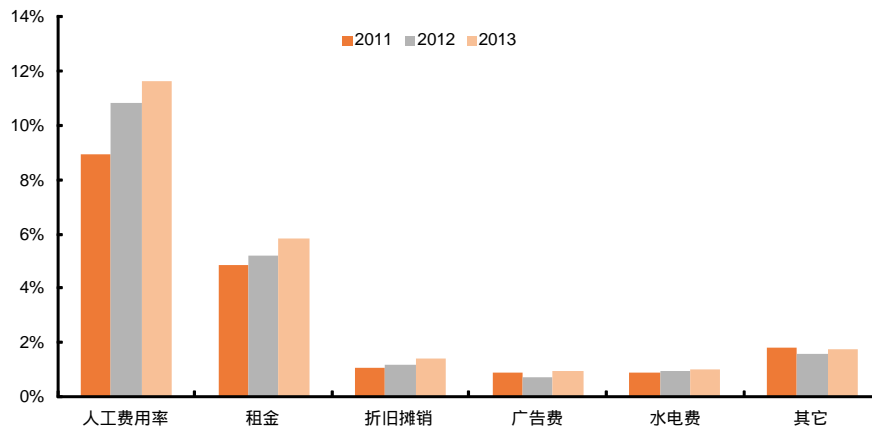
资料来源：wind，平安证券研究所

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



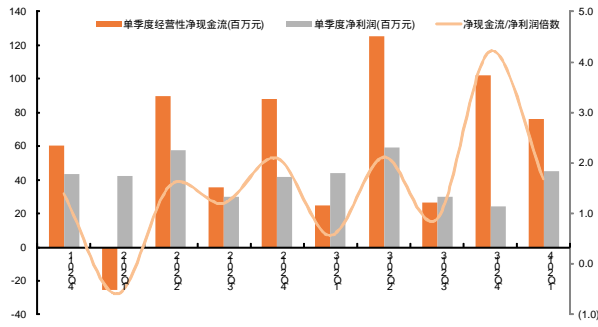
资料来源：Wind，平安证券研究所

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 |

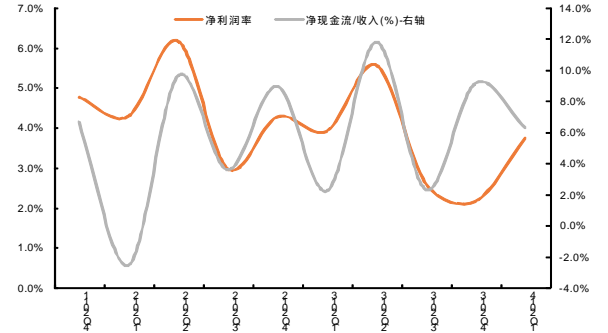
资料来源：红旗连锁招股书，平安证券研究所

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

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 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 |
| 非流动资产 | 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 |
| 资产总计 | 2651 | 2861 | 3259 | 3540 |
| 流动负债 | 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 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 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 |
| 归属母公司股东权益 | 1687 | 1782 | 1944 | 2122 |
| 负债和股东权益 | 2651 | 2861 | 3259 | 3540 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 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 |
| 投资活动现金流 | -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 |
| 筹资活动现金流 | 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 |
| 现金净增加额 | 953 | -749 | 61 | 62 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 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 |
| 营业利润 | 187 | 170 | 176 | 202 |
| 营业外收入 | 18 | 20 | 17 | 10 |
| 营业外支出 | 1 | 5 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 204 | 185 | 191 | 210 |
| 所得税 | 31 | 28 | 29 | 32 |
| 净利润 | 173 | 157 | 162 | 178 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 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 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 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 |
| 获利能力 | | | | |
| 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 | | | | |
| 偿债能力 | | | | |
| 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 |
| 营运能力 | | | | |
| 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 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 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 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 24.6 | 27.2 | 26.4 | 24.0 |
| P/B | 1.3 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 0.0 | 7.3 | 24.7 | 20.0 |

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) 82449257

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