

红旗连锁 (002697) 2016 年三季报点评

并购店尚处培育期，静待业绩拐点

2016 年 10 月 21 日

投资要点

- ❖ **业绩符合预期：**2016 年 1-9 月，公司实现营业收入/归属净利润分别为 47.2 亿/1.3 亿元，同比+15.70%/-12.89%，扣非归属净利润 1.2 亿元，同比-15.70%。2016Q3，营业收入/归属净利润分别为 16.4 亿元/3,269.4 万元，分别同比+12.51%/-13.40%，扣非归属净利润为 2,657.7 万元，同比-18.17%。2016 年 1-9 月，基本 EPS0.10 元，业绩符合预期；同期经营活动现金流净额 4,448.0 万元，同比+123.96%。公司预告 2016 全年归属净利润增速-13.0%~+3.0%。
- ❖ **快速开店关店，门店质量优化；同店保持正增长；增值服务继续扩容：**2016Q3，公司新开 180 余家(2016H：新开 303 家)，关店 20 余家(2016H1：140 家)，净新增约 160 家。截至 2016 年 3 季度末，公司门店总数约 2590 家，较年初净新增约 320 家。目前，公司已签约待装修门店约 100 家，拟签约门店约 30 余家；预计 2016 年末门店总数将突破 2700 家。2016Q3，公司 3 年以上店龄门店同店增速约 1%，1-3 年店龄门店同店增速约 3%。继 2016H 新增医院挂号、洗衣服务、保险积分兑换后，2016Q3 新增交通违章罚款、乡镇级门店水电缴费等增值服务；福利彩票上线门店 500 余家。
- ❖ **毛利率基本平稳，期间费用率提升 1.27pcts 至 23.5%。**前 3 季度，公司综合毛利率微降 0.06pct 至 26.97%；其中，2016Q3 毛利率降 0.76pct，主要原因在于加大生鲜销售占比、政策原因致香烟毛利率下降、“三证合一”(组织机构代码证、税务登记证、营业执照)带来毛利率会计核算暂时性下降。受益于规模效益和供应链提效，生鲜和香烟以外的品类毛利率均有所提升，“三证合一”的影响也将于 2016Q4 消退。前 3 季度，由于快速展店和关店、并购门店仍处提升期，公司销售/管理费用率分别提升 1.22/0.06pcts。
- ❖ **并购门店有望于 2017 年中培育成熟；创新业务开拓中长期增长空间：**经过人员培训和门店改造，收购的互惠、红艳门店平效已提升至红旗门店的 80%左右，预计将于 2017 年中培育成熟；2017 年业绩拐点将现。公司作为主发起人之一的四川希望银行预计将于 2016 年底开业，ATM 机有望全面入驻红旗门店，与现有充值、缴费、支付、彩票等功能结合，以资金沉淀、手续费等方式变现，同时消费金融、供应链金融业务有望全面展开，消费数据+金融数据全面刻画消费者形象，大数据变现前景广阔。
- ❖ **风险提示。**1.新店、并购店培育不达预期；2.规模扩大，管理难度提升。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**维持 2016-18 年营业收入增速预测+16.7%/+9.4%/+8.9%，维持归属净利润增速预测-3.2%/11.9%/15.6%，对应 EPS 为 0.13/0.14/0.16 元。便利店子业态因顺应消费升级、渠道去中心化及线上线下融合趋势而享有高景气度，公司标的具有稀缺性；同时民营银行等业务助力长期发展，维持目标价 8.0 元，对应 2017 年 1.5x PS；维持“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,764	5,486	6,400	7,001	7,620
增长率 YoY%	7.4	15.2	16.7	9.4	8.9
净利润(百万元)	170	179	173	194	224
增长率 YoY%	8.4	5.3	-3.2	11.9	15.6
每股收益 EPS(元)	0.21	0.13	0.13	0.14	0.16
毛利率%	26.2	27.1	27.7	28.2	28.5
净资产收益率 ROE%	8.9	8.8	8.0	8.3	8.9
PE	28	45	46	41	36
PB	2.5	3.9	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	23	39	41	39	34

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 10 月 20 日收盘价



买入 (维持)

当前价：5.88 元

目标价：8.00 元

中信证券研究部

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

执业证书编号：S1010513070005

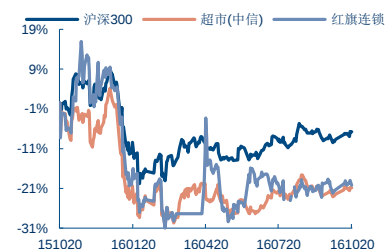
徐晓芳

电话：0755-23835427

邮件：xuxiaofang@citics.com

执业证书编号：S1010515010003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3318.6 点
总股本/流通股本	1360/731.4 百万股
近 12 月最高/最低价	8.56 元/5.08 元
近 1 月绝对涨幅	-0.84%
近 6 月绝对涨幅	-9.26%
今年以来绝对涨幅	-23.73%
12 个月日均成交额	124.91 百万元

相关研究

1. 红旗连锁 (002697) 2016 年中报点评——短期并购阵痛不改长期前景，关注并购店培育(2016-08-26)
2. 红旗连锁 (002697) 重大事项点评——发起民营银行获批，“便利店+金融”如虎添翼(2016-06-14)
3. 红旗连锁 (002697) 重大事项点评——携手四川发展，供应链、网点拓展有望实现跨越(2016-04-18)
4. 红旗连锁 (002697) 重大事项点评——携手四川福彩，利润、客流双丰收

利润表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,764	5,486	6,400	7,001	7,620
营业成本	3,517	3,998	4,626	5,025	5,451
毛利率	26.19%	27.13%	27.72%	28.22%	28.47%
营业税金及附加	40	46	54	59	64
营业费用	980	1,159	1,398	1,553	1,694
营业费用率	20.56%	21.13%	21.84%	22.19%	22.23%
管理费用	91	114	151	164	178
管理费用率	1.91%	2.08%	2.36%	2.35%	2.34%
财务费用	1	4	6	10	8
财务费用率	0.03%	0.07%	0.09%	0.14%	0.10%
投资收益	52	37	24	24	24
营业利润	188	202	189	213	249
营业利润率	3.96%	3.68%	2.95%	3.05%	3.26%
营业外收入	17	16	20	20	20
营业外支出	4	2	5	5	5
利润总额	201	216	204	228	264
所得税	31	37	31	34	40
所得税率	15.40%	17.10%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	170	179	173	194	224
净利率	3.57%	3.27%	2.71%	2.77%	2.94%
每股收益(元)(摊薄)	0.21	0.13	0.13	0.14	0.16

现金流量表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	170	179	173	194	224
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	63	92	63	54	54
营运资金变动	99	-46	-88	22	25
其他	-53	-28	-18	-14	-16
经营现金流	279	196	132	256	287
资本支出	-81	-789	-657	-72	-77
投资收益	52	37	24	24	24
资产变卖	14	0	0	0	0
其他	710	99	-60	0	0
投资现金流	695	-652	-693	-48	-53
财务费用	1	4	6	10	8
新增借款	1	450	74	-20	-20
股息支出	-13	0	-35	-39	-45
其他	-31	-514	-12	-19	-16
融资现金流	-42	-61	33	-68	-73
现金净增加额	933	-517	-528	140	162

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,366	849	321	460	622
存货	643	836	879	955	1,036
应收账款	4	16	19	21	22
其他流动资产	276	310	286	309	334
流动资产	2,289	2,012	1,504	1,745	2,015
固定资产	670	986	1,471	1,488	1,511
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	14	433	508	507	506
其他长期资产	99	211	307	310	313
非流动资产	784	1,630	2,286	2,305	2,330
资产总计	3,072	3,642	3,790	4,050	4,345
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	879	1,082	1,157	1,256	1,363
其他流动负债	299	524	385	411	439
流动负债	1,178	1,606	1,542	1,667	1,802
长期负债	0	0	74	54	34
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	74	54	34
负债合计	1,178	1,606	1,616	1,721	1,836
股本	800	1,360	1,360	1,360	1,360
资本公积	444	44	44	44	44
股东权益合计	1,910	2,036	2,174	2,330	2,509
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债股东权益总计	3,089	3,642	3,790	4,050	4,345

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率(%)					
营业收入	7.4	15.2	16.7	9.4	8.9
营业利润	10.6	7.1	-6.3	12.8	16.7
净利润	8.4	5.3	-3.2	11.9	15.6
利润率(%)					
毛利率	26.2	27.1	27.7	28.2	28.5
EBIT Margin	2.9	3.1	2.7	2.8	3.1
EBITDA Margin	4.2	4.7	3.7	3.6	3.8
净利率	3.6	3.3	2.7	2.8	2.9
回报率(%)					
净资产收益率	8.9	8.8	8.0	8.3	8.9
总资产收益率	5.5	5.3	4.7	4.9	5.3
其他(%)					
资产负债率	38.1	44.1	42.6	42.5	42.3
所得税率	15.4	17.1	15.0	15.0	15.0
股利支付率	7.5	0.0	20.0	20.0	20.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 013 11 2015

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。