



中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师

S1010515010003

核心观点

公司商业主营处于并购、高速扩张后的收获期，大成都及省内地级市仍有广阔展店空间；数字化赋能优化品类、并购 9010 强化堂食经营、加强内控管理推动盈利能力逐季提升；新网银行仍处于快速成长期。

- **收入、净利润增长提速。**2019Q1-Q3 公司实现营业收入/归属净利润 58.9 亿/4.1 亿元，同比+7.8%/+58.7%；其中 2019Q3 营业收入/归属净利润分别为 20.6 亿/1.7 亿元，同比+11.6%/+67.5%。受人力成本、门店租金、税收等费用增加影响，2019Q1-Q3 公司经营性现金流净额 5,114 万元，同比-87.8%。
- **收入增长提速主要来源于：同店高增长、展店加快、9010 超市并表。**2019Q3，推算同店增速约 4%。根据公司官网数据，截至 2019/10/13，公司已开门店共 3028 家，推算 Q3 公司净增门店约 70 家，展店提速（2018A/2019H1 展店 146 家/168 家）。公司收购的 9010 超市均为成熟门店，推算剔除并表 9010 超市的影响，2019Q3 公司收入同比约+8%~+9%。
- **主业、新网银行盈利逐季提速。**2019Q1-Q3 公司持股 15%的新网银行实现净利润 8.4 亿元，贡献投资收益 1.3 亿元；其中 2019Q1/Q2/Q3 新网银行分别贡献投资收益 2,651 万/4,352 万/5,592 万元（2018A 5,529 万元）。剔除新网银行贡献投资收益，2019Q1-Q3 公司商业主营实现净利润 2.8 亿元，同比+27.3%；其中 2019Q3 主业归属净利润约 1.1 亿元，同比+30.6%（2019Q1/Q2 分别同比+15.2%/+30.4%）。
- **受促销影响毛利率微降，加强内部管控销售费用率同比-1.00pct。**受暑期、中秋促销力度加大影响，2019Q3 公司毛利率同比-0.12pct 至 29.72%。公司加强内部管控，2019Q3 销售费用率同比-1.00pct 至 21.59%。媒体报刊宣传费及建国 70 周年活动费增加，2019Q3 公司管理费用率同比+0.35pct 至 1.59%。
- **科技赋能，强化生鲜，大成都及省内地级市展店加速。**红旗云大数据平台助力精准选址、选品、营销进一步提升效率。公司持续推进与永辉生鲜深度合作，改造后门店销售额提升 20%~30%，预计 2019 年末生鲜门店将达到 300 家；公司收购 9010 超市弥补堂食短板，2019 年生鲜功能预计将从引流变为贡献盈利。公司加快大成都及省内地级市门店拓展，预计全年展店约 300 家。
- **风险因素：**新店扩张、生鲜业务进展不达预期；行业竞争加剧。
- **投资建议：**考虑 9010 超市并表，上调公司 2019-2021 年营业收入预测为 78.2 亿/82.9 亿/87.7 亿元（原为 76.8 亿/80.8 亿/85.5 亿），维持归属净利润预测为 5.2 亿/6.8 亿/8.7 亿元，对应 EPS 0.38/0.50/0.64 元，维持“买入”评级。

红旗连锁	002697
评级	买入（维持）
当前价	8.10 元
总股本	1,360 百万股
流通股本	1,078 百万股
52 周最高/最低价	8.1/4.61 元
近 1 月绝对涨幅	13.29%
近 6 月绝对涨幅	39.15%
近 12 月绝对涨幅	76.04%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,939	7,220	7,823	8,292	8,773
增长率 YoY%	9.8	4.1	8.3	6.0	5.8
净利润(百万元)	165	323	520	675	870
增长率 YoY%	14.3	95.7	61.2	29.8	28.9
每股收益 EPS(元)	0.12	0.24	0.38	0.50	0.64
毛利率%	27.7	29.4	30.4	31.0	31.4
净资产收益率 ROE%	7.1	12.4	17.3	19.2	20.9
PE	66	34	21	16	13
PB	4.7	4.2	3.6	3.1	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

表 1：红旗连锁业绩拆分

指标	主体	2018	2019E	2020E	2021E
归属净利润 (亿元)	上市公司	3.23	5.20	6.75	8.70
	商业主营	2.67	3.34	3.98	4.54
	新网银行投资收益	0.55	1.86	2.78	4.16
增速	上市公司	95.7%	61.2%	29.8%	28.9%
	商业主营	40.5%	25.0%	19.0%	14.1%
	新网银行	-	236.3%	49.3%	50.0%
净利率	净利率-公司	4.5%	6.6%	8.1%	9.9%
	净利率-主营	3.7%	4.3%	4.8%	5.2%
对应 PE	对应上市公司	33.8	20.9	16.1	12.5
	对应商业主营	40.7	32.6	27.4	24.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,939	7,220	7,823	8,292	8,773
营业成本	5,015	5,100	5,448	5,725	6,019
毛利率	27.72%	29.36%	30.36%	30.96%	31.39%
营业税金及附加	39	42	55	58	61
营业费用	1,543	1,616	1,781	1,885	1,989
营业费用率	22.23%	22.38%	22.77%	22.73%	22.67%
管理费用	98	131	150	158	165
管理费用率	1.41%	1.81%	1.92%	1.90%	1.88%
财务费用	17	9	-29	-44	-61
财务费用率	0.25%	0.13%	-0.37%	-0.52%	-0.70%
投资收益	-21	57	194	283	421
营业利润	213	374	612	793	1,022
营业利润率	3.07%	5.18%	7.82%	9.57%	11.64%
营业外收入	2	3	3	4	5
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	214	373	612	794	1,024
所得税	49	51	92	119	154
所得税率	22.85%	13.59%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	165	323	520	675	870
净利率	2.38%	4.47%	6.65%	8.14%	9.92%
每股收益(元)(摊薄)	0.12	0.24	0.38	0.50	0.64

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	888	1,115	1,427	2,055	2,845
存货	1,056	991	1,035	1,088	1,144
应收账款	25	30	33	35	37
其他流动资产	333	689	716	737	759
流动资产	2,302	2,826	3,210	3,914	4,784
固定资产	1,159	1,103	1,106	1,132	1,128
长期股权投资	421	476	476	476	476
无形资产	355	308	259	210	161
其他长期资产	72	81	95	55	40
非流动资产	2,006	1,968	1,936	1,873	1,805
资产总计	4,308	4,794	5,146	5,787	6,589
短期借款	200	201	0	0	0
应付账款	1,260	1,199	1,307	1,374	1,445
其他流动负债	530	779	834	902	981
流动负债	1,989	2,180	2,141	2,276	2,425
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	1,989	2,180	2,141	2,276	2,425
股本	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
资本公积	44	44	44	44	44
股东权益合计	2,319	2,613	3,003	3,509	4,162
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债股东权益总计	4,308	4,794	5,146	5,787	6,589

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	165	322	520	675	870
少数股东损益	0	-1	0	0	0
折旧和摊销	187	175	123	123	123
营运资金变动	85	191	90	59	69
其他	43	-26	-223	-326	-483
经营现金流	480	662	510	531	580
资本支出	-94	-100	-90	-60	-55
投资收益	4	1	194	283	421
资产变卖	9	-2	0	0	0
其他	59	-300	0	0	0
投资现金流	-22	-401	104	223	366
财务费用	17	9	-29	-44	-61
新增借款	250	201	-201	0	0
股息支出	29	72	-130	-169	-218
其他	-229	-316	58	87	122
融资现金流	67	-34	-302	-125	-156
现金净增加额	524	227	311	628	790

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	9.8	4.1	8.3	6.0	5.8
营业利润	51.4	75.3	63.7	29.6	28.8
净利润	14.3	95.7	61.2	29.8	28.9
利润率 (%)					
毛利率	27.7	29.4	30.4	31.0	31.4
EBITMargin	3.5	4.6	5.0	5.6	6.1
EBITDAMargin	6.2	7.0	6.5	7.1	7.5
净利率	2.4	4.5	6.6	8.1	9.9
回报率 (%)					
净资产收益率	7.1	12.4	17.3	19.2	20.9
总资产收益率	3.8	7.1	10.5	12.4	14.1
其他 (%)					
资产负债率	46.2	45.5	41.6	39.3	36.8
所得税率	22.8	13.6	15.0	15.0	15.0
股利支付率	17.3	22.4	25.0	25.0	25.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	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
	行业评级	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

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。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析师的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（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 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。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) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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 2019 版权所有。保留一切权利。