

# 红旗连锁 (002697)

证券研究报告  
2019年07月22日

## 四川便利店龙头，内生外延&永辉赋能加速发展

四川省内便利店龙头，“商品+服务”构筑差异化竞争优势。公司是四川省便利店龙头，现已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁企业。截止2018年底，公司共有门店2817家，门店分布在四川省的八座城市，2018年公司进店消费人次超4亿。公司一直坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，一直致力于为消费者提供安全的商品和更多便捷性服务。截止2018年底，公司实现增值业务收入62.79亿元，较上年同期增长2.08%。公司目前增值服务主要包括充值缴费、消费支付、代售买票、其他生活服务等各类别，增值服务项目已经超过80项。

内生外延提升公司市占率，新网银行贡献投资收益增厚业绩。公司一方面自己加速新开门店，2018年公司新开门店146家，关闭门店59家。另一方面，公司近年来不断外延并购提升市占率，①2015年3月，公司收购了成都红艳超市125家门店；②2015年6月，公司收购互惠超市388家门店；③2015年10月，公司收购了乐山四海超市32家门店；④2019年4月，公司收购成都市9010便利店资产。同时，公司联合新希望集团、银米科技设立的四川新网银行，新希望集团、银米科技、红旗连锁三者持股比例分别为30%、29.5%和15%。新网银行自2018年开始贡献投资收益，2018年新网银行净利润为3.68亿元，贡献投资收益0.55亿。截止2019Q1，新网银行实现净利润1.8亿元，贡献投资收益0.27亿元，盈利能力进一步增强。

永辉持股21%成为第二大股东，永辉加速生鲜供应链&门店改造赋能。公司实际控制人曹世如持有公司24.08%股份，曹俊持股3.55%，同时引入永辉超市、中民财智和四川三新，集合多方资源优势。永辉超市持股21.00%，成为第二大股东。永辉深耕超市行业多年，以生鲜为核心竞争力加速向全国拓展。随着永辉成为公司第二大股东，永辉在供应链、门店升级、商品品类调整、社区增值服务等给予公司大力支持。截止2018年底，公司携手永辉团队打造的生鲜型便利店已突破100家，后续改造升级计划正有序推进中，预计2019年生鲜门店新增300家。

公司是四川省内便利店龙头，加速新开门店&外延并购提升市占率，永辉赋能发力生鲜供应链，新网银行增厚业绩。综合预计2019-2021年净利润分别为4.60/5.59/6.31亿，当前市值对应19.44/15.97/14.17xPE。公司主业EPS0.26元，结合A股超市相关上市公司2019年平均PE估值30倍，给予公司主业2019年30倍PE，对应目标价7.72元，给予买入评级。

风险提示：门店拓展不及预期，跨区域拓展不确定性，生鲜拓展不及预期，新网银行投资收益不及预期，行业竞争激烈

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.47元
目标价格	7.72元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,360.00
流通A股股本(百万股)	986.43
A股总市值(百万元)	8,799.20
流通A股市值(百万元)	6,382.17
每股净资产(元)	1.98
资产负债率(%)	41.84
一年内最高/最低(元)	6.75/4.44

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
马松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120001	
masong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《红旗连锁-年报点评报告:开店费用增加致业绩承压,打造“连锁+互联网+金融”新商业模式》 2017-03-21

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,938.94	7,220.02	7,596.18	8,020.81	8,477.99
增长率(%)	9.77	4.05	5.21	5.59	5.70
EBITDA(百万元)	352.70	503.84	630.00	741.72	820.89
净利润(百万元)	164.93	322.71	459.54	559.43	630.76
增长率(%)	14.28	95.66	42.40	21.74	12.75
EPS(元/股)	0.12	0.24	0.34	0.41	0.46
市盈率(P/E)	54.18	27.69	19.44	15.97	14.17
市净率(P/B)	3.85	3.42	2.99	2.60	2.27
市销率(P/S)	1.29	1.24	1.18	1.11	1.05
EV/EBITDA	22.47	11.93	12.10	8.99	7.82

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 四川省便利店龙头内生外延加速发展， “商品 + 服务” 构筑差异化竞争优势.....	4
1.1. 四川省内便利店龙头， 中国便利店百强第六位 .....	4
1.2. 公司内生外延提升市占率， 新网银行贡献投资收益增厚业绩 .....	4
1.2.1. 公司快速拓店巩固成都市龙头地位， 省内仍有较高增长空间 .....	4
1.2.2. 外延收购优化门店网点布局， 助力 IMP&O2O 战略落地实施 .....	6
1.3. 公司 “商品 + 服务” 构筑差异化竞争优势， 增值业务快速发展 .....	7
1.4. 新网银行盈利模式逐渐成熟， 贡献稳定的投资收益 .....	8
2. 永辉持股 21%成为第二大股东， 永辉赋能生鲜供应链&新零售 .....	9
2.1. 公司引入三大战略股东， 永辉持股 21%成为第二大股东 .....	9
2.2. 永辉赋能生鲜供应链， 门店升级改造有序推进 .....	11
3. 公司营业收入微增， 盈利情况持续改善 .....	11
3.1. 营业收入微增， 投资收益增厚归母净利润 .....	11
3.2. 毛利率&净利率持续提升， 公司效益同比改善 .....	12
3.3. 现金流充沛为内生外延打下坚实基础 .....	13
3.4. 前期整合效果显现， 坪效&人效回归高位水平 .....	13
4. 盈利预测 .....	14

## 图表目录

图 1: 红旗连锁发展历程 .....	4
图 2: 超市、便利店、百货店商品销售额增速 .....	4
图 3: 2017 年我国人均 GDP 达到 8827 美元 .....	5
图 4: 中国便利店行业销售额 .....	5
图 5: 2019 年中国城市便利店发展指数排名前十城市 .....	5
图 6: 中国城市便利店饱和度排名前十城市 .....	5
图 7: 红旗连锁门店数量增长情况 (家) .....	6
图 8: 红旗连锁便利店分布 (家) .....	6
图 9: 成都市玖零壹零便利店股权结构 .....	7
图 10: 2014-2018 年公司增值服务占营业总收入比重在 85%-92%之间 .....	7
图 11: 公司增值服务超过 80 项 .....	8
图 12: 公司已开展增值服务的门店 (家) .....	8
图 13: 新网银行股权结构 .....	9
图 14: 公司投资净收益 .....	9
图 15: 公司股权结构 .....	10
图 16: 红旗连锁 (海昌路店) 打造 “商品+生鲜+服务” 的社区生活店新业态 .....	11
图 17: 公司 2019Q1 营业收入同比增长 2.69% .....	12
图 18: 公司 2019Q1 归母净利润同比增长 45.71% .....	12
图 19: 公司 2019Q1 综合毛利率持续提升至 29.89% .....	12

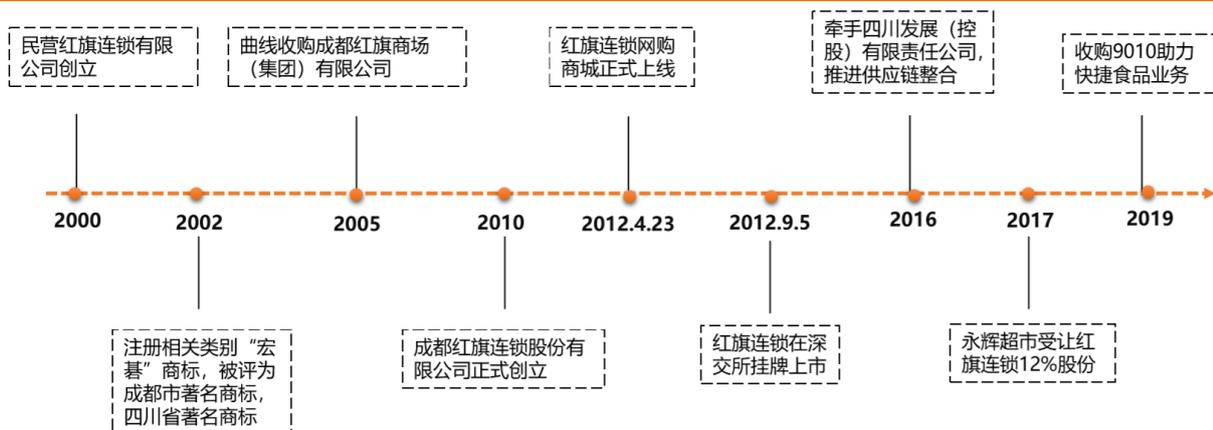
图 20: 公司 2019Q1 净利率为 4.18%.....	12
图 21: 公司期间费用同比提升 2.41pct 至 26.26%.....	13
图 22: 2019Q1 公司经营活动净现金流为-2.14 亿元.....	13
图 23: 公司货币资金充沛 (亿元) .....	13
图 24: 公司坪效自 2015 年以来持续提升 (万元/平米) .....	14
图 25: 公司人效自 2015 年以来持续提升 (万元/人) .....	14
表 1: 公司收购情况梳理.....	6
表 2: 公司三大战略股东简介.....	10
表 3: 盈利预测.....	14
表 4: A 股超市上市公司估值表.....	14

# 1. 四川省便利店龙头内生外延加速发展，“商品+服务”构筑差异化竞争优势

## 1.1. 四川省内便利店龙头，中国便利店百强第六位

公司是四川省便利店龙头，已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁企业。公司创建于2000年6月，公司整体变更为成都红旗连锁股份有限公司；2012年，红旗连锁网购商城上线；2015年，公司相继收购了成都红艳超市、互惠超市、乐山四海超市及物流资产；2017年，永辉超市受让公司12%的股份，成为公司第二大股东；2019年4月，公司拟收购成都市9010便利店。截止目前，公司便利店门店数达2900+家，门店分布在四川省的8个城市，其中95%的便利店分布在成都市。在中国连锁经营协会发布的2019年中国便利店百强名单中，公司位列第六位。

图 1：红旗连锁发展历程



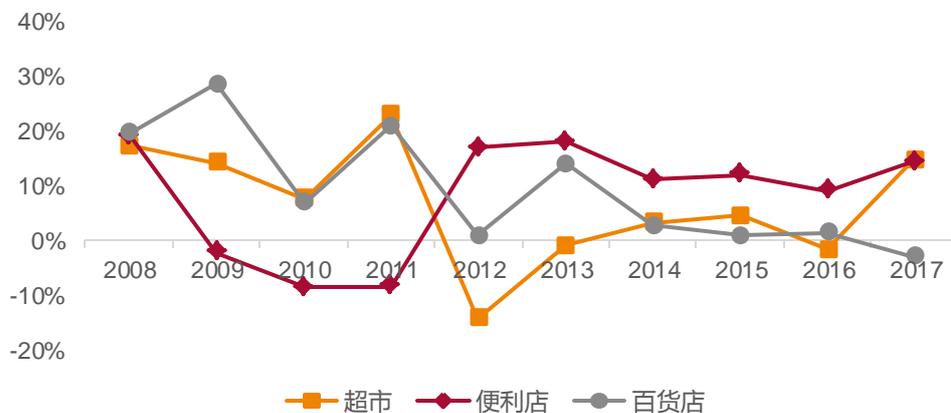
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.2. 公司内生外延提升市占率，新网银行贡献投资收益增厚业绩

### 1.2.1. 公司快速拓店巩固成都市龙头地位，省内仍有较高增长空间

便利店由于便捷、高频刚需等优势，销售额增速超过超市和百货。受国内经济增速放缓、电商冲击等影响，实体零售业增速呈现下滑趋势。相较于其他业态，便利店更加便捷、贴近消费者，便利店的商品多为刚需高频，自2012年便利店商品销售额增速超过超市和百货。

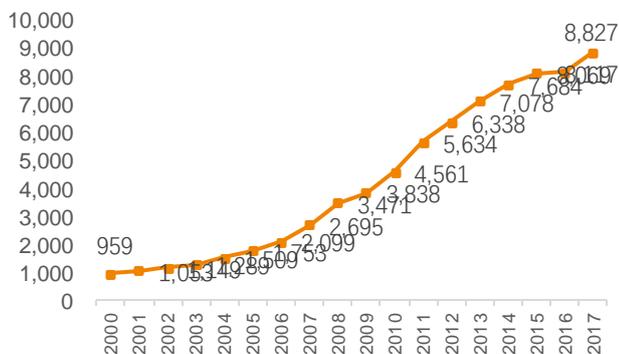
图 2：超市、便利店、百货店商品销售额增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

便利店与居民经济水平和城市公共基础设施息息相关，目前我国便利店市场进入快速成长期。业内常以国民生产总值来衡量便利店的发展阶段：当人均 GDP 达 2000-3000 美元时，为便利店导入期；当人均 GDP 达 5000 美元时，便利店市场进入快速成长期；当人均 GDP 达 1 万美元时，进入行业激烈竞争期。2017 年我国人均 GDP 达到 8827 美元，我国便利店市场进入快速成长期。中国连锁经营协会发布的《2019 年中国便利店发展报告》中提到，2018 年中国便利店实现销售额 2264 亿元，门店数量达 12 万家，行业增速达到 19%。

图 3：2017 年我国人均 GDP 达到 8827 美元



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

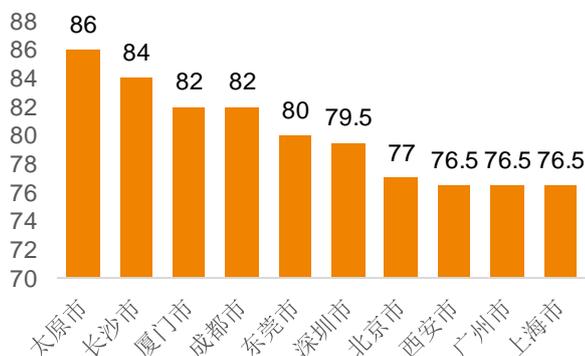
图 4：中国便利店行业销售额



资料来源：中国连锁经营协会，天风证券研究所

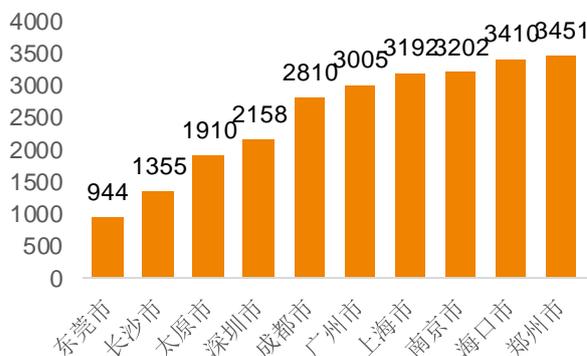
公司便利店在成都市的市占率约达 48.03%，在成都市拥有龙头地位。根据中国连锁经营协会发布的《2019 中国城市便利店指数》显示，成都市便利店发展指数排名第四，2018 年饱和度为 2810，即成都平均 2810 人拥有一家便利店。以成都市 2018 年 1633 万的常住人口计算，成都市 2018 年便利店约 5811 家，红旗连锁目前在成都约有 2800 家便利店，预计红旗连锁在成都市占率达 48.03%。

图 5：2019 年中国城市便利店发展指数排名前十城市



资料来源：中国连锁经营协会，天风证券研究所

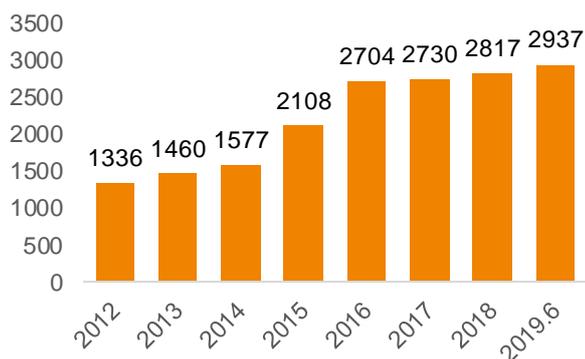
图 6：中国城市便利店饱和度排名前十城市



资料来源：中国连锁经营协会，天风证券研究所

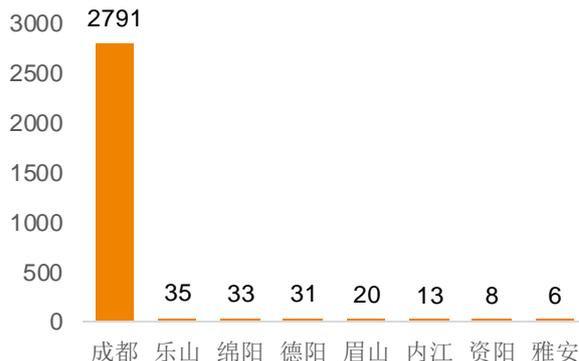
自上市以来，公司便利店门店数快速增长，公司在四川省仍有广阔增长空间。自上市以来，公司便利店门店数快速增长，自 2012 年的 1336 家提升至 2019 年 6 月的 2900+ 家，门店分布在四川省的 8 个城市：成都市、乐山市、绵阳市、德阳市、眉山市、内江市、资阳市和雅安市。公司目前便利店分布仍以成都市为主，其中 95% 的便利店分布在成都市。四川省 2018 年常住人口达 8341 万人，是成都市常住人口的 5 倍多，公司已确定了以成都为中心向周边地区辐射的发展战略，公司在成都市及四川省其他城市仍有广阔的门店布局空间。

图 7：红旗连锁门店数量增长情况（家）



资料来源：公司公告、官网，天风证券研究所

图 8：红旗连锁便利店分布（家）



资料来源：官网，天风证券研究所 注：数据截至 2019 年 6 月 8 日

### 1.2.2. 外延收购优化门店网点布局，助力 IMP&O2O 战略落地实施

公司在持续进行门店拓展的同时，不断进行收购获得门店资产及物流配送等设施。2015 年 3 月，公司以 2.38 亿元现金收购了成都红艳超市门店及配送中心等资产；2015 年 6 月，公司收购互惠超市；同年 10 月，公司再次出手收购了乐山四海超市；2019 年 4 月，公司拟使用自有资金 2800 万元收购成都市 9010 便利店资产。

公司通过收购进一步扩大市场占有率，提高物流配送中心效率，降低物流成本，同时有利公司实现线下资源优势的整合、IMP（综合服务平台）及 O2O 战略的落地实施。2015 年 3 月，公司以自有资金 2.38 亿元人民币收购成都红艳超市的超市业务相关资产，包括物流配送中心、125 家门店及相关设施设备；2015 年 7 月，公司收购互惠超市 388 家门店及其店内设施设备、互惠生态农庄全部资产，除了在成都市及周围县市分布有门店，在绵阳、雅安、南充也有门店资产，公司通过收购互惠超市，进一步完善和优化了公司门店网点布局。此外，收购互惠农庄完成后，公司建设的现代生态果蔬生产基地，让农产品从田间直接到超市，减少了中间环节，为消费者提供质优价廉的商品。2015 年 10 月，公司使用自有资金 1888 万元收购乐山四海超市业务相关资产，主要包括 32 家门店使用权等。

表 1：公司收购情况梳理

	收购金额	收购标的	标的情况介绍
2015 年 3 月	2.38 亿元	红艳超市	物流配送中心、125 家门店及相关设施设备
2015 年 7 月	不超过 3.49 亿元	互惠超市	388 家门店及其店内设施设备、互惠生态农庄全部资产
2015 年 10 月	1888 万元	乐山四海超市	32 家门店使用权
2019 年 4 月	2800 万元	9010 便利连锁店	超过 50 家门店资产及其商标品牌

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司收购 9010 便利连锁店门店、门店资产及其商标品牌，将加快公司在商务区业务的拓展和布局，提升公司在成都市便利店的市占率。2019 年 4 月 17 日，公司发布公告称拟使用自有资金人民币 2800 万元收购成都市玖零壹零企业管理连锁有限公司超市相关资产（包括商标、门店使用权及相关设施设备）。9010 便利连锁店于 2011 年在成都正式注册成立，预计在成都门店数已超过 50 家。本次收购 9010 门店及门店资产和 9010 品牌及商标后，成都市百威食品有限公司将成为红旗连锁快捷食品主要合作方之一。本次红旗连锁收购 9010 门店、门店资产及其商标品牌，能加快公司在商务区业务的拓展和布局，加强公司在快捷食品方面的发展，提升公司在成都市便利店的市占率。

图 9：成都市玖零壹零便利店股权结构

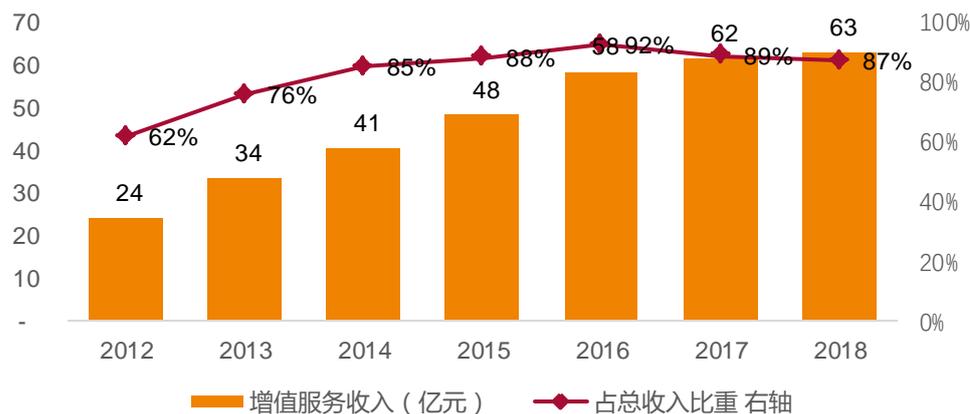


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 公司“商品+服务”构筑差异化竞争优势，增值业务快速发展

公司一直坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，一直致力于为消费者提供安全的商品和更多便捷性服务。2014-2018 年公司增值服务占公司营业总收入比重在 85%-92%之间，2018 年公司实现增值业务收入 62.79 亿元，较上年同期增长 2.08%。公司 2018 年新增以下服务项目：成都中小学学费代收业务、体育彩票销售与兑奖、资阳公交充值与售卡、中国移动和包支付业务、智能体重秤业务(云客)、龙泉自来水代收、大邑自来水代收业务、邛崃自来水代收、崇州巨龙自来水代收、什邡华润燃气代收、眉山兴能燃气代收、职工普惠支付业务、街电租借充电宝业务。多数增值服务执行佣金制度，红旗连锁代收的每笔缴费，都会按照一定标准收取佣金。增值服务在为公司带来增量消费群体的同时，也提升了客户忠诚度。

图 10：2014-2018 年公司增值服务占营业总收入比重在 85%-92%之间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

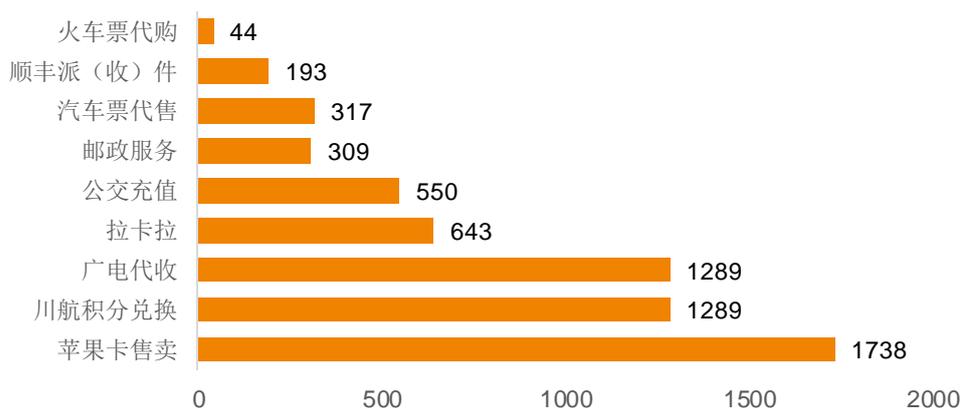
公司增值业务的快速发展，使得公司顺利开启了向“互联网+”的转型。公司目前增值服务主要包括充值缴费、消费支付、代售买票、其他生活服务等类别，增值服务项目已经超过 80 项，其中快递代收、共享经济、等业务办理类服务来自于便利店贴近消费者的独有优势，很难被线上 APP 替代。公司 2937 家门店中已有 74%的门店已经开通增值服务，仅有 764 家门店尚未开通增值服务。在最常用的公交充值、汽车票代售、拉卡拉、邮政服务、火车票代购、川航积分兑换、广电代收、顺丰派(收)件、苹果卡售卖这九大增值服务中，有 1738 家门店已开通苹果卡售卖，1289 家门店开通了广电代收和川航积分兑换。

图 11：公司增值服务超过 80 项



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 12：公司已开展增值服务的门店（家）

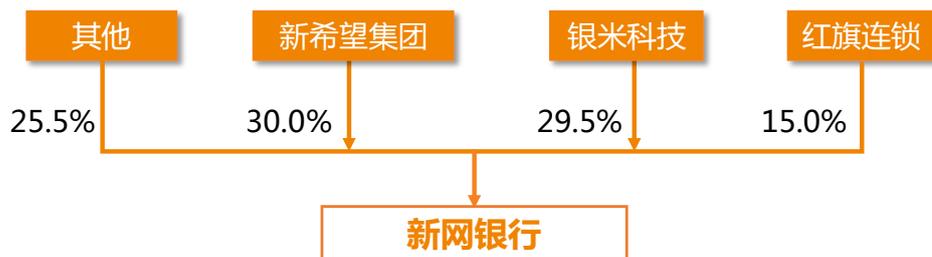


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.4. 新网银行盈利模式逐渐成熟，贡献稳定的投资收益

公司联合新希望集团、银米科技设立的四川新网银行是全国三家互联网银行之一，于 2016 年 12 月 28 日正式开业。新网银行是银监会批准成立的全国第七家民营银行，也是四川省首家民营银行。新网银行注册资本 30 亿元，由新希望集团、银米科技、红旗连锁等股东发起设立，三者持股比例分别为 30%、29.5%和 15%。

图 13：新网银行股权结构



资料来源：腾讯科技，天风证券研究所

新网银行自 2018 年开始贡献稳定的投资收益，新网银行赢利模式逐渐成熟，整体经营情况良好。新网银行依托领先的金融科技能力、稳健的大数据风控技术和高效的互联网开放平台运营模式，着力打造成为一家数字科技普惠银行。前期由于开业成本和磨合期，新网银行亏损拖累红旗连锁投资收益，2018 年一季度开始，红旗连锁投资收益持续为正，且投资收益逐季提升。新网银行自 2018 年开始贡献投资收益，2018 年新网银行净利润为 3.68 亿元，贡献投资收益 0.55 亿。截止 2019Q1，新网银行实现净利润 1.8 亿元，贡献投资收益 0.27 亿元，盈利能力进一步增强。

图 14：公司投资净收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 永辉持股 21%成为第二大股东，永辉赋能生鲜供应链&新零售

### 2.1. 公司引入三大战略股东，永辉持股 21%成为第二大股东

红旗连锁实际控制人曹世如持有公司 24.08%股份，同时引入永辉超市，中民财智，四川三新，积极引入国有，民营资本，集合多方资源优势。红旗创始人曹世如持股 24.08%为第一大股东和实际控制人，永辉超市持股 21.00%为第二大股东，中民未来全资子公司中民财智持股 8.00%为第三大股东，四川三新创投持股 4.41%，除此之外，成都红旗商场总经理、成都红旗连锁副总经理曹曾俊持股 3.55%。

图 15：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

永辉超市多次受让红旗连锁股份，与红旗连锁强强联合，资源互补，在体制建设，供应链管理，新业务拓展等方面开展深入合作。永辉超市于 2017 年受让红旗连锁 12% 股份，同时与红旗连锁签订战略合作框架协议，建立全面战略合作伙伴关系。此次入股促进红旗连锁转型升级，基于永辉的零售布局以及战略推进能力，增强在便利店和小型门店领域的实力。2018 年初，永辉超市再次收购红旗股份 9% 股份，成为红旗连锁第二大股东，股权转让可以发挥永辉超市和红旗连锁各自的优势，实现经营业态，发展区域等方面的整合互补，联手打造“社区生鲜产业链”。在永辉团队支持下，红旗连锁形成“商品+生鲜+服务”的社区生活店新业态。

中民财智受让四川三新持有的红旗连锁股份，与红旗连锁，永辉超市建立三方战略合作关系，开展多层次，全方位的合作。2016 年末四川三新通过大宗交易转让 6799.99 万股给中民财智，占总股本 4.99%。红旗连锁联合中民财智，探索居家养老及普惠金融等，同时联合永辉超市，共同推动新零售、普惠金融、居家养老、社区物流等业务的发展。2017 年初，中民财智再次增持。中民财智系中民未来全资子公司，中民未来业务遍布全国，在针对老年群体的便民项目，健康养老咨询服务等方面具有丰富经验，红旗连锁街中民未来全国性的经验，更好的推动红旗连锁自身的业务，开拓满足消费者需求的新业务。

四川三新入股红旗连锁，增持 12.41% 股份，与红旗连锁进行供应链合作，实现资源互惠。四川三新系四川发展全资子公司，其经营范围包括投融资及资产经营管理，投资重点是交通，能源，税务等资源。红旗连锁与四川发展双方在供应链资源整合层面进行业务协作，拟实现资源互惠互利。红旗连锁利用四川发展在基建领域的投资资源优势，推动红旗连锁网点向政务区，商务区，机场，高铁等高端人群集中区域拓展，利用四川发展与地方政府战略合作的机会，推动红旗连锁在绵阳，内江等地集中布局，结合四川发展的农产品资源和红旗连锁的终端渠道优势，发力有机农产品及生鲜类产品的零售业务。

表 2：公司三大战略股东简介

股东	持股比例	进入时间	简介
永辉超市	21.00%	2017 年	成立于 2001 年，中国企业 500 强之一，中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，
中民财智	8%	2016 年	成立于 2016 年，中国民生投资集团全资孙公司，由中民投一级子公司中民未来 100% 控股，前身是中民投集团财务中心
四川三新	4.41%	2016 年	成立于 2010 年，四川国资平台四川发展（控股）有限责任公司全资子公司，主要提供创业投资业务，创业投资咨询业务

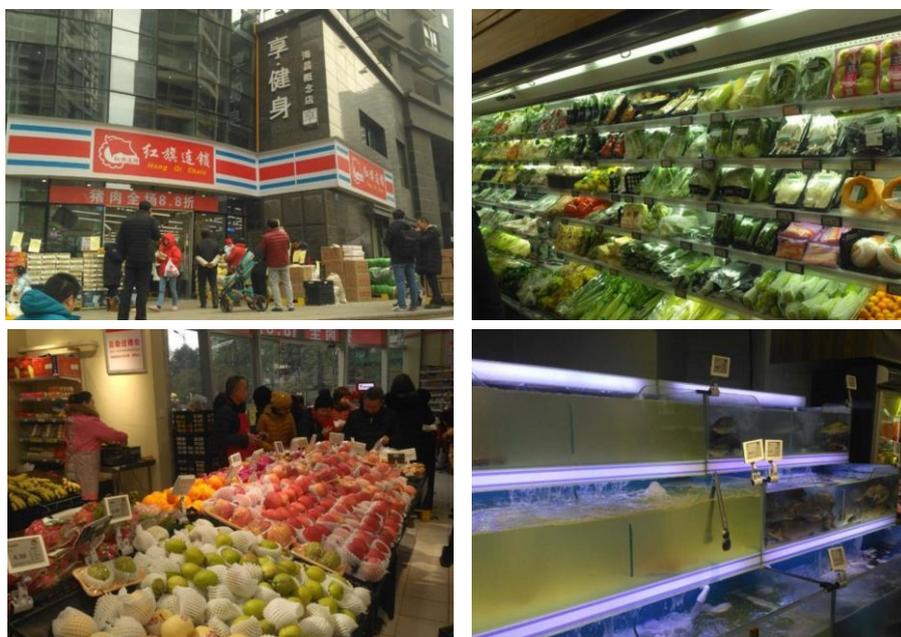
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 永辉赋能生鲜供应链，门店升级改造有序推进

永辉超市合计持有红旗连锁 21% 股权，成为红旗连锁第二大股东。2017 年 12 月 25 日，永辉超市以 5.80 元/股受让红旗连锁 12% 的股份，2018 年 1 月，永辉超市继续以 5.80 元/股受让红旗连锁 9% 的股份，永辉超市共计持有红旗连锁 21% 股份，成为红旗连锁第二大股东。

随着永辉成为公司第二大股东，永辉在供应链、门店升级、商品品类调整、社区增值服务等方面给予公司大力支持。永辉深耕超市行业多年，以生鲜为核心竞争力加速向全国拓展，拥有优质的生鲜供应链。在永辉与红旗连锁达成战略合作后，永辉在新零售、社区增值服务、供应链等方面给予红旗连锁大力支持。2018 年开始，红旗连锁根据门店的布局、商圈位置等条件，陆续对门店升级改造，形成“商品+生鲜+服务”的社区生活店新业态。生鲜类产品的引流作用强大，门店内配备了自助收银机，实现了移动支付，支持支付宝、微信、银联云闪付等十多种移动支付方式。在生鲜区，则配备了自助磅秤机。

图 16：红旗连锁（海昌路店）打造“商品+生鲜+服务”的社区生活店新业态



资料来源：联商网，天风证券研究所

目前红旗连锁携手永辉团队打造的生鲜型便利店已突破 100 家，预计 2019 年生鲜门店新增 300 家。截至 2018 年 12 月底，红旗连锁携手永辉团队打造的生鲜型便利店已突破 100 家，后续改造升级计划正有序推进中。2019 年 1 月 9 日，林琴成为红旗连锁非独立董事。从 2017 年 5 月至今，林琴任永辉云商联合创始人和永辉云超供应链食百核心合伙人，红旗连锁与永辉超市的战略合作在进一步深化。公司规划 2019 年直采占比持续提升，毛利还有提升空间，预计 2019 年生鲜门店新增 300 家。

## 3. 公司营业收入微增，盈利情况持续改善

### 3.1. 营业收入微增，投资收益增厚归母净利润

公司 2019 年一季度营业收入为 18.92 亿元，同比增长 2.69%；归母净利润为 0.79 亿元，同比增长 45.71%；扣非归母净利润 0.77 亿元，同比增长 40.20%。由于投资新网银行公司产生投资收益 2868 万元，同比增长 232.19%，扣除投资收益影响，估计公司主营实现归母净利润 5049 万元，同比增加 10.48%。

图 17：公司 2019Q1 营业收入同比增长 2.69%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司 2019Q1 归母净利润同比增长 45.71%

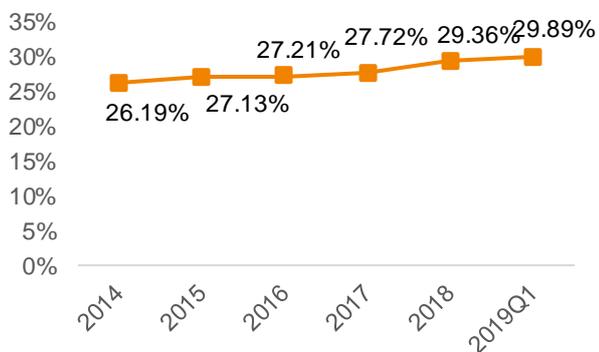


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 毛利率&净利率持续提升，公司效益同比改善

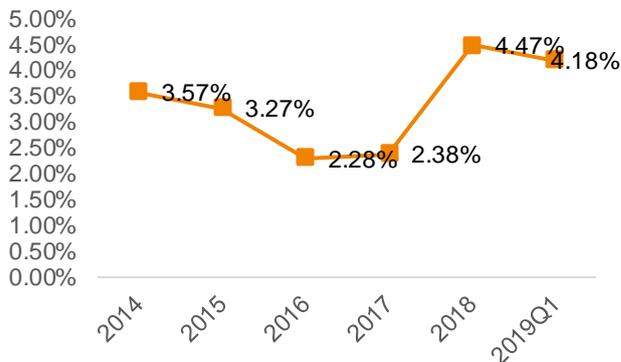
受益于公司门店升级、供应链及商品结构优化，公司毛利率及净利率持续上升。2019 年一季度毛利率为 29.89%，同比增 2.50pct，同时，公司 2019 年一季度净利率为 4.18%，同比增 1.23pct。

图 19：公司 2019Q1 综合毛利率持续提升至 29.89%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

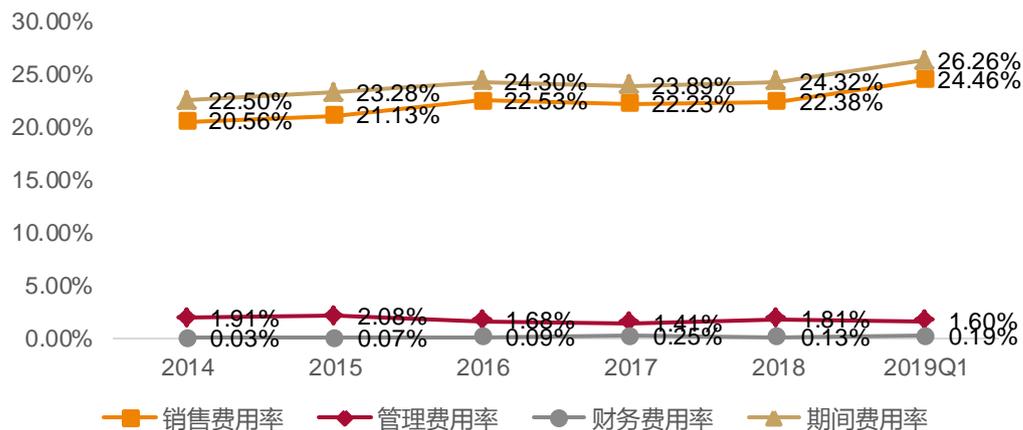
图 20：公司 2019Q1 净利率为 4.18%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2019 年一季度期间费用率为 26.26%，同比上升 2.41pct。①销售费用率：公司 2018 年销售费用率 24.46%，同比上升 2.27pct，主要是门店经营相关费用增加所致；②管理费用率：公司 2018 年管理费用率为 1.60%，同比提升 0.23pct，主要是公司媒体报刊宣传费用及折旧摊销费增加所致；③财务费用率：公司财务费用率为 0.19%，同比下降 0.08pct，主要由于利息费用下降而利息收入上升。

图 21：公司期间费用同比提升 2.41pct 至 26.26%

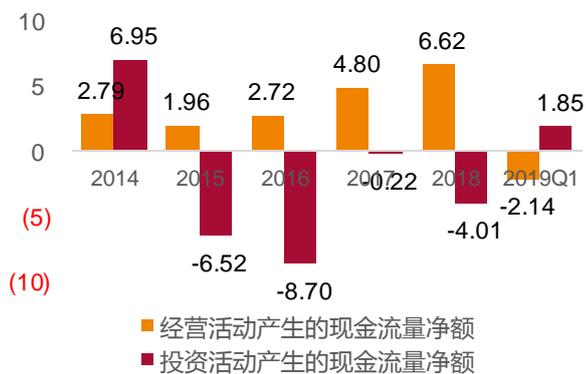


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 现金流充沛为内生外延打下夯实基础

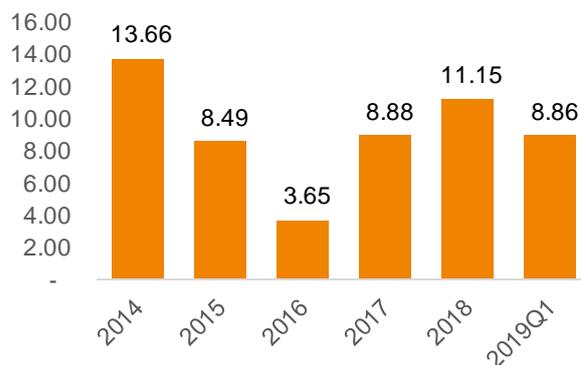
公司现金流充沛，2019 年一季度货币资金达到 8.86 亿元，为内生外延打下夯实基础。公司 2019 年一季度经营活动净现金流为 -2.14 亿元，主要是预付门店租金所致，投资活动净现金流为 -1.85 亿元，主要是银行理财产品到期所致。

图 22：2019Q1 公司经营活动净现金流为-2.14 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：公司货币资金充沛（亿元）

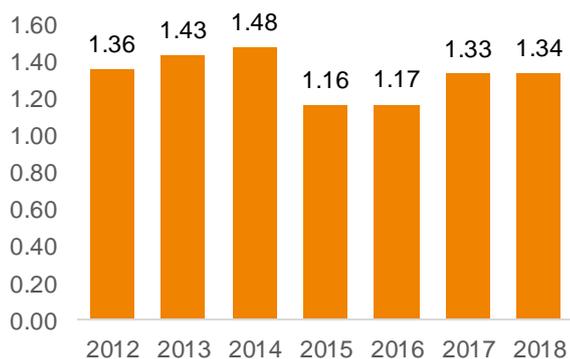


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4. 前期整合效果显现，坪效&人效回归高位水平

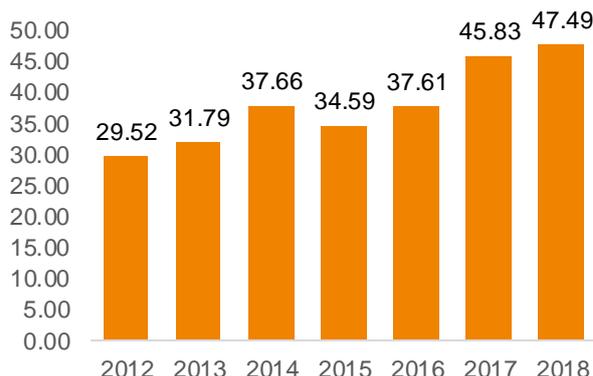
受益于永辉+增值服务赋能、门店升级、供应链及商品结构优化，公司前期整合效果显现。由于 2015 年公司收购三家超市，公司面积从 2014 年的 32.20 万平方米提升至 2015 年的 47.15 万平方米，致使公司坪效自 2014 年的 1.48 万元/平米下降至 1.16 万元/平米。人数从 2014 年的 1.27 万人提升至 2015 年的 1.59 万人，致使公司人效自 2014 年的 37.66 万元/人下降至 34.59 万元/人。但 2015 年以来，公司的坪效和人效持续提升，2018 年坪效达到 1.34 万元/平米，人效达到 47.49 万元/人，未来有望进一步提升。

图 24：公司坪效自 2015 年以来持续提升（万元/平米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司人效自 2015 年以来持续提升（万元/人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

假设 1：公司持续进行拓店，2019-2021 年净开门店 130/140/150 家。

假设 2：公司持续进行门店升级改造，2019-2021 坪效提升 1.4%/0.8%/0.8%，公司平均单店面积在 190 平方米左右。

假设 3：新网银行盈利模式逐渐成熟，2019-2021 年贡献投资收益 1.1/1.2/1.3 亿元。

假设 4：公司毛利率持续提升，2019-2021 年毛利率分别为 29.9%/30.0%/30.1%。

表 3：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
门店数（家）	2730	2817	2947	3087	3237
坪效（万元/平米）	1.33	1.34	1.36	1.37	1.38
总收入（亿元）	69.39	72.20	75.96	80.21	84.78
YOY	9.77%	4.05%	5.21%	5.59%	5.70%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司是四川省内便利店龙头，加速新开门店&外延并购提升市占率，永辉赋能发力生鲜供应链，新网银行增厚业绩。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 4.60/5.59/6.31 亿，当前市值对应 19.44/15.97/14.17xPE。公司主业 EPS0.26 元，结合 A 股超市相关上市公司 2019 年平均 PE 估值 30 倍，给予公司主业 2019 年 30 倍 PE，对应目标价 7.72 元，给予买入评级。

表 4：A 股超市上市公司估值表

公司	代码	EPS			PE			
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	
永辉超市	601933.SH	0.25	0.32	0.41	37.89	29.30	22.71	
家家悦	603708.SH	1.03	1.27	1.54	21.38	17.28	14.23	
步步高	002251.SZ	0.24	0.30	0.31	31.63	26.09	24.55	
<b>平均</b>		<b>0.51</b>	<b>0.63</b>	<b>0.76</b>	<b>30.30</b>	<b>24.22</b>	<b>20.50</b>	
红旗连锁	002697.SZ	主业	0.26	0.32	0.39	25.45	20.25	16.81
		总业务	0.34	0.41	0.46	19.44	15.97	14.17

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	887.76	1,115.26	1,281.62	2,248.43	2,493.23
应收票据及应收账款	25.24	30.33	22.34	(193.99)	(205.05)
预付账款	261.45	308.97	276.99	335.23	318.48
存货	1,055.57	990.74	1,189.25	1,111.02	1,315.45
其他	71.88	380.29	195.43	226.82	269.67
<b>流动资产合计</b>	<b>2,301.90</b>	<b>2,825.59</b>	<b>2,965.62</b>	<b>3,727.51</b>	<b>4,191.78</b>
长期股权投资	420.53	475.74	475.74	475.74	475.74
固定资产	1,159.00	1,103.45	1,078.26	1,068.65	1,055.37
在建工程	0.00	26.22	51.73	79.04	77.42
无形资产	354.71	308.45	264.84	221.23	177.62
其他	72.15	54.61	29.76	19.66	22.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,006.39</b>	<b>1,968.47</b>	<b>1,900.33</b>	<b>1,864.32</b>	<b>1,808.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,308.29</b>	<b>4,794.06</b>	<b>4,865.96</b>	<b>5,591.83</b>	<b>6,000.54</b>
短期借款	200.00	201.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,259.60	1,199.18	1,460.28	1,321.28	1,596.29
其他	529.81	779.34	420.12	835.89	468.27
<b>流动负债合计</b>	<b>1,989.41</b>	<b>2,179.52</b>	<b>1,880.40</b>	<b>2,157.17</b>	<b>2,064.56</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,989.41</b>	<b>2,179.52</b>	<b>1,880.40</b>	<b>2,157.17</b>	<b>2,064.56</b>
少数股东权益	0.00	1.60	1.24	0.63	(0.27)
股本	1,360.00	1,360.00	1,360.00	1,360.00	1,360.00
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	43.74
留存收益	958.79	1,252.94	1,624.32	2,074.03	2,576.25
其他	(43.66)	(43.74)	(43.74)	(43.74)	(43.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,318.87</b>	<b>2,614.54</b>	<b>2,985.56</b>	<b>3,434.66</b>	<b>3,935.98</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,308.29</b>	<b>4,794.06</b>	<b>4,865.96</b>	<b>5,591.83</b>	<b>6,000.54</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164.93	321.91	459.54	559.43	630.76
折旧摊销	186.83	175.37	103.28	105.92	108.50
财务费用	7.26	5.74	(15.19)	(26.62)	(35.75)
投资损失	21.33	(56.51)	(110.00)	(120.00)	(130.00)
营运资金变动	175.82	(89.05)	(46.93)	491.78	(315.01)
其它	(76.57)	304.37	(0.38)	(0.62)	(0.93)
<b>经营活动现金流</b>	<b>479.62</b>	<b>661.82</b>	<b>390.32</b>	<b>1,009.90</b>	<b>257.57</b>
资本支出	48.03	109.36	60.00	80.00	50.00
长期投资	(25.32)	55.21	0.00	0.00	0.00
其他	(44.74)	(565.58)	(10.00)	(40.00)	30.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22.02)</b>	<b>(401.01)</b>	<b>50.00</b>	<b>40.00</b>	<b>80.00</b>
债权融资	200.00	201.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(17.22)	(9.24)	15.19	26.62	35.75
其他	(115.89)	(225.53)	(289.15)	(109.71)	(128.52)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>66.90</b>	<b>(33.76)</b>	<b>(273.95)</b>	<b>(83.09)</b>	<b>(92.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>524.49</b>	<b>227.05</b>	<b>166.37</b>	<b>966.80</b>	<b>244.80</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,938.94</b>	<b>7,220.02</b>	<b>7,596.18</b>	<b>8,020.81</b>	<b>8,477.99</b>
营业成本	5,015.32	5,099.96	5,324.92	5,614.56	5,926.12
营业税金及附加	39.14	42.45	44.66	46.52	49.17
营业费用	1,542.71	1,615.87	1,671.16	1,702.02	1,776.14
管理费用	97.91	130.57	129.14	129.13	131.41
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	17.30	9.16	(15.19)	(26.62)	(35.75)
资产减值损失	6.31	22.40	9.59	12.77	12.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(21.33)	56.51	110.00	120.00	130.00
其他	28.36	(130.65)	(220.00)	(240.00)	(260.00)
<b>营业利润</b>	<b>213.23</b>	<b>373.75</b>	<b>541.91</b>	<b>662.42</b>	<b>748.14</b>
营业外收入	2.41	3.28	13.79	13.79	14.00
营业外支出	1.87	4.48	2.49	2.95	3.30
<b>利润总额</b>	<b>213.77</b>	<b>372.55</b>	<b>553.21</b>	<b>673.27</b>	<b>758.83</b>
所得税	48.84	50.64	94.05	114.46	129.00
<b>净利润</b>	<b>164.93</b>	<b>321.91</b>	<b>459.16</b>	<b>558.81</b>	<b>629.83</b>
少数股东损益	0.00	(0.80)	(0.38)	(0.62)	(0.93)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>164.93</b>	<b>322.71</b>	<b>459.54</b>	<b>559.43</b>	<b>630.76</b>
每股收益(元)	0.12	0.24	0.34	0.41	0.46

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.77%	4.05%	5.21%	5.59%	5.70%
营业利润	51.38%	75.28%	44.99%	22.24%	12.94%
归属于母公司净利润	14.28%	95.66%	42.40%	21.74%	12.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.72%	29.36%	29.90%	30.00%	30.10%
净利率	2.38%	4.47%	6.05%	6.97%	7.44%
ROE	7.11%	12.35%	15.40%	16.29%	16.02%
ROIC	9.95%	21.10%	26.56%	31.52%	50.69%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.18%	45.46%	38.64%	38.58%	34.41%
净负债率	-29.66%	-34.97%	-42.93%	-65.46%	-63.34%
流动比率	1.16	1.30	1.58	1.73	2.03
速动比率	0.63	0.84	0.94	1.21	1.39
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	288.97	259.87	288.49	-93.45	-42.49
存货周转率	6.61	7.06	6.97	6.97	6.99
总资产周转率	1.67	1.59	1.57	1.53	1.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.12	0.24	0.34	0.41	0.46
每股经营现金流	0.35	0.49	0.29	0.74	0.19
每股净资产	1.71	1.92	2.19	2.53	2.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	54.18	27.69	19.44	15.97	14.17
市净率	3.85	3.42	2.99	2.60	2.27
EV/EBITDA	22.47	11.93	12.10	8.99	7.82
EV/EBIT	36.66	16.45	14.48	10.49	9.01

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com