

评级: 买入 (维持)

市场价格: 8.10

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话: 15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

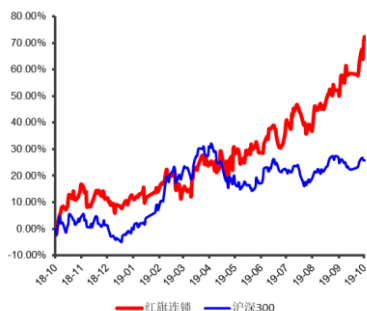
研究助理: 康璐

电话: 18817502392

Email: kanglu@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1360
流通股本(百万股)	1078
市价(元)	8.10
市值(百万元)	11000
流通市值(百万元)	11000

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 红旗连锁: 西南连锁便利店龙头, 永辉入股赋能加速转型
2. 关于红旗连锁未来盈利空间的几点思考

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,939	7,220	7,862	8,439	8,987
增长率 yoy%	9.77%	4.05%	8.89%	7.34%	6.50%
净利润 (百万元)	165	323	498	572	662
增长率 yoy%	14.28%	95.66%	54.23%	14.97%	15.68%
每股收益 (元)	0.12	0.24	0.37	0.42	0.49
每股现金流量	0.35	0.49	0.35	0.44	0.40
净资产收益率	7.11%	12.35%	16.39%	16.20%	16.10%
P/E	66.79	34.14	22.13	19.25	16.64
PEG	1.30	1.26	0.43	0.38	0.62
P/B	4.75	4.22	3.63	3.12	2.68

备注:

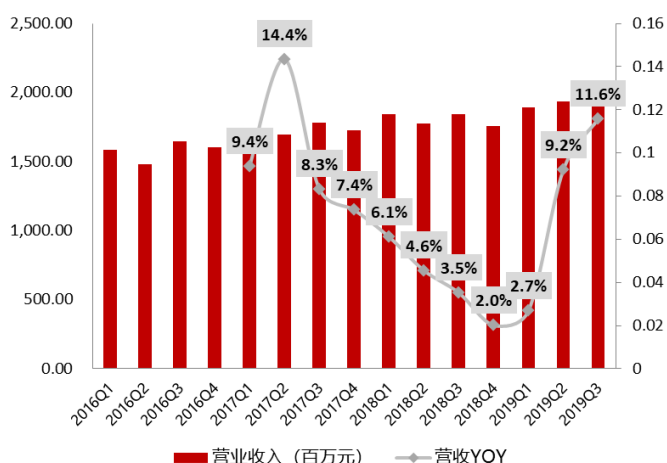
投资要点

- **事件: 2019Q1-Q3 公司合计实现营业收入 58.9 亿元, 同比增长 7.82%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4.06 亿元, 同比增长 58.69%; 扣非归母净利润 3.94 亿元, 同比增长 53.73%。2019Q3 单季度实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 11.59%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 67.15%; 扣非后归母净利润 1.65 亿元, 同比增长 62.15%。展店提速和门店改造稳步推进, 促进零售主业收入增速超预期; 此外, 新网银行盈利状况较好, 贡献大额投资收益, 推进公司整体净利润维持高增速, 预计未来盈利依旧保持在上升通道。**
- **零售主业收入增速超预期, 新网银行持续贡献大额投资收益, 促进利润端维持高增速。2019Q1-Q3 公司合计实现营业收入 58.9 亿元, 同比增长 7.82%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4.06 亿元, 同比增长 58.69%; 扣非归母净利润 3.94 亿元, 同比增长 53.73%。2019Q3 单季度实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 11.59%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 67.15%; 扣非后归母净利润 1.65 亿元, 同比增长 62.15%。目前公司持股 15% 的新网银行发展势头良好, 2018 年业绩扭亏为盈, 全年实现 3.68 亿元的净利润。2019 年上半年红旗连锁确认对新网银行的投资收益 0.7 亿元, 2019Q3 确认投资收益 5592 万元, 剔除新网银行投资收益的贡献, 2019Q3 零售主业的利润增速达到约 30.5%; 前三季度合计零售主业的利润增速达到约 27%, 略超预期。**
- **展店提速, 三季度门店已超 3000 家, 省内渠道下沉是未来布局重点。截至 2019H1, 公司共有门店 2958 家, 上半年公司新开门店 168 家, 关闭门店 27 家, 净开店数达到 141 家; 我们预计截至到 2019 年三季度末, 门店总数达到近 3030 家, 三季度新开门店数预计超 80 家, 展店速度明显加快。根据人口分布测算, 我们预计未来公司在成都大市内还有 1500 家左右的开店空间, 三四线城市下沉空间更大。**
- **商品结构调整, 引入快餐和早餐品类, 门店改造稳步推进, 促成综合毛利率持续提升。2019Q3 公司综合毛利率为 29.72%, 较上年同期降低约 0.12pct, 整体来看, 公司毛利率保持了持续提升的趋势。商品结构的优化调整是毛利率持续提升的主要因素。现阶段公司除了在门店引入更多年轻化的产品 (包含较多进口产品) 以外, 同时在收购以堂食见长的 9010 门店后, 公司也开始尝试在门店引入毛利较高的早餐和快餐等即食品类。目前, 快餐改造店主要集中在商务区门店, 早餐改造店推广的范围则更广, 预计全年引入即时餐饮的门店数超 300 家。**
- **管理优化, 控费有效, 三季度费用率同比下降 1.2pct, 环比下降 0.6pct。2019Q3 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 21.59%/1.59%/-0.22%。销售费用率同比下降 1pct, 管理费用率同比上升约 0.35pct。租金的上涨是推动费用率上涨的主要因素之一, 但同时由于公司内部管理优化, 近年来人工成本得到有效控制。此外去中间化环节, 运营提效, 也有效控制了运营成本。**
- **投资建议: 社区便利超市的业态符合消费升级的趋势, 未来小业态的行业增速仍将优于其他超市类细分行业。从零售主业来看, 公司前几年的收购整合效果良好, 与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店引流增收预计会有较显著的影响; 此外今年开始, 公司的门店改造也在加速推进, 商品结构的调整优化预计未来将有效提高门店的盈利能力。除了零售主业的良性增长, 新网银行预计也将贡献稳健充沛的投资收益, 公司整体盈利进入上升通道。参考同行可比公司的估值中位值, 我们给予公司 25-30 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 78.62/84.39/89.87 亿元, 同比增长 8.89%/7.34%/6.50%。实现归母净利润约 4.98/5.72/6.62 亿元, 同比增长 54.23%/14.97%/15.68%。摊薄每股收益 0.37/0.42/0.49 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 22/19/17 倍。给予 20**

19 年 25XPE，维持“买入”评级。

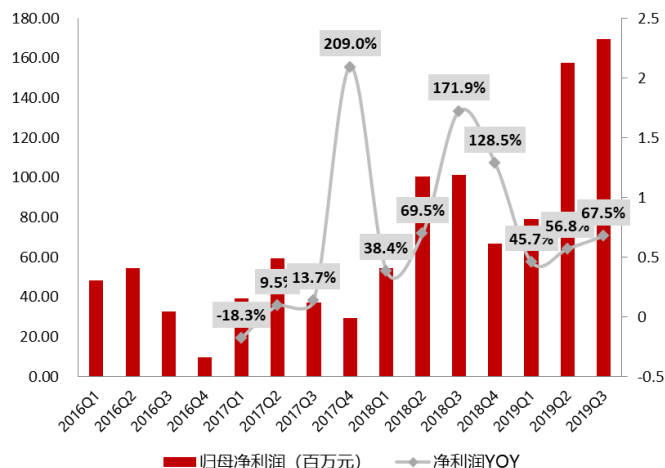
- **风险提示事件:** (1) 门店改造不及预期，二级市区品牌效应未形成，新店培育期较长; (2) 生鲜业务发展不及预期; (3) 四川地区超市竞争加剧，永辉绿标店、Mini 店、大润发等发展迅速，给红旗连锁造成更大的竞争压力。

图表1: 红旗连锁营业收入(百万元)&增速(季度)



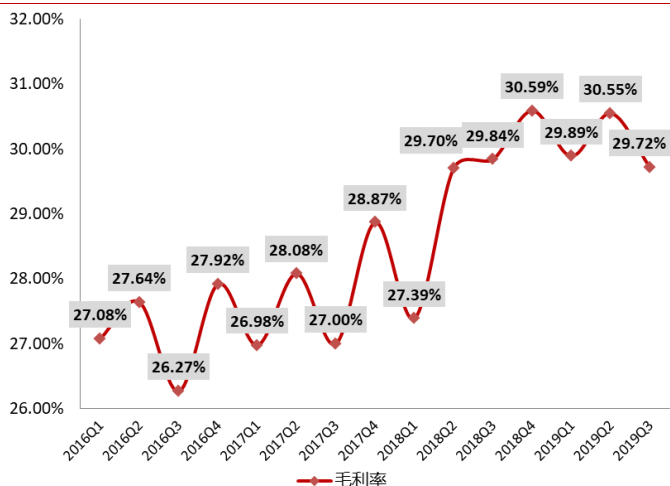
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表2: 归母净利润(百万元)&增速(季度)



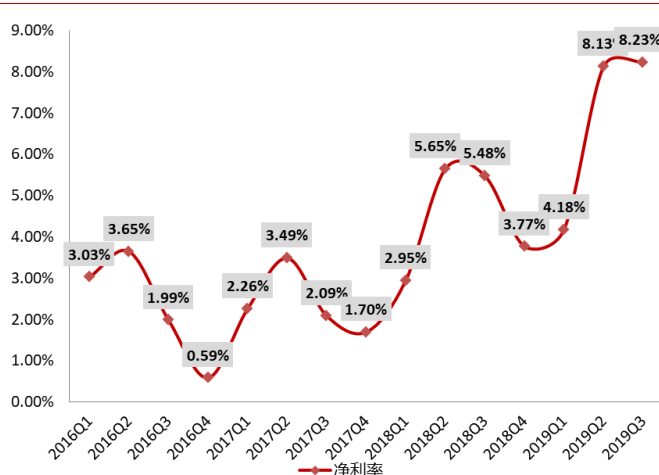
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表3: 毛利率持续提升



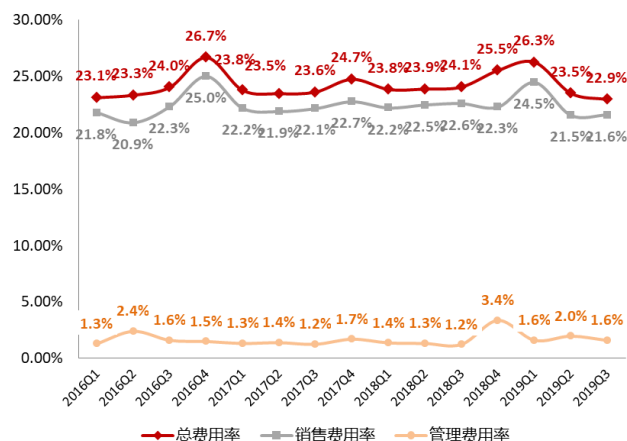
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表4: 净利率提升较显著



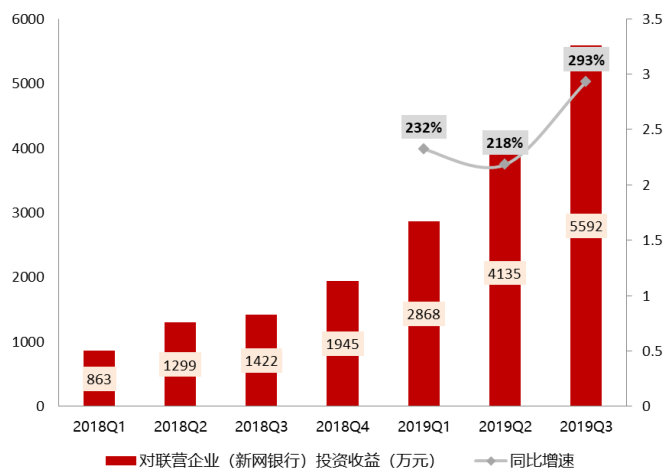
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表5: 红旗连锁费用率(季度)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表6: 对联营企业投资收益(万元, 季度, 税前)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 红旗连锁门店数

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
期末门店数	1,336	1,460	1,577	2,274	2,704	2,730	2,817	2,958
新开门店数	235	151	174	772	538	119	146	168
关闭门店数		27	57	75	108	93	59	27
净新开门店数		124	117	697	430	26	87	141

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 红旗连锁财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,939	7,220	7,862	8,439	8,987	货币资金	888	1,115	1,361	2,079	2,773
增长率	9.8%	4.1%	8.9%	7.3%	6.5%	应收款项	13	16	15	18	17
营业成本	-5,015	-5,100	-5,522	-5,927	-6,290	存货	1,056	991	1,225	1,153	1,371
% 销售收入	72.3%	70.6%	70.2%	70.2%	70.0%	其他流动资产	346	704	703	749	744
毛利	1,924	2,120	2,340	2,512	2,697	流动资产	2,302	2,826	3,305	4,000	4,905
% 销售收入	27.7%	29.4%	29.8%	29.8%	30.0%	% 总资产	53.4%	58.9%	63.4%	69.4%	74.8%
营业税金及附加	-39	-42	-48	-52	-55	长期投资	421	476	634	697	789
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,159	1,103	958	818	682
营业费用	-1,543	-1,616	-1,730	-1,857	-1,977	% 总资产	26.9%	23.0%	18.4%	14.2%	10.4%
% 销售收入	22.2%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%	无形资产	355	308	229	142	54
管理费用	-98	-131	-130	-139	-148	非流动资产	2,006	1,968	1,905	1,765	1,654
% 销售收入	1.4%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	% 总资产	46.6%	41.1%	36.6%	30.6%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	244	331	432	464	516	资产总计	4,308	4,794	5,209	5,765	6,559
% 销售收入	3.5%	4.6%	5.5%	5.5%	5.7%	短期借款	200	201	0	0	0
财务费用	-17	-9	-9	-9	-9	应付款项	1,705	1,875	2,068	2,131	2,347
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	84	103	103	103	103
资产减值损失	6	22	7	7	7	流动负债	1,989	2,180	2,172	2,234	2,450
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-21	57	148	200	250	其他长期负债	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	14.1%	25.6%	30.2%	32.7%	负债	1,989	2,180	2,172	2,234	2,450
营业利润	212	401	578	662	764	普通股股东权益	2,319	2,613	3,038	3,532	4,112
营业利润率	3.0%	5.6%	7.4%	7.8%	8.5%	少数股东权益	0	2	0	-1	-3
营业外收支	1	-1	0	1	0	负债股东权益合计	4,308	4,794	5,209	5,765	6,559
税前利润	212	400	579	663	765	比率分析					
利润率	3.1%	5.5%	7.4%	7.9%	8.5%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-49	-51	-68	-78	-90	每股指标					
所得税率	23.0%	12.7%	11.7%	11.7%	11.8%	每股收益 (元)	0.12	0.24	0.37	0.42	0.49
净利润	165	322	496	571	660	每股净资产 (元)	1.71	1.92	2.23	2.60	3.02
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2	每股经营现金净流 (元)	0.35	0.49	0.35	0.44	0.40
归属于母公司的净利润	165	323	498	572	662	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.05	0.06	0.06
净利率	2.4%	4.5%	6.3%	6.8%	7.4%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	7.11%	12.35%	16.39%	16.20%	16.10%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	3.83%	6.71%	9.53%	9.90%	10.07%
净利润	165	322	496	571	660	投入资本收益率	9.91%	21.10%	30.64%	35.05%	46.75%
加: 折旧和摊销	187	175	127	129	124	增长率					
资产减值准备	6	22	0	0	0	营业总收入增长率	9.77%	4.05%	8.89%	7.34%	6.50%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	47.26%	68.95%	56.86%	14.70%	15.49%
财务费用	7	6	9	9	9	净利润增长率	14.28%	95.66%	54.23%	14.97%	15.68%
投资收益	21	-57	-148	-200	-250	总资产增长率	8.05%	11.28%	8.66%	10.66%	13.78%
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2	资产管理能力					
营运资金的变动	189	-109	-12	90	4	应收账款周转天数	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
经营活动现金净流	480	662	473	599	548	存货周转天数	54.4	51.0	50.7	50.7	50.5
固定资本投资	21	29	26	26	36	应付账款周转天数	90.8	86.8	88.8	87.8	88.3
投资活动现金净流	-22	-401	57	207	237	固定资产周转天数	60.5	56.4	47.2	37.9	30.0
股利分配	-29	-29	-73	-78	-82	偿债能力					
其他	95	-5	-210	-9	-9	净负债/股东权益	-39.47%	-44.38%	-68.45%	-78.55%	-85.97%
筹资活动现金净流	67	-34	-283	-87	-91	EBIT 利息保障倍数	12.5	39.9	62.6	71.8	82.9
现金净流量	524	227	246	718	694	资产负债率	46.18%	45.46%	41.68%	38.75%	37.35%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。