

# 红旗连锁 (002697.SZ)

## 受益商品优化和投资收益, 业绩大幅增长

### 核心观点:

- **受益毛利率提升和投资收益, 2019 年业绩同比增长 59.9%。**公司发布 2019 年度业绩快报, 2019 年实现营收 78.23 亿元, 同比增长 8.35%, 实现归母净利润 5.16 亿元, 同比增长 59.9%。分季度看, 4Q19 实现收入 19.35 亿元, 同比增长 10%; 实现归母净利润 1.10 亿元, 同比增长 64.53%。2019 年业绩大幅增长主要由于: (1) 公司充分利用科技创新和大数据, 优化商品结构, 毛利率大幅提升 (1-3Q2019 同比提升 1.08pp)。(2) 新网银行盈利模式逐渐成熟, 1-3Q2019 共贡献投资收益 1.31 亿元, 剔除新网银行贡献后测算 2019 年主业归母净利润增速约 30%。据公司官网披露数据显示, 公司共拥有 3000 余家连锁超市, 2019 年门店净增加约 250 家。
- **我们认为今年是公司基本面边际改善最重要的一年。**(1) 公司自 2015 年以来连续收购红艳、四海、互惠等, 目前内部整合基本完成。(2) 公司 2018 年引永辉超市入股, 2019 年收购 9010 便利店, 补强生鲜和餐饮短板, 2019 年改造生鲜门店近 300 家。(3) 公司优势地位加强带来议价能力提升。中国连锁经营协会数据显示, 截止 5M19, 公司在成都市的市占率约为 48.5%, 相比 2013 年上升 8.5pp。
- **盈利预测与投资建议。**公司坚持以“商品+服务”构建竞争壁垒, 依托线下密集的网点, 品牌深入人心。公司未来三年将进入坪效和净利率的爬坡周期, 考虑公司的区域优势和成长性, 叠加新网银行将持续贡献增量收益, 预计 2019-2021 年归母净利润 5.16/6.08/7.22 亿元, 参考可比零售龙头的估值情况以及公司业绩增速, 给予公司 20 年 22xPE, 对应合理价值 9.84 元/股, 上调为“买入”评级。
- **风险提示。**零售市场竞争持续加剧的风险; 门店改造升级不达预期; 门店扩张不达预期; 供应链整合不达预期。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,939	7,220	7,823	8,451	9,017
增长率(%)	9.8	4.1	8.4	8.0	6.7
EBITDA(百万元)	431	507	614	688	799
净利润(百万元)	165	323	516	608	722
增长率(%)	14.3	95.7	59.9	17.8	18.7
EPS(元/股)	0.12	0.24	0.38	0.45	0.53
市盈率(P/E)	-	21.62	19.90	18.79	15.83
市净率(P/B)	-	2.67	3.28	3.06	2.56
EV/EBITDA	-	11.97	14.08	13.12	10.21

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心(本表净利润为归母净利润口径)

公司评级	买入
当前价格	8.4 元
合理价值	9.84 元
前次评级	增持
报告日期	2020-02-27

### 相对市场表现



### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究:

- 红旗连锁(002697.SZ):主 2019-10-17  
业逐季改善, 新网银行带动盈利上升
- 红旗连锁(002697.SZ):Q3 2019-10-10  
业绩快速增长, 坪效及盈利能力进入爬坡周期
- 红旗连锁(002697.SZ):主 2019-08-18  
业盈利能力持续改善, 新网银行贡献增量收益

### 联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

## 盈利预测与投资建议:

随着前期收购门店的整合改造接近尾声,公司将重启扩张步伐,考虑公司的区域龙头地位和成长性,叠加新网银行将持续贡献增量收益,预计未来三年将迎来收入扩张提速和净利率提升周期。具体来看:

(1)随着重启扩张,公司2017和2018年开店数量分别为119和146家,预计2019-2021年成都市区开店数量为150、100、100家,郊县分区开店数量为50、55、55家,二级市区的开店数量为40、35、30家。

(2)伴随商品结构优化,以及生鲜和餐食品类补强,公司同店将保持稳步增长,预计2019-2021年成都市区同店增长为3.5%、1.0%、1.0%,郊县分区的同店增长为1.0%、1.0%、1.0%,二级市区的同店亦每年增长1.0%。

(3)费用率方面,公司2018年销售费用率和管理费用率分别为22.4%和1.81%,预计公司通过加强内控管理及内部开源节流费用率将逐步降低,结合公司营收增长情况,预计2019-2021年销售费用率分别21.8%/21.4%/20.6%,管理费用率分别为1.8%/1.8%/1.8%。新网银行投资收益贡献预计未来将较2019年保持稳定。

综上,预计2019-2021年红旗连锁的收入分别为78.2/84.5/90.2亿元,同比增长8.4%/8.0%/6.7%;归母净利润5.2/6.1/7.2亿元,同比增长59.9%/17.9%/18.6%。考虑公司在四川市场的领先地位,以及同店改善和外延扩张能力,参考可比零售龙头的估值情况以及公司业绩增速,给予公司20年22xPE,对应合理价值9.84元/股,上调为“买入”评级。

表 1: 核心假设与盈利预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6938.94</b>	<b>7220.02</b>	<b>7823.21</b>	<b>8451.10</b>	<b>9016.76</b>
<b>YoY</b>		<b>4.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.7%</b>
其中: 成都市区					
营业收入	3835.69	4023.21	4407.58	4771.56	5067.82
年末门店数	1680	1749	1899	1999	2099
成熟门店店效增速	-6.6%	2.5%	3.5%	1.0%	1.0%
其中: 成都郊县					
营业收入	2269.09	2365.26	2462.06	2625.13	2799.28
年末门店数	900	914	964	1019	1074
成熟门店店效增速	9.2%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其中: 其他城市					
营业收入	249.21	252.75	286.22	353.70	413.92
年末门店数	150	154	194	229	259
成熟门店店效增速	2.0%	-1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	27.7%	29.4%	30.3%	30.3%	30.3%
销售费用率	22.2%	22.4%	21.8%	21.3%	20.6%
管理费用率	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

归母净利润	164.93	322.71	515.86	608.35	721.72
YoY		95.7%	59.9%	17.9%	18.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2：可比公司估值表（截至 2 月 26 日收盘）

股票代码	公司名称	市值 (百万元)	净利润 (百万元)		营业收入 (百万元)		PE(x)		PS(x)	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
601933.SH	永辉超市	86,038	2,250	2,991	86,531	105,421	38.24	28.77	0.99	0.82
603708.SH	家家悦	15,630	500	598	14,760	16,949	31.26	26.14	1.06	0.92
603214.SH	爱婴室	3,675	155	189	2,570	3,116	23.71	19.45	1.43	1.18

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（盈利预测采用广发预测）

## 风险提示：

1. 零售市场竞争加剧。随着日系便利店加速下沉、产业资本入局、其他零售公司的切入便利店赛道，预计便利店行业的市场竞争将日趋激烈。
2. 门店改造升级不达预期。公司借助永辉生鲜供应链的优势，在部分门店引入生鲜品类进行改造，存在生鲜加强型门店的改造升级不达预期的风险。
3. 门店扩张不达预期。公司作为成都市便利店龙头，门店扩张是其规模增长的主要动力，由于区域间消费习惯存在差异，存在门店扩张不达预期的风险。
4. 供应链整合不达预期。自永辉入股后，公司与永辉开展部分品类的协同采购，并借助永辉生鲜供应链优势开展，存在供应链整合不达预期的风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2,302</b>	<b>2,826</b>	<b>3,433</b>	<b>4,328</b>	<b>5,307</b>
货币资金	888	1,115	1,625	2,403	3,266
应收及预付	287	339	337	363	397
存货	1,056	991	1,090	1,178	1,256
其他流动资产	72	380	380	384	387
<b>非流动资产</b>	<b>2,006</b>	<b>1,968</b>	<b>1,882</b>	<b>1,787</b>	<b>1,686</b>
长期股权投资	421	476	496	511	526
固定资产	1,159	1,103	1,041	973	901
在建工程	0	26	29	32	35
无形资产	355	308	262	216	170
其他长期资产	72	55	55	55	55
<b>资产总计</b>	<b>4,308</b>	<b>4,794</b>	<b>5,315</b>	<b>6,115</b>	<b>6,993</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,989</b>	<b>2,180</b>	<b>2,185</b>	<b>2,377</b>	<b>2,535</b>
短期借款	200	201	0	0	0
应付及预收	1,563	1,646	1,829	1,992	2,124
其他流动负债	226	332	356	385	411
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1,989</b>	<b>2,180</b>	<b>2,185</b>	<b>2,377</b>	<b>2,535</b>
股本	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
资本公积	44	44	44	44	44
留存收益	915	1,209	1,725	2,333	3,055
归属母公司股东权益	2,319	2,613	3,129	3,737	4,458
少数股东权益	0	2	1	1	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,308</b>	<b>4,794</b>	<b>5,315</b>	<b>6,115</b>	<b>6,993</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,939</b>	<b>7,220</b>	<b>7,823</b>	<b>8,451</b>	<b>9,017</b>
营业成本	5,015	5,100	5,452	5,892	6,282
营业税金及附加	39	42	46	50	53
销售费用	1,543	1,616	1,702	1,804	1,857
管理费用	98	131	140	151	162
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	17	9	-2	-10	-14
资产减值损失	6	22	28	30	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-21	57	130	160	180
<b>营业利润</b>	<b>213</b>	<b>374</b>	<b>603</b>	<b>712</b>	<b>844</b>
营业外收支	1	-1	3	3	4
<b>利润总额</b>	<b>214</b>	<b>373</b>	<b>606</b>	<b>715</b>	<b>848</b>
所得税	49	51	91	107	127
<b>净利润</b>	<b>165</b>	<b>322</b>	<b>515</b>	<b>608</b>	<b>721</b>
少数股东损益	0	-1	-1	0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>165</b>	<b>323</b>	<b>516</b>	<b>608</b>	<b>722</b>
EBITDA	431	507	614	688	799
EPS (元)	0.12	0.24	0.38	0.45	0.53

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>480</b>	<b>662</b>	<b>657</b>	<b>684</b>	<b>748</b>
净利润	165	322	515	608	721
折旧摊销	187	175	131	134	136
营运资金变动	86	194	109	75	42
其它	42	-29	-99	-132	-151
<b>投资活动现金流</b>	<b>-22</b>	<b>-401</b>	<b>59</b>	<b>94</b>	<b>115</b>
资本支出	-85	-100	-51	-51	-50
投资变动	45	-302	-20	-15	-15
其他	18	1	130	160	180
<b>筹资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>-34</b>	<b>-206</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	100	1	-201	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-33	-34	-5	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>524</b>	<b>227</b>	<b>510</b>	<b>778</b>	<b>863</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>345</b>	<b>870</b>	<b>1,115</b>	<b>1,625</b>	<b>2,403</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>870</b>	<b>1,097</b>	<b>1,625</b>	<b>2,403</b>	<b>3,266</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	9.8%	4.1%	8.4%	8.0%	6.7%
营业利润增长	51.4%	75.3%	61.4%	18.0%	18.5%
归母净利润增长	14.3%	95.7%	59.9%	17.8%	18.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.7%	29.4%	30.3%	30.3%	30.3%
净利率	2.4%	4.5%	6.6%	7.2%	8.0%
ROE	7.1%	12.4%	16.5%	16.3%	16.2%
ROIC	11.5%	16.8%	27.3%	35.3%	47.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.2%	45.5%	41.1%	38.9%	36.2%
净负债比率	4.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.16	1.30	1.57	1.82	2.09
速动比率	0.50	0.70	0.93	1.18	1.45
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.67	1.59	1.55	1.48	1.38
应收账款周转率	288.97	259.87	288.49	278.42	275.07
存货周转率	4.78	4.98	5.00	5.00	5.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.12	0.24	0.38	0.45	0.53
每股经营现金流	0.35	0.49	0.48	0.50	0.55
每股净资产	1.71	1.92	2.30	2.75	3.28
<b>估值比率</b>					
P/E	-	21.62	19.90	18.79	15.83
P/B	-	2.67	3.28	3.06	2.56
EV/EBITDA	-	11.97	14.08	13.12	10.21

## 广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。



研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。