

审慎增持 (维持)

红旗连锁

(002697)

展店拐点确认，单季投资收益创新高——红旗连锁 2019 三季度报点评

2019 年 10 月 17 日

市场数据

| 市场数据日期 | 2019-10-17 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 8.10 |
| 总股本(百万股) | 1360.00 |
| 流通股本(百万股) | 1078.21 |
| 总市值(百万元) | 11016.00 |
| 流通市值(百万元) | 8733.50 |
| 净资产(百万元) | 2947 |
| 总资产(百万元) | 4908.57 |
| 每股净资产 | 2.17 |

相关报告

《展店提速毛利率创新高，投资收益快速增长——红旗连锁 2019 中报点评》2019-08-18

《收入增速环比改善，毛利率驱动业绩高速增长——红旗连锁 2019 一季报点评》2019-04-13

《毛利率提升叠加投资收益贡献，业绩大幅增长——红旗连锁 2018 年报点评》2019-03-27

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

研究助理:

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

郭军

guojun@xyzq.com.cn

主要财务指标

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7220 | 7928 | 8631 | 9365 |
| 同比增长 | 4.0% | 9.8% | 8.9% | 8.5% |
| 净利润(百万元) | 323 | 456 | 576 | 690 |
| 同比增长 | 95.7% | 41.2% | 26.5% | 19.7% |
| 毛利率 | 29.4% | 30.3% | 31.4% | 32.1% |
| 净利率 | 4.5% | 5.7% | 6.7% | 7.4% |
| 净资产收益率(%) | 12.4% | 15.2% | 16.1% | 16.2% |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.34 | 0.42 | 0.51 |
| 每股经营现金流(元) | 0.49 | 0.43 | 0.51 | 0.54 |

投资要点

- **展店加速驱动收入持续加速。**2019 1-3Q 公司收入+7.82%，其中 Q3+11.59%，自 2018Q4 以来持续加速。公司 2015、16 年大规模收购门店后的整合期收入增速持续下滑，当前的向上拐点已然确定；当前（2019.10.17）公司门店达到 3030 家，预计 2019 年底开店数量约 3080-3100 家。
- **薪酬正常化叠加投资收益贡献驱动业绩提升。**公司 2019 1-3Q 归母净利润+58.69%，其中 Q2+67.51%，自 Q1 起持续加速，除 Q3 收入加速外，**主要源于两点：1) 薪酬费率恢复正常带来期间费用率降低：**2019Q3 公司期间费用率同比降 1.1pp，系销售费用率降低 1pp，公司去年下半年多次发放员工福利导致薪酬费用率阶段性提升，当前已如期恢复正常水平；**2) 新网银行贡献的业绩贡献，剔除新网银行收益收 Q3 业绩增速为 29.89%。**2019Q3 新网银行贡献投资收益 0.56 亿元，超出我们的预期，前三季度已累计贡献 1.26 亿元。据四川日报报道，截至 2019 年 10 月公司拥有 2500 万客户，其中 15% 未有贷款记录，不良率仅 0.48%，发展空间仍然巨大。
- **业态优势稳定，开店空间广阔。**公司的便利业态具备天然的抗线上冲击优势，主营的烟酒、食百在经济及消费弱势情况下极具韧性，所以在近几年的行业波动中可以保持持续的快速增长。公司门店虽已超过 3000 家，但成都市区+郊县+下辖市的仍有超过 1000 家的开店空间。同时，公司已于四川其他城市签约超过 10 家门店，后续可密切关注其异地展店情况。
- **小幅上调盈利预测：**预计 2019-2021 收入 79.28/86.31/93.65 亿元，归母净利润为 4.56/5.76/6.90 亿元，实现 EPS 分别为 0.34/0.42/0.51 元，2019 年 10 月 17 日收盘价对应 PE 分别为 24.2/19.1/16.0 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：门店整合不及预期，与永辉合作不及预期，宏观经济下行超预期



报告正文

事件

- **红旗连锁发布2019年三季报:** 2019年前三季度公司实现营业收入58.88亿元,同比增长7.82%;实现归属于上市公司股东的净利润为4.06亿元,同比增长58.69%,符合前期公告的业绩预期,超出我们的预期。

点评

- **展店加速驱动收入持续加速。** 2019 1-3Q 公司收入 58.88 亿元 (+7.82%), 其中 Q3 收入 20.58 亿元 (+11.59%), 自 2018Q4 以来持续加速 (2%, 2.7%, 9%, 11.6%)。公司 2015、16 年大规模收购门店后的整合期收入增速持续下滑, 当前的向上拐点已然确定; 当前 (2019.10.17) 公司门店达到 3030 家, 估计 2019Q1、Q2、Q3 净开店 40、100、62 家, 考虑到整体展店进度, 预计 2019 年底开店数量约 3080-3100 家。

图 1、红旗连锁单季营收及增速

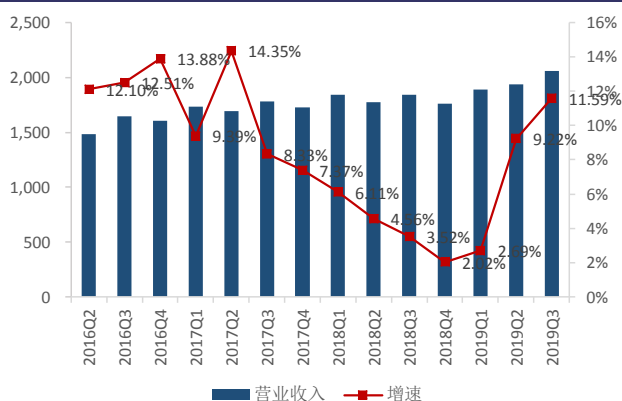
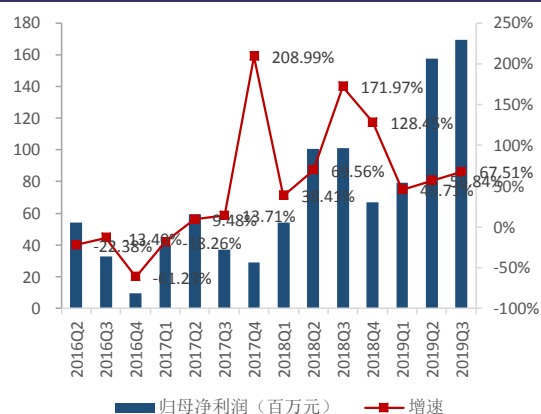


图 2、红旗连锁单季归母净利润及增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

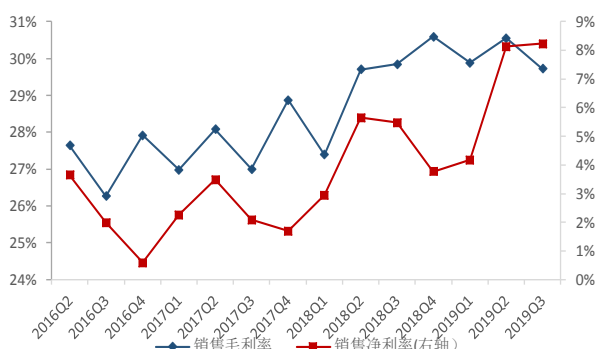
- **薪酬正常化叠加投资收益贡献驱动业绩提升。** 公司 2019 1-3Q 归母净利润 4.06 亿元 (+58.69%), 其中 Q3 归母净利润 1.69 亿元 (+67.51%), 自 Q1 起持续加速, 除 Q3 收入加速外, 主要源于两点: 1) 薪酬费率恢复正常带来期间费用率降低; 2) 新网银行贡献的业绩贡献。剔除新网银行投资收益收公司 Q3 业绩增速为 29.89%。

- 1) **薪酬费率正常化带来期间费率降低。** 2019Q3 公司期间费用率同比大幅降低 1.1pp, 主要系销售费用率降低 1pp, 公司去年下半年多次发放员工福利导致薪酬费用率阶段性提升, 当前已如期恢复正常水平。此外, Q3 公司管理、财务费率提升 0.36pp、-0.46pp。2019 年公司继续与永辉合作进行高质量的门店生鲜改造, 客流提升大大改善门店的周转情况, 坪效进入向上通道, 有望促进公司期间费用率持续走低。2019Q3 公司毛利率略

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

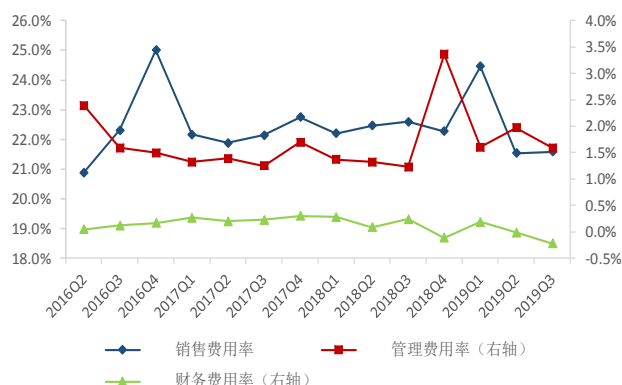
微下滑 0.12pp。

图 3、红旗连锁单季毛利率及净利率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

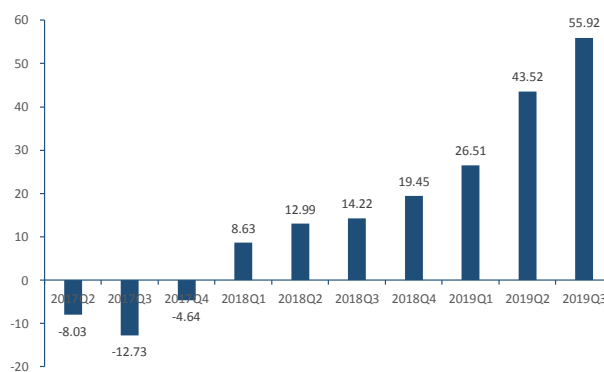
图 4、红旗连锁季度期间费用率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2) 新网银行发酥增长, 未来空间仍大。2019Q3 新网银行贡献投资收益 0.56 亿元, 超出我们的预期, 前三季度已累计贡献 1.26 亿元。新网银行主业“好人贷”(个人消费贷款)、存管业务以及小微企业贷款, 据四川日报报道, 截至 2019 年 10 月公司拥有 2500 万客户, 其中 15% 未有贷款记录, 不良率仅 0.48%, 发展空间仍然巨大。2019Q1-Q3 新网银行贡献的投资收益增速不断加速 (230%、223%、293%), 未来将持续贡献业绩。

图 5、红旗连锁单季投资净收益(百万元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 业态优势稳定, 开店空间广阔。公司的便利业态具备天然的抗线上冲击优势, 主营的烟酒、食百在经济及消费弱势情况下极具韧性, 所以在近几年的行业波动中可以保持持续快速增长。公司门店虽已超过 3000 家, 但成都市区+郊县+下辖市的仍有超过 1000 家的开店空间, 可以支撑未来 3 年的开店进程。同时, 公司已于四川其他城市签约超过 10 家门店, 后续可密切关注其异地展店情况。

- **小幅上调盈利预测:** 考虑到公司展店加速以及新网银行投资收益贡献良好,我们上调盈利预测,预计 2019-2021 收入 79.28/86.31/93.65 亿元,归母净利润为 4.56/5.76/6.90 亿元,实现 EPS 分别为 0.34/0.42/0.51 元,2019 年 10 月 17 日收盘价对应 PE 分别为 24.2/19.1 /16.0 倍,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 门店整合不及预期,与永辉合作不及预期,宏观经济下行超预期

附表

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2826 | 3489 | 4538 | 5656 |
| 货币资金 | 1115 | 1754 | 2770 | 3856 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 30 | 27 | 29 | 32 |
| 其他应收款 | 62 | 55 | 67 | 69 |
| 存货 | 991 | 1023 | 1007 | 1015 |
| 非流动资产 | 1968 | 1780 | 1625 | 1504 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 476 | 430 | 430 | 430 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1103 | 1048 | 993 | 938 |
| 在建工程 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 308 | 264 | 223 | 188 |
| 资产总计 | 4794 | 5270 | 6163 | 7160 |
| 流动负债 | 2180 | 2273 | 2591 | 2900 |
| 短期借款 | 201 | 150 | 250 | 300 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1199 | 1382 | 1539 | 1717 |
| 其他 | 779 | 741 | 802 | 883 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 2180 | 2273 | 2591 | 2900 |
| 股本 | 1360 | 1360 | 1360 | 1360 |
| 资本公积 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 未分配利润 | 1034 | 1370 | 1887 | 2504 |
| 少数股东权益 | 2 | 0 | -1 | -3 |
| 股东权益合计 | 2615 | 2997 | 3572 | 4260 |
| 负债及权益合计 | 4794 | 5270 | 6163 | 7160 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 322 | 456 | 576 | 690 |
| 折旧和摊销 | 92 | 141 | 152 | 149 |
| 资产减值准备 | 22 | -0 | 0 | 0 |
| 无形资产摊销 | 84 | 86 | 97 | 94 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 6 | -2 | -10 | -17 |
| 投资损失 | -57 | -175 | -263 | -341 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 营运资金的变动 | 194 | -176 | -236 | -262 |
| 经营活动产生现金流量 | 662 | 589 | 699 | 738 |
| 投资活动产生现金流量 | -401 | 171 | 208 | 281 |
| 融资活动产生现金流量 | -34 | -121 | 110 | 67 |
| 现金净变动 | 227 | 639 | 1016 | 1086 |
| 现金的期初余额 | 870 | 1115 | 1754 | 2770 |
| 现金的期末余额 | 1097 | 1754 | 2770 | 3856 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7220 | 7928 | 8631 | 9365 |
| 营业成本 | 5100 | 5526 | 5921 | 6359 |
| 营业税金及附加 | 42 | 52 | 43 | 47 |
| 销售费用 | 1616 | 1824 | 2071 | 2294 |
| 管理费用 | 131 | 136 | 149 | 163 |
| 财务费用 | 9 | -2 | -10 | -17 |
| 资产减值损失 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 57 | 175 | 263 | 341 |
| 营业利润 | 374 | 568 | 719 | 860 |
| 营业外收入 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 373 | 568 | 719 | 860 |
| 所得税 | 51 | 114 | 144 | 172 |
| 净利润 | 322 | 454 | 575 | 688 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 归属母公司净利润 | 323 | 456 | 576 | 690 |
| BPS(元) | 0.24 | 0.34 | 0.42 | 0.51 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 4.1% | 9.8% | 8.9% | 8.5% |
| 营业利润增长率 | 75.3% | 52.0% | 26.5% | 19.7% |
| 净利润增长率 | 95.7% | 41.2% | 26.5% | 19.7% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.4% | 30.3% | 31.4% | 32.1% |
| 净利率 | 4.5% | 5.7% | 6.7% | 7.4% |
| ROE | 12.4% | 15.2% | 16.1% | 16.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 45.5% | 43.1% | 42.0% | 40.5% |
| 流动比率 | 1.30 | 1.54 | 1.75 | 1.95 |
| 速动比率 | 0.84 | 1.09 | 1.36 | 1.60 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 158.6% | 157.6% | 151.0% | 140.6% |
| 应收帐款周转率 | 24966.9% | 26744.8% | 29784.0% | 29736.8% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.24 | 0.34 | 0.42 | 0.51 |
| 每股经营现金 | 0.49 | 0.43 | 0.51 | 0.54 |
| 每股净资产 | 1.92 | 2.20 | 2.63 | 3.13 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 34.1 | 24.2 | 19.1 | 16.0 |
| PB | 4.2 | 3.7 | 3.1 | 2.6 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编:200135 | 邮编:100033 | 邮编:518035 |
| 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn |