CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

红旗连锁 002697.SZ

目标估值：
当前股价：8.1 元
2019 年 10 月 17 日

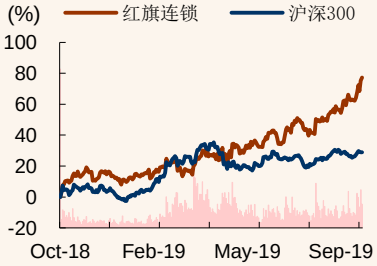
营收增速持续提升，主业+新网银行双轮驱动业绩增长

基础数据

上证综指	2977
总股本（万股）	136000
已上市流通股（万股）	107821
总市值（亿元）	110
流通市值（亿元）	87
每股净资产（MRQ）	2.2
ROE（TTM）	16.0
资产负债率	39.9%
主要股东	曹世如
主要股东持股比例	24.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	39	74
相对表现	13	43	48



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《红旗连锁（002697）—门店数量突破 3000 家，业绩持续高速增长》2019-10-10

2、《红旗连锁（002697）—开店加速带动营收增速回升，毛利率继续保持增长趋势》2019-08-18

3、《红旗连锁（002697）—西南便利超市龙头，社区+生鲜构筑核心壁垒》2019-07-30

宁浮洁
ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川
dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

研究助理
周洁
zhoujie10@cmschina.com.cn

事件：红旗连锁发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 58.88 亿元，同比增长 7.82%，实现归母净利润 4.06 亿元，同比增长 58.69%，其中三季度实现营业收入 20.58 亿元，同比增长 11.59%，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 67.51%。

- **门店加速扩张，营收增速持续提升。**根据公司官网数据，截止 2019 年 10 月 17 日公司门店数量已达 3030 家，今年已净增门店 213 家（包括收购 9010 门店约 50 家），开店数量较 2017-2018 年明显提升（2017/2018 全年分别净增门店 26/87 家）。公司三季度营收同比增长 11.59%，增速较前两季度更快。
- **主业利润加速增长，新网贡献可观投资收益。**报告期内公司综合毛利率同比提升 1.08pct 至 30.05%，预计与商品直采比例提升与商品结构优化有关；期间费用率同比提升 0.26pct 至 24.19%，其中销售、管理、财务费用率分别同比变化+0.08pct、+0.41pct、-0.22pct，管理费用提升主要系媒体报刊宣传费及建国 70 周年活动费增加所致。测算公司主业前三季度增长 25.91%，其中三季度增长 30.47%。此外，报告期内新网银行为贡献投资收益 1.26 亿元，同比增长 215.4%，是驱动公司业绩大幅增长的另一大动力。
- **便利店行业高速增长，成都市及四川省内仍有广阔开店空间。**参考国际经验，目前我国人均 GDP 水平正处于便利店行业高速发展期，公司同店有望保持稳健的增长水平。受益于成都市区的扩容以及省内经济的发展，公司在成都及四川省内仍有广阔开店空间。此外，随着公司与永辉合作的持续深入以及门店现代化管理制度的优化，公司经营效率有望继续提升。
- **投资建议：**考虑到公司门店加速扩张以及新网银行投资收益的增长，我们上调公司盈利预测，预计公司 2019/2020 年投资收益分别为 1.90/2.38 亿元，归母净利润分别为 5.21/6.24 亿元，目前股价对应 PE 分别为 21.2/17.7 倍，相比同行仍具备一定估值优势，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**成都市便利店行业竞争加剧；新网银行发展不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6939	7220	7810	8501	9267
同比增长	10%	4%	8.2%	8.8%	9.0%
营业利润(百万元)	213	374	580	692	810
同比增长	51%	75%	55.2%	19.4%	17.0%
净利润(百万元)	165	323	521	624	733
同比增长	14%	96%	61.4%	19.8%	17.5%
每股收益(元)	0.12	0.24	0.38	0.46	0.54
PE	66.8	34.1	21.2	17.7	15.0
PB	4.8	4.2	3.6	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：红旗连锁各季度业绩情况（单位：百万）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入	1842.49	1773.75	1844.65	1759.12	1892.11	1937.25	2,058.38
营业成本	1337.87	1246.98	1294.16	1220.95	1326.57	1345.44	1,446.61
毛利润	504.62	526.77	550.50	538.17	565.54	591.81	611.77
销售税金	7.51	12.39	8.95	13.60	9.81	13.07	8.21
销售费用	408.98	398.47	416.67	391.74	462.90	417.33	444.33
管理费用	25.24	23.42	22.76	59.16	30.25	38.08	32.66
财务费用	5.07	1.65	4.34	-1.91	3.66	-0.28	-4.60
投资收益	8.63	14.22	14.22	19.45	28.68	45.96	55.92
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	22.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	65.60	112.60	115.33	80.21	88.17	172.89	192.92
营业外收入	0.55	0.31	0.38	2.04	0.15	0.52	0.10
营业外支出	0.13	0.68	0.86	2.80	0.06	0.71	0.56
利润总额	66.02	112.23	114.85	79.44	88.26	172.69	192.46
所得税	11.69	12.04	13.73	13.18	9.12	15.10	23.15
净利润	54.33	100.20	101.12	66.26	79.14	157.60	169.31
少数股东权益	0.00	-0.29	0.01	-0.52	-0.03	-0.01	-0.04
归母净利润	54.33	100.49	101.11	66.78	79.17	157.61	169.36

资料来源：wind，招商证券

表 2：红旗连锁各季度利润率情况（%）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
毛利率	27.39	29.70	29.84	30.59	29.89	30.55	29.72
销售费用率	22.20	22.46	22.59	22.27	24.46	21.54	21.59
管理费用率	1.37	1.32	1.23	3.36	1.60	1.97	1.59
财务费用率	0.28	0.09	0.24	-0.11	0.19	-0.01	-0.22
营业利润率	3.56	6.35	6.25	4.56	4.66	8.92	9.37
净利率	2.95	5.65	5.48	3.77	4.18	8.14	8.23
所得税率	17.71	10.73	11.96	16.59	10.33	8.74	12.03

资料来源：wind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2302	2826	3161	3811	4557
现金	888	1115	1331	1826	2394
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	25	30	32	34	37
其它应收款	43	62	67	73	79
存货	1056	991	1057	1146	1248
其他	290	627	674	732	798
非流动资产	2006	1968	1966	1930	1899
长期股权投资	421	476	476	476	476
固定资产	1159	1103	1138	1135	1133
无形资产	355	308	278	250	225
其他	72	81	74	69	65
资产总计	**4308**	**4794**	**5126**	**5741**	**6455**
流动负债	1989	2180	2088	2236	2406
短期借款	200	201	0	0	0
应付账款	1260	1199	1279	1387	1510
预收账款	304	447	477	517	563
其他	226	332	332	332	332
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	**1989**	**2180**	**2088**	**2236**	**2406**
股本	1360	1360	1360	1360	1360
资本公积金	44	44	44	44	44
留存收益	915	1209	1633	2101	2646
少数股东权益	0	2	1	0	(1)
归属于母公司所有者权益	2319	2613	3037	3504	4050
负债及权益合计	**4308**	**4794**	**5126**	**5741**	**6455**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	480	662	459	513	559
净利润	165	323	521	624	733
折旧摊销	187	175	127	126	122
财务费用	7	6	10	10	10
投资收益	21	(57)	(190)	(238)	(297)
营运资金变动	100	204	(9)	(8)	(8)
其它	(1)	10	0	(1)	(1)
投资活动现金流	(22)	(401)	65	148	207
资本支出	(94)	(100)	(125)	(90)	(90)
其他投资	72	(301)	190	238	297
筹资活动现金流	67	(34)	(308)	(166)	(197)
借款变动	764	25	(201)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(680)	(49)	(97)	(156)	(187)
其他	(17)	(9)	(10)	(10)	(10)
现金净增加额	524	227	216	494	568

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6939	7220	7810	8501	9267
营业成本	5015	5100	5440	5898	6423
营业税金及附加	39	42	46	50	54
营业费用	1543	1616	1815	1969	2136
管理费用	98	131	109	119	130
财务费用	17	9	10	10	10
资产减值损失	6	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(21)	57	190	238	297
营业利润	213	374	580	692	810
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	214	373	579	691	808
所得税	49	51	58	68	77
净利润	165	322	520	623	732
少数股东损益	0	(1)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	165	323	521	624	733
EPS（元）	0.12	0.24	0.38	0.46	0.54

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	10%	4%	8.2%	8.8%	9.0%
营业利润	51%	75%	55.2%	19.4%	17.0%
净利润	14%	96%	61.4%	19.8%	17.5%
获利能力					
毛利率	27.7%	29.4%	30.3%	30.6%	30.7%
净利率	2.4%	4.5%	6.7%	7.3%	7.9%
ROE	7.1%	12.4%	17.1%	17.8%	18.1%
ROIC	7.3%	11.4%	16.5%	17.0%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	45.5%	40.7%	39.0%	37.3%
净负债比率	4.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
存货周转率	4.8	5.0	5.3	5.4	5.4
应收帐款周转率	289.0	259.9	252.5	258.1	258.2
应付帐款周转率	4.0	4.1	4.4	4.4	4.4
每股资料（元）					
EPS	0.12	0.24	0.38	0.46	0.54
每股经营现金	0.35	0.49	0.34	0.38	0.41
每股净资产	1.70	1.92	2.23	2.58	2.98
每股股利	0.04	0.07	0.11	0.14	0.16
估值比率					
PE	66.8	34.1	21.2	17.7	15.0
PB	4.8	4.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	31.4	21.4	14.1	12.3	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加 盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。