安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 10 月 17 日

公司快报

证券研究报告

超市

红旗连锁（002697.SZ）

主业维持高速增长，新网银行贡献投资受益

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 10 元

股价（2019-10-17） 8.10 元

交易数据

总市值（百万元）	11,016.00
流通市值(百万元)	8,733.50
总股本（百万股）	1,360.00
流通股本(百万股)	1,078.21
12 个月价格区间	4.61/8.10 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.67	14.93	52.77
绝对收益	14.89	22.17	76.13

刘文正 分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜玥莹 报告联系人

duyy@essence.com.cn

021-35082358

相关报告

红旗连锁：主业增速向好，展店明显提速，毛利率继续提升/刘文正	2019-08-18
红旗连锁：国内稀缺规模化盈利便利店龙头，主业增速边际向好，供应链及网点价值或被低估/刘文正	2019-07-24
红旗连锁：业绩符合预期，毛利率大幅提升，费用受非长期因素影响处历史高位/刘文正	2019-04-11
红旗连锁：业绩符合预期，毛利率大幅提升/刘文正	2019-03-27
红旗连锁：业绩略超预期，供应链整合缩减优化，毛	2018-10-18

- **事件：**10 月 17 日公司发布三季度报，公告 2019Q1-Q3 实现营业收入 58.88 亿元，同比增长约 7.8%；实现归母净利润 4.06 亿元，同比增长 58.7%；实现扣非归母净利润 3.94 亿元，同比增长 53.7%；其中新网银行贡献投资收益 1.26 亿元（去年同期为 0.36 亿元），扣除此项投资受益贡献，预计前三季度公司主业扣非归母净利润增速约 21.6%。单三季度来看，2019Q3 公司实现营业收入 20.58 亿元，同比增长 11.6%；实现扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 62.15%；扣除新网银行单三季度投资收益贡献约 0.56 亿元，预计 2019Q3 公司主业扣非归母净利润增速约 24.5%。

- **展店继续提速，毛利率同比继续提升，单季度费用率中枢继续下移。**1）收入端：报告期内，外延展店及同店增加共同推动公司营收增长：2019Q3 公司展店继续提速，截至季度末，门店数超 3000 家，且据公司调研，在二季度基础上，同店维持较好水平。2)毛利率同比提升。前三季度毛利率+1.1pct 至 30.0%，仍呈上升趋势，系公司持续调整商品结构、提升直采比例、优化渠道、加强大数据平台建设运用、提升进口商品销售比例等多重因素有关。3）费用率方面，前三季度公司期间费用率同比提升 0.3pct 至 24.2%，其中管理费用率、销售费用率、财务费用率分别+0.1pct、+0.4pct、-0.2pct 至 22.5%、1.7%、0.0%，主要受员工调薪及一季度年终奖发放影响所致；单第三季度来看，期间费用率 22.9%，同比-1.1pct,环比-0.6pct，单季度费用率中枢继续下移。

- **国内稀缺规模化盈利便利店龙头，主业增速边际向好，供应链及网点价值或被低估。**公司 2015 年先后收购红艳、互惠、四海三家区域龙头，业绩有所拖累，现并购整合基本完成，加之天府新区、简阳城市建设带来增量市场需求，公司展店已提速；且通过永辉入股、收购 9010 补充餐饮、生鲜供应链，加之规模、数据支持的标品供应链及门店端商品结构优化，单店营收、效率边际向好；加之统采、联采、进口商品比重、商品结构调整尚可推进，毛利率或仍存上行空间，费用率增长后续或可控，预计公司主业增速边际向好。且作为国内稀缺规模化盈利便利店企业，结合当地情况对比日本高渗透率、高增速、高集中度行业格局下的龙头数据，其拓展、单店日销、毛利率均具备较大提升空间，供应链及网点价值或被低估。

- **投资建议：**公司坐据西南，规模、效率突出，作为国内稀缺的规模化盈利便利店企业，其供应链优势、网点价值及成长性或被低估；2019 年展店提速、同店稳健、毛利率呈上升趋势，费用率管控良好，主业增速边际向好，后续年份业绩增长或较为稳健。预计 2019-2021 年主业扣非归母净利润复合增速约 20-25%，2019-2020 年主业扣非归母净利润分别为 3.24 亿元、3.89 亿元，2019-2020 年新网银行投资收益分别为 1.70 亿元、2.25 亿元；以 2 倍 PB 估值剔除新网银行分部，当前股价对应 2020 年主业 PE 估值约 24 倍，6 个

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

月目标价 10 元/股。

- **风险提示：**1）电商分流影响远超预期；2）毛利率提升不及预期；3）人力、租金成本大幅提升。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	6,938.9	7,220.0	7,725.4	8,420.7	9,178.6
净利润	164.9	322.7	493.9	614.6	683.7
每股收益(元)	0.12	0.24	0.36	0.45	0.50
每股净资产(元)	1.71	1.92	2.08	2.34	2.58

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	66.8	34.1	22.3	17.9	16.1
市净率(倍)	4.8	4.2	3.9	3.5	3.1
净利润率	2.4%	4.5%	6.4%	7.3%	7.4%
净资产收益率	7.1%	12.3%	17.4%	19.3%	19.5%
股息收益率	0.3%	1.7%	2.5%	2.4%	3.2%
ROIC	9.9%	21.1%	30.3%	44.6%	59.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,938.9	7,220.0	7,725.4	8,420.7	9,178.6
减:营业成本	5,015.3	5,100.0	5,377.7	5,810.3	6,277.7
营业税费	39.1	42.4	38.6	42.1	45.9
销售费用	1,542.7	1,615.9	1,715.0	1,911.5	2,111.1
管理费用	97.9	130.6	133.4	111.0	107.7
财务费用	17.3	9.2	7.7	8.4	9.2
资产减值损失	6.3	22.4	7.2	9.0	11.2
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-21.3	56.5	170.0	225.0	225.0
营业利润	213.2	373.7	615.8	753.4	840.7
加:营业外净收支	0.5	-1.2	1.5	1.1	0.7
利润总额	213.8	372.6	617.3	754.5	841.4
减:所得税	48.8	50.6	123.5	139.9	157.7
净利润	164.9	322.7	493.9	614.6	683.7

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	9.8%	4.1%	7.0%	9.0%	9.0%
营业利润增长率	51.4%	75.3%	64.8%	22.3%	11.6%
净利润增长率	14.3%	95.7%	53.0%	24.4%	11.2%
EBITDA 增长率	35.3%	42.9%	51.3%	18.3%	9.9%
EBIT 增长率	47.3%	68.9%	70.7%	22.2%	11.6%
NOPLAT 增长率	47.2%	86.0%	50.8%	24.4%	11.3%
投资资本增长率	-12.7%	5.0%	-15.4%	-16.2%	31.4%
净资产增长率	6.4%	12.8%	8.5%	12.3%	10.3%
利润率					
毛利率	27.7%	29.4%	30.4%	31.0%	31.6%
营业利润率	3.1%	5.2%	8.0%	8.9%	9.2%
净利润率	2.4%	4.5%	6.4%	7.3%	7.4%
EBITDA/营业收入	5.1%	7.0%	9.9%	10.7%	10.8%
EBIT/营业收入	3.1%	5.1%	8.1%	9.0%	9.3%
运营效率					
固定资产周转天数	60	56	49	41	34
流动营业资本周转天数	-16	-16	-15	-18	-9
流动资产周转天数	107	128	124	134	139
应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
存货周转天数	54	51	37	37	36
总资产周转天数	215	227	212	208	201
投资资本周转天数	87	80	71	55	53
投资回报率					
ROE	7.1%	12.3%	17.4%	19.3%	19.5%
ROA	3.8%	6.7%	11.4%	11.4%	14.0%
ROIC	9.9%	21.1%	30.3%	44.6%	59.2%
费用率					
销售费用率	22.2%	22.4%	22.2%	22.7%	23.0%
管理费用率	1.4%	1.8%	1.7%	1.3%	1.2%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
三费/营业收入	23.9%	24.3%	24.0%	24.1%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	45.5%	34.4%	41.0%	27.9%
负债权益比	85.8%	83.4%	52.4%	69.6%	38.6%
流动比率	1.16	1.30	1.69	1.69	2.47
速动比率	0.63	0.84	1.29	1.19	1.93
利息保障倍数	12.50	39.89	80.72	90.47	92.60
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.14	0.20	0.20	0.26
分红比率	17.3%	58.0%	55.0%	43.5%	52.2%
股息收益率	0.3%	1.7%	2.5%	2.4%	3.2%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	887.8	1,115.3	1,405.9	2,007.8	1,968.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	68.6	92.1	83.5	106.8	100.0
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	261.4	309.0	282.8	350.8	341.7
存货	1,055.6	990.7	592.7	1,118.1	730.3
其他流动资产	28.5	318.5	137.2	161.4	205.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	420.5	475.7	475.7	475.7	475.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,159.0	1,103.5	1,013.1	922.0	830.1
在建工程	-	26.2	22.3	18.9	16.1
无形资产	354.7	308.4	269.1	229.1	188.4
其他非流动资产					
资产总额	4,308.3	4,794.1	4,321.6	5,400.6	4,866.6
短期债务	200.0	201.0	-	-	-
应付帐款	1,401.4	1,428.2	775.8	1,567.5	986.0
应付票据	-	-	448.1	-	-
其他流动负债					
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债					
负债总额	1,989.4	2,179.5	1,485.0	2,216.5	1,355.5
少数股东权益	-	1.6	1.6	1.6	1.6
股本	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0
留存收益	958.8	1,252.9	1,475.0	1,822.5	2,149.5
股东权益	2,318.9	2,614.5	2,836.6	3,184.1	3,511.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164.9	321.9	493.9	614.6	683.7
加:折旧和摊销	186.8	175.4	138.6	139.5	140.5
资产减值准备	6.3	22.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	7.3	5.7	7.7	8.4	9.2
投资损失	21.3	-56.5	-170.0	-225.0	-225.0
少数股东损益	-	-0.8	-	-	-
营运资金的变动	168.1	-89.1	136.1	119.8	-501.7
经营活动产生现金流量	479.6	661.8	606.3	657.3	106.6
投资活动产生现金流量	-22.0	-401.0	165.0	220.0	220.0
融资活动产生现金流量	66.9	-33.8	-480.6	-275.5	-365.9

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.12	0.24	0.36	0.45	0.50
BVPS(元)	1.71	1.92	2.08	2.34	2.58
PE(X)	66.8	34.1	22.3	17.9	16.1
PB(X)	4.8	4.2	3.9	3.5	3.1
P/FCF	22.4	44.8	20.1	13.1	34.7
P/S	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	22.5	11.9	12.6	10.0	9.1
CAGR(%)	55.0%	28.5%	50.7%	55.0%	28.5%
PEG	1.2	1.2	0.4	0.3	0.6
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。