

公司研究/首次覆盖

2019年12月01日

商业贸易/零售 II

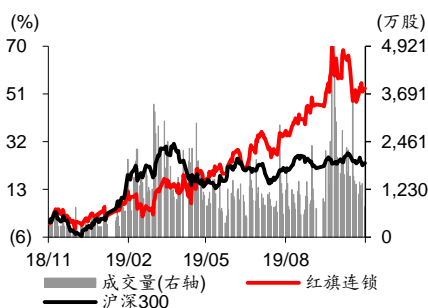
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 7.77
合理价格区间(元): 9.84~11.07

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

享便利店行业红利，经营持续向好

红旗连锁(002697)

西南便利店龙头，充分受益行业红利，首次覆盖给予“买入”评级

红旗连锁是西南地区最具规模的连锁便利店公司，2009-2018年，公司营收 CAGR 为 12.58%，归母净利润 CAGR 为 11.53%。国内便利店行业目前处于发展红利期，门店扩张、同店增长、资本投入等均领先于其他零售业态，公司充分享受行业红利。考虑到便利店渗透率及经济增长，公司未来在成都以及四川其他区域仍有广阔开店空间，且商品结构优化、门店改造、供应链物流升级进一步提高盈利能力及运营效率，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.35/0.41/0.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

国内便利店行业处于发展红利期

根据发达市场经验，便利店业态在人均 GDP 达到 1 万美元时步入快速扩张期，而国内人均 GDP 在 2018 年达到 9780 美元，部分发达城市便利店业态已迅速铺开。在经济、政策、资本的驱动下，国内便利店行业保持快速增长，据 Euromonitor 数据，2010-2018 年便利店门店数量保持超过 10% 的年均增速，2018 年国内便利店销售规模达到 1097.1 亿元，同比增长 18.0%。

公司区域竞争优势明显，外延开店有望提速

公司聚焦成都区域，通过密集布店形成规模效应，截至 2019Q3 成都市内门店近 3000 家，显著高于舞东风、wowo、全家等同行。此外供应链物流方面公司壁垒高，拥有 3 家物流配送中心，与上千家供应商深度合作，成都区域配送可保证日达。未来公司门店扩张有望加速，其中成都区域受益于天府新区及简阳市大规模城市建设，参考国内便利店密度前三城市（平均 1403 人拥有一家便利店），公司成都市内门店仍有翻倍空间；成都市外，公司物流可覆盖四川全省，未来开店空间广阔。截至 2019Q3，公司已净增门店 213 家（2018 年全年净增 87 家），开店速度明显提升。

经营多方位改善，盈利能力及营运效率提升

门店改造方面，公司借助永辉生鲜供应链对门店进行生鲜化改造，预计 2019 年公司门店改造将达 300 家。商品结构优化方面，高毛利进口商品 SKU 增加约 400 种，收购 9010 便利店引入毛利较高的即食品类。供应链提效方面，通过大数据分析门店动销情况、物流配送情况，并将存货及销售系统向供应商开放。2019Q1-Q3，公司综合毛利率同比增长 1.08 pct 至 30.05%，存货周转天数较 2018 年下降 2.09 天。

公司处于经营扩张期，业绩增长超预期，首次覆盖给予“买入”评级

公司所处行业景气度较高，区域龙头优势显著，此外考虑到新网银行贡献较大投资收益，公司业绩增长有望超预期，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.73/5.58/6.62 亿元。参考行业平均 2020 年 25.7 倍市盈率及对应的业绩复合增速，给予公司 2020 年 24-27 倍 PE 估值，对应目标价 9.84-11.07 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济加速下行；便利店行业竞争加剧；新网银行经营波动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,360
流通 A 股 (百万股)	1,078
52 周内股价区间 (元)	4.98-8.61
总市值 (百万元)	10,567
总资产 (百万元)	4,909
每股净资产 (元)	2.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,939	7,220	7,840	8,688	9,435
+/-%	9.77	4.05	8.59	10.82	8.60
归属母公司净利润 (百万元)	164.93	322.71	473.14	557.53	662.00
+/-%	14.28	95.66	46.61	17.84	18.74
EPS (元, 最新摊薄)	0.12	0.24	0.35	0.41	0.49
PE (倍)	64.07	32.75	22.33	18.95	15.96

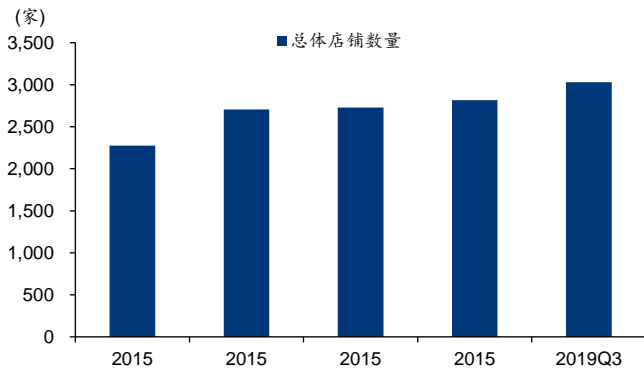
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

深耕成都市场，西南便利店龙头地位稳固

公司介绍及发展历程

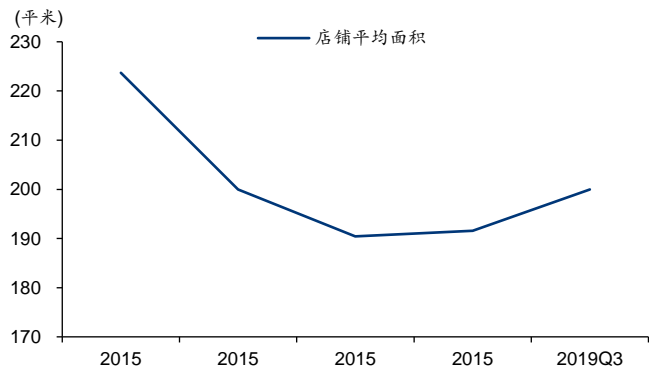
红旗连锁是中国西部地区最具规模的以连锁经营、物流配送、电子商务为一体的商业龙头连锁企业，公司在2000年6月于成都成立，2012年9月于深交所中小板挂牌上市，采用“商品+服务”经营方式，展店、收购双管齐下，实现市场规模稳健增长。近年来，公司以四川为中心、成都为核心、向周边地区辐射，截至2019Q3，公司门店数达到3030家，在成都地区的超市市占率约为50%，建立起龙头优势。

图表68：公司门店数量



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表69：公司门店平均面积



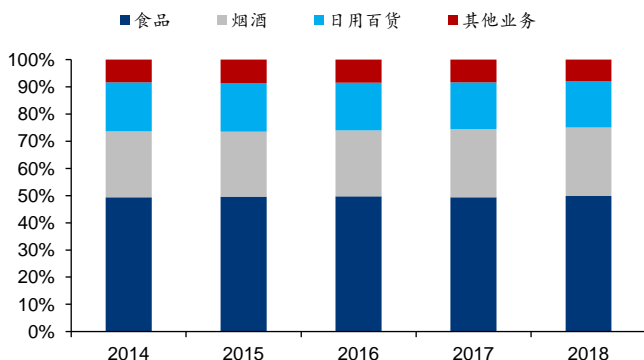
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司于2017年与永辉超市达成战略合作，永辉以5.8元/股先后在2017年12月底和2018年1月初受让公司实际控制人曹世如女士、股东曹曾俊先生合计所持12%、9%股权，即永辉合计以16.56亿元受让2.86亿股，持股比例达到21%，成为公司第二大股东。公司和永辉业务将协同持续深化，强强联合，合作共赢。

公司主营业务及经营业绩

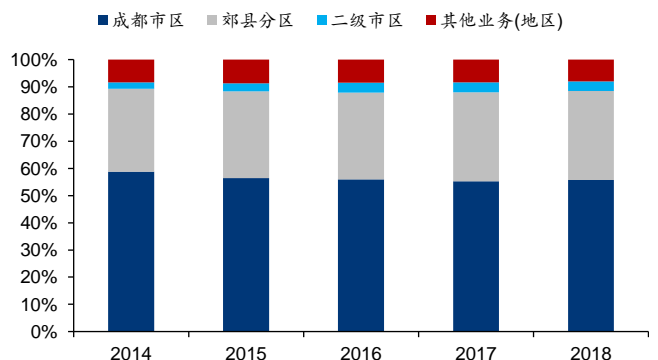
公司主营便利店连锁经营，有食品、烟酒、日用百货等业务，同时开展公交卡消费和充值、电信缴费、电费充值、燃气收费等多项便民服务。从产品分类角度看，2018年，食品、烟酒、百货、其他业务(后台及增值业务)营收分别占比49.82%/25.24%/16.93%/8.02%，毛利率分别为23.68%/20.80%/25.39%/100%。从区域分类角度看，2018年年报显示，成都地区营收占比为91.98%，毛利率为23.21%，其中成都市区、郫县分区、二级市区营收占比分别为55.72%/32.76%/3.5%，毛利率分别为24.09%/21.85%/21.79%。

图表70：公司分产业营业收入结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表71：公司分区域营业收入结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

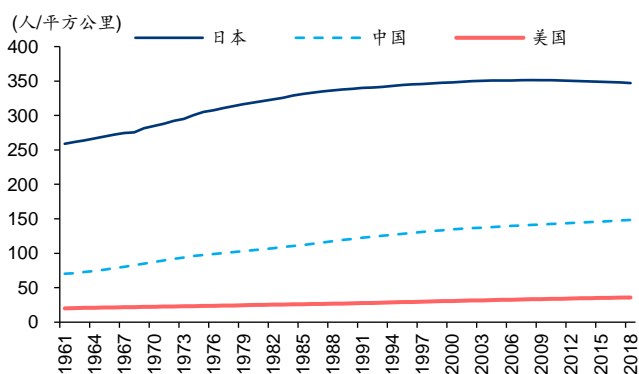
近年来，公司业绩虽有波动，但整体呈上升趋势。2009-2018年，公司营业收入从24.86亿元增长至72.20亿元，CAGR为12.58%，公司归母净利润从1.21亿元增长至3.23亿元，CAGR为11.53%。2019Q1-Q3，公司实现营业收入58.88亿元，同比增长7.82%，实现归母净利润4.06亿元，同比增长58.69%。2019Q1-Q3业绩快速增长主要源于：1) 新门店加速扩张，截至2019Q3净增门店213家，门店增速约为3-4%；2) 新网银行贡献可观投资收益，2019Q1-Q3确认投资收益1.26亿元。

便利店行业处于发展红利期，公司仍存扩张空间

国内便利店行业处于快速扩张期，未来空间广阔

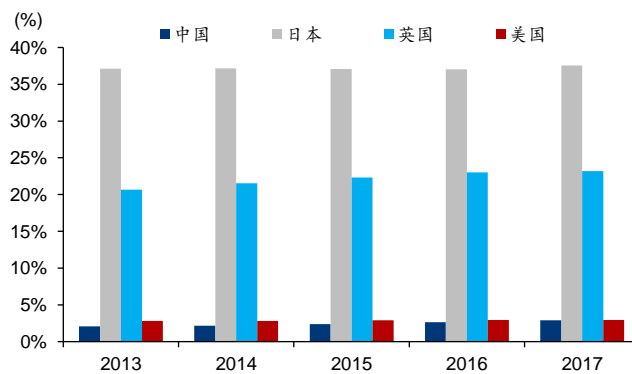
便利店业态的增长与经济发展水平以及城市人口密度紧密相关。根据发达市场经验，便利店业态一般在人均GDP达到3000美元时开始兴起，在人均GDP达到1万美元时步入快速扩张期。另一方面，人口密度越大的城市对便利店的需求越大，便利店密度天花板越高。我国人均GDP于21世纪初超过3000美元水平，2018年底，我国人均GDP约9780美元，在部分发达城市，便利店业态已经快速铺设。考虑到中国与发达国家的便利店渗透率差距，以及未来宏观经济稳健增长，国内便利店业态有望在更大范围内快速铺设。

图表72：中美日三国人口密度



资料来源：Wind、华泰证券研究所

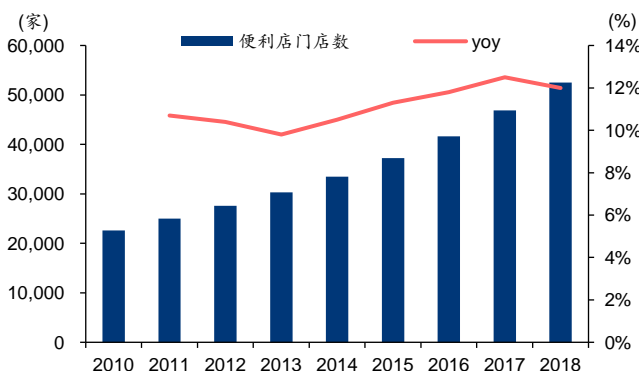
图表73：中国、日本、英国、美国便利店占线下零售额比例



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

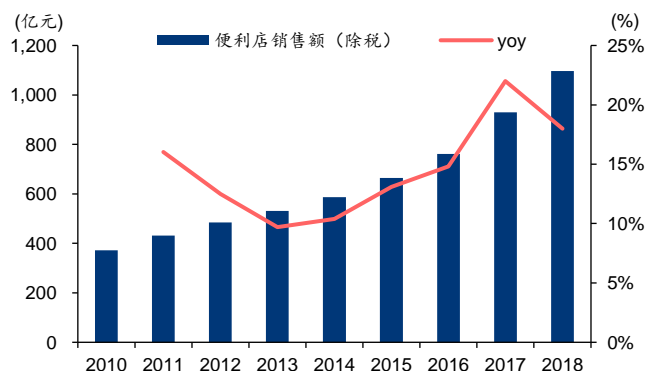
2010年以来，在经济、政策、资本的共同驱动下，国内便利店行业保持快速增长。根据Euromonitor数据，2018年中国国内便利店门店总量超过5.2万家，同比增长12.0%，2010年至今门店数量保持超过10%的年均增速，2018年国内便利店销售规模达到1097.1亿元，同比增长18.0%，2010年至今销售规模复合增速超过门店增速。2018年国内便利店数量及销售规模增速虽有所放缓，但仍保持较高增速。随着中国市场的成长，国外便利店龙头也纷纷进驻，截至2019年，7-11、全家、罗森在中国各拥有店铺约2892家、2565家、2000家，外资便利店进入也加快了行业的资本投入和改造升级。

图表74：中国便利店行业门店规模



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表75：中国便利店行业销售规模



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

公司在成都密集开店，建立起龙头优势

与竞争对手相比，公司在成都区域龙头优势显著。公司在成都地区密集开店，布店近 3000 家，形成规模效应，并通过其他增值服务进行有效引流，已占有成都超市市场较高的市场份额。公司成都地区门店数量超过舞东风的 2 倍（舞东风门店数约 944 家），远高于日资便利店门店数（全家、7-11 门店数约 106 家、73 家）。密集开店使公司在各个方面产生协同效应，保障公司的定价能力和议价能力，维持较高盈利水平。

四川区域仍有扩张开店空间

公司坚持“以四川为中心、成都为核心”，向周边地区辐射的发展战略，保持稳健较快的开店节奏。截至 2019Q3，公司已净增门店 213 家，门店增速约为 3-4%，远超 2018 年全年净增门店 87 家的水平，公司门店数达到 3030 家，预计于年底达到 3100 家。

考虑到成都市区扩容和四川省内的经济发展，公司在四川区域仍有扩张开店空间。在成都市内，公司门店密集度高，但仍有拓展空间，截至 2018 年，成都人均便利店占有量达 2810 人/店，位列全国第 5，但便利店数量距离便利店密度前三城市（东莞、长沙、太原）平均水平（平均 1403 人拥有一家便利店）仍有翻倍空间。且成都市于 2018 年实施“东进、南拓、西控、北改、中优”发展策略，根据该策略，天府新区以及简阳的大规模城市建设将带来增量空间。

在成都市外的其他地区，截止 2019 年 7 月 5 日，公司已开设 149 家门店，分别布局在乐山（35 家）、绵阳（26 家）、什邡（13 家）、内江（13 家）等地区，门店数占比 5%。而从竞争格局角度看，四川省内目前没有其它实力较为强劲的便利店企业，主要是一些规模体量较小的地域性小超市，日系便利店目前仍集中于一线城市，还未进入渠道下沉阶段。根据四川省经济发展水平，以及公司供应链物流能力的增强，未来在四川省内其他区域仍具有较大扩张空间。

门店改造升级，供应链效率持续提升

携手永辉，门店改造升级成效显著

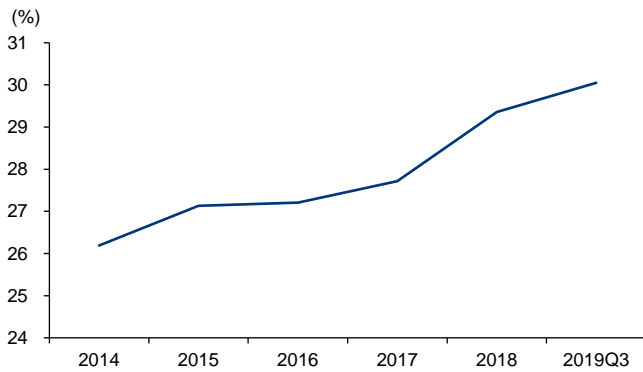
公司于 2017 年与永辉超市达成战略合作，永辉以 5.8 元/股先后在 2017 年 12 月底和 2018 年 1 月初受让公司实际控制人合计所持 12%、9% 股权，合计以 16.56 亿元受让 2.86 亿股，持股比例达到 21%，为公司第二大股东。

公司借助永辉生鲜供应链对门店进行生鲜化改造，具体包括：1) 永辉于 2019 年 2 月派出约 8 人指导公司开展生鲜相关工作，目前公司相关业务约有 100 人团队；2) 公司通过永辉生鲜供应链获得性价比较高的生鲜产品。目前，随着双方的持续深入合作，永辉超市加快对公司的门店改造，预计 2019 年永辉对公司改造的门店将达 300 多家。虽然生鲜品类相对其他主营业务的毛利率较低、费用率较高，但公司目前生鲜改造费用控制较为良好，截至 2019H1，生鲜化改造门店已近 200 家，改造后门店销售平均增长 30%，利润约增长 10%，且门店的改造升级工作，有助于满足消费者的多元化需求，以及推动供应链效率的持续提升。

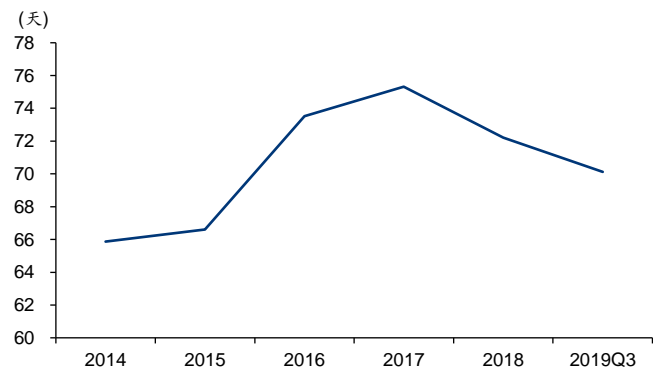
商品结构优化、供应链效率提升推动盈利及营运能力改善

在商品结构优化方面，公司推动商品直采比例提升至约 60%，部分商品达成总部统采，从而降低成本；2018 年公司总量上进一步精简 SKU，但进口商品 SKU 增加约 400 种，目前进口商品 SKU 合计约 1000 种，毛利率约 40-50%，远高于其他商品；2019 年公司拟以 2800 万收购 9010 便利店（成都市便利店公司，主要位于商务区办公楼附近，快餐餐饮业务比例高），为公司在门店引入毛利较高的早餐和快餐等即食品类提供支持。直采比例提升、进口商品比重增加、新产品引入，有助于公司进行商品结构优化和供应链效率提升，提高公司盈利能力，2019 年前三季度综合毛利率同比增长 1.08 pct 至 30.05%。

在物流配送及供应商合作方面，公司拥有3家物流配送中心，与上千家供应商建立了深度合作关系，在成都区域采取“小批量、多批次”的配送模式，保证了商品配送的及时性及高效率，并且公司物流配送辐射范围可覆盖全四川省，成都区域配送可保证日达。此外，公司通过大数据系统分析门店动销情况、物流配送情况，并将存货及销售系统向供应商开放，进一步提高了合作深度及运营效率。

图表76： 公司毛利率持续提升


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表77： 公司存货周转天数保持下降趋势


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 78.40/86.88/94.35 亿元，同比增速 8.59%/10.82%/8.60%，归母净利润分别为 4.73/5.58/6.62 亿元，同比增速 46.61%/17.84%/18.74%。我们做出核心假设如下：

1、门店数量：2016/2017/2018/2019Q1-Q3，公司门店净增加 430/26/87/213 家，考虑到成都市于 2018 年实施“东进、南拓、西控、北改、中优”发展策略，给公司带来大量门店加密空间，且公司建立起的物流配送体系已经能够高效覆盖成都周边县市，预计公司未来将保持较快门店扩张节奏，我们预计 2019-2021 年，公司净开店分别为 250/200/150 家。此外，我们预计公司与永辉合作进行门店生鲜化改造趋势不改，考虑到截至 2019H1 已经完成约 200 家门店改造，我们预计 2019-2021 年门店生鲜化改造数量分别为 300/300/300/家。

2、单店收入：2017/2018 年，公司门店单店收入增速分别为-2.09%/2.77%，考虑到公司 2018 年以来持续改善产品结构，高单价的进口商品占比提升，以及 CPI 上涨推动终端商品价格提升，我们预计 2019-2021 年，普通门店单店收入增速分别为 2.0%/1.5%/1.5%。此外参考此前永辉生鲜化改造后的门店单店收入提升 30%，随着改造门店数量的提升，我们保守预计 2019-2021 年生鲜化改造后门店单店收入提升分别为 15%/15%/15%。

3、服务收入：2017/2018 年，公司服务收入增速分别为 8.6%/-1.1%，预计随着公司门店扩张提速，门店服务收入也相应增加，此外公司未来将强化增值服务以更好地帮助门店引流，我们预计 2019-2021 年，公司 2019-2021 年服务收入增速分别为 8.0%/8.0%/7.0%。

4、毛利率与费用率：2017/2018 年，公司毛利率分别为 21.07%/23.21%，随着公司门店商品结构改善（引入高毛利率的进口商品及熟食业务），预计公司门店毛利率略有提升，我们预计 2019-2021 年，公司毛利率分别为 23.71%/24.01%/24.31%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司销售费用率分别为 22.23%/22.38%/22.50%，随着门店扩张，预计销售费用率略有提升，我们预计 2019-2021 年销售费用率分别为 22.7%/22.9%/23.1%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司管理费用率分别为 1.41%/1.81%/1.72%，管理费用率与终端门店关联度较小（门店很少涉及管理费用支出），公司相关业务运营已经较为成熟，我们预计 2019-2021 年，管理费用率分别为 1.9%/1.9%/1.9%。

5、新网银行：作为是全国第三家也是中西部地区第一家互联网银行，充分享受互联网银行的行业红利，目前处于快速发展过程中，公司持有新网银行15%股权。2017/2018年，新网银行分别实现净利润-1.69/3.68亿元，且截至2019Q3，新网银行已向公司累计贡献投资收益1.26亿元（15%股权），考虑到互联网银行出于快速发展过程中，我们预计2019-2021年新网银行实现净利润9/12/15亿元，按持股比例计算预计对公司贡献投资收益1.35/1.80/2.25亿元。

我们预计公司2019-2021年归母净利润为4.73/5.58/6.62亿元。参考行业平均2020年25.7倍市盈率及对应的业绩复合增速，给予公司2020年24-27倍PE估值，对应目标价9.84-11.07元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表78：超市行业可比公司 Wind 一致预期 PE

可比公司	EPS				PE				2018-2021 净利润复合增速
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
永辉超市	0.15	0.24	0.31	0.39	50.88	50.88	32.35	25.15	36.00%
家家悦	0.92	0.82	0.96	1.13	21.87	21.87	28.76	24.32	17.00%
步步高	0.18	0.23	0.26	0.32	41.21	41.21	40.9	36.12	20.68%
百联股份	0.49	0.52	0.56	0.61	17.29	17.29	16.81	15.27	7.59%
全部平均	0.44	0.45	0.52	0.61	32.81	32.81	29.71	25.22	20.31%

注：均为 Wind 一致预测、数据截至 2019/11/25

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

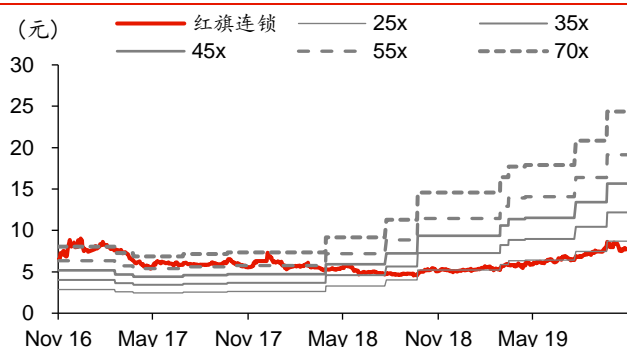
1、宏观经济加速下行。如果经济持续低迷，则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势，对于公司整体经营构成不利影响。

2、便利店行业竞争加剧。越来越多零售巨头进驻便利店行业，国际便利店龙头加速门店扩张，行业资本开支显著增多，未来便利店行业竞争激烈程度可能大幅提升。

3、新网银行经营波动。互联网银行作为新兴物种，处于快速发展阶段，但是行业相关监管政策不明朗，未来发展不确定性高，如果新网银行经营波动，则会对公司业绩造成影响。

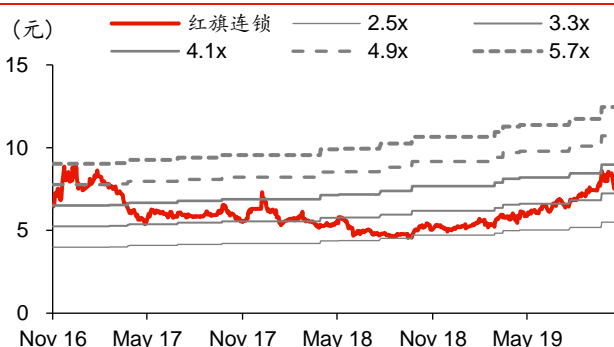
PE/PB – Bands

图表79：红旗连锁历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表80：红旗连锁历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,302	2,826	3,483	4,271	5,117
现金	887.76	1,115	1,648	2,273	2,977
应收账款	25.24	30.33	33.13	36.59	39.76
其他应收账款	43.34	61.81	67.19	74.45	80.84
预付账款	261.45	308.97	315.49	350.38	382.32
存货	1,056	990.74	1,101	1,218	1,319
其他流动资产	28.53	318.48	318.48	318.48	318.48
非流动资产	2,006	1,968	1,800	1,663	1,522
长期投资	420.53	475.74	452.36	454.85	457.50
固定投资	1,159	1,103	1,109	1,113	1,114
无形资产	354.71	308.45	220.90	131.41	41.96
其他非流动资产	72.15	80.83	17.56	(36.81)	(92.18)
资产总计	4,308	4,794	5,283	5,934	6,638
流动负债	1,989	2,180	2,267	2,466	2,632
短期借款	200.00	201.00	183.83	192.25	190.90
应付账款	1,260	1,199	1,361	1,485	1,606
其他流动负债	529.81	779.34	722.15	788.59	835.15
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,989	2,180	2,267	2,466	2,632
少数股东权益	0.00	1.60	1.01	0.21	(0.82)
股本	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	43.74
留存公积	915.05	1,209	1,610	2,064	2,603
归属母公司股东权益	2,319	2,613	3,014	3,467	4,007
负债和股东权益	4,308	4,794	5,283	5,934	6,638

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	479.62	661.82	500.73	555.84	573.46
净利润	164.93	321.91	472.55	556.72	660.98
折旧摊销	186.83	175.37	167.56	175.33	181.34
财务费用	17.30	9.16	(43.82)	(67.12)	(94.36)
投资损失	21.34	(56.51)	(151.00)	(197.00)	(258.00)
营运资金变动	85.58	193.69	36.23	87.89	83.47
其他经营现金	3.65	18.21	19.21	0.01	0.03
投资活动现金	(22.02)	(401.01)	77.21	98.01	159.62
资本支出	93.70	100.07	100.00	100.00	100.00
长期投资	(45.00)	300.00	(23.39)	2.49	2.65
其他投资现金	26.67	(0.94)	153.82	200.50	262.27
筹资活动现金	66.90	(33.76)	(45.40)	(28.55)	(29.66)
短期借款	100.00	1.00	(17.17)	8.42	(1.35)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(33.10)	(34.76)	(28.23)	(36.97)	(28.31)
现金净增加额	524.49	227.05	532.55	625.31	703.42

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,939	7,220	7,840	8,688	9,435
营业成本	5,015	5,100	5,504	6,089	6,595
营业税金及附加	39.14	42.45	46.89	51.18	55.84
营业费用	1,543	1,616	1,780	1,990	2,179
管理费用	97.91	130.57	148.96	165.08	179.27
财务费用	17.30	9.16	(43.82)	(67.12)	(94.36)
资产减值损失	6.31	22.40	13.32	15.18	15.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(21.34)	56.51	151.00	197.00	258.00
营业利润	213.23	373.75	541.55	641.94	762.19
营业外收入	2.41	3.28	8.39	5.69	6.19
营业外支出	1.87	4.48	3.05	3.33	3.43
利润总额	213.77	372.55	546.89	644.30	764.95
所得税	48.84	50.64	74.34	87.58	103.98
净利润	164.93	321.91	472.55	556.72	660.98
少数股东损益	0.00	(0.80)	(0.59)	(0.81)	(1.02)
归属母公司净利润	164.93	322.71	473.14	557.53	662.00
EBITDA	417.35	558.27	665.28	750.15	849.18
EPS (元, 基本)	0.12	0.24	0.35	0.41	0.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.77	4.05	8.59	10.82	8.60
营业利润	51.38	75.28	44.90	18.54	18.73
归属母公司净利润	14.28	95.66	46.61	17.84	18.74
获利能力 (%)					
毛利率	27.72	29.36	29.79	29.91	30.10
净利率	2.38	4.47	6.03	6.42	7.02
ROE	7.11	12.35	15.70	16.08	16.52
ROIC	14.20	27.10	40.63	59.77	95.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.18	45.46	42.92	41.56	39.66
净负债比率 (%)	10.05	9.22	8.11	7.80	7.25
流动比率	1.16	1.30	1.54	1.73	1.94
速动比率	0.63	0.84	1.05	1.24	1.44
营运能力					
总资产周转率	1.67	1.59	1.56	1.55	1.50
应收账款周转率	282.72	249.67	238.34	240.66	238.35
应付账款周转率	3.96	4.15	4.30	4.28	4.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.24	0.35	0.41	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.49	0.37	0.41	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.71	1.92	2.22	2.55	2.95
估值比率					
PE (倍)	64.07	32.75	22.33	18.95	15.96
PB (倍)	4.56	4.04	3.51	3.05	2.64
EV_EBITDA (倍)	21.95	16.41	13.77	12.21	10.79