

A 股便利店第一股，携手永辉深耕西南市场

投资要点

- **推荐逻辑: (1) 超市行业整体增速放缓，便利店逆势增长，小业态成趋势:** 中国连锁经营协会公布的数据显示，2017 年连锁百强企业销售规模同比增长 8.0%，而百强便利店企业销售增长率则达 16.9%，门店数量增长 18.1%，成为实体零售企业中增长最快的业态。**(2) 持续优化商品结构，密集式门店布局:** 红旗连锁以便利超市的连锁经营为主，以成都为中心向周边地区辐射、密集式开店形成的网络布局优势，加速门店建设，加大品牌宣传力度，加强数据应用，优化进货渠道，提升毛利率，持续保持收入及利润双增长态势。**(3) 公司经营稳健，业绩增长迅速:** 公司在 2017 年归母净利润出现反弹，由负转正，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+14.3%。2018 年三季度实现归母净利润 2.6 亿元，同比+88.6%。
- **A 股唯一一家“类便利店”标的:** 红旗连锁于 2012 年 9 月 5 日在深交所挂牌上市，成为中国 A 股首家便利店连锁超市上市公司。2018 上半年公司共有门店 2765 家，其中自有门店 136 家，其余为租赁物业，所有经营门店平均单店面积为 188 平米。
- **不断调整商品结构，持续优化供应链:** 公司前三季度毛利率为 28.97%，比上年同期增加 1.63pp，比上半年增加 0.45pp，毛利率创历史新高，毛利率提升主要来自两个方面原因：清理滞销单品，优化门店 SKU；调整产品品类结构，强化供应链。
- **与永辉合作打造社区生鲜新业态:** 永辉已为公司第二大股东，公司根据门店的布局、商圈位置等条件，陆续对门店升级改造，上半年公司已有 38 家生鲜门店开业，正在升级改造的门店有 23 家，目前生鲜门店超过 70 家，全年预计改造 150 家。生鲜产品具有强大的引流能力，将刺激门店营收高速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计红旗连锁 2018-2020 年的归母净利润为 3.1 亿、4.1 亿和 5.2 亿，同比增速为 88.8%、30.6%和 27.5%，对应 EPS 为 0.23 元、0.3 元和 0.38 元。考虑到标的稀缺性和行业趋势向上，给予公司 30 倍估值，目标价 6.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济走势或不及预期；门店展速、生鲜改造或不及预期；成本费用控制或不及预期。

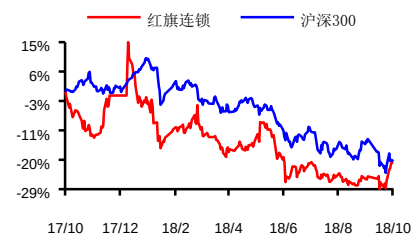
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6938.94	7372.49	7937.32	8657.62
增长率	9.77%	6.25%	7.66%	9.07%
归属母公司净利润 (百万元)	164.93	311.45	406.75	518.73
增长率	14.28%	88.84%	30.60%	27.53%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.23	0.30	0.38
净资产收益率 ROE	7.11%	11.98%	13.82%	15.35%
PE	42	22	17	13
PB	2.99	2.67	2.35	2.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.60
流通 A 股(亿股)	9.86
52 周内股价区间(元)	4.59-7.39
总市值(亿元)	69.36
总资产(亿元)	45.69
每股净资产(元)	1.87

相关研究

目 录

1 A 股首家便利连锁超市，西南便利超市龙头	1
1.1 经营便利超市为主，深耕成都及周边地区	2
1.2 内生增速强劲，毛利率创新高	4
1.3 股权相对集中	5
2 便利店逆势增长，四川省经济稳中有进	6
2.1 超市行业整体增速放缓	6
2.2 四川消费品市场稳中向好	8
3 商品品类持续优化，门店升级稳步推进	9
3.1 密集式门店拓展布局，打造社区生鲜新业态	9
3.2 “商品+服务”的差异化策略，高效的物流体系优势	12
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 红旗连锁发展历程图	1
图 2: 红旗快捷店营业图	2
图 3: 公司温州仓储超市开业	2
图 4: 红旗连锁 APP 商城首页	2
图 5: 公司设立蓝海星发布会	2
图 6: 2018H1 公司主营业务收入占比 (分产品)	3
图 7: 2018H1 公司主营业务收入及同比增速 (分产品)	3
图 8: 2018H1 公司主营业务收入占比 (分地区)	3
图 9: 2018H1 公司主营业务收入及同比增速 (分地区)	3
图 10: 2012 年以来公司营业收入及增速	4
图 11: 2012 年以来公司归母净利润及增速	4
图 12: 2015 年以来公司毛利率及期间费用率	5
图 13: 2015 年以来公司销售、管理和财务费用率	5
图 14: 红旗连锁股权结构	5
图 15: 全国百家大型销售企业零售额增速 (%)	6
图 16: 重点流通企业销售额累计同比 (%)	6
图 17: 2016 年 5-12 月各业态销售额增速	6
图 18: 2016 年国内便利店生鲜及加工食品占比	7
图 19: 2016 年罗森和 7-11 销售额构成比	7
图 20: 2016 年红旗连锁各品类收入占比和毛利率	8
图 21: 2016 年罗森和 7-11 毛利率	8
图 22: 我国 GDP、社会消费品零售总额及各自增长情况	8
图 23: 四川省 GDP、社会消费品零售总额及各自增长情况	8
图 24: 2017 年四川省城乡消费品市场累计增速	9
图 25: 四川省城镇化率	9
图 26: 2012 年以来公司门店数量及增长情况	10
图 27: 2012 年以来公司门店面积及增长情况	10
图 28: 2009 年以来公司开店及关店情况	11
图 29: 2009 年以来公司净开店数量及增长情况	11
图 30: 永辉超市生鲜陈列图	11
图 31: 永辉超市彩食鲜业态	11
图 32: 公司 APP 首页和线上增值服务展示图	12
图 33: 红旗连锁微商城	12
图 34: 公司商品种类	12
图 35: 2015-2018Q3 公司毛利率 (%)	13
图 36: 同行业上市公司 2018 上半年毛利率 (%)	13
图 37: 公司增值业务收入及增长情况	14
图 38: 红旗连锁配送中心位路分布	14
图 39: 公司存货周转天数及周转率变化情况	15
图 40: 2018H1 同行业上市公司存货周转天数及周转率	15

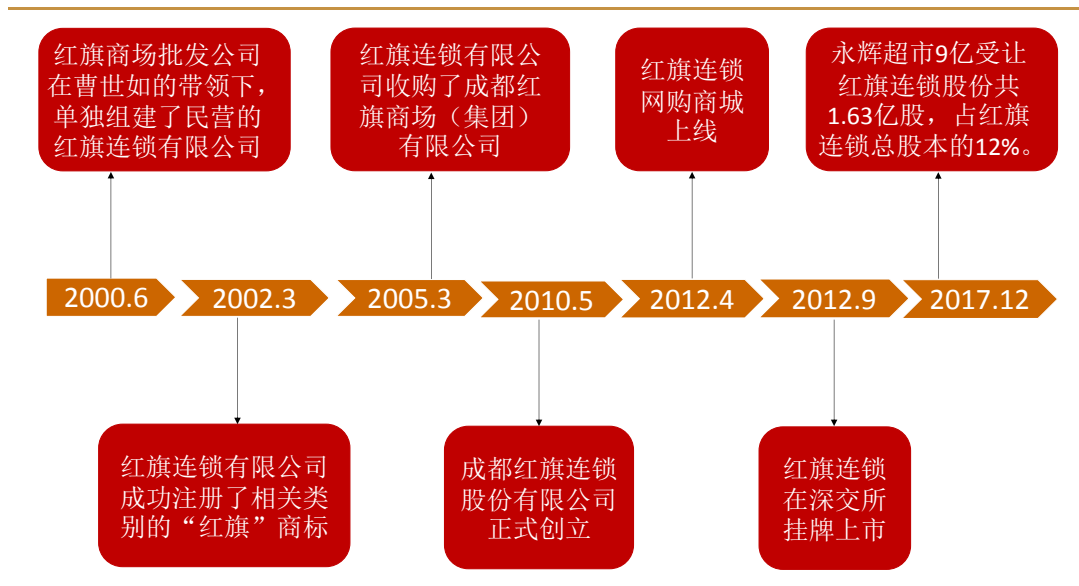
表 目 录

表 1：2018H1 销售收入前 10 名门店信息情况.....	10
表 2：公司增值业务项目	13
表 3：分产品收入拆分（单位：百万元）	15
表 4：可比公司估值比较	16

1 A 股首家便利连锁超市，西南便利超市龙头

成都红旗连锁有限公司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连锁企业。红旗连锁创建于 2000 年 6 月 22 日，2010 年 6 月 9 日，整体变更为成都红旗连锁股份有限公司，主营业务为便利超市的连锁经营，有日用百货、烟酒、食品等业务。公司已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁企业，曾荣获中国服务业企业 500 强、全国商业企业百强、中国零售百强企业等荣誉称号，目前在四川省内已开设近 2800 家连锁超市，拥有三座物流配送中心，与上千家供货商建立了良好的互利双赢的商业合作关系。2017 年商品收入同比增长 9.77%，增值业务收入同比增长 5.55%，进店消费人次近 4 亿。

图 1：红旗连锁发展历程图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司上市 5 年以来六件大事：上市 5 年来，红旗连锁进行了一系列的创新探索，不断提升自己的盈利能力。

(1) 进军“零售快餐”领域：2013 年 1 月 30 日，红旗连锁筹备已久的红旗快捷店正式亮相。同日营业的两家红旗快捷店分别是国腾科技园店和凯旋广场店。这是红旗连锁拓展的一个新业态，之前公司主要以便利超市、红旗 24 小时店为经营重点。

(2) 首试仓储超市：2015 年 8 月 1 日，经营面积近 10000 平米的红旗连锁温江仓储超市正式开门迎客。温江仓储超市的开业成功，意味着红旗连锁又一次颠覆了传统的便利店行业。

(3) 收购成都三家超市：2015 年红旗连锁收购红海、互惠和四海三家超市，完善了公司的门店销售网络和辐射能力，致使 2015 年新开门店达 606 家，与上年同期相比门店数量的增速为 44.2%，到目前为止收购的 380 多家门店已完成全部改造工作。

(4) 上线红旗 APP 商城：2016 年 5 月 24 日，红旗 APP 商城正式上线。红旗连锁整合线上线下资源又迈出一大步，也是红旗连锁进军移动互联网的深化举措。

(5) 筹建民营银行：2016 年 6 月 13 日，新希望集团、四川银米科技有限责任公司（小米科技全资子公司），成都红旗连锁三大股东，及其他 5 家优质四川名企联合申请筹办的民营银行——四川希望银行，正式获得中国银监会批复筹建，这是四川省首家民营银行。

(6) 发力跨境电商：2016 年 7 月 12 日，红旗连锁携手四川省商业投资集团有限责任公司等宣布拟共同出资成立四川省蓝海星产业投资有限公司，打造极具影响力和竞争力的跨境电商平台。

图 2：红旗快捷店营业图



数据来源：天涯社区，西南证券整理

图 3：公司温州仓储超市开业



数据来源：联商网，西南证券整理

图 4：红旗连锁 APP 商城首页



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：公司设立蓝海星发布会



数据来源：公司官网，西南证券整理

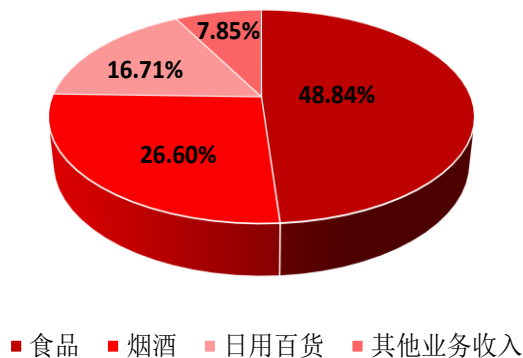
1.1 经营便利超市为主，深耕成都及周边地区

公司主营业务为便利超市的连锁经营，以“方便、实惠、放心”为经营特色，多年来始终保持稳健发展势头，已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁公司。从全国便利连锁超市细分领域来看，公司的经营规模、盈利能力也位于同行业前列，为中国 A 股市场首家便利连锁超市上市企业。

分产品：从销售品种结构比重看，总体结构比例基本稳定、各期变动不大。公司主要经营产品为食品、烟酒和日用百货，其中：食品（快餐+零食）在销售收入中所占比重（48.8%）第一，烟酒（26.6%）次之，日用百货（16.7%）第三，符合便利店商品结构特征，即以食

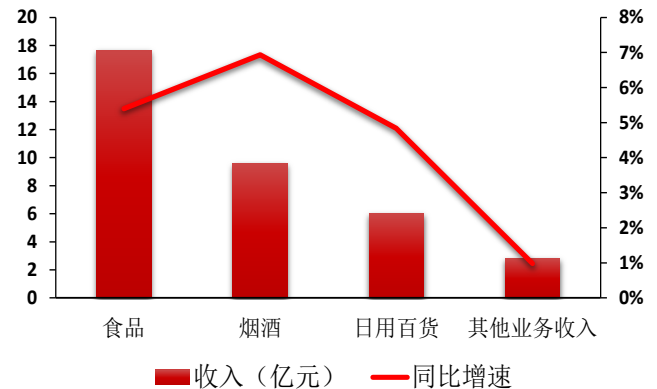
品、烟酒和日用百货等具有消费性、便利性的生活必需品为主。但毛利率方面和经营占比相反，日用百货毛利率逐年提高，而烟酒业务的毛利率是逐年下降的。

图 6：2018H1 公司主营业务收入占比（分产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

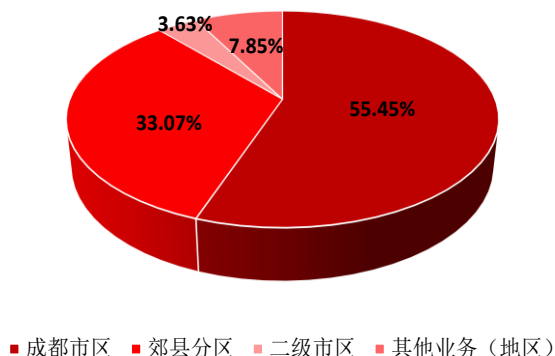
图 7：2018H1 公司主营业务收入及同比增速（分产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

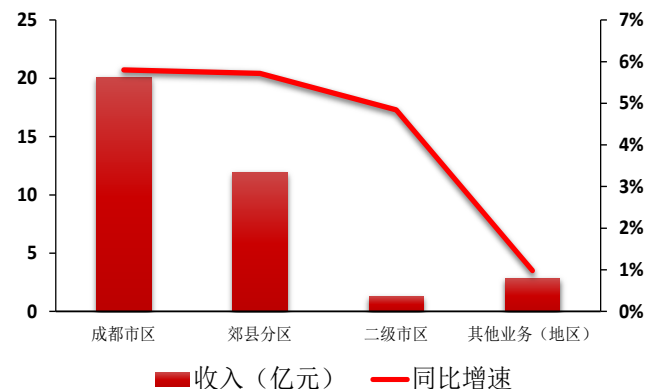
分地区：深耕成都及周边区域多年，不断加强三四线城市的渠道下沉。由于公司在成都区域内较强的市场定位，和以便利超市为主的经营业态，营收各区域近年一直保持增长态势。公司近三年主营业务收入的地区分布格局未发生大的变化，主营业务收入主要源于成都市区（55.5%）和成都市郊县（33.1%），占 88%以上；省内其他二级城市的销售比重（3.6%）较小。同时毛利率方面，2017 年成都市区基本平稳，郊县分区和二级市区的都有了 1%-2% 的提升。

图 8：2018H1 公司主营业务收入占比（分地区）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2018H1 公司主营业务收入及同比增速（分地区）



数据来源：公司公告，西南证券整理

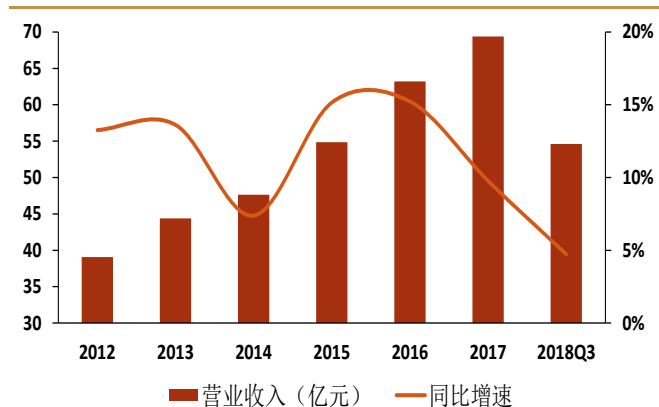
公司主营业务收入主要来源于成都地区的格局形成的原因：（1）公司业务发源于成都市区，主要贴近社区、学校、车站、大型企事业单位开设便利超市。（2）成都市经济在西部名列前茅，消费能力较强，是公司最为看重的区域市场。从绝对金额来看，公司各区域的主营业务收入均在稳步增长。但受益成都市城乡一体化进程的推进和郊县城市商业中心的建设，公司加快了在成都郊县布点的步伐，有力的促进了成都市郊县地区主营业务收入的增长。（3）便利超市由于单店面积小、辐射半径短，物流配送需采用“小批量、多批次”的模式，同时受经济发展水平和城市化进程、市场的影响，公司前期发展采用区域领先的稳健扩张的策略。

1.2 内生增速强劲，毛利率创新高

2017 年归母净利润由负转正。2014-2016 年公司营业收入基本趋于稳定，2014-2015 年归母净利润持续增长，**(1) 2016 年下滑幅度较大，净利润下降的主要原因是：**公司加速拓展，2016 年新开了 538 家门店，开店费用增加，新开门店尚处于培育期，且 2015 年进行了 3 次收购，门店的大量增加导致公司需承担的人员工资、房屋租金、装修、无形资产摊销等成本增加。**(2) 公司在 2017 年归母净利润出现反弹，由负转正，**主要得益于公司 2015 年新开的 606 家门店逐渐显现效益和增值业务收入的增加。2017 年公司实现营业收入 69.4 亿元，同比+9.8%，归母净利润 1.6 亿元，同比+14.3%。

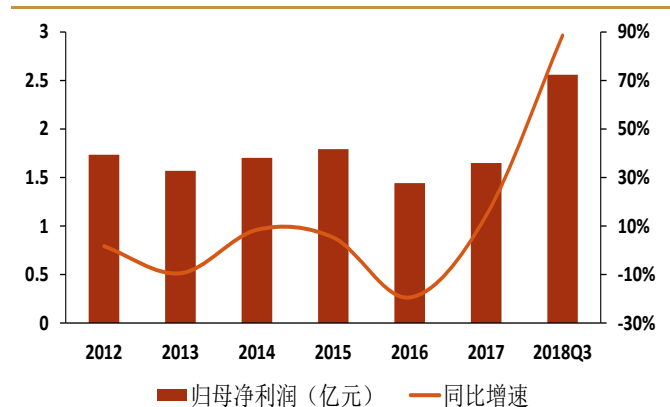
2018 前三季度营收利润持续双增长。2018 三季度公司加速门店建设，加大品牌宣传力度，扎实推进各项工作，继续保持了收入及利润的双增长，较好的完成了上半年度的经营目标和任务。2018 三季度公司实现营业总收入 54.6 亿元，同比+4.7%，主要是门店销售增长所致；归母净利润 2.6 亿元，同比+88.6%，营业成本 12.9 亿元，毛利率为 29.0%，17 年同期毛利率为 27.3%，主要是公司 2018 年持续加强大数据的运用及分析、持续对门店商品结构进行调整、提升门店管理效率所致。

图 10：2012 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

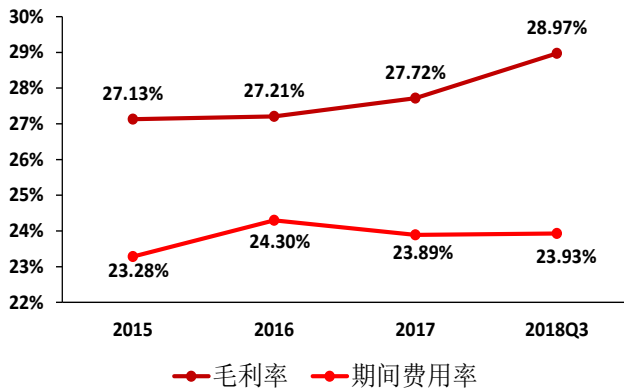
图 11：2012 年以来公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

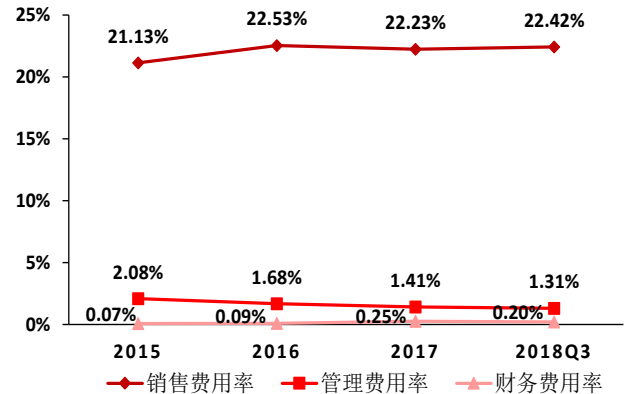
2018Q3 毛利率创新高，期间费用率平稳：公司前三季度毛利率为 28.97%，比上年同期增加 1.63pp，比上半年增加 0.45pp，毛利率创历史新高，毛利率提升主要来自两个方面原因：清理滞销单品，优化门店产 SKU；调整产品品类结构，强化供应链。公司前三季度期间费用率为 23.9%，同比增长 0.32pp，总体保持稳定，其中销售费用率 22.4%，管理费用率 1.3%。

图 12: 2015 年以来公司毛利率及期间费用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2015 年以来公司销售、管理和财务费用率



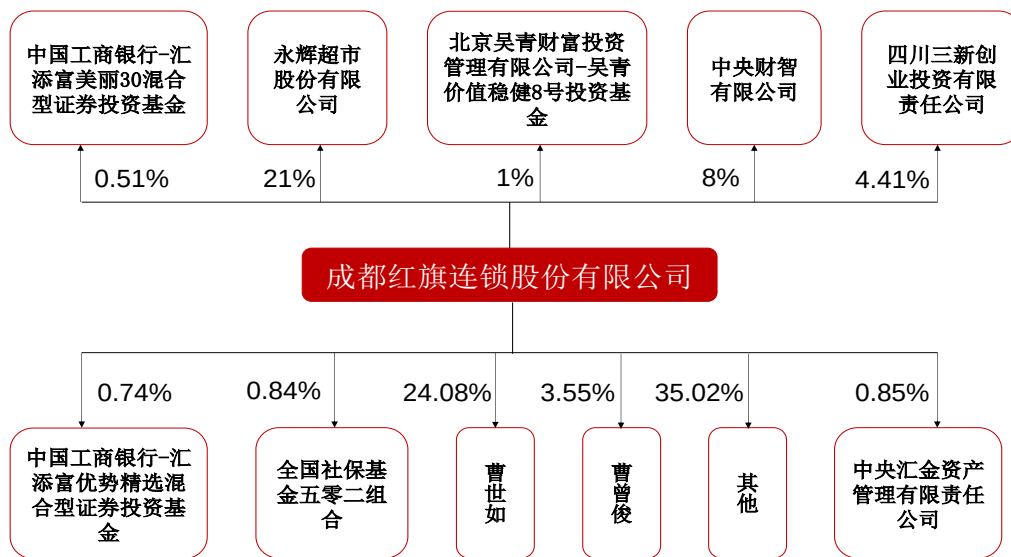
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 股权相对集中

公司股权结构相对集中。公司发起人为曹世如、曹曾俊、杭州新融创创业投资合伙企业、北京商契九鼎投资中心、北京夏启九鼎投资中心、厦门龙泰九鼎股权投资合伙企业（有限合伙）和北京立德九鼎投资中心。公司董事长兼总经理曹世如女士为实际控制人，其通过信托或其他资产管理方式持有公司总股本 24.1% 的股份，且曹世如女士与股东曹曾俊先生（持有公司总股本 3.6% 的股份）为母子关系，二人合计持有公司总股本的 27.6% 的股份。

永辉超市为公司第二大股东。2017 年 12 月公司转让 1.6 亿股份给永辉，占总股本 12%；2018 年 1 月，公司再次转让 1.2 亿股份给永辉，占总股本的 9%，两次转让作价均为 5.8 元/股。永辉超市合计持有红旗连锁 21% 的股份，成为第二大股东。

图 14: 红旗连锁股权结构



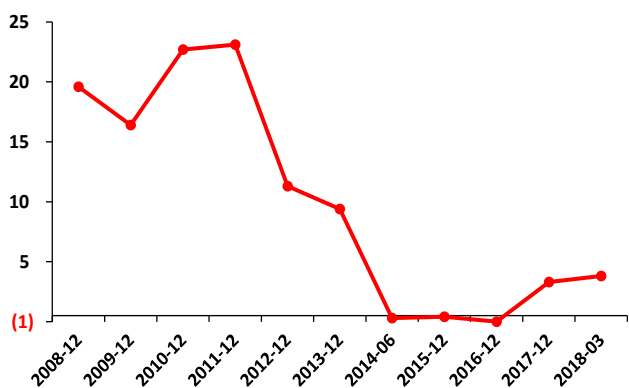
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 便利店逆势增长，四川省经济稳中有进

2.1 超市行业整体增速放缓

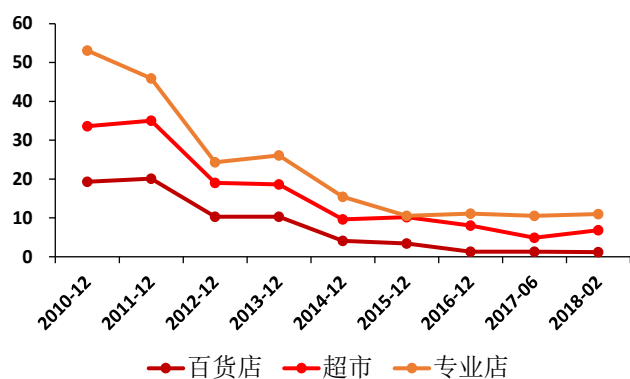
超市行业增速放缓。过去三年，在国内经济增速放缓的大背景下，电商冲击、成本上升、模式老化使实体零售业一直处在艰难转型的寒冬。全国百家大型零售企业销售额增速自 2012 年以来持续下滑，2014、2015、2016 年甚至连续三年呈现负增长。从超市行业的情况看，近年来增速也呈下滑的态势，2017 年销售额增速只有不到 4% 的水平，实体超市企业大量关店，可见超市业态目前已经步入成熟期，行业面临加速洗牌。

图 15：全国百家大型销售企业零售额增速 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

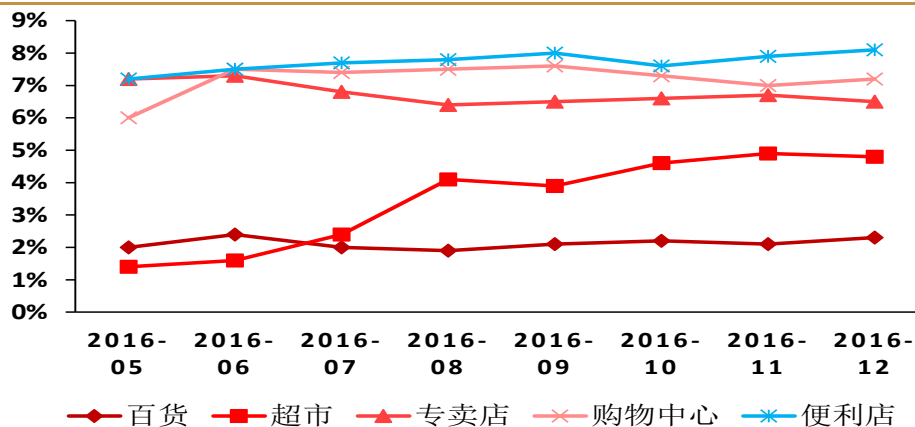
图 16：重点流通企业销售额累计同比 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

实体零售中，便利店逆势增长，小业态成趋势。商务部统计 2016 年 12 月实体零售渠道销售额增长 4.9%，其中百货、专业店、超市、购物中心、便利店各增 2.3%、4.8%、6.5%、7.2% 和 8.1%，中国连锁经营协会发布《2017 中国城市便利店指数》，数据显示全国各城市便利店保持平均两位数增速便利店增速领先，在各业态中成长性最优。趋势上，超市开始向小型化、高端化、专业化方向发展，永辉会员店、步步高汇米巴、乐城超市生鲜传奇、中百邻里生鲜、新华都聚邻生活以及人人乐 Le Super 等小型业态相继开出，进入社区或城市 CBD，以更短半径、更优品质服务特定人群。

图 17：2016 年 5-12 月各业态销售额增速

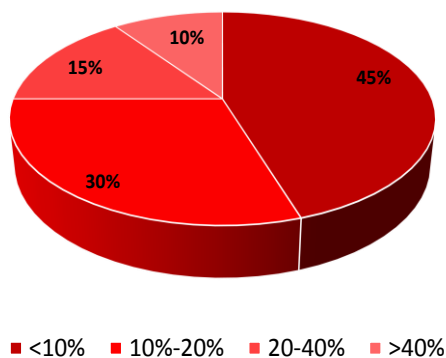


数据来源：观研天下，西南证券整理

相比其他零售业态，便利店零售具有显著的竞争优势：(1) 便利店“小而精”，分布于居民聚集地，与大型超市相比，更加贴近消费者，将“便捷”发挥到极致；(2) 便利店以精简的 SKU，提供的基本是“高频刚需”的产品，它满足了年轻城市人在快速生活节奏下对于美好生活的需求；(3) 便利店是消费者家庭的“库存”，是消费家庭不可或缺的一部分。总体来看便利店所具有的距离的便利性、时间的便利性、商品的便利性、交易的便利性使其在行业整体下行的趋势下走出了独立行情。

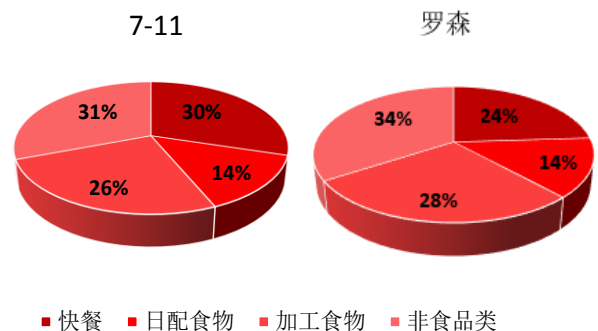
食品占比相似，但食品类结构不同，国内 75% 的门店鲜食占比低于 20%：(1) 国内便利店以快消类食品为主，日用百货类占比不高 (10%-20%)。2016 年红旗连锁食品、烟酒、日用百货、其他类分别占比 50%、24%、17% 和 9%。日本便利店食品 (含香烟) 占 94%，罗森 90% 销售额来自食品，其中快餐销售额占 23.6%、日配食品占 14.1%，加工食品 (含香烟) 占 52.7%。(2) 日本鲜食占比 54%，而国内大部分不到 10%。日本便利店是吉野家、麦当劳等快餐的主要竞争对手，7-11 餐饮渗透率达到 6.51%。反观国内，生鲜及加工食品占比超 40% 的便利店仅有 10%，占比不足 20% 的多达 75%，45% 的品牌占比低于 10%。中百集团利用原有供应超市的中央厨房生产鲜食导入便利店，联华超市旗下快客便利店鲜食前台毛利超过 30%，接近日本水平。

图 18：2016 年国内便利店生鲜及加工食品占比



数据来源：观研天下，西南证券整理

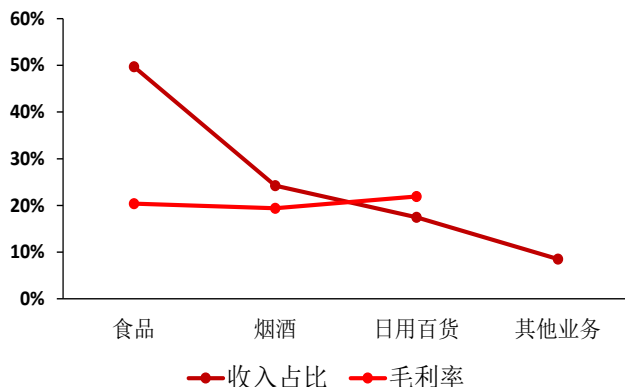
图 19：2016 年罗森和 7-11 销售额构成比



数据来源：观研天下，西南证券整理

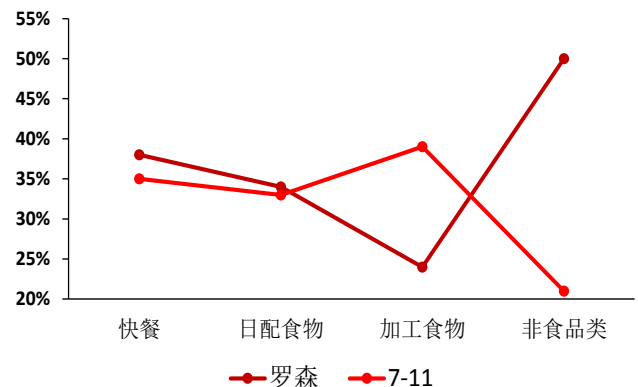
国内毛利率低于日本 10 个百分点：2016 财年 7-11 与罗森的毛利率分别为 31.3% 与 31.6%，高于红旗连锁的 27.21%。但红旗连锁各产品的销售毛利率仅 20% 左右 (综合毛利率高于产品毛利率的主要原因是 60 多项增值服务为红旗连锁带来了高毛利率)，低于日本同行 25%-35% 的水平。我国便利店毛利率普遍偏低，平均在 20% 左右，与日本相差 10 个百分点。国内鲜食销售、自有商品开发能力不足与增值服务较少是造成中日毛利率差距的主要原因。

图 20: 2016 年红旗连锁各品类收入占比和毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 2016 年罗森和 7-11 毛利率



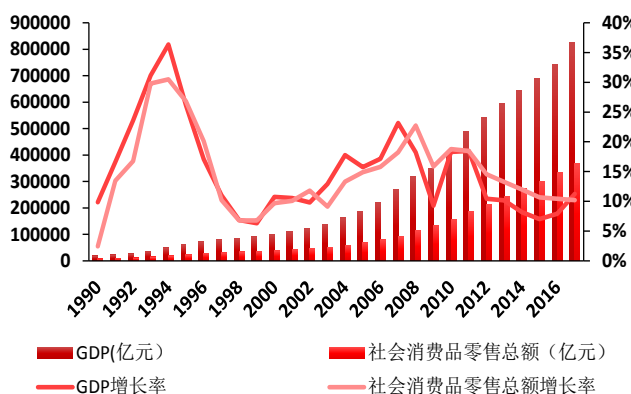
数据来源: 观研天下, 西南证券整理

2.2 四川消费品市场稳中向好

宏观经济持续向好带动零售行业快速稳定成长。1990 年至 2017 年间我国 GDP 保持了长期持续稳定的增长, 2017 年 GDP 达到了 82.7 万亿元, 年均复合增长率近 15%。社会消费品零售总额与 GDP 高度相关, 期间内也表现出了基本相同的趋势, 自 1990 年的 0.8 万亿元增长到 2017 年的 36.6 万亿元。2015 年社会消费品零售总额增长率超出 GDP 增长率 3.8 个百分点。未来随着中国经济的长期发展与经济结构的调整与转型, GDP 和社会消费品零售总额将保持继续增长。

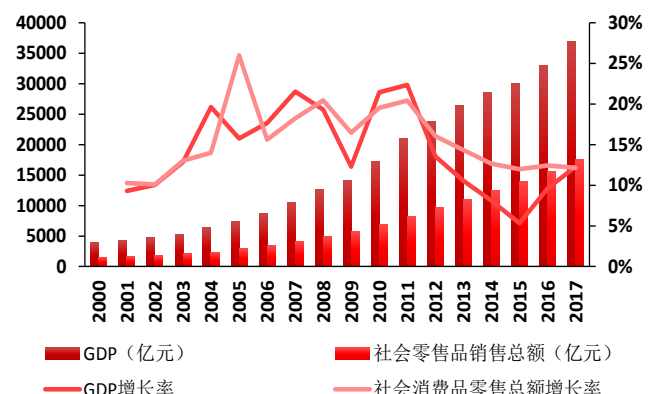
四川省经济延续总体平稳、稳定增长、稳中有进的运行态势。经国家统计局审定, 2017 年四川省实现地区生产总值 (GDP) 36980.2 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 8.1%。2017 年, 四川实现社会消费品零售总额 1.75 万亿元, 比上年增长 12.0%, 增速比上年加快 0.3 个百分点, 比全国平均增速快 1.8 个百分点, 呈现“好于预期、快于上年、高于全国”的良好运行态势。2018 年 1-8 月, 四川省实现社会消费品零售总额 11661.2 亿元, 同比增长 11.5%, 增速比全国平均水平高 2.2 个百分点。

图 22: 我国 GDP、社会消费品零售总额及各自增长情况



数据来源: 统计局, 西南证券整理

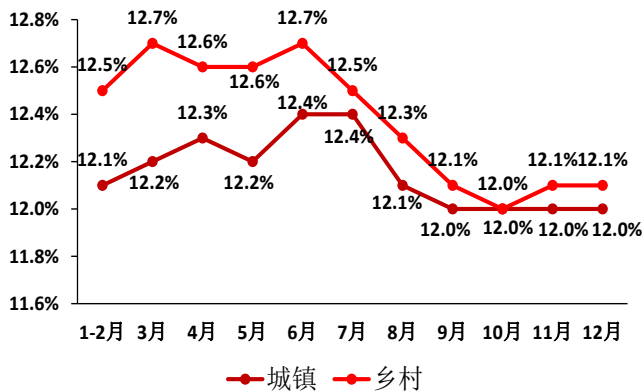
图 23: 四川省 GDP、社会消费品零售总额及各自增长情况



数据来源: 统计局, 西南证券整理

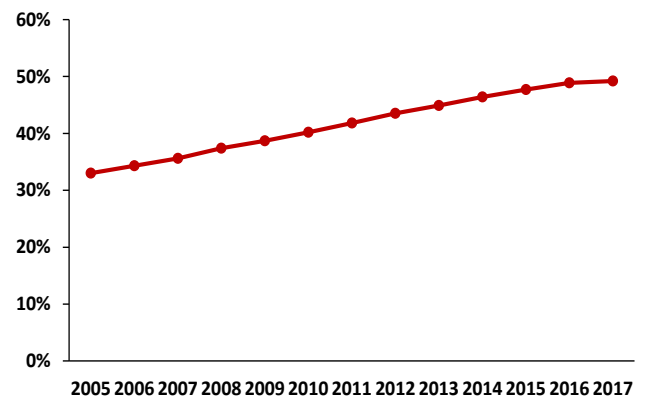
城乡市场协调发展，差距缩小。(1) 2017 年以来四川省是城乡市场增速均保持两位数增长，城镇市场实现零售额 1.4 万亿元，比上年增长 12.0%，增速较上年加快 0.5 个百分点；乡村市场实现零售额 3436.4 亿元，增长 12.1%，增速较上年放缓 0.4 个百分点。2018 年 1-8 月，城镇消费品零售额 9237.0 亿元，同比增长 11.3%；乡村消费品零售额 2424.2 亿元，增长 12.4%。2017 年城乡增速差距由上年的 1.0 个百分点缩小至 0.1 个百分点，城乡市场协调发展对消费品市场的平稳增长提供了有力保障。(2) 四川省城镇化率快速提高为便利超市提供成长空间。四川省城镇化率从 2005 年的 33.0% 提升到 2017 年的 49.2%，平均每年提升 1.35 个百分点，比同期全国的 1.22 个百分点高出 0.13 个百分点，城镇化率的快速提高，为对商圈要求相对较低的便利超市企业提供了更大的成长空间。

图 24：2017 年四川省城乡消费品市场累计增速



数据来源：统计局，西南证券整理

图 25：四川省城镇化率



数据来源：统计局，西南证券整理

3 商品品类持续优化，门店升级稳步推进

3.1 密集式门店拓展布局，打造社区生鲜新业态

公司确定了以成都为中心向周边地区辐射的发展战略。近年来，随着周边城市的不断发展，消费需求旺盛，且现阶段的中小城市超市零售业竞争相对较小，租金、人力等成本相对较低，公司将受益于地方经济快速发展、消费升级带来的巨大机遇。公司在成都范围及周边市区形成了网络布局优势。

持续改造升级，提升购物体验。2017 年，公司继续开展门店改造升级工作，(1) 门店装修、设施设备升级：公司对开业时间较长、装修较为陈旧的门店，开展针对性升级改造，从门店装修改造、设施设备升级、店内商品陈列布局、店外招牌翻新等方面，提升门店经营环境、档次和门店工作效率。(2) 不定期对门店员工进行培训：公司从员工服务技能、服务意识等多个方面入手，提高员工的服务态度，以提升顾客购物体验和顾客满意度的方式，达到提高门店聚客能力的目的。

表 1: 2018H1 销售收入前 10 名门店信息情况

门店名称	地址	开业日期	经营模式	物业权属
总府分场	成都市锦江区总府路 87 号	2005-9-4	直营	租赁物业
海椒市分场	成都市锦江区海椒市街 13 号	1997-4-10	直营	自有物业
中华园分场	成都市武侯区桐梓林北路 6 号	1999-8-6	直营	租赁物业
浆洗街分场	成都市武侯区浆洗街 36 号	2000-5-31	直营	自有物业
高新西区分场	成都市高新区西区迪康大道 7 号	2008-11-6	直营	自有物业
会展分场	成都市高新世界天鹅湖花园 6 号	2009-1-19	直营	自有物业
顺江分场	成都市高新区顺江集中商业 1 号楼	2011-2-20	直营	自有物业
华阳海昌路分场	成都市华阳海昌路 150 号	2016-8-26	直营	自有物业
大城小局分场	成都市武侯区长寿南路 2 号	2007-2-8	直营	自有物业
华润路分场	成都市锦江区华润路 158 号	2016-11-11	直营	自有物业

数据来源: 公司公告, 西南证券

3.1.1 门店扩展

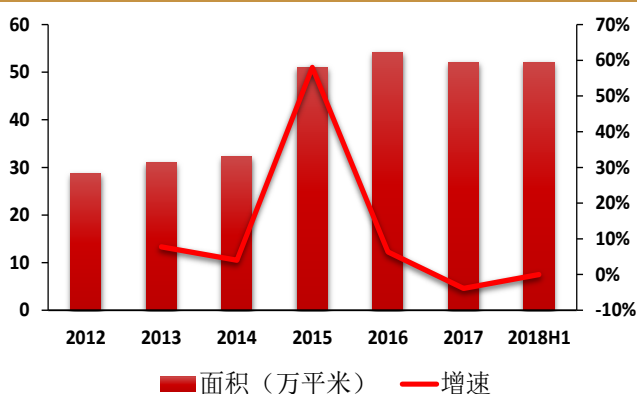
公司实施“以成都为中心, 向周边城市辐射”的发展战略, 不断拓展新门店。与此同时, 公司加大对各门店的销售分析工作, 对于长期销售不理想的门店, 公司根据门店情况, 采取不同的处理方式, 或优化商品结构调整门店商品品类, 或缩小门店经营面积, 或关闭亏损严重门店。2015 年公司新开门店 606 家, 门店增速显著提高, 主要是因为公司收购了红海、互惠和四海三家超市。2016 年公司新开门店 538 家, 2017 年公司新开门店 119 家, 关闭门店 93 家, 2018 上半年公司新开门店 66 家, 关闭门店 31 家, 目前公司共有门店 2765 家, 其中自有门店 136 家, 其余为租赁物业, 所有经营门店平均单店面积为 188 平米。

图 26: 2012 年以来公司门店数量及增长情况



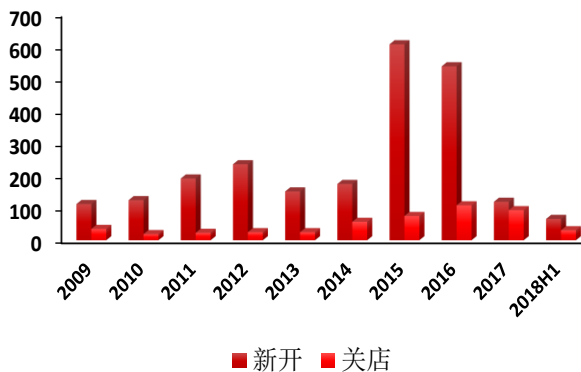
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 2012 年以来公司门店面积及增长情况



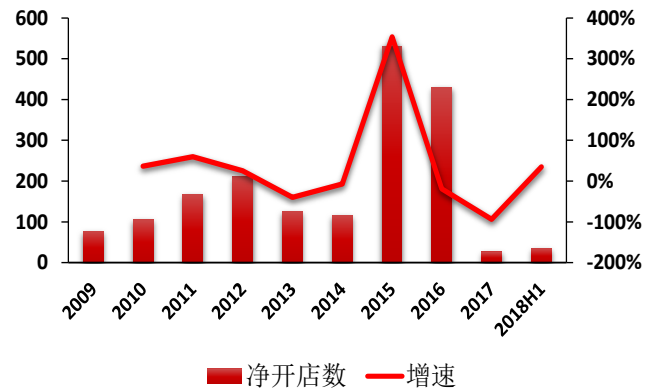
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28：2009 年以来公司开店及关店情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2009 年以来公司净开店数量及增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.2 打造社区生鲜新业态，线上线下齐发展

公司与永辉达成战略关系，开展生鲜业务深度合作。2017 年末公司与永辉超市达成了战略合作关系，永辉已为公司第二大股东，公司根据门店的布局、商圈位置等条件，陆续对门店升级改造，2018 上半年公司已有 38 家生鲜门店开业，正在升级改造的门店有 23 家，目前生鲜门店超过 70 家，全年预计改造 150 家。生鲜产品具有强大的引流能力，将刺激门店营收高速增长。

图 30：永辉超市生鲜陈列图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 31：永辉超市彩食鲜业态



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司不断创新发展，积极拥抱互联网，正在对自主研发的 IMP 综合营销平台进行升级改造。目前，公司已上线红旗 APP，铺设红旗 wifi、打造红旗微商城，开通支付宝、微信支付等多元化支付方式，充分利用便捷的增值服务项目，强大的大数据分析能力，仅 2016 年进店消费达 3.56 亿人次。坚持不懈，向智慧零售迈进。在“智慧零售”的大背景下，公司充分利用大数据，启动红旗云大数据平台，实现数据分析可视化、移动化、动态智能化，研发上线自助收银、24 小时无人售货服务，满足灵活多变的数据分析需求。

图 32: 公司 APP 首页和线上增值服务展示图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 33: 红旗连锁微商城



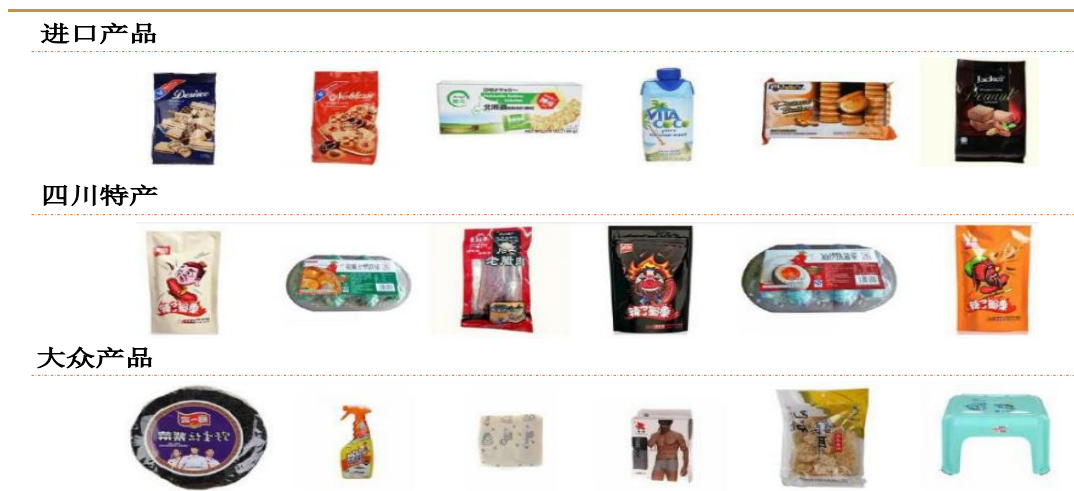
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.2 “商品+服务”的差异化策略，高效的物流体系优势

3.2.1 不断优化商品结构，毛利率创历史新高

持续优化商品种类，不断优化商品结构。16 年依托公司强大的信息化技术和数据分析能力，公司定期对门店销售数据进行分析，依照销售数据对商品品类进行调整，及时剔除滞销商品并增加新的商品品类。17 年公司为了杜绝商品同质化的发生，提高商品周转率，数据分析部门加强商品销售数据分析力度，不断淘汰滞销类商品，进一步优化商品品类、品牌。

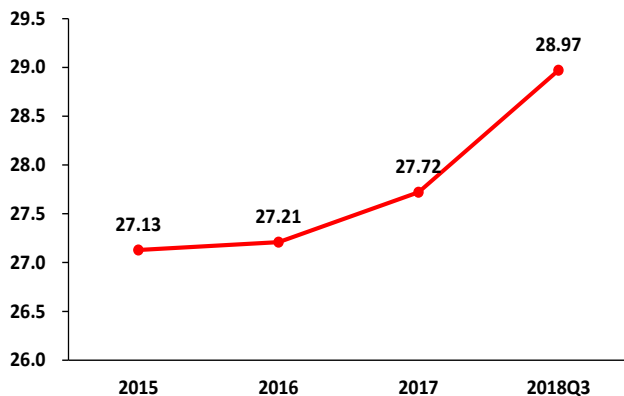
图 34: 公司商品种类



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

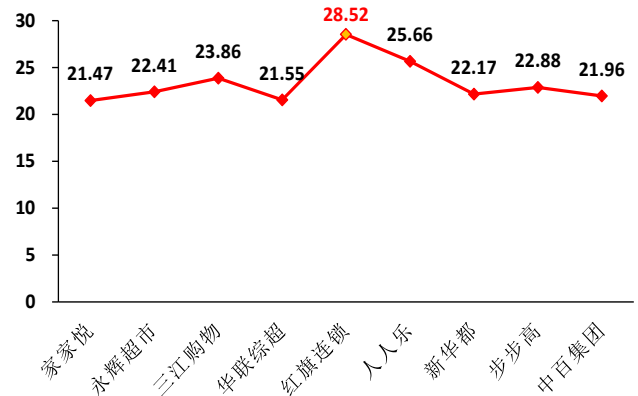
毛利率稳步提升，2018Q3 创历史新高。2015 年至 2018 年 1-9 月份，红旗连锁的毛利率分别为 27.1%、27.2%、27.7%和 29.0%，公司毛利率近年来均稳步提升，2018 前三季度较上年同期上升 1.63 个百分点，毛利率创历史新高。主要是因为随着公司规模扩大，区域性规模优势、品牌优势逐步凸显，进一步提升了议价能力，优化进货渠道；此外，公司不断调整和优化商品结构，提升毛利率。与同行业上市公司相比，红旗连锁的毛利率具有一定优势，在选取的 9 家超市企业中位列第一。

图 35: 2015-2018Q3 公司毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 同行业上市公司 2018 上半年毛利率 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

3.2.2 增值业务再添亮点

公司坚持“商品+服务”的差异化竞争策略,继续开拓增值服务项目。2017 年新增业务有:摩拜单车战略合作、川航里程扫码付(全积分)、世纪源通燃气代收、双流岷江自来水代收、拉卡拉积分兑换业务、乐山电费代收、新繁燃气代收、彭州自来水代收、双流西航港自来水代收、ETC 预约办理业务、共享充电宝业务等。

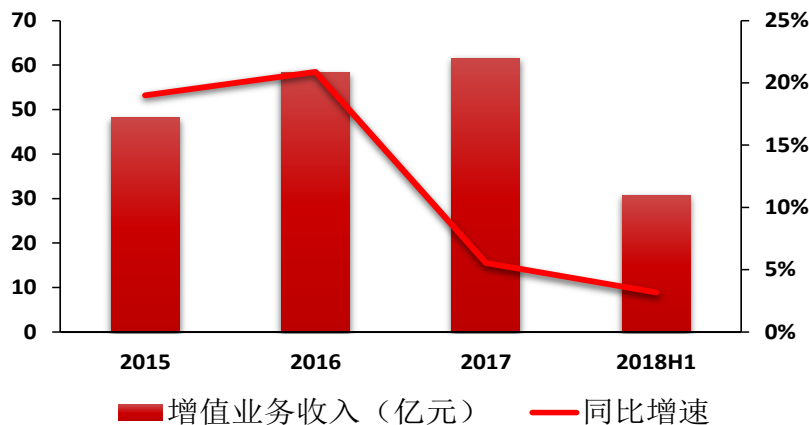
表 2: 公司增值业务项目

增值服务种类	增值服务项目
居家生活类	114 平台医院挂号服务、洗衣服务代收等
通信燃煤代服务类	燃气代收、自来水代收、四川电信流量等
交通出行类	摩拜单车战略合作、火车票代售、川航里程扫码付、公交卡充值及售卡等
休闲娱乐类	电影票代售
旅游服务类	网众景区门票代售、国色天乡门票代售、驴妈妈网门票代售等
物流服务类	邮政快递收件、菜鸟驿站、苏宁易购自提点等
金融服务类	信用卡自助还款、拉卡拉积分兑换业务等
其他类别	福利彩票代售、平安保险积分兑换业务、礼品卡代售、云客优惠券等

数据来源: 公司公告, 西南证券

增值服务业务增收明显。公司增值业务范围广泛,涵盖代收收费、票务代售、快递代收代派、充值、信用卡还款及电子支付等诸多项目,2015-2018H1 公司分别实现增值业务收入 48.2 亿元、58.3 亿元、61.5 亿元和 30.7 亿元,分别同比+19.0%、+20.9%、+5.6%和+3.2%。2015 年增值业务为公司贡献了 2000 多万元的净利润,对于公司利润规模显得颇为可观,进一步抬升了整体利润率。

图 37：公司增值业务收入及增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.3 高效的物流体系

先进的信息化管理技术，造就高效的物流体系优势。公司实现了公司—分场—财务—配送等快速联网，加快了商品配送、周转、收银、核算等各个环节的工作效率，为公司的规模化发展提供了技术保障。(1) 簇桥配送中心位于成都市“198 平方公里生态绿地”规划区域内，占地 1.24 万平方米，该规划区域内以建设生态绿地为主，同时配套部分现代服务业。(2) 西河配送中心占地 4.46 万平方米，日配货量达 750 吨，最多可满足约 850 家门店的物流配送需求。扩建完成后西河配送中心日配送能力可提升 40%，最大配送能力可达到 1200 家门店的配送需求。(3) 红光配送中心于 2011 年 11 月投入运营，占地约 1.9 万平方米，日配货量达 550 吨，可满足约 600 家门店的物流配送需求。

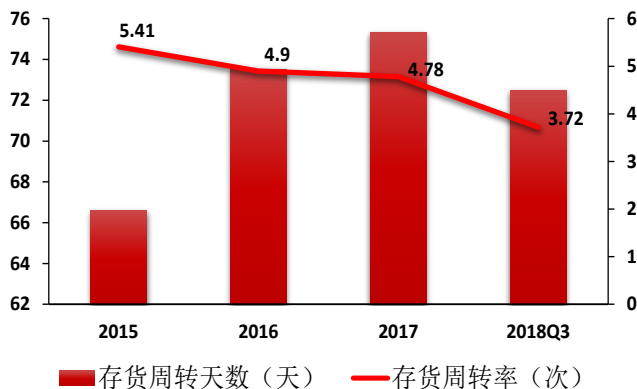
图 38：红旗连锁配送中心位路分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

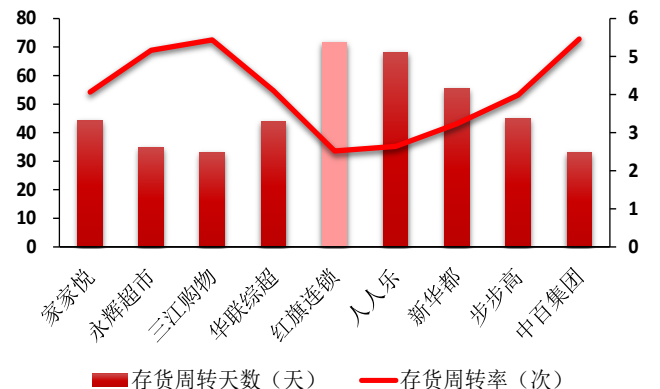
存货周转率逐年降低:2015 年至 2018 年 9 月,公司存货周转率逐年降低,分别为 5.4、4.9、4.8 和 3.7 次,存货周转天数分别为 66.6、73.5、75.3 和 72.5 天。其中 2018 前三季度存货周转天数为 72.5 天,同比下降 3.14 天,主要受益于大数据应用、门店整合等因素。与同行业上市公司相比,红旗连锁的存货周转天数在选取的 9 家超市企业中位列第一,而存货周转率处于最低水平,还有很大提升空间。

图 39: 公司存货周转天数及周转率变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 2018H1 同行业上市公司存货周转天数及周转率



数据来源: wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1: 公司不断调整商品结构, 直采进口商品, 且与永辉合作打造社区生鲜新业态, 后续将陆续对生鲜门店进行升级改造, 预计 2018-2020 年食品销量增速分别为 6%、8%、10%, 毛利率分别为 24%、25%、26%。

假设 2: 公司烟酒品牌众多, 且酒与厂家直接对接, 具有销售价格优势, 预计 2018-2020 年烟酒销量增速分别为 7%、8%、9%, 毛利率维持稳定。

假设 2: 公司日用百货的供应链也不断加强, 预计 2018-2020 年日用百货销量增速分别为 5%、6%、7%, 毛利率逐步提升, 2018-2020 年毛利率分别为 23%、24%、25%。

表 3: 分产品收入拆分 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
收入 (百万元)	5486.18	6321.62	6938.95	7372.49	7937.32	8657.62
增速		15.23%	9.77%	6.25%	7.66%	9.07%
成本 (百万元)	3997.99	4601.42	5015.33	5209.87	5554.99	6006.94
毛利率	27.13%	27.21%	27.72%	29.33%	30.01%	30.62%
食品						
收入 (百万元)	2721.97	3143.16	3426.11	3631.68	3922.21	4314.43
增速		15.47%	9.00%	6%	8%	10%
成本 (百万元)	2173.38	2501.91	2689.12	2760.07	2941.66	3192.68
毛利率	20.15%	20.40%	21.51%	24%	25%	26%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
烟酒						
收入 (百万元)	1309.75	1534.03	1739.11	1860.85	2009.72	2190.59
增速		17.12%	13.37%	7%	8%	9%
成本 (百万元)	1050.38	1236.33	1409.99	1488.68	1607.77	1752.47
毛利率	19.80%	19.41%	18.92%	20%	20%	20%
日用百货						
收入 (百万元)	978.09	1105.76	1188.77	1248.21	1323.10	1415.72
增速		13.05%	7.51%	5%	6%	7%
成本 (百万元)	774.23	863.18	916.22	961.12	1005.56	1061.79
毛利率	20.84%	21.94%	22.93%	23%	24%	25%
其他						
收入 (百万元)	476.37	538.67	584.96	631.76	682.30	736.88
增速		13.08%	8.59%	8%	8%	8%

数据来源：公司公告，西南证券

预计红旗连锁 2018-2020 年的归母净利润为 3.1 亿、4.1 亿和 5.2 亿，同比增速为 88.8%、30.6% 和 27.5%，对应 EPS 为 0.23 元、0.3 元、0.38 元，对应 PE 为 22 倍、17 倍和 13 倍。行业平均估值为 35.6 倍、中位估值为 33.8 倍，考虑到公司供应链改善明显，控费提效促业绩大增，且为 A 股唯一一家“类便利店”标的，具有稀缺性，给予 30 倍估值，目标价 6.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	18E	19E
601933.SH	永辉超市	744.58	744.58	43.9	44.1	31.8
603708.SH	家家悦	101.65	101.65	28.1	26.4	22.0
002697.SZ	红旗连锁	67.86	67.86	24.3	22	17
002251.SZ	步步高	67.56	67.56	43.9	32.8	26.3
601116.SH	三江购物	61.61	61.61	61.9	52.8	48.6
平均		--	--	40.4	35.6	29.1

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

宏观经济走势或不及预期；门店展速、生鲜改造或不及预期；成本费用控制或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6938.94	7372.49	7937.32	8657.62	净利润	164.93	311.17	406.47	518.45
营业成本	5015.32	5209.87	5554.99	6006.94	折旧与摊销	186.83	213.62	213.62	213.62
营业税金及附加	39.14	36.86	39.69	43.29	财务费用	17.30	9.89	6.18	-3.44
销售费用	1542.71	1658.81	1770.02	1913.33	资产减值损失	6.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	97.91	97.32	103.19	109.09	经营营运资本变动	162.60	-668.22	-17.22	-23.10
财务费用	17.30	9.89	6.18	-3.44	其他	-58.35	-44.00	-64.00	-84.00
资产减值损失	6.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	479.62	-177.54	545.05	621.53
投资收益	-21.33	44.00	64.00	84.00	资本支出	18.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-40.78	51.26	71.26	91.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.02	51.26	71.26	91.26
营业利润	213.23	403.74	527.27	672.41	短期借款	100.00	18.72	-218.72	0.00
其他非经营损益	0.54	-0.43	-0.43	-0.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	213.77	403.31	526.84	671.98	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	48.84	92.15	120.37	153.53	支付股利	-25.84	-32.99	-62.29	-81.35
净利润	164.93	311.17	406.47	518.45	其他	-7.26	-9.97	-6.18	3.44
少数股东损益	0.00	-0.28	-0.28	-0.28	筹资活动现金流净额	66.90	-24.23	-287.19	-77.91
归属母公司股东净利润	164.93	311.45	406.75	518.73	现金流量净额	524.49	-150.51	329.12	634.88
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	887.76	737.25	1066.37	1701.25	成长能力				
应收和预付款项	330.03	460.92	492.51	533.62	销售收入增长率	9.77%	6.25%	7.66%	9.07%
存货	1055.57	1380.10	1471.52	1591.24	营业利润增长率	51.38%	89.35%	30.59%	27.53%
其他流动资产	28.53	111.32	119.85	130.73	净利润增长率	14.28%	88.67%	30.63%	27.55%
长期股权投资	420.53	420.53	420.53	420.53	EBITDA 增长率	41.91%	50.29%	19.10%	18.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1159.00	968.56	778.13	587.69	毛利率	27.72%	29.33%	30.01%	30.62%
无形资产和开发支出	363.52	345.58	327.65	309.71	三费率	23.89%	23.95%	23.68%	23.32%
其他非流动资产	63.34	50.83	38.32	25.81	净利率	2.38%	4.22%	5.12%	5.99%
资产总计	4308.29	4475.09	4714.88	5300.58	ROE	7.11%	11.98%	13.82%	15.35%
短期借款	200.00	218.72	0.00	0.00	ROA	3.83%	6.95%	8.62%	9.78%
应付和预收款项	1647.66	1659.40	1773.72	1922.32	ROIC	9.00%	14.88%	17.67%	23.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.01%	8.51%	9.41%	10.19%
其他负债	141.75	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	1989.41	1878.12	1773.72	1922.32	总资产周转率	1.67	1.68	1.73	1.73
股本	1360.00	1360.00	1360.00	1360.00	固定资产周转率	5.97	6.93	9.09	12.68
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	应收账款周转率	288.97	297.46	314.21	316.18
留存收益	915.05	1193.51	1537.97	1975.36	存货周转率	4.78	4.28	3.90	3.92
归属母公司股东权益	2318.87	2597.26	2941.72	3379.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.28	-0.56	-0.84	资本结构				
股东权益合计	2318.87	2596.98	2941.16	3378.26	资产负债率	46.18%	41.97%	37.62%	36.27%
负债和股东权益合计	4308.29	4475.09	4714.88	5300.58	带息债务/总负债	10.05%	11.65%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.16	1.43	1.78	2.06
					速动比率	0.63	0.70	0.95	1.23
					股利支付率	15.67%	10.59%	15.31%	15.68%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.23	0.30	0.38
					每股净资产	1.71	1.91	2.16	2.48
					每股经营现金	0.35	-0.13	0.40	0.46
					每股股利	0.02	0.02	0.05	0.06
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	417.35	627.25	747.06	882.59					
PE	41.97	22.23	17.02	13.34					
PB	2.99	2.67	2.35	2.05					
PS	1.00	0.94	0.87	0.80					
EV/EBITDA	14.91	10.20	7.84	5.93					
股息率	0.37%	0.48%	0.90%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn