

红旗连锁（002697.SZ） 川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间

2020年02月28日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

李旭东（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

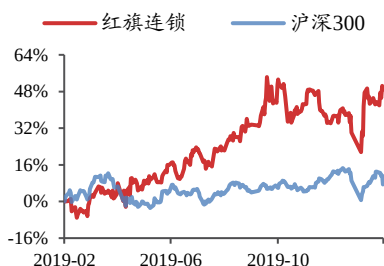
lixudong@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790120010014

日期	2020/2/28
当前股价(元)	8.31
一年最高最低(元)	8.96/5.18
总市值(亿元)	113.02
流通市值(亿元)	89.60
总股本(亿股)	13.60
流通股本(亿股)	10.78
近3个月换手率(%)	80.11

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 规模、效率优势兼具的区域便利店龙头，首次覆盖给予“买入”评级

红旗连锁是川蜀地区便利店超市龙头。我们认为，消费升级与社会人口结构变迁将驱动小业态超市进入快速发展期。公司在川内拥有完善的仓储物流布局及较高品牌知名度，近年来通过门店扩张及品类完善（引入生鲜、熟食、进口商品等），盈利能力稳步提升。目前公司在成都已形成规模优势且周边仍有较大渗透拓展空间，随着前期并购整合完成后重启加速扩店，有望进一步打开成长空间。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.16/6.12/7.11 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.45/0.52 元，当前股价对应 PE 为 22/18/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 便利店行业迎来提速发展阶段，龙头公司市占率有望提升。

便利店精选日常消费中的高频 SKU 品类，以及时便捷的商品、服务为经营特色。消费升级趋势下，消费者对获取商品的及时便利性提出了更高要求；同时，社会老龄化及家庭户均人口减少，也导致家庭生鲜日用品采购由过往的“按周补货，大额采购”转变成“按日补货，少量采购”，因此贴近居民的便利店业态将显著受益。相比便利店业态发展较为成熟的近邻日本，国内便利店在全渠道终端零售额占比及单店辐射人群数量等指标方面均有差距，未来仍有较大提升空间。目前国内便利店品牌众多、行业集中度较低且呈区域割据态势，龙头公司凭借经营效率和供应链优势，有望持续享受行业高增长与自身市占率提升的双重红利。

● 扩品类巩固经营优势，展门店大成都市场可期

公司深耕便利店业务近二十年，依托网点密集布局形成的规模优势、高效供应链配送体系以及成熟门店运营管理能力，在经营上筑就了深厚壁垒。近年来，公司通过自建+并购方式快速扩张，并引入生鲜、熟食和进口商品不断丰富品类结构，帮助门店在获客引流和整体盈利能力上实现持续提升。目前，公司在成都市区已构筑规模优势，而周边天府新区及川内其他城市仍有较大的渗透拓展空间，随着公司前期并购整合完成后重启加速扩店，有望进一步打开成长空间。

● 风险提示：便利店行业竞争加剧；门店拓展不及预期；新网银行业绩波动。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,939	7,220	7,827	8,534	9,241
YOY(%)	9.8	4.1	8.4	9.0	8.3
净利润(百万元)	165	323	516	612	711
YOY(%)	14.3	95.7	59.9	18.6	16.2
毛利率(%)	27.7	29.4	30.1	30.4	30.6
净利率(%)	2.4	4.5	6.6	7.2	7.7
ROE(%)	7.1	12.3	16.9	16.9	16.6
EPS(摊薄/元)	0.12	0.24	0.38	0.45	0.52
P/E(倍)	68.5	35.0	21.9	18.5	15.9
P/B(倍)	4.9	4.3	3.7	3.1	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、深耕西南市场二十载，区域便利店龙头地位稳固	4
2、便利店行业迎增长红利，中小业态更适于未来消费需求	5
2.1、便利店业态适应新消费趋势，行业规模持续快速增长	5
2.2、消费升级与社会人口结构演变共同助推中小业态发展	7
2.3、对标日本，国内便利店渗透率、集中度待提高，未来更多比拼规模与效率	8
3、红旗连锁：规模壁垒已成，增利提效看大成都增长	10
3.1、深耕便利店行业二十载，自家+并购双轮驱动门店稳健扩张	10
3.2、引入生鲜、熟食与进口商品，不断丰富门店品类结构	11
3.3、持续深化数字化运营，发展线上业务提升门店效益	14
3.4、成都门店经营稳健，市外拓展空间广阔	15
4、盈利预测与估值	16
4.1、关键假设	16
4.2、盈利预测与估值	16
5、风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1：公司以连锁便利店业态为主	4
图 2：公司坚持“产品+服务”的差异化经营策略	4
图 3：2019 年公司预计实现营收 78.2 亿元（业绩快报）	4
图 4：2018 年以来公司归母净利润实现高增长	4
图 5：公司毛利率持续增长，日用百货毛利率最高	5
图 6：2018 年食品对毛利贡献较高	5
图 7：便利店精选日常高频消费 SKU，门店面积小，社区属性更高	6
图 8：近年来便利店行业规模持续快速增长	6
图 9：便利店行业增速高于其他线下零售业态	6
图 10：人均 GDP 增长为便利店发展提供经济基础	7
图 11：人口密度与城镇化率提升有利于中小业态	7
图 12：中国老龄化比率逐年提高	8
图 13：平均家庭户规模减小，小家庭结构成未来趋势	8
图 14：对比日本，中国便利店在终端零售中销售占比低	8
图 15：中国便利店单店辐射人群数量相比日本较低	8
图 16：日本便利店三巨头占据逾九成市场	9
图 17：2018 年中国便利店 CR3 仅 26.4%（除石油系）	9
图 18：国内便利店品牌分布较为分散，呈区域割据特征	9
图 19：公司逐步实现横向整合与品类优化	10
图 20：公司门店数量持续增长	11
图 21：2018 年公司在成都地区市占率接近五成	11
图 22：前期收购整合基本完成，公司经营效率逐渐改善	11
图 23：永辉超市战略入股，对公司门店进行生鲜改造	12
图 24：国内便利店品牌即食业务比例低于日资便利店	13

图 25: 9010 的餐食产品更符合中国人饮食偏好.....	13
图 26: 红旗云大数据平台协助公司实现精准营销.....	14
图 27: 开展线上销售的便利店逐年增多	14
图 28: 已开展线上销售的门店, 线上销售比例逐年提升.....	14
图 29: 公司门店集中在成都地区 (2019 年)	15
图 30: 公司收入主要来自成都地区	15
图 31: 天府新区仍有较大扩张空间	15
表 1: 公司与永辉超市在川内的供应链可以实现协同效应.....	12
表 2: 国际合作签订直采协议构建进口渠道, 提高进口商品比例.....	13
表 3: 成都周边城市具备支撑便利店业态快速发展的经济基础.....	16
表 4: 超市行业上市公司估值情况: 红旗连锁作为 A 股唯一便利店上市企业具有稀缺性	17

1、深耕西南市场二十载，区域便利店龙头地位稳固

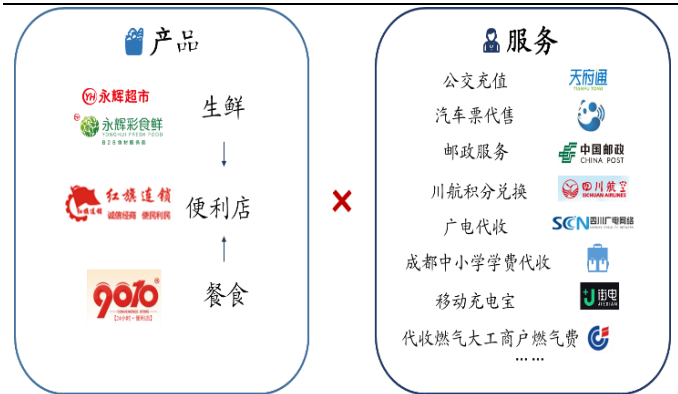
红旗连锁是川蜀地区便利店龙头，以多品类、差异化策略构筑竞争壁垒。公司成立于 2000 年，以便利店零售业态为主，销售食品、烟酒、日用百货等商品。2012 年，公司于深交所上市并成为 A 股首家便利店上市公司，目前在四川省内已布局近 3100 家门店。公司坚持“产品+服务”的差异化经营思路，不断丰富经营品类构建竞争优势。产品方面，在原先品类组合基础上，公司引入战略股东永辉超市补足生鲜经营短板，并通过收购“9010”便利店切入熟食业务；服务方面，公司秉持便利为民理念，围绕客户需求在门店提供公家卡充值、汽车票代售等 80 余项具有本土特色的增值服务，在增加客户粘性的同时，也打造了社区服务生活基站的品牌形象。

图1：公司以连锁便利店业态为主



资料来源：大众点评

图2：公司坚持“产品+服务”的差异化经营策略

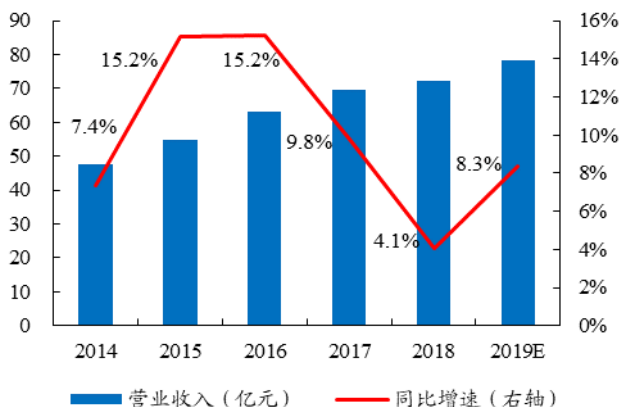


红旗连锁——您的好邻居

资料来源：公司公告、开源证券研究所

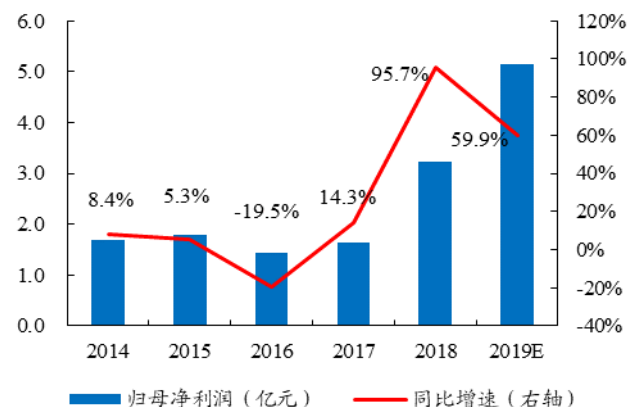
营业收入增速恢复，业绩保持快速增长。根据公司业绩快报数据，2019 年公司预计实现营业收入 78.2 亿元，同比增长 8.35%，增速较 2018 年提升 4.2 个百分点。2017/2018 年度公司由于放慢门店扩张速度而将重心放在前期并购的整合消化上，导致收入增速有所放缓。而随着整合完成，公司在 2019 年重启门店的快速扩张，收入增速也逐渐恢复。业绩方面，2019 年公司预计实现归母净利润 5.16 亿元，同比增长 59.9%，近两年增速持续保持在高水平。其中，公司参股 15% 的新网银行 2019 年前三季度贡献投资收益 1.26 亿元，同比增长 351%。

图3：2019 年公司预计实现营收 78.2 亿元（业绩快报）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

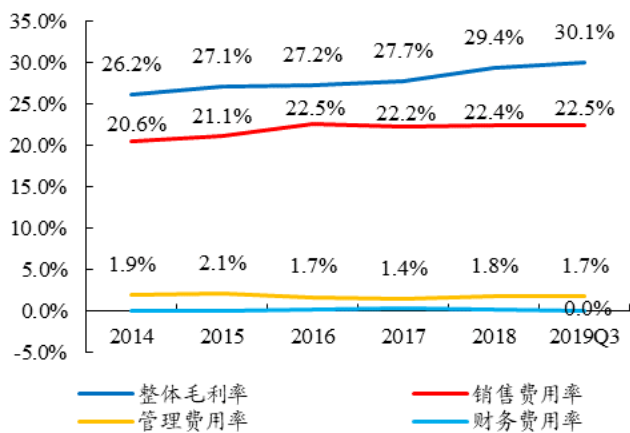
图4：2018 年以来公司归母净利润实现高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

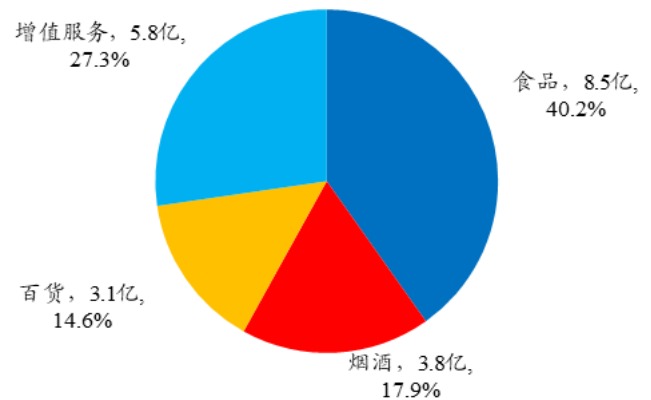
毛利率稳健提升，各项费用率保持稳定。随着公司精细化运营水平提升、高毛利熟食及进口商品占比的增加，近年来公司毛利率呈稳健提升态势：2014 年公司整体毛利率还仅为 26.2%，至 2018 年毛利率已提升至 29.4%。在整体毛利结构中，食品与增值服务毛利率较高，2018 年食品/增值服务/烟酒/百货的毛利率分别为 40.2%、27.3%、17.9%、14.6%，各板块分别贡献毛利 8.5 亿、5.8 亿、3.8 亿、3.1 亿。费用率方面，2018 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 22.4%、1.8%、0.1%，管理费用增长主要是公司宣传费用及折旧摊销费增加所致。2019 年前三季度，公司整体毛利率为 30.1%，延续上升趋势；销售费用率、管理费用率分别为 22.5%、1.7%，基本保持稳定。

图5：公司毛利率持续增长，日用百货毛利率最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2018 年食品对毛利贡献较高



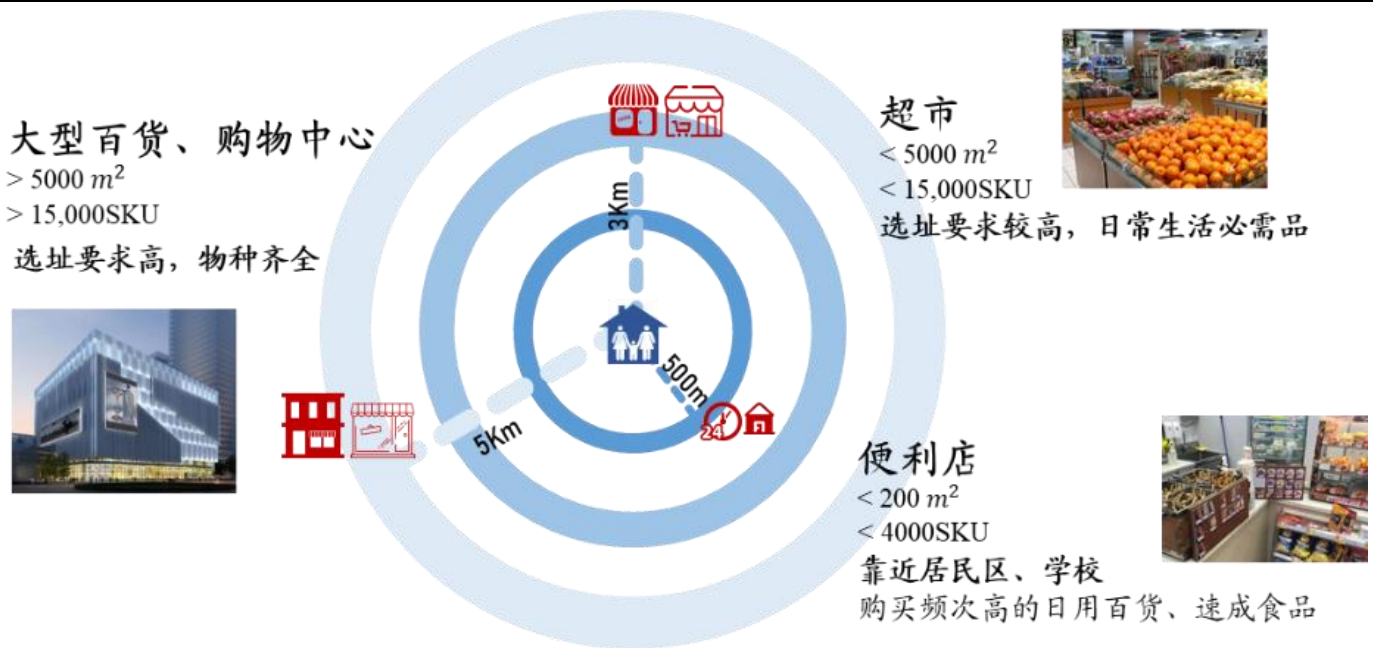
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、便利店行业迎增长红利，中小业态更适于未来消费需求

2.1、便利店业态适应新消费趋势，行业规模持续快速增长

便利店主要满足及时性的商品与服务需求，符合当前社会消费发展趋势。便利店行业作为传统超市业态的一种延伸，以提供即时、便利性的产品为主要特色。从距离上看，相比百货、购物中心、大型超市等其他线下零售业态，便利店通常选址在居民区或者学校附近，覆盖方圆约 500m 的消费者，因而具有更强的社区属性；在门店面积方面，便利店门店面积通常小于 200m²（对应综合超市大概在 1500-5000m²，大卖场一般在 7000m²以上）；而在品类方面，便利店一般精选购买频次较高的日用百货、速成食品等商品种类，SKU 数量一般小于 4000 且具有更高的迭代速度。当前消费升级背景下，快节奏的工作生活导致人们闲暇时间的碎片化，消费者更偏好满足自身“当下”的需求，对商品与服务的即时性与便利性就有了更高的要求，这种消费倾向的变化也推动着便利店业态快速发展。

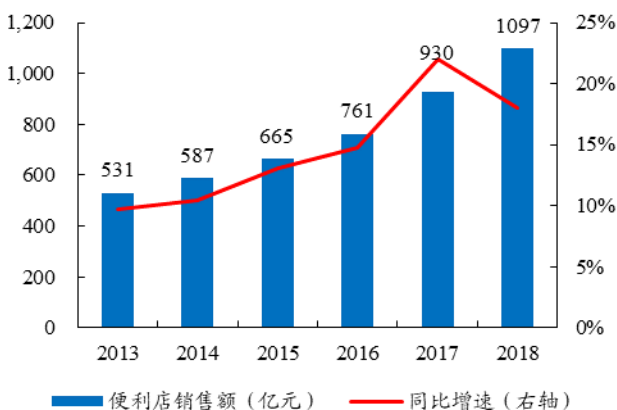
图7：便利店精选日常高频消费 SKU，门店面积小，社区属性更高



资料来源：公司公告、开源证券研究所

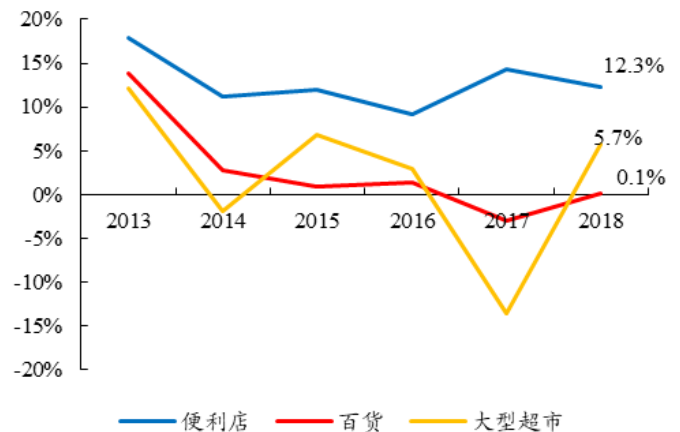
便利店行业规模保持快速增长，增速表现优于线下零售市场整体。近年来国内便利店行业保持快速增长：根据 Euromonitor 数据显示，2018 年国内便利店行业规模达 1097 亿元，2013-2018 年复合增长率达 15.6%。由于人口与家庭结构的变化，越来越多的消费需求在贴近居民的中小业态零售模式中得以满足。同时消费者进入便利店消费往往目的性更明确，因而成交转化率也更高。横向对比来看，近年来便利店行业规模增速表现显著高于线下零售市场整体水平。根据国家统计局数据，2018 年便利店行业增速为 12.3%，连续多年高于百货（增速 0.1%）与大型超市（增速 5.7%）的行业增速，成为线下零售业中增长最快的细分业态。

图8：近年来便利店行业规模持续快速增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图9：便利店行业增速高于其他线下零售业态

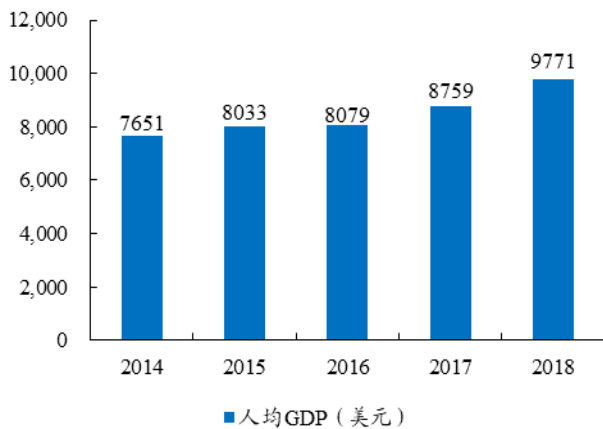


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2.2、消费升级与社会人口结构演变共同助推中小业态发展

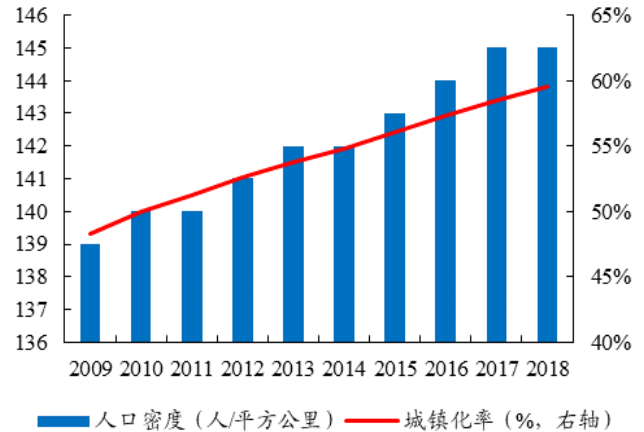
消费升级、人口密度提升带动便利店行业进入高速成长期。上世纪 90 年代初期，便利店业态就已进入中国，但是由于收入水平限制、消费和生活习惯差异等方面的原因，行业一直未能得到实质性发展。根据国外便利店行业的发展经验，当人均 GDP 达到 5000 美元时，行业进入快速成长期；人均 GDP 达到 1 万美元时，进入行业竞争期。根据国家统计局数据，2018 年中国人均 GDP 超 9000 美元，居民收入增长驱动行业消费升级，消费者即时性需求的增加将支撑便利店行业高速增长。另一方面，较高的人口密度也带来更大的便利店需求。2018 年，中国人口密度达到 145 人/平方公里并保持增长态势，国内城市人口密度已达到 2546 人/平方公里，而同期便利店业态发达的日本人口密度为 347 人/平方公里。随着我国城镇化不断推进，庞大的城市人口将进一步推动便利店行业的发展。

图10：人均 GDP 增长为便利店发展提供经济基础



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

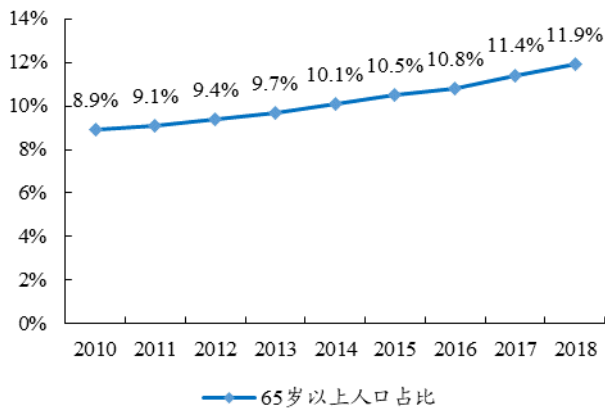
图11：人口密度与城镇化率提升有利于中小业态



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

老龄化与家庭小型化带来家庭购物习惯改变，为中小业态发展注入新动力。从近邻日本经验来看，便利店行业的兴起与社会老龄化程度密切相关。老龄人口的增加推动了产品需求朝着便利、易得的方向演变，因此距离消费者更近、可提供鲜食与日杂必需品的便利店大受追捧。从国内数据看，老龄人口比例逐年上升、出生人口率下降，我国已逐渐步入老龄化社会。鉴于我国庞大的人口基数，老龄化趋势将推动以便利店为典型的中小业态零售快速发展。同时随着社会中生育观念的变化，平均家庭户规模也在逐渐减小。根据国家统计局数据，2018 年我国平均家庭户规模为 3.00 人，近年来持续下滑，小家庭结构将成为未来家庭结构的趋势。在这一趋势下，消费者的家庭生鲜日用品采购将由过去的“按周补货，一次性大额采购”逐渐转变成“按日补货，少量采购”。大卖场、超市等传统大业态的购物流量受到拦截，而以便利店或社区生鲜店为典型、满足消费者一日三餐需求为目标的社区化中小业态将得到更大的发展机会。

图12: 中国老龄化比率逐年提高



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图13: 平均家庭户规模减小, 小家庭结构成未来趋势

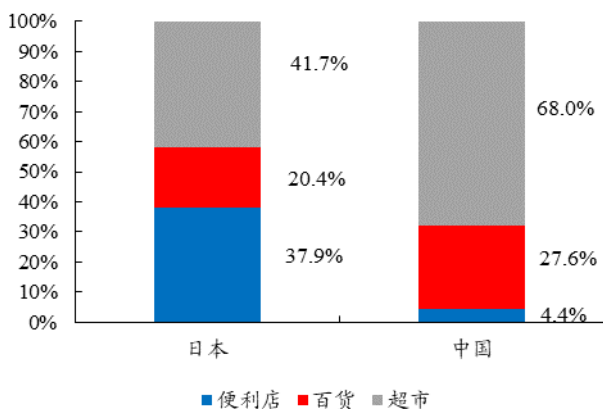


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.3、对标日本, 国内便利店渗透率、集中度待提高, 未来更多比拼规模与效率

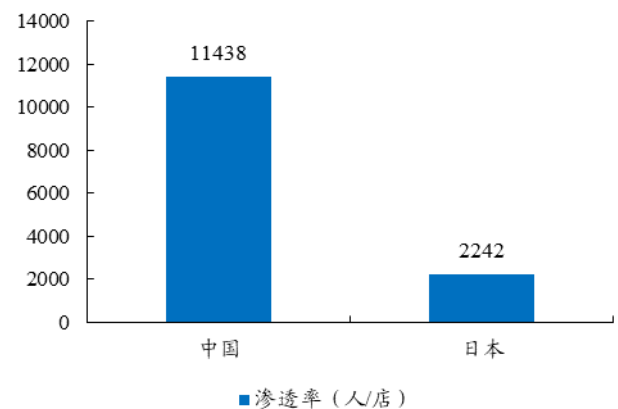
对比日本, 国内便利店在终端销售占比、单店辐射人群上仍有较大发展空间。便利店业态 1927 年诞生于美国, 在 1974 年引入日本后得到迅速普及。日本便利店行业经历了近四十年发展, 已经成为当地重要零售业态。2018 年日本便利店销售额已高于百货行业, 在三大主要零售业态中占 37.9%, 而同期国内这一数据仅 4.4%。从单店辐射人群数量看, 2018 年日本平均 2242 人就拥有一家便利店, 而国内这一数据约为日本的 5 倍。便利店门店密集分布可以带来供应链上的规模优势, 同时也会使得品牌效应更加显著, 因而便利店会向着辐射更多人群的方向发展。以日本现有便利店的辐射水平看, 国内便利店行业仍有很大的增长空间。

图14: 对比日本, 中国便利店在终端零售中销售占比低



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图15: 中国便利店单店辐射人群数量相比日本较低

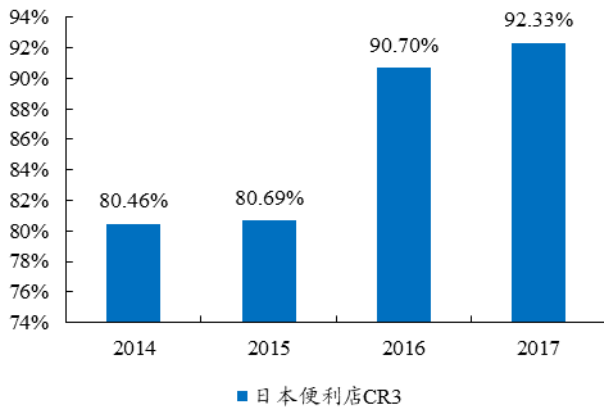


数据来源: 国家统计局、CCFA、开源证券研究所

国内便利店行业集中度有较大提升空间。在日本便利店行业, 7-ELEVEN、全家、罗森三大龙头合计市占率超过 90%, 市场头部效应明显。在寡头垄断的竞争格局下, 市场竞争者主要围绕“如何更好的满足客户需求”展开竞争, 效率是关键比拼因素。相比之下, 国内便利店行业集中度较低。根据中国连锁经营协会 (CCFA) 数据显示, 去除石油系便利店品牌, 国内前三大龙头的市场占有率 (CR3) 仅为 26.4%, 前三位分别为美宜佳、全家和红旗连锁。未来, 龙头便利店公司有望通过规模优势和品牌

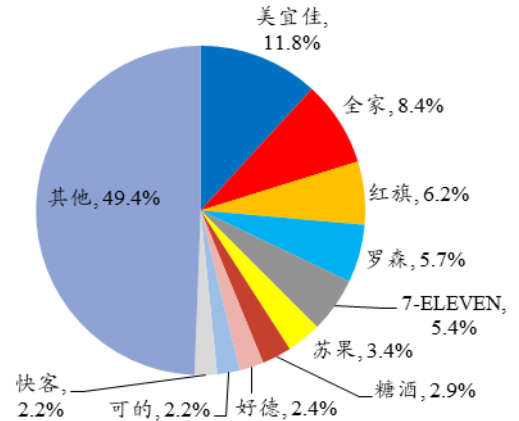
优势实现行业的整合扩张，市场集中度有较大的提升空间。

图16: 日本便利店三巨头占据逾九成市场



数据来源: SEVEN&I 官网、开源证券研究所

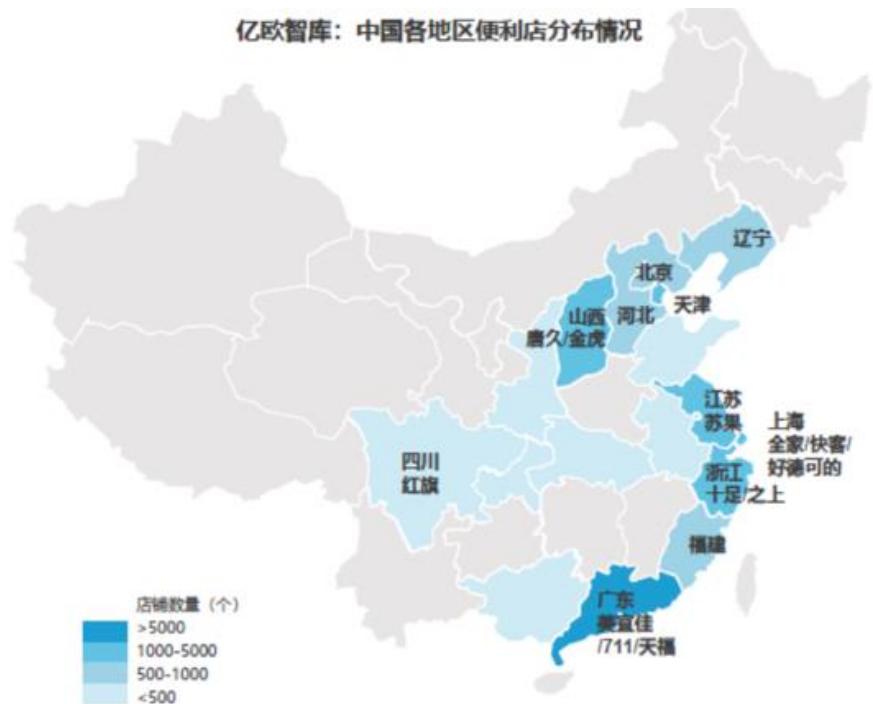
图17: 2018 年中国便利店 CR3 仅 26.4% (除石油系)



数据来源: CCFA、开源证券研究所

竞争格局方面，便利店品牌区域割据明显，区域龙头在经营上具有竞争优势。国内便利店行业品牌众多、并呈现出区域割据特征，如广东的美宜佳、四川的红旗连锁、上海的全家等。整体来看，沿海地区便利店分布密集，中西部仍有较大发展空间。区域间较大的文化与饮食偏好差异加大了连锁经营企业供应链管理的难度，跨区经营存在空间阻碍，也造成了当下行业集中度不高的现状。而从各个区域内部来看，区域龙头公司深耕本地市场，在当地拥有规模优势与渠道优势，享受高议价权，外来品牌短期内难以轻易撼动。

图18: 国内便利店品牌分布较为分散，呈区域割据特征



资料来源: 亿欧咨询

3、红旗连锁：规模壁垒已成，增利提效看大成都增长

3.1、深耕便利店行业二十载，自家+并购双轮驱动门店稳健扩张

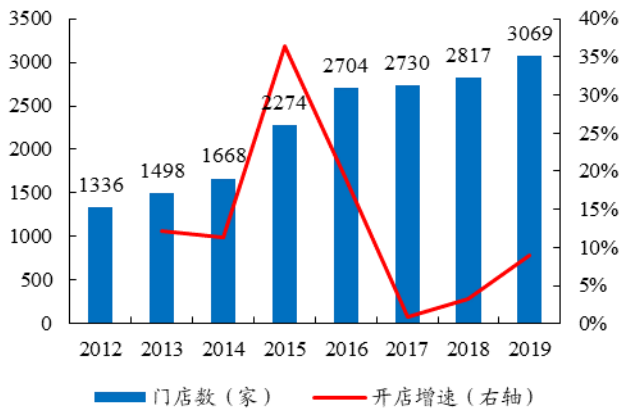
公司深耕便利店行业二十年，展门店+扩品类双轮驱动不断发展壮大。公司 2000 年成立、2012 年登录深交所，主营便利店经营连锁业务。多年来，公司通过门店持续扩张以及经营品类的不断丰富逐渐发展壮大。在自建门店同时，公司通过积极并购持续扩大规模。2015 年 3 月公司收购了当时成都第二大便利店品牌互惠超市（388 家），成为成都市便利店龙头；同年 6 月又收购了成都地区的红艳超市（145 家）、乐山地区的乐山四海超市（32 家），开始向周边郊县与省内其他城市渗透。在规模扩大的同时，公司也通过不断丰富品类提升自身门店坪效。2017 年公司引入战略股东永辉超市助力门店生鲜化转型，门店获客引流能力也得到提升；2019 年，公司收购了主打即食餐饮的便利店品牌 9010 并整合其食品加工资源，进一步提升经营实力。

图19：公司逐步实现横向整合与品类优化

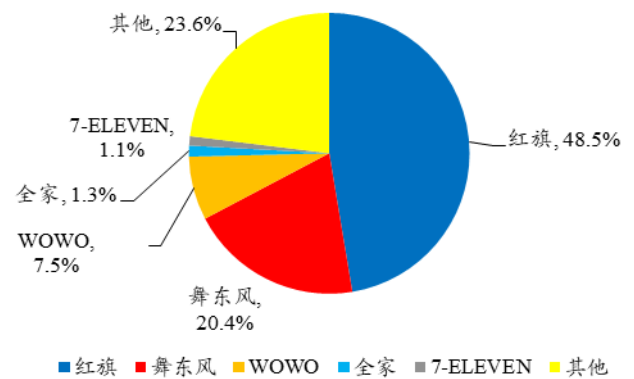


资料来源：公司公告、开源证券研究所

成都地区已建立规模优势，自建+并购快速拓展线下门店。截至 2019 年底，公司合计拥有门店 3069 家，以 48.5% 的市场占有率位居成都地区便利店行业第一，门店数量高出第二名舞东风一倍有余。在线下门店扩张方面，公司坚持自建+收购并举的战略。2015 年先后并购了互惠超市、红艳超市和乐山四海超市，线下网点数量快速增长。由于门店增长较快以及并购整合等原因，公司费用率出现了大幅增长拖累了业绩，因此公司在 2017 年放慢了开店速度，专注于收购门店的整合提效。目前公司门店整合已基本完成，2019 年重启提速扩张步伐，（根据公司官网数据）预计全年公司净增门店 252 家（含收购的 9010 旗下 50 家门店），超过了 2017/2018 两年的累计门店增长（具体分别为 26/87 家）。而在门店布局方面，公司落实密集开店策略，以实现更高效率的物流配送与门店管理，增强品牌认知度。

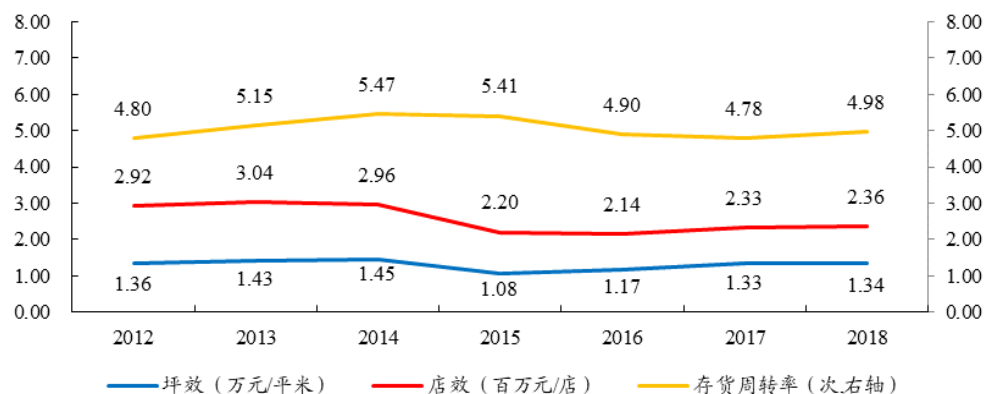
图20: 公司门店数量持续增长


数据来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

图21: 2018 年公司在成都地区市占率接近五成


数据来源: CCFA、开源证券研究所

前期并购整合基本完成，经营绩效逐渐改善。2015 年公司先后收购了红艳超市、四川互惠超市、乐山四海超市合计 545 家门店，占彼时公司门店总量约四分之一。其中的四川互惠超市当时已经连年亏损，收购完成后仍需解决一系列的债务问题，且二线城市收购的门店也需要不断消化与磨合，因此大额成本支出与门店整合费用拖累了公司整体经营效率，公司坪效、店效指标在 2015 年均出现明显下滑。近年来，随着整合不断推进，上述经营指标也逐渐开始改善。2018 年底公司门店整合基本完成，坪效、存货等反应经营效率的指标也恢复到收购前的水平，整合效果开始显现。2019 年 4 月，公司再度开启外延并购步伐，收购 9010 便利店引入餐食业务。相较于其他品类而言，餐食业务毛利率相对较高，且同时具有吸引客流作用，后续有望进一步提升公司的盈利能力。

图22: 前期收购整合基本完成，公司经营效率逐渐改善


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、引入生鲜、熟食与进口商品，不断丰富门店品类结构

永辉超市战略入股，对公司进行生鲜门店改造和供应链赋能。2017 年 12 月，公司引入战略投资者永辉超市，截至 2019 年 3 季报，永辉超市持有公司 21% 的股权。作为国内生鲜超市龙头，永辉超市对公司进行了生鲜改造，助力引入生鲜业务并在门店运营上进行指导，提升了公司门店引流获客的能力；另一方面，永辉超市也在供应链上对公司进行赋能，有望在生鲜损耗及成本控制等方面带来改善。

在生鲜门店改造方面，永辉派驻团队，指导生鲜运营。2019 年永辉超市派驻 8 人现场指导公司的生鲜运营，目前公司相关业务团队已经突破 100 人。生鲜品类具有高频、刚性的消费特点，可以提升公司门店聚客引流的能力。公司经过生鲜改造的门店，销售额平均提升了 20%-30%，部分业绩优秀门店利润可提升 10%，生鲜的引入对公司门店坪效有显著改善。截至 2018 年底，公司已经与永辉超市合作实现了对 100 家门店的生鲜改造，预计 2019 年将突破 300 家。

图23：永辉超市战略入股，对公司门店进行生鲜改造



新鲜蔬菜
肉蛋禽类



水产海鲜
新鲜水果



资料来源：赢商网、开源证券研究所

在生鲜供应链方面，公司与永辉超市在川内的供应链可以实现协同。永辉超市在川内设有自建的农产品加工与仓储物流中心，负责支持整个川渝地区业务上游供应链的运作。通过与上游农户的深度合作，永辉超市的生鲜直采比例达到了 70% 以上，并凭借完善的物流仓储布局，降低了生鲜损耗。红旗连锁在川内建有 3 处配送中心，有望和永辉超市在供应链上实现较好的协同效应，提高联合采购的比例，降低生鲜采购的成本。

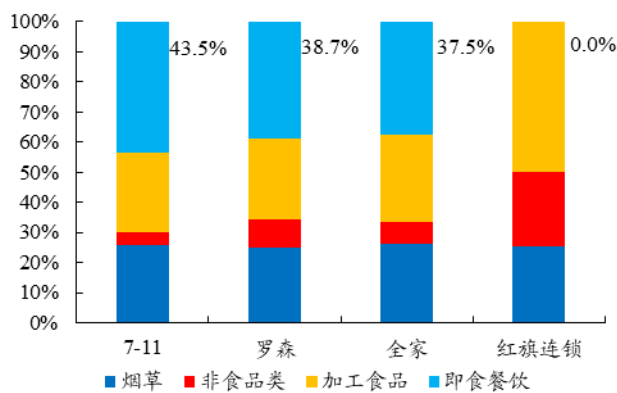
表1：公司与永辉超市在川内的供应链可以实现协同效应

公司	项目名称	具体信息
永辉超市	永辉（彭州）农产品加工及配送中心	与在重庆的永辉西部物流园互动互补，在川渝地区形成强大的区域辐射力，满足全川永辉门店的商品配送和仓储需求，配送能力 50 亿元，存储能力 100 万件。
永辉超市	四川永辉供应链现代产业园	耗费 10 亿，购置项目用地 300 亩，一期 93 亩已先行启动，二期 207 亩计划于 2019 年启动并在园区内拟设立“四川彩食鲜供应链发展有限公司”。
红旗连锁	西河配送中心	占地 4.46 万平方米，日配货量达 750 吨，可实现约 850 家门店的物流配送需求。
红旗连锁	簇桥配送中心	占地 1.24 万平方米。
红旗连锁	温江配送中心	原红艳超市仓储中心，面积约 1 万平方米，正处于升级改造中。

资料来源：红旗连锁公司公告、永辉超市公司公告、开源证券研究所

收购 9010 引入本土特色化即食餐饮，有望同时提高毛利率与复购率。日资便利店的高毛利主要来源于即食餐饮与各类鲜食业务，据 36 氪研究院推算，2018 年全家即食产品毛利率达到 44%。针对即食餐饮产品，日资品牌往往选择自行研发并拥有自己的食品加工产业，在满足多变客户口味的同时有效控制成本，抬高毛利空间。而目前国内便利店的即食餐饮比例远低于日资品牌，7-11、罗森、全家的即食业务比重普遍在 40%左右。即食餐饮具备高毛利率与高复购率两项优势，未来将成为国内品牌重点发力业务。2019 年 4 月，公司收购 9010 便利店正式切入即食餐饮业务。9010 便利店为成都主打餐饮类的门店，多分布于各大商圈和写字楼，店内产品可以满足上班族早中晚三餐的各类需求，除包装好的餐食外，还以小食堂模式提供各类现制菜品、面点，更符合国人的饮食偏好。

图24：国内便利店品牌即食业务比例低于日资便利店



数据来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图25：9010 的餐食产品更符合中国人饮食偏好



资料来源：大众点评、开源证券研究所

公司积极达成国际合作，丰富进口品类结构提高毛利率。在经营符合当地人特色与日常饮食习惯的产品之外，公司还通过积极的国际合作引入进口商品进一步丰富品类结构，满足消费升级的需求。两届进博会期间，公司与多家海外大型商贸公司、政府机构签订长期合作协议，有效降低进口商品的采购成本。2018 年公司进口商品 SKU 增加约 400 种，目前已拥有 1000 种进口商品 SKU，主要为进口食品、奶粉等。进口商品毛利率一般为 40%-50%左右，较普通商品高出 15-20 个百分点，进口品类的增加也将提高公司整体毛利率水平。

表2：国际合作签订直采协议构建进口渠道，提高进口商品比例

时间	合作对象	具体信息
2018.1	香港四洲集团	双方将在产销对接、市场营销、国际贸易、智慧零售等领域开展合作
2018.11	澳大利亚自由食品贸易有限公司；意大利昂立集团	主要在牛奶、红酒、冰淇淋、沐浴乳等品类合作
2019.11	俄罗斯提莫食品	主要在俄罗斯的特色饼干、糖果等小食品贸易合作并签订五年长期直采协议
2019.12	意大利曼托瓦省政府	主要在农产品、日化品贸易合作

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

3.3、持续深化数字化运营，发展线上业务提升门店效益

公司深化数字化运营，提高经营精细水平。自成立以来公司始终致力于大数据平台建设，利用大数据实现提效降费。2017 年起启动红旗云大数据平台，满足灵活多变的数据分析需求。该平台可为公司上千家供应商及其他合作伙伴提供相应的数据服务，并为消费者提供消费数据参考和建议，支持公司进行精细化管理。公司目前利用大数据支撑选品与配货的门店系统自动下单达 90%以上。同时，公司现已完成交投缴费、信息物资管理流程电子化、WMS 生鲜多供应商支持等 20 余项新增系统开发工作，未来经营效率与成本控制水平有望进一步提升。

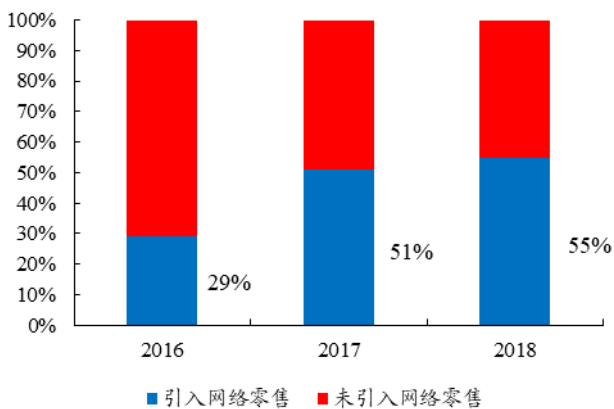
图26：红旗云大数据平台协助公司实现精准营销



资料来源：商业观察家

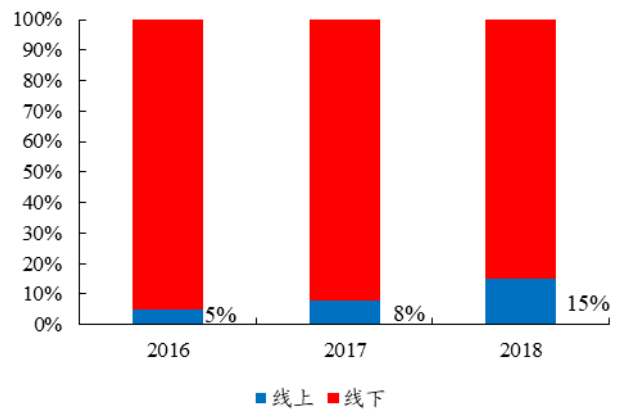
公司积极开拓线上渠道，合作美团、饿了么发展到家业务。近年来，便利店行业都在积极发力线上渠道，根据毕马威发布的《2019 年中国便利店发展报告》，2018 年开展线上销售的便利店占比已提升至 55%；而在开展线上销售的门店中，线上销售比例也在逐年提升。公司在线上方面与美团、饿了么达成合作，发展到家业务，2018 年线上销售额增长约 400%。同时，公司也拥有自己的网上商城与 APP，目前活跃会员数达 500 万。在发展规划上，公司到店业务仍为重心，到家业务作为新渠道与线下门店的宣传窗口，通过线上线下一体化布局，有望最大化提升单店效益。

图27：开展线上销售的便利店逐年增多



数据来源：毕马威、开源证券研究所

图28：已开展线上销售的门店，线上销售比例逐年提升

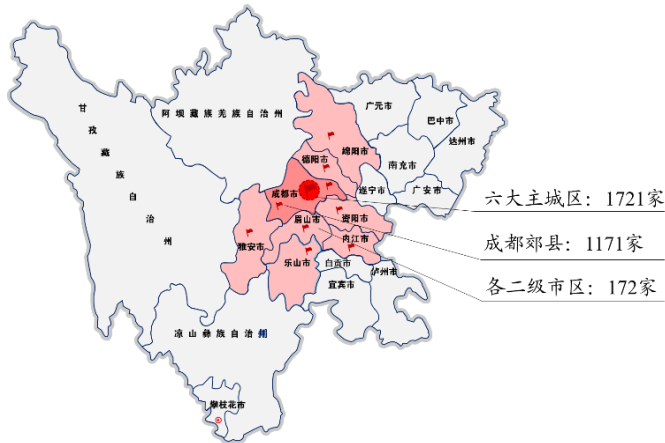


数据来源：毕马威、开源证券研究所

3.4、成都门店经营稳健，市外拓展空间广阔

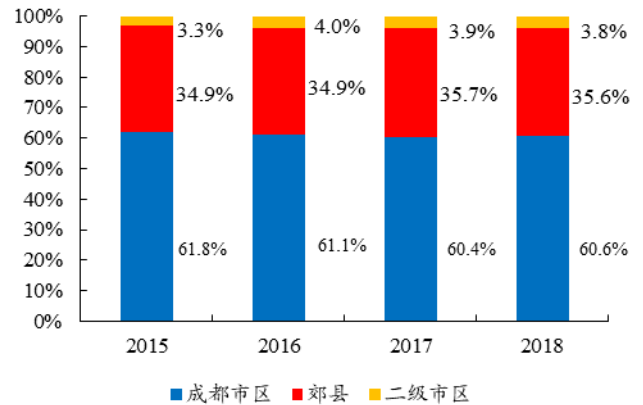
成都地区为公司经营主要区域，贡献 94% 以上收入。公司坚持“以四川为中心、成都为核心”的战略，过去门店选址重点以成都为主。截至 2019 年底，公司在成都主城区、成都郊县及周边城市分别拥有门店 1721 家、1171 家、172 家；从收入来源上看，2018 年成都市区、成都郊县、周边城市分别收入分别为 60.6%、35.6%、3.8%，成都地区门店数量以及收入占比均超过 94%。

图29：公司门店集中在成都地区（2019 年）



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图30：公司收入主要来自成都地区



数据来源：公司公告、开源证券研究所

成都市内，天府新区仍提供较大渗透拓展空间。2011 年《四川省成都天府新区总体规划(2010-2030)》出台，计划重点发展以成都周边郊县为主的天府新区。新区预计规划人口 600 万，涉及成都市的天府新区直管区、高新区、双流区、龙泉驿区、新津县、简阳市，眉山市的彭山区、仁寿县，规划面积 1578 平方公里，建成以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际化现代新区。按照 600 万人的基础，3000 人/店的辐射程度估算，预计将可以容纳 2000 家便利店。目前公司在天府新区合计拥有门店 350 家，仍有进一步渗透拓展空间。

图31：天府新区仍有较大扩张空间



资料来源：公司官网、开源证券研究所

成都市外, 周边城市也已具备支撑便利店业态快速发展的经济基础。截至 2019 年底, 公司门店在成都市外的布局情况为: 德阳 (34 家)、乐山 (37 家)、绵阳 (27 家)、资阳 (20 家)、眉山 (12 家)、内江 (15 家)。目前布局的二线市区中, 德阳、乐山、绵阳、资阳、眉山、内江等地人均 GDP 均超过 5000 美元, 从便利店行业发展经验看, 具备进入成长期的经济基础。随着未来成都周边区域经济水平的提升与消费影响力的渗透, 公司在川内便利店市场仍大有可为。

表3: 成都周边城市具备支撑便利店业态快速发展的经济基础

项目	成都	德阳	乐山	绵阳	资阳	眉山	内江
人口密度 (人/平方公里)	1119	656	277	265	607	483	771
人均 GDP (美元/人)	13,833	9,131	7,209	6,938	6,146	6,152	5,529
常住人口数 (万人)	1,633	355	327	486	251	298	370
红旗已有门店数量 (家)	2892	34	37	27	20	12	15

数据来源: 国家统计局、CCFA、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设

- (1) 公司开启线下门店提速扩张战略, 2020/2021 年分别净增门店 180/200 家。
- (2) 公司引入熟食和进口商品可以有效提高门店毛利率, 2019/2020/2021 年毛利率分别为 30.1%/30.4%/30.6%; 销售费用率和管理费用率保持平稳。
- (3) 参股公司新网银行整体经营保持稳定, 业绩稳健增长, 2019/2020/2021 分别贡献投资收益 1.70/2.05/2.45 亿元。

4.2、盈利预测与估值

公司是川蜀地区便利店超市龙头。我们认为, 消费升级与社会人口结构变迁将驱动小业态超市进入快速发展期。公司在川内拥有完善的仓储物流布局及较高品牌知名度, 近年来通过门店扩张及品类完善 (引入生鲜、熟食、进口商品等), 盈利能力稳步提升。目前公司在成都已形成规模优势且周边仍有较大渗透拓展空间, 随着前期并购整合完成后重启加速扩店, 有望进一步打开成长空间。

我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润为 5.16/6.12/7.11 亿 (同比增速分别为 59.9%/18.6%/16.2%), 对应 EPS 为 0.38/0.45/0.52 元, 当前股价对应 PE 为 22/18/16 倍。公司作为 A 股唯一便利店上市企业, 具备稀缺性, 目前估值水平相较超市行业平均水平而言, 也具备一定的估值优势。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 超市行业上市公司估值情况: 红旗连锁作为 A 股唯一便利店上市企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603708.SH	家家悦	26.41	38.4	16.3	15.7	16.9	37	32	28	24
601933.SH	永辉超市	8.60	-18.5	45.3	31.7	29.9	56	38	29	22
002251.SZ	步步高	8.09	3.4	11.3	20.1	21.3	45	40	34	28
A 股平均							46	37	30	25
002697.SZ	红旗连锁	8.31	95.7	59.9	18.6	16.2	35	22	18	16

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/02/28, 除红旗连锁、永辉超市、家家悦外, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据)

5、风险提示

便利店行业竞争加剧, 对公司业绩造成冲击;

疫情持续过长, 影响公司门店拓展;

公司参股的新网银行未来经营业绩出现波动, 对公司投资收益造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2302	2826	3148	3674	4190
现金	888	1115	1233	1703	2014
应收票据及应收账款	25	30	30	36	35
其他应收款	43	62	52	72	62
预付账款	261	309	309	365	365
存货	1056	991	1205	1180	1395
其他流动资产	29	318	318	318	318
非流动资产	2006	1968	2181	2464	2705
长期投资	421	476	646	851	1096
固定资产	1159	1103	1135	1179	1212
无形资产	355	308	341	379	348
其他非流动资产	72	81	59	56	49
资产总计	4308	4794	5329	6139	6896
流动负债	1989	2180	2270	2510	2604
短期借款	200	201	201	201	201
应付票据及应付账款	1260	1199	1439	1426	1668
其他流动负债	530	779	630	883	735
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1989	2180	2270	2510	2604
少数股东权益	0	2	2	2	2
股本	1360	1360	1360	1360	1360
资本公积	44	44	44	44	44
留存收益	915	1209	1651	2153	2736
归属母公司股东权益	2319	2613	3057	3627	4291
负债和股东权益	4308	4794	5329	6139	6896

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	480	662	349	706	479
净利润	165	322	516	612	711
折旧摊销	187	175	118	113	121
财务费用	17	9	-1	2	4
投资损失	21	-57	-170	-205	-245
营运资金变动	86	194	-114	184	-112
其他经营现金流	4	18	0	0	0
投资活动现金流	-22	-401	-160	-192	-117
资本支出	94	100	160	192	117
长期投资	45	-300	-170	0	-245
其他投资现金流	117	-601	-170	0	-245
筹资活动现金流	67	-34	-71	-44	-52
短期借款	100	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-35	-71	-44	-52
现金净增加额	524	227	118	470	310

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6939	7220	7827	8534	9241
营业成本	5015	5100	5471	5942	6417
营业税金及附加	39	42	47	51	55
营业费用	1543	1616	1753	1895	2033
管理费用	98	131	137	147	157
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	17	9	-1	2	4
资产减值损失	6	22	0	0	0
其他收益	22	18	18	18	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-21	57	170	205	245
资产处置收益	-8	0	0	0	0
营业利润	213	374	607	720	837
营业外收入	2	3	1	1	1
营业外支出	2	4	1	1	1
利润总额	214	373	607	720	837
所得税	49	51	91	108	126
净利润	165	322	516	612	711
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	165	323	516	612	711
EBITDA	386	527	702	802	915
EPS(元)	0.12	0.24	0.38	0.45	0.52

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	4.1	8.4	9.0	8.3
营业利润(%)	51.4	75.3	62.5	18.6	16.2
归属于母公司净利润(%)	14.3	95.7	59.9	18.6	16.2
获利能力					
毛利率(%)	27.7	29.4	30.1	30.4	30.6
净利率(%)	2.4	4.5	6.6	7.2	7.7
ROE(%)	7.1	12.3	16.9	16.9	16.6
ROIC(%)	6.1	10.8	15.2	15.3	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	45.5	42.6	40.9	37.8
净负债比率(%)	-29.7	-35.0	-33.7	-41.4	-42.2
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
应收账款周转率	289.0	259.9	259.9	259.9	259.9
应付账款周转率	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.24	0.38	0.45	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.49	0.26	0.52	0.35
每股净资产(最新摊薄)	1.71	1.92	2.25	2.67	3.15
估值比率					
P/E	68.5	35.0	21.9	18.5	15.9
P/B	4.9	4.3	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	27.5	19.7	14.6	12.2	10.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835