

2021年03月31日

红旗连锁 (002697.SZ)

公司快报

Q4 超市主业利润双位数增长，联营新网银行影响利润表现

事件

公司披露年报。全年实现营收 90.53 亿元/+15.73%，归母净利 5.05 亿元/-2.20%，基本每股收益 0.37 元，拟每 10 股派现金红利 0.84 元（含税）。

投资要点

◆ **全年营收稳健增长，Q4 超市主业利润双位数增长：**营收端，全年营收增 15.7%，疫情影响下必选消费存在确定性。分季度看，Q1 至 Q4 营收分别增长 24%、12%、11%、16%，Q4 公司略微降低毛利率积极应对社区团购竞争，实现 Q4 营收加速增长。

净利端，全年归母净利降 2.2%，主要源于联营公司新网银行在 Q2 起的息差收窄之后的利润贡献降低，公司超市主业实现净利润 4 亿元/+15.5%。我们测算公司 Q1 至 Q4 超市主业利润分别变动+87%、-11%、+3.3%、+18%，Q4 主业利润恢复双位数增长的常态。

◆ **内生外延推动超市主业增长，食品类 CPI 高基数下食品业务延续正增长：**渠道方面，公司延续 2019 年以来的持续拓店策略，2020 年末公司合计门店数量达 3336 家/+8.66%。疫情结束后其他消费渠道恢复，公司店均收入增速较上半年略有下行，但全年实现 6.5%的正向增长，内生外延推动主业增长。2021 年公司计划拓店 350 家/+10.5%，有望夯实 2021 年增长基础。

分品类看，2020 年公司食品、烟酒、日用百货、其他业务营收占比分别约 51%、28%、15%、6.4%。其中食品、烟酒、日用百货营收分别同比增长 17%、23%、10%，下半年食品业务受食品类 CPI 高基数影响，营收增速由上半年的 26%放缓至 8%，另有烟酒、日用百货品类维持增长良好，其他业务受增值服务销售降低下滑约 5.0%。

分区域看，公司主业仍然以成都地区为核心，成都地区、郊县分区、二级市区营收占比分别约 55%、35%、3.2%，分别实现营收增速 14%、25%、10%。公司以管理输出的联营公司模式布局兰州，持股约 20%，9 月正式布局兰州以来，兰州联营公司投资损失约 113 万元，亏损较小，预计公司跨省复制公司经营模式较为成功，或将加速公司异地扩张步伐。

增值服务方面，公司依托区域高市占率的门店优势，为消费者提供包含水电气话费、公交卡重置汽车火车机票代售等增值服务。随着互联网在国内逐步普及以及地铁站台逐步增多，以及疫情期间消费线上化趋势延续，公司部分增值业务受到影响，全年增值服务销售额下降约 20%至 46.83 亿元，其他业务营收下降 5.0%。公司 2021 年将加快科技创新，更好服务社会，或将助力增值服务销售额企稳。

◆ **超市主业利润稳健增长，联营公司新网银行影响整体利润表现：**盈利能力方面，全年公司毛利率下降 1.4pct 至 29.5%，一是疫情后线上渠道促销力度较大、社区团购加剧竞争，公司食品、烟酒、日用百货毛利率均略有降低，二是高毛利的其他业务

商贸零售 | 超市 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-03-31)

5.97 元

交易数据

总市值(百万元)	8,119.20
流通市值(百万元)	6,437.00
总股本(百万股)	1,360.00
流通股本(百万股)	1,078.23
12 个月价格区间	5.71/13.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.67	-4.82	-73.02
绝对收益	-4.48	-9.68	-34.07

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

红旗连锁：主业利润稳健增长，联营新网银行影响利润表现 2020-10-20

红旗连锁：主业利润稳健增长，疫情下必选品类具有确定性 2020-08-17

红旗连锁：业绩符合预告，主业及新网银行推升利润增长 2020-03-29

红旗连锁：渠道扩张推动营收增长，Q3 超市主业增速进一步提升 2019-10-17

红旗连锁：上半年业绩符合预期，区域高市占率构筑定价权 2019-08-19

占比降低。疫情影响下公司降本增效措施延续，期间费用率下降 1.3pct 至 24.3%，推动超市主业实现净利润 4 亿元/+15.6%，增速与营收增速基本一致。公司归母净利润下降，主要源于 2020 年息差与 Q2 起收窄，联营公司新网银行贡献利润明显降低，2020 年联营公司投资收益约 1.05 亿元/-38%。

存货方面，2020 年末公司存货较上年度增长 10%至 12.9 亿元，占营收比例约 14.3%，春节延后致春节备货时点后移，公司存货周转正常。

现金流方面，全年公司经营活动现金流净流入 4.95 亿元/+79%，恢复 2017 年以来的平均水平。其中 Q4 公司实现经营活动现金流净额 4.86 亿元/+116%。疫情影响下，公司现金流控制良好，有望有效支撑公司未来主业发展。

◆ **投资建议：**红旗连锁是立足成都的连锁便利超市，高市占率夯实公司定价权。2020 年新网银行影响公司利润增速，公司超市主业稳健增长，2021 年拓店计划夯实增长动力。

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.42、0.48 和 0.54 元。净资产收益率分别为 14.7%、14.7%和 14.6%。目前公司整体 PE (21E) 约 14.1 倍，若采用分部估值，银行业务以行业平均的 PE (TTM) 6.8 倍进行拆分，目前公司超市主业预计 PE (21E) 约 15 倍，PEG* (21E) 约 1.1 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**跨区域渠道扩张或不及预期；增值业务优化或不及预期；新网银行业务或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,823	9,053	10,241	11,340	12,453
YoY(%)	8.3	15.7	13.1	10.7	9.8
净利润(百万元)	516	505	575	650	734
YoY(%)	60.0	-2.2	14.0	13.0	12.9
毛利率(%)	30.9	29.4	29.1	29.3	29.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.37	0.42	0.48	0.54
ROE(%)	16.9	14.7	14.7	14.7	14.6
P/E(倍)	15.7	16.1	14.1	12.5	11.1
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
净利率(%)	6.6	5.6	5.6	5.7	5.9

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2959	3867	4881	5117	6689	营业收入	7823	9053	10241	11340	12453
现金	766	2,007	2,090	2,821	3,700	营业成本	5406	6387	7258	8016	8797
应收票据及应收账款	108	162	190	200	180	营业税金及附加	44	47	20	57	62
预付账款	346	355	532	447	579	营业费用	1836	2025	2274	2506	2746
存货	1,173	1,291	2,015	1,592	2,171	管理费用	158	147	164	170	174
其他流动资产	65	51	53	56	59	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	2,149	2,254	2,170	2,096	2,038	财务费用	8	27	-9	-25	-33
长期投资	646	769	769	769	769	资产减值损失	0	0	5	5	6
固定资产	1110	1187	1151	1114	1076	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	288	248	210	186	163	投资净收益	184	132	148	155	163
其他非流动资产	22	12	13	13	14	营业利润	568	577	678	766	864
资产总计	5108	6121	7051	7213	8727	营业外收入	2	4	3	3	3
流动负债	2029	2656	3125	2766	3692	营业外支出	2	6	4	4	4
短期借款	1	502	0	0	0	利润总额	567	575	677	764	863
应付票据及应付账款	1251	1227	1414	1503	1703	所得税	51	70	102	115	129
其他流动负债	96	829	985	1034	1086	税后利润	516	505	575	650	733
非流动负债	20	20	21	22	23	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	516	505	575	650	734
其他非流动负债	20	20	21	22	23	EBITDA	698	714	803	883	982
负债合计	2049	2676	3146	2789	3715	主要财务比率					
少数股东权益	1	1	1	1	1	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1360	1360	1360	1360	1360	成长能力					
资本公积	44	44	44	44	44	营业收入(%)	8.3	15.7	13.1	10.7	9.8
留存收益	1653	2040	2500	3020	3607	营业利润(%)	51.8	1.6	17.5	12.9	12.8
归属母公司股东权益	3057	3444	3904	4424	5011	归属于母公司净利润(%)	60.0	-2.2	14.0	13.0	12.9
负债和股东权益	5108	6121	7051	7213	8727	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	30.9	29.4	29.1	29.3	29.4
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	6.6	5.6	5.6	5.7	5.9
经营活动现金流	276	495	603	761	920	ROE(%)	16.9	14.7	14.7	14.7	14.6
净利润	516	505	575	650	734	ROIC(%)	31.8	30.4	30.1	35.5	44.9
折旧摊销	161	156	134	142	151	偿债能力					
财务费用	8	27	-9	-25	-33	资产负债率(%)	40.1	43.7	44.6	38.7	42.6
投资损失	-184	-132	-148	-155	-163	流动比率	1.5	1.5	1.6	1.8	1.8
营运资金变动	51	716	51	149	231	速动比率	0.9	1.0	0.9	1.3	1.2
其他经营现金流	-276	-777	-0	-0	-0	营运能力					
投资活动现金流	-359	386	88	75	73	总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.4
筹资活动现金流	-273	374	-608	-105	-114	应收账款周转率	78.2	67.0	58.1	58.1	65.5
每股指标(元)						应付账款周转率	6.4	7.4	7.8	7.8	7.8
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.37	0.42	0.48	0.54	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.36	0.44	0.56	0.68	P/E	15.7	16.1	14.1	12.5	11.1
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.53	2.87	3.25	3.68	P/B	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
						EV/EBITDA	12.8	10.4	7.5	6.0	4.5

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn