

红旗连锁 (002697.SZ)

国内稀缺规模化盈利便利店龙头，逆势展店，同店大幅优于同行

市场没有充分认识到国内规模化盈利便利店龙头的稀缺性及成长性。1) 便利店兴起于日本，并呈现高渗透率、高增速、高集中度的行业格局：据日本经济产业省及日本国家统计局，2019年日本便利店销售额约12万亿日元，占零售总销售额比重约8.4%，比肩大卖场（同期日本超市销售额约13万亿日元），约为百货两倍，人均占有量约2233人/店；2010-2019年销售额年复合增长率约3.5%，亦为三种业态最高，CR3占比约89%。以上行业格局情况及龙头企业精细化商品及用户运营使得其盈利能力突出，即：即时品营收占比30%、自有品牌占比40-50%，并享受上游议价权及下游定价权，其余品类毛利率高于国内龙头8-10pct；加之超95%的加盟店占比，面对极高人力成本，净利率仍达5%。2) 相反，国内便利店行业需求端虽存在基础，但一方面，低渗透率、高分散度的行业格局加之城市建设及消费习惯的多样化使得日资便利店原有优势难以突出，盈利困难；另一方面，国有企业运营能力及供应链效率落后，规模化盈利企业稀缺。据国家统计局、BCG、中国连锁经营协会，2019年中国便利店零售额占社零总额比重仅0.6%；平均日销水平为5297元，仅为日本便利店1/7；其中40%企业即食品占比低于10%、60%企业低于20%，80%企业自有品牌比例低于10%，毛利率普遍偏低；以上数据既是国内规模化盈利龙头稀缺的原因，亦是稀缺规模化盈利龙头成长性的印证。

公司坐落西南，规模、效率突出，其供应链及网点价值或被低估。1) 存量看现有规模及效率。据公司官网及企查查数据，截至2020年底，公司已拥有3336余家门店，93%位于成都，成都门店数约为行业第二舞东风3倍，亦远高于日资便利店门店数（全家、7-11门店数约106家、73家）；基于超72亿元的商品年采购体量，公司成本优势突出，据草根调研，核心标品采购成本或与全国性龙头永辉差距不大，且在库存、后台毛利率、供货定价上各层数据说明，供应链及网点价值或被低估。2) 增量看展店及效率提升空间。一方面，据估算（详细方法见正文），公司天府新区、简阳及成都市内门店增量或超1000家，长期看四川便利店行业空间达4.39万家，且当前日销仅为日本便利店的1/7，食百毛利率低于日资便利店8-10pct，单店效率具备提升空间；另一方面，随国内超市业态逐渐从大卖场向小型化转化，公司基于规模、数据系统及供应链支持，在成都内具备竞争实力、在成都外具备扩张可能，其现有供应链及网点价值或被低估。

逆势展店，同店大幅优于同行，毛利率稳健，费用率增长后续或可控。1) 2015年，公司先后收购红艳、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，2020年逆势展店，至2020年末门店数即达3336家；引永辉入股、收购9010补充餐饮、生鲜供应链，推动同店增长；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；2) 同店大幅优于同行，基于现有供应链优势，统采、联采、进口商品比重、商品结构调整仍可推进，毛利率仍有上行空间，当前稳健；3) 2019年受员工激励增加影响，期间费用率同比提升1.3pct至25.6%（部分为主观调控），2020年有所恢复；排除2020H1基数影响，预计后续年份业绩增长或较为稳健。

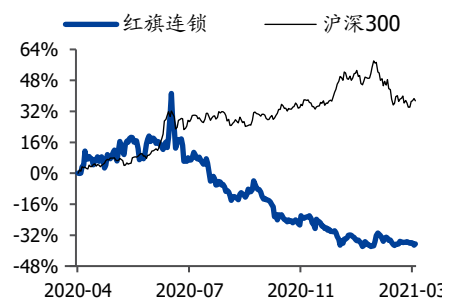
投资建议：公司作为国内稀缺规模化盈利便利店龙头，一则在展店、日销、毛利率上多维度具备成长性；2020年疫情影响下，逆势展店，同店大幅优于同行，收入增速超预期，同时进入甘肃，截止2020年末已开店40家左右，亏损约110万（20%持股对应投资收益）。据公司公告，2021年公司

买入（首次）

股票信息

行业	一般零售
最新收盘价	6.10
总市值(百万元)	8,296.00
总股本(百万股)	1,360.00
其中自由流通股(%)	79.28
30日日均成交量(百万股)	7.22

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究



展店计划 350 家，结合 1-2 月同店，为必选消费中增速较为稳健的公司，预计 2021 年/2022 年主业扣非归母净利润约 3.78 亿元/4.39 亿元，新网银行投资收益分别为 1.0 亿元、1.0 亿元，对应 2022 年给予主业利润 25 倍 PE，对应目标价 8 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 电商分流影响远超预期；2) 人力、租金成本大幅提升；3) 行业竞争明显加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,823	9,053	9,416	10,263	11,084
增长率 yoy (%)	8.3	15.7	4.0	9.0	8.0
归母净利润（百万元）	516	505	498	559	634
增长率 yoy (%)	60.0	-2.2	-1.4	12.3	13.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.38	0.37	0.37	0.41	0.47
净资产收益率 (%)	16.9	14.7	13.0	13.0	13.1
P/E（倍）	15.7	16.1	16.3	14.5	12.8
P/B（倍）	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率

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	4819	4721	5732	营业收入	7823	9053	9416	10263	11084
现金	766	2007	3058	2561	3682	营业成本	5406	6387	6503	7047	7566
应收票据及应收账款	37	75	42	86	52	营业税金及附加	44	47	53	57	61
其他应收款	70	87	77	102	91	营业费用	1836	2025	2129	2331	2526
预付账款	346	355	375	420	438	管理费用	158	147	297	327	356
存货	1173	1291	1218	1501	1418	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	565	51	51	51	51	财务费用	8	27	-6	-6	-12
非流动资产	2149	2254	2352	2536	2716	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	646	769	991	1214	1437	其他收益	13	26	0	0	0
固定资产	1110	1187	1159	1196	1217	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	288	248	179	109	41	投资净收益	184	132	112	113	116
其他非流动资产	105	51	23	17	21	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	5108	6121	7171	7257	8448	营业利润	568	577	552	621	704
流动负债	2029	2656	3323	2933	3588	营业外收入	2	4	4	4	4
短期借款	1	502	502	502	502	营业外支出	2	6	4	4	4
应付票据及应付账款	1251	1227	1296	1438	1498	利润总额	567	575	553	621	704
其他流动负债	777	926	1525	992	1588	所得税	51	70	55	62	70
非流动负债	20	20	20	20	20	净利润	516	505	498	559	633
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	-1	0
其他非流动负债	20	20	20	20	20	归属母公司净利润	516	505	498	559	634
负债合计	2049	2676	3343	2953	3608	EBITDA	705	701	649	688	764
少数股东权益	1	1	1	0	0	EPS (元/股)	0.38	0.37	0.37	0.41	0.47
股本	1360	1360	1360	1360	1360						
资本公积	44	44	44	44	44						
留存收益	1653	2040	2431	2866	3358						
归属母公司股东权益	3057	3444	3827	4303	4840						
负债和股东权益	5108	6121	7171	7257	8448						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	276	495	1287	-228	1393
净利润	516	505	498	559	633
折旧摊销	161	156	142	121	123
财务费用	8	27	-6	-6	-12
投资损失	-184	-132	-112	-113	-116
营运资金变动	-216	-42	765	-789	765
其他经营现金流	-10	-19	0	0	0
投资活动现金流	-359	386	-129	-191	-187
资本支出	173	136	-125	-39	-42
长期投资	-200	500	-223	-223	-223
其他投资现金流	-386	1022	-476	-453	-452
筹资活动现金流	-273	374	-108	-77	-85
短期借款	-200	501	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	-73	-127	-108	-77	-85
现金净增加额	-356	1255	1050	-497	1121

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	8.3	15.7	4.0	9.0	8.0
营业利润 (%)	51.8	1.6	-4.2	12.4	13.3
归属母公司净利润 (%)	60.0	-2.2	-1.4	12.3	13.3
获利能力					
毛利率 (%)	30.9	29.4	30.9	31.3	31.7
净利率 (%)	6.6	5.6	5.3	5.4	5.7
ROE (%)	16.9	14.7	13.0	13.0	13.1
ROIC (%)	16.1	12.1	10.5	10.6	10.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.1	43.7	46.6	40.7	42.7
净负债比率 (%)	-24.3	-43.1	-66.2	-47.4	-65.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.8	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	230.7	160.3	160.3	160.3	160.3
应付账款周转率	4.4	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.37	0.37	0.41	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.20	0.36	0.95	-0.17	1.02
每股净资产 (最新摊薄)	2.25	2.53	2.81	3.16	3.56
估值比率					
P/E	15.7	16.1	16.3	14.5	12.8
P/B	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.8	9.5	8.6	8.8	6.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 成都便利店龙头，并购整合基本完成，携手永辉优势互补.....	6
2. 便利店在中国：需求端存在基础，供给端规模化盈利企业稀缺.....	8
2.1. 便利店在日本：销售额比肩大卖场，规模发展后净利率较高.....	8
2.2. 便利店在中国：需求端存在基础，供给端规模化盈利企业稀缺.....	11
3. 公司规模、效率突出，占据核心开疆辟土，供应链及网点价值或被低估.....	13
3.1. 国内稀缺规模化盈利便利店龙头，效率突出，品牌认知度与客户黏性强.....	13
3.2. 供应链及网点价值或被低估.....	15
3.3. 成都市内空间仍在，周边省市亦存在渗透可能.....	17
4. 逆势展店，同店大幅优于同行，毛利率稳健，费用率后续增长或可控.....	19
4.1. 并购整合基本完成，稳步扩张，2020年逆势展店.....	19
4.2. 单店营收、效率仍有提升空间，引入永辉战投、收购9010，协同引流.....	20
4.3. 直采+进口商品比例增加+大数据优化+联合采购，毛利率稳健且仍存在空间.....	22
4.4. 费用率从历史高位下降，趋于平稳，后续增长或可控.....	23
5. 盈利预测及投资建议.....	24
5.1. 盈利预测.....	24
5.2. 估值及投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

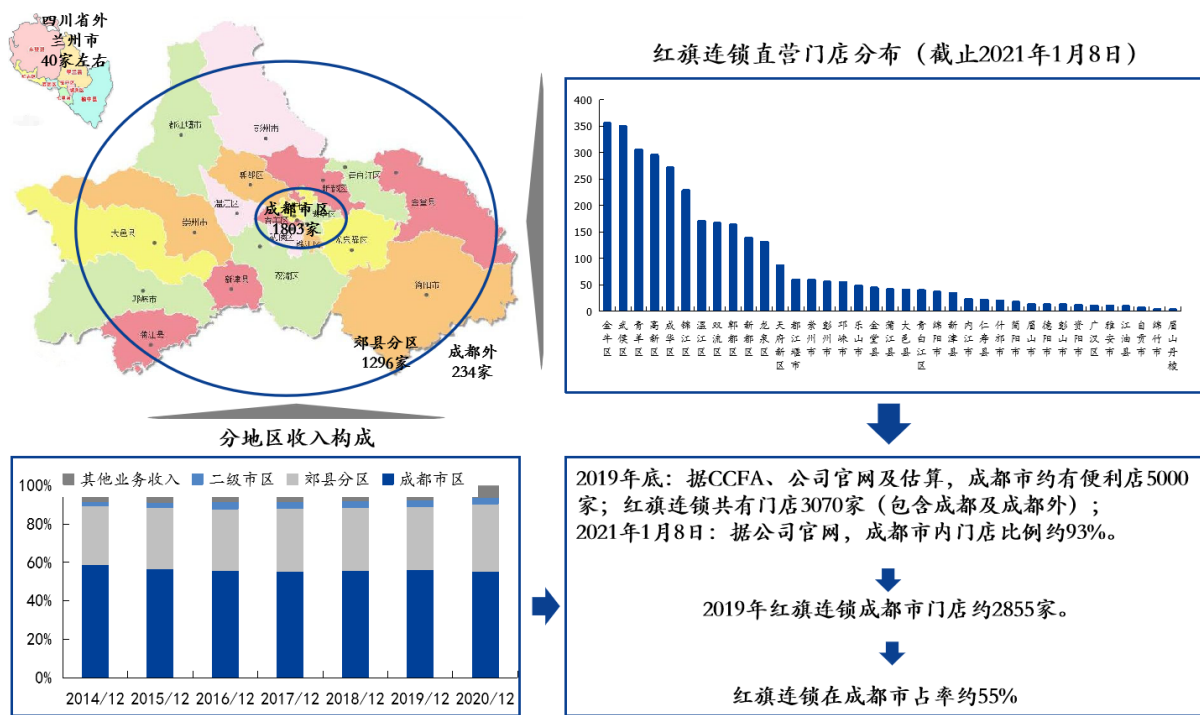
图表 1: 截止 2020 年底，公司已拥有门店 3336 家，据估算成都便利店市场市占率约为 55%.....	6
图表 2: 分品类看，2020 年食品、烟酒、日用百货、其他业务营收占比为 51%、28%、15%、6%，毛利占比为 44%、20%、14%、22%.....	7
图表 3: 2015-2016 年收购、展店使营收增速较高.....	7
图表 4: 整合过后，毛利率大幅上行.....	7
图表 5: 期间费用率趋于稳定，从历史高位下降.....	8
图表 6: 2020 年，主业归母净利润增速约为 5-10%.....	8
图表 7: 公司控股股东、实际控制人、董事长为曹世如女士，携手永辉欲强强联合（持股比例约 21%）.....	8
图表 8: 便利店在日本：销售额比肩大卖场，增速领先超市、百货，呈高集中度.....	9
图表 9: 日本便利店凭借精细化商品及用户运营，单店日销、自营毛利率高于国内便利店，单店盈利能力良好.....	10
图表 10: 日本便利店的精细化商品及用户运营：以 7-11 为例.....	10
图表 11: 7-11 严格的加盟流程.....	11
图表 12: 高加盟占比使得日本便利店规模发展后净利较高.....	11
图表 13: 中国便利店需求端存在基础，但日资便利店增长及盈利情况不容乐观.....	12
图表 14: 国产便利店品牌逐步发展，但运营能力及供应链效率有待加强，规模化盈利企业稀缺.....	13
图表 15: 成都便利店发展远超省内其他城市.....	14
图表 16: 成都为公司当前门店核心区域.....	14
图表 17: 公司成都市内规模领先.....	14
图表 18: 公司、舞东风、全家、7-11 成都市内门店分布对比.....	14
图表 19: 公司区域品牌认知度及客户黏性强.....	14
图表 20: 四家门店草根调研结果.....	15
图表 21: 公司后台毛利率或高于永辉超市.....	16

图表 22: 存货周转天数明显高于同行业	17
图表 23: 2020 年一季度疫情期间表现突出.....	17
图表 24: 成都市内空间仍在, 天府新区及简阳或为下一重点战场.....	17
图表 25: 公司现有三个配送中心位置.....	18
图表 26: 国家政策利好便利店布局.....	18
图表 27: 2015 年, 公司先后收购成都红艳超市、四川互惠超市, 乐山四海超市	19
图表 28: 并购短期拖累效率、业绩, 经两年调整, 目前整合见效、展店稳健	19
图表 29: 公司单店营收、效率仍有提升空间.....	20
图表 30: 单店营收、效率或边际向好.....	20
图表 31: 协同永辉, 门店端引入生鲜.....	21
图表 32: 协同永辉, 门店端引入生鲜.....	21
图表 33: 公司与日资便利店 ROE 拆分项比较	22
图表 34: 公司毛利率大幅度提升原因分析.....	23
图表 35: 公司费用率从高位下降, 趋于平稳.....	24
图表 36: 公司费用构成中: 员工、租金、折旧摊销占绝大多数.....	24
图表 37: 盈利预测关键假设及结果	24
图表 38: 公司历史 PE.....	26
图表 39: 行业估值比较.....	26

1. 成都便利店龙头，并购整合基本完成，携手永辉优势互补

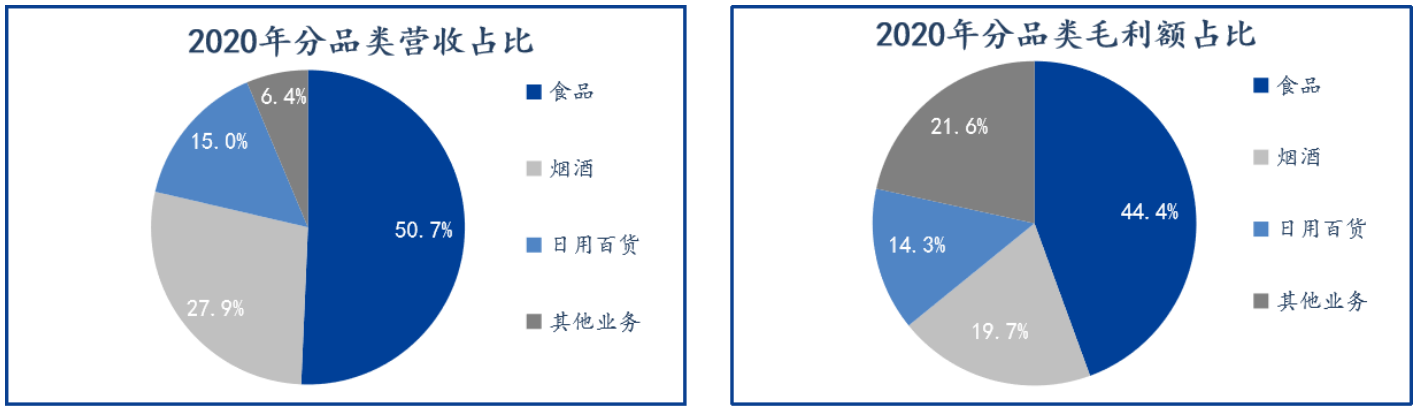
“商品+服务”双轮驱动，稳居成都便利店龙头。公司于2000年6月在成都成立，2012年9月于深交所中小板挂牌上市，主营便利店连锁经营；“商品+服务”双轮驱动，以优质商品销售及便民服务吸引客流、赢得口碑。近年来，公司以成都为中心，展店收购双管齐下，不断拓展市场规模：据中国连锁经营协会（CCFA）、公司官网及公司公告，截止2020年底，公司已拥有直营门店3336家、成都市占率约55%的区域便利店龙头，平均单店面积为182.60平米；超54%的门店分布在成都市区、约39%的门店于成都郊区分区、7%的门店于成都外，三者对应营收占比约55%、35%、3%，其余为其他业务收入（约6%，主要为供应商后台收入及便民服务收入），并于2020年6月进入兰州。分品类看，2020年，食品、烟酒、日用百货营收占比分别为51%、28%、15%，毛利率约25.8%、20.8%、28.0%，毛利额占比分别为44.4%、19.7%、14.3%；另有其他业务（主要为后台及增值业务收入）营收占比6.4%，且因毛利率为100%，因而贡献了21.6%的毛利。

图表1：截止2020年底，公司已拥有门店3336家，据估算成都便利店市场市占率约为55%



资料来源：公司官网，公司公告，中国连锁经营协会，国盛证券研究所，注：本报告中，“成都市区”遵循公司公告口径，包含武侯区、成华区、高新区、锦江区、青羊区及金牛区，其余为郊区。

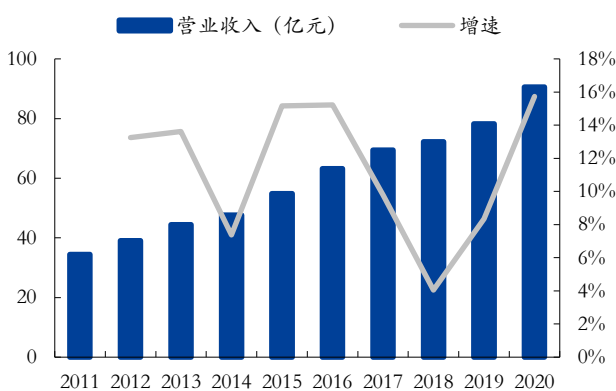
图表2: 分品类看, 2020年食品、烟酒、日用百货、其他业务营收占比为51%、28%、15%、6%, 毛利占比为44%、20%、14%、22%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

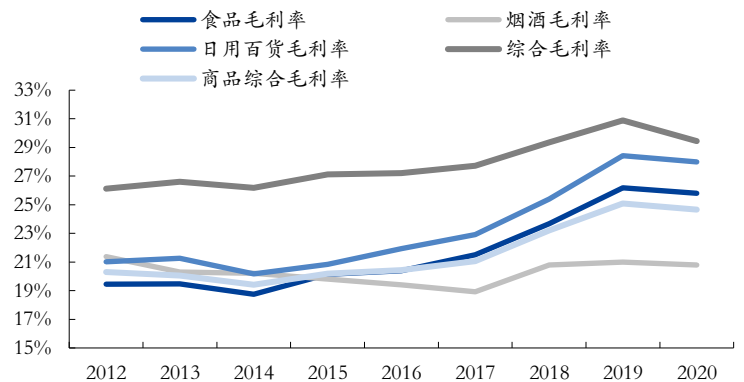
多次收购整合完成, 目前展店稳健, 同店优于同行, 营收增速迎来拐点。2015年3月、6月、10月, 公司先后收购成都红艳超市(成都便利店, 当期125家门店)、四川互惠超市(当期成都第二大便利店, 共388家门店, 2015年实际接收门店222家)、及乐山便利店龙头四海超市(当期32家门店), 加速整合巩固区域优势; 一方面, 多笔收购有利于公司外延式扩张及区域议价权提升, 最终在营收、毛利率端有所体现, 但另一方面, 由于同业收购在店面整合改造、人员调配、租金及供应商调整等方面要求, 费用端有所承压。随2016-2017年多项整合及2016年大规模展店后培育期过度完成, 目前公司财务指标边际向好: 1) 关店减少、展店稳健, 并行9010等新收购项目落地, 协同发展供应链; 2) 供应链优势突出, 毛利率大幅趋势上行; 3) 费用率从历史高位下降趋于稳定, 短期内由于人员激励费用导致费用率上升, 现已开始下降。整体来看, 2020年公司实现归母净利润5.05亿元, 同比减少2.2%; 实现扣非归母净利润4.57亿, 同比减少7.5%; 排除新网银行贡献投资收益1.06亿元后(2019年同期贡献投资收益1.70亿元), 同比增长5%-10%。

图表3: 2015-2016年收购、展店使营收增速较高



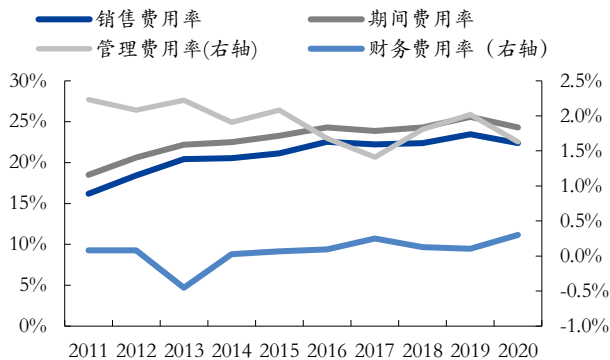
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 整合过后, 毛利率大幅上行



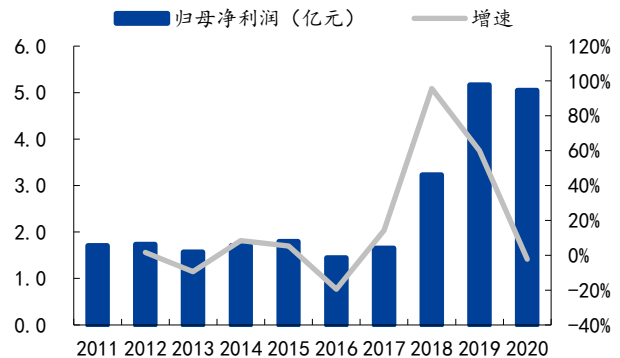
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 期间费用率趋于稳定, 从历史高位下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

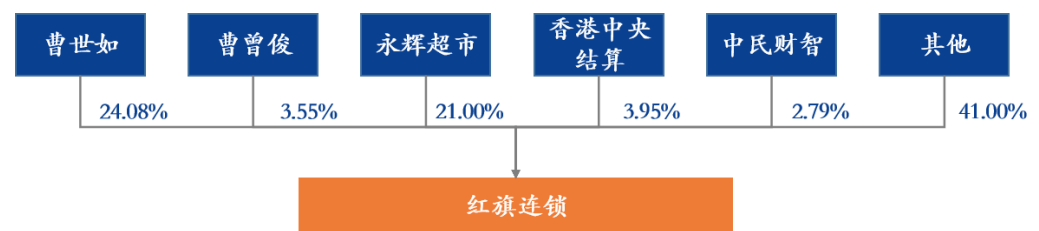
图表 6: 2020 年, 主业归母净利润增速约为 5-10%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

民营控股, 获永辉超市入股欲强强联合。公司控股股东及实际控制人为曹世如女士, 2017 年 12 月、2018 年 1 月, 曹世如女士及其子曹曾俊先后转让 12% 及 9% 公司股份给予永辉超市。转让完成后, 曹世如女士持股比例由 42.48% 下降到 24.08%, 仍为公司控股股东及实际控制人; 曹曾俊持股比例由 6.15% 下降到 3.55%; 而永辉超市持股比例达到 21%, 为公司第二大股东。作为成都便利店龙头, 携区域网点资源获永辉入股, 强强联合, 欲优势互补。

图表 7: 公司控股股东、实际控制人、董事长为曹世如女士, 携手永辉欲强强联合 (持股比例约 21%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

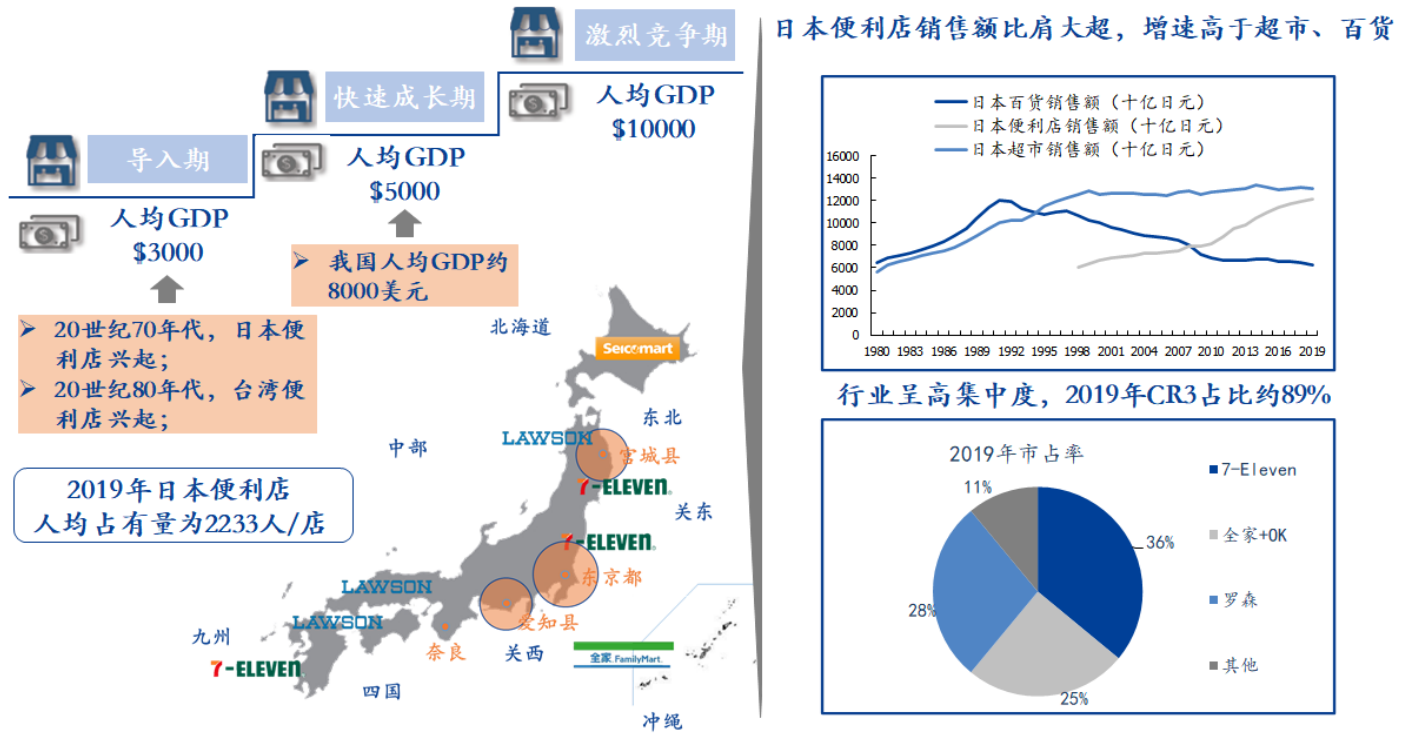
2. 便利店在中国: 需求端存在基础, 供给端规模化盈利企业稀缺

2.1. 便利店在日本: 销售额比肩大卖场, 规模发展后净利率较高

便利店在日本: 销售额比肩大卖场, 呈高集中度。便利店诞生于美国, 兴起于日本, 作为一种超市行业的细分业态, 一定程度上是经济发展的产物: 一般在人均 GDP 达到 3000 美元时开始兴起, 在人均 GDP 达到 1 万美元时趋于成熟。相比美国, 日本独特的城市建设、人口分布情况及消费习惯给了更利于便利店的发展条件; 20 世纪 70 年代初, 三大便利店巨头 Family Mart、7-11、罗森分别于日本开店, 并推动其行业走向高速成长期, 经历 40 年发展, 已经成为日本重要零售业态: 据日本经济产业省及日本国家统计局数据, 2019 年日本便利店销售额超过 12 万亿日元, 占零售总销售额比重约 8.4%, 比肩

大卖场（同期日本超市销售额约13万亿日元），约为百货两倍，人均占有量约2233人/店；2010-2019年销售额年复合增长率约3.5%，亦为三种业态最高。在行业发展较为成熟前提下，日本便利店呈高集中度格局：据《2020年中国便利店发展报告》，2019年CR3占比约89%。

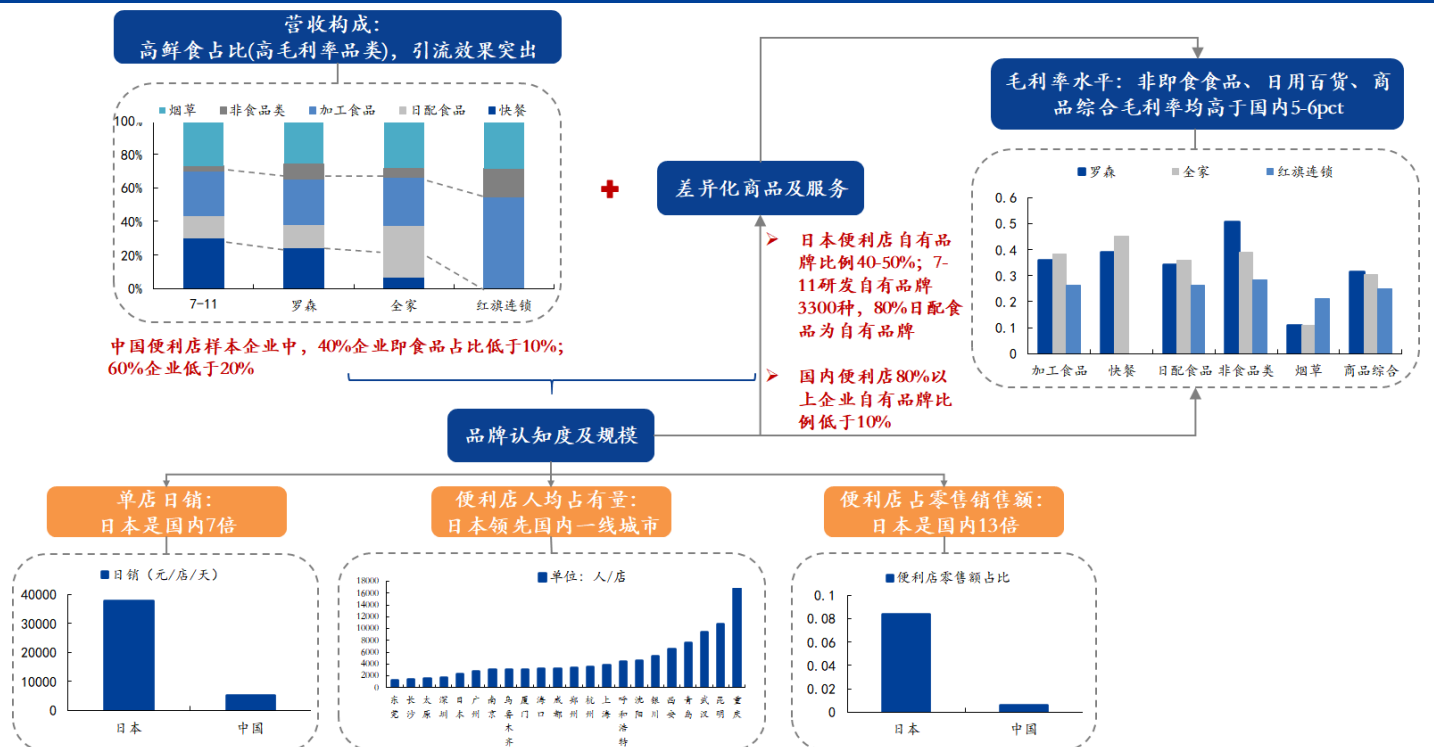
图表8：便利店在日本：销售额比肩大卖场，增速领先超市、百货，呈高集中度



资料来源：日本国家统计局，日本经济产业省，wind，Euromonitor，国盛证券研究所

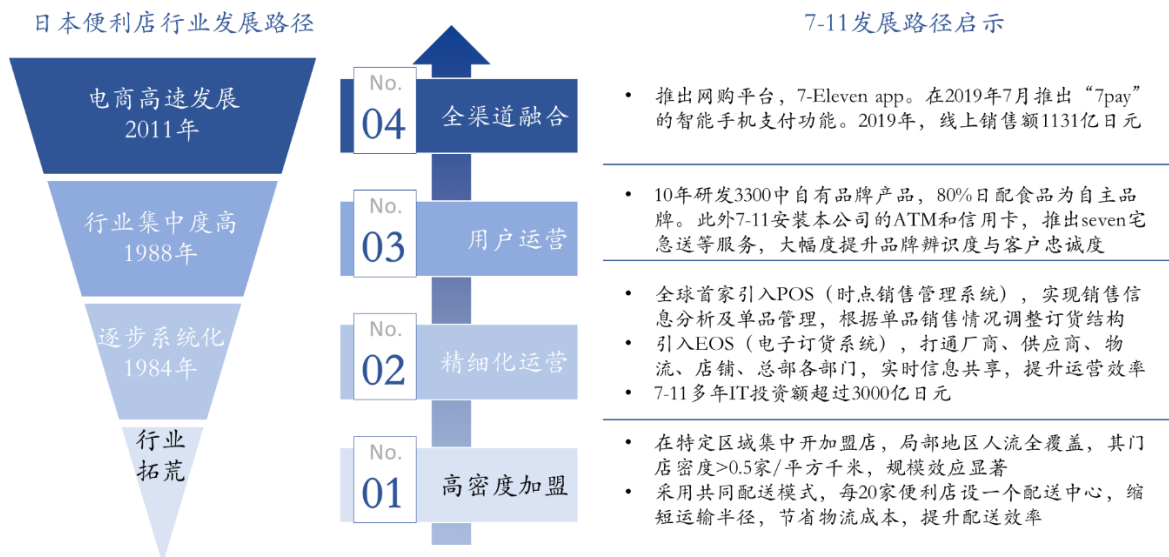
高即食及自有品牌占比，精细化商品及用户运营，单店日销、自营毛利率高于国内便利店。一般而言，便利店报表口径包含四类产品：1) 快餐，包括关东煮、盒饭、饭团等（全家部分鲜食记在日配食品）；2) 日配食品：包括面包、牛奶、甜点等；3) 加工食品：包括饮料、酒类等（罗森将烟草归入加工食品，而全家和7-11将烟草归入非食品类）；4) 非食品类：包括日用品和杂货。我们以全家、7-11、罗森为例，拆分了三家日本明星便利店的营收构成：据公司公告，日本便利店营收构成中，快餐占比约30%，远高于国内便利店同期水平（据毕马威中国，2019年中国本土便利店即食食品的占比为10%，夫妻店即食食品的占比为0%）；加工食品、日配食品占比约28%、13%（低于红旗连锁约10-15pct），烟草占比约25%（与红旗持平），非食品类占比约5-10%（低于红旗连锁10-15pct）。而结合以上对比中日便利店各项财务指标，我们认为，日本便利店之所以单店日销、自营毛利率高于国内便利店，其关键原因：一则是即食品、差异化服务的引流及毛利贡献尤其突出（毛利率高、引流效应明显）；二则是通过其引流背后的消费习惯培养，促成规模及口碑效应转换（2019年数据显示，日本便利店零售额占比8.4%，日销约3.8万元；中国便利店零售额占比0.6%，日销约5297元），进而提升上游议价权及下游定价权，提升其余品类毛利率（日本便利店非即食食品、非食品毛利率高于红旗连锁约10pct，自营商品综合毛利率高于红旗连锁约8pct，日本便利店自有品牌占比约40%，高于国内平均水平30pct）。而以7-11为代表，其数字、信息、物流系统建设既促进了精细化商品及用户运营，在营收端锦上添花，也为盈利能力保障提供了有利条件。

图表9: 日本便利店凭借精细化商品及用户运营, 单店日销、自营毛利率高于国内便利店, 单店盈利能力良好



资料来源: 毕马威中国, 日本国家统计局, 国家统计局, 《便利店行业报告》, 中国连锁经营协会, 公司公告, Wind, 国盛证券研究所, 注: 全家部分快餐品类统计于“日配食品”, 故而日配食品比例偏高、快餐比例偏小; 红旗连锁食品口径未进一步划分为日配食品及加工食品, 二者毛利率假设与食品相同, 不影响结论; 日本便利店营收构成及毛利率拆分中, 部分为报表未披露值, 涉及估算, 但不影响结论

图表10: 日本便利店的精细化商品及用户运营: 以7-11为例

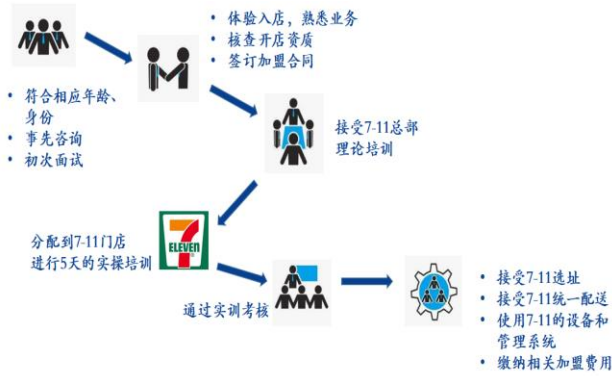


资料来源: 《便利店行业报告》, 公司公告, 国盛证券研究所

加盟店占比超95%, 规模发展后净利率较高。一般而言, 便利店盈利模式分为2种: 1) 自营模式, 赚取进销差价, 费用由公司承担; 2) 加盟模式, 主要赚取初始加盟费及后续盈利抽成(以日本便利店为例, 一般为毛利的40%-50%)。两种模式均有利弊: 自营模式利于总部整体管控, 但扩张较慢、管理成本较高、需要承担高额费用; 加盟模式利于快速扩张及区域加密, 进而形成口碑效应及供应链优势, 但需要总部运营上面的严格把控, 否则会适得其反。日本便利店发展期间采取了高密度加盟的模式, 据公司公告, 7-11、全家、罗森目前的店面加盟店面占比均在95%以上, 且加盟管控严格: 以7-11

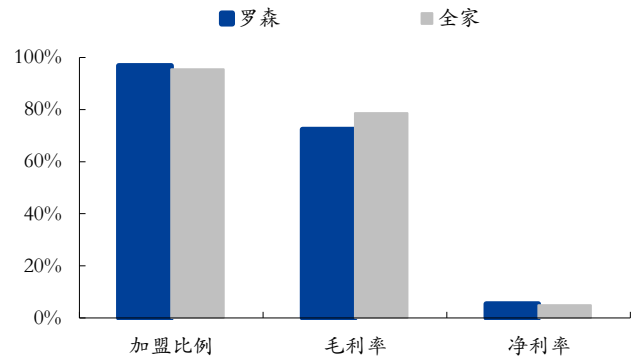
为例，符合条件的申请商需要首先接受 7-11 的统一培训，培训结束后申请者将被分配至 7-11 门店进行实操培训，只有通过实地考察后的申请商才能成为加盟者，并接受 7-11 规定的选址、统一配送及统一领导，并使用 7-11 的设备和管理系统，最后按照严格的合同规定缴纳阶梯式抽成的特许经营费用。良好的经营情况以及有效的加盟管理使得日本便利店规模化有序发展，并在较高运营成本条件下维持较高净利率：据公司公告估算，罗森、全家便利店分部净利率在 5% 左右。

图表 11: 7-11 严格的加盟流程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 高加盟占比使得日本便利店规模发展后净利较高



资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：7-11 便利店在报表端并不占绝大多数，故未取数据

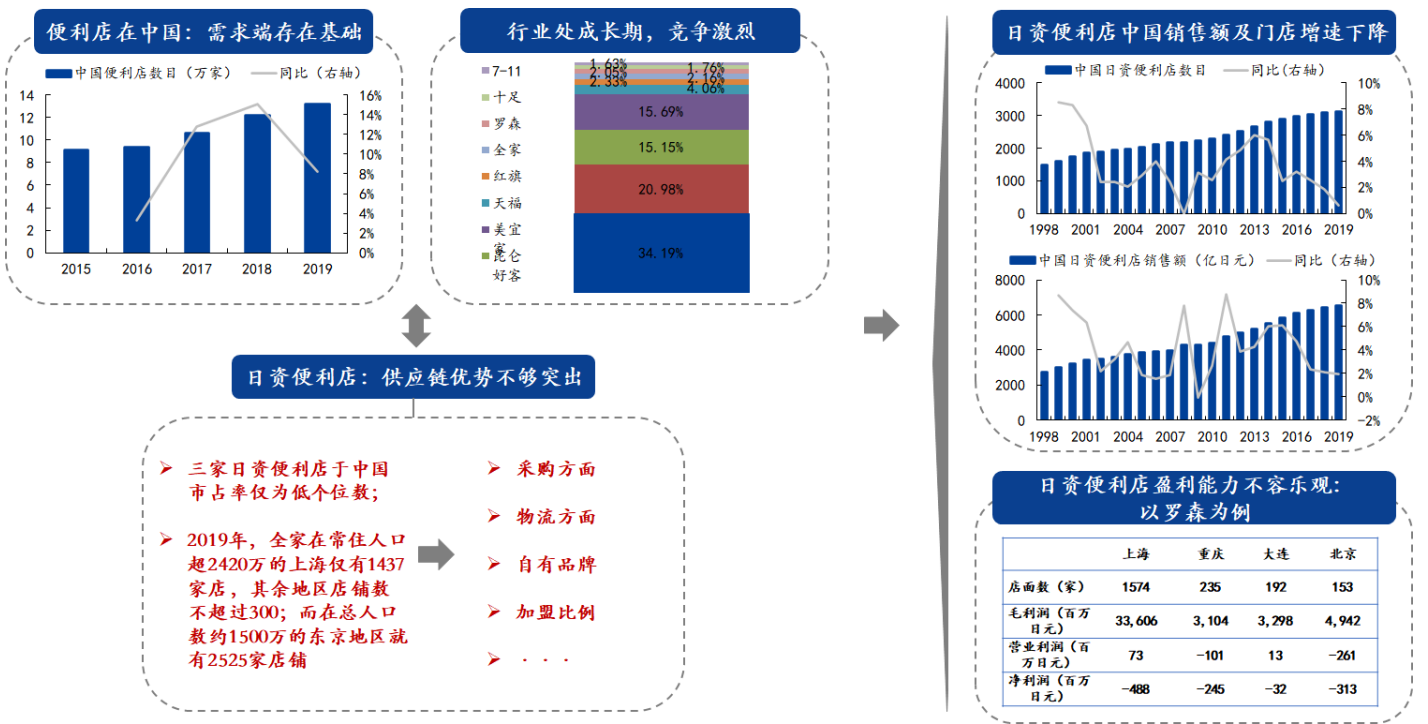
2.2. 便利店在中国：需求端存在基础，供给端规模化盈利企业稀缺

日资便利店在中国：需求端存在基础，但发展受限。据国家统计局、公司公告、BCG 及公司官网，21 世纪初期，中国人均 GDP 开始超过 3000 美元水平，一定程度上具备便利店发展条件；2005 年起，外资便利店开始大规模进入中国；至 2019 年底，中国人均 GDP 约 10276 美元，2019 年中国便利店（含石油系）数目共 13.2 万家，同比增长 8.2%，截止 2019 年 7-11、全家、罗森在中国各拥有店铺约 2892 家、2801 家、2646 家，一定程度上为国内便利店发展需求端存在基础印证。但由于以下几点原因，日资便利店在中国盈利情况不容乐观：

1) 行业仍在成长期，且竞争更加激烈，供应链优势不够突出。一般来说，便利店发展盈利曲线为 U 型：经营一两家门店时，因管理压力相对较小，资源比较集中，基本可以盈利；当门店数量扩张至十家规模以上时，后台投入加大进入整体亏损的阶段；只有门店数量达到一定规模，才有希望整体盈利。中国便利店行业成长期的特质以及多品牌的竞争使得日本便利店于国内并未形成绝对优势：据公司公告，2019 年，全家在常住人口超 2420 万的上海仅有 1437 家店，其余地区店铺数均不超过 300；而在总人口数约 1500 万的东京地区就有 2426 家店铺。由于门店分散，日资便利店原有供应链优势无法完全突出：如采购方面，7-11 中国采购根据地区不同，曾分别由日本总部（北京、天津、成都）、台湾统一集团（上海和台湾地区）、香港牛奶公司（广州）等多个分部代理，议价权并不突出；物流方面，罗森除了在上海等个别地区建立配送中心以外，其余地区都与第三方物流合作，影响效率提升。此外，国内电商的蓬勃发展对于便利店高毛利业务兑现及服务引流效应形成也有反向作用。

2) 城市建设结构、消费及饮食习惯不同。如北京便利店普遍只能做一条街生意，本身并不是其发展绝对沃土；如 7-11 咖啡产品 citycafe 在台湾非常畅销，但在上海即使促销也没有吸引到足够多的回头客，这一定程度上也与规模及口碑相关。以上因素受规模影响而起，同时也对规模扩张造成影响：据 Wind，2019 年中国日资便利店共计 3125 家，同比增长 0.6%；销售量 6527 亿日元，同比增长 2.0%，均远低于前期增速均值；日资便利店在中国盈利水平较低，以罗森为例，据公司公告，其于国内上海、重庆、大连、北京均为亏损状态（详见图 13）。

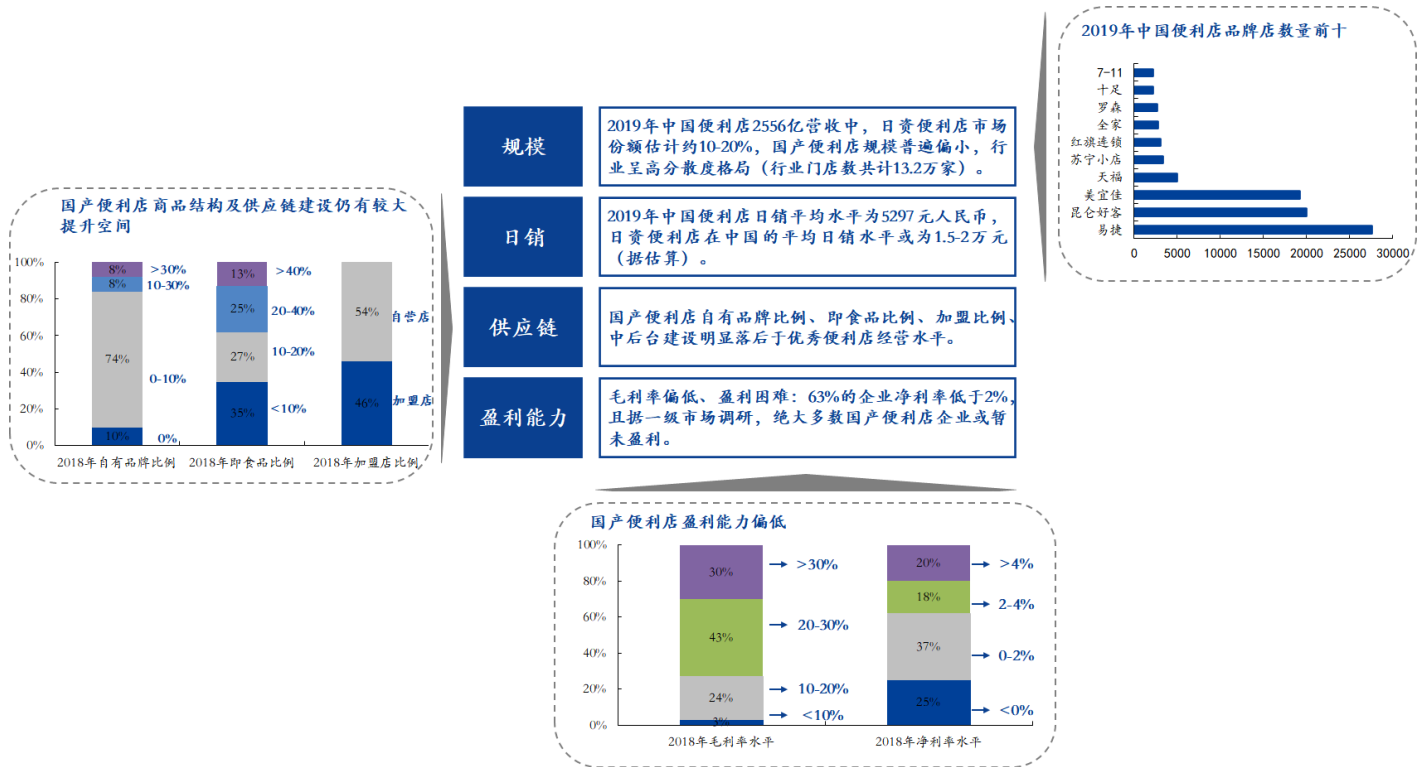
图表 13：中国便利店需求端存在基础，但日资便利店增长及盈利情况不容乐观



资料来源：中国连锁经营协会，毕马威中国，公司公告，国盛证券研究所

国产便利店品牌逐步发展，但运营能力及供应链效率有待增强，规模化盈利企业稀缺。对于国产便利店而言：一方面，某种程度上而言，日资便利店的上述问题同样存在（如饮食习惯及上游代理限制跨区域扩张）；另一方面，相比日资便利店而言，其运营能力及供应链效率更有待增强。由于据 Wind 数据及咨询报告数据估算，日资便利店在中国便利店行业市占率合计约 10-20%左右，故而，BCG、中国连锁经营协会等披露的中国便利店整体数据基本可以映射国产便利店的经营情况：1) 国产便利店日销偏低：2019 年中国便利店平均日销水平为 5297 元，日资便利店在中国平均日销水平约为 1.5 万-2 万（据估算）；2) 国产便利店盈利能力偏低：2018 年，35%中国便利店即食品占比低于 10%、63%中国便利店即食品占比低于 20%，而日本便利店即食品占比约 30%；84%中国便利店自有品牌比例低于 10%，而日本便利店自有品牌占比约 40-50%；中国便利店加盟比例约 48%，日本便利店加盟比例则在 95%左右；再如，相比台湾便利店自建物流与全产业链系统的模式、7-11 在日本基于数字化网络及信息系统建立配送及供应链体系的模式，国内便利店中后台建设明显偏弱；以上导致国产便利店规模不足、毛利率偏低（普遍毛利率在 30%以下）、盈利困难（63%的企业净利率低于 2%，且绝大多数国产便利店企业或暂未盈利）。

图表 14: 国产便利店品牌逐步发展, 但运营能力及供应链效率有待加强, 规模化盈利企业稀缺



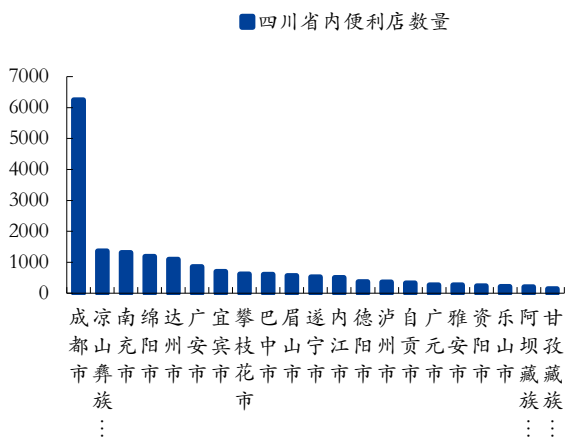
资料来源: 中国连锁经营协会, 毕马威中国, 公司公告, 国盛证券研究所

3. 公司规模、效率突出, 占据核心开疆辟土, 供应链及网点价值或被低估

3.1. 国内稀缺规模化盈利便利店龙头, 效率突出, 品牌认知度与客户黏性强

占据成都核心, 规模、效率突出, 品牌认知度及客户黏性强。成都市作为四川省人均 GDP 第一城市, 便利店发展远超省内其他城市: 据企查查, 截止 2021 年 1 月 15 日, 成都市便利店门店数 6245 家 (与前文数目略有不同, 应为统计口径所致, 不影响结论), 远高于四川省内排名第二、第三的凉山彝族自治州 (1361 家)、南充市 (1311)。公司占据成都核心区域, 已形成在成都形成规模化优势: 1) 据公司公告和公司官网, 截止 2020 年 12 月底, 公司成都市内、成都郊区、成都外门店数占比分别为 54%、39%、7%, 营收占比分别为 55%、35%、3% (其余为后台及增值业务收入); 2) 据企查查数据, 公司成都门店数接近行业第二舞东风 3 倍, 亦远高于日资便利店门店数 (全家、7-11 门店数约 106 家、73 家)。良好的规模一方面保证了公司对于上游的议价权, 做到成本较低; 加之物流及数据系统支持, 在选品、门店运营端都可以保持较好效率, 如相比永辉 mini 店可凭借物流配送降低门店运营成本, SKU 已从 2 万种精简到 1 万种; 并凭借适销对路的 SKU、具有性价比的商品价格以及便民的增值服务获得较好品牌认知度及客户黏性。据公司公告, 截止 2019 年中, 公司平均单天消费人数 150 万人次, 单日有 40-50 万会员消费; 总会员数 500 万人, 活跃会员约 320-330 多万 (以周活跃次), 占成都常住人口数的 20%, 几乎每户人家就有一个会员。

图表 15: 成都便利店发展远超省内其他城市



资料来源: 企查查, 国盛证券研究所

图表 16: 成都为公司当前门店核心区域

	门店数占比	营收占主营业务比重
成都市内	54%	59%
成都郊区	39%	38%
成都外	7%	3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

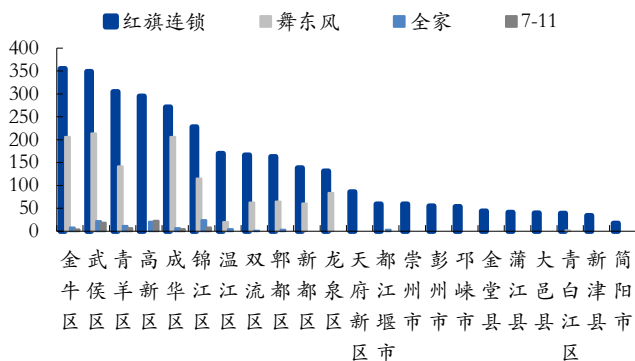
图表 17: 公司成都市内规模领先

品牌	门店数
红旗连锁	3088 (截至2021.1.8)
舞东风	1180 (截至2019年底)
WOWO	445 (截至2019年底)
全时	130 (截至2019.2.20)
全家	106 (截至2019.7.8)
7-11	73 (截至2019.7.8)
9010	50 (截止2019年4月)

	2019年营收 (亿元)	食百营收占比	食百规模 (亿元/年)
红旗连锁	78	75%	59
永辉超市	85	50%	42
沃尔玛 (2018年)	约60	65%	39

资料来源: 公司公告, 公司官网, 《2020年中国比那里点 TOP100》, 国盛证券研究所, 注: 超市采购规模对成本影响涉及统采、区采模式区别

图表 18: 公司、舞东风、全家、7-11 成都市内门店分布对比



资料来源: 公司官网, 企查查, 国盛证券研究所, 注: 7-11 省略了“其他地区”7家

图表 19: 公司区域品牌认知度及客户黏性强

单日消费	消费人数150万人次, 单日有40-50万会员消费
总会员数	500万人, 活跃会员约320-330万 (以周活跃人次计), 占成都常住人口数的20%, 几乎每户人家就有一个会员

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 供应链及网点价值或被低估

供应链及网点价值或被低估。1) 公司供应链实力优于市场竞争选择。我们草根调研了相距 3km 以内的永辉大卖场、两家红旗连锁门店、永辉 mini 店的商品价格分布情况 (三家小店距离很近)。根据调研结果,发现标品供应链相对同行具有强大的竞争优势。其中大约一半的核心标品公司门店价格与永辉大卖场几乎相同,一半的定价比永辉大卖场高 10pct-20pct,而公司整体毛利率比永辉高 5pct。从而推出公司的标品成本与永辉相近。永辉核心标品大多采用统采、具备规模优势,而便利店难以拥有如此强大的议价权,一定程度印证公司标品供应链相对同行优势;且从后台毛利率来看,公司后台毛利率也高于永辉超市;2) 存货周转率很奇怪的低,但实际应付账期较长。公司的存货周转天数 (72 天) 明显高于同行的其他公司 (日本全家与罗森为 40 天左右,家家悦与永辉超市为 50 天左右),其原因是公司库存中有大量政府救资储备,且这部分货物账期较长、不用垫资 (同类商品其实同样有这个情况,但体现在毛利率端)。3) 疫情期间,公司承担当地救灾功能,业绩高增。公司作为四川省及成都市重要生活必需品应急保供重点联系企业,积极配合政府相关部门运送应急物资,3000 多家门店在春节期间均正常营业,三大配送中心日均配送量达到 4000 吨,在疫情初期紧急调回 40 万口罩,是当地口罩的主要零售商。2020 年一季度净利润同比增长 80.7%,在同行业排名靠前,更体现了公司的供应链的优越性。4) 进入兰州开店。

图表 20: 四家门店草根调研结果

品类	品牌	具体产品及规格	红旗连锁 1	红旗连锁 2	永辉大卖场	永辉 mini 店	红旗连锁相对永辉大卖场价格情况	备注
食品								
方便面	康师傅	康师傅红烧牛肉桶面 103g	4.2	4.2	4	5	5%	
油	福临门	福临门玉米油 5L	82.9	82.9	84.8	84.8	-2%	
米	花中花	花中花香米 5kg	59.9	59.9	59.8	59.8	0%	
面	陈克朋	陈克朋强力玉带挂面 1000g	14.5	14.5	14.1	-	3%	
面	雪健	雪健多用途芯粉 2.5kg	-	-	25.8	25.8	-	
调味品	三不加	三不加老抽酱油 500ml	23.8	23.8	23.8	23.8	0%	
膨化食品	乐事	乐事无限青柠味 104g	6.9	6.9	8.5	8.5	-19%	
饼干	奥利奥	奥利奥巧克力味夹心饼干 116g	5.9	5.9	6.5	6	-9%	
蛋糕								
饮料								
矿泉水	怡宝	怡宝纯净水 555ml	2	2	1.6	2	25%	
可乐	百事	百事可乐 500ml	2.8	2.8	3	3.5	-7%	
牛奶	蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml	2.4	2.5	2.8	2.8	-11%	
牛奶	伊利	伊利纯牛奶 250ml	2.6	2.6	2.4	3.3	8%	
酸奶	活润	活润风味发酵乳	5.95	5.95	5.5	5.6	8%	红旗连锁促销 2 瓶 11.9, 原价 1 瓶 7.5;
果汁	农夫果园	农夫果园 30% 混合果汁 500ml	4	4	4.1	4.5	-2%	
烟酒								
香烟	中华	中华 (软)	82	82	78	-	5%	
香烟	中华	中华 (硬)	55	55	50	-	10%	

白酒	红星	53度红星二锅头白酒(棉柔) 500ml	36	36	-	36	-	永辉大卖场是 15.8元 1瓶 250ml 的
啤酒	雪花	雪花纯生听装 500ml	6.6	6.5	8.5	8.5	-24%	红旗连锁 2 暑期特惠
日用百货								
牙膏	黑人	黑人超白竹炭深洁牙膏 140g	13.9	13.9	12.9	13.5	8%	
洗发水	海飞丝	海飞丝清爽去油型去屑洗发露 400ml	49.9	49.9	48.9	48.9	2%	
牙刷	黑人	黑人炭丝纤洁牙刷 2 支特惠装	14.9	-	18.5	18.5	-19%	
香皂	舒肤佳	舒肤佳纯白清香型香皂 125g	6	6	6	6	0%	
抽纸	心相印	心相印茶语丝享系列	27.5	27.5	18.9	27.9	46%	
洗衣液	蓝月亮	蓝月亮薰衣草手洗专用洗衣液 1kg	24.8	24.8	24.8	24.8	0%	

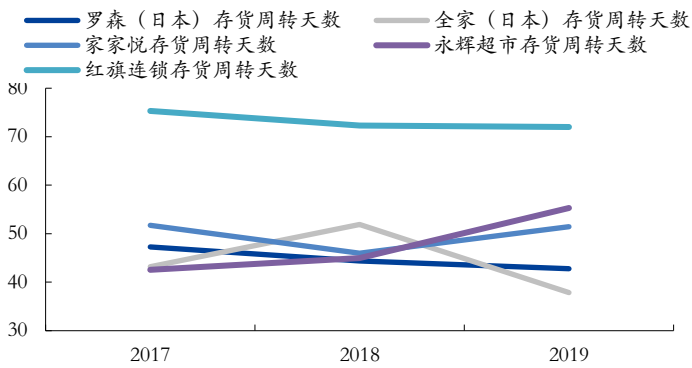
资料来源：草根调研，国盛证券研究所，注：图中价格无特殊说明单位为元；部分品类四家门店无 SKU 完全相同的商品，用“-”代替

图表 21：公司后台毛利率或高于永辉超市

2018 年				2019 年			
永辉超市		红旗连锁		永辉超市		红旗连锁	
其他业务	497,547	其他业务	57,879	其他业务	630,664	其他业务	60,576
租金收入	125,342	假设后台收入比重	90%	租金收入	157,615	假设后台收入比重	90%
后台收入	372,205	后台收入	52,091	后台收入	473,049	后台收入	54,518
商品销售收入	6,554,119	商品销售收入	664,122	商品销售收入	7,857,032	商品销售收入	721,702
后台毛利率	5.7%	后台毛利率	7.8%	后台毛利率	6.0%	后台毛利率	7.6%

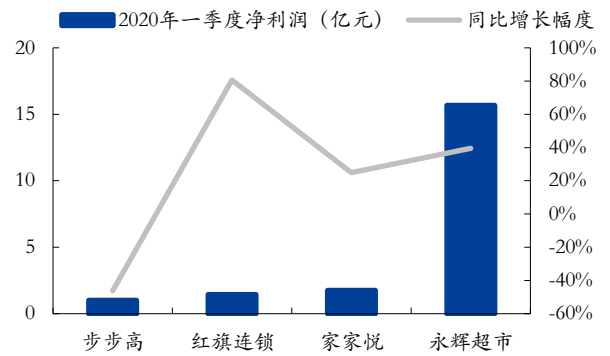
资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：图中收入单位均为万元

图表 22: 存货周转天数明显高于同行业



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 2020 年一季度疫情期间表现突出

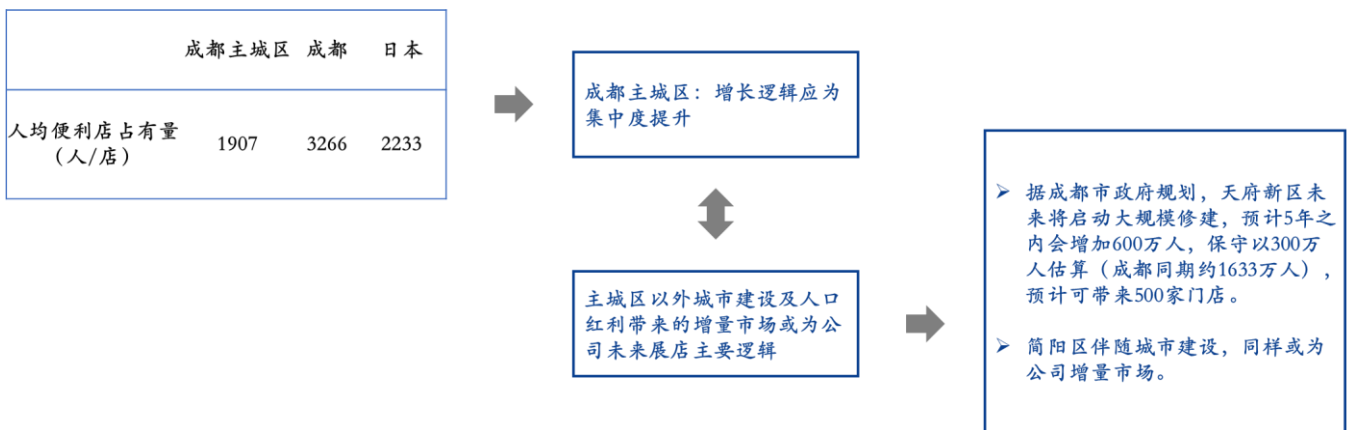


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 成都市内空间仍在, 周边省市亦存在渗透可能

成都市内空间仍在, 天府新区及简阳或为下一重点战场。虽然截止 2019 年, 成都人均便利店占有量达 3266 人/店, 位列全国第 10, 距离日本同期 2233 人/店还有 1.4 倍空间; 但是若以红旗连锁、舞东风等便利店总额对应人口数估计, 成都主城区便利店密度或已渐饱和; 故而, 公司成都主城区开店逻辑为集中度提升, 包括对夫妻老婆店及竞争对手的替换效应。相比之下, 我们判断, 主城区以外城市建设及人口红利带来的增量市场或许为公司未来展店主要逻辑: 1) 据成都市政府规划, 天府新区未来将启动大规模修建, 预计 5 年之内会增加 600 万人, 保守以 300 万人估算 (成都同期约 1633 万人), 预计可带来 500 家门店; 2) 同时, 简阳区伴随城市建设, 同样或为公司增量市场。

图表 24: 成都市内空间仍在, 天府新区及简阳或为下一重点战场



资料来源: 公司公告, wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

四川省内成都市外空间广阔, 周边城市亦存在渗透可能。截止 2021 年 1 月 8 日, 公司在成都周边地区已有 234 家, 分布在乐山 (48)、绵阳 (36)、内江 (22)、仁寿 (21)、什邡 (19)、眉山 (13)、德阳 (12)、彭山 (12)、资阳 (11)、广汉 (10)、雅安 (10)、江油 (9)、自贡 (7)、绵竹 (3)、眉山丹棱 (1), 门店数占比 7%, 但长期看仍具有渗透可能: 据四川省统计局, 2019 年四川省人均 GDP 已达 5.58 万元/人, 成都周边城市人均 GDP 也都超过 3000 美元, 均已进入便利店发展的第二阶段; 目前外资便利店在四

川省的分布主要集中在成都市内，据企查查数据，成都外城市便利店几乎无龙头品牌。据公司公告，公司现有三个配送中心，配送能力可支撑 5000 家门店，距离绵阳、德阳、雅安等距离成都较近城市车程在 1-2 小时内，而且由于建设在城市周边，配送时长几乎和去市中心等同；公司以成都为中心，稳健开疆辟土，若长期按成都主城区便利店密度估算，2019 年四川人口 8375 万人，对应便利店市场规模约为 4.39 万家。

图表 25: 公司现有三个配送中心位置



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四川省外跨区域布局，以管理输出的方式进入兰州市，目前展店稳步，截止 2021 年 1 月已经开设 40 家门店。2020 年 8 月，商务部办公厅印发《关于开展便利店品牌化连锁化三年行动的通知》，拟在全国范围内开展便利店品牌化连锁化三年行动，鼓励便利店提升连锁化水平，完善便利店网络，支持品牌连锁便利店龙头企业开展跨区域布局经营。2020 年 7 月 23 日，公司与兰州国资利民资产管理集团有限公司共同成立甘肃省红旗连锁便利有限公司，红旗连锁以信息管理系统使用权、管理团队和模式、供应链平台输出作价出资 3000 万元，占总注册资本的 20%。计划在兰州开设门店 300 家，首店于 9 月 9 日正式开业，截止 2021 年 1 月已经开设了 40 余家门店。

图表 26: 国家政策利好便利店布局

日期	政策	政策内容
2019 年 8 月	《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》	将智能化、品牌化连锁便利店纳入城市公共服务基础设施体系建设
2019 年 12 月	《关于推动品牌连锁便利店加快发展的指导意见》	要健全城市公共服务基础设施，织密便民消费网格，优化便利店营商环境，推动便利店品牌化、连锁化、智能化发展，更好地发挥便利店服务民生和促进消费的重要作用。
2020 年 8 月	《关于开展便利店品牌化连锁化三年行动的通知》	进一步提升便利店品牌化连锁化水平，织密便利店网络，提高便民服务质量，激发消费潜力

资料来源: 商务部, 国务院, 国盛证券研究所

4. 逆势展店，同店大幅优于同行，毛利率稳健，费用率后续增长或可控

4.1. 并购整合基本完成，稳步扩张，2020年逆势展店

并购整合基本完成，整体稳步扩张。2015年3月、6月、10月，公司先后收购成都红艳超市（成都便利店，当期125家门店）、四川互惠超市（当期成都第二大便利店，共388家门店，2015年实际接收门店222家）、及乐山便利店龙头四海超市（当期32家门店），力求区域协同：1）整体而言，四海及红艳的收购整合较为顺利。四海为区域龙头，且当期公司乐山门店不多；红艳主要展店区域在成都非主城区，且附近有配送中心，扩建后将配送能力提升500-600家；2）互惠整合比较困难。一则由于公司及互惠门店选址存在大量重合，因而关店、调整、升级都花费较多时间、精力及财力；二则在员工整合（3000多人）、欠款及供应商贷款补足、门店房租租金、品牌形象等方面均要有所投入。由此，2015-2016年，公司人效、坪效均有下滑，人工费用率、租金费用率较大幅度提升；经历16-17年两年整合后，收购协同开始边际向好，以上指标均有所改善；加之城市建设带来的展店新需求，公司2018年展店提速，2019年公司整体稳步扩张，2020年由于疫情影响，同行业公司展店均放慢，而公司逆势展店，至2020年底门店数达3336家。

图表 27: 2015 年，公司先后收购成都红艳超市、四川互惠超市，乐山四海超市

时间	收购标的	基本情况
2015年3月	成都红艳超市	成都便利店，当期125家门店，当期预计新增营业收入3亿元
2015年6月	四川互惠超市	当期成都第二大便利店，共388家门店，当期预计新增营业收入8.82亿元，2015年实际接收门店222家
2015年10月	乐山便利店龙头四海超市	当期32家门店

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 28: 并购短期拖累效率、业绩，经两年调整，目前整合见效、展店稳健

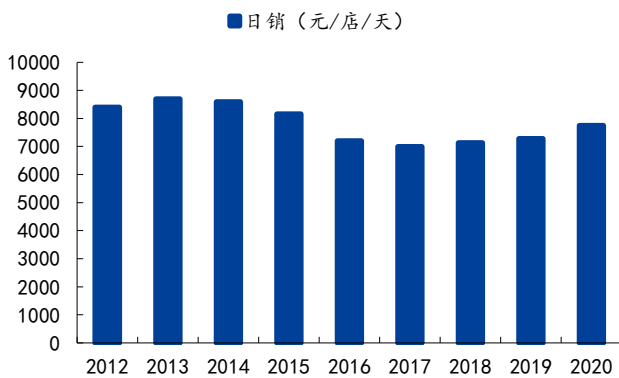
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入(万元)	390,515	443,704	476,421	548,618	632,163	693,894	722,002	782,278	905,338
总面积(平方米)	287,240	309,520	321,992	471,539	540,800	519,874	563,400	614,000	609,153.6
员工数目(人)	13,227	13,958	12,650	15,862	16,810	15,139	15,202	15,631	16,632
坪效(万元/年)	1.36	1.43	1.48	1.16	1.17	1.33	1.28	1.27	1.49
人效(万元/人/年)	29.5	31.8	37.7	35	38	45.8	47.5	50.0	54.4
员工费用率	10.8%	11.6%	10.7%	0	0	10.4%	11.0%	12.1%	12.0%
租金费用率	5.2%	5.9%	6.7%	0	0	8.0%	7.9%	8.2%	7.7%
期间费用率	20.6%	22.2%	22.5%	0	0	23.9%	24.3%	25.6%	24.3%
展店数	235	151	174	606	538	119	146	309	302
关店数	110	27	57	75	108	93	59	56	36

资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：2015年展店包含并购，部分关店数为估算

4.2. 单店营收、效率仍有提升空间，引入永辉战投、收购 9010，协同引流

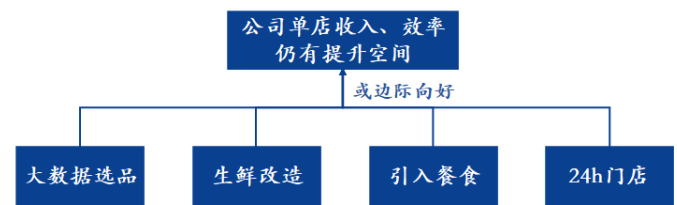
公司单店营收、效率仍有提升空间。如前所述，对比日本便利店，中国便利店日销明显偏低，并在人效、坪效上有所体现，在费用端相对刚性前提下，使得费用率相对较高，难以盈利；公司日销情况虽高于中国便利店行业平均水平及区域其他对手，但对比日资便利店，或仍有提升空间。据公司公告及咨询报告，公司 2020 年平均单店日销为 7744 元、2019 年平均单店日销为 7281 元，行业 2019 年数据为 5297 元，舞东风约为 4000 元（由于 2020 年存在疫情影响，比对结果可能不能完全反应真实情况，且部分公司 2020 年披露不完全，故采用 2019 年数据，后同），日资便利店在中国平均日销或为 1.5-2 万元。近年来，公司一方面结合大数据选品（比例约 70%），力图加速周转，提升效率；另一方面，以下三种门店改造的推进亦有望使得单店效率有所增强。

图表 29: 公司单店营收、效率仍有提升空间



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 单店营收、效率或边际向好



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

引入永辉战投，生鲜改造协同引流，费用端影响可控。2017 年 12 月、2018 年 1 月，曹世如女士先后转让 12%、9% 股份给予永辉超市，并获永辉助力开展门店生鲜改造：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）借助永辉生鲜供应链，公司可获性价比较高的生鲜产品。公司一方面积极推进已有门店改造，最终确定效果较好的改造方式，已推行 400 家，部分生鲜改造门店同店有较好增长；另一方面，公司结合生鲜引入推进展店，力求更好适应消费者需求。虽然生鲜品类相对食百毛利率较低、费用率较高，但若生鲜改造费用端控制较为良好，效果较好门店利润端可有增长。

图表 31: 协同永辉, 门店端引入生鲜



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 32: 协同永辉, 门店端引入生鲜



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

重视店内餐食的发展, 收购 9010, 发展餐食业务。2019 年 4 月 17 日, 公司公告, 拟以 2800 万收购玖零壹零便利店企业管理连锁有限公司超市相关资产 (包括商标、门店使用权及相关设施设备)。9010 便利店为成都市便利店公司, 对标 7-11 业态, 主要位于商务区办公楼附近, 快餐餐饮占比较高, 据草根调研约 50%; 具备餐饮快餐品类产业链及供应链旗下拥有成都市百威食品有限公司, 为其餐饮业务提供支持。据公司公告及企查查数据, 截止 2019 年 7 月, 9010 便利店共计 50 多家, 单年收入约 2-3 亿, 利润微赢, 在非餐饮业务上仍具提升空间。本次收购成功后, 一则有助于公司增加成都商务区布局及快餐类供应链, 扩大区域优势; 二则公司将通过管理输出及商品结构调整力图使其盈利改善, 并分摊其餐食供应链成本, 发挥协同。目前门店改造中, 约 30-40 家或将进行快餐改造; 而如前文所述, 日本便利店优秀运营的背后, 其发达的餐饮业务正是关键因素之一。同时, 公司也对其他快餐供应商的中央厨房进行实地考察和检验, 已和多家快餐供应商 (吉百兴等) 等开展合作。增加店内餐食的比重, 可以有效提高门店盈利能力。

图表 33: 公司与日资便利店 ROE 拆分项比较

	净利率	资产周转率	杠杆乘数	ROE
红旗连锁	约 5%	约 1.6 次/年	约 1.7 倍	约 18%
罗森	约 3%	约 0.5 次/年	约 5 倍	约 7%
全家	约 7%	约 0.5 次/年	约 2.4 倍	约 8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

适度增加 24h 门店, 提升门店效率。截至 2019 年底, 公司 3070 多家门店中约 100 多家为 24 小时门店, 基本位于中心城区等繁华区域或是高档社区周边, 销售增长高于平均同店水平; 夜间营业增加收入, 费用端仅员工费用略微增长, 租金无增长、水电费增长微乎其微, 经营良好。24 小时门店及无人售货服务或为其下一步发展重点之一; 若能顺利推进, 其好处除增加单店销售额、带来同店上升外, 也会使其在医院、政府中心等繁华地段进一步分摊成本提升利润。

4.3. 直采+进口商品比例增加+大数据优化+联合采购, 毛利率稳健且仍存在空间

直采+进口商品比例增加成本降低+大数据运用优化+联合采购, 毛利率稳健且仍存在空间。2019 年, 公司商品销售毛利率、综合毛利率同比大幅提升: 商品销售毛利率同比 +1.9pct 至 25.1%, 综合毛利率同比 +1.5pct 至 30.9%。主要原因为以下因素导致: 1) 增加直采、统采占比。规模基础上公司大力推进商品直采比重增加, 部分品类以统采降低成本、让利消费者后, 销售额直接提升。目前公司商品直采比例约 60%; 2) 进口商品比重增加, 成本降低。以 2018 年为例, 公司进口商品 SKU 增加约 400 种, 合计 SKU 数约 1000 种, 毛利率约 40-50%, 高于商品综合毛利率约 15-20pct, 以 5% 占比保守估算, 对毛利率提升影响约 0.5-1.0pct, 2020 年 6 月公司设立全资子公司海南省海口市红旗连锁进出口贸易公司, 将方便公司整合进出口产品供应链, 降低进出口产品的成本; 3) 大数据运用优化。公司自成立以来即建设大数据平台系统, 2017 年起大力推进打造, 2018 年起逐步发挥效能, 目前其门店端选品比重已达 70%, 且新店选品调配时期约 2-3 个月; 对于小店而言, 商品结构的良好把控是其日销、毛利率提升的重要关键。4) 联合采购。永辉入股后, 除生鲜产品外, 某些永辉更具成本优势的商品, 双方会采取联合采购, 目前比重目前仍然较小。据公司公告, 公司综合毛利率近三年逐步提升, 2018/2019/2020 年综合毛利率 29.4%/30.9%/29.4%, 总体维持在高位 (2020 年财务口径有所调整, 故表现有所下降, 实际稳健)。

图表 34: 公司毛利率大幅度提升原因分析



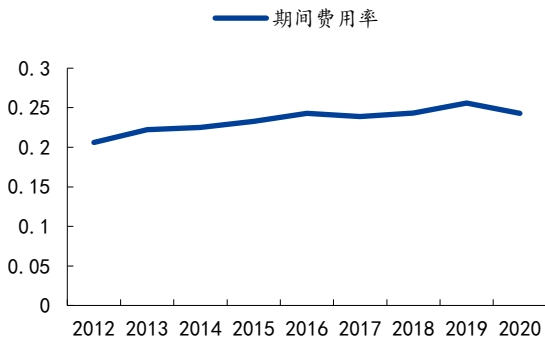
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率仍存上行空间。客观而言, 公司商品销售毛利率约 25%, 已处于行业较高水平。我们认为: 1) 公司依靠标品供应链相对同行的优势, 降低产品成本, 使得公司的采购成本与永辉超市等大卖场相近, 而一半标品的销售价格与永辉大卖场相近, 形成引流作用与口碑效应, 一半价格高于永辉大卖场, 从而获取较高的毛利率; 2) 预计公司毛利率仍存上升空间, 但考虑电商分流影响, 公司同店指标需要密切跟踪。由于统采、联采、进口商品比重、商品结构调整仍有提升空间, 我们预计公司毛利率仍存上升空间; 关于以食百为主的商 品结构是否会受到电商分流影响这一问题, 我们客观以双方面去看待 (一方面便利店仍代表即时消费, 另一方面确实可能受到影响), 而由于其最终会表现在同店等指标上, 故而其可以跟踪。

4.4. 费用率从历史高位下降, 趋于平稳, 后续增长或可控

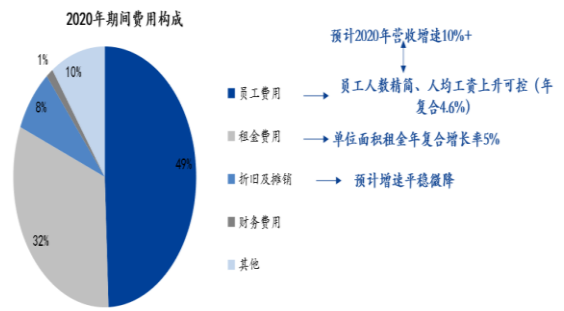
费用率从历史高位下降, 趋于平稳。2019Q4 开始, 公司期间费用率同比较大幅度上升, 处于历史高位, 其上升主要原因为员工激励增加所致: 据公司公告, 2019 年公司多次主动上调员工工资, 2019 年人均工资同比提升 16%, 员工费用率同比+1.1pct 至 12.1%, 且发放年终奖, 上述费用属一次性费用; 2020 年, 公司为鼓励员工在疫情期间的付出, 发放抗疫补贴, 并临时增加了提成比例, 人均工资同比提升 7.6%, 员工费用率为 12.0%。公司当前: 1) 员工岗位调整至人数增量可控 (如物流自动化改造后实行人员调岗), 展店同时员工数量有下降趋势; 2) 员工工资 (2012-2020 年年复合增速 9.3%)、单位面积租金上涨幅度 (约 4.6%) 相对可控, 且 2020 年人工费用同比大幅上升非持续性事件, 其余费用增速平稳微降, 预计费用率后续增长或可控。2021 年, 公司费用率细分项控制相对稳健。

图表 35: 公司费用率从高位下降, 趋于平稳



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 公司费用构成中: 员工、租金、折旧摊销占绝大多数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

根据以上分析, 我们对公司未来两年盈利预测关键假设如下:

营业收入预测: 1) 展店数: 根据公司公告及现有门店数, 假设年均展店 350 家; 2) 同店: 假设 2021 年同店受基数影响有所下滑, 2022 年同店约 4%; 3) 关店, 假设约 30 家。

毛利率预测: 假设营收构成中, 商品销售毛利率逐年递增, 其他收入总额 2021-2022 年微有增长 (2020 年涉及会计准则变动, 我们还原计算)。

费用率预测: 1) 员工费用及租金费用。假设员工平均工资 2021-2022 年增长 6%、8%; 2021-2022 年单位面积租金年复合增速约 5%, 结合展店、单店面积计算员工费用及租金费用; 2) 其余费用率基本维持。

新网银行投资收益: 假设 2020-2022 年新网银行单年贡献投资收益为 1 个亿。

图表 37: 盈利预测关键假设及结果

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 E	2022E
营业收入						
营业收入 (万元)	693,894	722,002	782,278	905,338	941,552	1,026,291
同比增速	9.77%	4.1%	8.3%	15.7%	4.0%	9.0%
门店数	2,730	2,817	3,070	3,336	3,656	3,976
新增门店数	119	146	309	302	350	350
新增门店占比	4.4%	5.3%	11.0%	9.8%	10.5%	9.6%
关店(估算)	93	59	56	36	30	30
同店			2%	10%	-3%	4%
毛利率						

商品销售收入(万元)	635,399	664,122	721,702	847,840	882,328	965,291
商品销售收入增速	9.9%	5%	9%	17%	4%	9%
商品销售毛利率	21.1%	23.2%	25.1%	24.7%	26.3%	27.0%
其他收入(万元)	58,496	57,879	60,576	57,499	59,223	61,000
同比增长	9%	-1%	9%	-5%	3%	3%
其他收入毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
综合毛利率	27.7%	29.4%	30.9%	29.4%	30.9%	31.3%
费用率						
人工费用(万元)	72,481	79,413	94,830	108,584	126,504	139,667
同比增长	2.6%	9.6%	19.4%	14.5%	16.5%	10.4%
人工费用率	10.4%	11.0%	12.1%	12.0%	13.4%	13.6%
员工人数(人)	15,139	15,202	15,631	16,632	18,280	18,687
平均单店人数(人/店)	5.6	5.5	5.3	5.2	5.0	4.7
人均工资(元/月/人)	3,990	4,353	5,055.66	5,440.51	5,767	6,228
同比增长	14.0%	9.1%	16.1%	7.6%	6.0%	8.0%
租金费用(万元)	55,613	57,076	64,007	70,161	72,494	78,447
同比增长	10.7%	2.6%	12.1%	9.6%	3.3%	8.2%
租金费用率	8.0%	7.9%	8.2%	7.7%	7.7%	7.6%
总面积(平方米)	519,874	539,653	552,600	609,154	658,080	715,680
平均单店面积(平方米)	190	191.57	180	183	180	180
单位面积租金(元/平方米/天)	2.9	2.90	3.17	3.16	3.31	3.48
同比增长	15.2%	-1.1%	9.5%	-0.6%	5.0%	5.0%
折旧及摊销费用(万元)	19,869	18,207	17,245	17,189	18,908	20,798
同比增长	23.0%	-8.4%	11.0%	9.8%	10.0%	10.0%
折旧及摊销费用率	2.9%	2.5%	2.2%	1.9%	2.0%	2.0%
水电费	7,699	7,709	7,516	7,965	9,416	10,263
水电费率	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
业务宣传费	3,723	6,965	10,669	7,291	9,416	10,263
业务宣传费率	0.5%	1.0%	1.4%	0.8%	1.0%	1.0%
运杂及劳务费等其他费用	3,173	3,302	3,313	3,453	3,129	3,129
运杂及劳务费等其他费用率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
商品损耗费	460	353	333	356	239	239
商品损耗费率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其余管理及销售费用小项	1,043	1,619	1,484	2,291	1,484	1,484
其余管理及销售费用费率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
财务费用	1,729.72	915.66	805	2,727	782	782
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%
期间费用率	23.9%	24.3%	25.6%	24.3%	25.9%	26.0%
净利润						
主业扣非归母净利润(万元)	17,425	25,243	32,357	35,207	37,797	43,925
主业扣非增速	57.5%	44.9%	28.2%	8.8%	7.4%	16.2%
主业扣非 PE				24	22	19
新网银行投资收益	-2,540	5,529	16,998	10,479	10,000	10,000
扣非归母净利润(万元)	14,885	30,772	49,354	45,686	47,797	53,925
扣非归母净利润增速		106.7%	60.4%	-7.4%	4.6%	12.8%
归母净利润(万元)	16,493	32,271	51,622	50,487	49,797	55,925
归母净利润增速		95.7%	60.0%	-2.2%	-1.4%	12.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2. 估值及投资建议

公司作为国内稀缺规模化盈利便利店龙头，一则在展店、日销、毛利率上多维度具备增长性；2020年疫情影响下，逆势展店，同店大幅优于同行，收入增速超预期，同时进入甘肃，截止2020年末已开店40家左右，亏损约110万（20%持股对应投资收益）。据公司公告，2021年公司展店计划350家，结合1-2月同店，为必选消费中增速较为稳健的公司，预计2021年/2022年主业扣非归母净利润约3.78亿元/4.39亿元，新网银行投资收益分别为1.0亿元、1.0亿元，对应2022年给予主业25倍PE，对应目标价8元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 38: 公司历史 PE



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 行业估值比较

	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	PE				PS(TTM)
			TTM	20E	21E	22E	
601933.SH 永辉超市	6.8	647	31.5	27.2	21.6	17.3	0.7
6808.HK 高鑫零售	6.4	842	17.8	21.0	18.7	15.6	0.8
603708.SH 家家悦	20.7	126	25.7	23.6	19.5	20.1	0.7
002251.SZ 步步高	8.1	70	65.6	30.4	22.9	17.7	0.3
002264.SZ 新华都	4.1	28	-7.4	-	-	-	0.6
002697.SZ 红旗连锁	6.0	81	16.0	17.4	16.3	14.5	0.9
601116.SH 三江购物	9.3	51	42.1	-	-	-	1.2
000759.SZ 中百集团	5.5	37	86.8	-	-	-	0.3
002336.SZ 人人乐	4.2	18	-8.6	-	-	-	0.3
最高值			101.5	42.2	32.3	20.1	1.2
中位值			29.0	25.5	21.8	17.3	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 以2021年3月31日为准(未覆盖标的使用wind一致预期)

6. 风险提示

- 1) 线上分流影响远超预期。疫情大幅刺激大家线上消费习惯，且涌出社区团购等新型模式，目前公司同店仍优于同行、逆势提升，但若线上分流影响远超预期，可能对预测造成影响。
- 2) 人力、租金成本大幅提升。人力及租金占据便利店成本大多数，若人力、租金成本大幅提升，可能对利润造成影响。
- 3) 行业竞争明显加剧。零售业态多样化，若行业竞争明显加剧，尽可能对公司拓展空间及速度造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com