

红旗连锁 (002697)

四季度销售、主业利润超预期，新年开店计划数增长加速成长

业绩简述：红旗连锁发布年报，2020年收入90.53亿元/+15.73%，归母净利润5.05亿元/-2.2%，基本每股收益0.37元/-2.63%；单Q4公司实现营收22.45亿元/+16.01%，归母净利润1.02亿元/-7.43%。

还原会计政策变化后四季度营收增长达24.34%，主要由单店销售规模增长和门店数量增长推动，公司面对社区团购下经营有韧性、销售表现好于市场预期。公司2020Q4营收22.45亿元/+16.01%，还原会计政策变动（新收入准则中，原先计入促销费的部分变为费用和收入的冲抵，全年影响全部计入四季度）后，公司以原口径测算收入规模24.06亿元/24.34%，在社区团购冲击下，公司单店收入进一步增长。①2020Q4，超市行业整体面临社区团购和CPI下行冲击，公司销售表现优于行业水平，我们认为，主要原因或与公司业态、成都居民消费习惯等有关。②门店数上，公司2020H2新开店173家、闭店26家，总门店数达3336，Q4开店数环比下降主要系公司统筹安排，2020全年开店302家远超预期，2021计划新开门店350家，从公司官网看目前开店数处于高位。

公司四季度毛利率波动主要因会计准则变动影响收入确认，还原会计政策变化后四季度毛利率32.85%保持稳定。我们预计随着供应链水平逐步提高到较高水平，公司毛利率将维持稳定或略有提升。

四季度期间费用率下降主要因会计准则变动影响销售费用，还原后整体费用率同比显著下降。公司2020Q4期间费用率23.05%/-6.81pct，销售费用率20.36%/-6.07pct，管理费用率1.53%/-1.41pct，财务费用率1.16%/+0.68pct，上升主要原因系会计政策变化；还原后公司2020Q4期间费用率26.20%/-3.65pct，销售费用率23.69%/-2.73%，管理费用率1.43%/-1.52pct，财务费用率1.08%/+0.60pct。公司销售费用率及管理费用率同比下降，财务费用率有所上升，主要因结构性存款利息放在了投资收益。

公司在展店、经营效率、业务模式拓展等多维度具备成长性。随着成都的发展和向省内拓展，长线看展店仍有较大空间；以便利店为主的业态在面对社区团购等冲击下，销售状况保持良好；同时受益于物流建设完成、数字化管理等多重因素影响，经营效率有望提升；兰州项目有望探索输出管理模式的省外拓展路径。

投资建议：公司2020Q4主业经营显著好于市场预期，且我们从春节当地销售状况预计，公司2021Q1有望延续强劲的销售表现。我们合理评估CPI下行影响及新业态冲击，将2021-2022年归母净利润6.63/7.50亿元调整至6.31/6.80亿元，预计2023年归母净利润7.33亿元，维持“买入”评级。

风险提示：电商、社区团购冲击超预期；毛利率不及预期；人力、租金成本大幅提升。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,822.78	9,053.38	9,572.14	10,489.38	11,449.66
增长率(%)	8.35	15.73	5.73	9.58	9.15
EBITDA(百万元)	697.74	713.77	789.72	845.11	904.62
净利润(百万元)	516.22	504.87	630.96	679.53	733.05
增长率(%)	59.97	(2.20)	24.97	7.70	7.88
EPS(元/股)	0.38	0.37	0.46	0.50	0.54
市盈率(P/E)	15.73	16.08	12.87	11.95	11.08
市净率(P/B)	2.66	2.36	2.04	1.78	1.55
市销率(P/S)	1.04	0.90	0.85	0.77	0.71
EV/EBITDA	12.83	10.42	6.33	7.03	3.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.07元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,360.00
流通A股股本(百万股)	1,078.23
A股总市值(百万元)	8,255.20
流通A股市值(百万元)	6,544.83
每股净资产(元)	2.53
资产负债率(%)	43.72
一年内最高/最低(元)	13.50/5.71

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《红旗连锁-季报点评:20Q3 主业20Q3净利润+6.9%yoy,加速新开门店拓展市场》2020-10-21
- 《红旗连锁-半年报点评:疫情后20Q2环比下降,加速新开门店拓展市场》2020-08-19
- 《红旗连锁-公司点评:管理输出兰州国资利民拓展省外,成立海南子公司发力进口产品》2020-06-11

1. 事件

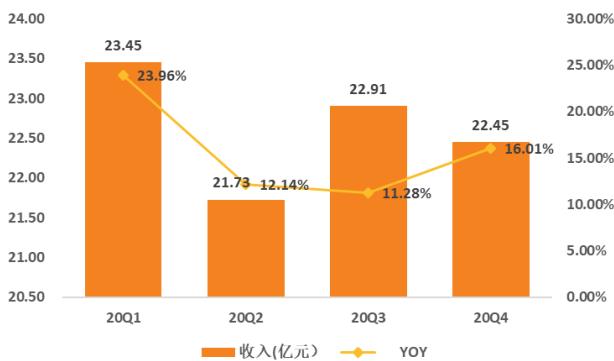
红旗连锁发布年报，2020 年收入 90.53 亿元/+15.73%，归母净利润 5.05 亿元/-2.2%，基本每股收益 0.37 元/-2.63%；单 Q4 公司实现营收 22.45 亿元/+16.01%，归母净利润 1.02 亿元/-7.43%。

2. 点评

2.1. 营业收入

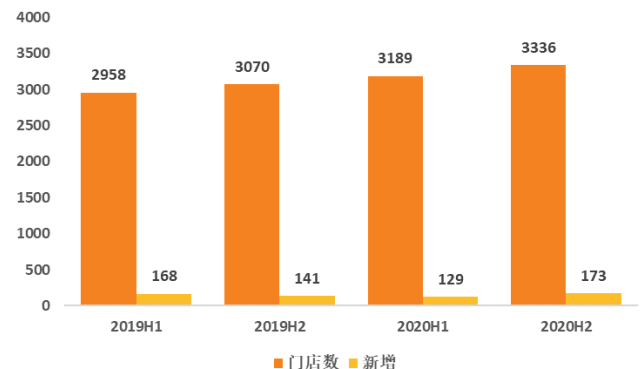
还原会计政策变化后四季度营收增长达 24.34%，主要由单店销售规模增长和门店数量增长推动，公司面对社区团购下经营有韧性、销售表现好于市场预期。公司 2020Q4 营收 22.45 亿元/+16.01%，还原会计政策变动（新收入准则中，原先计入促销费的部分变为费用和收入的冲抵，全年影响全部计入四季度）后，公司以原口径测算收入规模 24.06 亿元/24.34%，在社区团购冲击下，公司单店收入进一步增长。①2020Q4，超市行业整体面临社区团购和 CPI 下行冲击，公司销售表现优于行业水平，我们认为，主要原因或与公司业态、成都居民消费习惯等有关。②门店数上，公司 2020H2 新开店 173 家、闭店 26 家，总门店数达 3336，Q4 开店数环比下降主要系公司统筹安排，2020 全年开店 302 家远超预期，2021 计划新开门店 350 家，从公司官网看目前开店数处于高位。

图 1：2020 年公司营业收入及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019-2020E 门店数及新增门店数（家）

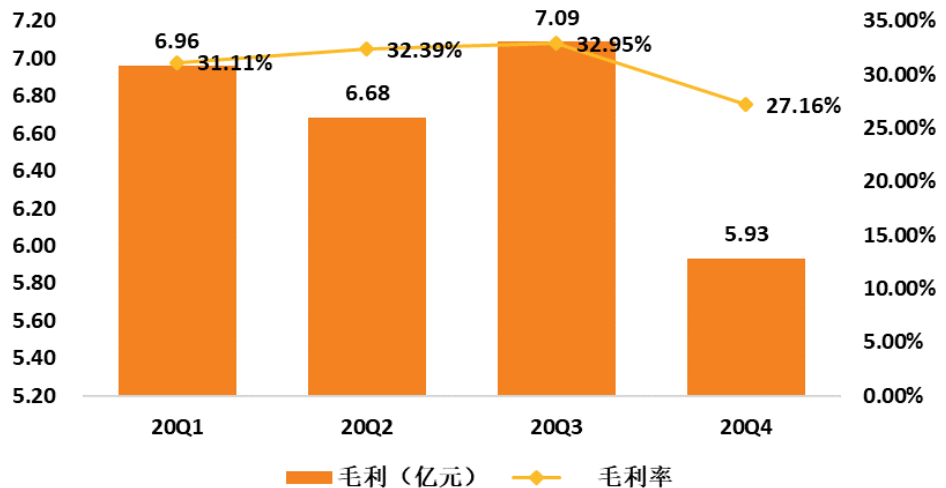


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率

公司四季度毛利率波动主要因会计准则变动影响收入确认，还原会计政策变化后四季度毛利率 32.85%保持稳定。我们预计随着供应链水平逐步提高到较高水平，公司毛利率将维持稳定或略有提升。

图 3：2020 年公司毛利额及毛利率（%）

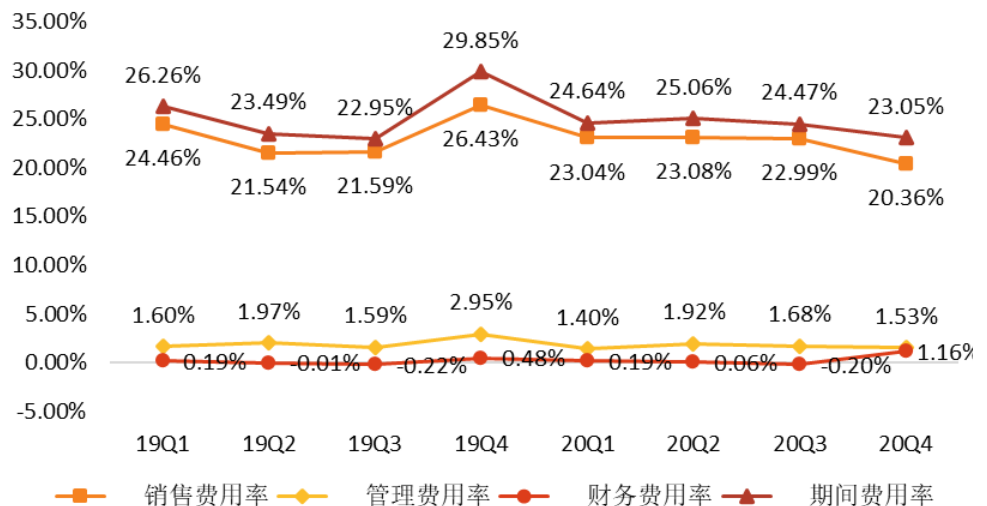


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费率

四季度期间费用率下降主要因会计准则变动影响销售费用，还原后整体费用率同比显著下降。公司 2020Q4 期间费用率 23.05%/-6.81pct，销售费用率 20.36%/-6.07pct，管理费用率 1.53%/-1.41pct，财务费用率 1.16%/+0.68pct，上升主要原因系会计政策变化；还原后公司 2020Q4 期间费用率 26.20%/-3.65pct，销售费用率 23.69%/-2.73%，管理费用率 1.43%/-1.52pct，财务费用率 1.08%/+0.60pct。公司销售费用率及管理费用率同比下降，财务费用率有所上升，主要因结构性存款利息放在了投资收益。

图 4：2019-2020 年季度期间费率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司在展店、经营效率、业务模式拓展等多维度具备成长性。随着成都的发展和向省内拓展，长线看展店仍有较大空间；以便利店为主的业态在面对社区团购等冲击下，销售状况保持良好；同时受益于物流建设完成、数字化管理等多重因素影响，经营效率有望提升；兰州项目有望探索输出管理模式的省外拓展路径。2020Q4 主业经营显著好于市场预期，

且我们从春节当地销售状况预计，公司 2021Q1 有望延续强劲的销售表现。我们合理评估 CPI 下行影响及新业态冲击，将 2021-2022 年归母净利润 6.63/7.50 亿元调整至 6.31/6.80 亿元，预计 2023 年归母净利润 7.33 亿元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

电商、社区团购冲击超预期；毛利率不及预期；人力、租金成本大幅提升。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	765.94	2,007.38	2,968.03	1,988.63	4,776.38
应收票据及应收账款	37.49	75.43	16.58	90.95	32.46
预付账款	346.49	354.69	442.39	437.29	505.85
存货	1,173.02	1,291.48	1,468.73	1,542.04	1,756.53
其他	635.69	137.95	380.42	417.23	308.79
流动资产合计	2,958.62	3,866.94	5,276.14	4,476.13	7,380.02
长期股权投资	645.72	768.51	768.51	768.51	768.51
固定资产	1,109.98	1,186.78	1,154.42	1,141.98	1,128.51
在建工程	55.38	0.90	36.54	69.92	71.95
无形资产	288.02	247.68	210.29	172.90	135.51
其他	50.04	49.99	33.27	17.65	16.22
非流动资产合计	2,149.13	2,253.85	2,203.02	2,170.96	2,120.70
资产总计	5,107.76	6,120.78	7,479.17	6,647.09	9,500.72
短期借款	1.00	502.25	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	1,251.24	1,227.20	1,849.37	1,417.59	2,239.63
其他	776.75	926.17	1,586.26	588.41	1,955.99
流动负债合计	2,028.99	2,655.62	3,485.63	2,056.00	4,245.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.30	20.30	13.53	18.04	17.29
非流动负债合计	20.30	20.30	13.53	18.04	17.29
负债合计	2,049.29	2,675.92	3,499.16	2,074.04	4,262.91
少数股东权益	1.38	1.23	0.59	0.19	(0.28)
股本	1,360.00	1,360.00	1,360.00	1,360.00	1,360.00
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	43.74
留存收益	1,697.09	2,083.64	2,619.42	3,212.86	3,878.09
其他	(43.74)	(43.74)	(43.74)	(43.74)	(43.74)
股东权益合计	3,058.47	3,444.87	3,980.00	4,573.05	5,237.81
负债和股东权益总计	5,107.76	6,120.78	7,479.17	6,647.09	9,500.72

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	516.01	504.72	630.96	679.53	733.05
折旧摊销	160.87	155.83	94.10	96.44	98.83
财务费用	0.48	8.52	(7.92)	(10.93)	(15.16)
投资损失	(183.73)	(131.94)	(124.79)	(124.79)	(124.79)
营运资金变动	50.52	716.05	1,010.33	(1,533.33)	1,981.57
其它	(268.56)	(758.52)	(0.67)	(0.41)	(0.48)
经营活动现金流	275.60	494.65	1,602.02	(893.48)	2,673.03
资本支出	300.43	240.16	66.77	75.49	50.75
长期投资	169.98	122.79	0.00	0.00	0.00
其他	(829.22)	23.46	(168.65)	(86.26)	116.63
投资活动现金流	(358.81)	386.40	(101.88)	(10.77)	167.38
债权融资	1.00	502.25	50.00	50.00	50.00
股权融资	(8.05)	(27.27)	7.92	10.93	15.16
其他	(265.51)	(100.57)	(597.40)	(136.08)	(117.81)
筹资活动现金流	(272.56)	374.41	(539.49)	(75.15)	(52.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(355.77)	1,255.46	960.65	(979.40)	2,787.76

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,822.78	9,053.38	9,572.14	10,489.38	11,449.66
营业成本	5,406.26	6,387.37	6,974.26	7,642.56	8,342.23
营业税金及附加	44.02	46.69	49.36	55.74	60.84
营业费用	1,835.99	2,025.40	1,812.17	1,985.82	2,167.62
管理费用	157.98	147.49	165.51	181.37	197.98
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	8.05	27.27	(7.92)	(10.93)	(15.16)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	183.73	131.94	124.79	124.79	124.79
其他	(380.79)	(289.55)	(249.57)	(249.57)	(249.57)
营业利润	567.53	576.76	703.53	759.60	820.94
营业外收入	1.52	4.34	22.00	22.00	22.00
营业外支出	2.01	6.02	2.00	2.00	2.00
利润总额	567.04	575.08	723.53	779.60	840.94
所得税	51.03	70.36	93.25	100.47	108.38
净利润	516.01	504.72	630.29	679.12	732.57
少数股东损益	(0.22)	(0.15)	(0.67)	(0.41)	(0.48)
归属于母公司净利润	516.22	504.87	630.96	679.53	733.05
每股收益(元)	0.38	0.37	0.46	0.50	0.54

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	8.35%	15.73%	5.73%	9.58%	9.15%
营业利润	51.85%	1.63%	21.98%	7.97%	8.08%
归属于母公司净利润	59.97%	-2.20%	24.97%	7.70%	7.88%
获利能力					
毛利率	30.89%	29.45%	27.14%	27.14%	27.14%
净利率	6.60%	5.58%	6.59%	6.48%	6.40%
ROE	16.89%	14.66%	15.86%	14.86%	13.99%
ROIC	31.83%	30.41%	32.07%	75.66%	29.31%
偿债能力					
资产负债率	40.12%	43.72%	46.79%	31.20%	44.87%
净负债率	-25.01%	-43.69%	-73.32%	-42.39%	-90.24%
流动比率	1.46	1.46	1.51	2.18	1.74
速动比率	0.88	0.97	1.09	1.43	1.32
营运能力					
应收账款周转率	230.71	160.35	208.06	195.09	185.55
存货周转率	7.23	7.35	6.94	6.97	6.94
总资产周转率	1.58	1.61	1.41	1.49	1.42
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.37	0.46	0.50	0.54
每股经营现金流	0.20	0.36	1.18	-0.66	1.97
每股净资产	2.25	2.53	2.93	3.36	3.85
估值比率					
市盈率	15.73	16.08	12.87	11.95	11.08
市净率	2.66	2.36	2.04	1.78	1.55
EV/EBITDA	12.83	10.42	6.33	7.03	3.59
EV/EBIT	15.93	12.86	7.19	7.94	4.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com