

红旗连锁 (002697)

证券研究报告

2021年04月17日

21Q1 经营符合预期，表现持续优于同业

业绩简述：红旗连锁发布 21 年一季报，营业收入 22.60 亿元/-3.64%；归母净利润 1.24 亿元/-13.27%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元/-11.30%。受新网银行投资收益下降及会计准则（收入确认+租赁准则）调整影响，公司收入和利润出现波动，还原后营收、利润符合预期。

营收小幅下降主要受收入确认会计准则变动及去年同期高基数影响，公司面对社区团购下经营持续展现出韧性。公司 2021Q1 营收 22.60 亿元/-3.64%。①2021Q1，超市行业整体面临社区团购、CPI 下行冲击和去年门店销售因疫情因素高基数的影响，而公司收入同比基本稳定，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，公司官网显示截至 4 月 15 日门店数已达 3465 家，较 20Q4 结束时总门店数 3336 增长迅速，我们预计实现 2021 计划新开门店 350 家无太大压力。

公司 21Q1 毛利率 29.93%/+0.26pct，增长主要因去年疫情期间保价保供应毛利率低基数影响，被会计准则变更影响收入口径反向抵消。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。

21Q1 期间费用率小幅提升，主要因本报告期执行新租赁准则，确认的利息费用增加。公司 2021Q1 期间费用率 24.78%/+0.14pct，销售费用率 22.65%/-0.40pct，管理费用率 1.46%/+0.06pct，财务费用率 0.67%/+0.48pct，上升主要原因系会计政策变化。

疫情之下，新网银行投资收益受到影响。根据公司年报披露，新网银行投资收益 3,259.17 万元，同比下降 26.06%；新租赁准则与原准则相比对利润影响 740 万，扣除新网银行投资收益及新准则影响原因后公司主营业务利润基本持平。

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 2021Q1 主业经营延续前期优于行业的表现，预计 2021-2023 公司归母净利润分别为 6.31、6.80、7.33 亿元，维持买入评级。

风险提示：①电商、社区团购冲击超预期；②毛利率不及预期；③人力、租金成本大幅提升。

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	6.32 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)	8,595.20
流通 A 股市值(百万元)	6,814.38
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	50.00
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-年报点评报告: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》 2021-04-05
- 《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

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)	16.65	17.02	13.62	12.65	11.73
市净率(P/B)	2.81	2.50	2.16	1.88	1.64
市销率(P/S)	1.10	0.95	0.90	0.82	0.75
EV/EBITDA	12.83	10.42	6.94	7.59	4.12

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

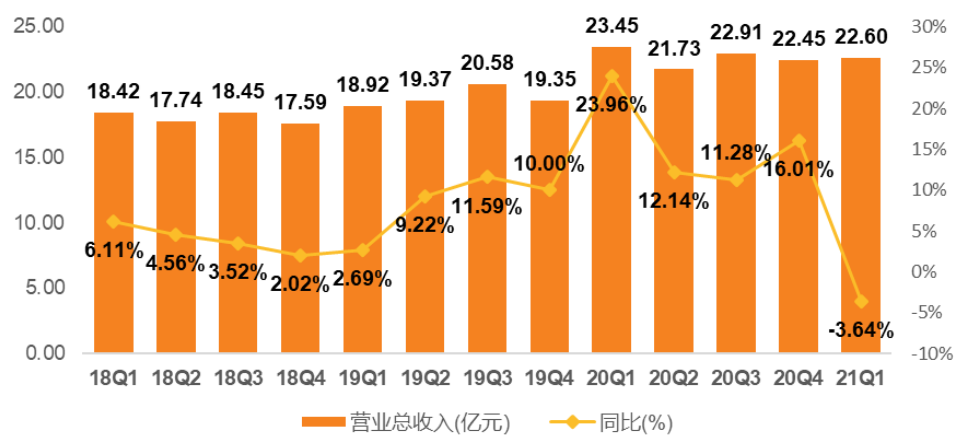
红旗连锁发布 21 年一季报, 营业收入 22.60 亿元/-3.64%; 归母净利润 1.24 亿元/-13.27%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元/-11.30%。受新网银行投资收益下降及会计准则（收入确认+租赁准则）调整影响, 公司收入和利润出现波动, 还原后营收、利润符合预期。

2. 点评

2.1. 营业收入

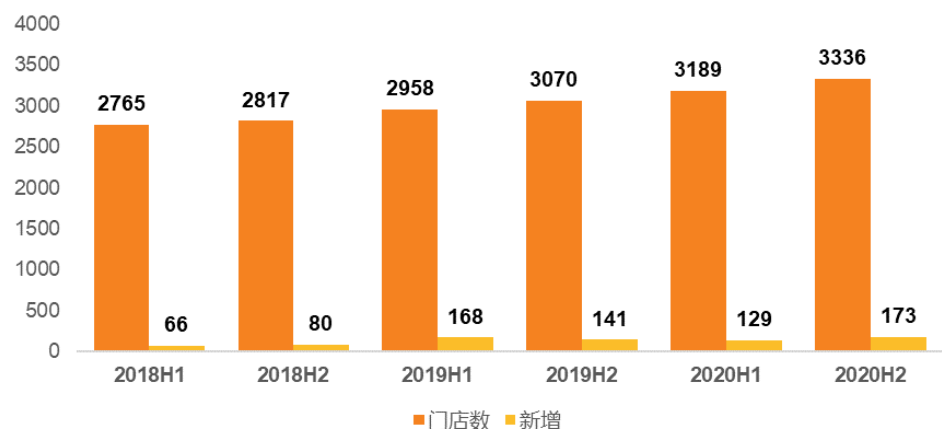
营收小幅下降主要受收入确认会计准则变动及去年同期高基数影响, 公司面对社区团购下经营持续展现出韧性。公司 2021Q1 营收 22.60 亿元/-3.64%。①2021Q1, 超市行业整体面临社区团购、CPI 下行冲击和去年门店销售因疫情因素高基数的影响, 而公司收入同比基本稳定, 我们认为, 主要原因或与公司业态、成都居民消费习惯等有关。②门店数上, 公司官网显示截至 4 月 15 日门店数已达 3465 家, 较 20Q4 结束时总门店数 3336 增长迅速, 我们预计实现 2021 计划新开门店 350 家无太大压力。

图 1: 2018-2021Q1 营业收入及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2018-2020 年公司门店数及新增门店数 (家)

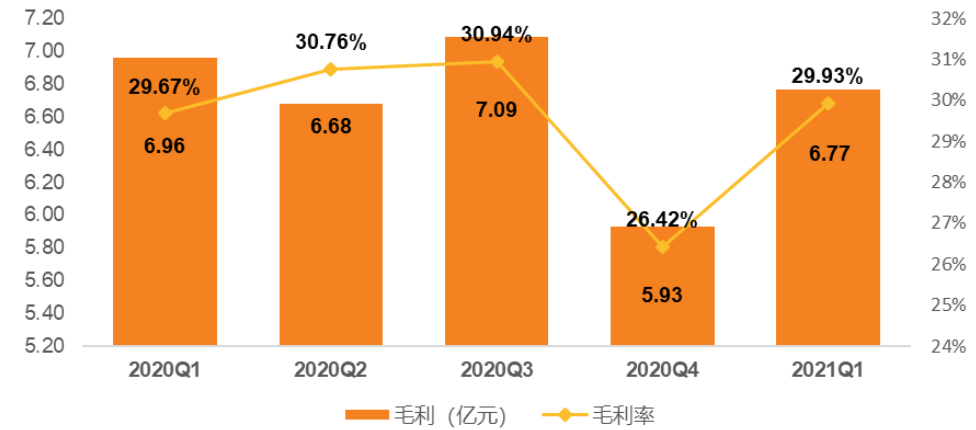


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 毛利率

公司 21Q1 毛利率 29.93%/+0.26pct，增长主要因去年疫情期间保价保供应毛利率低基数影响，被会计准则变更影响收入口径反向抵消。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 3：2020-2021Q1 公司毛利额及毛利率 (%)

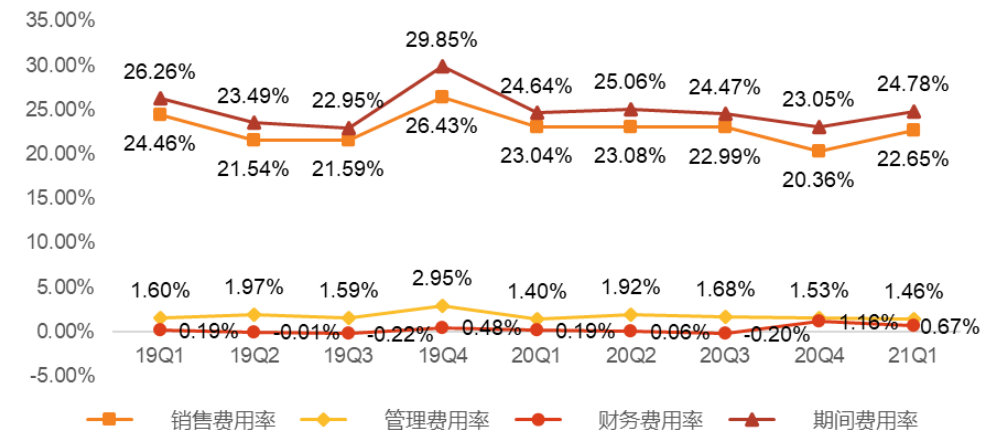


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费率

21Q1 期间费用率小幅提升，主要因本报告期执行新租赁准则，确认的利息费用增加。公司 2021Q1 期间费用率 24.78%/+0.14pct，销售费用率 22.65%/-0.40pct，管理费用率 1.46%/+0.06pct，财务费用率 0.67%/+0.48pct，上升主要原因系会计政策变化。

图 4：2019-2020Q1 季度期间费率 (%)

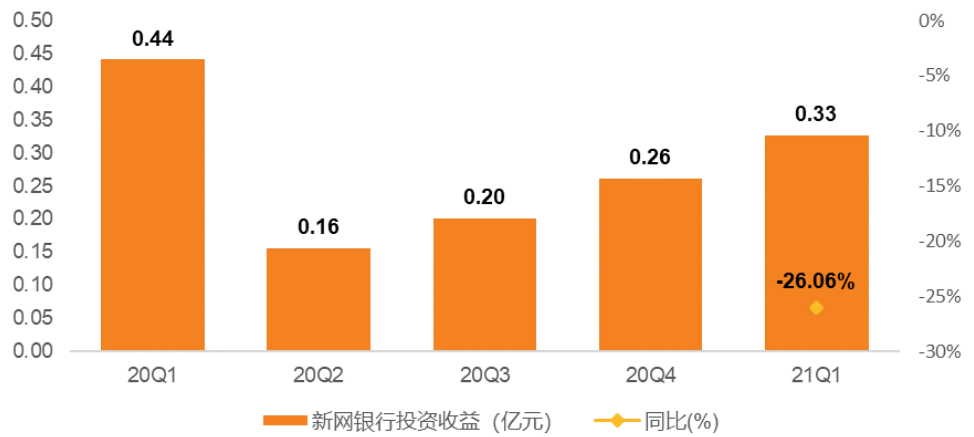


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 投资收益

疫情之下，新网银行投资收益受到影响。根据公司年报披露，新网银行投资收益 3,259.17 万元，同比下降 26.06%；新租赁准则与原准则相比对利润影响 740 万，扣除新网银行投资收益及新准则影响原因后公司主营业务利润基本持平。

图 5：2020-2021 新网银行投资收益及增速 (%)



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。2021Q1 主业经营延续前期优于行业的表现，预计 2021-2023 公司归母净利润分别为 6.31、6.80、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	4,776.39
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	5,276.15	4,476.14	7,380.03
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	6,647.10	9,500.73
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	3,212.87	3,878.10
其他	(43.74)	(43.74)	(43.74)	(43.74)	(43.74)
股东权益合计	3,058.47	3,444.87	3,980.01	4,573.06	5,237.82
负债和股东权益总计	5,107.76	6,120.78	7,479.17	6,647.10	9,500.73

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	(539.48)	(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	960.66	(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	703.54	759.60	820.95
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	723.54	779.60	840.95
所得税	51.03	70.36	93.25	100.47	108.38
净利润	516.01	504.72	630.29	679.13	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	16.65	17.02	13.62	12.65	11.73
市净率	2.81	2.50	2.16	1.88	1.64
EV/EBITDA	12.83	10.42	6.94	7.59	4.12
EV/EBIT	15.93	12.86	7.87	8.57	4.62

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