

2020年08月18日

红旗连锁 (002697.SZ)

公司快报

证券研究报告

超市

## 红旗连锁 2020H1 业绩点评：主业稳健经营，展店+提效+管理输出驱动未来增长

■事件：2020H1，红旗连锁实现营收 45.18 亿元/+17.98%；归母净利润 2.61 亿元/+10.24 %；归母扣非净利 2.46 亿元/+7.13%；经营性现金流量净额-0.68 亿元；2020Q2 单季收入 21.73 亿元/+12.14%，归母净利润 1.18 亿元/-25.19%，归母扣非净利 1.08 亿元/-29.31%；经营性现金流量净额 3.33 亿元/+45.41%。

■同店稳定增长展店持续推进，毛利率环比优化。参考 Q1 数据反推，公司 2020Q2 单店同比约+8%，疫情之后环比略有回落，但仍处于高位；门店总数从 2020Q1 的 3091 家门店提升至 3189 家，整个上半年净展店约 119 家；20H1 食物、烟酒、日用百货占比分别为 53.17%、25.49%、14.89%，金额同比去年+26.35%、+13.93%、+11.91%，占比分别+3.52pct、-0.81pct、-0.90pct，疫情对销售品类的冲击在 Q1 基本结束，Q2 毛利率有所恢复达 30.76%，环比+1.08pct/同比+0.21pct，整个上半年毛利率 30.19%，同比-0.1pct；分区域看，公司在主城区、郊县分区、二级市区的收入占比分别为 54.60%、35.27%、3.68%，金额同比+15.88%、+27.26%、+25.54%，占比分别-0.98pct、+2.57pct、+0.22pct，公司在郊县分区、二级市区等拓展力度较大，低线区域是推动公司销售的重要增长点。

■补贴结算影响 Q2 单季度销售费用率，上半年整体期间费用率维持稳定，疫情缓解后有望改善。2020Q2 公司销售费用率 23.08%，同比+1.53pct，主要受员工薪酬的上涨和租金提升的影响，疫情期间公司加大了对员工的激励，采取疫情补贴和销售提点提高的措施，但上半年的补贴费用大多计入 Q2，Q2 单季度销售费用率受此影响高于正常水平；以 2020H1 和 2019H1 比，公司的销售费用率分别为 23.06%和 22.99%，整体控制良好。2020Q2 管理费用率 1.92%，同比-0.04pct；财务费用率 0.06%，同比+0.07pct。受到费用率等影响，2020Q2 公司净利率 5.43%，同比-2.71pct，但上半年整体净利率保持稳定，2020H1 净利率 5.78%/-0.41pct。随着疫情对经营的压力减轻，公司或减少对一线员工的补贴，整体销售费用有望改善。

■投资收益拖累 Q2 利润增速，剔除新网等投资收益影响同比增长 21%。2020Q2 公司投资收益下降至 0.15 亿元，环比及同比均下降 0.29 亿，疫情期间新网银行的业务开展受到影响，如果剔除投资收益，公司 2020 年其余部分贡献利润同比增长 21%。周转略受影响，存货水平略高于往年，2020Q2 公司存货 13.12 亿，环比减少 0.99 亿，同比增加

投资评级 **买入-A**

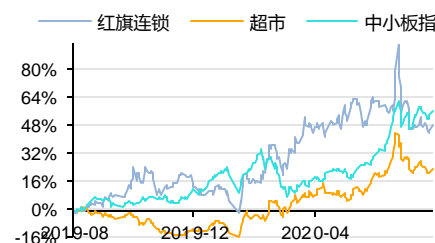
维持评级

6 个月目标价：**12.04 元**  
股价 (2020-08-17) **10.11 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	13,749.60
流通市值 (百万元)	10,900.85
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	6.78/13.29 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.87	-27.14	-3.3
绝对收益	-7.08	1.0	58.53

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002  
duyf1@essence.com.cn  
021-35082088

### 相关报告

红旗连锁：展店明显提速，毛利率趋势向好，主业经营利润高增/刘文正	2020-04-27
红旗连锁：展店明显提速，毛利率趋势向好，主业经营利润高增/刘文正	2020-03-28
红旗连锁：主业维持高速增长，新网银行贡献投资收益/刘文正	2019-10-17
红旗连锁：主业增速向好，展店明显提速，毛利率继续提升/刘文正	2019-08-18
红旗连锁：国内稀缺规模化盈利便利店龙头，主业增速持续向好/刘文正	2019-07-24

2.81 亿；存货周转天数 82 天，高于去年二季度和今年一季度 72 天、71 天的水平。

■**公司作为国内稀缺规模化盈利便利店龙头，在展店、经营效率、新业务模式拓展等多维度具备成长性。**疫情得到控制的情况下，公司下半年展店计划有望顺利完成，随着成都的发展，长线看展店仍有较大空间；同店稳健，同时受益于数字化管理、进口商品比例提升等多重因素影响，主营毛利率趋势向上，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：**买入-A 投资评级。公司 2020 年利润受到疫情期间费用和投资收益波动的影响，但有望持续修复，长期看展店、经营效率提升、新业务模式拓展等多个维度成长确定性强，预计公司 2020-2022 年实现净利润 5.81、7.29、8.49 亿元，同比增长 12.6%、25.5%、16.4%，给与公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价 12.04 元，维持原有买入-A 评级。

■**风险提示：**1) 电商分流影响远超预期；2) 毛利率提升不及预期；3) 人力、租金成本大幅提升。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	7,220.0	7,822.8	9,035.3	10,119.5	11,536.3
净利润	322.7	516.2	581.2	729.2	848.7
每股收益(元)	0.24	0.38	0.43	0.54	0.62
每股净资产(元)	1.92	2.25	2.48	2.83	3.21

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	42.6	26.6	23.7	18.9	16.2
市净率(倍)	5.3	4.5	4.1	3.6	3.1
净利润率	4.5%	6.6%	6.4%	7.2%	7.4%
净资产收益率	12.3%	16.9%	17.2%	18.9%	19.4%
股息收益率	0.5%	1.4%	1.9%	1.8%	2.4%
ROIC	21.1%	31.8%	32.7%	63.8%	57.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7,220.0	7,822.8	9,035.3	10,119.5	11,536.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,100.0	5,406.3	6,176.3	6,852.2	7,763.9	营业收入增长率	4.1%	8.3%	15.5%	12.0%	14.0%
营业税费	42.4	44.0	45.2	50.6	57.7	营业利润增长率	75.3%	51.8%	16.7%	26.3%	16.7%
销售费用	1,615.9	1,836.0	2,094.3	2,297.1	2,653.3	净利润增长率	95.7%	60.0%	12.6%	25.5%	16.4%
管理费用	130.6	158.0	180.7	243.6	243.1	EBITDA 增长率	42.9%	38.5%	15.6%	21.9%	14.5%
财务费用	9.2	8.1	9.0	10.1	11.5	EBIT 增长率	68.9%	53.9%	19.4%	26.1%	16.7%
资产减值损失	22.4	-	7.2	9.0	9.6	NOPLAT 增长率	86.0%	58.3%	9.0%	26.1%	16.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	5.9%	-35.2%	29.1%	-15.8%
投资和汇兑收益	56.5	183.7	140.0	180.0	180.0	净资产增长率	12.8%	17.0%	10.3%	14.1%	13.5%
<b>营业利润</b>	373.7	567.5	662.6	836.9	977.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.2	-0.5	21.2	20.9	21.4	毛利率	29.4%	30.9%	31.6%	32.3%	32.7%
<b>利润总额</b>	372.6	567.0	683.8	857.8	998.5	营业利润率	5.2%	7.3%	7.3%	8.3%	8.5%
减:所得税	50.6	51.0	102.6	128.7	149.8	净利润率	4.5%	6.6%	6.4%	7.2%	7.4%
<b>净利润</b>	322.7	516.2	581.2	729.2	848.7	EBITDA/营业收入	7.0%	8.9%	8.9%	9.7%	9.8%
						EBIT/营业收入	5.1%	7.2%	7.4%	8.4%	8.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	56	51	43	35	28
货币资金	1,115.3	765.9	1,705.4	1,881.9	2,631.3	流动营业资本周转天数	-16	-14	-23	-22	-13
交易性金融资产	-	500.0	500.0	500.0	500.0	流动资产周转天数	128	133	128	141	145
应收账款	92.1	107.8	104.9	135.8	144.5	应收账款周转天数	4	5	4	4	4
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	51	50	36	36	36
预付账款	309.0	346.5	350.0	439.9	464.1	总资产周转天数	227	228	210	210	200
存货	990.7	1,173.0	645.6	1,372.0	914.0	投资资本周转天数	80	78	57	46	42
其他流动资产	318.5	65.3	137.5	173.8	125.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.3%	16.9%	17.2%	18.9%	19.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	10.1%	10.7%	11.5%	13.1%
长期股权投资	475.7	645.7	645.7	645.7	645.7	ROIC	21.1%	31.8%	32.7%	63.8%	57.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,103.5	1,110.0	1,025.4	939.1	851.1	销售费用率	22.4%	23.5%	23.2%	22.7%	23.0%
在建工程	26.2	55.4	47.1	40.0	34.0	管理费用率	1.8%	2.0%	2.0%	2.4%	2.1%
无形资产	308.4	288.0	250.7	212.7	173.9	财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	24.3%	25.6%	25.3%	25.2%	25.2%
<b>资产总额</b>	4,794.1	5,107.8	5,451.7	6,351.0	6,494.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	201.0	1.0	-	-	-	资产负债率	45.5%	40.1%	38.1%	39.4%	32.7%
应付账款	1,428.2	1,391.3	1,092.6	1,684.2	1,457.1	负债权益比	83.4%	67.0%	61.6%	65.0%	48.7%
应付票据	-	20.0	494.7	-	-	流动比率	1.30	1.46	1.66	1.80	2.25
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.84	0.88	1.35	1.25	1.82
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	39.89	69.82	74.33	83.70	85.70
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,179.5	2,049.3	2,077.8	2,501.5	2,126.2	DPS(元)	0.05	0.14	0.20	0.19	0.24
少数股东权益	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	分红比率	22.3%	36.3%	45.7%	34.8%	38.9%
股本	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	股息收益率	0.5%	1.4%	1.9%	1.8%	2.4%
留存收益	1,252.9	1,697.1	2,012.5	2,488.1	3,006.5						
<b>股东权益</b>	2,614.5	3,058.5	3,373.9	3,849.5	4,367.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.24	0.38	0.43	0.54	0.62
净利润	321.9	516.0	581.2	729.2	848.7	BVPS(元)	1.92	2.25	2.48	2.83	3.21
加:折旧和摊销	175.4	160.9	135.2	136.5	137.7	PE(X)	42.6	26.6	23.7	18.9	16.2
资产减值准备	22.4	0.1	-	-	-	PB(X)	5.3	4.5	4.1	3.6	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	55.9	63.0	11.5	34.3	12.7
财务费用	5.7	0.5	9.0	10.1	11.5	P/S	1.9	1.8	1.5	1.4	1.2
投资损失	-56.5	-183.7	-140.0	-180.0	-180.0	EV/EBITDA	11.9	12.8	14.3	11.5	9.4
少数股东损益	-0.8	-0.2	-	-	-	CAGR(%)	31.3%	18.0%	52.2%	31.3%	18.0%
营运资金的变动	-89.1	50.5	494.9	-430.5	98.3						

经营活动产生现金流量	661.8	275.6	1,080.3	265.2	916.2	PEG	1.4	1.5	0.5	0.6	0.9
投资活动产生现金流量	-401.0	-358.8	135.0	175.0	175.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-33.8	-272.6	-275.8	-263.7	-341.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034