

2022年09月04日

证券研究报告·公司研究报告

红旗连锁 (002697) 商贸零售

买入 (首次)

当前价: 5.64 元

目标价: 6.56 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国内便利店零售龙头，内生外延多点开花

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 消费升级叠加人口形态改变，便利店业态发展迅猛，近年来销售额增速远高于零售行业整体增速，2021年国内便利店销售额同比增长17%，预计未来3年将始终维持10%以上增速；2) 公司在成都地区龙头地位稳固，市占率超过55%，并接连收购省内多家连锁超市，形成以成都为中心向四川全省扩张态势；3) 公司拥有完善的供应、物流、产品体系，供应方面引进了永辉作为战略投资者，同时自有配送中心和物流体系能够保障全部门店需求，另外增加了鲜食和生鲜的产品结构提振便利店竞争力，仍具备长期成长动力。
- **国内便利店龙头，深耕成都二十载。** 公司根植于四川成都，经过二十余年发展已成为成都地区便利店零售绝对龙头，市占率超过55%，拥有超过3000家门店。在2022H1疫情反复导致实体零售整体承压的情况下实现逆势增长，营收同比增长7.6%至48.8亿元、归母净利润同比增长0.7%至2.2亿元，其中分业务来看食品/烟酒/日用百货营收占比分别为45.6%/32.7%/13.9%，分地区来看成都市区/郊区/二级市区营收占比分别为50.5%/37.5%/4.2%，大成都片区仍然是贡献绝大部分营业收入的主战场。
- **增速领跑所有零售业态，国内便利店行业上升空间仍然广阔。** 在电商冲击和疫情影响下，国内实体零售近年来呈负增长，而便利店业态表现出强大韧性，2015-2021年CAGR为9.5%，2022年销售额将超过3000亿元，预计增速为8%，在超市、百货、专卖店等零售业态中始终保持最高的增长速度。伴随着人口结构改变、人均可支配收入提升、科技赋能等宏观趋势，便利、智能、个性化、多功能的便利店业态最匹配当代消费者的购物需求，并逐渐从一二线城市下沉到地级市和区县，下沉市场目前饱和度很低，还有较大市场空间。
- **收购扩大商业版图，产品结构升级带动盈利能力提升。** 公司2015年陆续收购了成都和周边地级市的三家连锁超市，经过资源整合，毛利率从2015年26.9%提升至2019年30.2%，盈利能力显著提升。产品结构方面，公司通过收购9010超市快速布局高毛利率的鲜食赛道，同时引入永辉作为战略投资者，借助其强大的门店和配送优势，发展生鲜产品业务，将部分原有门店升级改造为生鲜型便利店，扩大消费群体覆盖，提供新的营收增长点。公司2022H1毛利率为29.1%，净利率为4.6%。
- **大数据与新零售相结合，新型便利店应运而生。** 公司积极拥抱科技赋能，打造新型智慧便利店。与美团、饿了么合作，加码到家服务；构建大数据云平台及信息化系统，实现采购、运输、选货、结算等联网操作，提升流程效率，存货周转天数由2017年75天下降至2020年69天，2021年开始因疫情保供加大了物资储备导致存货周转天数有所回升；提供多项增值服务，包括交通卡充值、水电气费代缴、彩票代销等，加上无人售货、自助收银、线下提货等便捷服务，将便利店成功打造为多功能便民服务平台。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.38元、0.41元、0.44元，未来三年归母净利润将保持7.3%的复合增长率。鉴于公司省内便利店龙头地位稳固，新零售业态持续推进有望带来新增量，给予公司2023年16倍估值，对应目标价6.56元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复对实体零售带来的持续影响、区域内行业竞争加剧、周边省市布局不及预期、新门店扩张不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9351.07	10068.06	10764.05	11417.48
增长率	3.29%	7.67%	6.91%	6.07%
归属母公司净利润(百万元)	481.33	514.24	552.99	594.53
增长率	-4.66%	6.84%	7.54%	7.51%
每股收益EPS(元)	0.35	0.38	0.41	0.44
净资产收益率ROE	13.05%	12.52%	12.14%	11.80%
PE	16	15	14	13
PB	2.08	1.87	1.69	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

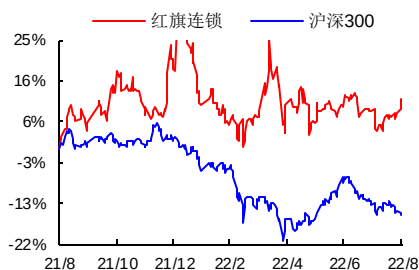
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 谭陈渝

电话: 17782333081

邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.60
流通A股(亿股)	10.78
52周内股价区间(元)	4.51-5.77
总市值(亿元)	76.70
总资产(亿元)	74.47
每股净资产(元)	2.80

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 西南便利店龙头企业，持续扩张逆势增长	1
1.1 深耕成都二十余年，龙头地位稳固	1
1.2 营收逆势增长，盈利能力逐渐改善	1
1.3 引入永辉战略合作，股权结构稳定	4
2 消费需求驱动市场变革，便利店市场成长空间巨大	5
2.1 便利超市发展迅速，国内市场仍处发展期	5
2.2 龙头空间广阔，区域优势明显	7
2.3 社会结构变化推动行业发展，集中度有望进一步提升	12
3 内生外延多措并举，科技赋能加码新零售	14
3.1 区域龙头，根植成都辐射西南	14
3.2 产品结构升级，盈利能力进一步改善	16
3.3 科技赋能加快数字化建设，升级改造智慧便利店	19
3.4 增值服务引流增量客户，公益活动塑造品牌口碑	21
4 盈利预测与估值	22
4.1 盈利预测	22
4.2 相对估值	23
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司 2012-2022 年 H1 营收及增速.....	2
图 3: 公司 2012-2022 年 H1 利润及增速.....	2
图 4: 公司分产品营收占比.....	2
图 5: 公司分地区营收占比.....	2
图 6: 公司 2017-2022 年 H1 费用率.....	3
图 7: 公司 2017-2022 年 H1 销售费用及增速.....	3
图 8: 公司 2021 年销售费用率构成.....	3
图 9: 人工费用率及租金费用率变化.....	3
图 10: 公司 2017-2021 年毛利率&净利率.....	4
图 11: 公司 2017-2021 年各业务毛利率.....	4
图 12: 公司股权结构.....	4
图 13: 2002-2021 社会消费品零售总额与 GDP 增长情况.....	5
图 14: 2015-2021 年国内传统便利店销售额.....	6
图 15: 2015-2020 年国内品牌连锁店平均单店日营收.....	6
图 16: 2013-2021 年中国实体零售销售额增速 (%).....	6
图 17: 2015-2021 年国内便利店门店数量.....	6
图 18: 2014-2021 年国内便利店投融资金额.....	7
图 19: 2014-2021 年国内便利店投融资数量.....	7
图 20: 2021 年我国传统便利店企业门店数量前十.....	8
图 21: 区域型便利店较全国连锁, 发展具有阶段性.....	9
图 22: 1996 年上海罗森 1 号店.....	10
图 23: 曾经的 WOWO 超市.....	10
图 24: 罗森发展过程中亮点频出.....	10
图 25: 2017-2021 年美宜佳门店数量.....	11
图 26: 美宜佳门店分布城市.....	11
图 27: 美宜佳全国性扩张依靠的优势.....	11
图 28: 2015-2020 年家庭规模.....	12
图 29: 2020 年我国家庭规模户数比例.....	12
图 30: 2016-2021 年我国人均 GDP&可支配收入.....	12
图 31: 2015-2021 年我国便利店零售额占比.....	12
图 32: 日本便利店发展史.....	13
图 33: 2021 年我国便利店品牌市场份额比例.....	13
图 34: 2020 年日本便利店品牌市场份额比例.....	13
图 35: 2015-2022 年 H1 公司门店总数及新开门店数.....	14
图 36: 分地区门店占比.....	14
图 37: 四川地区红旗连锁门店.....	14
图 38: 2015-2021 年公司分地区营收 (亿元).....	14
图 39: 收购前后营收变化.....	16

图 40: 收购前后毛利率变化	16
图 41: 甘肃红旗便利开业仪式	16
图 42: 甘肃红旗股权结构	16
图 43: 2014-2021 年各业务营收 (亿元)	17
图 44: 2014-2021 年各业务毛利率 (%)	17
图 45: 2020 财年罗森各产品销售额占比	17
图 46: 2016-2020 财年罗森各产品毛利率	17
图 47: 成都 9010 便利店	18
图 48: 9010 便利店内部熟食区	18
图 49: 2016-2025 生鲜零售市场规模及预测	18
图 50: 2016-2020 年生鲜零售线上线下占比	18
图 51: 红旗连锁和永辉超市联合打造的售卖生鲜产品的升级便利店	19
图 52: 生鲜产业供应链	19
图 53: 公司三大配送中心	20
图 54: 存货周转天数	20
图 55: 红旗云大数据平台	20
图 56: 公司与饿了么口碑战略合作	21
图 57: 美团外卖 APP 上红旗连锁门店	21
图 58: 新网银行股权结构	21
图 59: 2017-2021 年新网银行营业收入	21
图 60: 红旗连锁提供的增值服务	22

表 目 录

表 1: 公司零售业态划分	5
表 2: 便利店竞争格局分析	8
表 3: 成都地区主要便利店品牌分类	15
表 4: 收购标的情况	15
表 5: 分业务收入及毛利率	23
表 6: 可比公司估值	23
附表: 财务预测与估值	24

1 西南便利店龙头企业，持续扩张逆势增长

1.1 深耕成都二十余年，龙头地位稳固

中国 A 股市场首家便利连锁超市上市企业。红旗连锁上市于 2021 年，以便利超市的连锁经营为主营业务，以“方便、实惠、放心”为经营特色，多年来始终保持稳健发展势头，已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁公司。公司深耕成都地区 20 余年，经营规模、盈利能力位于全国便利连锁超市行业前列。

图 1：公司发展历程



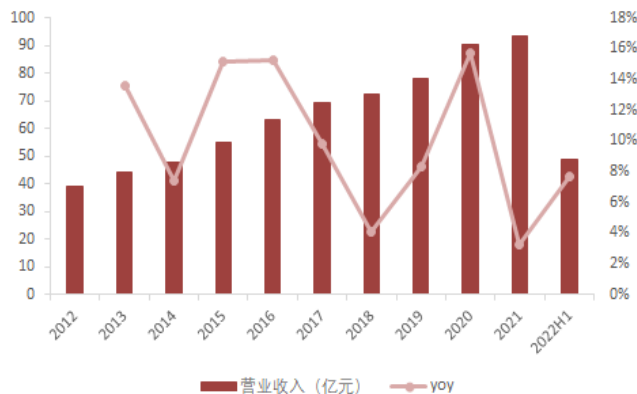
数据来源：Wind，西南证券整理

扎根成都，辐射西南。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有门店 3557 家，大部分位于成都 23 个区（市）县，在大成都范围及周边地区形成了网络布局优势。公司立足于成都，逐渐向四川及整个西南片区扩张，在 2015 年收购了成都红艳超市、成都互惠超市、乐山四海超市，并在乐山、宜宾、自贡等周边城市逐步设立子公司，进一步扩大了连锁版图。同时，公司与兰州国资利民合资成立甘肃省红旗便利连锁有限公司，截止 2022 年 8 月 31 日已有甘肃红旗便利店 97 家，成功跨省复制红旗连锁经营管理模式。

1.2 营收逆势增长，盈利能力逐渐改善

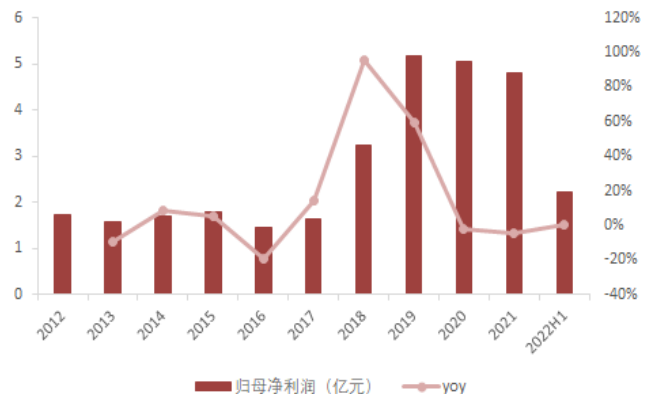
公司近五年营业收入持续提升，业绩受疫情影响较大。近年来公司营业收入保持稳定增长，从 2012 年 39.1 亿元增长至 2021 年 93.5 亿元，CAGR 为 10.2%，2022 年 H1 实现营收 48.8 亿元，同比增长 7.6%；公司归母净利润同样保持高速增长，从 2012 年 1.7 亿元增长到 2021 年 4.8 亿元，CAGR 为 12%，2020 年因新冠疫情因素，销售基数较高，但 2021 年仍然实现了收入的正增长，利润同比有所下滑，主要因为新冠疫情反复带来持续影响，整体经济形势发展面临挑战，另外公司实行新租赁准则，大部分门店为租赁，对净利润有一定影响。若将租赁准则还原到同一准则后，实现归母净利润 5.2 亿元，同比增长 2.6%。

图 2：公司 2012-2022 年 H1 营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2012-2022 年 H1 利润及增速

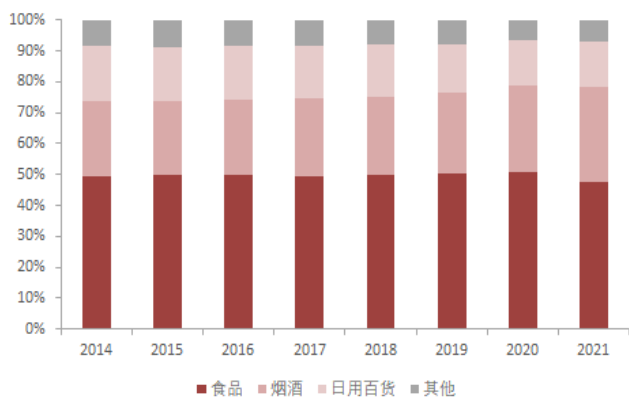


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务为便利超市的连锁经营，主要产品分类为食品、烟酒和日用百货，其中食品的营收占比最大，长年维持在 50% 左右；第二大产品为烟酒，营收占比逐年提升，2022 年 H1 达到 32.7%；日用百货的贡献率在逐年递减，已从 2017 年 17.1% 降低至 2022 年 H1 的 13.9%。

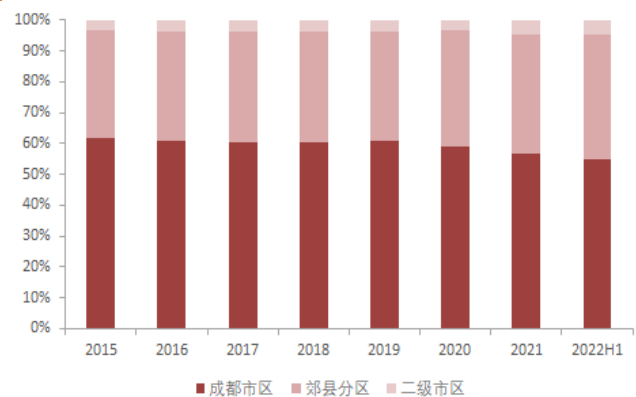
成都地区贡献超半成营业收入。公司深耕成都地区，大部分门店都分布于成都 23 个区（市）县，成都市区营收占比一直维持在 50% 左右，2022 年 H1 占比达到 50.5%；郊县分区分区为第二大市场，2022 年 H1 营收占比为 37.5%；成都周边地级市组成二级市区，占比为 4.2%；其他地区占比保持在 7%-8%。

图 4：公司分产品营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

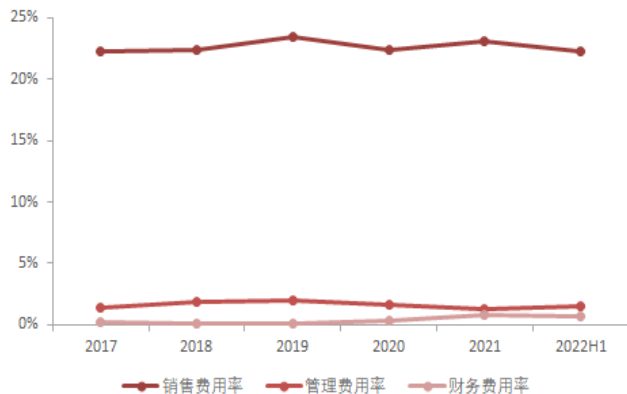
图 5：公司分地区营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

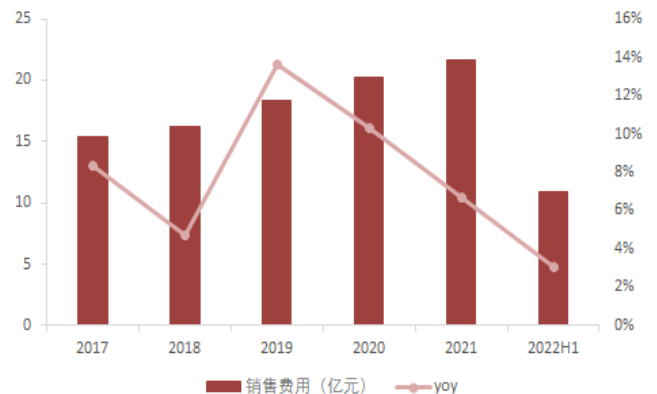
费用率略有上升，主要来自销售费用。公司整体费用率从 2017 年 23.9% 上升至 2022 年 H1 的 24.5%，整体保持在稳定水平。从费用结构来看，主要来自销售费用，从 2017 年 22.2% 上升至 2021 年 22.3%，而管理费用和财务费用偏低且始终保持稳定。

图 6：公司 2017-2022 年 H1 费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

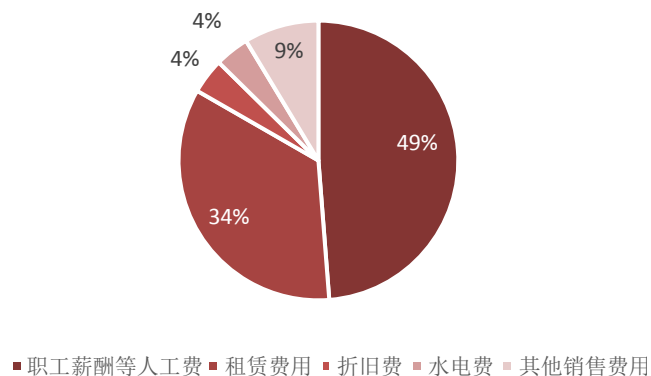
图 7：公司 2017-2022 年 H1 销售费用及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

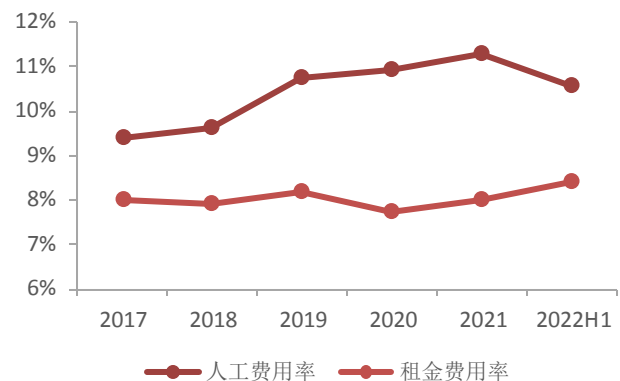
公司销售费用中职工薪酬占比最大，达到约 50%，主要为门店销售人员工资构成，此外租赁费用占比较高，为 34%。考虑到门店扩张和社保基数上调相关政策等因素，近年人工费用率呈现上涨态势，自 2019 年 10.7% 上升至 2021 年 11.3%；租金费用方面，疫情下的租金减免、延期支付等租金优惠政策使得租金费用率有所下降，公司租金费用率有所下降，自 2019 年 8.2% 下降至 2021 年 8.0%。

图 8：公司 2021 年销售费用率构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：人工费用率及租金费用率变化

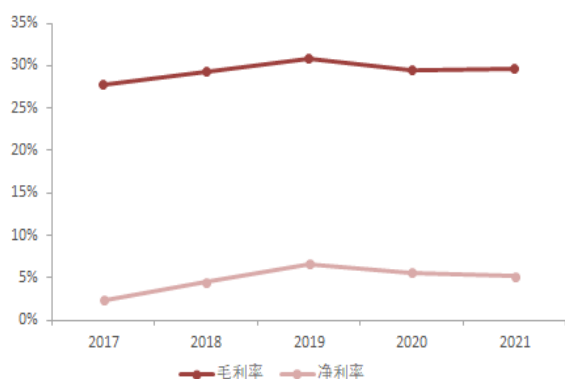


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利结构稳定，毛利率和净利率稳中有升。公司作为西南地区零售连锁龙头，保持着稳定的盈利能力，同时通过门店运营调整和产品拓展，毛利率和净利率均有所提升，毛利率从 2017 年 27.7% 提升至 2021 年 29.7%，净利率从 2017 年 2.4% 提升至 2021 年 5.1%。2020 年新冠疫情爆发对公司线下门店造成巨大冲击，利润率有所下滑，公司通过关闭亏损门店、老店升级改造等方式改善经营结构，维持了盈利能力的平均水平。

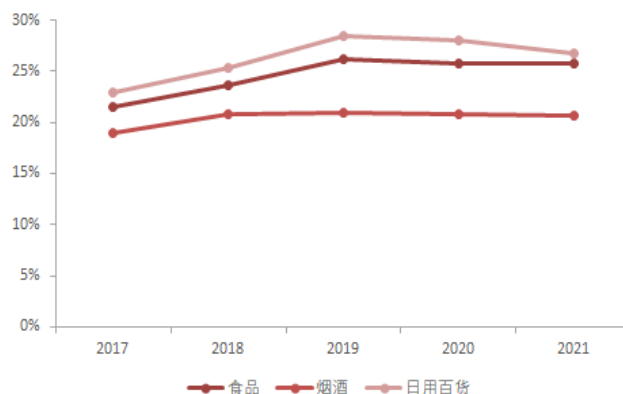
日用百货毛利率最高，食品紧随其后，烟酒维持稳定。分业务来看，公司三大主营业务食品、烟酒、日用百货中，日用百货毛利率最高，达到 27% 左右；食品次之，但近年来毛利率稳步攀升，从 2017 年 12.5% 提升至 2021 年 25.7%，随着公司布局速食即食赛道，食品业务毛利率有望进一步提升；最后是烟酒，毛利率稳定在 21% 左右。

图 10：公司 2017-2021 年毛利率&净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司 2017-2021 年各业务毛利率



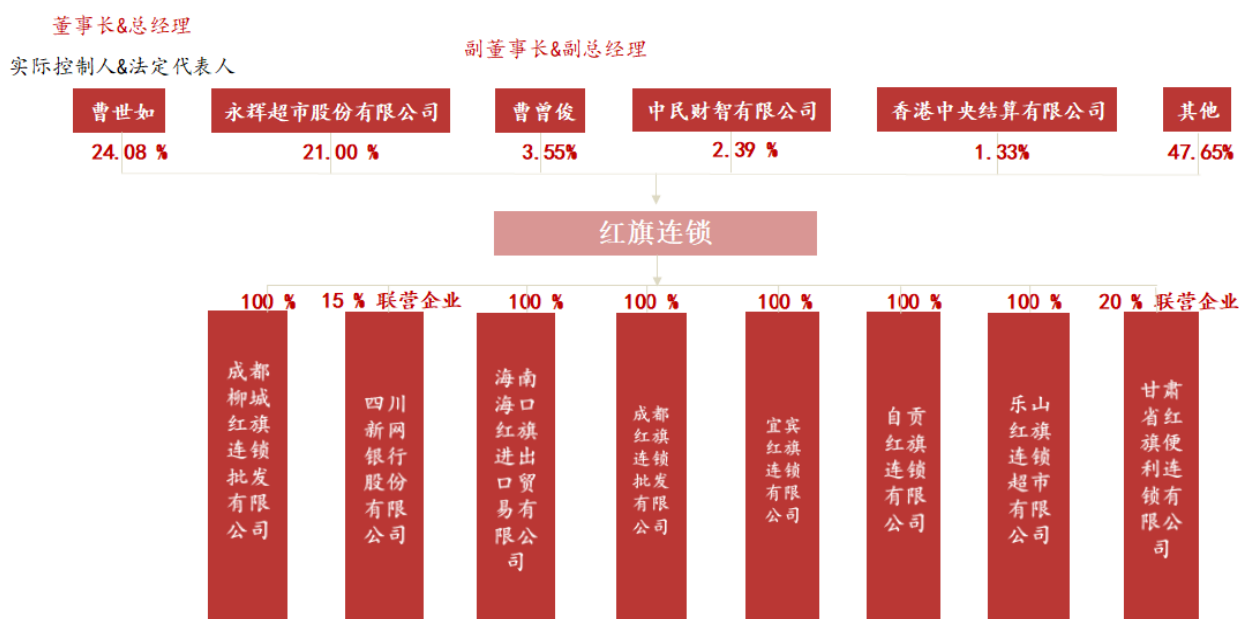
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 引入永辉战略合作，股权结构稳定

持股比例集中，股权结构稳定。公司董事长兼总经理曹世如女士持有公司 24.1% 股权，为公司实际控制人，并且与股东曹曾俊为母子关系。曹世如女士为公司创始人之一，并始终为公司实际控制人，股权结构相对稳定。

受让永辉超市股权，向新零售拓展。公司于 2017-2018 年分两次共向永辉超市股份有限公司受让 2.9 亿股公司股份，永辉超市目前共持有公司 21% 股权。通过此次转让，公司与永辉超市签署《战略合作框架协议》，在新零售、社区增值服务与社区物流等方面展开深度合作，帮助公司在网络布局和供应链方面获得长足发展。

图 12：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

2 消费需求驱动市场变革，便利店市场成长空间巨大

2.1 便利超市发展迅速，国内市场仍处发展期

公司所处行业为零售业中的连锁超市行业。我国零售业态经历了几个发展阶段，从最初以国有大型百货业态为主体的单一业态阶段，过渡到以连锁超市为主体的多业态并存，发展至今以便利超市为主的差异化经营更加明显、业态细分更加具体的阶段。公司将零售业态按照经营方式、商品结构、服务功能等因素细分为便利超市、24 小时便利店、中型超市和大型超市。

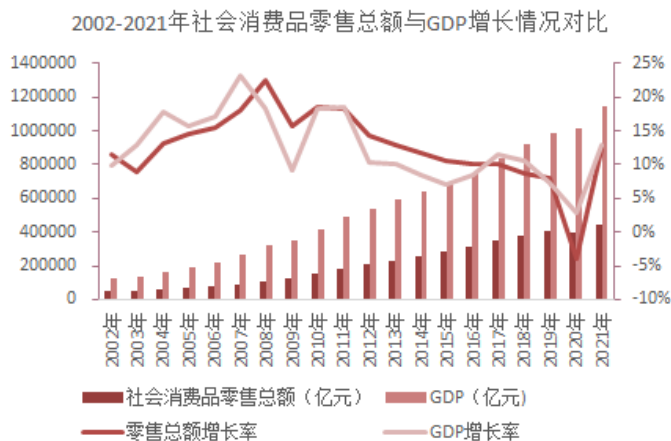
表 1：公司零售业态划分

业态	面积	商品种类	特点
大型超市	5,000m ² 以上	15,000-30,000 种	大众化衣食日用品一次购齐，设停车场，对商圈规模要求很高
中型超市	1,000-5,000m ²	8,000-15,000 种	日常生活必需品，有生鲜经营，对商圈要求较高
便利超市	小于 1,000m ²	1,000-8,000 种	以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主，为消费者提供一站式的便利购物服务，对商圈规模要求不高，商圈可分为住宅区、娱乐区、院校区、商务区、观光区等，分为标准超市和便利店两种业态。
其中：标准超市	200-1,000m ² 左右	4,000-8,000 种	属于便利超市，以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
便利店	200m ² 以内	1,000-4,000 种	属于便利超市，以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
24 小时便利店	200m ² 以内	1,000-2,000 种	营业时间为 24 小时，以速成食品、日用百货为主，有即时消费、小容量、应急性等特点。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

我国社会消费品零售总额随 GDP 增长呈稳定上升态势。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出，要增强消费对经济发展的基础性作用，建设消费和投资需求旺盛的强大国内市场，全面促进消费，并深入推进新零售等增长点。近两年受疫情影响，虽然实体经济受挫，但线下零售开始寻求经营模式转型，并且后疫情时代年轻人也将回归线下消费。种种因素表明我国零售市场仍然有着广阔的市场空间，在拥有大规模消费者的基础上有望迎来新一轮增长。2021 年我国社会消费品零售总额为 440,823 亿元，近 20 年 CAGR 为 11.8%，与 GDP 增速持平，2020 年因为疫情影响同比出现下降，但 2021 年增速反弹至 12.5%。

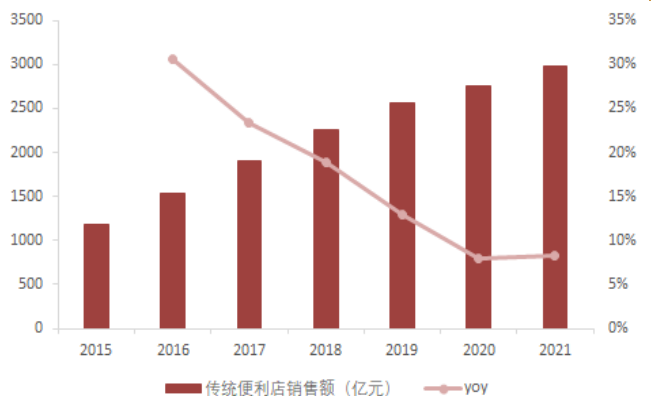
图 13：2002-2021 社会消费品零售总额与 GDP 增长情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

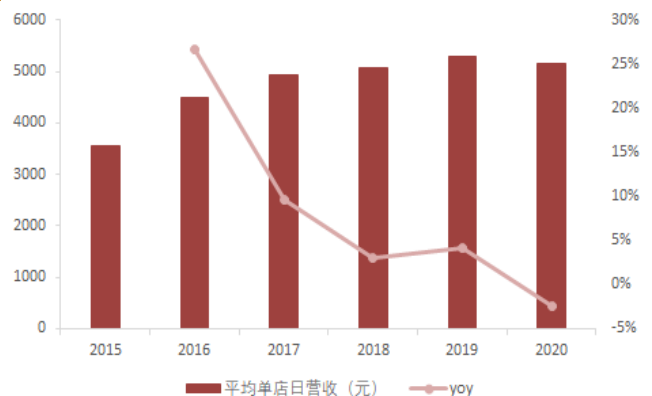
便利超市是消费升级和超市业态发展到一定阶段时出现的必然产物。与传统大中型商超相比，便利超市具有营业面积小、选址灵活、对商圈要求不高、零售网络密集、便利低价等优势。目前国内的连锁便利店主要分为四类：日本店、本土投资店、大型商超迷你店、电商转型实体店，近年来又迎来一大批创新型便利店，其中主要以平台赋能型便利店以及类便利店为代表，平台赋能型便利店指受到互联网企业或其搭建平台赋能的非传统连锁型便利店企业，类便利店指销售品类和服务与便利店相似的小型零售店、生鲜店、水果店、药妆店等。中国连锁经营协会联合毕马威中国发布的《2020 年中国便利店发展报告》显示，2021 年全国传统便利店销售额达到 2988 亿元，尽管受到疫情影响，仍然维持 8% 左右的增速。

图 14：2015-2021 年国内传统便利店销售额



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 15：2015-2020 年国内品牌连锁店平均单店日营收



数据来源：中国连锁经营协会，西南证券整理

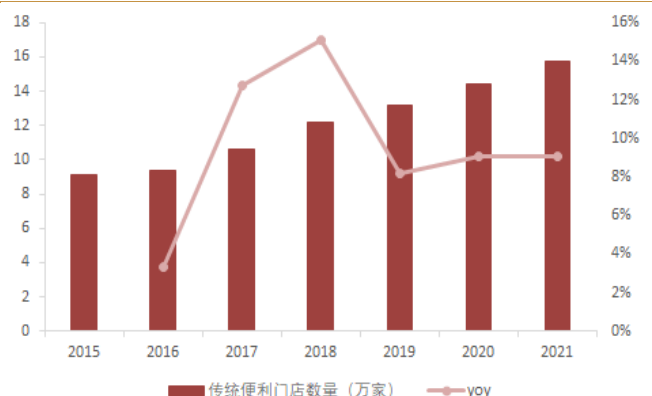
便利店业态逆行业增长。随着国内人均收入提高和家庭平均人数下降，尽管电商的快速发展导致线下实体零售行业日渐凋敝，但具有即时性、便利性、低价性等诸多特点，完美契合当代年轻人消费习惯的便利店业态却始终保持着逆势高速增长。2016 年以来，实体零售销售额复合增长率呈现负增长态势，而便利店零售额增长率在 2016 年达到 31%，之后虽然逐年下滑，但都维持着 10% 以上的增速，远远高于实体零售整体增速。同时便利店门店数也始终保持着正增长，2015-2021 年复合增长率为 9.5%，2021 年门店数已达到 15.3 万家。

图 16：2013-2021 年中国实体零售销售额增速 (%)



数据来源：CCFA，西南证券整理

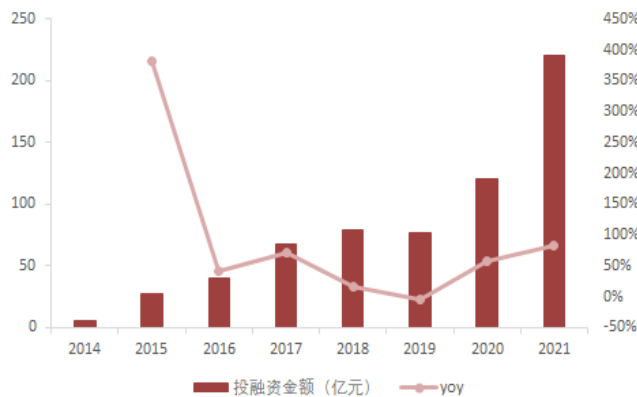
图 17：2015-2021 年国内便利店门店数量



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

投融资金额逐年增长，投融资数量大幅下降。根据艾媒咨询数据显示，便利店行业的投融资金额呈稳定增长态势，从 2014 年的 5.8 亿元增长至 2021 年 220 亿元，复合增长率高达 68.1%。而投融资数量在 2017 年达到最高峰 96 起之后逐年下降，2021 年仅发生了 7 起投融资，原因是随着行业发展趋于成熟，竞争逐渐加剧，中小型便利店因为数量少、覆盖区域小、缺乏创新等原因陆续关停，行业集中度提高，资本逐步向头部企业倾斜。

图 18：2014-2021 年国内便利店投融资金额



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 19：2014-2021 年国内便利店投融资数量



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

2.2 龙头空间广阔，区域优势明显

我国便利店行业竞争格局主要由外资店、本土投资店、电商线下店、大型商超附属店等几大势力构成，目前占据最高市场份额还是以易捷为主的石油系便利店。石油系便利店依托中石油和中石化在全国范围内拥有最多的门店，并且其门店定位清晰、拥有自建供应链体系，运营手段和运营思路也区别于连锁零售便利店，成功路径难以复制。

以罗森为首的一众日本外资店正积极布局中国市场，2020 年罗森已有 3256 家店，全家有 2967 家店，7-ELEVEN 有 2387 家店。在面对本土便利店具有区域密集和长期经营下口碑沉淀的优势时，外资便利店开始进军下沉市场，从北上广等一二线城市开到了地级市等三四线城市，但两者消费能力和购买习惯有所差别，下沉市场还有很大空间等待发掘。

另一大竞争方就是各地的区域性便利店龙头，比如山西的唐久、金虎，四川的红旗连锁，重庆的重百，广州的华润万家等。这些区域性便利店龙头牢牢占据区域性市场，以密集的门店覆盖、多年的口碑积累、全能的服务模式等优势奠定了一骑当先的市占率；但区域性优势也给这些地头蛇带来了相同的难题，专注于本土市场导致了供应链体系的局限性和品牌知名度难以辐射到省外，几乎没有产生全国性品牌。

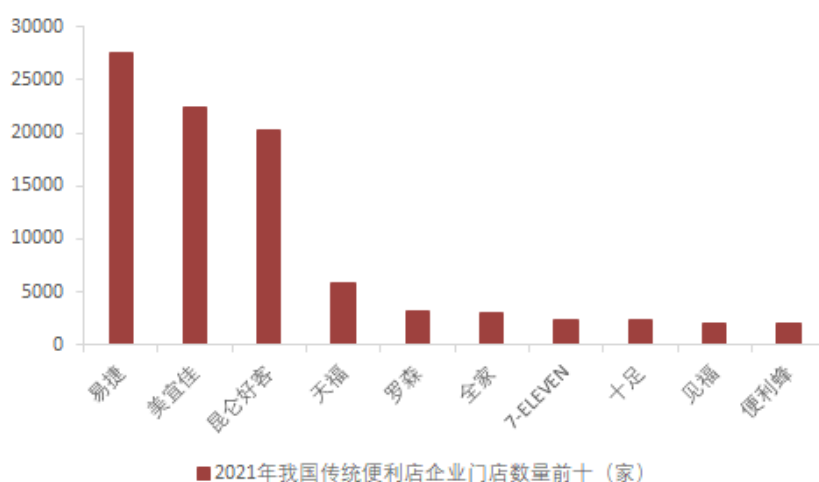
电商线下店正在成为新的趋势，天猫、京东、苏宁等电商巨头都已经开出了自己的线下便利店，通过互联网赋能，形成无人售货、线上下单门店提货、社区团购等新零售业态，在电商红利有见顶趋势的形势下寻求转型。但是半路出家的电商线下店在面对树大根深的传统便利店竞争时闲得力不从心，普遍采用的加盟模式也让门店质量良莠不齐，目前都还在圈地跑马阶段。

表 2：便利店竞争格局分析

便利店分类	代表品牌	优势	劣势
石油系便利店	  昆仑好客	依托加油站开设实现全国性连锁，门店数遥遥领先，有自建供应链体系	加油站外门店铺设推进困难，除区位优势外竞争力不明显
外资便利店	  	已经证明成功的运营模式和成熟的自有供应体系	在下沉市场相较于已经发展很长时间的本土品牌在门店数量和品牌口碑方面竞争力较弱
区域性本土便利店	  	长期根植本土市场多年，省市内门店分布密集，品牌口碑形象深入人心，接地气的服务模式，占据绝对性区域优势	本土供应体系导致全国性扩张困难，品牌知名度局限于省内地区，各地消费习惯不同导致水土不服
电商线下便利店	 	O2O 运营模式，新零售、无人售货等互联网赋能	加盟体系管理困难、相比发展多年的传统便利店竞争力较弱

数据来源：西南证券整理

图 20：2021 年我国传统便利店企业门店数量前十

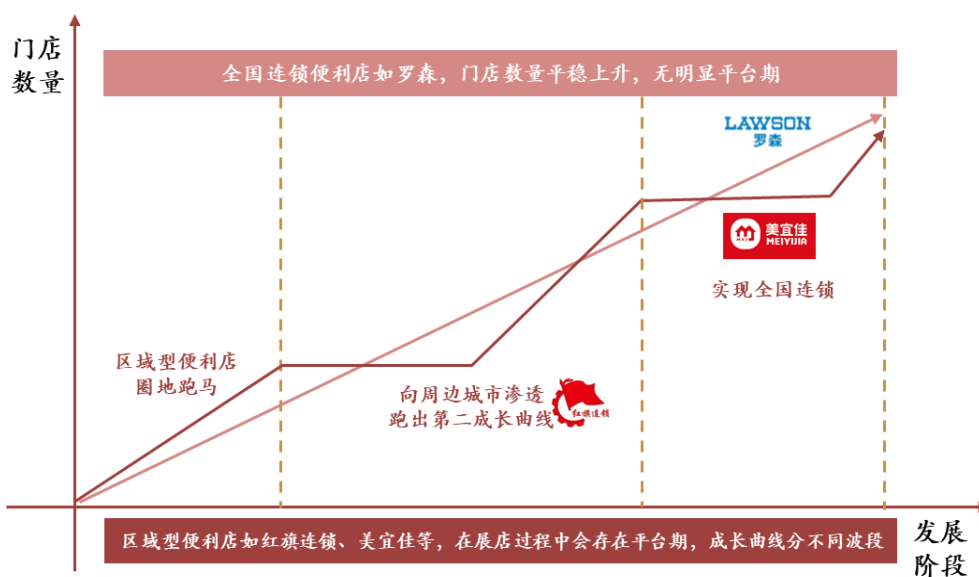


数据来源：CCFA，西南证券整理

便利店发展主要依赖提升单店效益及增加门店数量来驱动，展店方面，区域性本土便利店和全国性连锁便利店呈现出不同的特征：

- **全国性连锁便利店：**以罗森为代表，发展初期便定位为全国连锁，凭借其强大的供应链、物流网络在全国范围内遍地开花。其门店数量稳步提升，不会出现明显的展店平台期，与之对应的是营收规模、盈利能力的长期稳定增长。
- **区域性本土便利店：**以红旗连锁及美宜佳为代表，区域性便利店在发展初期会深耕某一城市、地区，依托地理优势，降低物流等成本，形成区域性的统治力。但该城市展店空间接近天花板时，门店增速放缓，公司发展进入平台期，公司往往会向周边城市进行渗透，形成第二成长曲线。红旗连锁目前正处于第二成长曲线初期，我们认为其近年来频繁收购以及甘肃市场的布局，都将成为其迎来二次高增的强大支撑。

图 21：区域型便利店较全国连锁，发展具有阶段性



数据来源：西南证券整理

2.2.1 罗森：创新经营的日资便利店代表

日资便利店领头羊罗森是第一家进驻中国市场的外资便利店，早在 1996 年就在上海开了第一家门店，目前是国内门店最多的外资便利店品牌，并计划在 2025 年达到 1 万家门店。罗森是包括全家、7-11 在内的一众日资便利店的代表品牌，创始于 1939 年的美国，随后在日本揭开了连锁便利店龙头的扩张序幕。截至 2021 年 12 月末，罗森在全球共拥有 1.9 万家门店，2021 年 3-11 月合并财报显示营业收入为 5224 亿日元，同比增长 5%，净利润为 243 亿日元，为上年同期 2 倍，平均每家店铺的日销售额增长 2%。2021 年 12 月，罗森中国成功收购四川 WOWO 超市股权，顺利进入成都市场，至此，罗森、全家、7-11 三大日资便利店巨头已齐聚成都。

图 22：1996 年上海罗森 1 号店



数据来源：罗森中国官网，西南证券整理

图 23：曾经的 WOWO 超市



数据来源：百度图片，西南证券整理

罗森在日本能够快速风靡离不开对消费市场的精准洞悉。日本家庭平均人口逐年下降、单身比例大幅上升，同时工作时间延长和即食需求的增长带动了便利店业态的蓬勃发展，加之罗森自身的应变和创新能力，逐渐超越 7-11 成为新的便利店龙头。罗森开创了便利店销售速食即食的先河，并且通过持续推出创新自研产品成了爆款打造机，还通过开设 IP 联名门店、提供增值服务营销等营销策略继续扩大着龙头地位。

图 24：罗森发展过程中亮点频出



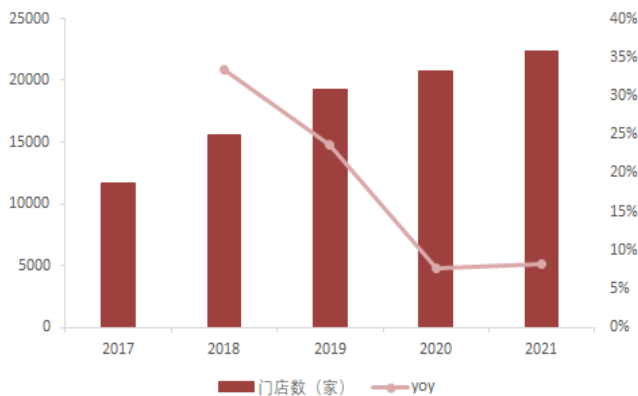
数据来源：罗森中国官网，小红书，西南证券整理

进入中国市场以后，罗森依托成熟的运营模式和供应体系，率先选择在一二线城市开设门店，打响品牌知名度，并且把握住了爆品经济，通过网红种草等形式塑造了年轻高端的品牌形象。但随着一二线城市便利店竞争日趋激烈、市场逐渐饱和，外资便利店已经将目光转向了下沉市场，开始在三四线城市加速开店，罗森预计将在安徽开出百家门店，涵盖合肥、芜湖、马鞍山等皖南地区城市。

2.2.2 美宜佳：率先走向全国的本土便利店代表

美宜佳是东莞市糖酒集团控股的连锁便利店企业，成立于 1997 年，经过二十余年的发展已成为全国性的连锁便利店龙头，截至 2022 年 4 月门店数已达到 2.7 万家，超过昆仑好客位列第二，在全国 200 多座城市都设有门店。

图 25: 2017-2021 年美宜佳门店数量



数据来源：中国连锁经营协会，西南证券整理

图 26: 美宜佳门店分布城市



数据来源：美宜佳官网，西南证券整理

率先走向全国化。本土便利店品牌大多都雄踞一方，各自作为区域性龙头却很难走向全国，美宜佳是第一个进行全国化尝试并已取得卓越成效的区域性便利店品牌。诞生于东莞的美宜佳向省外发展的策略是“稳中求进”，通过建立店铺拓展与营运、采购与供应链、人力与财务等系统的复制能力，在恰当的时机进行跨区域扩张。

图 27: 美宜佳全国性扩张依靠的优势

提高议价能力	自建供应体系	数字化转型	城镇化发展趋势
• 美宜佳的规模优势和对商品的供求信息全面的掌握， • 延伸上下游多领域发展，“自给自足”的经营模式进一步提高议价能力。	• 自建配送仓库和门店配送物流体系， • 深耕区域自建常温配送和冷链配送中心	• 三大核心智能化信息平台：供应链数据化平台、门店智能经营平台、会员精准营销平台 • S2B2C转型，报货、配货、结算自动化	• 美宜佳起步于东莞，独特的城镇化建设奠定了省内发展和省外扩张的坚实基础

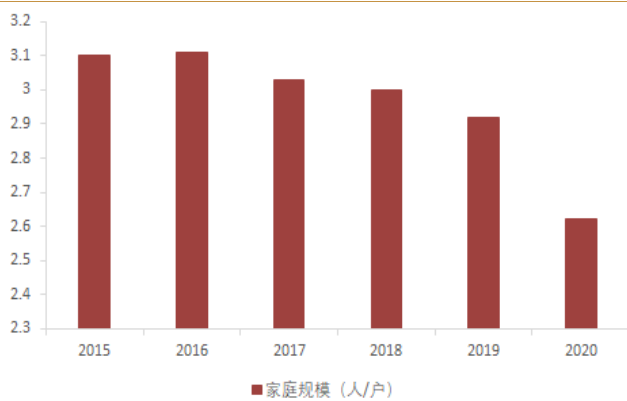
数据来源：西南证券整理

美宜佳董事长张国衡在中国便利店大会上表示，美宜佳正从一个便利店渠道商向服务商转型，过去通过引入上游厂商资源以及对商品、店铺和经营的管理，单纯为消费者提供服务；在新的商业模式中，美宜佳向上游延伸到厂家，在中游直达门店，在下游与消费者形成互动，打造数据化的闭环系统，推出个性化店铺和服务。目前美宜佳可提供金融服务、充值缴费、代收代寄、便民支付、特色服务等五大板块合计 30 余项的便民生活服务，每月服务顾客超过 1.5 亿人次。

2.3 社会结构变化推动行业发展，集中度有望进一步提升

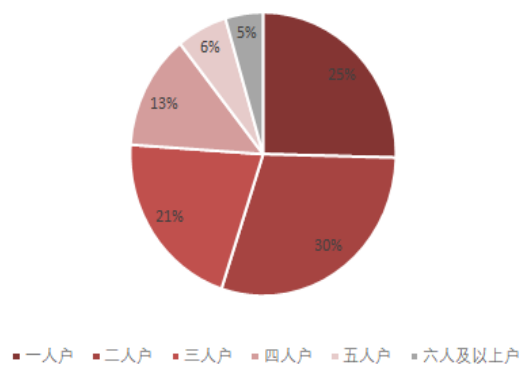
近年来我国社会人口结构持续改变，具体表现为结婚年龄推后、老龄化加剧、平均家庭规模逐年减少等。在生活压力增大和工作时间变长的形势下，年轻人的单身比例大幅提升，独居、“一人食”、丁克开始流行，加之快节奏的工作和生活节奏，随处可见的便利店完美满足当代年轻人的消费需求，加热即食的单人快餐、小包装的蔬菜水果、24 小时营业等特点，契合新的零售市场变化，保持着稳定增长态势。第七次全国人口普查显示，2020 年我国家庭规模已降至 2.62 人/户，大部分是独居单身和没有孩子的年轻夫妻家庭，2020 年我国一人户家庭达到 1.3 亿户，占比 25%，二人户为 1.5 亿户，占比 30%，三人以下家庭规模户数已超过 50%。

图 28：2015-2020 年家庭规模



数据来源：国家统计局，西南证券整理

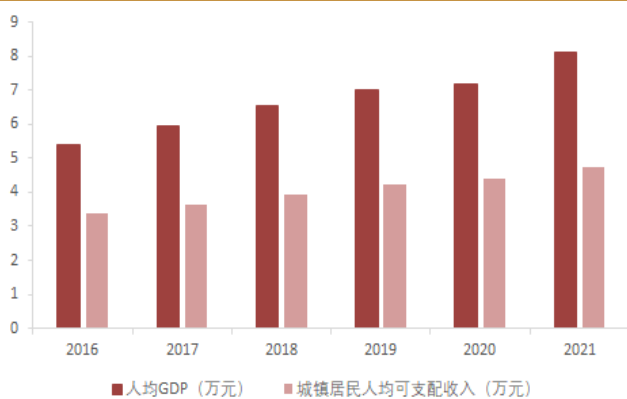
图 29：2020 年我国家庭规模户数比例



数据来源：国家统计局，西南证券整理

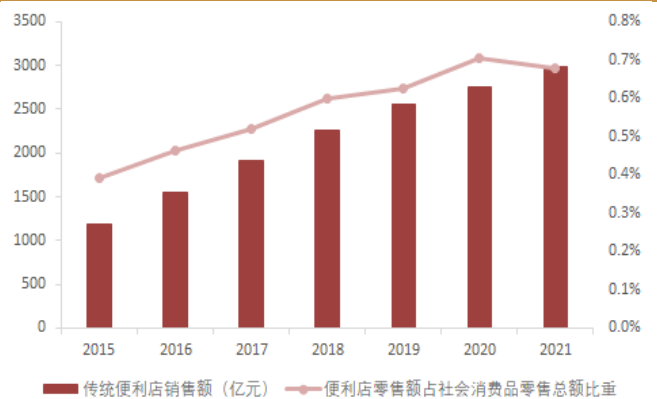
我国国情已到达便利店快速发展阶段。根据其他国家经验，便利店行业在人均 GDP 达到 3000 美元、5000 美元、1 万美元、2 万美元阶段时都会有实质性变化，当人均 GDP 达到 1 万美元时，行业即进入激烈竞争期。2021 年我国人均 GDP 已达到 8.1 万元，城镇居民人均可支配收入达到 4.7 万元，带动市场需求快速增长。在商超、百货等传统零售业态尽显疲态，甚至呈现负增长的形势下，叠加疫情带来的社区团购风潮，便利店业态更为契合经济发展和社会消费需求，正处于行业上升期，近几年便利店零售额占社会消费品零售总额比重逐年提升，2021 年达到 0.7%，未来有望继续提升。

图 30：2016-2021 年我国人均 GDP&可支配收入



数据来源：国家统计局，西南证券整理

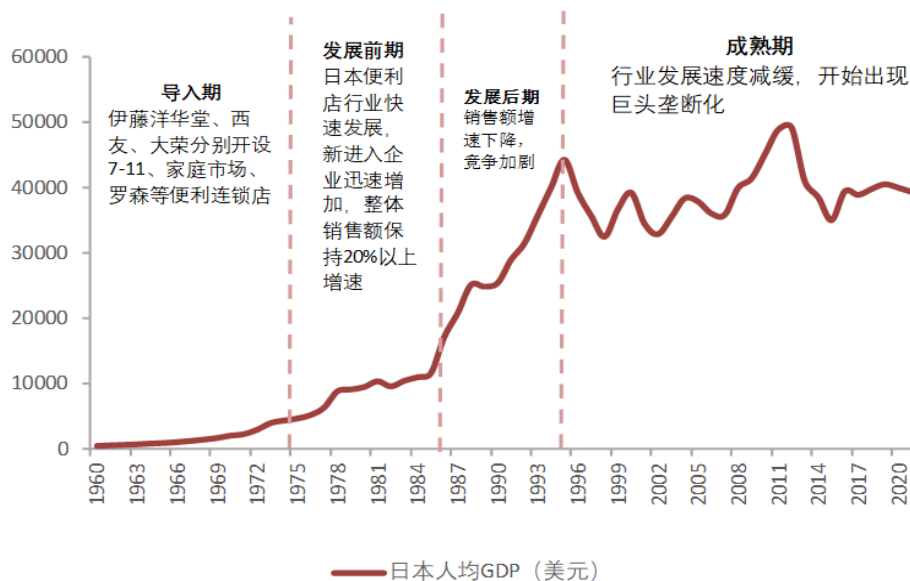
图 31：2015-2021 年我国便利店零售额占比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

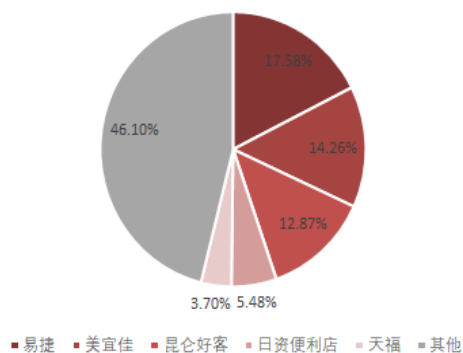
市场集中度有较大提升空间。对比日本已经较为成熟的便利店行业，我国便利店除石油系外仍属于群雄逐鹿的混乱竞争状态，龙头集中度较低，尚未出现全国性的连锁品牌，大多是以省为单位的区域性龙头企业，往往经营多年，凭借密集的门店数和长期积累的口碑在当地拥有最高的市占率。对比我国和日本的便利店龙头集中度，我国门店数前三的易捷、美宜佳和昆仑好客三家共占比 44.7%，其中易捷和昆仑好客都属于石油系；而日本的便利店三巨头 7-11、全家和罗森市场占比达到 93.7%，由此可见我国便利店龙头集中度还有较大提升空间，

图 32：日本便利店发展史



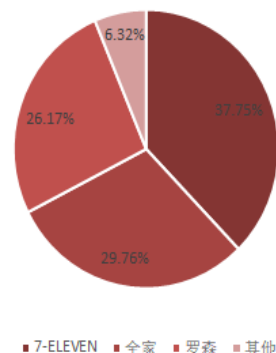
数据来源：Wind，前瞻产业研究院，西南证券整理

图 33：2021 年我国便利店品牌市场份额比例



数据来源：中国连锁经营协会，西南证券整理

图 34：2020 年日本便利店品牌市场份额比例



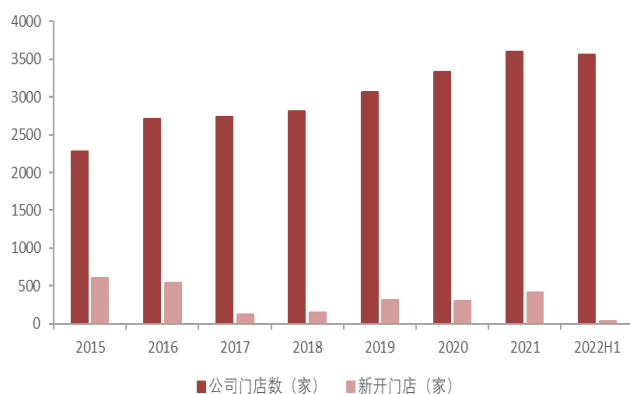
数据来源：日本特许连锁协会，西南证券整理

3 内生外延多措并举，科技赋能加码新零售

3.1 区域龙头，根植成都辐射西南

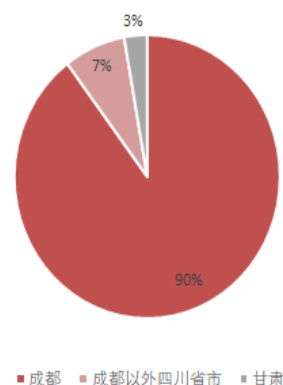
公司门店大部分位于大成都区域。截止 2021 年公司门店总数达到 3602 家，除去 91 家甘肃红旗便利店外大部分在成都 23 个区（市）县，新开门店 412 家，在疫情影响下仍然实现了逆势扩张。新开门店平均培育期在 1 年左右，新门店预计能够在 2022 年为公司带来营收增量。公司在成都地区的龙头优势明显，具备规模效应，为走出核心区奠定了基础和可能性。

图 35：2015-2022 年 H1 公司门店总数及新开门店数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：分地区门店占比



数据来源：公司公告，百度地图，西南证券整理

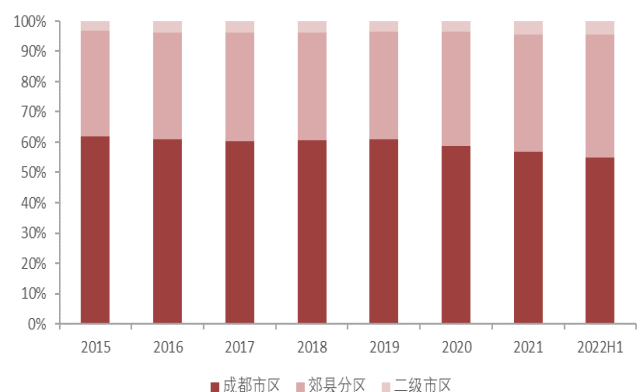
公司确定了以成都为中心向周边地区辐射的发展战略。随着周边城市消费升级，公司开始向成都周边地级市发展，包括绵阳、德阳、眉山、雅安等地。公司门店均为直营模式，2022 年将继续加强四川区域内门店战略布局，努力完成“3 年 1000 家”门店的拓展计划。2021 年公司新设成立了子公司宜宾红旗，布局进一步延伸，川内版图再添一块。分地区来看，成都主城区营收达到 53%，周边郊县 33%，合计达到 90% 左右

图 37：四川地区红旗连锁门店



数据来源：百度地图，西南证券整理

图 38：2015-2021 年公司分地区营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前成都地区本土便利店以红旗连锁为主，门店数最多；第二是舞东风，另一家成都本土区域性龙头，门店数仅次于红旗连锁，有 800 余家门店，包含日用百货、食品烟酒、生活充值等便民服务，与红旗连锁正面竞争，两者经常互相在隔壁开店，但在门店密集程度和规模效应上和红旗连锁存在较大差距。另一些本土品牌如 WOWO 已经被罗森收购，惠民、红艳超市被红旗连锁收购，只剩一些零散的夫妻店和副食店，红旗连锁龙头地位进一步巩固。

外资便利店近年来势头正猛，全家、罗森、7-11 三巨头已经齐聚成都，改变了川内便利店行业竞争格局，外资与本土品牌展开了角逐。目前日资便利店初入成都市场，还处于扩张和圈地跑马阶段，门店数、密集程度和本土品牌有很大差距，且在居民口碑、品牌影响力、产品适应度方面都不具备较大优势，红旗连锁仍然占据着龙头地位。

表 3：成都地区主要便利店品牌分类

类型	品牌名	门店数量	特点
本土品牌	红旗连锁	3000 家左右	深耕本土市场多年，具备规模效应，门店密集、覆盖度高，具备地理优势。品牌口碑好、影响力更大，消费群体包含从年轻人到中老年人各年龄段。自建供应链体系，产品价格较低、品类全。
	舞东风	800 家左右	
	WOWO (已被收购)	300 多家	
外资品牌	7-11	90 家	成熟的运营模式，品牌知名度高，爆款制造机，受年轻人喜爱。独特完善的供应链体系，能够支撑大范围快速扩张。大量自研产品，包括熟食、糕点、速食等，新品推出频率高。
	全家	245 家	
	罗森	106 家	

数据来源：各公司官网，西南证券整理

通过收购实现川内快速扩张。公司在 2015 年先后收购了成都红艳超市、成都互惠超市、乐山四海超市，经营网点得到了进一步扩展，对公司提高市占率、增加营收起到关键作用，填补了公司在雅安、乐山、泸定、康定、江油等部分区域的市场空白，延伸公司服务的地域范围，公司在川内的布局进一步推进。通过多次收购以及持续在川南如自贡、内江开店，公司进一步完善了其在旅游景点、商务区域、社区公寓等的网点布局，网点覆盖更为紧密，在提升供应链效率同时，更有利于红旗连锁践行“您身边的好邻居”理念，便利顾客。

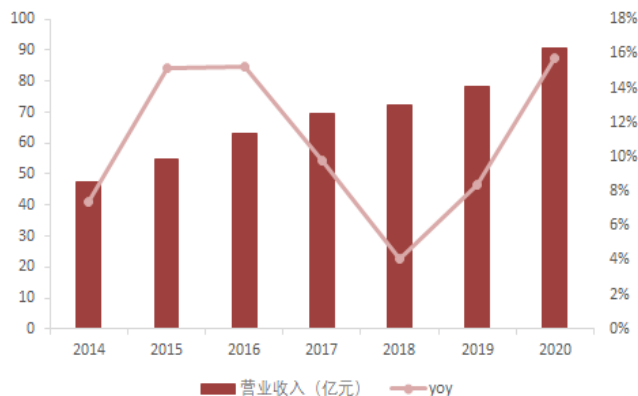
此外，公司在收购的同时，还全面梳理了门店经营情况，对未达到经营目标的门店进行调整，开新店与调整旧店相结合。收购完成之后公司营收有明显提升，但因为门店整合、人员调整以及新店培育等因素，费用端有所承压，随着后续整合完成、展店培育完成，2017 年之后公司盈利能力有显著改善，2015-2018 年营业收入 3 年 CAGR 为 9.6%，归母净利润 3 年 CAGR 为 21.7%，公司毛利率也从 2014 年 26.2% 增长至 2019 年 30.9%。

表 4：收购标的情况

收购公司	收购事件	当期门店数	收购标的
成都红艳超市	2015 年 3 月	144 家	物流配送中心、总部房产和土地使用权以及所有地面附着物及设施设备、运输车辆等，门店使用权及其店内设施、设备所有权等
成都互惠超市	2015 年 7 月	388 家	大丰镇土地使用权及其构筑物，崇州市桤泉镇中和社区房屋，生物资产，超市门店使用权等
乐山四海超市	2015 年 10 月	32 家	超市业务相关资产，包括门店使用权等

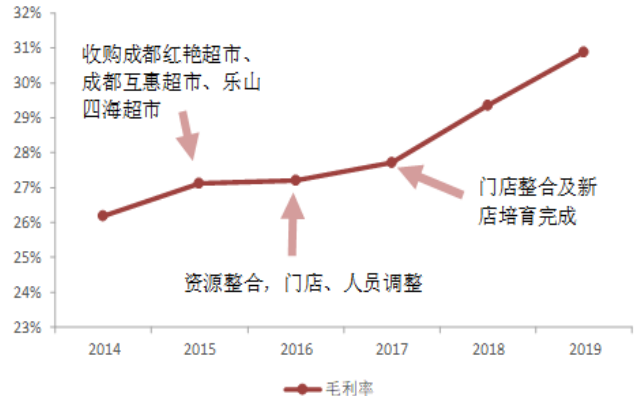
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39: 收购前后营收变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 收购前后毛利率变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

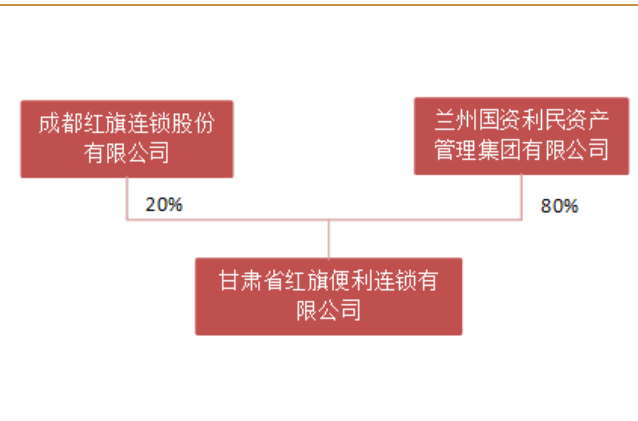
布局甘肃，迈出川外扩张第一步。2020 年公司与兰州国资利民资产管理集团有限公司合资成立了甘肃省红旗便利连锁有限公司，主营批发与零售等业务，与红旗主业经营内容相近。计划 3 年内在甘肃省开设 500 家“红旗便利”门店，截至 2021 年已开设有 91 家。此次合作，红旗连锁以信息管理系统使用权、管理团队和模式、供应链平台输出作价出资 3000 万元，占红旗利民注册资本的 20%。利民资产以现金出资 1.2 亿元，持股比例 80%。布局甘肃市场是红旗连锁川外扩张的第一步尝试，将积累的管理经验和经营体系进行跨省复制，为今后向其他地区延伸奠定基础。

图 41: 甘肃红旗便利开业仪式



数据来源: 百度图片, 西南证券整理

图 42: 甘肃红旗股权结构

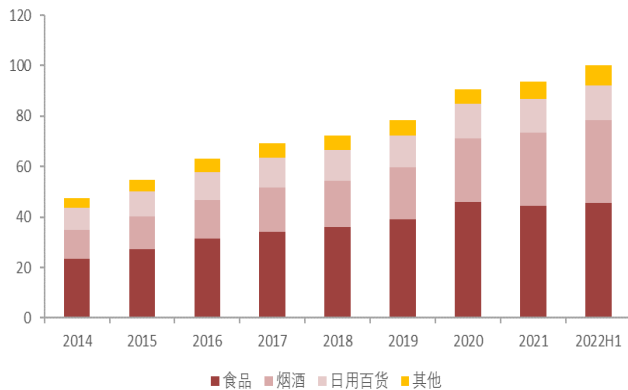


数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 产品结构升级，盈利能力进一步改善

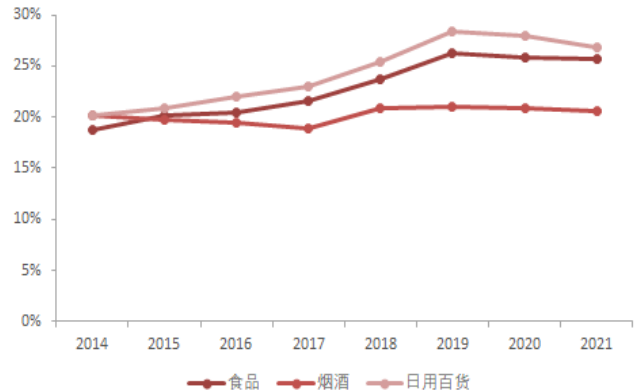
公司便利店主营产品以食品、烟酒、日用百货为主，其中食品营收占比最高，近年来都保持在 50% 左右；第二是烟酒，营收占比逐年提高，从 2014 年 25% 左右增长至 2021 年 30%；日用百货的营收占比逐年下降，从最初 18% 下降至 2021 年 14%。但是从毛利率来看，日用百货的毛利率最高，为 26.8%，食品次之为 25.7%，烟酒毛利率为 20.6%。2020 年因疫情影响，居民囤货意愿强烈，营收有显著增长，2021 年因去年营收高基数，因此增长幅度有所回落，其中食品营收有所下降，烟酒类只能线下购买的产品有所增长。

图 43：2014-2021 年各业务营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

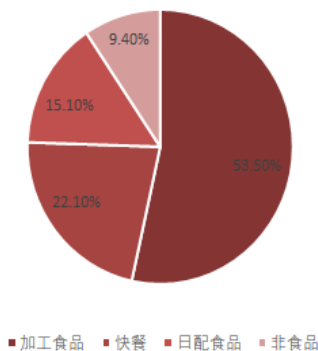
图 44：2014-2021 年各业务毛利率（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

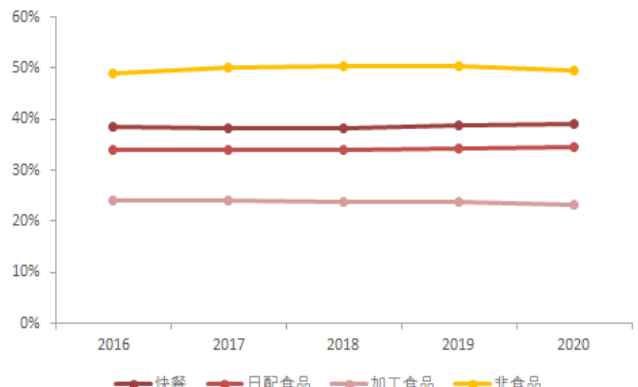
日资便利店以鲜食供应为主。以罗森为首的一众日资便利店经营模式略有不同，主要通过店内鲜食打开市场，而且鲜食毛利率远高于加工食品。罗森、全家、7-11 便利店的快餐和鲜食销售占比接近 40%，鲜食毛利率在 35% 左右。鲜食已经越来越成为便利店差异化竞争的关键，从日配的三明治、饭团、面包到现煮现卖的关东煮、盒饭、拌面，日资便利店已经发展出了自己的自研品牌和供应体系，建立了鲜食工厂和供应链，盈利结构已得到大幅改善。

图 45：2020 财年罗森各产品销售额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2016-2020 财年罗森各产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

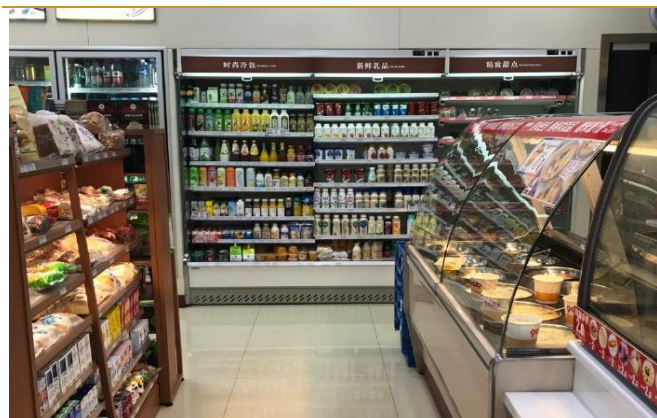
收购 9010，布局快捷食品赛道。2019 年公司完成了对成都玖零壹零企业管理连锁有限公司的收购和资源整合，9010 主营 24 小时便利店，以特色经营为亮点，主推后厨加工成品快餐、中央厨房微波加热食品（如饭团、寿司和三明治等），此次收购加强了公司在商务区业务的拓展和布局，同时加快了公司在快捷食品方面的发展，帮助快速切入鲜食赛道，增加了与日资便利店的竞争优势。

图 47：成都 9010 便利店



数据来源：百度图片，西南证券整理

图 48：9010 便利店内部熟食区



数据来源：百度图片，西南证券整理

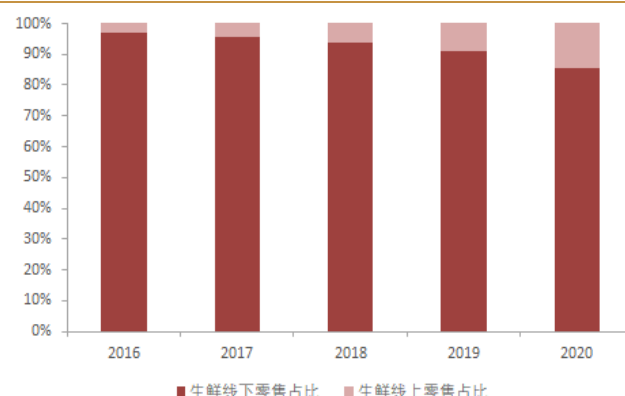
生鲜商品是商超和便利店经营的关键一环，是吸引客流的重要因子。每个人每天都离不开生鲜，因此生鲜商品的市场空间非常大，根据艾瑞咨询数据，2020 年我国生鲜零售市场规模已达到 5 万亿元，预计 2025 年达到 6 万 8 千亿元，CAGR 为 6% 左右。但是因为便利店面积限制，以及生鲜产品对物流供应有很高要求的原因，一般便利店都没有适宜的条件提供生鲜。由此看来，有能力提供生鲜的便利店将能够获取更多客流，更具备竞争优势。

图 49：2016-2025 生鲜零售市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 50：2016-2020 年生鲜零售线上线下占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

与永辉超市战略合作，推动公司生鲜业务和供应体系发展。2017-2018 年，公司实际控制人曹世如及其一致行动人曹曾俊先后通过协议转让的方式将持有的公司股份转让给永辉超市股份有限公司，目前永辉超市持有公司 21% 股份，为公司第二大股东。同期与永辉超市签署了《战略合作框架协议》，在生鲜、物流、定制产品、渠道整合、供应链金融等方面开展深度合作，尤其在生鲜业务赋能的情况下，公司对原有门店进行升级改造，同时开设新的生鲜门店，2019 年已有 160 余家生鲜型便利店，改造后的门店销售额平均增长 30%，提升效果非常显著。目前公司仍在积极推进生鲜门店占比，有望在占比提升后进一步改善公司盈利能力。

图 51：红旗连锁和永辉超市联合打造的售卖生鲜产品的升级便利店

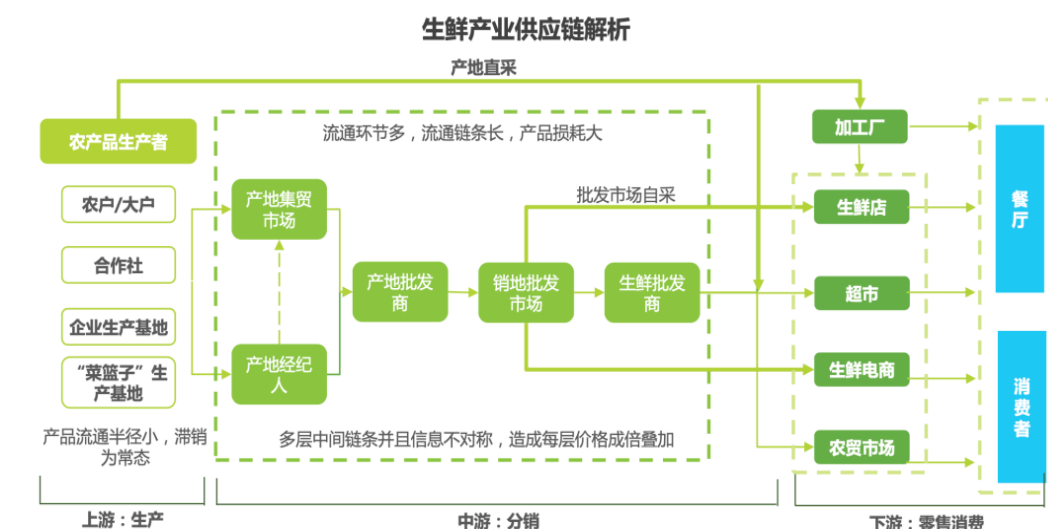


数据来源：百度图片，西南证券整理

3.3 科技赋能加快数字化建设，升级改造智慧便利店

公司作为四川便利店龙头，凭借规模优势，采购量庞大，面对供应商具有较强的议价能力，同时公司加大直采和统采比例，缩小中间价差，改善盈利能力。经过多年发展，公司已与上千家供应商建立了良好的商业合作关系，收购了四川吉百兴食品有限公司，引进永辉超市作为战略投资者之后，永辉超市丰富的供应链资源、以及自建的生鲜基地和配送体系，为公司的生鲜品类运营提供了有效支持。

图 52：生鲜产业供应链



来源：艾瑞研究院自主研究与绘制。

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

加强物流建设投入，保障门店升级转型。目前公司拥有西河、自贡、温江三个物流配送中心，可覆盖四川省内所有门店，实现了大部分商品的统一仓储与配送，温江配送中心还在建设冻库，进一步提升配送效率。有了一整套完善的供应体系，公司在便利店业态的优势将进一步增强，同时为省外扩张提供复制模板，有望解决大部分区域龙头都存在的外延困境。公司存货周转天数由2017年75天下降至2020年69天，但2021年开始为保障疫情期间生活供应公司加大了物资储备，存货周转天数有所上升，预计随着疫情缓解存货周转也将得到逐步改善。

图 53：公司三大配送中心



数据来源：百度图片，西南证券整理

图 54：存货周转天数



数据来源：wind，西南证券整理

科技赋能，大数据与新零售结合帮助高效管理运营。公司建立了一套适合自身的信息化管理系统，“红旗云”大数据平台于2017年正式启用，不仅能有效提高公司后台财务管理和信息化管理水平，还能实现可视化、移动化、动态智能化的数据分析，并以此实现了公司-分场-财务-配送等快速联网，加快商品配送、周转、收银、核算等各个环节的工作效率，提高企业现代化管理水平，为规模化发展提供技术保障。

图 55：红旗云大数据平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

线上线下相结合，打通社区最后一百米。公司与美团、饿了么口碑签署战略合作协议，在线上网店拓展、外卖平台大数据应用渠道、品牌联合营销等展开深度合作，饿了么口碑还为红旗连锁提供包括分钟级即时配送、大数据精准营销及分析、大数据参考线上选品在内的一系列数字化运营能力，以及淘宝、支付宝、高德地图等多渠道营销服务。通过与电商平台合作，公司加码到家业务，打通社区到家最后一百米，线上与实体购物相融合，在电商冲击下摸索出实体零售新的发展道路。

图 56：公司与饿了么口碑战略合作



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 57：美团外卖 APP 上红旗连锁门店

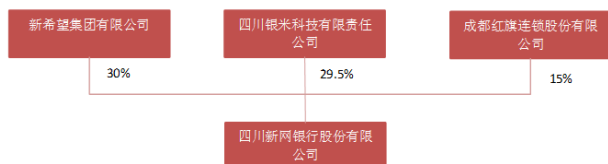


数据来源：实地调研，西南证券整理

3.4 增值服务引流增量客户，公益活动塑造品牌口碑

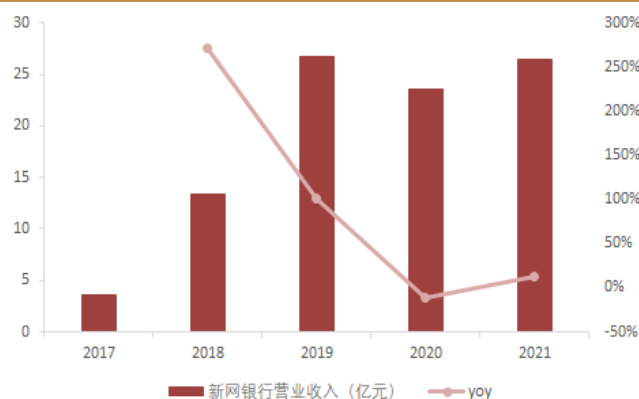
投资新网银行，加码互联网金融。新网银行由新希望集团、小米科技、红旗连锁等企业发起设立，是全国第三家数字科技普惠银行，运用云计算、大数据、人工智能等新一代互联网技术践行普惠金融。目前，新网银行已与多家运营商银行就接入数字人民币达成合作意向，未来将与连锁商超等多种应用场景一道探索数字人民币应用，红旗连锁作为股东有望率先开展数字人民币在门店的实际运用。

图 58：新网银行股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 59：2017-2021 年新网银行营业收入



数据来源：公司年报，西南证券整理

“商品+服务”的差异化竞争策略增强客户粘性。除了销售实物商品，红旗连锁便利店利用密集的门店分布和科技优势，还提供公交卡充值、水电气费代收、彩票代销、学费代缴、停车费代收等 100 余项便民服务，将便利店打造为民生服务平台，带动增量消费群体，提升客户忠诚度。

图 60：红旗连锁提供的增值服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

积极投身社会公益，优秀的品牌形象深入人心。公司连续 18 年上榜四川企业 100 强，积极投身社会公益活动，履行企业社会责任。特别是在新冠疫情期间，公司迅速成立应急工作小组，三大配送中心 24 小时待命，全力保障 3000 多家门店的商品供应，做到了不关门、不断货、不涨价，在抗疫活动中做出了重大贡献。公司品牌形象深入人心，经过多年口碑积累，四川地区龙头地位越发坚实。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司持续推进新门店扩张，2022-2024 年新开门店数为 200 家、250 家、300 家；

假设 2：主营业务盈利能力维持稳定，2022-2024 年食品类毛利率为 25.6%、25.5%、25.5%，烟酒类毛利率为 20.7%、20.7%、20.7%，日用百货类毛利率为 26.7%、26.7%、26.7%。

假设 3：新网银行及甘肃红旗经营状况正常，保持稳定增速，公司 2022-2024 年投资收益分别为 1.4 亿元、1.6 亿元、1.75 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
食品	收入	4446.52	4802.24	5138.40	5446.70
	增速	-3.11%	8.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	25.74%	25.60%	25.50%	25.50%
烟酒	收入	2894.13	3154.60	3406.97	3645.46
	增速	14.38%	9.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	20.64%	20.70%	20.70%	20.70%
日用百货	收入	1335.71	1375.78	1417.05	1459.57
	增速	-1.72%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	26.76%	26.70%	26.70%	26.70%
其他	收入	674.71	735.43	801.62	865.75
	增速	17.34%	9.00%	9.00%	8.00%
	毛利率				
合计	收入	9351.07	10068.06	10764.05	11417.48
	增速	3.29%	7.67%	6.91%	6.07%
	毛利率	29.67%	29.65%	29.69%	29.77%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与红旗连锁业务较为相近的三家公司，主营大型商超的永辉超市、山东地区商超龙头家家悦、多业态零售公司天虹股份，2022-2024 年平均 PE 为 31 倍、21 倍、17 倍。考虑到公司作为四川省内便利店企业龙头，主要布局便利店零售业态，给予 2023 年 16 倍估值，对应目标价 6.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601933.SH	永辉超市	3.46	-0.43	0.07	0.14	0.18	-9.32	47.14	25.57	19.60
603708.SH	家家悦	11.39	-0.48	0.50	0.67	0.85	-34.51	22.51	16.85	13.37
002419.SZ	天虹股份	5.89	0.19	0.25	0.28	0.34	32.48	23.17	20.66	16.71
平均值							-11.35	30.94	21.03	16.56

数据来源：Wind，西南证券整理（股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

5 风险提示

疫情反复对实体零售带来的持续影响、区域内行业竞争加剧、周边省市布局不及预期、新门店扩张不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9351.07	10068.06	10764.05	11417.48	净利润	480.70	513.56	552.26	593.75
营业成本	6576.93	7082.91	7568.54	8018.50	折旧与摊销	166.52	133.50	133.50	133.50
营业税金及附加	49.70	53.51	56.92	60.53	财务费用	72.40	32.53	34.88	36.88
销售费用	2161.33	2315.65	2486.49	2643.15	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	122.95	132.38	141.53	150.12	经营营运资本变动	69.06	-855.53	-23.86	-31.18
财务费用	72.40	32.53	34.88	36.88	其他	247.72	-139.96	-158.00	-176.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1036.40	-315.90	538.78	556.96
投资收益	141.93	140.00	160.00	175.00	资本支出	29.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-437.71	140.00	160.00	175.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-407.82	140.00	160.00	175.00
营业利润	554.43	591.08	635.68	683.30	短期借款	-502.25	628.77	-491.46	-137.31
其他非经营损益	-3.35	-2.31	-2.55	-2.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	551.08	588.76	633.13	680.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	70.39	75.20	80.87	86.94	支付股利	-214.88	-96.27	-102.85	-110.60
净利润	480.70	513.56	552.26	593.75	其他	-666.98	-590.90	-34.88	-36.88
少数股东损益	-0.63	-0.68	-0.73	-0.78	筹资活动现金流净额	-1384.11	-58.40	-629.18	-284.79
归属母公司股东净利润	481.33	514.24	552.99	594.53	现金流量净额	-755.54	-234.30	69.60	447.17
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1241.11	1006.81	1076.40	1523.57	成长能力				
应收和预付款项	276.89	386.59	384.79	416.94	销售收入增长率	3.29%	7.67%	6.91%	6.07%
存货	1664.40	1792.45	1913.34	2028.21	营业利润增长率	-3.87%	6.61%	7.55%	7.49%
其他流动资产	347.09	350.70	354.21	357.50	净利润增长率	-4.76%	6.84%	7.54%	7.51%
长期股权投资	887.06	887.06	887.06	887.06	EBITDA 增长率	4.41%	-4.57%	6.20%	6.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1162.69	1075.14	987.60	900.05	毛利率	29.67%	29.65%	29.69%	29.77%
无形资产和开发支出	206.48	165.06	123.65	82.23	三费率	25.20%	24.64%	24.74%	24.79%
其他非流动资产	1739.74	1735.20	1730.66	1726.11	净利率	5.14%	5.10%	5.13%	5.20%
资产总计	7525.46	7399.02	7457.71	7921.68	ROE	13.05%	12.52%	12.14%	11.80%
短期借款	0.00	628.77	137.31	0.00	ROA	6.39%	6.94%	7.41%	7.50%
应付和预收款项	1440.73	1560.43	1648.54	1754.97	ROIC	35.06%	37.41%	31.89%	34.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.48%	7.52%	7.47%	7.48%
其他负债	2400.82	1108.61	1121.24	1132.94	营运能力				
负债合计	3841.55	3297.81	2907.10	2887.91	总资产周转率	1.37	1.35	1.45	1.48
股本	1360.00	1360.00	1360.00	1360.00	固定资产周转率	7.96	9.00	10.44	12.10
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	应收账款周转率	133.22	148.15	144.70	143.51
留存收益	2280.17	2698.14	3148.28	3632.21	存货周转率	4.45	4.10	4.08	4.07
归属母公司股东权益	3683.91	4101.88	4552.02	5035.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.68	-1.41	-2.19	资本结构				
股东权益合计	3683.91	4101.21	4550.62	5033.77	资产负债率	51.05%	44.57%	38.98%	36.46%
负债和股东权益合计	7525.46	7399.02	7457.71	7921.68	带息债务/总负债	0.00%	19.07%	4.72%	0.00%
					流动比率	1.21	1.49	1.88	2.20
					速动比率	0.64	0.73	0.92	1.17
					股利支付率	44.64%	18.72%	18.60%	18.60%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.38	0.41	0.44
					每股净资产	2.71	3.02	3.35	3.70
					每股经营现金	0.76	-0.23	0.40	0.41
					每股股利	0.16	0.07	0.08	0.08
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	793.36	757.11	804.06	853.68					
PE	15.94	14.92	13.87	12.90					
PB	2.08	1.87	1.69	1.52					
PS	0.82	0.76	0.71	0.67					
EV/EBITDA	6.29	7.00	5.89	4.86					
股息率	2.80%	1.26%	1.34%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn