



成都大运会商超类独家供应商叠加旅游客流增长，有望带动便利店业绩提升——红旗连锁（002697.SZ）投资价值分析报告

● 消费者即时性消费需求增加，便利店有望持续增长

便利店具有距离近、购物方便、经营时间长、服务多样、运营精细化等特点，2023 年 1-2 月份限额以上便利店零售额同比增长 10.0%，始终高于超市等其他零售业态。随着人均 GDP 不断增长，居民价格敏感性有所降低，对便利性、即时性需求增加，同时在我国老龄化人口日益增多、上班族生活节奏加快背景下，便利店能够满足消费者即时性消费需求以及便民服务需求。对比其他国家，我国便利店渗透率仍有较大提升空间。随着旅游恢复，旅游人群的即时性消费需求有望带动便利店业绩进一步增长。

● 短期看，成都大运会举办及旅游恢复有望带动公司业绩提升

2023 年 7 月 28 日至 8 月 8 日，成都将举办第 31 届世界大学生夏季运动会，红旗连锁作为成都第 31 届世界大学生夏季运动会官方供应商（商超类独家），将配合做好大运村及比赛场馆门店开设、销售大运会官方特许商品，保障大运会食品、后勤等相关工作。此外，旅游的恢复以及大运会的举办有望为省内带来大量客流，便利店是最接近消费者的零售业态，客流及门店数量增长，有望带动公司业绩提升。

● 长期看，门店规模持续扩张保障业绩稳健增长

成都市内便利店渗透率仍较低，公司在市内仍有较大扩张空间，随着门店数量的加密，有望进一步提升公司品牌知名度以及形成规模效应。公司门店均为直营，有利于单店模型的打磨，形成标准可复制的开店模板，目前公司已通过管理模式输出在甘肃开设 98 家甘肃红旗便利店，未来有望持续以加盟店形式形成规模化扩张，带动业绩稳健增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 109.87、117.95、126.71 亿元，YOY 分别为 9.65%、7.36%、7.43%；EPS 分别为 0.44、0.47、0.50 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 8.80 元/股，公司估值水平低于可比公司，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

宏观经济增长放缓风险、市场竞争加剧风险、运营成本增长风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,020.09	10,986.91	11,795.17	12,671.38
YOY	7.15%	9.65%	7.36%	7.43%
归母净利润	485.67	595.81	642.78	686.10
EPS	0.36	0.44	0.47	0.50
P/E	17.25	14.11	13.21	12.42

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

商贸零售行业组

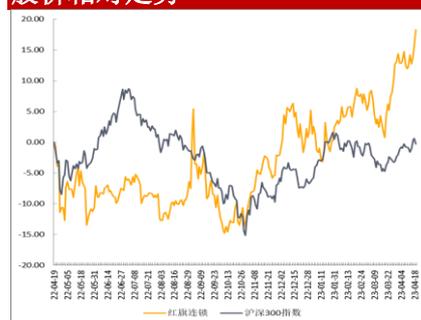
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.4.20

收盘价（元）	6.21
一年中最低/最高（元）	6.47/5.20
总市值（亿元）	84.46
ROE（加权）	3.34%
PE（TTM）	16.74

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1.行业基本信息	5
1.2 行业竞争格局	7
1.3 行业成长空间	8
二、公司主要业务板块经营情况分析	10
2.1 公司主营业务及产品介绍	10
2.2 公司经营业绩情况	11
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	12
2.3.1 规模效应	12
2.3.2 供应链优势	13
2.3.3 “商品+服务”增强用户粘性	13
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	14
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	16
四、公司估值分析	17
4.1 P/E 模型估值	17
4.2 DCF 模型	18
五、公司未来六个月内投资建议	18
5.1 公司股价催化剂分析	18
5.2 公司六个月内的目标价	19
六、公司投资评级	19
七、风险提示	19



图表目录

图 1: 中国人口结构 (单位: 百万人)	6
图 2: 社零增速及网下商品零售总额增速	6
图 3: 按零售业态分限额以上消费品零售额累计增长	7
图 4: 2021 年国内品牌便利店市场份额	8
图 5: 西区前十大零售商市场份额变化	8
图 6: 2021 年各国和地区便利店渗透率	9
图 7: 2021 年各国便利店销售额	9
图 8: 各城市便利店饱和度排名	9
图 9: 成都及全国人均 GDP	10
图 10: 国内便利店门店数量及销售额	10
图 11: 便利店市场规模预测及增速	10
图 12: 公司营业收入及增速	11
图 13: 公司净利润及增速	11
图 14: 毛利率及净利率情况	12
图 15: 费用率变动情况	12
图 16: 公司营业收入构成	12
图 17: 公司主营业务分产品毛利率	12
图 18: 可比公司存货周转率对比	14
图 19: 可比公司应收账款周转率对比	14
图 20: 可比公司总资产周转率对比	14
图 21: 可比公司销售费用率对比	15
图 22: 可比公司管理费用率对比	15
图 23: 可比公司财务费用率对比	15
图 24: 可比公司毛利率对比	15
图 25: 可比公司净利率对比	15
图 26: 可比公司 ROE 对比	16
图 27: 可比公司 PE(TTM)对比	17
表 1: 便利店经营模式对比	8
表 2: 2023-2025 年公司收入预测	16
表 3: 可比公司估值表 (截止 2023 年 4 月 19 日)	17



表 4:DCF 模型估值.....	18
-------------------	----

一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

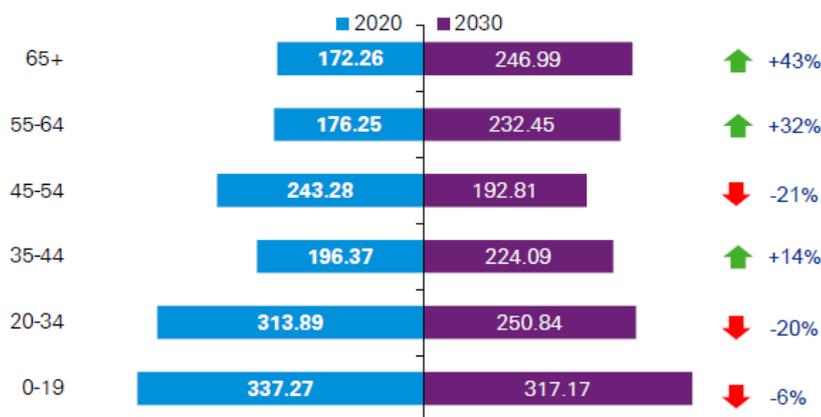
便利店是指以经营即食性商品或服务为主，以满足便利性需求为第一宗旨，采取自选购物方式的小型零售店。按经营模式划分，便利店可分为连锁便利店和非连锁便利店；按区域划分，便利店可分为社区便利店、风景区便利店、商业区便利店、车站便利店等，不同区域便利店的消费者需求存在一定的差异。

与超市、百货商店等大型零售业态相比，便利店具有距离近、购物方便、经营时间长、服务多样、运营精细化等特点：（1）距离近。便利店以满足客户便利性为第一需求，多开设在社区、CBD、学校等人流密集地区，周边人群可就近购物；（2）购物方便。便利店门店面积小，商品数量少，商品陈列简洁，顾客可在短时间内找到所需商品，完成购物过程；（3）经营时间长：便利店经营时间通常为 16-24 小时，顾客可在多数时段进店购买商品；（4）服务多样：除商品售卖外，部分便利店还提供交通卡充值、代收快递、复印文件等便民服务；（5）运营精细化：由于 SKU 少，便利店可对单一商品制定运营规划，通过实时收集顾客反馈并根据反馈信息淘汰销量低的商品，从而提升连锁便利店商品整体销量。

近几年，国务院、商务部等部门多次出台相关文件支持便利店发展。2021 年 7 月，商务部办公厅等 11 部门印发通知，发布《城市一刻钟便民生活圈建设指南》，文件指出，优先配齐基本保障类业态，支持与居民日常生活密切相关的便利店、综合超市、菜市场、生鲜超市（菜店）、早餐店等进社区，在安全、合法的前提下采取“一点多用”、服务叠加等方式发展微利业态，保障生活必需。同时，文件对便利店的发展提出了更为详细的鼓励措施，并特别提到鼓励大企业输出品牌、标准、管理和服务，发展社区便利店。

根据国家统计局数据，2022 年末我国 60 岁及以上人口 2.80 亿人，占全国人口的 19.8%，较 2021 年增加 1,268 万人；其中 65 岁及以上人口 2.10 亿人，占全国人口的 14.9%，较 2021 年增加 922 万人。据 UN population pyramid 预测，到 2030 年，我国 55 岁及以上年龄段的人口数量将比 2020 年上升 38%。老龄化人口增多促使零售行业对购物便捷性提出更高要求，如日本的便利店和自动贩卖机行业在老龄化社会中得到了充分的发展。

图 1：中国人口结构（单位：百万人）

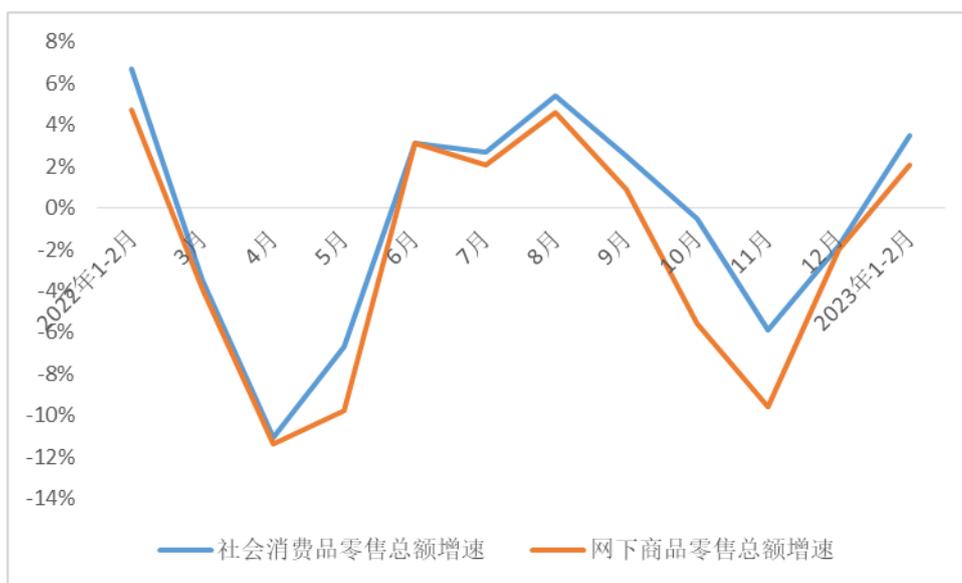


数据来源：UN population pyramid，毕马威，华通证券研究部

近 40 年来，我国家庭人数从每户 4.4 人降低至 2020 年的每户 2.6 人，并且 1.25 亿是单人家庭。家庭人口减少让做饭变得不经济，同时快节奏的生活、懒人经济等，促使预制菜、加工类食品增长，这使得接近消费者办公、生活的商务型便利店、社区型便利店迎来发展机遇。

根据中华全国商业信息中心数据，2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额实现 77,067 亿元，同比增长 3.5%，增速自去年 10 月份首次转正，较去年 12 月份提高 5.3 个百分点。随着接触型、聚集型消费增多，网下商品零售额同比增速由负转正，实现自去年 9 月份以来的最快增速。2023 年 1-2 月份网下商品零售额同比增长 2.1%，增速较去年 12 月份提高 4.1 个百分点。

图 2：社零增速及网下商品零售总额增速

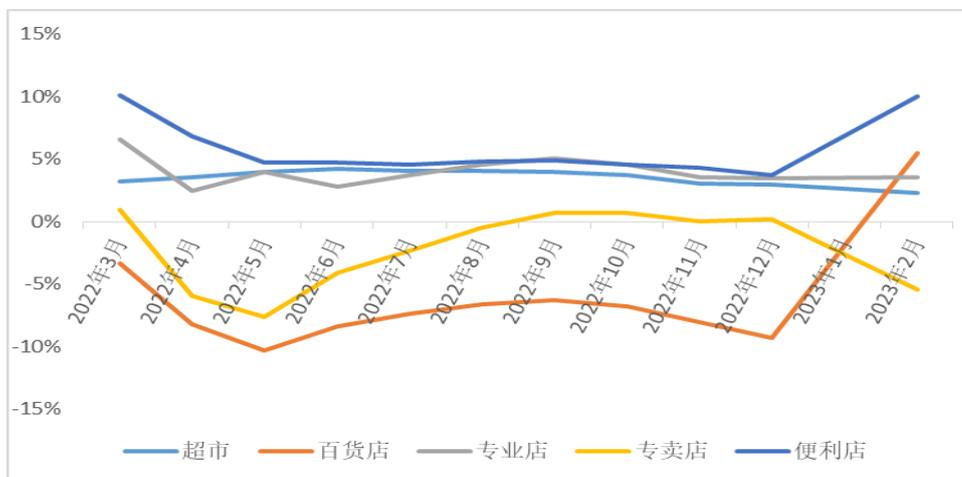


数据来源：中华全国商业信息中心，华通证券研究部

作为最贴近消费者的零售业态，便利店在零售业态中始终保持着良好的增长速度。按零

售业态分，2023 年 1-2 月份限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店、百货店零售额同比分别增长 2.3%、10.0%、3.6%、5.5%，品牌专卖店下降 5.4%。

图 3：按零售业态分限额以上消费品零售额累计增长



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

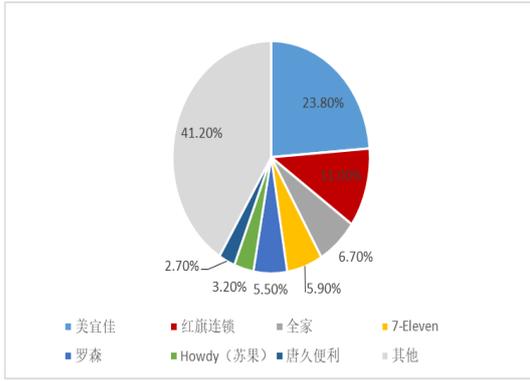
1.2 行业竞争格局

相较于其他销售品类和服务与便利店相似的小型零售店、生鲜店、水果店等类便利店，国内便利店中品牌连锁便利店占比较大，品牌连锁便利店市场规模及密度都保持上升态势，不仅在一线城市保持规模扩张，也不断进入下沉市场。根据《2022 年中国便利店发展报告》，2021 年全国便利店销售额 3,492 亿元，其中品牌连锁便利店销售额 3,050 亿元，增速 12.3%。2021 年全国便利店门店规模达到 25.3 万家，其中品牌连锁便利店 16.3 万家，增速约 13%，门店增速高于销售额增速。

受供应链能力、数字化水平等各种因素影响，在各城市中的跨区域全国性连锁品牌仍然较少，我国各城市中的便利店仍以区域品牌为主。各城市便利店的发展受经济水平、消费习惯、气候条件、营商环境等各方面影响，区域差异性较大，给全国性连锁品牌的发展带来了较大挑战。根据欧睿数据，2021 年品牌便利店中，美宜佳作为全国性连锁品牌占据 23.80% 的市场份额，红旗连锁市场份额为 11.00% 位列第 2。

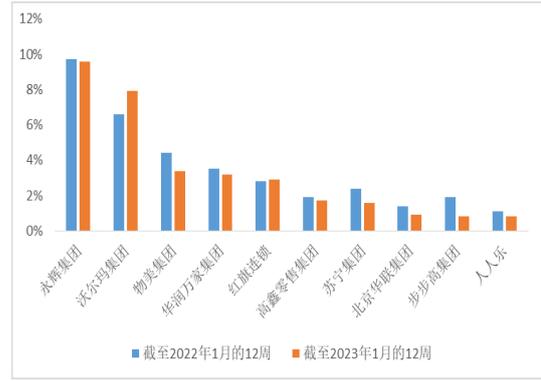
根据凯度消费者指数，截至 2023 年 1 月的 12 周内，西区前十大零售商中永辉、沃尔玛、物美作为前三大零售商共占据 20.9% 的市场份额，市场集中度较低。其中，红旗连锁位列第 5，占据 2.9% 的市场份额，较去年同期提升 0.1 个百分点。

图 4：2021 年国内品牌便利店市场份额



数据来源：欧睿数据库，华通证券研究部

图 5：西区前十大零售商市场份额变化



数据来源：凯度消费者，华通证券研究部

随着便利店行业竞争愈加激烈，主流便利店借助并购、区域加盟等方式实现低线扩张。本土便利店主导门店加盟模式向紧密加盟转变，外资便利店凭借较强的品牌影响力，借助区域大品牌加盟商模式加快扩张。

表 1：便利店经营模式对比

	直营	松散加盟	紧密加盟	区域大品牌加盟商
含义	品牌方为主导，有公司总部直接投资经营，在各地投资设立分公司或子公司的经营管理模式	品牌方对加盟店仅提供不做供货率要求的部门货品的供应服务，无其他深度服务	由加盟方提供店铺资源、承担加盟费、运营成本，品牌方负责质量控制、店铺装修、设备、商品、培训等	品牌方在当地寻找一个大型合作机构，由其作为区域的总品牌加盟者，让其拓展当地门店
优势	管控力最强，是品牌方打磨单店模型的抓手，承载最多核心技术与管理经验，有效抢占高价值点位	品牌方不必付出高额的开店成本，可以快速提升门店数量	品牌方可借助加盟方的资源，快速扩店；拥有运营主导权	强强联合，资源互补；合作模式灵活；拓店速度快
局限	品牌方独自承担开店与运营的全部资金成本；限制拓店速度；品牌方独自承担全部风险	品牌方缺乏运营主导权，导致无法保证统一的标准服务；无法统采统配，形成规模优势；无法沉淀盈利模型，积累经验	对品牌方统一运营能力要求高；前期打磨店型难度大、时间长	合作以双方优势互补为前提，对品牌方与合作方双方的要求高

资料来源：《2022 年中国便利店发展报告》，华通证券研究部

1.3 行业成长空间

2021 年，中国大陆地区便利店单店覆盖人口 7,033 人/店，对比美国、英国、韩国的单店覆盖人口分别是 2,211、1,449、1,059 人/店。销售额方面，2021 年中国大陆地区便利店销售额达 541 亿美元，对比美国、日本、英国便利店销售额分别是 2,779、1,202、580 亿美元，国内便利店仍有较大的发展潜力。

图 6: 2021 年各国和地区便利店渗透率

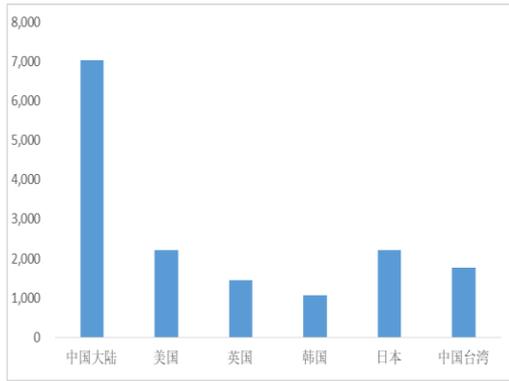
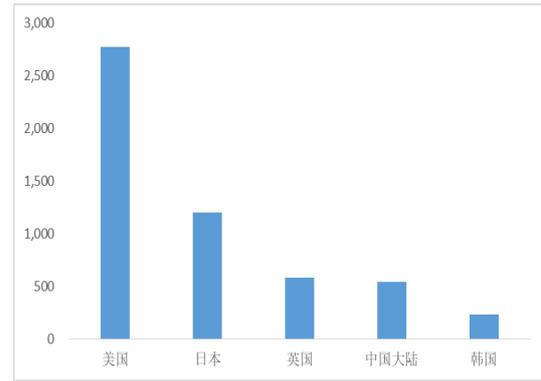


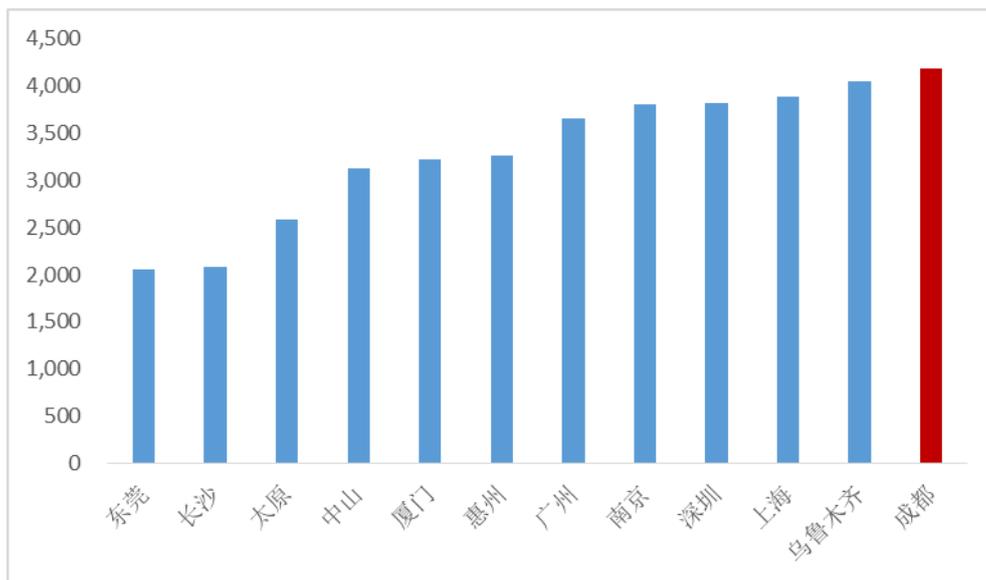
图 7: 2021 年各国便利店销售额



数据来源: 《2022 中国便利店发展情况》, 华通证券研究部

根据中国连锁经营协会数据显示, 在城市便利店饱和度方面, 跟国际上便利店发展成熟的市场相比, 我国绝大多数城市的饱和度远远高于 2,500 人/店, 2022 年成都便利店饱和度为 4,188 人/店, 对比东莞、长沙、太原的便利店饱和度分别是 2,052、2,076、2,587 人/店, 成都便利店渗透率仍具有较大的提升空间。

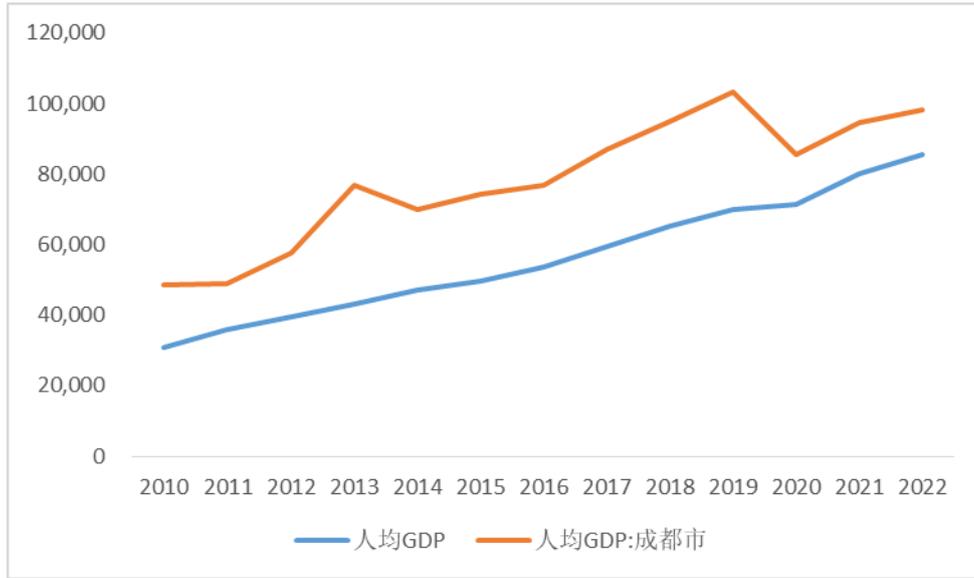
图 8: 各城市便利店饱和度排名



数据来源: 中国连锁经营协会, 华通证券研究部

2022 年, 成都、全国人均 GDP 分别达到 98,149.00、85,698.00 元, 均已超过 1 万美元, 居民对品质消费需求进一步增长, 对便利性、即时性消费需求增加, 便利店作为零售商业领域中最贴近消费者的业态, 具有较好的发展潜力。

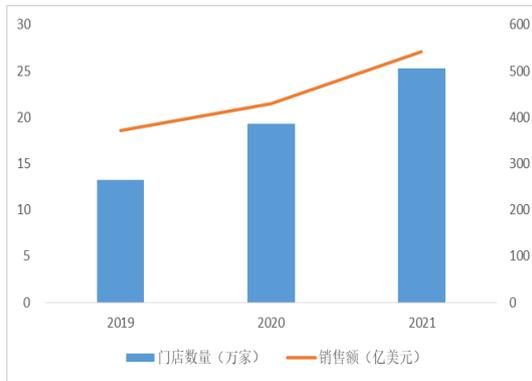
图 9：成都及全国人均 GDP



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

根据《2022 年中国便利店发展报告》，近几年我国便利店门店数量稳步增长，2021 年门店数量 25.30 万家，较上年增长 31.09%。国内便利店渗透率仍有较大提升空间，未来随着门店数量及客流增长，便利店行业增长前景较好。根据欧睿数据，预计 2023 年便利店行业市场规模为 1,562.65 亿元，较上年增长 9.12%，预计 2026 年便利店市场规模将达到 1,988.77 亿元，三年复合增长率将达到 8.37%。

图 10：国内便利店门店数量及销售额



数据来源：中国连锁经营协会，华通证券研究部

图 11：便利店市场规模预测及增速



数据来源：欧睿数据库，华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

红旗连锁创建于 2000 年 6 月，公司主营业务为便利超市的连锁经营，以“方便、实惠、放心”为经营特色，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。公司与上千家供货商建立了良好的互利双赢的商业合作关系，是四川省及成都市“重要生活必需品应急保供重点联系企业”。从全国便利连锁超市细分领域来看，公司的经

营规模、盈利能力也位于同行业前列，为中国 A 股市场首家便利连锁超市上市企业。

2022 年，公司持续对门店进行提档升级，优化门店管理水平和服务意识，同时加快旧店改造，使门店销售额取得稳步增长，公司新开门店 91 家，旧店改造 400 家。截至 2022 年底，公司共有门店 3,561 家。

为了与消费者建立更为密切的链接，公司利用线上业务，打造网店并驱的全渠道通道。红旗连锁以“红旗云”为中心，线下门店为主要依托，线上为经营补充，加大与线上平台的业务合作，同时优化红旗到家业务，探索直播经营业务，提升线上服务。公司将互联网技术与顾客需求不断融合，实现了商品从入库到销售的全面数字化管理。

2016 年 6 月，公司与新希望集团、小米等股东发起设立新网银行，红旗连锁出资 4.5 亿元，占股 15%。新网银行成为继腾讯微众银行、阿里网商银行之后全国第三家、同时也是中西部首家互联网银行。2020 年红旗连锁与兰州国资利民资产管理集团有限公司进行战略合作，以合资方式设立甘肃省红旗便利连锁有限公司。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 3,000 万元，占总注册资本的 20%。截至 2022 年末，甘肃红旗便利店已开设 98 家。公司成功跨省复制经营管理模式，打开向外经营发展空间，未来随着兰州市内门店数量不断增加，有望进一步提升公司品牌知名度，同时增厚公司业绩。2023 年一季度公司投资新网银行和甘肃红旗投资收益共 0.25 亿元，同比增长 17.93%。

2.2 公司经营业绩情况

2023 年一季度公司通过加强内部管理，包括加强门店、配送、公司管理及信息化建设等工作，实现营业收入 25.55 亿元，较上年增长 4.68%，实现净利润 1.41 亿元，较上年增长 15.39%。扣除新网银行和甘肃红旗投资收益后公司主营业务利润同比增长 14.85%。

图 12：公司营业收入及增速

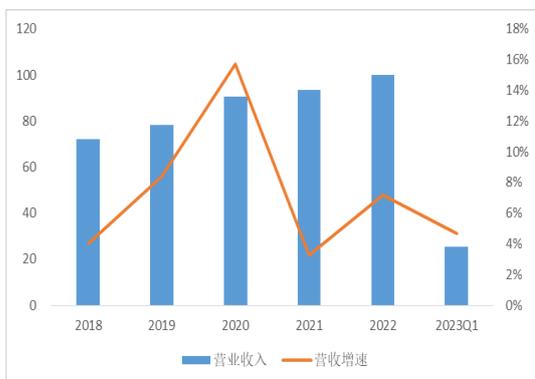
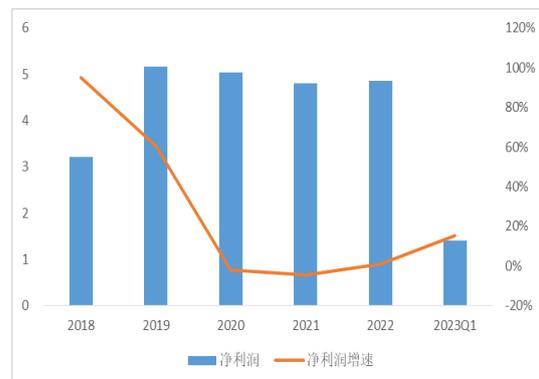


图 13：公司净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司毛利率及净利率基本稳定，2023 年一季度，公司毛利率为 30.03%，净利率 5.52%。公司费用率基本稳定，2023 年一季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别是 22.43%、1.27%、0.67%。

图 14：毛利率及净利率情况

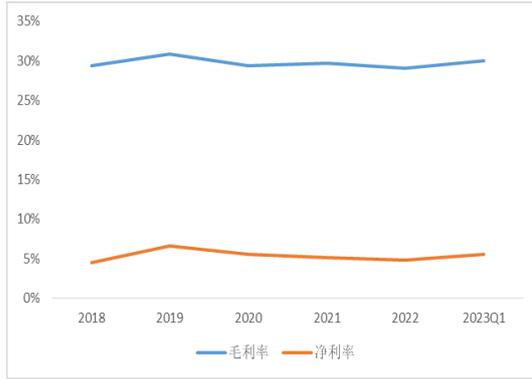


图 15：费用率变动情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

随着公司门店数量增多，公司各项产品销售收入也随之增长，2022 年，食品、烟酒、日用百货、其他业务分别实现营业收入 48.61、30.84、14.02、6.73 亿元，较上年分别增长 9.33%、6.55%、4.95%、-0.21%。公司各产品毛利率基本稳定，2022 年食品、烟酒、日用百货毛利率分别为 25.35%、20.47%、26.75%。

图 16：公司营业收入构成

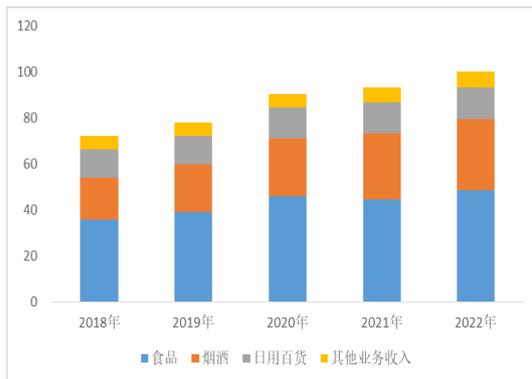
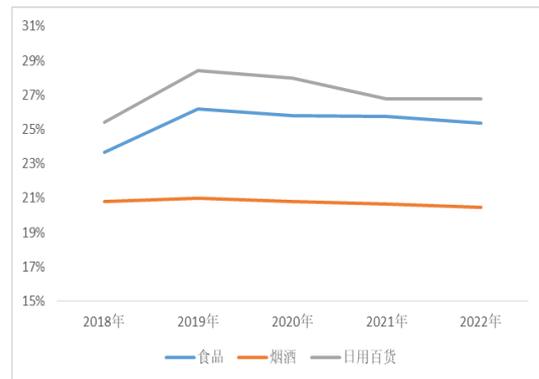


图 17：公司主营业务分产品毛利率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 规模效应

公司在大成都范围及周边市区形成了网络布局优势。公司门店通常选址于所在城市的黄金地段或预计具有良好发展潜力的商圈。一方面，密集的门店网络有助于公司在营销推广、仓储物流、人员调配、品牌宣传等方面产生良好的协同效应，从而降低公司运营成本。另一方面，公司在新开门店时能迅速了解当地消费者的消费习惯、生活方式、需求喜好，从而准确定位，优化商品结构，开展有针对性的营销活动，满足当地消费者需求并获得消费者认同。

除了不断开设直营门店，公司先后收购成都市内竞争对手，包括成都互惠超市、成都红艳超市、乐山四海超市以及成都市玖零壹零。借助多次收购，公司门店销售网络更为完整、辐射能力更强，同时有利于提高物流配送中心效率，降低物流成本，进一步提升公司的市场

竞争力。

此前，公司开在西岭雪山、街子古镇、黄龙溪、洛带古镇等旅游景点的门店一直为游客提供质优价廉的商品。2016 年公司收购红艳超市资产，红艳超市在康定等地开设的门店并入公司，有利于完善公司在旅游景点的布局。四川是旅游大省，而康定作为川西旅游环线的重要景点，也是不少旅客去稻城、亚丁旅游的重要必经之地，红旗连锁的特色土特产不仅可以在总府路店等门店销售，也可以借助康定这个网点销售给全国各地来川旅游的消费者，有利于红旗连锁的知名度传播。此外，随着旅游的恢复，公司业绩有望随之受益。

2.3.2 供应链优势

面对年轻化的客群结构以及多样化的客户需求，打造具有差异化竞争力的商品及运营能力是便利店企业发展的核心竞争力。公司充分运用庞大的门店网络优势，加强农超对接，采购团队深入凉山州、甘孜州、阿坝州等产地直采，有助于降低采购成本，提升产品差异化及产品品质。

2017 年，红旗连锁与永辉超市签署《战略合作框架协议》，随后永辉超市通过股权转让协议，先后获得红旗连锁合计 21% 股份，成为第二大股东。双方在生鲜、物流、定制产品、渠道整合、供应链金融等方面开展深度合作，红旗连锁共享永辉在川供应链，加大门店生鲜品类经营面积，改造后的红旗门店在水果、蔬菜、肉类（净包装）等品类上较丰富，由永辉超市旗下彩食鲜供货。

目前公司有西河、温江两大配送中心，西河配送中心占地近 6 万平方米，日均配送量 2,000 余吨，储存各类商品 30 余万吨。温江天府配送中心日均配送量 1,500 余吨，可储存各类商品达 60 余万吨。两家配送中心能够满足成都中心城区及外围部分区市县配送需求。其中温江配送中心已根据公司发展需求，对冻库、冷链完成了升级改造，目前公司储存和配送尚未达到饱和状态，能够满足公司门店数量增长下的配送需求。

2.3.3 “商品+服务”增强用户粘性

便利店为消费者提供更为人性化、多元化、智能化的服务，不但可以取得额外的衍生服务收入，更是增进用户粘性的重要途径。公司一直坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，通过持续优化商品结构、丰富增值服务内容，为公司带来增量消费群体的同时，也提升了客户忠诚度。公司拥有完整的供应链及配送体系，基于“3 个 5”服务目标，即打造“一刻钟便民生活圈”——“5 分钟到店、5 分钟选购、5 分钟回家”，因而从商品类别到消费方式均与社区团购都有明显区别。

公司利用庞大的市场网络 and 信息技术资源优势，率先致力于多功能便民服务平台建设。目前已开通公交卡充值、电信缴费、电费充值、燃气收费、自来水费代收、邮政速递代收件、

川航里程积分兑换等 80 多项便民服务。2022 年，公司实现增值业务收入 32.87 亿元。随着政策放宽和完善，未来便利店的衍生服务有望进一步拓展。同时面对人口老龄化，公司门店布局能够满足消费者即时性消费需求以及便民服务需求，业绩有望稳健增长。

红旗连锁充分利用大数据、云平台，实现数据分析可视化、移动化、动态智能化。公司目前已上线自助收银、24 小时无人售货服务、人脸识别、掌静脉支付、IMP 综合营销平台、APP、微商城等，逐步上线供应商智能结算系统、红旗自助扫码购，不断满足消费升级的需求。此外，公司已与美团、饿了么等具有竞争优势的线上企业合作，实现线上线下融合发展。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取一般零售中三江购物、中百集团、天虹股份作为可比公司。存货周转率方面，红旗连锁表现平稳，红旗连锁、三江购物、中百集团、天虹股份 2022 年存货周转率依次为 3.98、7.79、5.15、8.43；应收账款周转率方面，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 153.83、131.24、60.80、80.91；总资产周转率方面，红旗连锁处于较高水平，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 1.27、0.80、0.97、0.39。

图 18:可比公司存货周转率对比

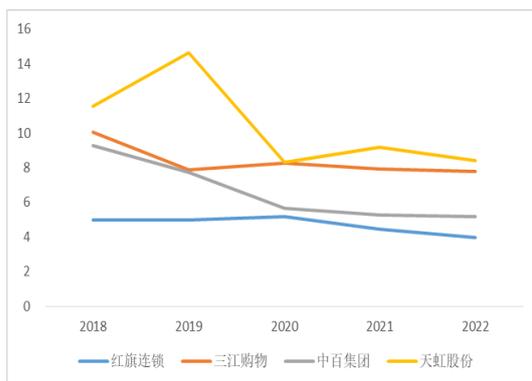


图 19:可比公司应收账款周转率对比

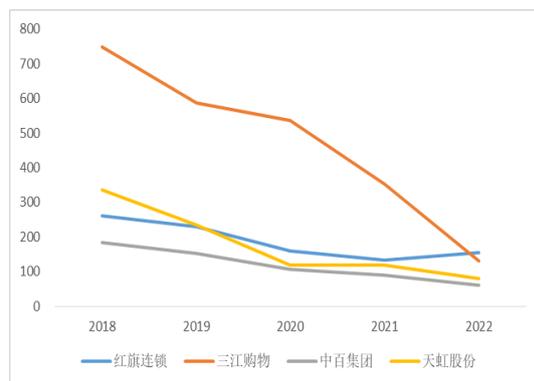
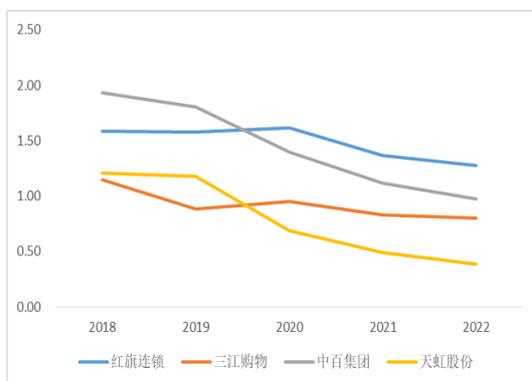


图 20:可比公司总资产周转率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，红旗连锁基本平稳，红旗连锁、三江购物、中百集团、天虹股份 2022 销售费用率依次为 22.28%、20.70%、20.24%、31.91%；管理费用

率方面，红旗连锁管理费用率有所下降，且在可比公司中处于较低水平，上述公司 2022 管理费用率依次为 1.46%、3.68%、4.41%、3.77%；财务费用率方面，红旗连锁财务费用率处于较低水平，上述公司 2022 财务费用率依次为 0.66%、-1.69%、1.10%、2.10%。

图 21:可比公司销售费用率对比

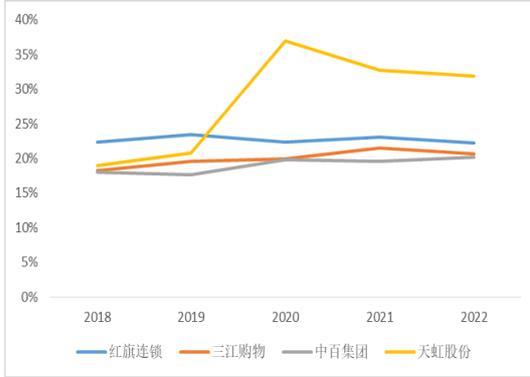


图 22:可比公司管理费用率对比

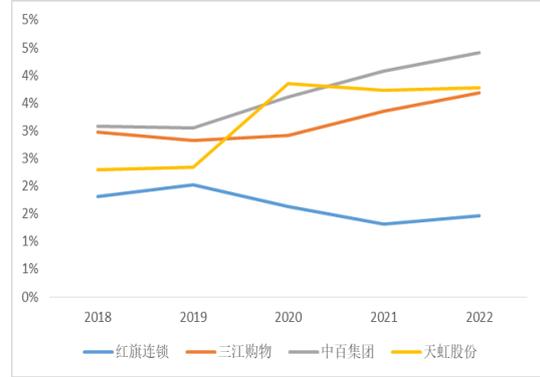


图 23:可比公司财务费用率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，红旗连锁表现平稳且处于可比公司第二位，红旗连锁、三江购物、中百集团、天虹股份 2022 毛利率依次为 29.06%、27.76%、23.94%、36.81%；净利率方面，红旗连锁处于可比公司第一位，上述公司 2022 净利率依次为 4.85%、3.82%、-2.57%、0.99%；净资产收益率方面，红旗连锁 ROE 始终保持在 10% 以上，上述公司 2022 年依次为 12.40%、4.92%、-10.98%、2.95%。

图 24:可比公司毛利率对比

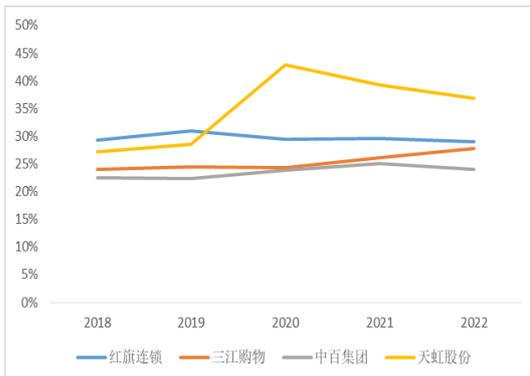


图 25:可比公司净利率对比

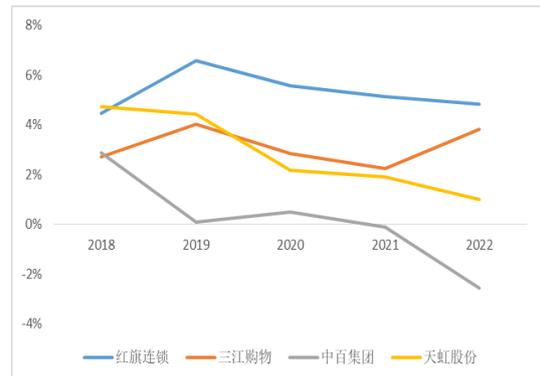
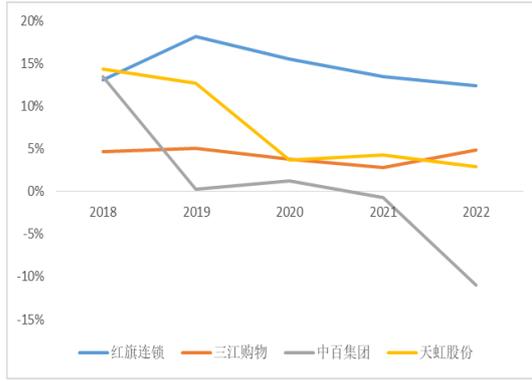


图 26:可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 公司是 2023 年成都大运会商超类独家供应商, 将提供销售大运会官方特许商品, 保障大运会食品、后勤等相关工作。同时, 预计成都大运会举办及旅游恢复将为省内带来大量客流, 便利店能够满足游客即时性消费需求, 随着客流及门店数量增加, 公司业绩有望迎来较快增长。

b. 结合往年数据, 将食品、烟酒、日用百货、其他业务的 2023 年收入增长预测设为 15%、5%、5%、2%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 10%、5%、5%、2%。

c. 结合往年数据, 由于公司毛利率基本稳定, 将 2023-2025 年食品、烟酒、日用百货行业毛利率设定为 26%、21%、27%。

表 2:2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
食品	收入 (亿元)	48.61	55.90	61.49	67.64
	YOY	9.33%	15.00%	10.00%	10.00%
	成本 (亿元)	36.29	41.37	45.50	50.05
	毛利率	25.35%	26.00%	26.00%	26.00%
烟酒	收入 (亿元)	30.84	32.38	34.00	35.70
	YOY	6.55%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	24.53	25.58	26.86	28.20
	毛利率	20.47%	21.00%	21.00%	21.00%
日用百货	收入 (亿元)	14.02	14.72	15.46	16.23
	YOY	4.95%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	10.27	10.75	11.28	11.85
	毛利率	26.75%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	收入 (亿元)	6.73	6.86	7.00	7.14
	YOY	-0.21%	2.00%	2.00%	2.00%
	成本 (亿元)	--	--	--	--

	毛利率	--	--	--	--
合计	收入 (亿元)	100.20	109.87	117.95	126.71
	YOY	7.15%	9.65%	7.36%	7.43%
	成本 (亿元)	71.08	77.70	83.65	90.11
	毛利率	29.06%	29.28%	29.08%	28.89%

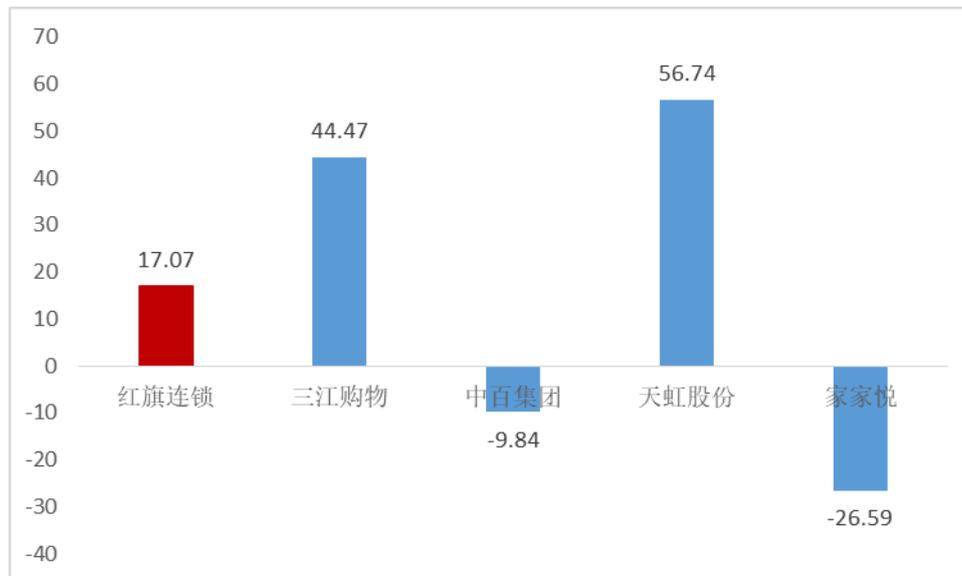
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 109.87、117.95、126.71 亿元，同比增长 9.65%、7.36%、7.43%，净利润分别为 5.96、6.43、6.86 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.44、0.47、0.50 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取一般零售领域三江购物、中百集团、天虹股份、家家悦作为可比公司，以 2023 年 4 月 19 日数据为基准，可看出红旗连锁在一般零售领域 PE (TTM) 处于较低水平。

图 27:可比公司 PE(TTM)对比



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

对比行业均值、行业中值以及可比公司中百集团、天虹股份、家家悦估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 20X-25X，对应股价 8.80 元/股-11.00 元/股为合理估值区间。

表 3:可比公司估值表 (截止 2023 年 4 月 19 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值(整体法)	8.78	0.16	0.13	0.21	0.24	35.83	43.20	26.41	22.96
行业中值	6.43	0.19	0.27	0.32	0.43	20.32	17.27	24.35	17.43
中百集团	4.62	-0.03	-0.18	0.03	0.05	-151.76	-26.00	147.48	89.05
天虹股份	5.83	0.19	0.16	0.21	0.27	32.48	37.56	28.44	21.98
家家悦	12.24	-0.49	0.32	0.53	0.68	-34.51	41.31	24.35	19.10

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.44、0.47、0.50 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 11.73 元。

表 4:DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	1.31	8.91	10.22
组合二	8.00%	4.00%	1.31	11.25	12.55
组合三	8.00%	5.00%	1.31	15.14	16.45
组合四	9.00%	3.00%	1.30	7.29	8.59
组合五	9.00%	4.00%	1.30	8.83	10.13
组合六	9.00%	5.00%	1.30	11.15	12.44
平均					11.73

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

2023 年 7 月 28 日至 8 月 8 日，成都将举办第 31 届世界大学生夏季运动会，红旗连锁作为成都第 31 届世界大学生夏季运动会官方商超类独家供应商，将配合做好大运村及比赛场馆门店开设、销售大运会官方特许商品，保障大运会食品、后勤等相关工作。此外，旅游的恢复以及大运会的举办有望为省内带来大量客流，便利店是最贴近消费者的零售业态，客流及门店数量增长，有望带动公司业绩提升。

成都市内便利店渗透率仍较低，公司在市内仍有较大扩张空间，随着门店数量的加密，有望进一步提升公司品牌知名度以及形成规模效应。公司门店均为直营，有利于单店模型的打磨，形成标准可复制的开店模板，目前公司已通过管理模式输出在甘肃开设 98 家甘肃红旗便利店，未来有望持续以加盟店形式形成规模化扩张。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 8.80 元/股，对应 2023 年 PE 为 20 倍。以 2023 年 4 月 19 日收盘价 6.33 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 39.02% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1.宏观经济方面

宏观经济走势直接影响消费需求的变化，经济稳定增长、居民收入水平稳步提升，有利于零售业的持续快速发展；未来经济增速如果持续放缓，将会影响居民消费信心提升，抑制社会消费需求，从而对行业和公司的发展带来不利影响。

2.市场方面

近年来，随着我国经济高速发展，国内零售行业进入了快速扩张阶段。但零售业也是我国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

3.运营成本方面

随着经济的快速发展，市场竞争加剧，商业物业租赁成本、人员工资及促销等费用支出呈上涨趋势不可避免，公司面临运营成本持续增长风险，对公司经营形成一定压力。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	1,874.92	1,899.71	2,074.02	2,625.63	
应收和预付款项	299.00	331.49	346.31	382.79	
存货	1,909.27	1,996.78	2,208.56	2,321.43	
其他流动资产	224.63	224.63	224.63	224.63	
长期股权投资	983.77	1,120.77	1,260.27	1,398.52	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	1,109.14	1,043.24	977.35	911.45	
无形资产和开发支出	166.74	124.35	81.96	39.57	
其他非流动资产	1,387.31	1,144.74	1,357.00	1,267.00	
资产总计	7,954.78	7,885.72	8,530.10	9,171.02	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	1,636.92	1,661.87	1,876.45	1,921.69	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	2,167.32	1,620.49	1,562.99	1,591.74	
负债合计	3,804.24	3,282.36	3,439.44	3,513.43	
股本	1,360.00	1,360.00	1,360.00	1,360.00	
资本公积	43.74	43.74	43.74	43.74	
留存收益	2,746.80	3,199.62	3,686.92	4,253.85	
归属母公司股东权益	4,150.54	4,603.36	5,090.66	5,657.59	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益合计	4,150.54	4,603.36	5,090.66	5,657.59	
负债和股东权益合计	7,954.78	7,885.72	8,530.10	9,171.02	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	379.43	428.68	470.53	516.60	
折旧摊销	157.05	126.02	126.02	108.29	
净营运资金增加	212.32	-95.05	-12.02	-104.11	
经营活动产生现金流量净额	797.90	431.18	542.07	476.07	
投资活动产生现金流量净额	47.52	-291.87	-254.75	150.00	
融资活动产生现金流量净额	-691.19	-114.52	-113.01	-74.47	
现金净增加额(减)	154.23	24.79	174.31	551.60	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	589.51	633.39	672.78	720.27	
EBITDA	746.56	759.42	798.80	828.56	
NOPLAT	392.67	421.03	450.97	494.92	
税前经营利润	415.30	490.40	538.28	590.98	
EPS	0.36	0.44	0.47	0.50	
BPS	3.05	3.38	3.74	4.16	
PE	17.25	14.11	13.21	12.42	
PB	2.07	1.87	1.69	1.52	
PS	0.86	0.78	0.73	0.68	
PCF	10.55	19.52	15.53	17.68	
EV/EBIT	11.27	10.47	9.61	8.22	
EV/EBITDA	8.90	8.73	8.09	7.14	
EV/NOPLAT	16.92	15.74	14.33	11.96	
EV/IC	2.80	2.36	2.06	1.87	
ROIC-WACC	3.52%	6.59%	4.89%	4.65%	
股息率%	0.23	1.70	1.85	1.42	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	10,020.09	10,986.91	11,795.17	12,671.38	
减: 营业成本	7,108.39	7,769.52	8,364.83	9,010.59	
营业税金及附加	50.95	55.86	59.97	64.43	
营业费用	2,232.77	2,472.05	2,642.12	2,800.38	
管理费用	146.69	153.82	153.34	164.73	
财务费用	65.93	45.14	36.56	40.19	
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
加: 投资收益	104.74	137.00	139.50	138.25	
公允价值变动损益	0.24	0.00	0.00	0.00	
其他经营损益	-0.07	-0.12	-0.07	-0.08	
营业利润	520.28	627.40	677.78	729.23	
加: 其他非经营损益	35.32	34.47	37.46	35.75	
利润总额	555.60	661.87	715.24	764.98	
减: 所得税	69.93	66.06	72.46	78.88	
净利润	485.67	595.81	642.78	686.10	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	485.67	595.81	642.78	686.10	
EBIT	589.51	633.39	672.78	720.27	
EBITDA	746.56	759.42	798.80	828.56	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	29.06%	29.28%	29.08%	28.89%	
三费/营业收入	24.40%	24.31%	24.01%	23.72%	
EBIT/营业收入	5.88%	5.76%	5.70%	5.68%	
EBITDA/营业收入	7.45%	6.91%	6.77%	6.54%	
销售净利率	4.85%	5.42%	5.45%	5.41%	
资产获利率					
ROE	11.70%	12.94%	12.63%	12.13%	
ROA	7.41%	8.03%	7.89%	7.85%	
ROIC	14.65%	17.72%	16.03%	15.79%	
增长率					
销售收入增长率	7.15%	9.65%	7.36%	7.43%	
EBIT 增长率	-0.69%	7.44%	6.22%	7.06%	
EBITDA 增长率	-1.78%	1.72%	5.19%	3.73%	
净利润增长率	1.03%	22.68%	7.88%	6.74%	
总资产增长率	8.09%	-0.87%	8.17%	7.51%	
股东权益增长率	12.67%	10.91%	10.59%	11.14%	
经营营运资本增长率	-50.65%	17.21%	3.99%	23.33%	
资本结构					
资产负债率	47.82%	41.62%	40.32%	38.31%	
投资资本/总资产	29.87%	35.68%	36.75%	34.44%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	1.37	1.41	1.44	1.62	
速动比率	0.76	0.78	0.78	0.94	
股利支付率	3.92%	24.00%	24.19%	17.37%	
收益留存率	96.08%	76.00%	75.81%	82.63%	
资产管理效率					
总资产周转率	1.31	1.39	1.44	1.43	
固定资产周转率	8.82	10.21	11.67	13.42	
应收账款周转率	153.83	153.83	153.83	153.83	
存货周转率	3.98	3.98	3.98	3.98	

数据来源：公司公告，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。