

强烈推荐-A (首次)

天虹股份 002419.SZ

目标估值: 18.0 元

当前股价: 14.01 元

2017 年 05 月 09 日

新零售领先的低估值标的

基础数据

上证综指	3079
总股本(万股)	80020
已上市流通股(万股)	79992
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	58.7%
主要股东	中国航空技术深圳有
主要股东持股比例	43.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	10	6
相对表现	-0	9	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

公司实行“百货+超市+X”的业态, 凭借新零售的提前布局以及线上线下协同的转型举措, 公司未来业绩有望率先反弹, 预计 2017/2018 年净利润增速分别为 18%、12%, 目前估值为 18x17PE, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **业态提前转型, 业绩开始回报。**2017 年第一季度, 公司实现营业收入 47.51 亿元, 同比增长 2.08%; 实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 2.06 亿元, 同比增长 16.99%, 主要原因包括两方面: 一方面, 公司费用得到有效管控, 费用率、费用额同比下降; 另一方面, 公司毛利率水平稳步提升。一季度公司可比店营业收入同比下降 3.75%, 一定程度上是受百货转型及增加体验业态的影响。随着公司增加的体验类业态逐渐释放于市场, 预计 2017 年净利润 6.17 亿元, 同比增长 18%。
- **实施主题编辑, 体验+商品双升级。**1) 重体验: 百货向购物中心转型, 实行生活方式主题编辑。a) 首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”定位于时尚潮酷、活力体验的小型购物中心, 餐饮、娱乐配套等体验业态占比达 50%; b) 深圳君尚 3019 定位为文化、创意、慢生活的发生地, 文艺、工艺作坊、餐饮、娱乐配套等体验业态占比达 70%; c) 深南 SP@CE 超市布局都会生活空间, 让顾客边逛、边吃、边学; 2) 好商品: 通过专业的时尚买手及商品运营团队, 搭建 Rain 系列买手制百货自营平台, 提高品牌时尚度和性价比; 构建五大洲全球直采网络以及生鲜 PC 厂, 保证食材的新鲜度和品质。
- **线上线下全渠道融合, 布局新零售促增长。**目前已经形成“虹领中”APP、微信、微品、定位于“最后一公里配送”的天虹到家服务为一体的线上线下网络, 实现向实体引流。随着公司体验化转型举措, 以及发展线上延伸实体店, 同时在优势区域华南和华中布局, 稳健推进便利店业务,
- **新零售布局领先的低估值标的。**凭借新零售的提前布局以及线上线下协同的转型举措, 公司未来业绩有望率先反弹, 预计 2017/2018 年净利润增速分别为 18%、12%, 目前估值为 18x17PE, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 消费市场疲软风险、新开门店业绩不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	17396	17273	18655	19774	20763
同比增长	2%	-1%	8%	6%	5%
营业利润(百万元)	1760	673	803	908	991
同比增长	132%	-62%	19%	13%	9%
净利润(百万元)	1209	524	617	690	750
同比增长	124%	-57%	18%	12%	9%
每股收益(元)	1.51	0.65	0.77	0.86	0.94
PE	9.2	21.3	18.1	16.1	14.9
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、深耕华南和江西，多业态、全渠道.....	5
(一) 中航控股、期待国改.....	5
(二) “百货+超市+X”的多元业态战略格局.....	5
1、百货为主业，主要布局于华南.....	6
2、购物中心是天虹的利润增长点.....	8
3、便利店稳步推进.....	9
(三) 深耕华南优势区域，毛利率优于行业.....	10
1、以华南地区为大本营，重点拓展华中.....	10
2、毛利率优于行业，期间费用率却低于行业.....	13
二、业态升级，构建全渠道新零售.....	15
(一) 以购物中心为代表的体验化转型.....	15
1、百货、购物中心体验化升级，实行生活方式主题编辑.....	15
2、打造边逛、边吃、边学的体验式超市.....	16
3、商品升级.....	17
(二) 移动互联网化.....	18
1、门店电商化.....	18
2、商品电商化.....	19
(三) 2017 战略主题：新门店+好商品+全渠道专柜.....	20
三、非零售业务发展稳定.....	21
(一) 置业项目结算平稳.....	21
(二) 小额贷款业务稳步发展.....	22
四、盈利预测.....	22

图表目录

图 1: 天虹商场股权结构.....	5
图 2: 全渠道、多业态发展格局.....	6
图 3: 各类产品营收占比.....	6
图 4: 各类产品毛利占比.....	6
图 5: 综合百货门店分布 (%).....	7
图 6: 综合百货及购物中心面积分布 (%).....	7
图 7: 杭州天虹购物中心儿童体验馆.....	8
图 8: 深圳宝安天虹购物中心.....	8
图 9: 新沙购物中心超级大滑梯.....	9
图 10: 国内购物中心首个室内夜宴主题街-Yes!街.....	9
图 11: 微喔便利店外景.....	10
图 12: 微喔便利店内景.....	10
图 13: 深圳和深圳以外地区营收占比.....	11
图 14: 深圳和深圳以外地区营收增速 (%).....	11
图 15: 深圳和深圳以外地区坪效 (元/平方米).....	12
图 16: 深圳和深圳以外地区毛利率 (%).....	12
图 17: 覆盖省市人均 GDP 和可支配收入 (元).....	13
图 18: 2016 年所覆盖省份的 GDP 和零售额增速.....	13
图 19: 公司和市场毛利率.....	14
图 20: 公司和市场净利率.....	14
图 21: 百货和超市毛利率.....	14
图 22: 公司和行业期间费用率 (%).....	15
图 23: 公司和行业销售及管理费用率 (%).....	15
图 24: 民治天虹—花园式购物空间.....	16
图 25: 南昌天虹 COOL+密室娱乐馆.....	16
图 26: 深南 Sp@ce 超市.....	17
图 27: 体验厨房.....	17
图 28: 女杂集合馆 Rain&Color.....	18
图 29: 珠海天虹主题馆.....	18
图 30: 董事长与员工一同配送.....	19
图 31: 天虹到家宣传.....	19
图 32: 天虹跨境电商体验店.....	19
图 33: 自助收银机.....	19
图 34: 天虹 APP“虹领巾”.....	20
图 35: 微信商城.....	20
图 36: 南昌九洲天虹广场.....	21
图 37: 苏州天虹品上中心.....	21
图 38: 天虹金融网站.....	22
图 39: 天虹股份历史 PE Band.....	24
图 40: 天虹股份历史 PB Band.....	24

表 1: 2016 新开的 6 家门店以及关闭的君尚店	7
表 2: 购物中心列表	8
表 3: 便利店列表	9
表 4: 天虹商场拓展全国版图历程	10
表 5: 门店分布	11
表 6: 分区域可比店收入及利润增幅	12
表 7: 江西主要中高端百货公司	13
表 8: 营收预测 (单位: 百万元)	23
附: 财务预测表	25

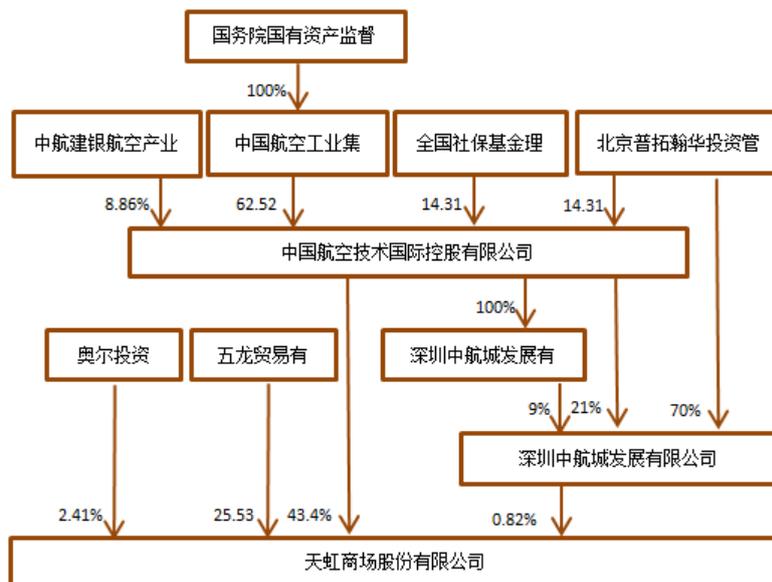
一、深耕华南和江西，多业态、全渠道

(一) 中航控股、期待国改

天虹商场股份有限公司于 1984 年在深圳成立，公司控股股东是中国航空技术国际控股有限公司（简称“中航国际”），持股比例 43.4%。中航国际是一家面向全球的多元化控股企业集团，由中国航空工业集团公司控股。业务涉及航空、国际贸易、电子制造、零售、物业经营与管理、酒店管理等。自 2015 年出台国改文件以来，中航工业集团旗下中航地产于 2016 年 7 月与保利集团筹划地产业务的整合，将所持有的房地产开发业务出售给保利集团，集中资源发展物业资产管理业务，坚持轻资产化发展模式，改善公司资产负债状况，促进业务转型升级，可关注天虹或因国改受益。

第二大股东是五龙贸易有限公司，持股比例 25.53%。其是香港莱蒙国际同集团附属公司。莱蒙国际主要业务包括房地产开发、城市综合体开发与运营。经过 20 多年的发展，它以“立足香港、融合国际、投资中国”的理念发展成为一家跨区域、跨行业的综合性港资企业。与中航国际等企业共同管理天虹商场股份有限公司，历经 33 年，相濡以沫，成为与央企合作的经典范例。

图 1：天虹商场股权结构



资料来源：公司年报、招商证券

(二) “百货+超市+X”的多元业态战略格局

公司形成了“百货+超市+X”经营业态，X指除百货、超市外的其他配套品类，如餐饮、娱乐等即时消费以及电器、加工修理等业务。经过 30 多年的发展，公司顺应消费升级的变化，于 2012 年开始转型，经过一系列变革创新，目前已在综合百货的基础上发展出购物中心与便利店一大一小业态，并通过虹领中、天虹微信、天虹微品形成线上线下

融合的全渠道、多业态协同发展格局。各业务板块高度协同，一次消费可以横跨多个渠道，让消费者随时随地都能买到心仪的商品，获得便捷的服务。

图 2: 全渠道、多业态发展格局

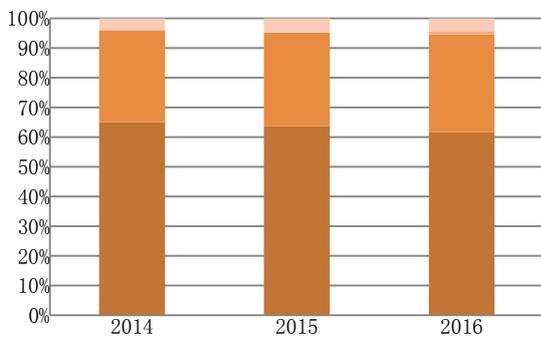


资料来源: 公司年报、招商证券

1、百货为主业，主要布局于华南

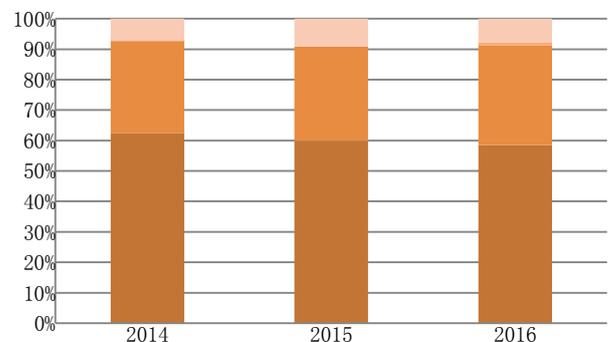
营业收入中百货和超市占比分别约为 60%和 30%。2014-2016 年主营业务收入百货类份额持续减少，从 65%下降至 62%，超市类的份额从 30%上升至 33%。毛利方面，百货份额从 61%下降至 57%，超市类份额从 30%上升到 32%。

图 3: 各类产品营收占比



资料来源: wind、招商证券

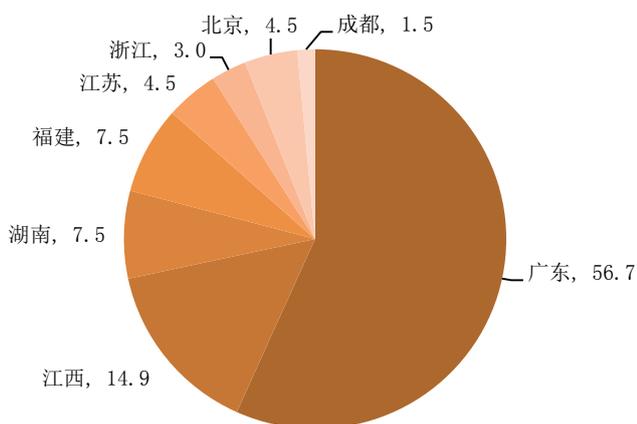
图 4: 各类产品毛利占比



资料来源: wind、招商证券

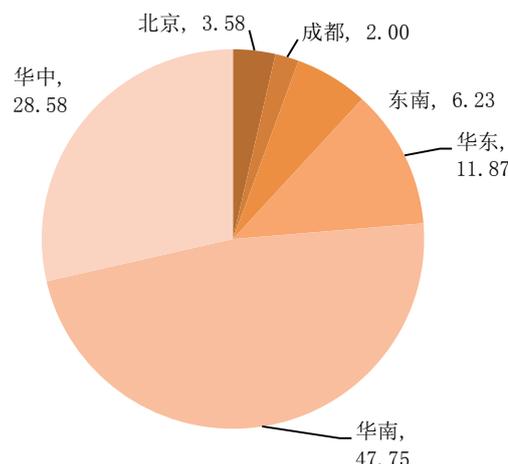
67 家综合百货（天虹+君尚）门店，57%位于广东，15%位于江西，湖南和福建各占 7.5%。综合百货及购物中心面积分布：华南（广东）47.75%，华中（江西和湖南）28.58%，华东（江苏和浙江）11.87%，东南（福建）6.23，北京 3.58%，成都 2%。华南地区占据半壁江山，是天虹大本营，华中区是内陆重要战略区域。

图 5：综合百货门店分布（%）



数据来源：公司年报、招商证券

图 6：综合百货及购物中心面积分布（%）



数据来源：公司年报、招商证券

2016 年公司新开综合百货 5 家、特许经营百货 1 家、购物中心 1 家，继续在优势区域和重点发展区域市场深耕。分别是新开湖南湘潭天虹、南昌 COOL+天虹、珠海天虹、苏州石路天虹、江西共青城天虹（特许经营门店）、君尚 3019。为减少亏损，终止了 1 家“君尚”品牌门店（君尚深南店）的经营。2016 年，11 年开业的虎门天虹、15 年开业的南昌象湖天虹 2 家门店实现扭亏为盈；杭州购物中心、成都高新天虹、深圳松柏天虹、惠州三环天虹等 13 家门店实现减亏。2017 年公司计划开设 6 家门店，老店调整主要在华南和东南。

表 1：2016 新开的 6 家门店以及关闭的君尚店

	地区	公司/门店	成立时间	营业面积 (平米)	物业
新开 门店	湖南	湖南湘潭天虹	2016 年 1 月 16 日	51300	租赁
	江西	共青城天虹	2016 年 5 月 8 日	39000	加盟
	江西	南昌酷加天虹	2016 年 9 月 23 日	33000	租赁
	苏州	苏州石路天虹	2016 年 10 月 19 日	90000	租赁+管理输出
	深圳	深圳君尚 3019	2016 年 12 月 9 日	40000	自有
	珠海	珠海天虹	2016 年 12 月 10 日	40000	租赁
	深圳	深圳新沙购物中心	2016 年 12 月 16 日	106000	租赁
数 关店	深圳	君尚百货深南店	2014 年 6 月 19 日	16962	租赁

数据来源：公司年报、招商证券

2、购物中心是天虹的利润增长点

顺应消费升级，百货体验化转型，购物中心将成为战略业态，目前共有 4 家：宝安购物中心继续实现盈利，杭州购物中心整体实现了减亏，吉安购物中心实现扭亏，新沙购物中心于 2016 年 12 月开业，开业期间单日客流突破 10 万。2017 年储备 5 家购物中心，有 3 家大型购物中心于今年开业，分别位于广东佛山、江西宜春、苏州相城，江西的南昌和鹰潭两地项目也在储备中，预计后年开业。

表 2：购物中心列表

序号	公司/门店	成立时间	店龄(年)	营业面积(平米)	定位	2016 年盈利情况
深圳	宝安中心区天虹购物中心	2013.10.26	3.39	72000	轻松、舒适、自然、满足家庭愉悦感的一站式购物乐园	盈利
浙江	杭州购物中心	2014.6.27	2.73	73049	立足中档，面向年轻时尚人士和家庭消费的购物中心	减亏
江西	吉安购物中心	2014.7.16	2.67	101260	一站式家庭购物休闲首选之地	扭亏
深圳	深圳新沙购物中心	2016.12.16	0.25	106000	畅享欢乐时光的生活中心	开业期单日客流突破 10 万

数据来源：公司年报、互联网、招商证券

图 7：杭州天虹购物中心儿童体验馆



数据来源：联商网、招商证券

图 8：深圳宝安天虹购物中心



数据来源：互联网、招商证券

新沙购物中心——“畅享欢乐时光的生活中心”。2016 年 12 月开业的深圳新沙购物中心坐落于沙井，沙井是深圳的工业重镇，打工人员占主流，人口密集，消费力不高，客单价低，引进高频次消费品牌，比如优衣库，迪卡侬。这里有沙井第一个星巴克、第一个优衣库，宝安区第一个迪卡侬。高峰期客流达 20 万，日常客流 3 万。

图 9: 新沙购物中心超级大滑梯



数据来源: 互联网、招商证券

图 10: 国内购物中心首个室内夜宴主题街-Yes!街



数据来源: 互联网、招商证券

3、便利店稳步推进

2014 年公司收购万店通进军便利店, 截止 2016 年底共有便利店 157 家, 包括 56 家微喔便利店、101 家万店通, 主要布局在广东和厦门。并开设了 1 家生活超市, 与深圳邮政合作, 以“零售+24 小时政务(粤卡通、社保等)+邮政业务”跨界联合的新模式实现低成本拓展。

2016 年 12 月, 因调整便利店业务布局, 公司决定注销江西微喔, 同时停止江西微喔旗下 18 家便利店的经营。南昌的市场处于初级阶段, 对便利的需求在浅层次, 更多是价格为主导的市场, 而便利店弱化了对价格的要求, 其对城市要求的消费能力、年轻客群增量要求较高。

表 3: 便利店列表

	2014	2015	2016
微喔便利店	5	>25	56
万店通	153		101
合计	158	166	157
华南	158	155	136
厦门		6	21
南昌		5	

数据来源: 公司年报、招商证券

天虹经营超市近 32 年, 健全的商品库、强大的供应商资源, 是发展天虹“微喔”便利店的信心保障。便利店定位“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”。主打商品为速食品、饮料以及日常用品, 直采商品以果蔬类为主。关东煮和先做咖啡、豆浆等销量较高。

众多有特色的社区服务是亮点。门店为顾客提供 Wifi 接入，以实现网上天虹、天虹微信购物的功能。同时店内提供多种金融服务功能，顾客可以在 ATM 机上提现、缴交公共事业费用、银行开卡、证券开户、购买理财产品等。其他的服务包括家政服务、冲印照片、提供卫生间等。

线上线下融合，解决全渠道最后一公里问题。通过天虹网上购物平台，扩充品类建立线上卖场，改变现有产品结构。通过微信扫码购的形式，实现 48 小时提货或 72 小时送货上门服务。

图 11: 微喔便利店外景



资料来源：互联网、招商证券

图 12: 微喔便利店内景



资料来源：互联网、招商证券

(三) 深耕华南优势区域，毛利率优于行业

1、以华南地区为大本营，重点拓展华中

公司成立 20 年之际，选址江西南昌，迈开异地连锁经营步伐。截至 2016 年底，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 21 个城市。

表 4: 天虹商场拓展全国版图历程

时间	城市	地区	事件
1984 年 5 月 2 日	深圳	华南	天虹商场注册成立
2002 年 10 月 1 日	南昌	华中	江大天虹开业，迈开异地连锁经营的步伐
2003 年 9 月 12 日	厦门	东南	汇腾天虹开业
2006 年 9 月 28 日	嘉兴	华东	嘉兴天虹开业
2008 年 12 月 6 日	长沙	华中	芙蓉天虹开业
2009 年 4 月 24 日	苏州	华东	金鸡湖天虹开业
2009 年 4 月 25 日	北京	北京	宣武天虹开业
2010 年 6 月 1 日			于深交所上市
2012 年 11 月 29 日	成都	成都	高新天虹开业

敬请阅读末页的重要说明

2013年1月24日	东莞	华南	天虹企业大学——天虹商学院挂牌成立
2013年10月26日	深圳	华南	首家购物中心宝安中心区天虹购物中心
2014年7月18日	深圳	华南	首家便利店“微喔”
2015年7月31日	深圳	华南	首家跨境电商体验店开业

数据来源：公司官网、招商证券

综合百货 67 家，38 家都位于广东，占有所有门店的 57%，华中地区江西经营 10 家百货，次于广东，占比 15%。购物中心 4 家，2 家位于广东，其余 2 家分别位于江西和杭州。便利店 157 家，136 家位于广东，占便利店总数 87%，其余 13% 位于福建。

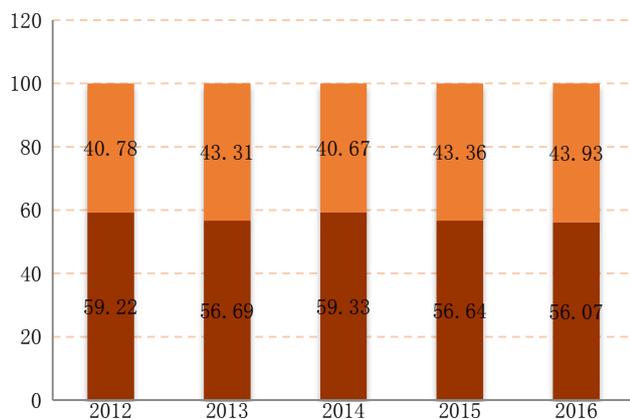
表 5: 门店分布

	广东	江西	湖南	福建	江苏	浙江	北京	成都	合计
综合百货	38	10	5	5	3	2	3	1	67
“天虹”门店	34	10	5	5	3	2	3	1	63
“君尚”门店	4	0	0	0	0	0	0	0	4
购物中心	2	1	0	0	0	1	0	0	4
便利店	136	0	0	21	0	0	0	0	157
合计	176	11	5	26	3	3	3	1	228

数据来源：公司年报、招商证券

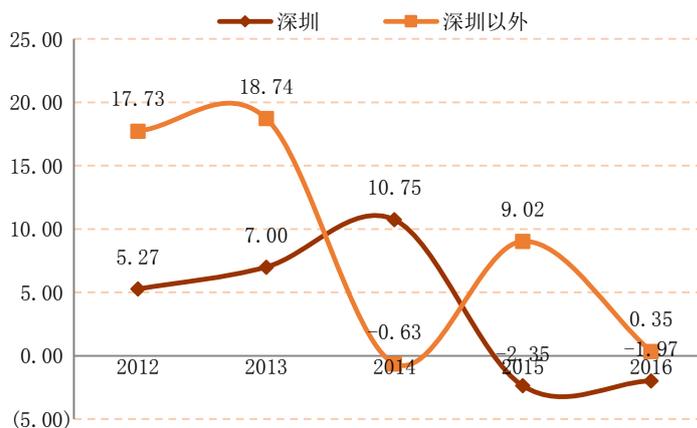
华南地区是公司经营的优势区域，深圳地区坪效和毛利优于外埠。深圳地区的毛利率显著高于埠外区域，2016 年深圳地区毛利率 25.32%，深圳以外地区为 22.28%。深圳地区坪效为 8312 元/平方米，深圳以外地区为 5951 元/平方米。“创客之都”深圳集聚了众多新兴科技、创意产业，拥有对新事物快速接受的能力，消费水平比较高。

图 13: 深圳和深圳以外地区营收占比



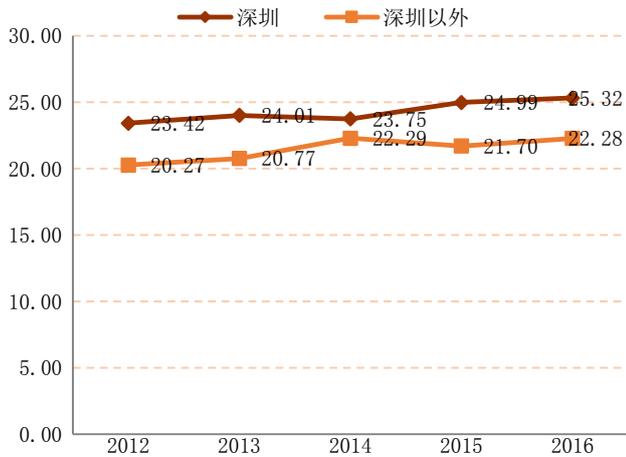
数据来源：wind、招商证券

图 14: 深圳和深圳以外地区营收增速 (%)



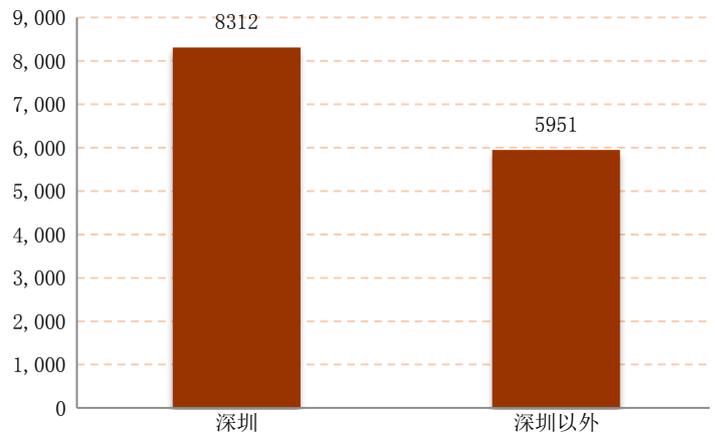
数据来源：wind、招商证券

图 15: 深圳和深圳以外地区坪效 (元/平方米)



数据来源: wind、招商证券

图 16: 深圳和深圳以外地区毛利率 (%)



数据来源: wind、招商证券

华中地区是公司的重点拓展区域, 业绩增速快。2016 年华中区可比店收入同比增长 0.51%, 可比店利润总额同比增长 31.76%, 而华南区、东南区和华东区可比店收入及利润总额均下降。君尚店收入同比下降 3.08%, 但是利润总额比去年翻了一番。购物中心是利润增长点, 可比店收入同比增长 7.04%, 利润总额同比增长 621.30%, 约为 2015 年的利润总额的 7 倍。

表 6: 分区域可比店收入及利润增幅

区域	可比店收入同比增幅 (%)	可比店利润总额同比增幅 (%)
华南区	-2.16%	-0.14%
华中区	0.51%	31.76%
东南区	-9.27%	-30.51%
华东区	-9.78%	-4.87%
北京	-10.48%	16.06%
成都	-7.70%	49.14%
君尚	-3.08%	102.68%
购物中心	7.04%	621.30%
合计	-2.94%	9.73%

数据来源: 公司年报、招商证券

公司拓展江西的原因: 竞争优势以及经济增速较快。

- 江西真正有实力的竞争对手不多, 目前江西定位于中高端百货的公司有 5 家, 数量尚不算多, 还有市场拓展空间。天虹进入江西市场较早, 拥有的分店较多, 辐射范围较广。公司供应链组织能力、管理能力, 包括在当地对人才的获取能力具有一定优势。因此天虹在江西加速拓展, 在竞争对手布局之前构建市场格局、抢占优势区域。

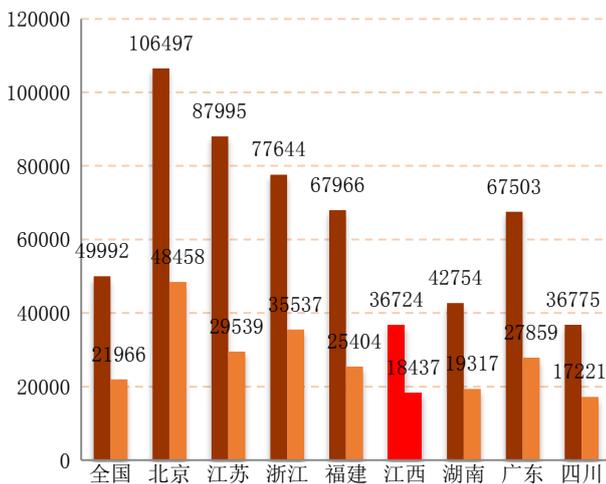
表 7: 江西主要中高端百货公司

商场名称	简介	分店个数	最早进入时间
南昌百货大楼	南昌百货大楼集团公司于 1997 年 11 月份成立，是江西省目前规模最大、综合实力最强的商业流通企业，也是全国百家大型商业零售企业之一。	>3	1997
天虹商场	天虹商场股份有限公司开辟的华中重点区域	10	2002
南昌百盛	金狮集团于 1987 年创立的，马来西亚百货店最大、最成功的零售连锁集团	2	2003
万达广场	万达商业是全球最大的不动产企业，已开业 187 座万达广场。	7	2004
财富购物广场	江西洪客隆投资（集团）有限公司投资成立。江西财富广场有限公司，以高档百货商品零售为主营业务，其定位为集购物、休闲、娱乐为一体的现代商业中心。	1	2004

数据来源：红商网、招商证券

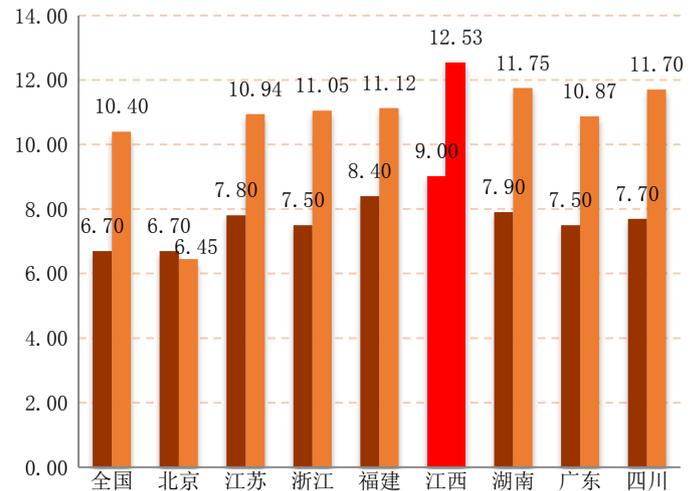
- 2) 江西省 GDP 增速为 9%，社会消费品零售额增速超过 12%，处于天虹商场覆盖的 8 个省市中领先地位。江西等三个省份人均 GDP 均超过 4000 美元，处于消费升级阶段，潜在消费能力较大。

图 17: 覆盖省市人均 GDP 和可支配收入（元）



资料来源：wind、招商证券

图 18: 2016 年所覆盖省份的 GDP 和零售额增速



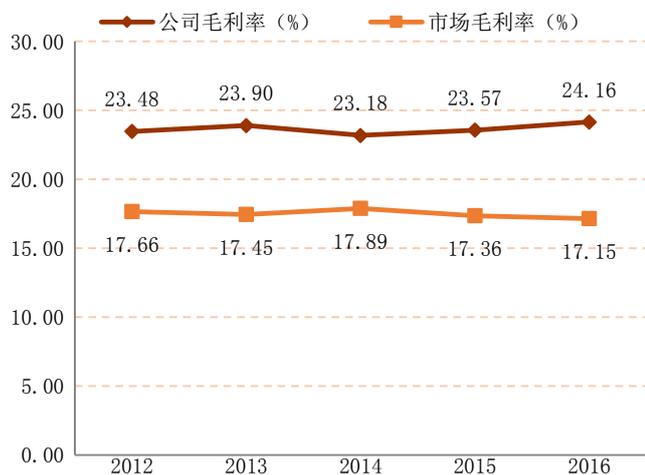
资料来源：国家数据、招商证券

2、毛利率优于行业，期间费用率却低于行业

公司毛利率稳定在 23%-24%，高于行业 30-40%，净利率也明显高于行业。2012-2016 年行业毛利率约为 17-18%，天虹则高达 23-24%，毛利率较高得益于高效的供应链

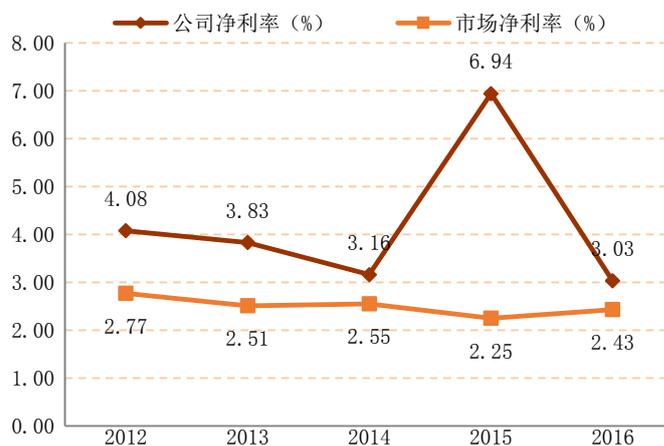
管理以及体验类业态转型增加销售额。2012-2016 年公司百货和超市的毛利率不断上升，百货毛利率约为 22%，超市毛利率高于百货，且差距拉大，2016 年百货毛利率 22.8%，超市毛利率 23.9%。超市方面，公司积极发展全球直采业务，提升生鲜直采占比，扩大自有品牌业务，减少多余成本，提高盈利水平。

图 19: 公司和市场毛利率



资料来源: wind、招商证券

图 20: 公司和市场净利率



资料来源: wind、招商证券

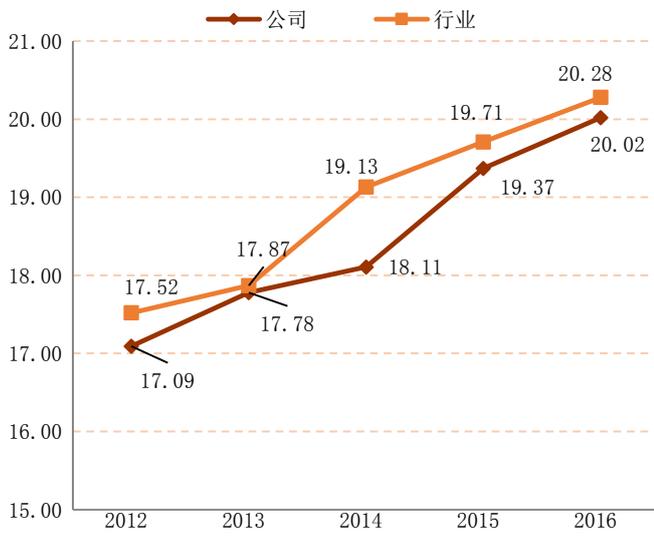
图 21: 百货和超市毛利率



资料来源: wind、招商证券

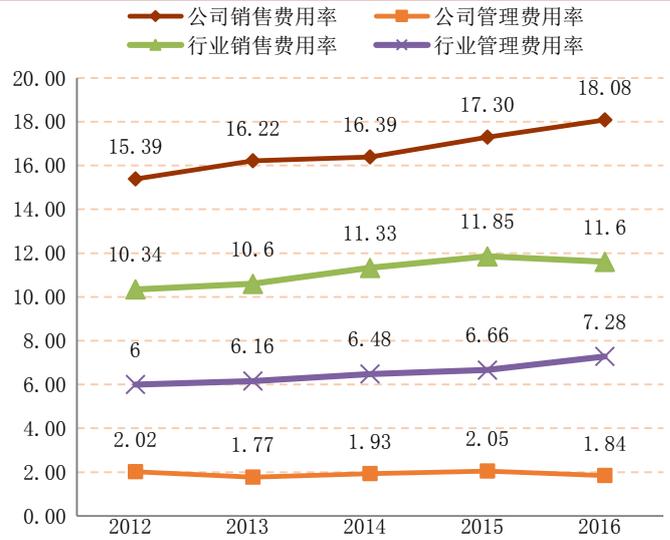
公司 2012-2016 年期间费用率跟随行业提升，单始终均低于行业值。细分来看，公司销售费用率为 15-18%，高于行业均值 11%，管理费用率为 2%左右，远低于行业的均值 6.5%。销售费用率高的原因是 2012 年以来转型过程中人力成本、装修成本增加，管理费用率低的原因是天虹商场高效管理模式，其是国内最早引入精益六西格玛、平衡计分卡、卓越绩效管理模式的零售企业。

图 22: 公司和行业期间费用率 (%)



资料来源: wind、招商证券

图 23: 公司和行业销售及管理费用率 (%)



资料来源: wind、招商证券

二、业态升级，构建全渠道新零售

(一) 以购物中心为代表的体验化转型

电商对实体百货的冲击主要体现在简单消费品购物渠道的改变，而从今天来看，消费者的生活方式改变，消费已经从功能性消费转到追求精神愉悦的场景+主题消费，实体零售价值不可替代，最不可替代的核心价值就是体验价值。2014年起，百货失宠于市场，顺应新一轮的消费升级，公司积极谋求转型，体验业态的经营占比已经超过了20%。

1、百货、购物中心体验化升级，实行生活方式主题编辑

天虹百货转型主要体现在商品升级和体验升级两个方面：1) 依据顾客消费升级情况进行百货主题编辑和品牌更新，优化商品供应链，为顾客提供生活解决方案；2) 通过提高即时消费业态的占比和丰富体验营销内容，提升门店环境体验和服务体验。

- 首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”于 2016 年 9 月开业，为 90 后定制“潮酷、有趣、多变”的生活空间，兼顾年轻家庭客群，致力于打造集“酷趣、体验、购物、潮玩”于一体的酷玩集中营，餐饮、娱乐配套等体验业态占比达 50%。
- 民治天虹为天虹已开百货系统中第一个转型店，该门店改造升级后已于 2016 年 12 月 24 日正式开业，首次将花园、创意集市、儿童娱乐等生活元素引入百货商场，致力于给顾客打造乐享趣味时光的购物体验，为深圳首家花园式购物空间。
- 深圳君尚 3019 定位“一个出售生活方式的地方”，引进极具文艺生活情调的书吧、插花、绘画、烹饪、蓝染、木艺、皮雕、影院、健身等体验业态，配合市场少见的设计师品牌、时尚新颖的集合馆，提供定制服务的品牌、跨界生活馆等特色零售；以“70% 体验+30% 零售”组合为居住和工作在南山区的中产阶级、年轻白领、时尚主妇，提供生活解决方案。

图 24: 民治天虹—花园式购物空间



资料来源: 互联网、招商证券

图 25: 南昌天虹 COOL+密室娱乐馆



资料来源: 互联网、招商证券

2、打造边逛、边吃、边学的体验式超市

SP@CE 是天虹超市转型升级的一个环节，将其定义为都市生活空间。主要的顾客群是男女比例 4: 6，年龄段 30 岁-45 岁左右。针对顾客需求，具有比较明显的特色：

- **商品方面强调高品质。**60%为进口商品，有机商品，突出天虹倡导的价值观，品质、健康、环保、爱地球（有机商品），价格比普通商品贵 1-2 倍。
- **都会生活布局。**从都会文化、旅行、IT、烘焙、红酒和咖啡都有涉及。在居家用品上，基本按照了卧室、浴室、客厅、厨房空间的配置。
- **加入了大量的体验。**增加试吃来拉动高品质商品消费。
- **数字化。**到家服务、自助买单、娱乐项目增加超市黏性。

图 26: 深南 Sp@ce 超市



资料来源：互联网、招商证券

图 27: 体验厨房



资料来源：互联网、招商证券

3、商品升级

当传统百货因品牌重复率高等因素而逐渐失去其对大众吸引力时候，百货进行商品升级，买手集合店开始进入公众视野，并成为商场青睐的对象。同时整个商场按主题编辑形式呈现，为顾客打造目标明确、风格各异的购物空间。

- **品牌选择提高时尚度和性价比。**通过专业的时尚买手及商品运营团队，公司已搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，深入时尚前沿精选商品，优化百货自营供应链。2016 年，女杂集合馆 Rain&Color 和家居集合馆 Rain&Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain&Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain&Kids 开设 1 家。
- **特色主题、精彩纷呈。**2016 年共打造 24 个主题馆，12 期主题，线上线下同步呈现；打造【Rain.eyeye】天虹时尚之眼的品牌形象，实现专业化运营。南昌“天虹 COOL+”以恋物派、生活家、豆蔻族、型酷帮、都食客、娱乐圈六大主题精心设计；珠海天虹编辑了“东西市”、“风尚廊”、“花语间”、“同乐园”、“潮热社”、“嗨聚里”六大主题。

图 28: 女杂集合馆 Rain&Color



资料来源：互联网、招商证券

图 29: 珠海天虹主题馆



资料来源：互联网、招商证券

超市商品升级。结合供应链发展，全球 5 大洲有 5 个大的集散地采购商品。超市经营未来解决顾客更健康的一日三餐，水果消费成为超市核心战略品。

- **全球直采：**公司已搭建东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络。亚洲地区包括东亚：日本、韩国；东南亚：马来西亚、泰国；欧洲：德、英、法；北美：美国、加拿大；南美：智利；澳洲。新增海外厂家直接合作 38 个，累计实现 46 个；其中欧洲 14 个、美洲 2 个、澳洲 2 个、日韩台 12 个、东南亚 16 个。2016 年，全球直采销售同比上升 392%。
- **生鲜直采：**2016 年生鲜直采销售同比上升 50%。新开发云南、宁夏、四川等多家直采基地；为提升经营效率，确保肉类分割商品及果蔬包装商品的标准，按照顾客的消费需求分级、分量包装，让商品更加精细化。公司于 2016 年 8 月建立畜禽肉 PC 厂、果蔬 PC 厂。2016 年底，畜禽肉 PC 厂配送门店共计 23 家，果蔬 PC 厂配送门店共计 37 家。
- **自有品牌：**目前公司拥有 4 个自有品牌，分别为天优、菲尔芙、奥百思、天口味，涉及食品、生鲜、百货等商品。公司持续开发最优产地商品，严控商品品质，完成多个最优产地商品开发和高品质日用品开发，如新疆红枣、黄山水、湖北香菇、五常大米。2016 年自有品牌销售同比上升 22%。

（二）移动互联网化

1、门店电商化

2015 年下半年开始推出到家业务，定位“最后一公里”配送，2016 年整体以 5-6 倍的速度在增长，合计上线门店 57 家，占全国门店数量的 80%。到家服务依托实体店强大的网络、商品资源和物流配送，作为实体店业务的有效延伸。共享现场场地、库存，增加的只是零担成本，零担的成本在 8 元左右，一单的客单价 100 左右。

图 30: 董事长与员工一同配送



资料来源: 互联网、招商证券

图 31: 天虹到家宣传



资料来源: 互联网、招商证券

全国跨境电商体验店实现开店 42 家; 公司和腾讯有良好合作, 是第一批实行微信扫码支付的企业。全国门店均实现手机自助买单, 截至 2017 年 2 月, 全国 10 家门店上线自助收银机合计 49 台; 截至 2016 年底, 68 家门店实现专柜 PAD 收银。

图 32: 天虹跨境电商体验店



资料来源: 互联网、招商证券

图 33: 自助收银机



资料来源: 互联网、招商证券

2、商品电商化

公司在行业内率先突破传统百货购物模式, 从实体店走向线上线下融合的全渠道, 率先打造出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”。目前已实现虹领巾、微

信、微品融合的移动电商网络。

- 2015 年上线了定位于本地化生活消费服务平台的 APP “虹领巾”，主要包括购物平台、营销中心、会员联盟、本地生活四大核心功能。截至 2016 年底，虹领巾注册用户 308 万，一共迭代 14 版。聚焦整合超市数字化（天虹到家、自助买单、超市优惠营销），百货数字化（全渠道专柜品牌云店、跨境电商体验店），营销数字化（优惠券系统、全渠道会员、购物卡支付、大数据精准营销），服务数字化（智慧停车、全渠道客服、虹领巾 WIFI）等核心 O2O 功能上线和运营。
- 微信会员 531 万，月均活跃用户数超 200 万。全年与腾讯合作 50 余期微信支付日活动，实现行业首家支付即会员&微信支付旗舰店上线。微品店主 25.8 万，完成转型微零售平台的新模式。

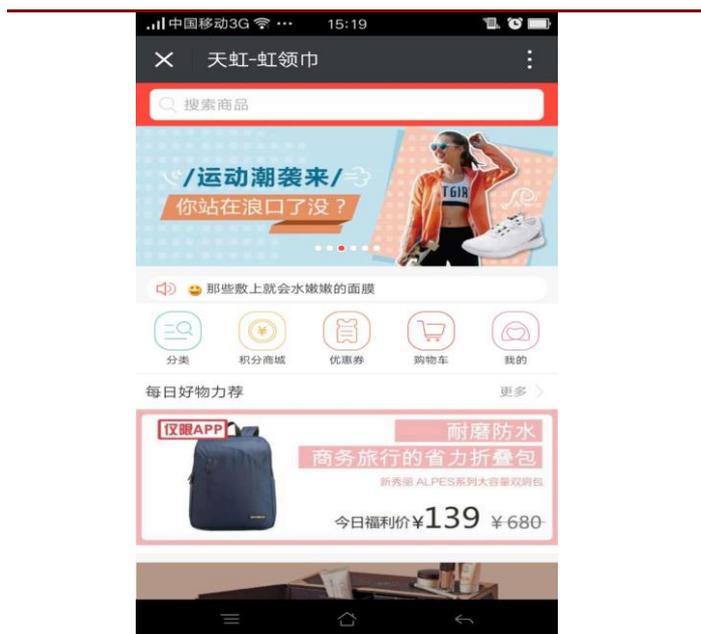
天虹电商并不纯粹追求销售，而是帮助实体互联网化，让购物环节体验更好，实现向实体引流，与顾客互动，精准营销，2016 年实现线上增速 60-70%。利用互联网技术分析顾客需求，精准定位。顾客发展依然是天虹发展的核心维度，将顾客数字化、打标签，对顾客进行精准的服务。天虹正在构建基于移动互联的 CM 系统，同时依靠各渠道、业态之间的协同合作分析顾客需求。

图 34：天虹 APP“虹领巾”



资料来源：“虹领巾”、招商证券

图 35：微信商城



资料来源：微信、招商证券

（三）2017 战略主题：新门店+好商品+全渠道专柜

2017 年天虹业务主体继续朝以主题编辑为价值提升的线上线下融合零售和以购物中心为代表的体验零售发展。公司的大店业务发展由标准规范主导的连锁复制阶段进入到由理念主导的单店创造阶段。各门店更加精准定位，打造极致体验。具体为：

- 新门店：新开门店均以精准定位+极致体验为目标，实现由若干主题场景构成的体验式消费商场；老店在总结试点门店转型实践的基础上，进行升级改造。提升门店价值，既通过信息技术改造门店，用互联网方式拓展门店客群，又充分发挥门店为

线上服务的作用。让门店从一个孤立的物理购物空间，融入互联网，走向开放的、互联的生活生态网络。

- **好商品：**顺应现代都市生活，补充调整小类结构，形成主题编辑；增加引进差异化、表现自我、提升生活品质和情趣的商品，提高商品的性价比；适当改变与供应商合作方式，让供应商拥抱天虹，让好商品资源流向天虹，让商品虚高价格降下来，让线上线下商品同款同价；门店营销更多围绕商品价值和主题。
- **全渠道专柜：**拓展专柜可售品种数量、消灭断缺货、发展和辐射更多会员，实现精准营销和导流，更好地服务顾客；专柜为其品牌商的线上销售提供服务，延展专柜价值，分享增值收益；与供应商分享数据，共享合作走向门店精准供应。

三、非零售业务发展稳定

（一）置业项目结算平稳

两个城市综合体在售，集商务、商业、居住于一体，为公司提供多元化收益来源。总投资 20 亿左右，50% 以上为商场面积，50% 出售。2016 年结算的情况较平稳，南昌项目结算 1.56 亿，预收 6 个多亿。

南昌项目：九洲天虹广场，总占地面积 43444 m²，建筑面积 323522 m²。12 万方朝阳洲天虹购物中心，预计 2018 年开业。商办面积约 4.45 万 m²，建筑高度达 142 米，华中区天虹总部将落户于此，建成后将成为朝阳新城滨江金融商务区又一商务地标。loft 产品在内部空间打造灵活创意的格局，建筑面积段 57-87 m²，可办公、可投资、可居住，全面满足不同客户的置业所需。

苏州项目：天虹品上中心，32 万方全业态综合体，也是相城区的地标中心，紧邻区政府旁。项目位于相城大道城市轴线，交通便捷，地铁 8 号线无缝对接项目以及多条地铁、公交线路直达，包含国际精装公寓及高端甲级写字楼。

图 36：南昌九洲天虹广场



资料来源：公司官网、招商证券

图 37：苏州天虹品上中心



资料来源：公司官网、招商证券

(二) 小额贷款业务稳步发展

深圳市天虹小额贷款有限公司(即天虹金融)由天虹商场股份有限公司于2015年成立,主要为解决包括天虹商场的商品供应商、服务提供商、品牌商、物业商在内的零售合作伙伴,在发展过程中遇到的中短期资金周转难题。2016年业务主要在供应链金融方面,贷款累计有4个亿,余额1.5个亿。

天虹小贷优势: 1) **综合平台优势。** 股东公司天虹商场具有30多年连锁零售经验的中外合资企业,为客户实现更高效企业运营支持; 2) **费用低。** 月息可低至0.85%,无中间费用,综合成本低于同行业50%的水平; 3) **额度活。** 根据与天虹商场的零售交易经营情况,最高可贷与天虹商场月均结算款的4倍,随申请随时还款; 4) **效率高。** 1天内完成上门考察,2天内完成审批,3天内完成放款手续,审批周期不超过3天。

图 38: 天虹金融网站



资料来源: 公司官网、招商证券

四、盈利预测

基于公司的2017年各业态的经营战略,关键假设及营收如下:

- **百货:** 2017年预计新开6家门店,老店转型调整主要在华南和东南区,90%门店采用租赁方式,实行轻资产运营模式,体验业态占30%左右。
- **购物中心:** 2017年储备5家,3家当年开业,2家2018年开业,单店面积7-10万平方米,体验类业态占比约50%。
- **超市:** 发展定位于都会生活的体验式超市,预计第2家店6-7月会落地,下半年计划2-3家店; **餐饮:** 合作引进,联营方式; 超市日均销售额: 40-50万; 收入预计在1.6-1.8亿/年,未来目标1年2亿。新的超市业态,市场需求强劲,且加上全球直采供应链,超市毛利约为25%。
- **便利店:** 公司将集中精力于厦门和深圳,今年规划向深圳市场开50-80家便利店。
- **房地产业务:** 两个置业项目50%自用、50%出售。南昌项目商办面积4.45万平方

米，2016 年项目结算 1.56 亿，预收 6 个多亿。苏州项目 2、3 号楼实行预售。

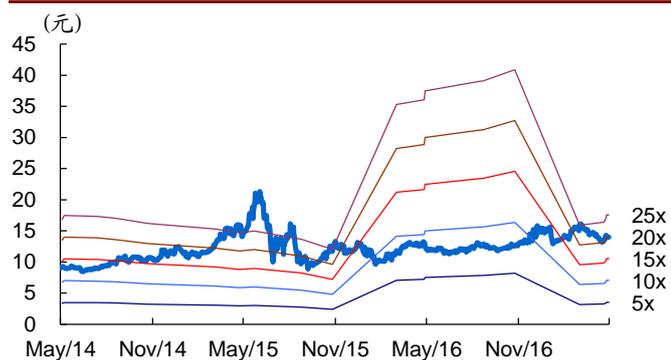
表 8: 营收预测 (单位: 百万元)

报告期	2015	2016	2017E	2018E	2019E
百货类收入	10861.76	10404.80	10612.89	10931.28	11259.22
增速 (%)	0.23	-4.21	2.00	3.00	3.00
毛利率 (%)	22.15	22.77	23.01	23.25	23.49
超市类收入	5359.04	5552.48	5830.10	6063.30	6245.20
增速 (%)	4.09	3.61	5.00	4.00	3.00
毛利率 (%)	23.25	23.86	25.00	25.50	25.70
房地产开发	0.00	155.95	305.95	458.93	596.61
增速 (%)	0.00	0.00	107.00	50.00	30.00
毛利率 (%)	0.00	22.15	23.00	23.50	22.00
X-电器、家居、银行、餐饮等其他配套品类	820.41	763.65	794.20	833.91	875.61
增速 (%)	23.50	-6.92	4.00	5.00	5.00
毛利率 (%)	44.35	41.68	42.00	42.30	43.00

数据来源: wind、招商证券

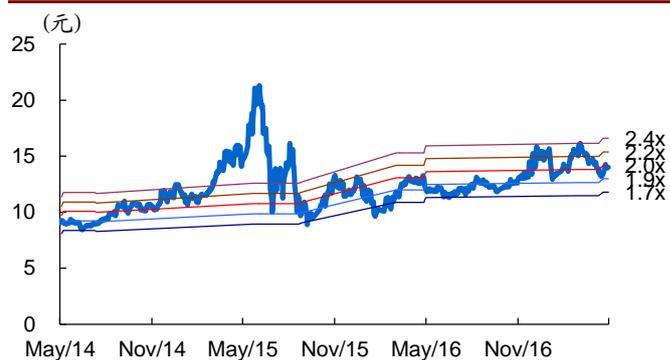
风险提示: 消费市场进一步疲软风险、传统业务转型风险、新业务发展风险

图 39: 天虹股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 40: 天虹股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8720	9567	9974	10560	11148
现金	5158	4968	5038	5335	5666
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	59	55	44	47	49
其它应收款	291	284	307	325	341
存货	1035	1429	1528	1613	1689
其他	2177	2831	3057	3240	3402
非流动资产	5165	5191	5611	6016	6405
长期股权投资	24	15	15	15	15
固定资产	1492	2109	2700	3248	3758
无形资产	726	707	636	573	515
其他	2923	2359	2260	2180	2116
资产总计	13884	14758	15584	16576	17553
流动负债	8147	9081	9692	10180	10615
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3135	3460	3720	3927	4113
预收账款	3907	4666	5017	5297	5547
其他	1105	955	955	955	955
长期负债	224	78	78	78	78
长期借款	163	0	0	0	0
其他	61	78	78	78	78
负债合计	8371	9160	9770	10258	10693
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1712	1709	1709	1709	1709
留存收益	3000	3084	3300	3806	4349
少数股东权益	2	5	4	3	2
归属于母公司所有者权益	5511	5593	5810	6315	6858
负债及权益合计	13884	14758	15584	16576	17553

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1243	1632	1174	1187	1245
净利润	1208	524	617	691	750
折旧摊销	422	374	320	336	352
财务费用	18	7	18	19	20
投资收益	(1188)	(59)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	766	799	278	197	178
其它	17	(13)	0	5	4
投资活动现金流	665	(1270)	(686)	(686)	(686)
资本支出	(625)	(747)	(745)	(745)	(745)
其他投资	1290	(523)	59	59	59
筹资活动现金流	(155)	(611)	(418)	(204)	(227)
借款变动	253	(208)	0	0	0
普通股增加	(7)	0	0	0	0
资本公积增加	7	(2)	0	0	0
股利分配	(403)	(400)	(400)	(185)	(207)
其他	(5)	0	(18)	(19)	(20)
现金净增加额	1752	(248)	70	297	332

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17396	17273	18655	19774	20763
营业成本	13296	13100	14084	14870	15572
营业税金及附加	151	98	106	113	118
营业费用	3009	3123	3358	3559	3737
管理费用	356	318	344	364	383
财务费用	4	17	18	19	20
资产减值损失	7	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1188	59	59	59	59
营业利润	1759	673	803	908	991
营业外收入	43	55	55	55	55
营业外支出	131	13	13	13	13
利润总额	1671	715	846	950	1034
所得税	464	192	230	261	285
净利润	1207	523	616	689	749
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1208	524	617	691	750
EPS (元)	1.51	0.65	0.77	0.86	0.94

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	2%	-1%	8%	6%	5%
营业利润	132%	-62%	19%	13%	9%
净利润	124%	-57%	18%	12%	9%
获利能力					
毛利率	23.6%	24.2%	24.5%	24.8%	25.0%
净利率	6.9%	3.0%	3.3%	3.5%	3.6%
ROE	21.9%	9.4%	10.6%	10.9%	10.9%
ROIC	1.2%	8.7%	10.0%	10.4%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	62.1%	62.7%	61.9%	60.9%
净负债比率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	10.9	10.6	9.5	9.5	9.4
应收帐款周转率	388.0	302.8	375.4	436.2	434.2
应付帐款周转率	4.8	4.0	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
每股收益	1.51	0.65	0.77	0.86	0.94
每股经营现金	1.55	2.04	1.47	1.48	1.56
每股净资产	6.89	6.99	7.26	7.89	8.57
每股股利	0.50	0.50	0.23	0.26	0.28
估值比率					
PE	9.2	21.3	18.1	16.1	14.9
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.3	16.8	12.0	10.9	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。