

天虹股份 (002419)

推荐

行业：多业态零售

## 业态转型、数字化升级、稳步展店 共筑内生增长新零售

天虹股份是中航系零售企业，主营百货超市，形成了以深圳为核心辐射华南华中和东南沿海的门店布局。公司积极推进实体零售改革，深耕供应链，提高体验业态占比，推进门店数字化改造，稳步布局购物中心和便利店业务，业绩增长可期，建议投资者积极关注。

### 投资要点：

◇ **毛利率逐年提升，同店利润稳步增长。**2017年上半年公司实现营业收入89.83亿元，同比增长5.14%，实现归母净利润3.75亿元，同比增长31.36%。其中超市收入稳步提升，自营比重提高带来整体毛利率提升0.31个PCT，可比同店利润总额增长14%，复苏态势明显。

◇ **百货门店改造，超市独立运营，推进渠道升级和供应链升级。**提高百货体验式业态占比，推动门店进行数字化改造，引入自助收银、手机app自助买单，大力发展天虹到家配送业务，实现线上线下协同发展，已成功培育Cool+、U+、Discovery等转型百货店，下半年将完成19家门店改造升级，推出全新sp@ce超市，加大全球直采、生鲜直采比重，下半年计划开出独立超市首店。

◇ **稳步推进门店建设。**公司拥有综合百货66家，购物中心6家，便利店162家。2017年上半年新开购物中心2家、便利店14家。购物中心可比同店上半年利润总额增长87%，下半年计划新开购物中心2家，推进特色街区打造，将零售、娱乐、体验、培训、餐饮合为一体。便利店主要分布于广东和厦门，将继续完善独有供应链，大力拓展速食商品和生活服务内容，优化标准化商品。

◇ **投资建议：**首次覆盖，给予“推荐”评级，预测2017-2019年净利润6.41/7.78/9.30亿元，对应EPS0.80/0.97/1.16元。

◇ **风险提示：**消费持续低迷；展店速度不及预期；业态转型效果不及预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17273	18218	19410	20564
收入同比(%)	-1%	5%	7%	6%
归属母公司净利润	524	641	778	930
净利润同比(%)	-57%	22%	21%	20%
毛利率(%)	24.2%	24.7%	25.0%	25.2%
ROE(%)	9.4%	10.8%	12.1%	13.3%
每股收益(元)	0.65	0.80	0.97	1.16
P/E	22.89	18.70	15.42	12.89
P/B	2.14	2.02	1.87	1.72
EV/EBITDA	6	5	5	4

资料来源：中国中投证券财富研究部

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6-12个月目标价：17.5

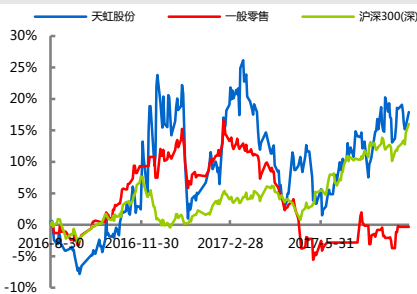
当前股价：14.99

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	800
流通股本(百万股)	800
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	120
成交量(百万股)	3.94
成交额(百万元)	59.03

### 股价表现



### 相关报告

## 图目录

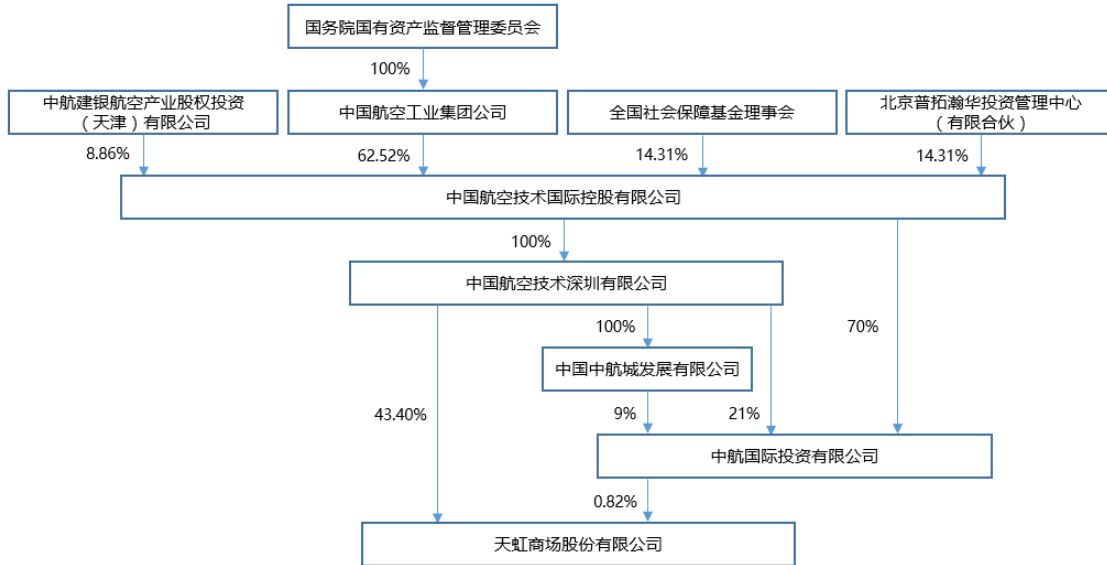
图 1 天虹股权结构 .....	3
图 2 超市类收入占比逐年提升 .....	3
图 3 毛利率水平逐年提升 .....	3
图 4 超市自营占比和毛利率上升 .....	4
图 5 可比店收入和利润总额恢复 .....	4
图 6 江西省零售总额基数小增速快 .....	4
图 7 天虹历年门店变化情况（不含便利店） .....	4
图 8 天虹门店分布一览 .....	5
图 9 天虹君尚 3019 .....	6
图 10 “虹领巾”APP .....	6
图 11 SP@CE 超市 .....	6
图 12 RAIN 系列百货自营平台 .....	6
图 13 “微喔”提供增值服务 .....	8
图 14 “WELL GO”无人便利店 .....	8

## 表目录

表 1 可比店情况 .....	4
表 2 商超自有品牌 .....	7
表 3 购物中心列表 .....	7

天虹商场成立于 1984 年，2010 年登陆深交所，实际控制人为中航工业集团，军工央企的强大背景为公司的渠道扩张和业务开展提供重要支持。

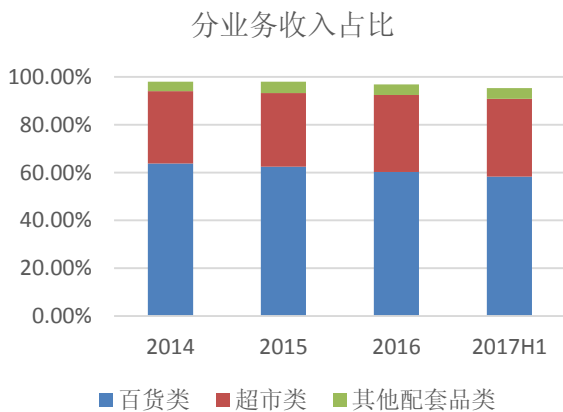
**图 1 天虹股权结构**



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

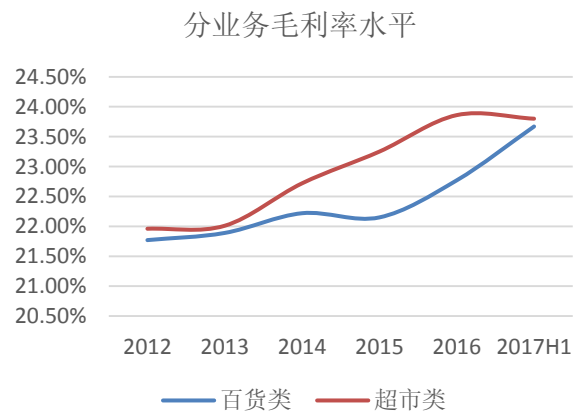
2016 年公司实现营收 172.73 亿元，同比下降 0.71%，实现归母净利润 5.24 亿元，同比减少 56.63%，主要是因为 2015 年转让深诚公司 100% 股权致基数较高；扣非归母净利润 4.40 亿元，同比微降 1.6%。2017 年上半年公司实现营业收入 89.83 亿元，同比增长 5.14%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比增长 31.36%。

**图 2 超市类收入占比逐年提升**



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

**图 3 毛利率水平逐年提升**



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

公司目前百货类收入占比较高，超市类收入保持平稳增长，2017 年上半年超市类收入同比增长 7.23%。公司毛利率水平在同行业中较高，主要是因为半数门店位于深圳，享受了深圳区域联营扣点较高的优势。另一方面公司重视供应链优化，提高百货、超市的自营商品销售比例（2016 年自营收入占比 30.17%，以超市类自营为主），打造了 4 个超市商品自有品牌，驱动毛利率不断提升。

图 4 超市自营占比和毛利率上升

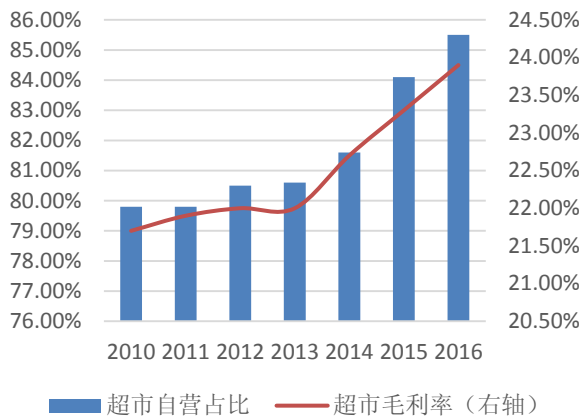
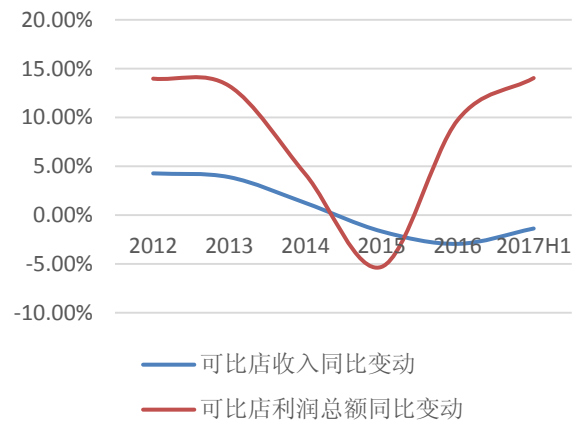


图 5 可比店收入和利润总额恢复



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

**2017 上半年可比门店收入略降 1.37%，利润总额增长 14.04%，复苏明显。**

深圳是天虹发源地，30 家门店位于深圳。2017 年上半年深圳地区实现收入 45.39 亿元，略有下滑，占主营收入 50.53%。天虹深圳门店平均店龄 10 年，物业因素导致门店购物中心化改造难度大，租金和人工持续上涨，导致同店经营出现小幅下滑。作为改革试点的前沿城市，深圳的消费力强，接受新生事物速度快，为传统实体商业加速转型升级创造了良好外部环境。**未来公司在深圳地区将主要推进门店的改造升级。**

华中地区（江西、湖南）是公司未来重点拓展区域，2002 年天虹在江西南昌开出异地首店，开始全国连锁经营的布局。江西目前有门店 11 家，是除广东之外布局最深入的省份，公司先发优势明显。江西经济实力较为落后，目前基数小潜力大，社会消费品零售增速领先于其他各省。**华中地区营业收入和利润均实现同比增长。**

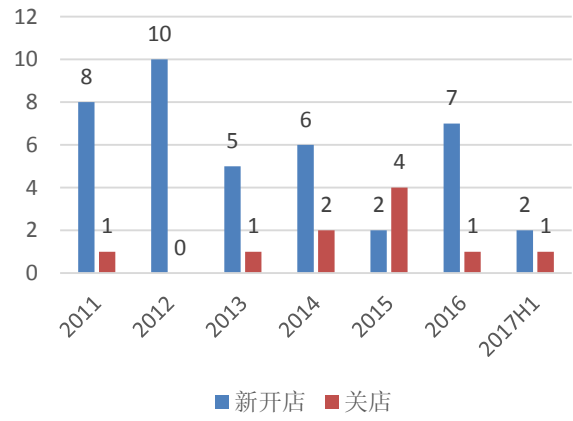
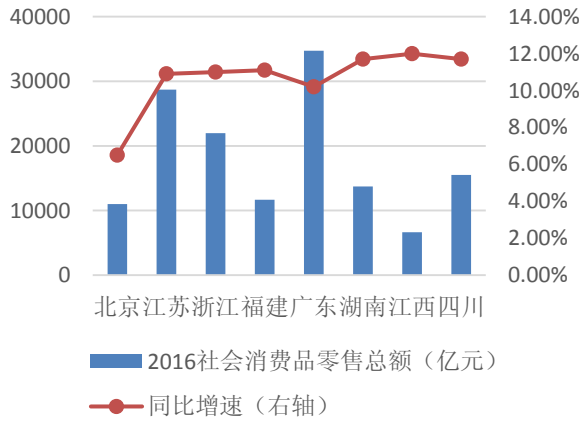
表 1 可比店情况

区域	2017 年 Q1 可比店 营业收入同比增长率	2017 年 H1 可比店 营业收入同比增长率	2017 年 Q1 可比店 利润总额同比增长率	2017 年 H1 可比店 利润总额同比增长率
华南区	-5.68%	-2.66%	-0.23%	2.18%
东南区	-5.98%	-1.31%	-5.73%	-0.12%
<b>华中区</b>	<b>4.13%</b>	<b>5.24%</b>	<b>31.22%</b>	<b>38.99%</b>
华东区	-6.71%	-3.51%	10.33%	21%
北京	-1.61%	-4.44%	47.32%	43.41%
成都	-5.79%	-1.63%	29.46%	39.21%
君尚	-1.62%	2.08%	34.26%	39.26%
购物中心	-0.74%	0.05%	83.57%	87.17%
合计	-3.75%	-1.37%	10.28%	14.04%

注：可比店指 2016 年 1 月 1 日以前开设的门店，资料来源：公司年报，中国中投证券财富研究部

图 6 江西省零售总额基数小增速快

图 7 天虹历年门店变化情况（不含便利店）



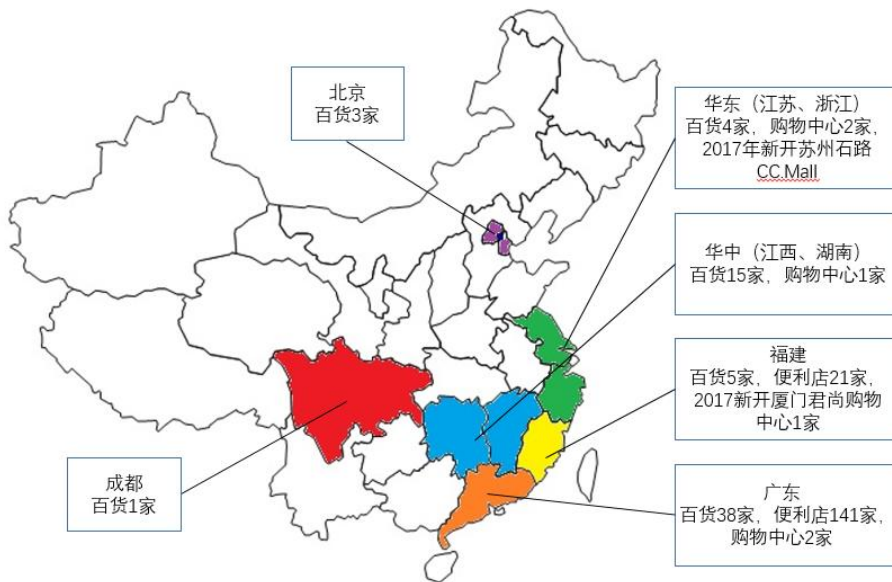
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

公司采用“百货+超市+购物中心+便利店+电商”多业态多渠道经营模式，截至2017年上半年在广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江、北京、四川8省21市拥有综合百货66家（营业面积约193万平方米）、购物中心6家（营业面积约46万平方米）；经营便利店162家。

2016年新开综合百货6家，购物中心1家。2017年上半年新开购物中心2家，新开便利店14家（净开5家）。2013年以来公司根据门店经营质量进行调整，除了开店关店，不断探索老店改造升级，在门店定位、品牌引进、业态组合方面焕然一新，例如南昌天虹Cool+、U+，深南天虹Discovery等。

图8 天虹门店分布一览



资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

2017年下半年开店计划：9月长沙CC.Mall（购物中心），10月江西泰和加盟店，11月深圳石岩第一个独立超市，12月苏州相城自建购物中心（10万平米）；完成19家百货门店调整转型。

**公司未来发展战略：**

**一、百货进行门店改造，超市独立运营，推进渠道升级、产品升级和供应链升级。**

**渠道升级**体现在一，增强体验式购物占比；二，门店数字化。

相比电商，实体零售的核心竞争力在于体验价值。2016年新开的君尚 3019 中 80% 为体验式业态。通过优化百货主题编辑，提高即时消费占比（餐饮+娱乐+购物、花艺、儿童娱乐、绘画、烹饪、木艺、皮雕、健身），以提供生活方式的形式展现商品，为消费者打造目标明确的购物空间，提高消费者的消费效率。

**图 9 天虹君尚 3019**



**图 10 “虹领巾” APP**



资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

**门店数字化升级，提供流畅购物体验，借力电商高增长拓宽渠道。**实体店方面，公司在 69 家门店实现专柜 PAD 收银，在 10 家门店上线自助收银机。移动端方面，依托消费服务平台 APP “虹领巾”在全国门店实现手机自助扫码购物，节省客户排队时间。截至 2016 年底 57 家门店上线天虹到家服务（APP 下单，3 公里内 2 小时配送到家）；实现营销数字化（在 APP 中添加优惠券系统、会员系统、购物卡支付等）和服务数字化（在 APP 中添加智慧停车、客服和商场 WIFI 等功能）。截至 2017 年上半年虹领巾注册用户达 500 万，超过 233 万人通过虹领巾领取优惠券到线下消费。

**产品升级。**2017 年通过门店调整改造升级的 Sp@ce 超市，60%为进口商品，价格比普通商品高 1-2 倍，按照“冰箱→厨房→餐桌→客厅→浴室→卧室”等不同生活顺序的场景打造购物区，划分出食品、粮油、咖啡、红酒、烘焙、旅行、文创等不同的主题。生鲜占比超过 50%，售卖法国生蚝、澳洲龙虾、冷鲜澳洲牛肉、巴马香猪等热门生鲜，以及日、韩调味料和日本、泰国等地的大米。店中嵌入餐饮业态，引进了“凤凰楼”“东京故事”“Rourmet 披萨”“彼得家的厨房”等人气美食。

百货店则引入买手制商品经营，代理独家品牌，打破百货千店一面格局，通过专业的买手和商品运营团队，搭建 Rain 系列买手制百货自营平台。

**图 11 Sp@ce 超市**

**图 12 Rain 系列百货自营平台**



资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部



资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

**供应链升级。**第一，全球直采，公司搭建了东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络，开设有 1500 个 SKU 的跨境商品体验中心，2016 年全球直采销售同比上升 392%；第二，生鲜直采，2016 年生鲜直采销售同比增加 50%，新开发云南、宁夏、四川等直采基地，建立畜禽肉、果蔬 PC 厂；第三，加速自有品牌发展，2016 年公司自有品牌销售同比增长 22%，目前公司拥有四个自有品牌（天优——食品、菲尔芙——日用品、奥百思——日用品、天口味——零食），严控品质，开发最优产地商品，如新疆红枣、黄山水、湖北香菇、五常大米等。

扩大超市商品自营，一方面可以把控上游供给产品的质量和成本，另一方面去除层层加价的中间环节让终端的售价更具优势。

**表 2 商超自有品牌**

自有品牌	产品	品牌特色
菲尔芙	日杂用品、厨房用品、纸巾、清洁用品等	超值、可靠、实用
TEEMFUL (天优)	粮油、零食、冲饮品等	可靠、超值、健康、美味
奥百思	高端商超用品	健康、精致、时尚
天口味	食品	美味、健康

资料来源：公司官网，中国中投证券财富研究部

**二、购物中心是公司未来新开店的主要业态。**

购物中心是目前利润增长最快的业态，2017 年上半年可比店收入同比持平，利润总额增长 87%，新开门店两家。

**表 3 购物中心列表**

地区	门店	成立时间	营业面积 (平方米)	2016 盈利情况
深圳	宝安中心区天虹购物中心	2013.10.26	72000	盈利
浙江	杭州购物中心	2014.06.27	73049	减亏
江西	吉安购物中心	2014.07.16	101260	扭亏
深圳	深圳新沙购物中心	2016.12.16	106000	-
厦门	厦门君尚购物中心	2017.04.28	81860	-
苏州	苏州石路 CC.Mall	2017.05.19	90000	-

资料来源：公司年报，中国中投证券财富研究部

**推进购物中心特色街区打造**，例如新沙天虹购物中心“YES 街！”餐饮主体街区，宝安购物中心 Kids Republic 英伦小镇亲子主题街区，将零售、娱乐、体验、培训、餐饮合为一体。

下半年计划新开购物中心 2 家，另外明年有广东佛山、江西宜春、厦门三家储备店计划开业。

### 三、便利店完善核心供应链，稳步展店

2014 年底，公司收购万店通 153 家门店（主要位于深圳和东莞），进军高成长的便利店领域，整合后台供应链，改名“微喔”便利店。截至 2017 年上半年，公司经营便利店 162 家（新开 14 家，关闭 9 家），主要布局在广东与厦门，其中直营店 99 家。下半年天虹便利店仍将在以深圳为主的华南区和以厦门为主的东南区扩张，坚持以直营为主，加盟为辅。

图 13 “微喔”提供增值服务



资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

图 14 “Well Go”无人便利店



资料来源：网上资料、中国中投证券财富研究部

便利店 50% 门店已经实现盈利，将继续完善独有供应链，大力拓展速食商品（例如与深圳红荔村肠粉合作推出广式肠粉）和生活服务内容（推出快递、干洗、打印、充值等服务），优化标准化商品，在商务店和社区店分别打造核心品类。公司计划每年新开店 50-80 家，在模式成熟的条件下将加大力度开放加盟。

2017 年 8 月份公司在总部楼下开设第一家会员制无人便利店，店面面积 12 平米，采用 RFID 射频识别、智能监控、云客服、在线支付等技术手段，实现快速收银、无感核验、实时连接等服务。无人便利店将与传统便利店定位差异化，在大力推广之前还需要技术迭代提高用户体验、降低运营成本。

### 四、其他业务——两大城市综合体即将落成，配套地产销售增厚业绩

公司目前有南昌（九洲天虹广场）和苏州（天虹品上中心）两个商务、商业、居住一体化的城市综合体在售，共涉及 2.24 万平方米对外出售物业，有望为公司带来超 20 亿元营业收入，销售款预计将在 2017-2019 年逐年结算。



**盈利预测：**

我们看好公司在业态调整和门店数字化方面的快速进步，未来随着购物中心、便利店和独立超市逐步展店带来业绩改善，预测 2017E/2018E/2019E 对应 EPS0.80/0.97/1.16 元，当前股价对应 2017 年 18.7xPE，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**

终端消费持续低迷；展店速度不及预期；业态转型效果不及预期。

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	9567	9380	11078	12620
现金	4968	4551	6246	7656
应收账款	55	60	63	67
其它应收款	284	302	320	340
预付账款	57	107	88	107
存货	1429	1495	1587	1676
其他	2774	2865	2773	2773
<b>非流动资产</b>	5191	4686	4273	3846
长期投资	15	15	15	15
固定资产	2109	2515	2606	2540
无形资产	707	658	609	560
其他	2359	1498	1043	731
<b>资产总计</b>	14758	14066	15351	16466
<b>流动负债</b>	9081	8048	8857	9399
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3460	3110	3525	3758
其他	5622	4938	5332	5641
<b>非流动负债</b>	78	67	69	72
长期借款	0	0	0	0
其他	78	67	69	72
<b>负债合计</b>	9160	8116	8926	9471
少数股东权益	5	4	3	1
股本	800	800	800	800
资本公积	1709	1709	1709	1709
留存收益	3084	3437	3913	4484
归属母公司股东权益	5593	5946	6422	6994
<b>负债和股东权益</b>	14758	14066	15351	16466

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1632	112	2055	1918
净利润	523	640	777	929
折旧摊销	374	411	440	455
财务费用	17	-5	-5	-7
投资损失	-59	-42	-42	-42
营运资金变动	796	-988	903	597
其它	-19	95	-17	-15
<b>投资活动现金流</b>	-1270	-246	-64	-155
资本支出	747	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-523	-246	-64	-155
<b>筹资活动现金流</b>	-611	-283	-297	-352
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-163	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他	-445	-283	-297	-352
<b>现金净增加额</b>	-248	-417	1695	1410

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	17273	18218	19410	20564
营业成本	13100	13727	14557	15386
营业税金及附加	98	109	116	123
营业费用	3123	3243	3397	3496
管理费用	318	328	345	360
财务费用	17	-5	-5	-7
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	59	42	42	42
<b>营业利润</b>	673	854	1038	1244
营业外收入	55	45	48	49
营业外支出	13	24	24	24
<b>利润总额</b>	715	875	1062	1270
所得税	192	235	285	341
<b>净利润</b>	523	640	777	929
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	524	641	778	930
EBITDA	1063	1260	1473	1692
EPS (元)	0.65	0.80	0.97	1.16

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.7%	5.5%	6.5%	5.9%
营业利润	-61.8%	27.0%	21.5%	19.9%
归属于母公司净利润	-56.6%	22.4%	21.3%	19.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	24.7%	25.0%	25.2%
净利率	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
ROE	9.4%	10.8%	12.1%	13.3%
ROIC	222.6%	76.9%	-143.7	-57.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.1%	57.7%	58.1%	57.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.05	1.17	1.25	1.34
速动比率	0.90	0.98	1.07	1.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.21	1.26	1.32	1.29
应收账款周转率	292	305	304	304
应付账款周转率	3.97	4.18	4.39	4.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.80	0.97	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	0.14	2.57	2.40
每股净资产(最新摊薄)	6.99	7.43	8.03	8.74
<b>估值比率</b>				
P/E	22.89	18.70	15.42	12.89
P/B	2.14	2.02	1.87	1.72
EV/EBITDA	6	5	5	4

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**投资评级定义****公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

**行业评级**

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

**研究团队简介**

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

高驰,中投证券纺织服装行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

**免责条款**

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司财富研究部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434