

天虹商场 (002419)

本地生活服务“虹领巾”值得期待

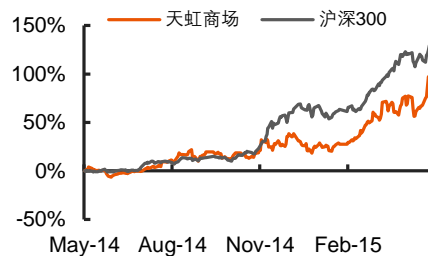
推荐 (维持)

现价: 18.93 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.rainbow.cn
大股东/持股	中国航空技术深圳公司 /43.04%
实际控制人/持股	国资委/24.71%
总股本(百万股)	807
流通 A 股(百万股)	800
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	152.72
流通 A 股市值(亿元)	151.48
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	57.30

行情走势图



相关研究报告

《天虹商场*002419*重心放在全渠道布局,毛利率承压拖累业绩》 2015-04-30

证券分析师

徐问 投资资格编号
S1060513050003
0755-22622625
XUWEN007@pingan.com.cn

研究助理

王晴 一般从业资格编号
S1060114080032
021-20667498
WANGQING944@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

近期,针对天虹商场的经营情况,我们进行了进一步跟踪。

平安观点:

- **全渠道+内容营销保障营收增长:** 网上天虹+微信公众号+微店+微店的线上布局已经成型。网上天虹拥有几万个 SKU, 微信公众号拥有粉丝数量 230 万, 在服务号中排名前十。作为微店的升级版, 虹领巾上线值得期待。公司有意将虹领巾打造成为本地生活服务平台, 与深圳市“智慧城市”的提出相契合, 融入医疗、社区服务、教育等, 首先选择在深圳试点。我们预计将在今年下半年上线。
- **借助股东优势, 搭建全球供应链体系:** 公司拥有 10 个采购基地, 每个采购点覆盖一个区域。80%水果实现源头采购, 40%超市商品自营, 蔬菜、肉类全部自营。借助股东中航国际在全球有 180 多个代表处的优势, 轻松嫁接全球采购, 将各国优势商品呈现给消费者。目前, 君尚百货进口商品占比 60%, 天虹门店进口商品 5%。我们认同公司将供应链管理提升至战略高度的经营思路, 提供高性价比的商品本身, 让顾客找到需要的商品, 才是传统线下零售企业的获客经营之道。
- **激励、管理思路灵活, 开放程度逐步提高:** 在管理方面, 推行组织结构扁平化、下放权限, 利用互联网信息获取效率提升, 扩大个人管理半径, 鼓励组织内部发挥自主权。建立大数据分析的绩效考核, 记录参与微团队的次数, 形成对员工的科学评价。围绕公司的发展, 公司将积极推进上市公司层面的股权激励。在不影响公司大的战略发展的基础上, 开放程度逐步提高。绩效管理方面有阶段性的目标, 线上渠道建设前期更多关注会员数、前期增长。公司整体上也在做利益分享的机制, 未来独立性子公司层面可以考虑引进合伙人。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16032	16998	18631	20323	22243
YoY(%)	11.5	6.0	9.6	9.1	9.4
净利润(百万元)	615	538	510	570	651
YoY(%)	4.8	-12.5	-5.4	11.9	14.1
毛利率(%)	23.9	23.2	22.8	22.9	22.9
净利率(%)	3.8	3.2	2.7	2.8	2.9
ROE(%)	14.3	11.8	10.5	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.77	0.67	0.64	0.71	0.81
P/E(倍)	24.6	28.1	29.7	26.6	23.3
P/B(倍)	3.5	3.3	3.1	2.9	2.8

- **预计 15-17 年 EPS 至 0.64、0.71、0.81 元，维持“推荐”评级：**公司深圳地区的稳健增长和新店储备丰富，启全渠道转型虽然短期内对规模、盈利提升有限，但我们看好其传统百货购物中心化、扩充直采比例与自营品牌，PC+移动端多层次线上布局的转型方向及新型便利店业态的有效扩张，考虑到 O2O 战略布局对毛利率造成压力，预计公司 15-17 年 EPS=0.64、0.71、0.81 元，对应当前股价 PE=29.7/26.6/23.3X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**租金成本上升、新店培育期拉长、O2O 用户培育成本过高。

一、全渠道+内容营销保障营收增长

公司现有会员 570 万(时点概念), 在市场低迷的大环境下, 主要通过多种渠道触达的方式发展会员, 通过内容营销提升流量转化率。网上天虹+微信公众号+微品+微店的线上布局已经成型。网上天虹拥有几个 SKU, 微信公众号拥有粉丝数量 230 万, 在服务号中排名前十。

图表1 全渠道战略示意图



资料来源:联商网, 平安证券研究所

微信公众号成为公司低成本主动营销的主要途径。每周推送 10 款精选爆款。实施 1 期的点击量超过 10 万, 前 2-3 天的销售额达到十几万元, 相当于实体门店专柜 1 个月的销售。微信公众号推送的商品也会在网上天虹同步上线。

天虹微品 14 年 12 月上线已经在大股东内部企业开放, 共计 23000 多名店主使用, 销售商品为公司自营商品。公司承担店主培训、销售行为管理等运营职能, 我们预计下半年将会向公众开放, 利用圈子营销产生裂变式的渗透。店主销售价格与线上一致, 按经营业绩给予提成。现在 30% “圈子商品” 出售至天虹没有进驻的城市, 我们看好圈子营销方式的前景, 原因在于 1) 朋友间具有较高的信誉度; 2) 店主对圈子的了解程度在商品选取方面大有裨益; 3) 营销融入情感因素, 成为加深沟通的途径。

作为微店的升级版, 虹领巾的上线值得期待。公司有意将虹领巾打造成为本地生活服务平台, 与深圳市“智慧城市”的提出想契合, 融入医疗、社区服务、教育等, 首先选择在深圳试点(深圳天虹会员人数 400 万人以上, 接近于深圳四分之一的口)。我们预计将在今年下半年上线。

社区入口微喔便利店以顾客为中心, 是最接近顾客的一环, 承担线上最后一公里的智能。14 年公司并购 153 家万店通, 我们预计今年将继续整合, 形成统一的门店特色, 融入更多生活服务职能。公司在超市商品运营方面有一定的经验, 在广东、江西等优势地区形成一定的规模效应, 稳定的供应

商合作作为上架商品提供全面选择，提升商品结构与商品迭代速度。便利店商品可以在几十万种商品中选择 1000-2000 种。生鲜、天虹定制的蚕丝被、明星单品也会在便利店阶段性出现。针对居民普遍的周期性消费需求（礼物、鲜花等节庆商品），天虹将会在未来实现一站式解决方案。目前，微喔中 20%-30%收入来源于生活服务。

二、 线下已有门店着力扭亏

亏损区域成都、浙江都在适当收缩。杭州购物中心体验业态上比较有吸引力，零售业态压力较大，公司在做调整。目前的租金一平方每月每平米 200 元以上，餐饮+娱乐 55%，零售占 55%。

北京地区宣武店已经实现盈利，新奥店成长较快，国展店相对吃力。

三、 借助股东优势，搭建全球供应链体系

搭建全球供应链，回归零售本质。公司拥有 10 个采购基地，每个采购点覆盖一个区域。80%水果实现源头采购，从品质的管控、新鲜度全面提升。40%超市商品自营，蔬菜、肉类全部自营。同时，借助股东中航国际在全球有 180 多个代表处的优势，轻松嫁接全球采购，将德国啤酒、德国牛奶、东南亚榴莲、智利樱桃、日本家居用品、丝袜等各国优势商品呈现在消费者面前。目前，君尚百货进口商品占比 60%，天虹门店进口商品 5%。我们认同公司将供应链管理提升至战略高度的经营思路，提供高性价比的商品本身，让顾客找到需要的商品，才是传统线下零售企业的获客经营之道。

单品管理逐步落实，供应商意愿起主导作用。公司自用的数据平台已经搭建成型。单品管理的进度取决于供应商对接意愿，服装类凌志服饰、欧时力、5+等品牌商已经完成对接。

四、 激励、管理思路灵活，开放程度逐步提高

在管理方面，推行组织结构扁平化、下放权限，利用互联网信息获取效率提升，扩大个人管理半径，鼓励组织内部发挥自主权。绩效考核建立大数据分析，记录参与微团队的次数，形成对员工的科学评价。

围绕公司的发展，积极推进上市公司层面的股权激励。在不影响公司大的战略发展的基础上，开放程度逐步提高。绩效管理方面有阶段性的目标，线上渠道建设前期更多关注会员数、前期增长。公司整体上也在做利益分享的机制，未来独立性子公司层面可以考虑引进合伙人。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	6807	6780	7507	8716
现金	4938	3050	3575	4632
应收账款	41	31	54	39
其他应收款	216	252	261	299
预付账款	45	85	117	103
存货	917	1395	1534	1678
其他流动资产	650	1966	1966	1966
非流动资产	3794	4299	4255	4009
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1939	2489	2786	2881
无形资产	824	883	861	839
其他非流动资产	1031	927	608	289
资产总计	10601	11078	11762	12725
流动负债	6282	6510	6926	7588
短期借款	4	27	0	0
应付账款	2192	2359	2453	2788
其他流动负债	4086	4124	4473	4800
非流动负债	51	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	0	0	0
负债合计	6282	6510	6926	7588
少数股东权益	0	-1	-2	-4
股本	800	807	807	807
资本公积	1712	1705	1705	1705
留存收益	1807	2057	2327	2628
归属母公司股东权益	4319	4569	4839	5140
负债和股东权益	10601	11078	11762	12725

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	492	748	1217	1546
净利润	614	537	493	553
折旧摊销	133	120	496	496
财务费用	-13	-9	-11	-14
投资损失	-33	-38	0	0
营运资金变动	-1852	-513	240	511
其他经营现金流	1643	651	0	0
投资活动现金流	-1384	-1579	-437	-235
资本支出	-767	-803	452	250
长期投资	0	0	-1	-1
其他投资现金流	-617	-776	-888	-484
筹资活动现金流	-249	-252	-256	-254
短期借款	2	23	-27	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-251	-281	-229	-254
现金净增加额	-1141	-1083	525	1057

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	16032	16998	18631	20323
营业成本	12201	13057	14391	15673
营业税金及附加	162	144	164	178
营业费用	2600	2786	3046	3337
管理费用	284	329	317	327
财务费用	-33	-37	66	70
资产减值损失	0	-0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	33	38	0	0
营业利润	852	757	648	738
营业外收入	38	37	0	0
营业外支出	14	22	0	0
利润总额	877	773	648	738
所得税	262	235	161	190
净利润	614	537	488	548
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	615	538	510	570
EBITDA	1115	1010	1154	1240
EPS (元)	0.76	0.67	0.63	0.71

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	11.5	6.0	9.6	9.1
营业利润(%)	1.5	-12.1	-9.9	13.8
归属于母公司净利润(%)	4.8	-12.5	-5.4	11.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	23.9	23.2	22.8	22.9
净利率(%)	3.8	3.2	2.7	2.8
ROE(%)	14.3	11.8	10.5	11.1
ROIC(%)	45.8	24.9	11.8	13.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	59.3	58.8	58.9	59.6
净负债比率(%)	0.1	0.6	0.0	0.0
流动比率	1.08	1.04	1.08	1.15
速动比率	0.83	0.53	0.58	0.67
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.51	1.53	1.58	1.60
应收账款周转率	389.7	548.8	347.5	525.8
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.2
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.67	0.64	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.02	1.52	1.93
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.71	6.05	6.42
估值比率	-	-	-	-
P/E	24.6	28.1	29.7	26.6
P/B	3.5	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	11.3	14.7	12.6	11.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033