



Research and
Development Center

“货” + “场” 重塑，新零售低估值标的

——天虹股份（002419.sz）深度报告

2018年1月8日

李丹	行业分析师
燕楠	行业分析师

证券研究报告

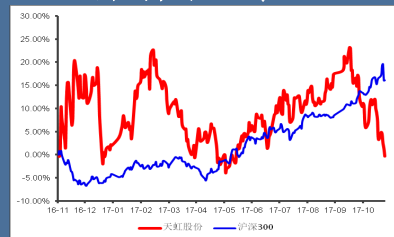
公司研究——首次覆盖

天虹股份 (002419.sz)



首次评级

天虹股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.1.5)

收盘价(元)	15.97
52周内股价波动区间(元)	12.75-16.98
最近一月涨跌幅(%)	4.65
总股本(亿股)	8
流通 A 股比例(%)	99.97
总市值(亿元)	126

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

“货” + “场” 重塑，新零售低估值标的

2018 年 1 月 8 日

本期内容提要：

- ◆ **消费升级驱动百货行业效率加体验变革。**中产阶级和 80/90 后逐渐成为社会的消费主力，他们更倾向于购买高端个性化以及高性价比的产品，同时也更多的进行体验类消费。传统的千店一面，货品单一乏味的百货企业无法为新零售时代的消费者提供满意的商品及服务，积极拥抱变革，在效率和体验方面顺应消费者需求升级的公司会在市场上有好的表现。
- ◆ **“货+场” 重塑，积极推进业态升级。****场重塑：**天虹对百货、购物中心全面主题编辑化，力推体验式消费；打造优品平价体验式精品超市；打造“零售+餐厅式+O2O+个性化服务”便利店。**货重塑：**百货大力引入自营，超市加强全球/生鲜直采。
- ◆ **线上线下全力融合，多渠道发展。**虹领巾是天虹线上线下全面深度融合的产物，定位于本地化生活消费服务平台，有购物、天虹到家、海外购、生活服务等多个功能。天虹微信服务号主要有三个功能：向虹领巾 APP 引流、会员服务、会员精细化管理。天虹微品是基于移动社交 B2B2C 模式的一款产品。三款线上线下融合工具助力公司多渠道发展。
- ◆ **门店数量稳健扩张，可比店利润同比也上升。**公司在积极转型，新零售加速践行的路上，各业态门店稳健扩张。2016 年新开 6 家综合百货；1 家购物中心。2017 年上半年，新开购物中心 2 家，天虹 sp@ce 超市 1 家以及 14 家便利店。在门店数量扩张的同时，公司可比店利润也从 2015 年开始一改下滑趋势，开始稳步提升。公司可比店收入增速从 2015 年的-1.66%回升 2017 年 H1 的-1.37%；可比店利润增速从 2015 年的 5.3%大幅回升至 2017 年 H1 的 14.04%。
- ◆ **或受益于国改，值得关注。**公司控股股东中国航空技术深圳有限公司（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有限公司控股。旗下拥有 8 家境内外上市公司。在国改“央企瘦身健体、提质增效”的背景下，天虹股份所在的商贸零售行业也并非中航国际的主营业务，后续天虹股份或受益于国改，值得关注。
- ◆ **股价催化剂：**消费强劲复苏、公司业绩超预期、中航系国改出现实质性进展。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 6.62、7.31、8.45 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.83 元、0.91 元和 1.06 元。天虹作为深根广东、布局全国的百货龙头，新零售布局和线上线下协同都位于行业领先地位，考虑到其有望受益于零售行业整体复苏、及中航系改革预期，首次覆盖我们给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17396.06	17272.96	18442.99	19811.10	21406.25
增长率 YoY %	2.34	-0.71	6.77	7.42	8.05
归属母公司净利润(百万元)	1208.41	524.11	662.29	730.67	844.57
增长率 YoY%	124.44	-56.63	26.37	10.32	15.59
毛利率%	23.57	24.16	24.94	25.17	25.46
净资产收益率 ROE%	23.98	9.44	11.61	11.82	12.12
每股收益 EPS(元)	1.51	0.65	0.83	0.91	1.06
市盈率 P/E(倍)	11	24	19	17	15
市净率 P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	3
公司基本情况	3
公司主营业务简介	3
业绩随行业景气度回升迎来拐点	4
业务重心：百货业态为主，逐步向购物中心转型	5
业务分布：华南地区为主，主要向华中拓展	8
门店数量稳健扩张，可比店利润同比上升	9
毛利率持续提升，费用率高于行业均值	10
“货+场”重塑，积极推进业态升级	10
消费力提升—中产阶级及新生代客群成为消费主力	10
消费习惯的变化—结构性分化：高端化、个性化 VS 高性价比	11
消费者转变—越来越倾向于购买体验	12
百货的“场”重塑：针对目标人群升级店面，力推体验式消费	13
超市的“场”重塑：打造优品平价体验式精品超市	15
便利店“场”重塑：打造“零售+餐厅式+X”便利店	16
“货”重塑：百货大力引入自营，超市加强全球/生鲜直采	18
线上线下全力融合，多渠道发展	19
虹领巾 APP：本地化生活消费服务平台	19
天虹微信服务号：会员精细化管理	20
天虹微品 APP：基于移动社交的电商平台	21
组织变革促天虹战略转型	21
盈利预测与估值：	23
基本假设和盈利预测	23
相对估值与投资评级	24
风险因素	24

表 目 录

表 1：天虹股份前十名股东持股情况（2017 三季度）	3
表 2：公司各区域业态分布	6
表 3：公司现有购物中心项目及拟开业项目	7
表 4：未来三年公司主要储备购物中心项目	7
表 5：天虹股份主营业务收入增长率预测	23
表 6：天虹股份三费假设	23
表 7：A 股主要百货行业公司估值	24

图 目 录

图 1：各业态营收占比	4
图 2：百货和超市毛利率（单位：%）	4
图 3：全国百家大型零售企业零售额当月同比与天虹营收同比（单位：%）	4
图 4：全国 50 家大型零售企业零售额当月同比与天虹营收同比（单位：%）	4
图 5：2012-2017H1 营业收入及同比增长	5
图 6：2012-2017H1 归母净利润及同比增长（单位：万元）	5
图 7：公司各业务板块布局	5
图 8：综合百货及购物中心门店分布	6
图 9：便利店门店分布	6
图 10：深圳和深圳以外地区营收占比（单位：%）	8
图 11：深圳和深圳以外地区营收增速（单位：%）	8
图 12：深圳和深圳以外地区毛利率（单位：%）	9
图 13：各区域可比店收入及利润同比变动（单位：%）	9
图 14：公司可比店收入及利润同比变动（单位：%）	9
图 15：公司综合、百货类、超市类毛利率（单位：%）	9
图 17：公司和行业销售期间费用率（单位：%）	10
图 18：上层中产和新兴中产增长迅速	11
图 19：可投资资产在 100 万美元及以上的中国家庭户数	11
图 20：许多品类的高端化市场比大众化市场的增长更快	12
图 21：2015 年中国居民收入提高后首先增加的支出（单位：%）	13
图 22：民治店模拟自然采光效果	14
图 23：民治店处处可见绿植	14
图 24：童装店铺都增加了互动玩乐部分	15
图 25：女装区“关联售卖”，增加洗护、香氛系列	15
图 26：超市“生活区块场景”之厨房区实景	15
图 27：将餐厅纳入超市	15
图 28：体验式厨房	16
图 29：没有收银员的自主支付体系	16
图 30：微喔店内景	17
图 31：微喔店便民设施	17
图 32：Rain&Color 内景	18
图 33：Rain&Co 内景	18
图 34：sp@ce 超市内进口鲜活海产品	19
图 35：sp@ce 超市内世界各地的大米	19
图 36：虹领巾 APP 首页“天虹到家”推广	20
图 37：虹领巾“天虹到家”推广	20
图 38：天虹微信服务号界面	20
图 39：天虹微品 APP 界面	20
图 40：天虹组织架构	22

投资聚焦

核心观点

距离马云首次提出“新零售”概念，已过去一年多时间。这一年里，各大网络巨头纷纷和线下零售企业合作，加大投资与并购力度。阿里私有化银泰商业，入股高鑫零售，腾讯入股永辉超市，拉开“新零售”序幕的同时，也标志着处于低潮期多年的实体零售企业迎来了崭新的发展机遇。“新零售”时代里，重体验和线上线下的融合是两大特征，各零售企业也在进行新业态的探索和产品的结构及质量优化。我们认为传统百货行业处于行业变革的风口，在效率和体验方面顺应消费者需求升级的公司会在市场上有好的表现。

从整体消费基本面来看，全国百家/五十家大型零售企业销售额自2016年4月呈触底反弹趋势，2016年Q4开始以奢侈品、化妆品以及金银珠宝为代表的高端消费持续回暖，高端消费复苏以及关税下调导致的消费回流共同对百货行业形成利好。天虹股份是A股上市百货企业里，效率和体验方面顺应消费者需求升级的佼佼者，我们认为在行业复苏的背景下，公司有着明显的先发优势。

公司层面，天虹主要布局的广深地区经济发达，居民消费理念超前，地理位置和经济优越性凸显。今年公司新上任的少壮派管理层紧跟行业最新动态，力推改革给公司注入活力。公司新零售布局（体验升级、供应链升级、全渠道发展）位于行业领先地位，在行业低迷期稳健保持门店数量和经营面积的增长，同店经营利润也表现出回暖，我们对公司前景保持乐观态度。

我们的选股逻辑：

- 新零售时代全面到来，之前线下向线上转移的时代已经过去，实体零售企业迎来了崭新的发展机遇。在行业迎来发展机遇的同时，可选消费、高端消费复苏以及关税下调导致的消费回流共同对百货行业形成利好。
- 消费者需求升级促使供给端发生改变。在审视急需变革的A股百货上市公司中，我们发现天虹积极打造“场+货”重塑：“场”重塑：百货、购物中心全面主题编辑化，力推体验式消费；打造优品平价体验式精品超市；打造“零售+餐厅+O2O+个性化服务”便利店。“货”重塑：百货大力引入自营，超市加强全球/生鲜直采。公司在效率和体验改革方面走在行业前列。
- A股百货上市公司多为国企背景，天虹在众多国企中管理能力优秀，少壮派管理层力推公司变革，积极布局新零售。在优秀管理体制下，公司在行业低迷期仍然保持门店数量和经营面积的增长，行业景气度回升时业绩也迎来拐点。
- 或受益于中航系国改，值得关注。

市场表现催化剂

消费强劲复苏、公司业绩超预期、中航系国改出现实质性进展。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 6.62、7.31、8.45 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.83 元、0.91 元和 1.06 元。天虹作为深根广东、布局全国的百货龙头，新零售布局和线上线下协同都位于行业领先地位，考虑到其有望受益于零售行业整体复苏、及中航系改革预期，首次覆盖我们给予“增持”评级。

风险因素

消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。

公司简介

公司基本情况

天虹股份成立于 1987 年，前身为深圳天虹商场，是一家立足于华南（深圳、广东）地区辐射全国的连锁百货企业，经营业态包含百货、商超、便利店等。公司 2010 年在深圳上市，目前公司总股本约 8 亿股，实际控制人中国航空工业集团有限公司是中央国资管理机构。

天虹股份目前有百货、购物中心、超市、便利店四种业态，并通过虹领巾、天虹微信、天虹微品形成线上线下融合的全渠道、多业态战略发展格局。公司通过综合百货、购物中心和便利店为顾客提供服饰、日用品、生鲜、熟食等商品，以及餐饮、娱乐等服务。截止至 2017 年三季度，公司 2017 年实现营业收入 129.39 亿元，同比增加 4.71%；归属上市股东净利润 4.92 亿元，同比增加 35.40%。

表 1: 天虹股份前十名股东持股情况 (2017 三季度)

机构名称	股东性质	持股比例	持股数量
中国航空技术深圳有限公司	国有法人	43.40%	347,257,000
五龙贸易有限公司	境外法人	25.53%	204,294,900
深圳市奥尔投资发展有限公司	境内非国有法人	2.13%	17,011,624
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	1.54%	12,310,900
金鹰稳健成长混合型证券投资基金	其他	0.94%	7,500,509
全国社保基金四零四组合	其他	0.77%	6,199,928
招商证券国际有限公司-客户资金	境外法人	0.70%	5,598,699
广发多策略灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.61%	4,889,452
易江婷	境内自然人	0.49%	3,936,400
中国人寿委托鹏华基金公司混合型组合	其他	0.41%	3,299,954

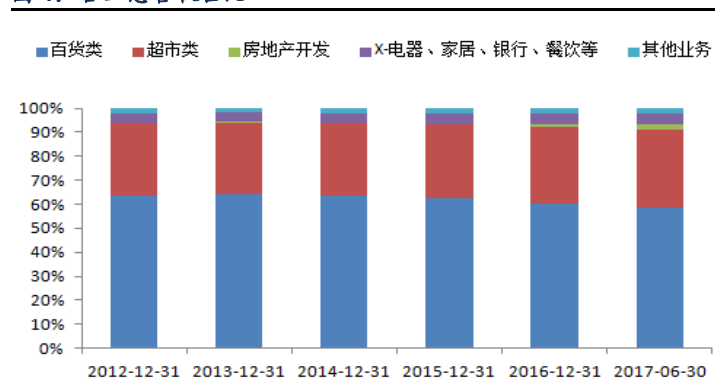
资料来源: 公司 2017 年三季度报, 信达证券研发中心整理

公司主营业务简介

天虹股份的主营业务为零售和房地产，合计收入占比 98%。其中，2017 年上半年百货板块营收同比减少 0.21%，占总体收入的 58.29%；超市板块由于加大源头直采以及全球直采，更好的迎合了消费需求，营收同比增长 7.23%，占总体收入的 32.49%；X 板块（除百货、超市外的其他配套品类，如餐饮、娱乐等业务）营收同比增加 4.62%，占总体收入 4.50%；房

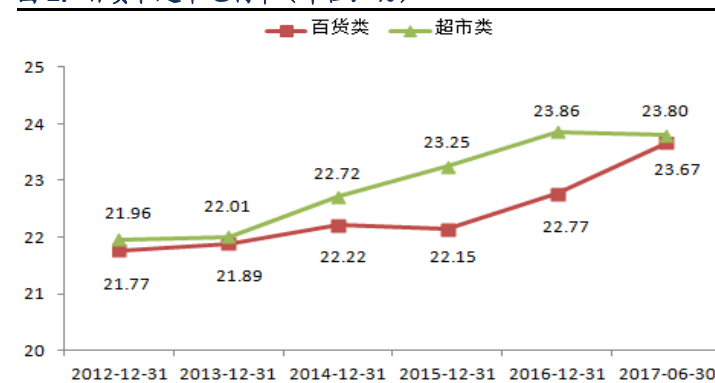
地产占总体收入 2.17%。

图 1: 各业态营收占比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

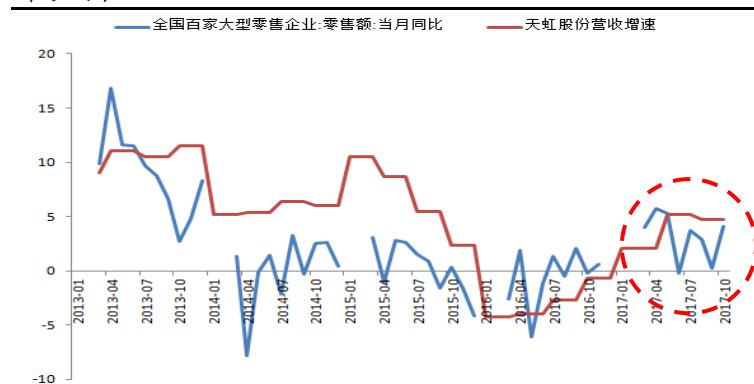
图 2: 百货和超市毛利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

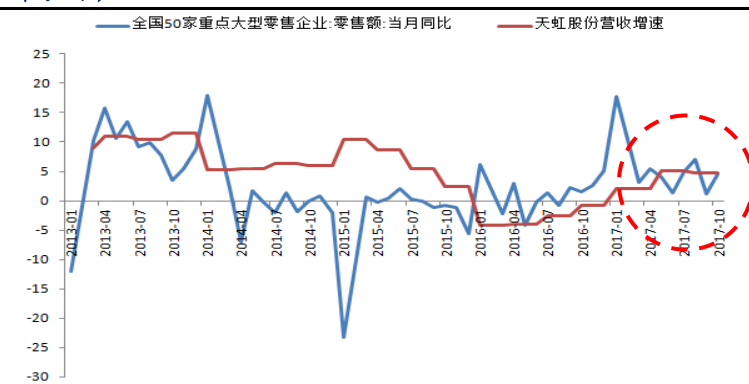
业绩随行业景气度回升迎来拐点

图 3: 全国百家大型零售企业零售额当月同比与天虹营收同比 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4: 全国 50 家大型零售企业零售额当月同比与天虹营收同比 (单位: %)



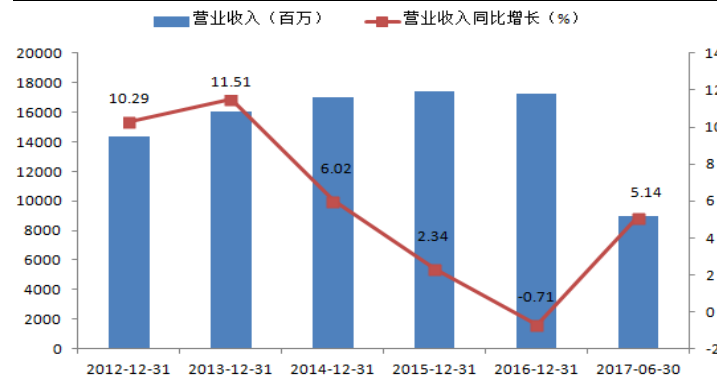
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

全国百家大型零售企业零售额自 2016 年 4 月呈触底反弹趋势, 2017 年 7-9 月分别同比增长 3.7%、2.9%、0.2%。五十家大型零售企业复苏迹象更加明显, 零售额自 2016 年 4 月触底反弹以来于 2017 年 1 月录得最高同比增幅 17.8%, 2017 年 7-9 月分别同比增长 7.1%、1.2%、4.5%。

随着行业景气度回升, 天虹股份营业收入和归母净利润 2017H1 都较 2016 年同期有较大提升, 业绩迎来拐点。2017H1 公司

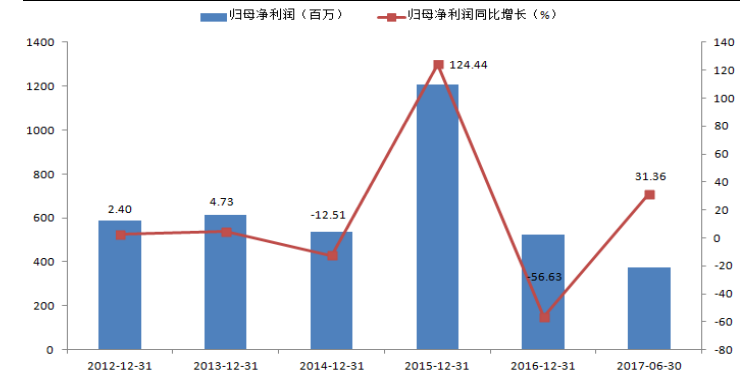
实现营业收入 89.83 亿元, 同比增长 5.14%, 结束从 2013 年开始逐年下滑的趋势; 实现归母净利润 3.75 亿元, 同比增长 31.36%。和全国百家/五十家零售额单月同比相比, 天虹营收增速总体高于全国百家/五十家零售额单月同比, 营收状况优于行业平均水平。

图 5: 2012-2017H1 营业收入及同比增长



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 6: 2012-2017H1 归母净利润及同比增长 (单位: 万元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

业务重心: 百货业态为主, 逐步向购物中心转型

图 7: 公司各业务板块布局



资料来源: 公司 2017 年半年报, 信达证券研发中心整理

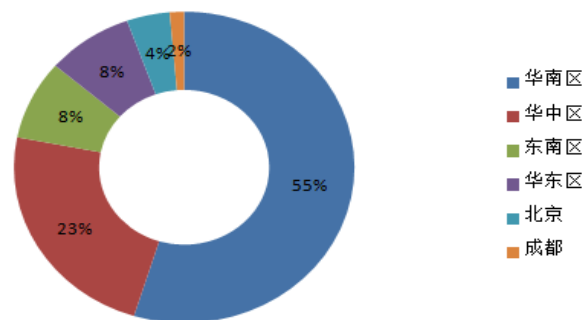
2017 年三季报披露，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 21 个城市。公司经营综合百货 66 家（含 2 家天虹特许经营门店），营业面积约 193 万平方米；经营购物中心 7 家，营业面积约 50 万平方米；经营便利店 164 家。

表 2: 公司各区域业态分布

	华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计
综合百货	38	15	5	4	3	1	66
购物中心	2	2	1	2	0	0	7
便利店	141	0	21	0	0	0	162
合计	182	17	26	6	3	1	234

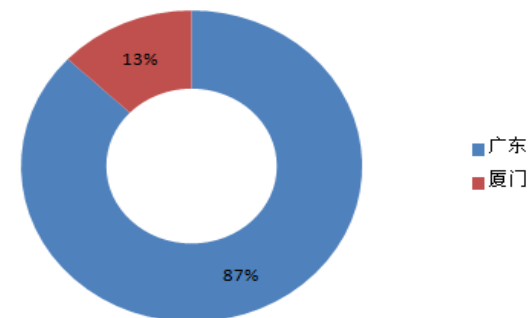
资料来源：公司 2017 年半年报，信达证券研发中心整理

图 8: 综合百货及购物中心门店分布



资料来源：2017 年半年报，信达证券研发中心整理

图 9: 便利店门店分布



资料来源：2017 年半年报，信达证券研发中心整理

公司目前经营的 7 家购物中心分别位于深圳宝安、浙江杭州、江西吉安、深圳新沙、福建厦门、江苏苏州、湖南长沙，其中后三个是 2017 年新开业项目。除此之外，公司还有 14 个储备项目，合计建筑面积 113 万平方米，均是按购物中心业态规划设计，购物中心是公司未来发展转型的重点业态。从储备项目所在地可以看出，公司有逐渐向三四线城市渗透趋势。

表 3: 公司现有购物中心项目及拟开业项目

已开业购物中心				
地区	项目名称	开业时间	营业面积	定位
深圳	宝安中心区天虹购物中心	2013.10.26	7.2 万平方米	轻松、舒适、自然、满足家庭愉悦感的一站式购物乐园
浙江	杭州购物中心	2014.6.27	7.3 万平方米	立足中档, 面向年轻时尚人士和家庭消费的购物中心
江西	吉安购物中心	2014.7.16	10.1 万平方米	一站式家庭购物休闲首选之地
深圳	深圳新沙购物中心	2016.12.16	10.6 万平方米	畅享欢乐时光的生活重心
福建	厦门君尚购物中心	2017.4.28	8.2 万平方米	融合时尚零售、创意餐饮、精品超市等业态的精致生活解决方案
江苏	苏州石路 CC.Mall	2017.5.19	9 万平方米	针对年轻潮人和家庭顾客的多彩 (Colourful)和酷炫(Cool)的潮流中心
湖南	长沙天虹 CC.Mall 沙湾公园店	2017.9.27	3.8 万平方米	集合多元欧洲小镇街头元素的创意潮玩中心
2017 年底拟开业购物中心				
地区	项目名称	开业时间	营业面积	定位
江苏	苏州相城购物中心	2017 年 12 月 29 日	11.5 万平方米	打造了天虹品牌的“YES! 街”, “KIDS REPUBLIC” 等主题街区
广东	佛山购物中心	2017 年底	10 万平方米	户外电子烟花、灯光跷跷板、水幕秋千等组成的灯光互动广场
江西	宜春购物中心	2017 年底	10 万平方米	首家室内摩天轮, 配合主题 餐厅; 佛山首个室内跨三层 双轨大滑梯; 24 小时不打烊的港澳风情 Yes! 街

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 4: 未来三年公司主要储备购物中心项目

主要储备项目	城市	建筑面积	业态	物业性质
南昌红谷滩菜蒙项目	江西南昌	15 万平方米	购物中心	自有
南昌九洲天虹广场项目	江西南昌	11.8 万平方米	购物中心	自有
吉安铜锣湾项目	江西吉安	8.3 万平方米	购物中心	租赁
鹰潭购物中心项目	江西鹰潭	7.7 万平方米	购物中心	自有
萍乡角凤凰天成项目	江西萍乡	8 万平方米	购物中心	租赁
苏州市姑苏区石路项目	江苏苏州	4.5 万平方米	购物中心	租赁
厦门枋湖项目	福建厦门	7.2 万平方米	购物中心	租赁
厦门思明会展北购物中心	福建厦门	5 万平方米	购物中心	自有
深圳闽泰项目	广东深圳	10 万平方米	购物中心	租赁

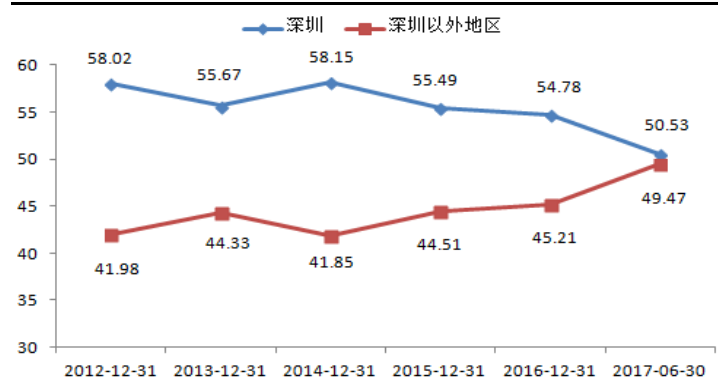
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

业务分布：华南地区为主，主要向华中拓展

公司现有综合百货 66 家，其中华南地区有 38 家，华中地区有 15 家。购物中心有 7 家，华南区和华中区各有两家。便利店 162 家，华南区有 141 家，东南区有 21 家。

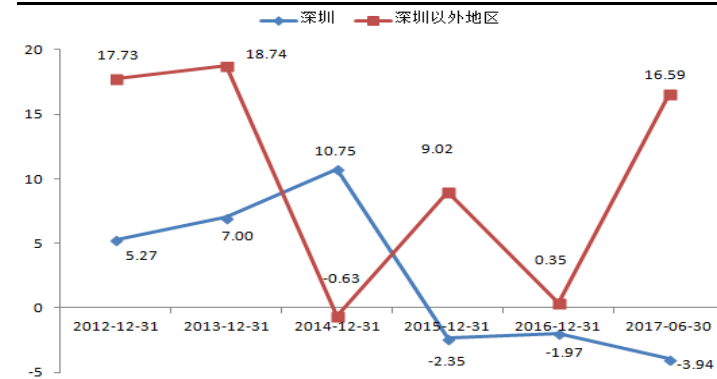
深圳以外地区营收逐年扩大。广东是公司的发源地也是目前业务重心所在，但从公司布局可看出，江西是公司沿广东北上主要业务拓展区域，形成“广东为主，江西为辅”的业务格局。公司深耕深圳多年，网点布局已较全面，未来不会有太多新店开放，深圳地区的营收占比呈逐年下降趋势。而深圳外地区是公司将来主要拓展区域，有较多开店计划，故深圳外地区营收占比逐年上升，2017 年半年报显示，深圳和深圳以外地区营收占比近乎相等，都在 50% 左右。

图 10：深圳和深圳以外地区营收占比（单位：%）



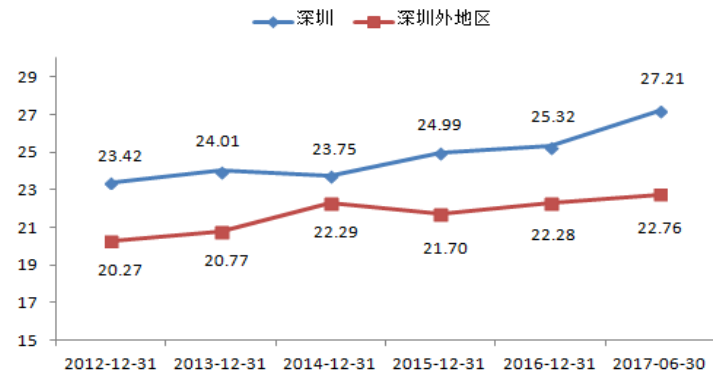
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 11：深圳和深圳以外地区营收增速（单位：%）

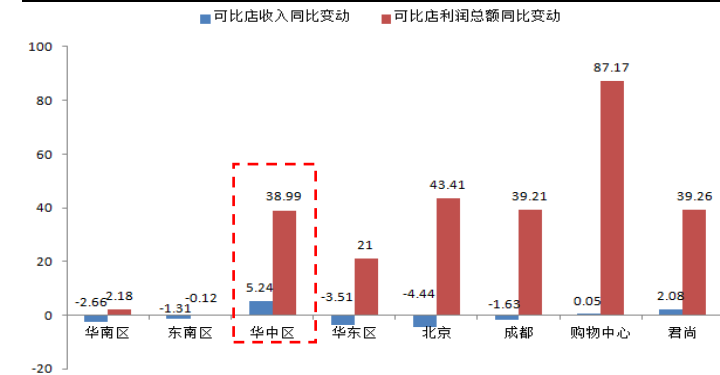


资料来源：万得，信达证券研发中心整理

深圳地区毛利率全国领先。公司整体毛利率呈逐年上升趋势，2017 年上半年深圳地区毛利率达到 27.21%，深圳以外地区毛利率达到 22.76%。深圳作为一线城市，消费水平在全国领先，产品定位比较高端，毛利率显著高于深圳以外地区。而深圳以外地区毛利率水平虽略低，但也处于逐年上升趋势。

图 12: 深圳和深圳以外地区毛利率 (单位: %)


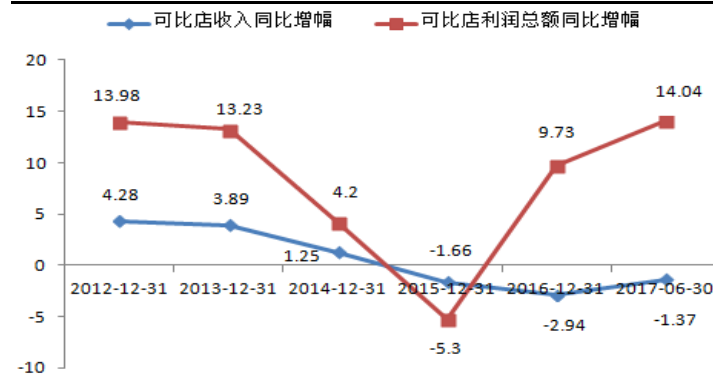
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 13: 各区域可比店收入及利润同比变动 (单位: %)


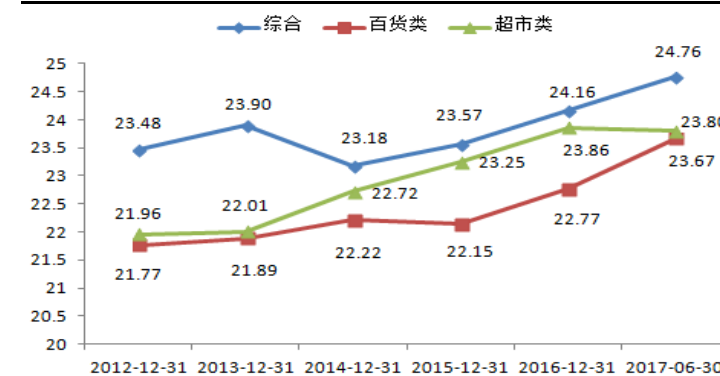
资料来源: 万得, 2017 年半年报, 信达证券研发中心整理

华中地区可比店收入及利润同比变动均位于前列。2017 年上半年华中地区可比店收入同比增长 5.24%，是全国范围内唯一增长的区域；可比店利润总额同比增长 38.99%，仅次于北京和成都。购物中心是业绩增长点，可比店收入增长 0.05%，可比店利润总额增长 87.17%。

门店数量稳健扩张，可比店利润同比也上升

图 14: 公司可比店收入及利润同比变动 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 15: 公司综合、百货类、超市类毛利率 (单位: %)


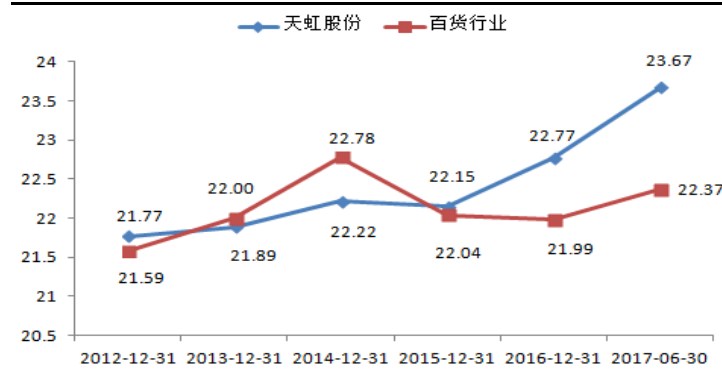
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

公司在积极转型，新零售加速践行的路上，各业态门店稳健扩张。2016 年，新开湖南湘潭天虹、南昌 COOL+天虹、珠海天虹、苏州石路天虹（试运营）、江西共青城天虹（特许经营门店）、君尚 3019 共 6 家综合百货；新开购物中心 1 家，为新沙天虹购物中心。2017 年上半年，新开厦门君尚购物中心和苏州石路 CC.Mall，天虹 sp@ce 超市 1 家以及 14 家便利店。

在门店数量扩张的同时，公司可比店利润也从 2015 年开始一改下滑趋势，开始稳步提升。公司可比店收入增速从 2015 年的 -1.66% 回升 2017 年 H1 的 -1.37%；可比店利润增速从 2015 年的 5.3% 大幅回升至 2017 年 H1 的 14.04%。

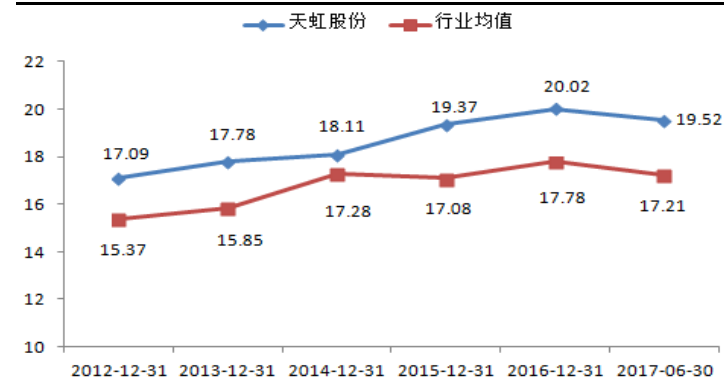
毛利率持续提升，费用率高于行业均值

图 16: 公司百货毛利率与百货行业平均毛利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 17: 公司和行业销售期间费用率 (单位: %)



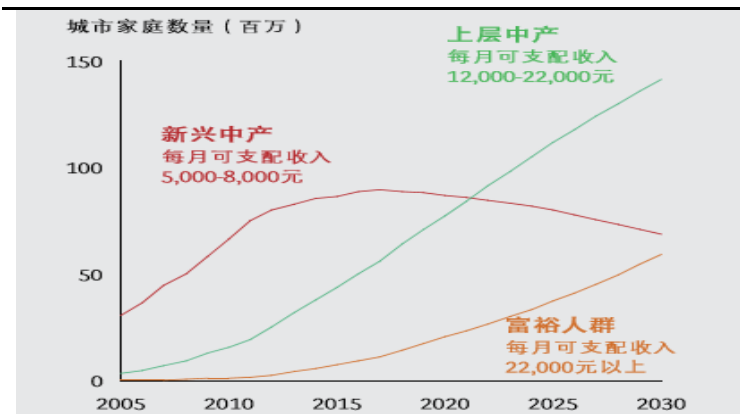
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

公司销售期间费用率从 2012 年开始逐年上升，均高于同期行业水平。主要是由于公司近年来门店扩张速度较快导致，期间产生的销售费用（特别是租赁费用）和管理费用较多。2017 年 H1，公司销售期间费用率达到 19.52%，高出行业均值 2.31 个百分点。

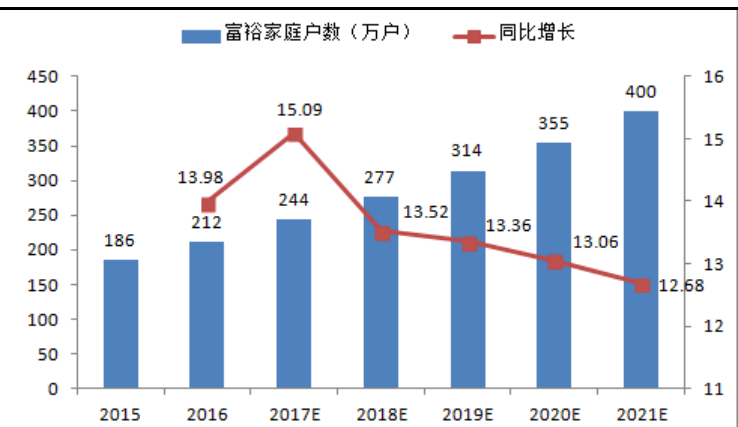
“货+场”重塑，积极推进业态升级

消费力提升—中产阶级及新世代客群成为消费主力

崛起的上层中产和富裕阶层: 随着中国经济持续快速增长，越来越多中国家庭及个人进入富裕阶层和中产阶级，这些家庭消费能力强劲，并对未来收入增长持乐观态度，消费信心十足。《中国私人银行 2017》报告显示，家庭可投资资产在 100 万美元到 500 万美元、以及 500 万美元到 2000 万美元这两个区间内的家庭数量增长最快。预计从 2017-2021 年，这两个群体的财富值将以 13.6% 的平均速度增长，在 2021 年分别达到 340 万户和 50 万户。BCG 预测到 2021 年，上层中产（每月可支配收入 12,000-22,000 元）及富裕家庭（每月可支配收入 22,000 元以上）数量预计在 2016 年基础上将翻一番，超过 1 亿户，共同拉动 75% 的消费增长。

图 18: 上层中产和新兴中产增长迅速


资料来源: BCG 预测, 信达证券研发中心

图 19: 可投资资产在 100 万美元及以上的中国家庭户数


资料来源: BCG 预测, 信达证券研发中心

新世代消费者将成为中国消费市场的主导力量:“新世代”泛指出生在 1980-2000 年的人群,在国内我们称之为 80 后、90 后以及 00 后。这些年轻的消费者将成为中国消费经济增长的主要推动力量。目前成熟的新世代消费者 (18-35 岁) 在中国 15-70 岁人口中占到 40%。BCG 预计 2016-2021 年之间,新世代消费力同比复合增长率为 11%,是老一代消费群体增长率的两倍左右。预计到 2021 年新世代客群消费额增长至 2.6 万亿美元,高于老一代消费群 0.2 万亿,成为中国消费市场的主导力量。

消费习惯的变化—结构性分化: 高端化、个性化 VS 高性价比

在新世代消费者“爱自己”的特点下,他们更追求生活的品质,愿意为更好的产品买单,乐意为好的产品支付更高的溢价。贝恩咨询的调查显示,2014-2016 年瓶装水、酸奶、护肤品、彩妆、面巾纸品类高端类销售额复合年增长率都大于 25%,且都大于低端类增长率,都呈现出高端化的趋势。

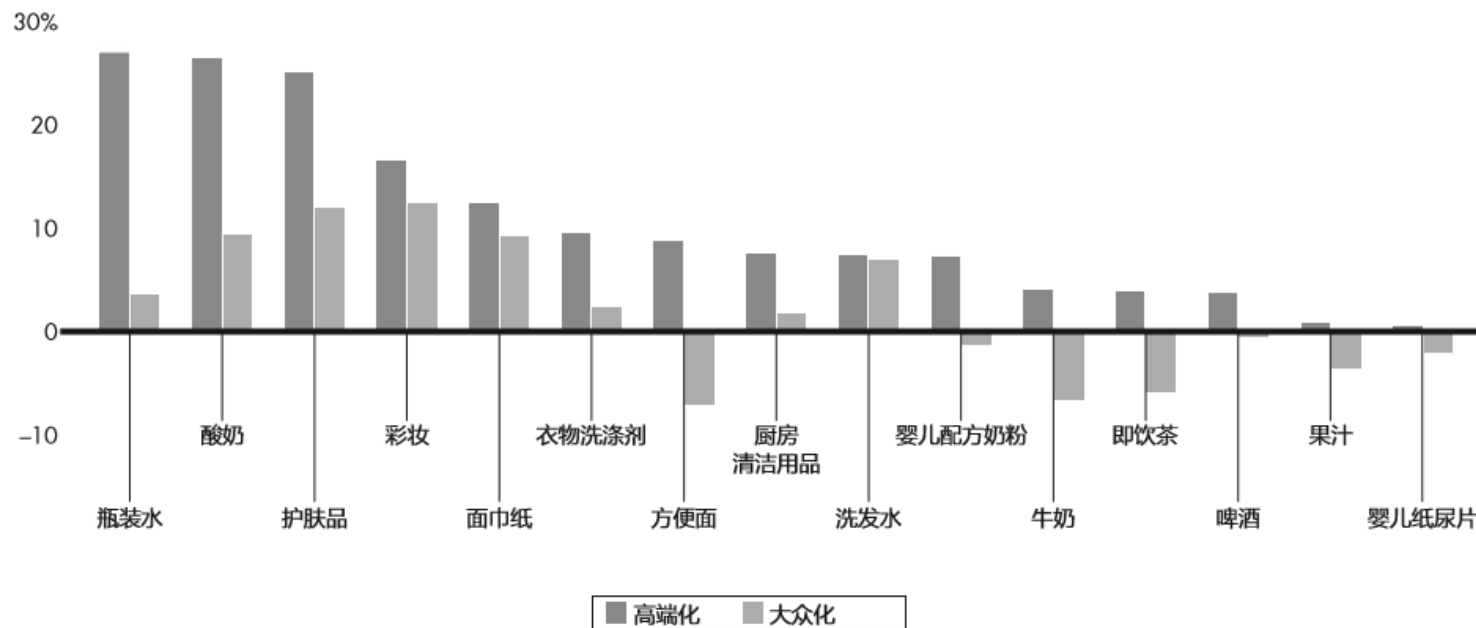
同时消费需求、消费场景和商品产出都演变得更加个性化。在消费力较低时,消费者购买产品主要是从众心理,模仿式消费偏多。当随着人们生活水平提高,消费力增强时消费者不再是简单的从众,消费者更注重品牌的内在情感和价值,会根据内心感受和需求进行个性化消费,能吸引这些消费者的是由消费者参与、主导,从而满足他们日新月异的个性化需求的产品。

但是这一代消费者并不是追求“越贵越好”,他们也十分看重性价比,同样的价钱希望买到更好的产品。网易旗下的网易严选,以“好的生活,没那么贵”为品牌理念,通过 ODM (原始设计制造商) 模式从大牌制造商直采,剔除品牌溢价和中间环节,主打高品质、高性价比的产品。网易严选主打质优低价,箱包类产品由新秀丽制造商供货,床上用品由无印良品制造商供货,

男士内衣由 HUGO BOSS 和 CK 制造商供货，但是同款类似产品价格比品牌商产品低出不少，受到一二线中青年客户的欢迎，特别是更加注重性价比且不愿花太多时间挑选的男性消费者的喜爱。网易严选 2016 年 4 月上线，2016 年三季度，网易严选就实现了半年 3000 万用户、6000 万元月流水的成绩。网易 2016 年四季度财报会议上 CEO 丁磊称，网易严选在 2017 年的目标实现 70 亿元的 GMV（成交总额），这一数字将超过无印良品在中国全年的销售额。

图 20：许多品类的高端化市场比大众化市场的增长更快

销售额复合年增长率，按价格段划分（2014-16年）

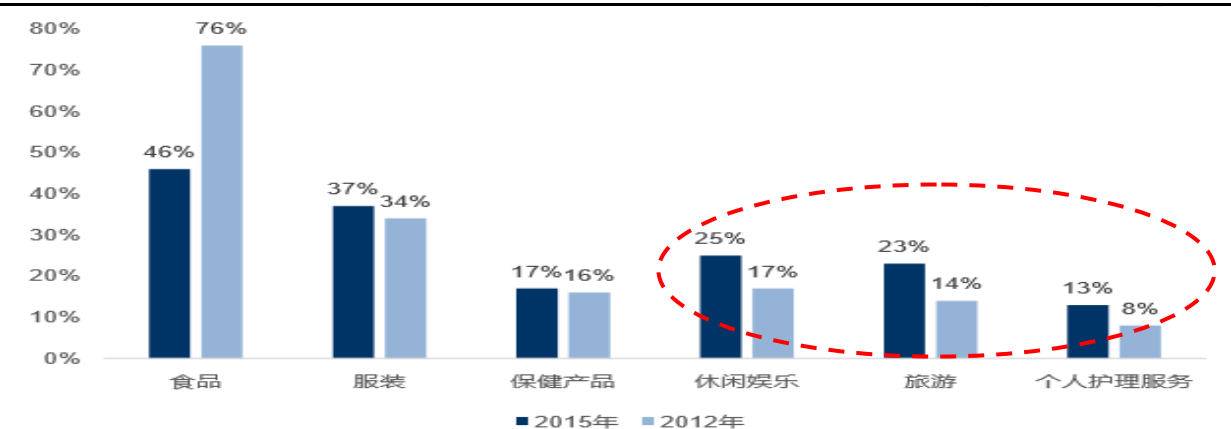


资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

消费者转变—越来越倾向于购买体验

麦肯锡的一项调研中显示，2015 年中国居民收入提高后优先增加的支出里，更多的人选择了体验式服务，而不是单纯的产品。2012 年 76% 的消费者优先选择食品作为收入增长后的优先支出，但是 2015 年只有 46% 的消费者做出这样的选择，减少了 30 个百分点；另一方面，2012 年 14% 和 17% 的消费者优先选择旅游和休闲娱乐，而 2015 年选择这两项的消费者增长至 23% 和 25%，分别提升 9、8 个百分点。

图 21：2015 年中国居民收入提高后首先增加的支出（单位：%）



资料来源：麦肯锡，信达证券研发中心

百货的“场”重塑：针对目标人群升级店面，力推体验式消费

为了顺应顾客消费升级以及体验式消费激增的需求，公司对旗下已有百货进行门店升级，新开百货均按照特色化主题进行编辑打造，适应各门店覆盖范围内顾客差异化需求。公司首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”于 2016 年 9 月开业，取得了顾客的高度评价，君尚 3019、珠海天虹、民治天虹紧随其后实现了百货业态全面主题编辑化。

民治天虹改造案例，主打“花园式亲子”：

民治天虹于 2007 年开业，经营面积 1.2 万平方米，年销售利润在 5,000-6,000 万之间。2 公里辐射半径内常住人口 20 万，民调显示其中 85% 以上社区住民为 26-35 岁的年轻人，住民大多从江西、湖南、湖北等地来深圳首次置业。2016 年 12 月民治天虹改造升级后再次开业。为了迎合民治周边年轻消费群体的崛起和“小三口之家”消费需求，民治天虹以“花园式亲子”为主题对店面进行升级，除了传统的货物售卖外还将花园、创意集市、儿童娱乐等生活元素搬进百货商场。

- (1) **商场环境方面**：街灯、花池、绿植墙、石路遍布在商场的各个角落，营造出惬意的美感。四楼以上为住宅，所以无法进行自然采光，商场通过设计使用灯模营造了自然采光的

图 22: 民治店模拟自然采光效果



资料来源: 联商网, 信达证券研发中心整理

图 23: 民治店处处可见绿植



资料来源: 赢商网, 信达证券研发中心整理

(2) 业态升级方面:

- 品牌总数减少了 30%，主要削减掉老年女装这一细分品类；品项新增了 20 个左右，主要来源于主题区的提案和集合店的引进。
- 为迎合周边年轻妈妈们的需求，增加儿童业态区，特意给小朋友们规划了一个空间做体验教室，可以用来办生日会或者其他。
- 实行“关联售卖”模式，以主营产品为核心，几乎每个店铺都增加了相关衍生品。以女装品牌为例，店铺内还售卖洗护系列、香氛系列。

(3) **体验升级方面:** 引进手调咖啡体验坊、插花、手工皮具 DIY、陶艺等体验业态；每个童装店铺都增加了互动玩乐部分，包括电子互动屏、体感游戏、手工串珠等；四楼的办公室改成了母婴室，包括三个哺乳间、儿童睡床、喂饭桌以及亲子厕所；为了尽可能延长消费者在店内停留时间，民治店还在四楼设置了专门的充电区域。

图 24: 童装店铺都增加了互动玩乐部分



资料来源: 联商网, 信达证券研发中心整理

图 25: 女装区“关联售卖”, 增加洗护、香氛系列



资料来源: 赢商网, 信达证券研发中心整理

超市的“场”重塑：打造优品平价体验式精品超市

公司为顺应消费升级，创新推出的超市业态 Sp@ce 定位于“都会生活超市”。Sp@ce 超市定位于都市追求品质生活的中高端客群，精选全球优质商品，以亲民的价格向消费者提供餐饮、生鲜、健康有机商品、餐桌厨房用品等，满足顾客都会生活节奏的需要。

2017 年 1 月，公司第一家 Sp@ce 超市开业，该超市是由深南天虹超市转型升级而成，位处华强北商圈的深南天虹商场二层，营业面积 3,000 平方米，60%商品为进口与有机类产品。

图 26: 超市“生活区块场景”之厨房区实景



资料来源: 联商网, 超市人之家, 信达证券研发中心整理

图 27: 将餐厅纳入超市



资料来源: 联商网, 超市人之家, 信达证券研发中心整理

Sp@ce 超市的创新之处:

- 按“生活区块场景”设计顾客动线，从“冰箱→厨房→餐桌→客厅→浴室→卧室”等不同生活顺序的场景打造售卖情景。
- 将餐厅纳入超市，给顾客提供时尚舒适的就餐休息区，可以满足顾客边购边吃的需求。目前主要入住的餐饮有“凤凰楼”粤菜馆、“东京故事”日料店、披萨餐厅等。
- 设置体验厨房，融入产品试吃、产品故事和使用方法介绍的体验区。顾客即能够学习如何烹饪买回食材后自主料理，也可以由大厨现场烹饪好直接带成品回家。
- 线下支持自助收银，顾客用手机扫描商品即可轻松完成支付，免去排队耗时。

图 28: 体验式厨房



资料来源: 联商网, 超市人之家, 信达证券研发中心整理

图 29: 没有收银员的自主支付体系



资料来源: 联商网, 超市人之家, 信达证券研发中心整理

便利店“场”重塑：打造“零售+餐厅式+X”便利店

除了综合百货和购物中心，公司还有便利店业态。公司 2014 年以 2909 万元收购深圳市万店通商贸有限公司（以下简称万店通）100%股权开始进军便利店行业。收购完成后，天虹还创立了自有便利店品牌“微喔”。

图 30: 微喔店内景


资料来源: 联商网, 信达证券研发中心整理

图 31: 微喔店便民设施


资料来源: 联商网, 信达证券研发中心整理

零售中融入餐饮: 零售主打商品有明星单品、进口商品、自有品牌商品等, 目前还添加熟食单元, 以现煮咖啡、关东煮、面点类为主。

与线上业务高度融合: O2O 方面支持全渠道购物, 消费者还可通过门店电子互动屏、PAD 等实现线上购物, 可预约门店自提也可送货上门。同时线下的便利店还是虹领巾 APP 网购售后服务店, 提供换货、取货的服务。

增设个性化服务方面空间及内容: 微喔设有 ATM、提供银行开户、购买理财等便民业务, 还有冲印照片、家政预约、鲜花预定等社区生活服务。

与邮局合作, 成为社保窗口延伸: 2017 年 4 月, 天虹微喔便利店与中国邮政联合创办的天虹微喔邮局带给消费者更多的便利体验, 办理社保业务、填单办理邮政业务、自行取包裹、充值电话费等多方位服务在天虹邮局都能实现。天虹微喔邮局成为社保局业务办理窗口的延伸, 成为了市民家门口的社保办事大厅。

2017 年天虹微喔加快门店拓展步伐, 在 8 月 25 日—9 月 13 日 20 天时间内在深圳陆续开出 7 家店。然而 2016 年 12 月由于江西微喔经营状况未达预期, 以及出于公司调整便利店业务布局的考虑, 天虹股份停止江西微喔旗下 18 家便利店的经营。目前公司合计经营“微喔”“万店通”两个品牌便利店共 164 家主要分布在深圳市、厦门市、东莞市等。

“货”重塑：百货大力引入自营，超市加强全球/生鲜直采

百货大力引入自营平台 Rain 系列：加大自营比重是百货公司近年来转型的趋势也是出路，加大自营可有效释放出被中间商拿走的利润，提高公司竞争力。天虹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 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，分别定位于女杂集合馆（发饰、饰品）、家居集合馆、时尚买手集合馆、儿童馆。买手及运营团队深入时尚前沿精选商品，进行品牌和商品的引进、采买、主题编辑以及陈列。截至 2016 年底，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。同时公司除自营外还积极引进国内时尚女装品牌代理，截止 2016 年底公司共拥有 5 个品牌的代理，分别为 CACHE CACHE、JOJO、KBNE、菟草壹和 Siastella，合计开店 21 家。

图 32: Rain&Color 内景



资料来源：联商网，新店商研习社，信达证券研发中心整理

图 33: Rain&Co 内景



资料来源：柏设计事务所，信达证券研发中心整理

超市加大全球/生鲜直采及自有品牌力度：sp@ce 的商品结构聚焦国际化、年轻化及有机健康。天虹首家 sp@ce 超市拥有 6,000 余种进口商品和 500 余种有机商品。包含法国生蚝、澳洲龙虾等进口鲜活海产品、冷鲜澳洲牛肉、巴马香猪等，在食品区还有自日本和韩国的调味料、世界各地的大米等。

- **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。2016 年，全球直采销售同比上升 392%。2017 年中报披露，全球采购海外合作厂家近 50 个，实现销售同比增幅超 10 倍；
- **生鲜直采：**通过源头采购，天虹参与到供应链上游的市场，提升了供应商及商品开发能力、成本控制能力；建立国产水果采购基地，从采摘加工到物流配送，全程冷链运输，天虹已在国内设立包括新疆、云南、山东、四川等在内的 9 个直采办事处，建设近 50 个农产品生产合作基地。2016 年生鲜直采销售同比上升 50%。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化，公司于 2016 年 8 月建立畜禽肉 PC 厂、果蔬 PC 厂。截至 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。2017 年中报显示，生鲜果蔬源采销售占比已达 40%。

- 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，2016 年自有品牌销售同比上升 22%。

图 34: sp@ce 超市内进口鲜活海产品



资料来源：联商网，超市人之家，信达证券研发中心整理

图 35: sp@ce 超市内世界各地的大米



资料来源：联商网，超市人之家，信达证券研发中心整理

线上线下一力融合，多渠道发展

虹领巾 APP：本地化生活消费服务平台

天虹官方 APP “虹领巾”早在 2015 年 10 月上线，是天虹线上线下全面深度融合的产物，虹领巾定位于本地化生活消费服务平台，有购物、天虹到家、海外购、生活服务等多个功能。“虹领巾”前台对应顾客，后台对应会员中心、营销中心、大数据中心、全渠道销售中心、流量中心，聚焦 4 大核心功能——购物平台、营销中心、会员联盟、本地生活。

对于门店五公里覆盖范围内的居民，天虹到家可以在下单后两小时内上门配送，极大满足附近居民的即时消费需求。对于海外购顾客，下单商品直接从保税区直送，严保质量。上线两年来，虹领巾会员数激增，截至 2017 年 6 月份，虹领巾会员人数近 500 万，超过 233 万人通过虹领巾领取优惠券到线下消费；“天虹到家”销售额同比增长 872.60%。截止至 2016 年年底，天虹到家上线门店累计达到 57 家，占全国门店数量的 80.28%。

图 36: 虹领巾 APP 首页“天虹到家”推广


资料来源: 虹领巾 APP, 信达证券研发中心整理

图 37: 虹领巾“天虹到家”推广


资料来源: 联商网, 信达证券研发中心整理

天虹微信服务号: 会员精细化管理

天虹微信服务号主要有三个功能: 向虹领巾 APP 引流、会员服务、会员精细化管理。截止 2016 年底, 天虹微信累计会员逾 500 万, 活跃用户数逾 200 万。

向虹领巾 APP 引流: 打开天虹微信号, 底部“购物”板块直接将顾客带入到产品界面, 界面首页滚动提示五公里内 2 小时直达。当顾客点开感兴趣产品时底部提示可以前往虹领巾 APP 购买, 实现有效的向虹领巾 APP 引流的功能。

图 38: 天虹微信服务号界面


资料来源: 天虹微信服务号, 信达证券研发中心整理

图 39: 天虹微品 APP 界面


资料来源: 天虹微品 APP, 信达证券研发中心整理

会员服务: 底部“我的”板块直接绑定顾客会员卡, 同时方便顾客使用智慧停车功能 (目前微信智慧停车暂停使用, 顾客可转向虹领巾 APP 使用该功能)。

会员精细化管理: 在开通微信服务号之后,天虹把会员系统接入了天虹微信后台的社交化 CRM 客户关系管理系统中。天虹进一步在微信后台对会员做了精准化的标签管理。天虹微信后台现已有六十多个标签,每一个客户下面有多个标签。此后的活动都可以基于这些标签做个性化的推送。并且活动信息也从传统的有字数限制的短信推送,变成了定制的图文发送,加上后台附送的优惠券,新的推送方法进一步提升了顾客感受。

天虹微品 APP: 基于移动社交的电商平台

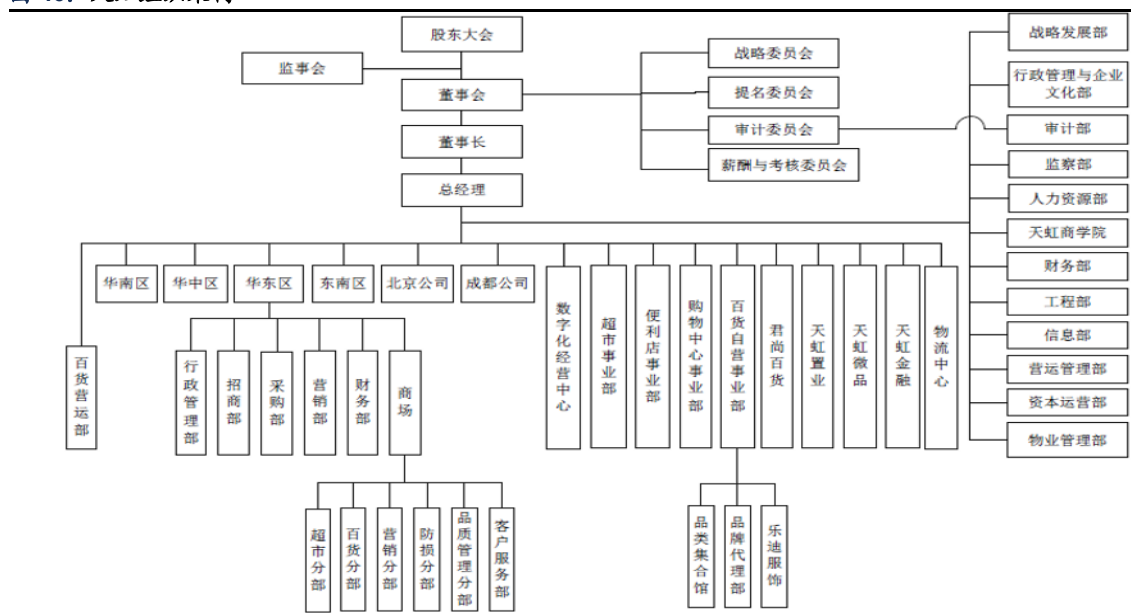
天虹微品是基于移动社交 B2B2C 模式的一款产品。天虹微品以合伙人的社交圈为单位进行商品展示推广,由天虹微品代合伙人向顾客提供统一的物流配送、售后服务。截止 2016 年底,微品店主逾 25 万。

具体形式来看,天虹微品通过精选商品传送至手机端,“店主”可根据需要在自己开设的“网店”编辑商品,再利用微信、微博、QQ 等社交工具将商品分享至自己的社交圈,提供服务,形成销售。天虹负责商品采购和库存管理、营销图文制作、订单处理、物流配送和统一客服等工作。

组织变革促天虹战略转型

年轻但经验丰富的管理层给公司带来活力: 公司现任董事长高书林,总经理张旭华均为 70 年代人,目前都不到 50 岁,是目前 A 股大型百货企业中最年轻的董事长和总经理。两人都在天虹有多年工作经验,高书林历任天虹商场股份有限公司总经理秘书、企划部经理助理、东门天虹商场总经理、厦门天虹公司总经理,董事总经理等职务,张旭华上任前担任天虹购物中心事业部总经理,在招商部、采购部、购物中心有多年工作经验。天虹股份年轻但经验丰富的管理层是公司变革最强推动力。

管理扁平化+业务专业化,促组织变革: 在董事长高书林上任后,力推天虹管理扁平化以及业务专业化。目前天虹的职能部门都在三级以内,电子流程的审批原则上不会超过五个节点。大大改变了传统国企低效冗长的沟通机制,提高了沟通效率和决策效率。业务专业化体现在天虹重新构建了多个专业事业部,如电商、超市、便利店、购物中心等。同时构建供事业部共享的三大共享服务中心,财务、人力、信息。这三个共享中心构建起一个更加专业、整合的中心来支持各个事业部的发展,提供公司后台的强大支持。

图 40: 天虹组织架构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

或受益于国改, 值得关注: 公司控股股东中国航空技术深圳有限公司 (以下简称“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有限公司控股。业务涉及航空、电子、国际业务、现代服务业等, 旗下拥有 8 家境内外上市公司。在国改“央企瘦身健体、提质增效”的背景下, 2016 年中航工业集团将地产业务整体剥离, 划转给主营地产领域的保利集团。天虹股份所在的商贸零售行业也并非中航国际的主营业务, 后续天虹股份或受益于国改, 值得关注。

盈利预测与估值：

基本假设和盈利预测

表 5：天虹股份主营业务收入增长率预测

收入增长率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
百货类	0.23%	-4.21%	6%	7%	8%
超市类	4.09%	3.61%	9%	9%	9%
X类	23.50%	-6.92%	0%	0%	0%
其他业务	5.6%	11.62%	11.62%	11.62%	11.62%

资料来源：信达证券研发中心预测

表 6：天虹股份三费假设

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售费用率	17.30%	18.08%	18.08%	18.08%	18.08%
管理费用率	2.05%	1.84%	1.84%	1.84%	1.84%
财务费用率	0.02%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源：信达证券研发中心预测

同时我们假设 2017-2019 年毛利率变化不大，分别为 24.94%、25.17%、25.46%。基于以上假设，我们预计 2017-2019 年天虹股份营业收入分别为 184.43、198.11、214.06 亿元，归母净利润分别为 6.62、7.31、8.45 亿元。

相对估值与投资评级

剔除无万得一致预期以及 PE 异常值的公司后，我们选取申万百货行业 12 家公司作为可比公司。公司 2017-2019 年 PE 分别为 19.24、17.54、15.07，同期行业均值分别为 26.35、21.59、18.52，公司估值显著低于行业均值，基于天虹股份大力变革拥抱新零售，在货端和场端积极升级迎合消费者需求，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: A 股主要百货行业公司估值

证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
合肥百货	8.00	62.39	0.40	0.46	0.54	19.94	17.22	14.69	1.69
鄂武商 A	16.76	128.88	1.52	1.67	1.83	10.99	10.01	9.14	1.90
友阿股份	5.96	84.43	0.26	0.32	0.38	22.78	18.35	15.68	1.64
中央商场	8.17	93.82	0.37	0.43	0.47	21.99	19.16	17.52	4.76
新世界	10.36	67.02	0.59	0.45	0.47	17.45	22.87	22.23	1.55
东百集团	9.78	87.85	0.28	0.44	0.57	35.42	22.09	17.04	4.28
首商股份	8.42	55.44	0.51	0.55	0.58	16.57	15.28	14.56	1.53
杭州解百	9.06	64.78	0.33	0.36	0.40	27.71	25.05	22.66	2.84
茂业商业	6.39	110.67	0.39	0.43	0.46	16.26	14.93	13.84	2.79
王府井	20.99	162.93	1.12	1.30	1.48	18.79	16.15	14.14	1.63
百大集团	7.97	29.99	0.10	0.16	0.23	76.86	49.17	34.86	1.72
翠微股份	7.73	40.52	0.25	0.27	0.30	31.42	28.79	25.90	1.37
行业均值						26.35	21.59	18.52	
天虹股份	15.97	127.79	0.83	0.91	1.06	19.24	17.54	15.07	2.20

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：除天虹股份为信达研发中心预测，其余公司取自万得一致预期。股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

风险因素

消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,719.83	9,567.40	9,378.65	10,227.59	11,335.35
货币资金	5,158.22	4,968.11	4,691.28	5,424.60	6,398.90
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	58.71	55.38	59.13	63.51	68.63
预付账款	74.04	56.53	59.74	63.97	68.86
存货	1,035.16	1,429.20	1,510.33	1,617.32	1,740.78
其他	2,393.70	3,058.18	3,058.18	3,058.18	3,058.18
非流动资产	5,164.62	5,190.63	5,807.99	6,275.29	6,692.78
长期投资	23.71	15.42	15.42	15.42	15.42
固定资产	1,492.41	2,109.32	3,309.83	3,666.33	4,024.03
无形资产	725.67	706.82	687.59	662.40	640.73
其他	2,922.84	2,359.06	1,795.14	1,931.14	2,012.60
资产总计	13,884.45	14,758.03	15,186.65	16,502.88	18,028.12
流动负债	8,146.83	9,081.46	9,286.82	9,872.39	10,553.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,134.60	3,459.62	3,656.01	3,915.01	4,213.86
其他	5,012.23	5,621.85	5,630.81	5,957.38	6,339.20
非流动负债	223.90	78.27	78.27	78.27	78.27
长期借款	163.26	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.64	78.27	78.27	78.27	78.27
负债合计	8,370.73	9,159.73	9,365.08	9,950.65	10,631.32
少数股东权益	2.32	5.14	5.14	5.14	5.14
归属母公司股东权益	5,511.40	5,593.15	5,816.42	6,547.09	7,391.66
负债和股东权益	13884.45	14758.03	15186.65	16502.88	18028.12

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,396.06	17,272.96	18,442.99	19,811.10	21,406.25
同比(%)	2.34%	-0.71%	6.77%	7.42%	8.05%
归属母公司净利润	1,208.41	524.11	662.29	730.67	844.57
同比(%)	124.44%	-56.63%	26.37%	10.32%	15.59%
毛利率(%)	23.57%	24.16%	24.94%	25.17%	25.46%
ROE(%)	23.98%	9.44%	11.61%	11.82%	12.12%
每股收益(元)	1.51	0.65	0.83	0.91	1.06
P/E	11	24	19	17	15
P/B	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.13	11.66	10.43	9.12	7.90

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,396.06	17,272.96	18,442.99	19,811.10	21,406.25
营业成本	13,295.94	13,099.81	13,843.45	14,824.15	15,955.75
营业税金及附加	151.25	98.36	105.03	112.82	121.90
营业费用	3,009.24	3,123.09	3,334.65	3,582.01	3,870.43
管理费用	356.17	318.28	339.84	365.05	394.44
财务费用	4.31	16.52	-82.46	-71.88	-95.39
资产减值损失	7.36	3.16	14.43	15.46	16.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,187.69	58.87	46.59	46.59	46.59
营业利润	1,759.48	672.61	934.63	1,030.08	1,189.08
营业外收入	42.91	55.45	45.09	45.09	45.09
营业外支出	131.36	12.76	55.22	55.22	55.22
利润总额	1,671.03	715.29	924.50	1,019.95	1,178.94
所得税	463.94	192.06	262.21	289.28	334.37
净利润	1,207.09	523.24	662.29	730.67	844.57
少数股东损益	-1.32	-0.87	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,208.41	524.11	662.29	730.67	844.57
EBITDA	2,110.66	1,096.12	1,225.57	1,401.03	1,616.81
EPS (摊薄)	1.51	0.65	0.83	0.91	1.06

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,242.95	1,632.16	1,032.88	1,533.68	1,781.29
净利润	1,207.09	523.24	662.29	730.67	844.57
折旧摊销	421.61	374.22	301.08	381.09	437.88
财务费用	18.01	6.61	-0.01	-0.01	-0.01
投资损失	-1,187.69	-1,187.69	-58.87	-46.59	-46.59
营运资金变动	748.64	796.02	102.83	454.50	530.58
其它	35.28	-9.05	13.28	14.01	14.85
投资活动现金流	664.75	-1,269.62	-1,021.66	-800.36	-807.00
资本支出	808.61	-743.87	-1,068.24	-846.95	-853.59
长期投资	33.39	64.25	46.59	46.59	46.59
其他	-177.25	-590.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-155.30	-610.55	-288.07	0.00	0.00
吸收投资	4.80	1.11	0.00	0.00	0.00
借款	136.26	-163.26	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	269.18	449.86	288.07	0.00	0.00
现金净增加额	1752.40	-248.02	-276.84	733.32	974.30

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。