

业态升级成效显著，同店景气度延续

■18Q1业绩：实现营收 52.2 亿元/+9.9%，归母净利 2.98 亿元/+33.7%，扣非后归母净利 2.73 亿元/+32.3%，对应 EPS 为 0.37 元/+32.1%。17 年业绩：实现营收 185.36 亿元/+7.3%，归母净利 7.18 亿元/+37.0%，扣非归母净利 6.35 亿元/+44.2%，EPS 为 0.90 元/+38.5%。

■同店收入与利润双增长亮眼，购物中心门店扩张有望加速推进：①受益业态升级+消费回暖，可比店利润继续大幅增长：18 年 Q1 的可比店同店收入同增 5.03%，相比 17 年 Q1 的 -3.75% 提高了 8.78pct。18 年 Q1 的可比店同店利润总额同增 21.33%，相比 17 年 Q1 的 10.28% 提高了 11.05pct。②购物中心门店扩张有望加速推进：截至 3 月底，公司经营各业态门店共 291 家，其中购物中心店 8 家、百货店 68 家、超市 70 家、便利店 145 家。18Q1 新开长沙宁乡天虹、上饶余干天虹购物中心共 2 家门店以及 6 家便利店，关闭便利店 9 家，并新签约了门店项目 5 个，预计公司 18 年大概率实现新开门店约 10 家，扩张有望加速。

■销售毛利率有所提升，期间费用率保持平稳。①18Q1 销售毛利率 26.02%/YOY+0.74pct，期间费用率 18.23%/YOY-0.56pct，其中：销售费用率 16.61%/-0.91pct，管理费用率 1.82%/0.18pct，财务费用率 -0.19%/+0.17pct，主要系定期存款减少所致。②17 年销售毛利率 25.76%/YOY+1.60pct，期间费用率 20.44%/YOY+0.42pct，其中：销售费用率 18.42%/+0.34pct，管理费用率 2.07%/+0.23pct，财务费用率 -0.05%/-0.15pct，主要系定期存款利息增加所致。

■多业态创新升级+顾客体验价值提升，拉动公司主营业绩增长。①多业态创新升级：百货方面，按照生活场景重构百货卖场，深南天虹转型主题编辑门店，苏州石路天虹和长沙沙湾公园天虹开相继业，打造面向年轻人及年轻家庭的多彩潮酷乐园；超市方面，开发定位都会生活的全新超市品牌“sp@ce”，通过互联网完成渠道融合。购物中心方面，结合零售与儿童教育、娱乐、餐饮等诸多体验项目于一体，新开多家儿童主题式购物中心。②顾客体验价值提升，拉动主营业绩增长：公司根据定位与生活方式的匹配不断优化门店内容规划的能力，对不同位置的门店差异化定位，提升全流程品质，提升服务与门店环境，开发与推进专业服务。2017-18 年 Q1 五个季度可比店利润总额同增 10.3%/14.1%/13.0%/26.3%/21.3%，业绩增长显著，并计划将已有成效主题街区/馆进行弹性复制推广。

■深化数字化零售+加强新零售技术研发+深耕供应链，有望推动业绩持续增长。①零售数字化行业领先：截止 17 年末，公司虹领巾会员

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价：17.00 元
股价 (2018-05-02) 14.18 元

交易数据

总市值 (百万元)	17,020.25
流通市值 (百万元)	17,014.53
总股本 (百万股)	1,200.30
流通股本 (百万股)	1,199.90
12 个月价格区间	11.75/21.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.17	21.57	56.0
绝对收益	6.73	18.98	62.0

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

相关报告

人数逾 600 万，超过 3600 万人次通过虹领中交互获取信息或消费；超市商品“天虹到家”年订单量同比增加逾 6 倍，年销售额同比增加近 9 倍。②与腾讯达成战略合作，加强新零售技术研发：18 年 4 月，公司与腾讯就零售数字化，智能化等达成战略合作，联合成立“智能零售实验室”，开展数据层面深度合作，共同探讨智能识别技术在天虹全零售业态的应用，有望推动公司效率提升、成本降低和客户体验优化。③深耕供应链，业绩增长有望持续：公司持续强化供应链能力，通过建设全球采购网、生鲜直采基地、打造自有品牌及 2R 商品等为顾客严选国内外优质商品。公司 17 年间新增海外合作厂家 35 个，累计已实现 95 个海外厂家直接合作。18 年计划加强全国物流体系的建设及供应链的整合，有望提升专项运营能力，推动业绩。

■激励机制不断完善，利好公司中长期发展。公司 17 年底公告市场化股票增持计划，拟筹集资金总额上限 11844 万元，存续期为 60 个月，参加对象为公司部分董事等高级管理人员及业务骨干。截至 18 年 4 月，公司已通过二级市场累计购买公司股票 461.42 万股、占总股本 0.58%。增持计划有利于深化核心层级的激励体系，调动员工积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，利好公司中长期发展。

■投资建议：买入-A 投资评级。受益消费回暖+业态升级，公司的存量门店业绩持续向好，叠加公司不断加码数字化零售+加强新零售技术研发+深耕供应链+激励机制持续完善，我们预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 8.80 亿元/10.37 亿元/12.04 亿元，EPS 分别为 0.73/0.86/1.00 元/股，PE 分别为 19.3x/16.4x/14.1x，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 17.00 元。

■风险提示：市场竞争激烈风险、创新业务培育期风险，宏观经济下行抑制可选消费风险

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	17,273.0	18,536.3	20,225.8	22,133.7	24,105.6
净利润	524.1	718.2	880.1	1,037.8	1,204.3
每股收益(元)	0.44	0.60	0.73	0.86	1.00
每股净资产(元)	4.66	5.02	5.74	6.17	6.67
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	32.5	23.7	19.3	16.4	14.1
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
净利率	3.0%	3.9%	4.4%	4.7%	5.0%
净资产收益率	9.4%	11.9%	12.8%	14.0%	15.0%
股息收益率	1.7%	2.1%	2.4%	3.1%	3.5%
ROIC	-65.0%	-84.7%	4028.4%	-515.3%	-53.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,273.0	18,536.3	20,225.8	22,133.7	24,105.6	成长性					
减:营业成本	13,099.8	13,761.6	14,872.0	16,199.6	17,553.7	营业收入增长率	-0.7%	7.3%	9.1%	9.4%	8.9%
营业税费	98.4	162.1	176.0	192.6	209.7	营业利润增长率	-61.8%	37.2%	26.5%	19.4%	15.3%
销售费用	3,123.1	3,413.8	3,737.7	4,070.4	4,442.4	净利润增长率	-56.6%	37.0%	22.5%	17.9%	16.0%
管理费用	318.3	383.9	430.8	460.4	504.7	EBITDA 增长率	-55.7%	27.5%	13.6%	16.0%	13.3%
财务费用	16.5	-10.2	-82.4	-112.6	-136.4	EBIT 增长率	-60.9%	30.1%	21.1%	18.1%	14.8%
资产减值损失	3.2	3.8	4.8	3.9	4.2	NOPLAT 增长率	-60.4%	39.6%	15.6%	18.1%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	-102.4%	-1023.3	1008.3%	-14.8%
投资和汇兑收益	58.9	85.2	80.8	74.9	80.3	净资产增长率	1.5%	7.7%	14.4%	7.5%	8.3%
营业利润	672.6	923.1	1,167.6	1,394.3	1,607.6	利润率					
加:营业外净收支	42.7	8.2	10.6	-5.0	4.6	毛利率	24.2%	25.8%	26.5%	26.8%	27.2%
利润总额	715.3	931.3	1,178.2	1,389.3	1,612.2	营业利润率	3.9%	5.0%	5.8%	6.3%	6.7%
减:所得税	192.1	213.2	294.5	347.3	403.0	净利润率	3.0%	3.9%	4.4%	4.7%	5.0%
净利润	524.1	718.2	880.1	1,037.8	1,204.3	EBITDA/营业收入	4.9%	5.8%	6.1%	6.4%	6.7%
						EBIT/营业收入	4.0%	4.8%	5.4%	5.8%	6.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	38	58	67	59	53
						流动资产周转天数	-99	-100	-97	-103	-104
						流动资产周转天数	191	177	168	190	200
						应收账款周转天数	7	7	7	7	7
						存货周转天数	26	27	25	26	26
						总资产周转天数	298	293	285	290	287
						投资资本周转天数	-17	-8	-1	-18	-29
						投资回报率					
						ROE	9.4%	11.9%	12.8%	14.0%	15.0%
						ROA	3.5%	4.7%	5.3%	5.5%	6.2%
						ROIC	-65.0%	-84.7%	4028.4%	-515.3%	-53.4%
						费用率					
						销售费用率	18.1%	18.4%	18.5%	18.4%	18.4%
						管理费用率	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
						财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
						三费/营业收入	20.0%	20.4%	20.2%	20.0%	20.0%
						偿债能力					
						资产负债率	62.1%	60.9%	58.5%	61.2%	58.6%
						负债权益比	163.6%	155.6%	140.9%	157.4%	141.8%
						流动比率	1.05	0.93	1.06	1.13	1.21
						速动比率	0.90	0.78	0.91	0.99	1.05
						利息保障倍数	41.73	-88.06	-13.17	-11.39	-10.78
						分红指标					
						DPS(元)	0.24	0.30	0.35	0.44	0.50
						分红比率	55.0%	50.1%	47.2%	50.8%	49.4%
						股息收益率	1.7%	2.1%	2.4%	3.1%	3.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	523.2	718.1	880.1	1,037.8	1,204.3	EPS(元)	0.44	0.60	0.73	0.86	1.00
加:折旧和摊销	374.2	411.3	141.6	141.6	141.6	BVPS(元)	4.66	5.02	5.74	6.17	6.67
资产减值准备	3.2	3.8	-	-	-	PE(X)	32.5	23.7	19.3	16.4	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
财务费用	6.6	-0.5	-82.4	-112.6	-136.4	P/FCF	40.9	-127.8	15.7	5.8	18.9
投资损失	-58.9	-85.2	-80.8	-74.9	-80.3	P/S	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	-0.9	-0.1	3.5	4.2	4.8	EV/EBITDA	6.6	5.7	8.1	5.3	4.5
营运资金的变动	430.8	512.3	174.0	2,045.1	-355.8	CAGR(%)	25.8%	19.0%	-9.9%	25.8%	19.0%
经营活动产生现金流量	1,632.2	1,123.3	1,036.2	3,041.2	778.3	PEG	1.3	1.2	-2.0	0.6	0.7
投资活动产生现金流量	-1,269.6	-1,309.9	142.8	-1.6	110.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-610.5	-288.5	67.0	-414.2	-458.0	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034