新时代证券 New Times Securities

业态组合结构调整 促使毛利改善明显

公司点评

陈文倩（分析师）
010-83561313
chenwenqian@xsdzq.cn
证书编号：S0170511070001

推荐（维持评级）

市场数据	时间 2018.10.10
收盘价(元):	11.18
一年最低/最高(元):	9.66/21.49
总股本(亿股):	12.0
总市值(亿元):	134.19
流通股本(亿股):	12.0
流通市值(亿元):	134.15
近 3 月换手率:	29.97%

股价一年走势

收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.28	-4.5	24.69
绝对	7.62	-9.43	9.4

相关报告

《体验式业态见成效 18 年强化核心竞争力》2018-03-29

《股权激励机制进一步激发公司内部活力》2018-01-20

《多业态初见成效 积极推进员工激励》2017-07-19

● 2018 年三季报预披净利增长，二季度淡季增速有回落：

2018 年 1-9 月预计经营业绩情况：净利润变动区间 4.92-7.37 亿元，同比增长 0%-50%。公司中报净利润 4.85 亿元，同比增长 29.52%。分季度来看，Q1Q2 营收增速分别为 5.45%/4.01%；归母净利润增速分别为 37.60%/31.19%，受行业整体疲软态势影响，二季度业绩增速有所回落。

● 结构调整毛利率稳步增长，平台型业务百货和购物中心利润增长亮眼：

上半年通过优化业态组合，加强体验式升级，复制和开发特色主题街区，执行收益管理，提高客流和收益，可比店实现较好增长，营收增长 2.44%，利润增长 19.06%。百货营收增长 2.68%，利润增长 29.26%；购物中心营收增长 9.06%，利润总额增长 83.79%；超市和便利店利润总额有所下降，超市事业部有所整合。结构上租赁、体验型的商户在增长，一直在推进的平台型业务百货和购物中心收益管理成效开始体现，推动公司毛利率明显提升。2018H1 公司综合毛利率为 26.60%（+1.3%），净利率为 5.1%（+0.93%）。

● 与腾讯战略合作，数字化推进，智能化探索：

与腾讯联合成立“零售智能实验室”，在智能识别、AI、大数据等领域进行合作，在零售数字化进行更多探索，进一步提高经营效率，降低成本。上半年公司实现线上交易额 8.2 亿，天虹到家的同比增长 280%。

● 优化业态结构调整显效，数字化探索降本增效，维持“推荐”评级：

公司不断优化业态组合，执行收益管理，提高了客流和收益，可比店店效向好；以华南区为中心继续开拓全国市场，公司签约门店及储备项目充足；深耕供应链体系，加快物流基地建设。公司将继续加大轻资产发展，租赁、加盟模式，业态结构等调整促使毛利率改善超预期。毛利率改善我们小幅上调公司业绩预期，对应 EPS 分别为 0.73（+0.19）/0.82（+0.09）/0.91（+0.12）。

● 风险提示：消费需求回落，新店增速不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17273	18,536	19,656	20,906	22,082
增长率(%)	-0.7	7.3	6.0	6.4	5.6
净利润(百万元)	524.1	718	875	990	1,098
增长率(%)	-56.6	37.0	21.9	13.1	10.9
毛利率(%)	24.2	25.8	26.5	26.7	26.9
净利率(%)	3.0	3.9	4.5	4.7	5.0
ROE(%)	9.3	11.9	13.4	14.1	14.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.60	0.73	0.82	0.91
P/E(倍)	25.60	18.7	15.3	13.6	12.2
P/B(倍)	2.40	2.2	2.1	1.9	1.8

1、 天虹股份业态结构调整 平台型百货和购物中心表现亮眼

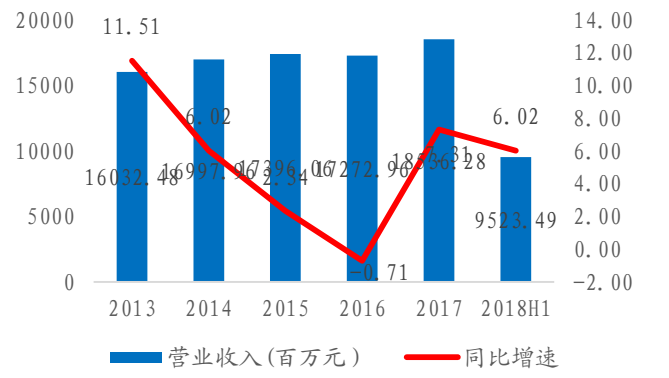
1.1、 2018 年三季报预披净利增长，二季度淡季增速有回落

2018 年 1-9 月预计经营业绩情况：净利润变动区间 4.92-7.37 亿元，同比增长 0%-50%。公司中报净利润 4.85 亿元，同比增长 29.52%。分季度来看，Q1Q2 营收增速分别为 5.45%/4.01%；归母净利润增速分别为 37.60%/31.19%，受行业整体疲软态势影响，二季度业绩增速有所回落。

2018 年中报公司实现营业总收入 95.23 亿元，同比增长 6.02%；利润总额完成 6.21 亿元，同比增长 24.82%；归属于上市公司股东的合并净利润 4.85 亿元，同比增长 29.52%；实现归属扣非净利润 4.32 亿元，较上年同期增长 25.06%。对应每股收益 0.40 元，同比增长 29.03%。

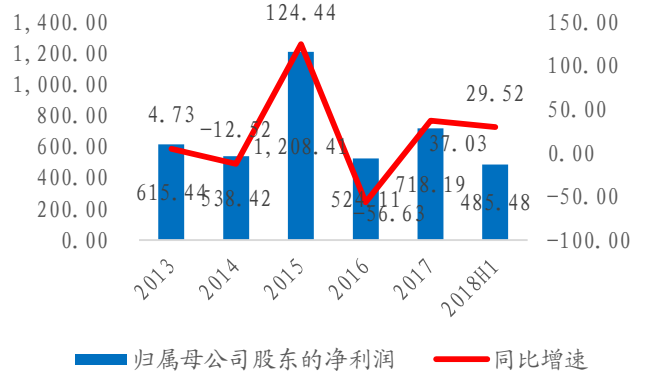
分季度来看，Q1Q2 营业总收入分别为 30.75/25.49 亿元，同比增长 5.45%/4.01%；归母净利润分别为 1.57/1.24 亿元，同比增长 37.60%/31.19%，受行业整体疲软态势影响，二季度业绩增速出现回落。

图1： 公司营业收入稳健增长



资料来源：wind、新时代证券研究所

图2： 公司归母净利润增速优于收入



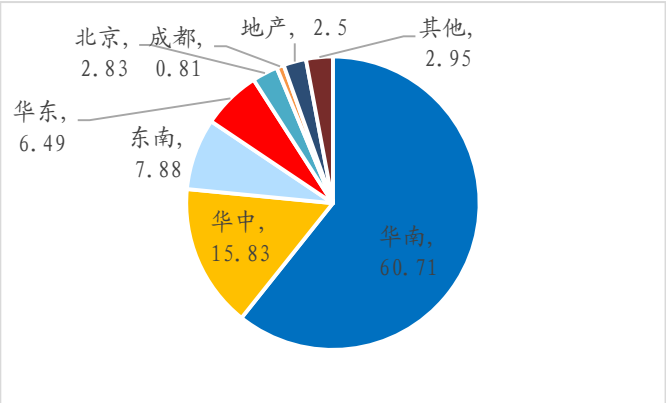
资料来源：wind、新时代证券研究所

1.2、 成熟区域及业态稳步增长，终端门店盈利能力不断提升

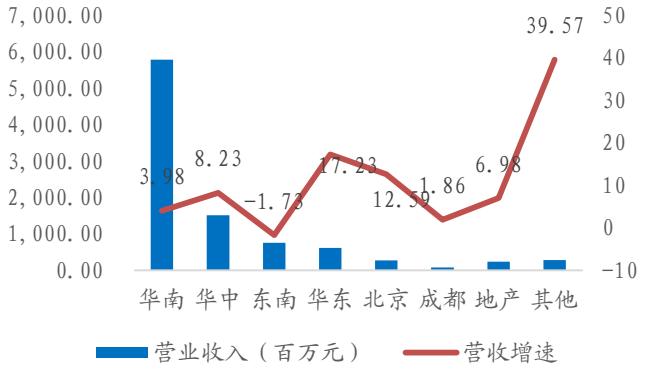
分区域来看，大本营华南区业绩稳步增长，可比门店店效居于前列。从收入构成来看，华南区作为公司大本营为主要收入来源，2018H1 营收占比达 60.71%，且作为成熟区稳步发展，营收同比增速为 3.98%；华东区营收占比为 6.49%，2018H1 实现双位数增长，达 17.23%领跑其他各区；东南区实现营收 7.5 亿，同比增速为 -1.75%，为各区中唯一负增长的大区。**从可比门店店效来看，**公司各区域可比门店统计数据主要为综合百货和购物中心，由于公司部分业务由联营转为租赁业务（租赁/联营面积同比增长 10.50%/-5.53%,），因此我们主要比较毛利额的增减情况。华南和华中区作为发展成熟区域，毛利额稳步增长（增速分别为 7.81%/5.19%），同时华南区在大区中实现最高坪效为 210 元/m2，华中区坪效稍低为 121 元/m2，仍存增长空间。

图3： 公司 2018H1 分区域营收占比

图4： 公司 2018H1 各地区营收情况

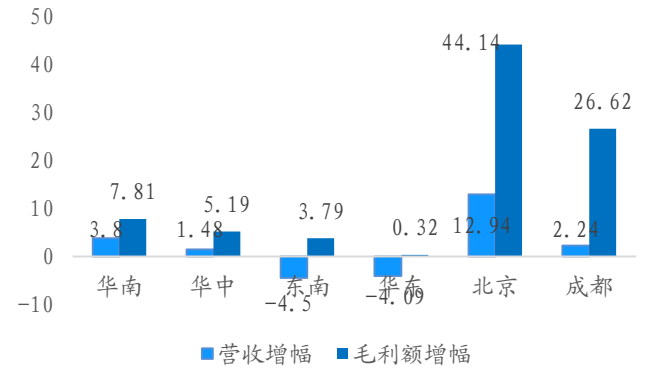


资料来源：wind、新时代证券研究所



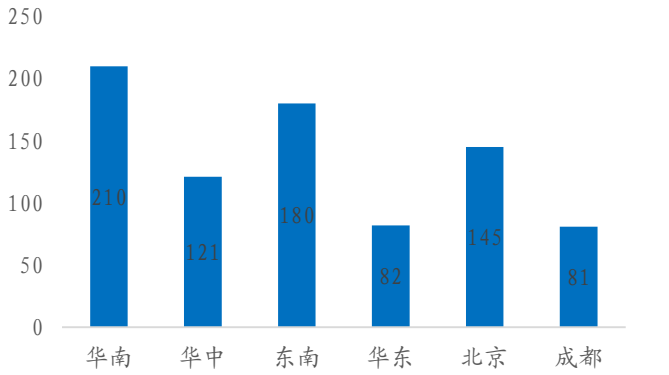
资料来源：wind、新时代证券研究所

图5： 2018H1 各区域可比店营收及毛利额增幅



资料来源：2018 年半年报，新时代证券研究所

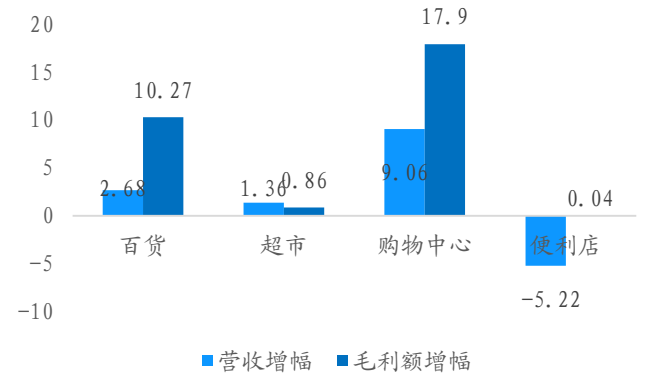
图6： 公司 2018H1 可区域可比店月坪效（元/m2)



资料来源：2018 年半年报，新时代证券研究所

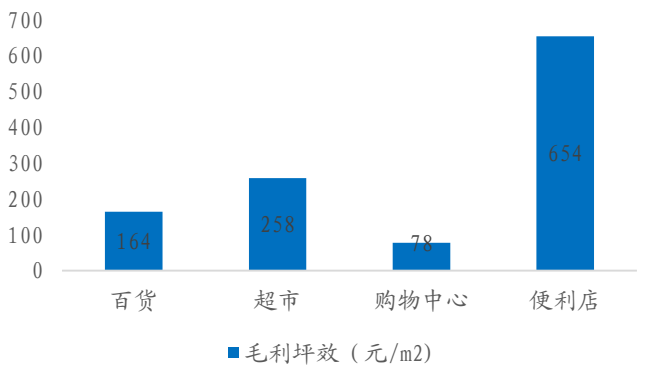
分业态看，百货和超市仍为公司主要业态，购物中心业绩增幅显著。从可比门店店效看，百货/超市/购物中心/便利店营业收入增幅分别为 2.68%/1.36%/9.06%/-5.22%，毛利额增幅分别为 10.27%/0.86%/17.9%/0.04%，其中购物中心营收及毛利增幅显著，便利店业态为负增长，但其坪效较高达 654 元/m2。

表1： 公司 2018H1 各业态可比店营收及毛利额增幅



资料来源：wind、新时代证券研究所

表2： 公司 2018H1 可业态可比店月坪效 （元/平)



资料来源：wind、新时代证券研究所

分品类看，传统品类相对稳定，皮具电器呈负增长，餐饮娱乐加速上升。服装/食品/化妆精品/皮鞋皮具/日用品/家居童用/餐饮娱乐/电器营收增速分别为 7.51%/6.19%/0.56%/-4.71%/1.86%/7.92%/28.96%/-29.73%，营收占比分别为 34.94%/25.92%/8.44%/8.12%/6.78%/6.57%/3.20%/0.58%，传统品类服装、食品作为

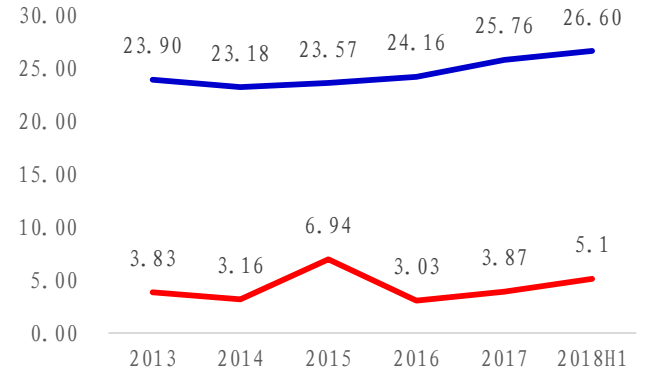
营收占比及增速相对稳定，皮鞋皮具及电器品类业绩数据偏弱出现负增长，体验式新兴品类餐饮娱乐营收占比较同期上涨 0.57%，且实现 28.96%的双位数增长。

1.3、 综合毛利率提升 1.3%，净利率提升 0.93%

2018H1 公司综合毛利率为 26.60%，同比增长 1.3 个百分点。分品类看，服装/食品/化妆精品/皮鞋皮具/日用品/家居童用/餐饮娱乐/电器毛利率分别为 24.81%/22.81%/24.99%/22.37%/26.49%/27.72%/78.98%/7.72%，其中主要营收贡献品类服装毛利率上升 1.39 个百分点有力地推动了综合毛利率的提升；分区域来看，华南/华中/东南/华东/北京/成都毛利率分别为 27.17%/24.32%/22.81%/24.76%/26.22%/24.66%，成熟区华南区毛利率最高，其次为北京区，其他区域毛利率仍存在提升空间。

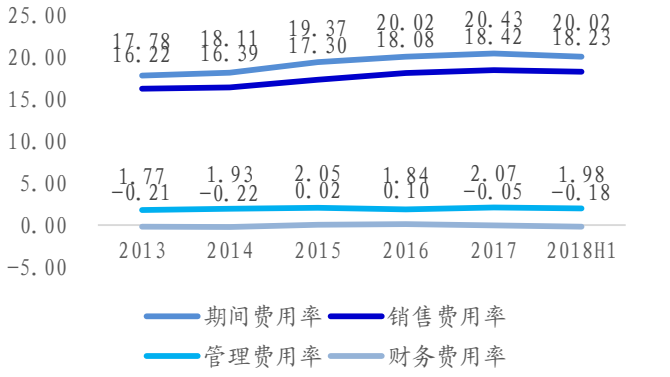
2018H1 公司期间费用率为 20.02%，同比增长 0.5 个百分点，销售费用率为 18.23%（+0.28%），管理费用率为 1.98%（+0.2%），财务费用率-0.18%（+0.04%），销售管理费用的增加主要系门店扩张人力等成本的增加，由此公司净利率为 5.1%，同比增长 0.93%，主要系毛利率的提升以及费用的把控。

图7: 公司 2018H1 毛利率及净利率提升明显



资料来源：wind、新时代证券研究所

图8: 公司 2018H1 经营费率较平稳



资料来源：wind、新时代证券研究所

1.4、 持续拓展门店网络，升级创新新兴业态

2018 年上半年公司新开 2 家门店（长沙宁乡天虹、上饶余干天虹购物中心）以及 1 家独立超市（阳江东汇城 sp@ce），24 家便利店；关闭 15 家便利店。截止 2018H1，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 23 个城市，共经营各业态门店 304 家，面积合计约 265 万平方米，其中华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都拥有门店数分别为 201/40/46/10/5/2 家，百货/超市/购物中心/便利店拥有门店数分别为 68/71/8/157。

同时公司顺应消费变化，优化业态组合，提升实体店体验，从而提升客流量和收益。在上半年公司天虹 Well Go 无人店尝试入驻高端住宅区、引进华中区首个“彩虹共和国”主题街区以及宁乡市内首个花园式购物街区——“BUY 街”格子铺以及有着丰富时尚餐饮的花园式美食广场——“17 巷”、开设家庭欢乐式购物中心，导入特色主题街区等。

表1: 截止 2018H1 公司门店情况

	百货		超市		购物中心		便利店	
	数量（家）	面积（m2）	数量（家）	面积（m2）	数量（家）	面积（m2）	数量（家）	面积（m2）
华南区	37	897,805	40	184,128	2	164,667	122	10,267

华中区	18	494,945	20	77,048	2	116,213	0	0
东南区	5	126,388	5	21,475	1	52,172	35	4,152
华东区	4	138,870	3	12,796	3	224,700	0	0
北京	3	72,731	2	12,068	0	0	0	0
成都	1	31,600	1	8,225	0	0	0	0
合计	68	1,762,338	71	315,740	8	557,752	157	14,418

资料来源：2018 年半年报、新时代证券研究所

1.5、 打造数字化零售与服务，线上业务加速发展

公司进一步加强数字化的顾客触达及洞察，通过优化超市“天虹到家”、打造百货“超级导购”等数字化服务提高顾客购物效率和顾客服务体验，同时与腾讯合作开始智能化探索，开发了手机快速买单小程序、智慧停车小程序。

截至 2018 年 6 月底虹领巾会员人数逾 750 万，微信粉丝 606 万，微信小程序会员 37 万。且单 2018 年上半年就有超过 8000 万人次通过“虹领巾”交互信息或消费；超市商品在“天虹到家”销售额同比增加 280%。智慧停车上半年使用逾 340 万单，超市手机快速买单使用量超过 694 万单，百货专柜 PAD 收银客单量占比已达 91.9%。

1.6、 腾讯战略合作，数字化推进，智能化探索

与腾讯联合成立“零售智能实验室”，在智能识别、AI、大数据等领域进行合作，在零售数字化进行更多探索，进一步提高经营效率，降低成本。上半年公司实现线上交易额 8.2 亿，天虹到家的同比增长 280%。

1.7、 构建优质化供应链，完善物流仓储体系

上半年公司超市业务板块继续深耕国内外直采、自有品牌、服务性商品等战略核心商品。国际直采方面，2018 年上半年新增海外合作厂家 46 个，累计已实现 106 个海外厂家直接合作，上半年销售同比增长 47%；生鲜直采方面，生鲜基地 59 个，上半年销售同比增长 6.1%；自有品牌方面，积极推陈出新，上半年销售同比增长 82.6%；2R 商品（即煮&即食）上半年销售同比增长 49.1%。便利店业务板块继续完善独有供应链，通过与知名餐饮合作、打造网红商品等方式大力拓展速食商品。

在仓储物流体系上，上半年公司应业务发展需求，分别扩大了厦门、长沙、南昌配送中心仓储面积，建立了厦门低温冷链物流仓储配送体系。东莞配送中心三期工程已开始进行规划设计工作。截止 6 月末，公司在深圳、东莞、南昌、长沙和厦门共有 10 个自营配送中心，且均实现信息化、机械化作业，具备仓储管理信息系统（WMS），东莞配送中心已通过输送分拣线实现越库商品的自动化分拣作业。

2、 盈利预测与估值建议：

公司不断优化业态组合，执行收益管理，提高了客流和收益，可比店店效向好；以华南区为中心继续开拓全国市场，公司签约门店及储备项目充足；深耕供应链体系，加快物流基地建设。公司将继续加大轻资产发展，租赁、加盟模式，业态结构等调整促使毛利率改善超预期。毛利率改善我们小幅上调公司业绩预期，对应 EPS 分别为 0.73（+0.19）/0.82（+0.09）/0.91（+0.12），维持“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9567	8634	10282	11314	12672
现金	4968	4656	6029	7093	8204
应收账款	55	49	71	52	80
其他应收款	284	316	292	375	334
预付账款	57	31	104	36	102
存货	**1429**	**1365**	**1570**	**1542**	**1735**
其他流动资产	2774	2218	2217	2217	2217
非流动资产	5191	6772	6438	6192	6117
长期投资	15	0	-15	-31	-46
固定资产	2109	3817	3901	3975	4016
无形资产	707	799	772	750	729
其他非流动资产	**2359**	**2156**	**1780**	**1497**	**1418**
资产总计	**14758**	**15407**	**16720**	**17506**	**18789**
流动负债	9081	9312	10113	10420	11142
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3460	3672	3820	4124	4240
其他流动负债	**5622**	**5641**	**6293**	**6297**	**6903**
非流动负债	78	68	66	64	63
长期借款	0	0	-2	-4	-5
其他非流动负债	**78**	**68**	**68**	**68**	**68**
负债合计	**9160**	**9380**	**10179**	**10484**	**11206**
少数股东权益	5	4	3	2	1
股本	800	800	1200	1200	1200
资本公积	1709	1709	1309	1309	1309
留存收益	3084	3514	3951	4445	4994
归属母公司股东权益	5593	6023	6538	7020	7583
负债和股东权益	**14758**	**15407**	**16720**	**17506**	**18789**

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1632	1123	1756	1699	1686
净利润	523	718	874	989	1097
折旧摊销	374	411	482	498	275
财务费用	17	-10	-23	-44	-68
投资损失	-59	-85	-90	-90	-90
营运资金变动	796	36	525	340	476
其他经营现金流	-19	54	-13	7	-3
投资活动现金流	-1270	-1310	-44	-169	-108
资本支出	**747**	**743**	**-263**	**-259**	**-45**
长期投资	0	15	15	15	15
其他投资现金流	-523	-552	-292	-412	-137
筹资活动现金流	-611	-288	-340	-465	-467
短期借款	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	-163	0	-2	-2	(1)
普通股增加	0	0	400	0	0
资本公积增加	-2	0	-400	0	0
其他筹资现金流	**-445**	**-288**	**-337**	**-464**	**-467**
现金净增加额	**-248**	**-475**	**1372**	**1065**	**1111**

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**17273**	**18536**	**19656**	**20906**	**22082**
营业成本	13100	13762	14457	15329	16140
营业税金及附加	98	162	157	167	177
营业费用	3123	3414	3626	3857	4074
管理费用	318	384	413	429	453
财务费用	17	-10	-23	-44	-68
资产减值损失	3	4	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	59	85	90	90	90
营业利润	673	923	1113	1256	1395
营业外收入	**55**	**44**	**30**	**40**	**40**
营业外支出	13	36	15	20	20
利润总额	715	931	1128	1276	1415
所得税	**192**	**213**	**254**	**287**	**318**
净利润	523	718	874	989	1097
少数股东损益	**-1**	**-0**	**-1**	**-1**	**-1**
归属母公司净利润	524	718	875	990	1098
EBITDA	**940**	**1203**	**1450**	**1577**	**1461**
EPS（元）	0.44	0.60	0.73	0.82	0.91

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	(0.7)	7.3	6.0	6.4	5.6
营业利润(%)	(61.8)	37.2	20.6	12.8	11.1
归属于母公司净利润(%)	(56.6)	37.0	21.9	13.1	10.9
获利能力					
毛利率(%)	24.2	25.8	26.5	26.7	26.9
净利率(%)	3.0	3.9	4.5	4.7	5.0
ROE(%)	9.3	11.9	13.4	14.1	14.5
ROIC(%)	7.3	10.0	11.4	11.8	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	62.1	60.9	60.9	59.9	59.6
净负债比率(%)	-88.7	(77.3)	(92.2)	(101.1)	-108.2
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	302.8	355.7	329.2	342.4	335.8
应付账款周转率	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.60	0.73	0.82	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.59	1.46	1.42	1.40
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.02	5.45	5.85	6.32
估值比率					
P/E	25.60	18.68	15.33	13.56	12.23
P/B	2.40	2.23	2.05	1.91	1.77
EV/EBITDA	9.06	7.3	5.1	4.0	3.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/