



核心观点

❖ **毛利率上行主因多业态协同发展、体验消费比例提升及供应链提效。**2017年起公司毛利率提升显著主因：1) 公司通过主题编辑及街区主题化方式围绕体验消费做创新以提升客户到店率及客单价，购物中心营业收入、利润及同店增速均表现优秀；2) 公司升级供应链以提高毛利率；3) 次新购物中心门店陆续实现盈利。

❖ **实现异地扩张，深入渠道下沉。**公司为少数布局全国的百货，截至2018年9月底，公司布局了华南、华中、华东、北京等地的8省市的25个城市，其中华中地区拓展速度最快，为重点优势区域。由于三四线城市空间较大，公司利用优秀的经营能力进行渠道下沉，截至2018年底，23%尚未开业的储备项目均计划在三至五线城市开设。

❖ **数字化助力企业全渠道布局，实现智慧新零售。**公司实现从前台至后台全面数字化，截至2018年11月，天虹前台及中后台实现数字化率90%、50%。此外，公司通过智能化实现无人概念，通过与腾讯合作以实现科技赋能。

❖ **改革成效：展店速度及创收能力优秀，门店培育期短。**公司在行业下行周期中展店速度优秀，盈利能力优于同业大多企业，表现出强大的逆市增长能力。受益于公司在复苏期大力发展购物中心、增强数字化建设、坚持多业态战略、及时关闭亏损门店等措施，公司于2017年起营业收入、扣非归母净利润及可比店利润增速提升明显。同时管理层年轻化及三层激励使得公司内部凝聚力进一步增强。公司受内生增长及估值溢价驱动，股价有望得到长期支撑。

❖ **首次覆盖，给予公司“增持”评级**

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为191.4、207.5、227.4亿元；总体毛利率逐步提升；归属母公司股东的净利润分别为8.9、12.0、14.2亿元；PE分别为15.7、11.7、9.9倍。考虑到公司在多业态发展、供应链改革、数字化探索、三层激励制度等方面均表现优秀，我们看好公司在百货行业的发展，给予2019年合理PE估值16-17倍，对应合理股价区间为16.0-17.0元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：公司创新业务未达到预期；门店扩展速度低于预期；数字化改革效果不及预期；次新店盈利能力不及预期。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	18536.3	19138.9	20751.3	22737.7
+/-%	7.3%	3.3%	8.4%	9.6%
净利润(百万)	718.2	893.1	1200.1	1415.9
+/-%	37.0%	24.4%	34.4%	18.0%
EPS(元)	0.6	0.7	1.0	1.2
PE	19.6	15.7	11.7	9.9

资料来源：2017年年度报告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2019/3/1

前收盘价 | 12.4元

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

联系人

张潇倩

证书编号：S1100118060009

021-68595150

zhangxiaolian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、多业态协同发展，供应链提效助力毛利率抬升	6
1.1 业态转型：体验消费占比提升，打造多业态战略格局	6
1.1.1 购物中心：打造街区主题化	7
1.1.2 百货：注重情景化消费，转变品类逻辑至主题编辑逻辑	9
1.1.3 超市：sp@ce 聚焦品质健康新生活，百货超市相互引流	10
1.2 供应链变革：百货及超市供应链不断升级	11
1.2.1 百货：深度联营+适度自营助力业态转型	11
1.2.2 超市：全球直采+生鲜直采+自有品牌成就优秀供应链	13
1.3 轻资产扩张模式：与地产商实现共赢，经营方式较为灵活	14
二、实现异地扩张，深入渠道下沉	15
2.1 跨区域拓展，布局全国一至四线城市	16
2.2 低线城市消费能力提升，渠道空间广阔	18
三、三层激励机制增强公司凝聚力	23
3.1 央企背景民营化机制	23
3.2 公司管理层年轻化为公司注入活力	23
3.3 三层激励机制强化公司凝聚力	24
四、数字化助力企业全渠道布局，实现智慧新零售	26
4.1 前、中、后台实现全面数字化	27
4.2 智能化助力无人概念实现，与腾讯合作加强数字化研发	28
五、改革成效：展店速度及创收能力优秀，门店培育期短	29
5.1 展店速度提升，门店培育期缩短	29
5.2 降本提效，盈利能力较强	31
5.2.1 同店增量表现稳健，创收能力优秀	31
5.2.2 公司毛利率、ROE 表现优秀，管理费用率较低	33
5.2.3 公司资金充裕，可满足未来投资需求	35
5.2.4 人均创收提升，分红比例优异	36
六、盈利预测与估值	37
风险提示	39

图表目录

图 1:	天虹业态发展格局.....	6
图 2:	天虹各业态数量 (单位: 家).....	6
图 3:	天虹各业态营业收入增速一览.....	8
图 4:	天虹各业态净利润增速一览.....	8
图 5:	宝安天虹 KIDSREPUBLIC 内景示意图.....	8
图 6:	宝安天虹 KIDSREPUBLIC 内景示意图.....	8
图 7:	各区域超市门店数量 (单位: 家)	10
图 8:	天虹超市可比营业收入及增速.....	10
图 9:	天虹对选址、选品及客户群体方面均进行差异化定位	10
图 10:	自营模式营业收入占比持续提升.....	12
图 11:	自营模式营业面积同比增速持续提升.....	12
图 12:	天虹百货自营平台 RAIN&COLOR.....	12
图 13:	天虹百货自营平台 RAIN&HOME	12
图 14:	全球直采+生鲜直采+自有品牌成就优秀供应链	13
图 15:	2017 年百货行业规模为 2011.6 亿元.....	15
图 16:	2017 年我国百货行业 CR10 约为 14.3%.....	15
图 17:	美国及日本百货行业发展历程.....	16
图 18:	天虹全国门店分布及营业收入分布一览.....	17
图 19:	湖南、江西、广东门店分布.....	17
图 20:	天虹股份在各线城市中的百货/购物中心数量 (单位: 家)	18
图 21:	天虹股份在各线城市中的百货/购物中心面积 (单位: 万平方米)	18
图 22:	华南地区门店数量最多, 华中地区门店增加数量最快 (单位: 家)	18
图 23:	商圈门店占比达 50%	18
图 24:	2017 年关停百货主要集中在华东地区	19
图 25:	2017 年主要百货开店及停业情况一览 (单位: 家)	19
图 26:	我国中产阶级及富裕人群占比将显著提升.....	20
图 27:	三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体.....	20
图 28:	上海及北京常住外来人口呈现负增长.....	20
图 29:	三、四线及更低线城市从无品牌消费向品牌及中高端品牌消费发展	20
图 30:	三线人口基数较大, 且增长率持续高于一二线城市	20
图 31:	大陆地区 25-34 岁人群比例较高.....	20
图 32:	奢侈品市场中, 85、90 后消费占比较高	21
图 33:	奢侈品市场中, 三线及以下消费占比较高.....	21
图 34:	三线城市商场客流量增速高于一二线城市.....	21
图 35:	2016 年三线及以下城市购物中心数量占全国总数量的 41.6%.....	21
图 36:	三至五线城市天虹门店数量占总门店数量比为 20%.....	22
图 37:	2017 年三线以下城市新开业百货占比 51%.....	22
图 38:	储备门店中三线及以下城市门店数量占比为 23%.....	22
图 39:	已开业门店中三线及以下城市门店数量占比为 11%.....	22
图 40:	国企背景+港股参资, 天虹背景强大.....	23
图 41:	天虹股份管理层年轻为公司注入新活力 (单位: 岁)	24
图 42:	超额利润分享计划激发基层员工活力	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	天虹管理费用率在同业中处于较低水平.....	25
图 44:	天虹数字化进阶之路.....	26
图 45:	虹领巾会员人数及智慧停车使用次数增长.....	27
图 46:	手机买单及全渠道合作专柜数量增加.....	27
图 47:	天虹前中后端全部实现数字化.....	27
图 48:	天虹门店数量持续提升（单位：家）.....	28
图 49:	天虹员工数量增速与人均创收增速呈反比.....	28
图 50:	智能商业模式全面提效.....	28
图 51:	WELL GO 门店示意图.....	28
图 52:	天虹与腾讯战略合作利于公司保持竞争优势.....	29
图 53:	2012 年天虹开店数量达到高点（单位：家）.....	29
图 54:	天虹门店数持续提升（单位：家）.....	29
图 55:	天虹开店数量在同业中属中上水平（单位：家）.....	30
图 56:	储备项目中 23.3%为轻资产扩张项目.....	30
图 57:	储备项目中广东门店占比最大.....	30
图 58:	天虹已盈利门店门店培育周期越来越短（单位：年）.....	31
图 59:	2018 年前三季度天虹股份营业收入为 138.3 亿元.....	32
图 60:	2018 年前三季度天虹股份营业收入同比增长 6.9%.....	32
图 61:	2018 年前三季度天虹股份扣非归母净利润为 5.9 亿元.....	32
图 62:	2018 年前三季度天虹股份扣非归母净利润同比增速为-7.2%.....	32
图 63:	天虹可比店利润及收入增速提升.....	33
图 64:	2018 年前三季度天虹股份 ROE 为 14.2%.....	33
图 65:	2018 年前三季度天虹股份销售净利率为 4.9%.....	34
图 66:	2018 年前三季度天虹股份销售毛利率为 27.2%.....	34
图 67:	2018 年前三季度天虹股份管理费用率为 2.1%.....	34
图 68:	2018 年前三季度天虹股份销售费用率为 19.1%.....	34
图 69:	2018 年前三季度天虹股份财务费用率下降（单位：%）.....	34
图 70:	天虹各业态毛利率呈上升态势（单位：%）.....	34
图 71:	2018 年前三季度天虹股份经营活动产生的现金流量净额为 10.8 亿元.....	35
图 72:	2018 年前三季度天虹股份货币资金为 42.8 亿元.....	35
图 73:	2017 年天虹员工人均创收 121.6 万元.....	36
图 74:	天虹 2017 年人均创收处于业内中上游（单位：万元/人）.....	36
图 75:	天虹现金分红比例高于商贸零售行业平均值（单位：%）.....	36
图 76:	天虹分红收益率高于商贸零售行业平均值（单位：%）.....	36
表格 1.	天虹 Q3 各业态数量及单店建筑面积.....	7
表格 2.	天虹已开业购物中心部分经营数据一览.....	7
表格 3.	天虹主题编辑百货特点各异.....	9
表格 4.	2018 年上半年公司营业收入排名前十的门店.....	11
表格 5.	天虹深度联营具体体现.....	11
表格 6.	天虹轻资产扩张模式.....	14
表格 7.	天虹轻资产扩张项目一览.....	14

表格 8.	2017 年我国百货行业市场集中度低.....	16
表格 9.	江西、湖南、福建早期市场环境相对宽松.....	17
表格 10.	2018 年前三季度新开门店大部分均开在三线及以下城市（不包含便利店）.....	23
表格 11.	核心管理层持股情况.....	25
表格 12.	公司各区域可比同店营业收入同比增速.....	32
表格 13.	公司各区域可比同店利润同比增速.....	33
表格 14.	建设购物中心所需资金假设.....	35
表格 15.	天虹股份盈利预测模型.....	37
表格 16.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	38

一、多业态协同发展，供应链提效助力毛利率抬升

天虹股份成立于深圳，前身为 1984 年成立的深圳天虹商场，天虹于 2002 年开始异地布局，截至 2018 年 9 月底，公司已布局华南、华中、华东、北京等地的 8 省市的 25 个城市，其中华东地区占营业收入比重最大，华中地区拓展速度最快，为重点优势区域，公司共经营各类业态共 318 家，总面积约 279 万平米。

1.1 业态转型：体验消费占比提升，打造多业态战略格局

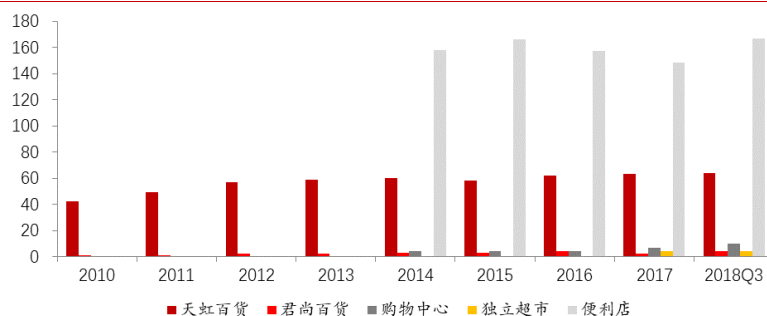
公司已确立以百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台虹领中的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局，公司旗下拥有“天虹”、“君尚”、“Sp@ce”、“微喔”四大品牌。由于线下消费场景受电商影响小，因此体验消费成公司升级主要方向。截至 2018Q3，公司共拥有 318 家门店，其中天虹百货 64 家、君尚百货 4 家、购物中心 10 家，超市 73 家（独立超市 4 家）及便利店 167 家。

图 1：天虹业态发展格局



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 9 月底

图 2：天虹各业态数量（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 1. 天虹 Q3 各业态数量及单店建筑面积

	购物中心		百货		超市		便利店	
	数量 (家)	平均单店建筑面积 (万平方米)	数量 (家)	平均单店建筑面积 (万平方米)	数量 (家)	平均单店建筑面积 (万平方米)	数量 (家)	平均单店建筑面积 (万平方米)
华南区	2	8.23	37	2.42	41	0.46	131	0.01
华中区	4	6.08	18	2.64	22	0.52	-	-
东南区	1	5.21	5	2.49	4	0.43	36	0.01
华东区	3	7.48	4	3.47	3	0.43	-	-
北京	-	-	3	2.38	2	0.67	-	-
成都	-	-	1	3.42	1	0.57	-	-
合计	10	6.85	68	2.56	73	0.48	167	0.01

资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.1.1 购物中心：打造街区主题化

随着阿里巴巴投资的盒马鲜生快速展店，腾讯相继投资线下零售，新零售概念的出现进一步推进线下零售加速转型，天虹早在 2013 年便已制定并逐步实施“体验式消费”、“全渠道”、“价值链纵向整合”三大战略，同年天虹首家购物中心开业。由于购物中心具有迅速聚客、培育期短等特征，公司大力发展购物中心业态。截至 2018 年 9 月公司拥有购物中心 10 家，储备项目中购物中心占比过半。受益于采取净值法确认收入，购物中心利润弹性较收入弹性高，营业收入、利润及同店增速均表现优秀，公司 5 家可比购物中心均实现盈利。2018 年 Q3 购物中心可比同店营业收入及利润增速分别为 9%、83.8%，较百货行业高 6.4、55.5 个百分点。

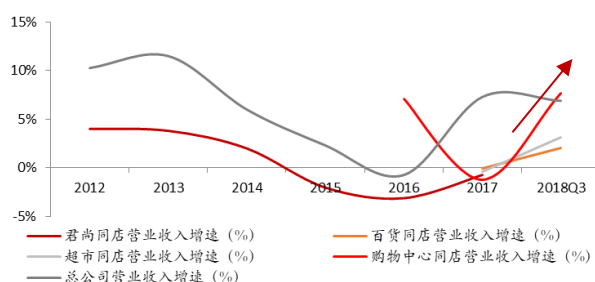
表格 2. 天虹已开业购物中心部分经营数据一览

	区域	地址	购物中心项目	2017营业收入 (万元)	2017营业增速 (%)	2017利润增速 (%)	坪效 (元/m ²)
2014	华中	江西吉安	吉安购物中心	22,741	3.20%	118.37%	6,816
2018	华中	江西上饶	余干天虹购物中心				
2018	华中	江西宜春	宜春天虹购物中心				
2018	华中	湖南浏阳	浏阳天虹购物中心				
2013	华南	广东深圳	深圳宝安购物中心	49,119	1.40%	32.99%	15,988
2016	华南	广东深圳	深圳新沙天虹购物中心				
2014	华东	浙江杭州	杭州购物中心	9,094	3.73%	131.96%	5,439
2017	华东	江苏苏州	苏州相城天虹购物中心	2018年上半年实现盈利			
2017	华东	江苏苏州	苏州石路天虹CC Mall				
2017	东南	福建厦门	厦门君尚购物中心				

资料来源: Wind, 川财证券研究所

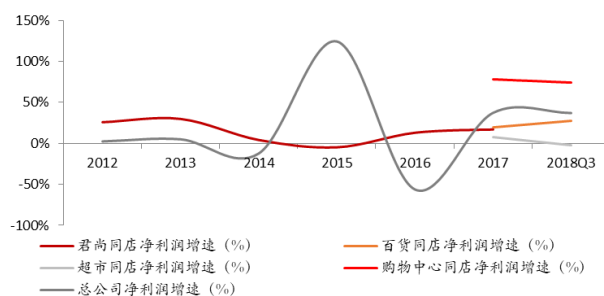
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3：天虹各业态营业收入增速一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 4：天虹各业态净利润增速一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

积极打造系列主题街。天虹打造亲子主题街 KidsRepublic 小镇、室内夜宴主题街-Yes! 街、运动娱乐主题街-Sport 1、生活配套主体街生活+等系列街区以加强购物中心竞争力。以开业半年全店利润总额增长 33%的宝安天虹 KidsRepublic 为例，公司通过选取泰晤士街、伦敦桥等著名景点及红色双层巴士、皇家马车等元素布景；通过互动大屏、自主设计旅行日记、承办各式会议活动等形式提升消费体验；通过引进英伦风品牌及买手制自营品牌 RainKids 完善配套设施，此外，餐饮、娱乐、培训等业态进一步增强客户粘性，增加到店频率，提升客单价。

图 5：宝安天虹 KidsRepublic 内景示意图



资料来源：山西太原新闻，川财证券研究所

图 6：宝安天虹 KidsRepublic 内景示意图



资料来源：山西太原新闻，川财证券研究所

根据公司公开披露的机构调研记录显示，公司未来新店将以购物中心业态为主，每年将开 6-8 家，主要布局华南、华中、东南等公司优势地区，同时公司正尝试以管理输出及加盟方式进行扩张，2018Q3 公司首个管理输出购物中心项目佛山 ipark 开业，公司认为类似于酒店管理输出方式的购物中心管理输出模式

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

市场空间较大，因此公司将加强轻资产运营以提升盈利水平。我们认为随着购物中心的快速展店，受益于购物中心培育时间短，未来公司营业收入及利润将迎来新一轮迅速增长期。

1.1.2 百货：注重情景化消费，转变品类逻辑至主题编辑逻辑

定位中端群体的天虹百货及定位高端群体的君尚百货为公司主要业态之一。公司以社区购物中心店及城市中心店两种方式进行战略布局，通过以社区购物中心占领市场份额、城市购物中心建立区域影响力方式抢夺各级城市市场。截至2018年Q3，公司经营百货门店共68家，其中天虹百货63家，君尚百货5家。

体验式消费比例提升，主题编辑方案推进转型。随着消费者对线下消费体验要求日益提升叠加电商冲击，天虹采取情景化购物方案、主题编辑方式来提升线下客户购物体验、挖掘百货转型可能性。情景化购物方案方面，2014年百货整体体验式消费面积占比超15%，2015年提升至超20%，2017年两年期以上百货门店中7-8万平方米面积将转为体验式消费，天虹百货体验式消费占比有望持续提升。主题编辑方面，天虹百货将原有的品类逻辑转换为主题编辑逻辑。主题编辑指以顾客为中心构建主题消费场景以打破原有独立设柜的传统商场陈列方式，强调生活性及体验性。2016年首家主题编辑点南昌“天虹COOL+”开业后，君尚3019、珠海天虹、民治天虹等主题编辑门店相继面世。

表格 3. 天虹主题编辑百货特点各异

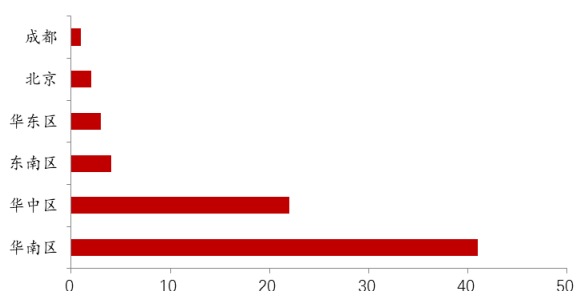
时间	百货名称	特点
 2007.11	民治天虹	民治天虹为首家主题编辑店，定位花园式购物空间，首次将花园、创意集市、儿童娱乐等元素引入百货商场。
 2014.6	君尚3019	君尚3019引入绘画、滑雪、花艺等体验业态，占比达70%，每一层均有不同主题。
 2016.9	南昌天虹COOL+	COOL+周围为高校，主题为90后，以恋物派、生活家、豆蔻族、都市客、娱乐圈、型酷帮六大主体定制生活空间，体验业态达50%。
 2016.11	深南天虹Discovery	Discovery打造美妆馆、鞋履馆等五大品类集合馆，女士精品馆、男士精品馆等6个生活主题馆。
 2016.12	新沙天虹YES!街	YES!街以室内夜宴为主，街区面积超过3万㎡，以餐饮、休闲娱乐等业态为主，不但有沙井本地的老字号食肆，还有健身房、KTV等娱乐业态，还引进深圳首个超级滑梯。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.1.3 超市：sp@ce 聚焦品质健康新生活，百货超市相互引流

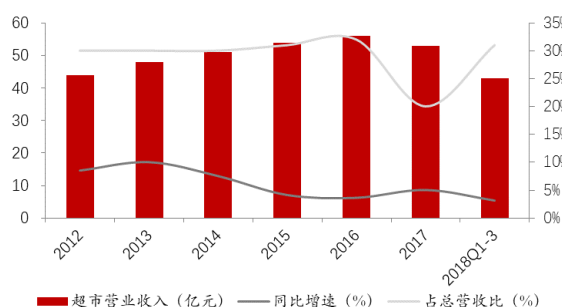
2017 年 1 月首家 sp@ce 超市开业，超市定位价格敏感度较低、生活节奏快的都市中高端客户群体，同时超市中设置了轻餐区域以吸引客流。2019 年 1 月 30 日公司在深圳开出首家零售餐饮业态“虹食汇”体验餐厅以打造新型消费场景。天虹门店多采用“百货+超市”业态组合以相互引流聚客。截至 2018 年 Q3，公司拥有 73 家超市，其中 4 家为独立超市。

图 7：各区域超市门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 9 月底

图 8：天虹超市可比营业收入及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

综合而言，丰富的业态助力异地扩张，选址、选品方面差异化务实定位，天虹已成为我国少数具有优秀的异地扩张能力及经营能力的公司。公司已形成购物中心奠定区域地位、天虹及品尚百货影响周边区域、超市协同购物中心及百货聚集流量、社区便利店补足空白市场的业态组合，随着管理输出购物中心项目落地、独立超市开业、主题编辑化与购物街区化概念进一步落实、展店速度较快且培育周期越来越短，天虹门店客户到店频率及客单价有望进一步提升，未来盈利能力有望实现持续发展。

图 9：天虹对选址、选品及客户群体方面均进行差异化定位

选址差异化	选品差异化	客户群体差异化
在中心商圈饱和的情况下，公司采用“购物中心+超市”形式培养出新次级商圈，目前厦门福州万象天虹等门店均已进入收入排名前十榜单；在城市功能外溢带来新兴商圈崛起的情况下，公司加紧在新城区的新兴商圈内回话布局，深圳、厦门、苏州、长沙等城市的多家门店均布局于新区。	公司对商圈进行差异化定位的同时，对品牌及品类也指定了多维度差异化战略以突出特色，百货街区化及主题编辑化助力天虹拥抱能打造差异化的新兴品牌。	天虹主要定位中端客户，天虹购物中心为融合休闲娱乐的生活中心、百货主题发展主题百货及社区生活中心形态、生活超市定位品质健康生活，同时公司在社区服务方面表现优秀，社区店逐渐成为中产阶级客户群体生活的延伸。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 2018 年上半年公司营业收入排名前十的门店

门店名称	地区	开业日期	面积 (m2)	经营方式	物业权属
常兴天虹	广东省深圳市	2004. 1	31309	直营	租赁物业
君尚中心店	广东省深圳市	2004. 4	37761	直营	租赁物业
南昌中山天虹	江西省南昌市	2007. 9	49058	直营	租赁物业
公明天虹	广东省深圳市	2010. 4	38242	直营	租赁物业
沙井天虹	广东省深圳市	2004. 4	31854	直营	租赁物业
宝安中心区天虹购物中心	广东省深圳市	2013. 3	71434	直营	租赁物业
苏州金鸡湖天虹	江苏省苏州市	2009. 4	51077	直营	自有物业
创业天虹	广东省深圳市	2002. 1	19288	直营	租赁物业
东莞君尚	广东省东莞市	2013. 2	77653	直营	自有+租赁物业
福州万象天虹	福建省福州市	2006. 12	42060	直营	租赁物业

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 供应链变革：百货及超市供应链不断升级

供应链为零售企业核心竞争力，为进一步转型奠定良好基础，因此天虹在转型之际也对供应链进行了升级，供应链为天虹未来的发展重点之一。

1.2.1 百货：深度联营+适度自营助力业态转型

2017 年百货业务营业收入占天虹总营业收入的 84.2%，百货业务为天虹重要收入来源，同时供应链对于百货来说为至关重要的一环，因此公司持续加码供应链建设。目前天虹供应链采取“深度联营+适度自营”模式。

1) 深度联营：品牌商与天虹进行深度合作

联营具有轻资产运作、丰富业态、开放共享的优势，因此目前我国大多百货均采用联营模式。区别于一般的引进品牌商入驻并从中获取租金及返点的联营模式，天虹百货通过一系列措施致力于打造能与品牌商一起承担责任与风险的深度联营。截至 2018 年 Q3，公司实现 75.7 亿元联营营业收入，同比降低 0.1%。

表格 5. 天虹深度联营具体体现

深度联营具体体现
1) 品牌商与百货共享数据以加强选品及摆柜能力、联合合作以充分利用市场资源
2) 新店及转型店主题馆实现适度统装集合
3) 百货联合品牌商共同进行情景编辑，为客户提供更精准的购物解决方案

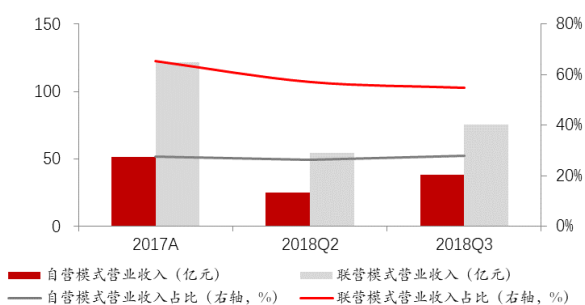
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2) 适度自营：自营业务打造品牌差异化

我国百货目前以联营模式为主，截至 2017 年自营模式比例不足 10%，联营模式“短平快”的特点使得我国百货行业在过去 20 年内实现迅速发展。但近年来受行业竞争加剧、电商冲击及消费者购物习惯逐渐转变，消费者对百货功能业态的丰富性、体验感以及服务等方面提出更高要求，联营模式逐渐无法充分满足消费者个性化需求，能够打造差异化的自营模式成为百货转型的方向之一。

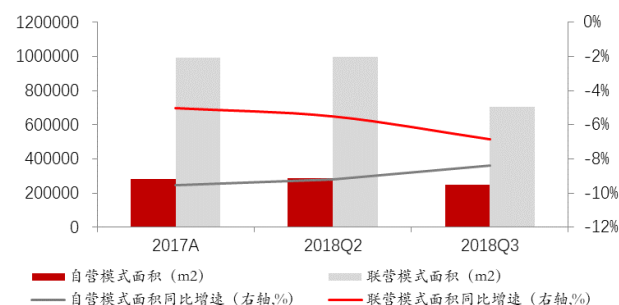
天虹百货在实现深度联营的基础上适度开展自营，天虹百货组建了紧跟消费潮流的专业买手团队进行品牌及商品的采买、引进。目前公司已拥有 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等 Rain 系列买手制自营平台。此外，品类代理及快闪店等自营业务也为天虹注入活力。由于自营品牌集合店等自营业务能满足消费者个性化消费需求，消费者到店频率、停留时长及盈利能力均得到提升。截至 2018 年 Q3，公司实现 38.56 亿元自营营业收入，同比提升 4%，公司自营业务占比达 27.9%。

图 10： 自营模式营业收入占比持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 11： 自营模式营业面积同比增速持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 12： 天虹百货自营平台 Rain&Color



资料来源：山西太原新闻，川财证券研究所

图 13： 天虹百货自营平台 Rain&Home



资料来源：山西太原新闻，川财证券研究所

1.2.2 超市：全球直采+生鲜直采+自有品牌成就优秀供应链

近年来天虹百货为提升产品质量、降低产品加价率、压低终端价格，公司在全球直采、生鲜直采、自有品牌建设等方面进行了一系列优化：

- 1) 生鲜直采：公司正在推进物流三期改造计划；
- 2) 全球直采方面：公司已建设完成覆盖东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域十多个国家的全球直采网络。2018 年上半年新增海外合作厂商 46 个；
- 3) 自有品牌建设：目前公司拥有天优、菲尔芙、奥百思、天口味四个覆盖食品、生鲜、百货商品的自有品牌，目前超市自有品牌 SKU 超 500 个。

2018 年上半年生鲜直采、国际直采、自有品牌业务上半年销售额分别同比增长 6.1%、47%、82.6%。

“空间管理部门”助力货架管理。公司在商品采购部设立陈列组负责商品品类、结构及组合管理，在营运部成立空间规划组以进一步根据顾客偏好调整陈列组合，陈列组及空间规划组的设立利于公司及时优化产品品类组合，提高销售业绩。

自营物流中心持续扩张。截至 2018 年 6 月底，公司在深圳、东莞、南昌、长沙和厦门共有 10 个自营配送中心。其中，常温配送中心 6 个、仓储面积约 8.3 万平方米，低温配送中心 4 个、仓储面积约 5184 平方米。常温和低温总仓储面积约 8.8 万平方米，其中 5.2 万平方米为自有物业。同时公司分别扩大了厦门、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。

图 14：全球直采+生鲜直采+自有品牌成就优秀供应链



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 9 月底

1.3 轻资产扩张模式：与地产商实现共赢，经营方式较为灵活

除传统扩张方式，公司还拥有加盟式、管理输出式及带装修租赁、利润分成轻资产扩张方式。由于公司发现购物中心的出租率、品牌效率及租金管理与管理输出模式已发展较为成熟的酒店相近，因此公司大力发展购物中心的加盟及管理输出扩张模式。此外，新探索的带装修租赁、利润分成轻资产扩张方式已在2018年1月开业的长沙宁乡项目中首次落地。由于地产商拥有优秀地段的同时在经营百货、供应链等方面经验不足，而天虹拥有丰富的经营经验，轻资产合作方式利于零售商与商业地产商进行深入合作，缓解地产商压力、实现共赢，同时也利于公司缓解资金压力、降低扩张风险。

表格 6. 天虹轻资产扩张模式

轻资产扩张模式	具体形式
加盟式	项目方使用“天虹”品牌，公司收取固定的加盟费及销售返点
管理输出式	项目方不使用“天虹”品牌，公司派出的管理人员提供招商等服务以收取管理费
带装修租赁、利润分成	开发商按照天虹的设计和标准投入装修，天虹不付固定租金，而是在商场经营产生利润之后与开发商进行利润分成

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7. 天虹轻资产扩张项目一览

签约时间	区域	城市	门店	业态	经营方式	面积（万平米）	签约期限
2006年12月	华南	深圳	梅林天虹	百货	加盟	2.2	6年
2015年6月	华中	九江	九江共青城天虹（已开业）	百货+超市	加盟	4.9	5年
2016年2月	华中	吉安	吉安泰和天虹（已开业）	百货	加盟	3.0	5年
2016年10月	华东	苏州	苏州石路CC. MALL（已开业）	购物中心	直营+管理	—	—
2017年9月	华中	吉安	吉安铜锣湾广场项目	购物中心	加盟	8.3	20年
2017年11月	东南	莆田	涵城水韵城项目	购物中心	加盟	3.6	5+2年
2017年12月	华东	扬州	中集文昌商业中心	—	管理输出	—	—
2018年1月	华南	佛山	佛山招商置地中心lpark项目（已开业）	购物中心	利润分成	4.5	—
2018年1月	华中	长沙	宁乡县春城万象广场项目（一期已开业）	百货	管理输出	2.0	5年3个月
2018年3月	华东	泰州	泰州医药城项目	购物中心	加盟	13.0	20年
2018年5月	华中	九江	九江天虹购物中心	购物中心	加盟	10.0	5至20年
2018年7月	华南	惠州	惠州博罗龙溪万润城超市项目	超市	加盟	—	—
2018年9月	华南	惠州	惠州新圩诚杰壹天地超市项目	超市	加盟	—	—

资料来源：公司公告，川财证券研究所

轻资产扩张方式有望助力企业增厚业绩。2017 年公司开始发力轻资产扩张方式，目前加盟、管理输出占比仍较小，截至 2018H1，公司加盟店服务收入共计 1487.7 万元，占公司营业收入 0.2%，较 2017 年底增长 0.1 个百分点。项目数量方面，截至 2018Q3，公司储备的轻资产项目数量为 9 个，公司有望持续加码轻资产扩张方式以增厚业绩，提高毛利率。

二、实现异地扩张，深入渠道下沉

Euromonitor 数据显示，2017 年我国百货业 CR10 为 14.3%，而美国及英国 CR10 分别为 92.4%、95.9%，日本 CR7 为 66.2%，美国 CR10 为 92.4%。我国百货行业集中度低、缺少全国性百货主要因为：1) 我国大部分百货为国营商场；2) 我国分区域的流通体制及代理体系决定了我国百货难以取得异地区域代理权，从而进行跨区域采购。3) 异地扩张难以精准抓住各个地区的消费习惯及品牌偏好；4) 地理位置优越的优质商圈资源稀缺，高额租金提升经营压力。

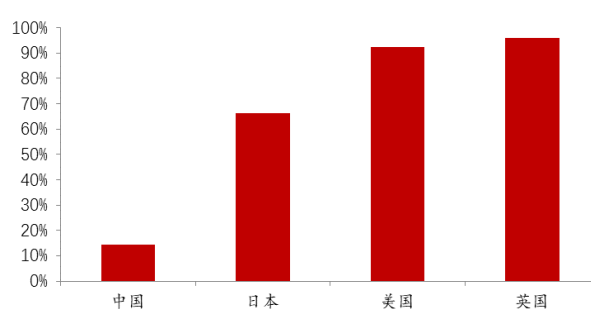
百货企业实现异地扩张大多采用收购及直营方式，美国及日本百货行业集中度提升主要依赖于不断并购。美国百货受 20 世纪 90 年代平价百货、折扣店及电商等新兴业态冲击，分别于 1993-1998 年、2002-2008 年兴起两次并购潮，在这个过程中行业内部分化明显，Macys、Nordstrom、JC Penney、Sears 等公司在并购区域百货的过程中实现迅速成长。日本方面，随着 20 世纪 90 年代泡沫经济破灭、经济增速放缓、超市及便利店不断扩张，百货行业进入整合期，随着 2008 年伊势丹与三越合并，日本百货进入三越伊势丹控股、先驱零售、高岛屋及新千禧零售四强鼎立格局。而我国受限于地方百货的国有体制，实现异地扩张主要依靠拓展直营店。

图 15：2017 年百货行业规模为 2111.6 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：2017 年我国百货行业 CR10 约为 14.3%



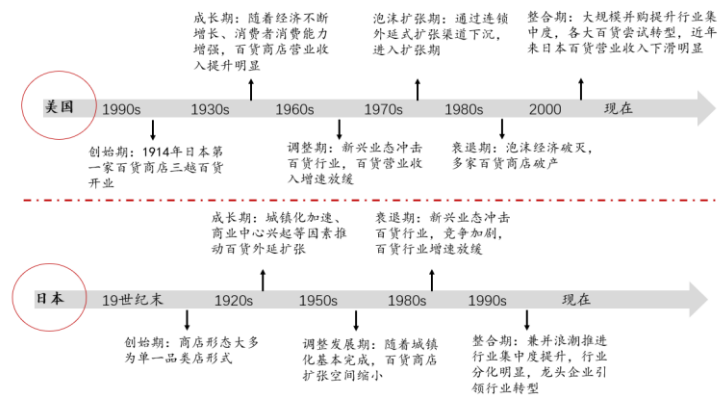
资料来源：中国产业研究院，川财证券研究所

表格 8. 2017 年我国百货行业市场集中度低

百货店销售规模	企业数量	分组比重 (%)	累计数量	累计比重 (%)
合计	85	100		
100亿元以上	16	18.82	16	18.82
50-100亿元	7	8.24	23	27.06
20-50亿元	11	12.94	34	40
10-20亿元	10	11.76	44	51.76
5-10亿元	14	16.47	58	68.24
1-5亿元	20	23.52	78	91.76
1亿元以下	7	8.24	85	100

资料来源:《2017-2018 年中国百货零售业发展报告》, 川财证券研究所

图 17: 美国及日本百货行业发展历程



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

2.1 跨区域拓展，布局全国一至四线城市

天虹在立足华南的同时逐步跨区扩张，实现渠道下沉的同时逐步走向全国。天虹的异地扩张策略可分为以下两种类型：1）异地扩张初期阶段（由点到面战略）：2002 年及 2003 年天虹在百货行业处于调整期阶段布局本土品牌较弱的江西南昌及福建厦门地区，经过多年沉淀后积极拓展门店以在当地树立品牌形象、发挥规模效应。目前福建厦门地区门店已实现盈利，天虹仍在江西地区不断向地级市下沉。2）异地扩张迅速发展阶段（由面到点战略）天虹于 2006、2008、2009 年相继布局本土品牌较强的浙江、湖南及江苏地区，此阶段天虹通过先布局地级市、再布局省会城市的策略来避免与强势本土品牌直接抗衡以获取市场份额、形成品牌影响力。目前江苏门店已基本实现盈利；湖南区域正继续向湘潭等地级市下沉；浙江部分门店仍处于培育期。

图 18：天虹全国门店分布及营业收入分布一览



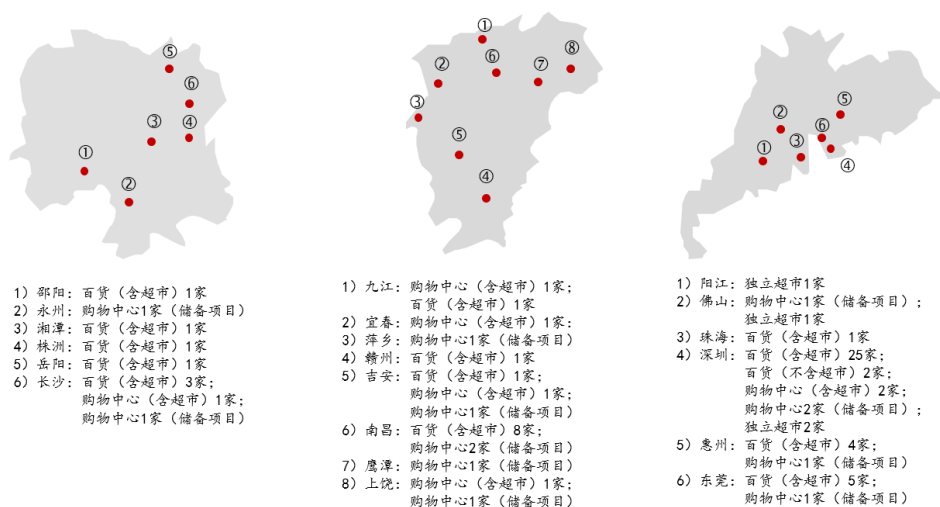
资料来源：公司公告，联商网，百度地图，川财证券研究所

表格 9. 江西、湖南、福建早期市场环境相对宽松

地区	天虹布局时市场情况
江西	本地百货：南昌百货； 竞争情况：太平洋、万达、百盛等百货相继进入，早期竞争格局较宽松； 天虹布局：天虹于2002年作为第一批外部企业布局江西市场，较早的在江西地区扎根。
湖南	本地百货：步步高、友阿股份； 竞争情况：新一佳、新世纪、王府井等百货相继进入，早期竞争格局较宽松； 天虹布局：天虹于2008年布局湖南市场，并加紧下沉步伐。
福建	本地百货：东百集团、新华都； 竞争情况：早期百货较少，竞争格局较宽松； 天虹布局：天虹于2003年作为第一批外部企业布局福建市场，较早的在江西地区扎根。

资料来源：联商网，川财证券研究所

图 19：湖南、江西、广东门店分布

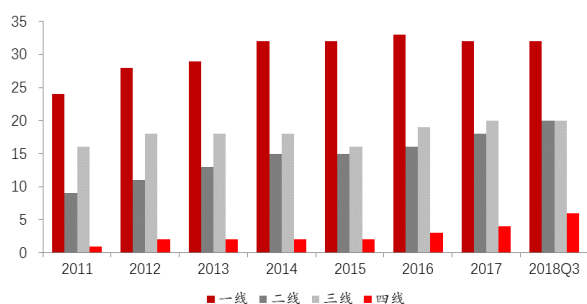


资料来源：公司公告，百度地图，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

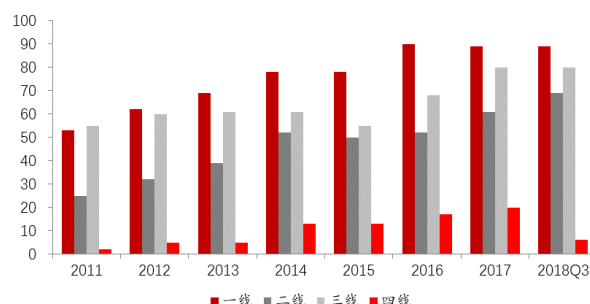
华中地区门店扩张速度较快，主要门店仍集中在一线城市及华东地区。截至2018年Q3，百货、购物中心及超市在华中地区数量分别占各业态总门店数的26.5%、30.1%、40%，华中为除华南外发展最快速度地区。公司百货/购物中心门店在一、二、三、四线城市数量分别为32、20、20、6家，主要门店仍集中在一线城市。此外，天虹已实现商圈、社区及空白郊区市场全覆盖，商圈占比最高。

图 20：天虹股份在各线城市中的百货/购物中心数量（单位：家）



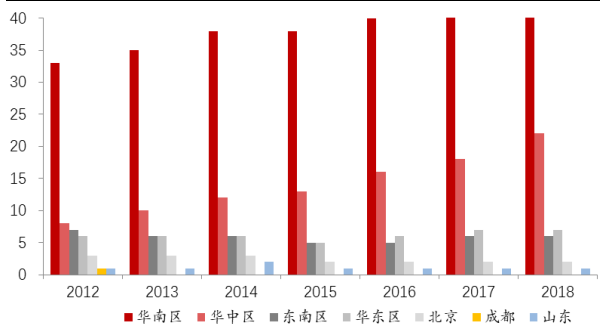
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21：天虹股份在各线城市中的百货/购物中心面积（单位：万平方米）



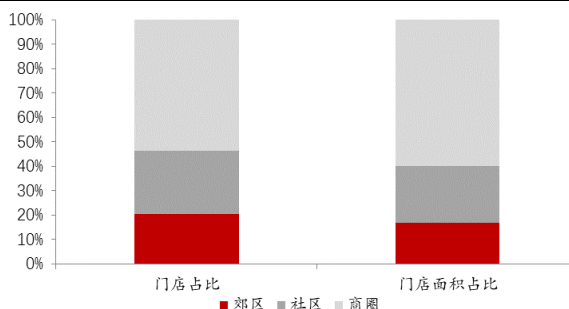
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22：华南地区门店数量最多，华中地区门店增加数量最快（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23：商圈门店占比达 50%



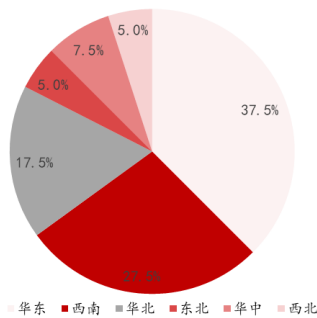
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 低线城市消费能力提升，渠道空间广阔

商业去中心化使得经济发达区域大量百货关停。由于经济发达区域商业市场竞争较为激烈，且已开百货店基数较大，我国华东等经济发达区域关停数量较高，2017年成都、北京、上海分别关停8、7、5家百货，重庆及苏州紧随其后。在2018年经济增速放缓的背景下，主要由可选消费构成的百货行业面临挑战。

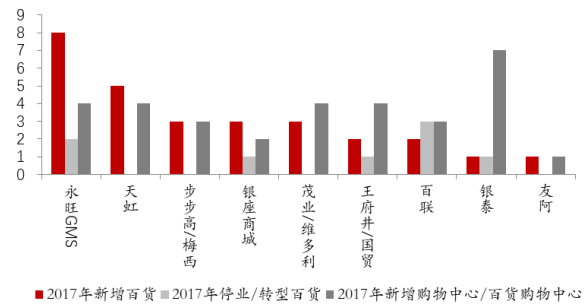
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 24：2017 年关停百货主要集中在华东地区



资料来源：联商网，川财证券研究所

图 25：2017 年主要百货开店及停业情况一览（单位：家）

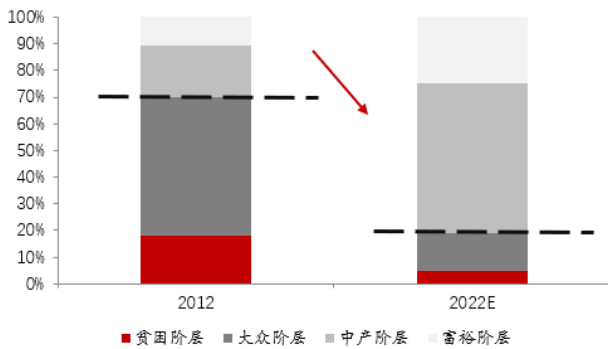


资料来源：联商网，川财证券研究所

低线城市消费能力表现优秀推动高端百货渠道下沉。低线城市消费能力提升明显主要因为：

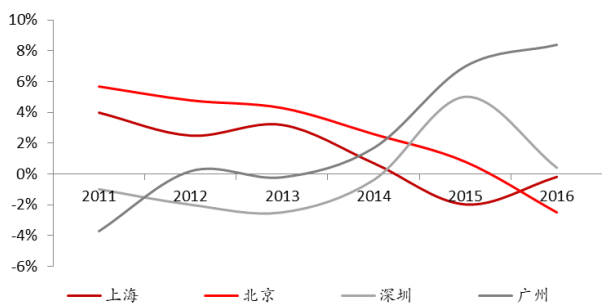
- 1) 在城镇化为重推进及个税起征点进一步提高的背景下，低线城市居民可支配收入逐渐提升。麦肯锡预测，未来十年，中国城市家庭消费中产阶级及以上占比将大幅度提升，预计2022年达到81%，成为中国消费升级的最主要贡献，其中，三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体；
- 2) 据 comScore 数据显示三线人口增长率高于一二线城市，三四线城市人口加速回流使得消费人群基数提升；
- 3) 敢于花钱的新一代年轻群体不断壮大，且逐渐成为消费主力。据天猫数据显示，85后及90后成为线上奢侈品消费主力；
- 4) 低线城市消费者处于由数量消费升级至品质消费阶段。据天猫数据显示，三线及以下城市线上奢侈品消费占比较高；摩根士丹利数据显示，住房支出是一二线城市居民的头号支出，在三四线城市仅排在第四位，住房压力较低使得消费者愿意为品质买单。此外，2012-2016年三、四线城市奢华百货销售额CAGR达1.4%、2.2%显示低线城市消费者购买奢侈品能力提升明显。

图 26：我国中产阶级及富裕人群占比将显著提升



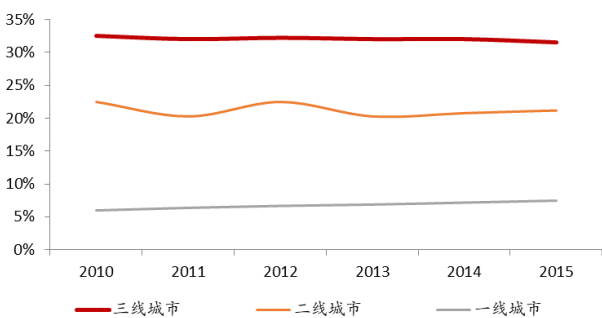
资料来源：麦肯锡，川财证券研究所

图 28：上海及北京常住外来人口呈现负增长



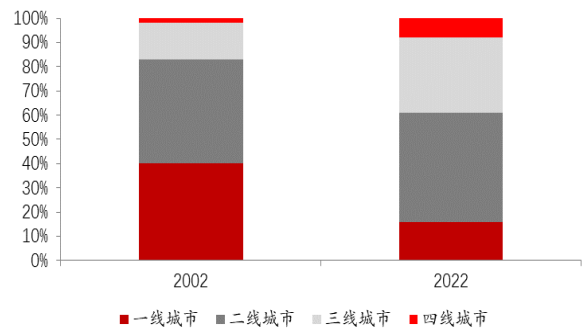
资料来源：中国产业研究院，川财证券研究所

图 30：三线人口基数较大，且增长率持续高于一二线城市



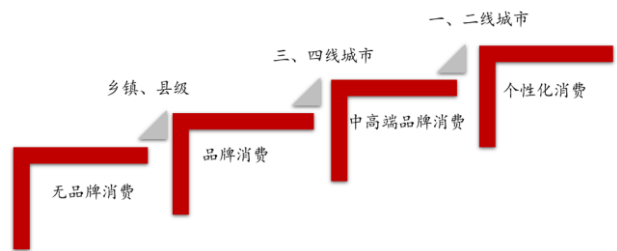
资料来源：comScore，川财证券研究所

图 27：三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体



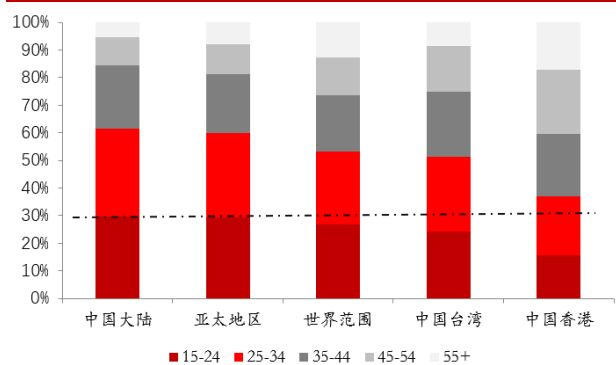
资料来源：麦肯锡，川财证券研究所

图 29：三、四线及更低线城市从无品牌消费向品牌及中高端品牌消费发展



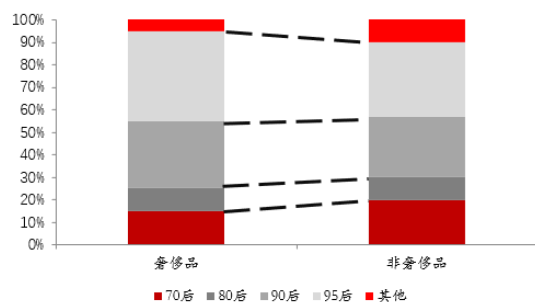
资料来源：中国产业研究院，川财证券研究所

图 31：大陆地区 25-34 岁人群比例较高



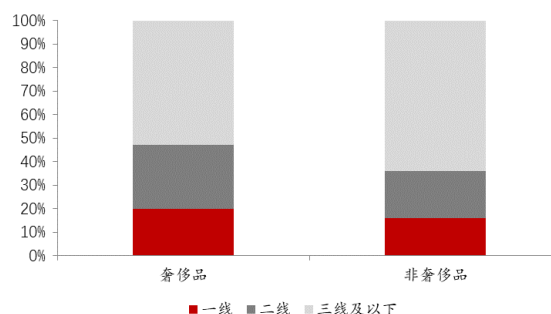
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 32：奢侈品市场中，85、90 后消费占比较高



资料来源：CBNData，天猫，川财证券研究所

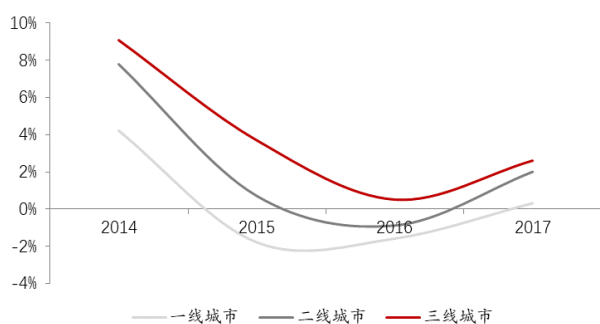
图 33：奢侈品市场中，三线及以下消费占比较高



资料来源：CBNData，天猫，川财证券研究所

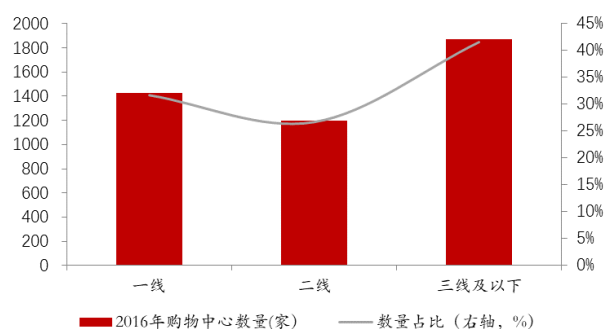
三四线及更低线城市市场饱和度较低，需求依旧旺盛。据 BCG 数据显示，2016 年一二线购物中心数量占全国购物中心数量的 58.4%，人口占比为超过 50% 的三线及以下城市购物中心占比仅为 21%。目前我国一、二线城市商业市场成熟度高、竞争激烈、饱和度较高，而三线及以下城市中原有的百货等商场由于缺乏专业性、无法充分满足对消费者最新需求导致经营能力偏弱，高端百货及专业性较强的百货有望通过渠道下沉填补空白，三线及以下城市的消费市场仍存在较大发展空间。

图 34：三线城市商场客流量增速高于一二线城市



资料来源：中华全国商业信息中心，汇纳科技，川财证券研究所

图 35：2016 年三线及以下城市购物中心数量占全国总数量的 41.6%



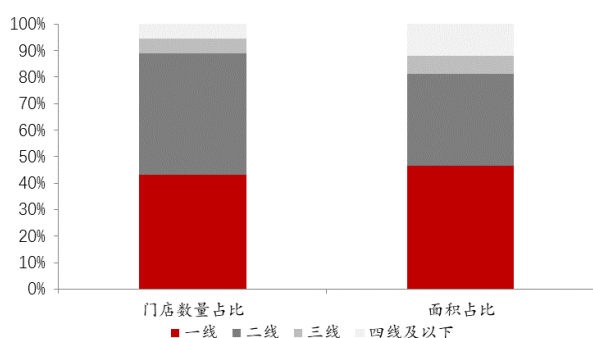
资料来源：联商网，中购联，BCG，川财证券研究所

天虹大力推进渠道下沉。2018 年前三季度 83.3% 的门店均开在三线及以下地区。相较于竞争对手，天虹拥有以下优势：1) 天虹拥有优秀的财务、经营、服务、供应链等能力；2) 公司为百货上市公司中的央企，地方政府认可度高；3) 公司股东能为公司提供信任背书，并利用内部关系助力展店。2006 年起，天虹相继布局嘉兴、赣州、娄底、岳阳等三四线城市，2012 年天虹将渠道下

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

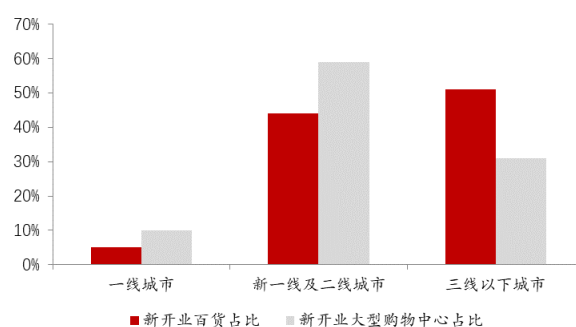
沉至县级市级，开设了绍兴柯桥天虹。截至 2018 年底，三线及以下城市天虹门店数量占总门店数量比为 11%，经营面积占比为 14%，23%尚未开业的储备项目均计划在三线及以下城市开设。具体开设门店中，吉安购物中心开业当年实现盈利，2017 年惠州天虹利润达 2680 万元，三线及以下城市天虹门店盈利能力较强。

图 36：三至五线城市天虹门店数量占总门店数量比为 20%



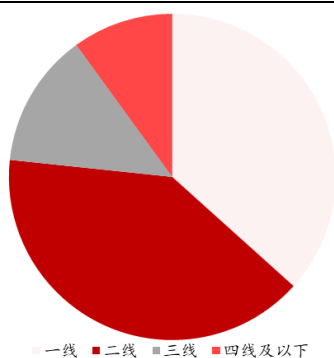
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37：2017 年三线以下城市新开业百货占比 51%



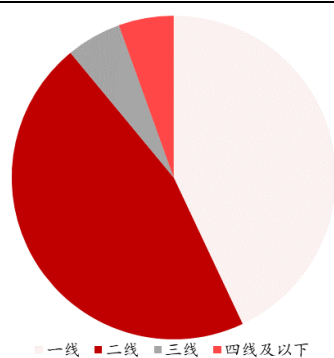
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：储备门店中三线及以下城市门店数量占比为 23%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：已开业门店中三线及以下城市门店数量占比为 11%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 10. 2018 年前三季度新开门店大部分均开在三线及以下城市（不包含便利店）

名称	门店	业态	地区	地址	开业日期	面积 (m2)	经营模式	物业权属	城市级别
长沙宁乡天虹	综合百货店	百货/超市	华中区	湖南省长沙市	2018年2月3日	28,537	直营	租赁物业	县级市
上饶余干天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省上饶市	2018年2月4日	55,411	直营	租赁物业	三线
阳江东汇城 sp@ce	独立超市	超市	华南区	广东省阳江市	2018年5月1日	5,311	直营	租赁物业	四线
宜春天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省宜春市	2018年7月27日	90,154	直营	租赁物业	三线
浏阳天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	湖南省长沙市	2018年9月19日	50,588	直营	租赁物业	县级市
佛山 ipark 店	独立超市	超市	华南区	广东省佛山市	2018年9月29日	3,372	直营	租赁物业	二线

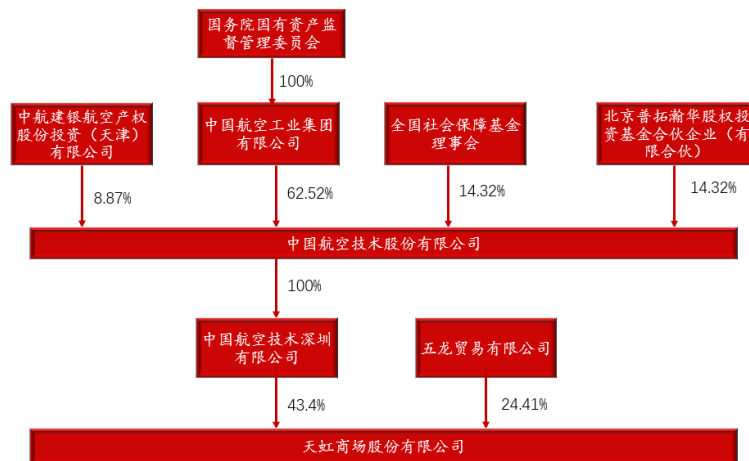
资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、三层激励机制增强公司凝聚力

3.1 央企背景民营化机制

天虹股份在成立之初即引入港股参资进行所有制改革探索，目前控股股东为中国航空技术深圳有限公司。国企背景利于天虹进行融资，港股入资使得公司机制较为灵活，易于接受创新发展方式。

图 40： 国企背景+港股参资，天虹背景强大



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018H1

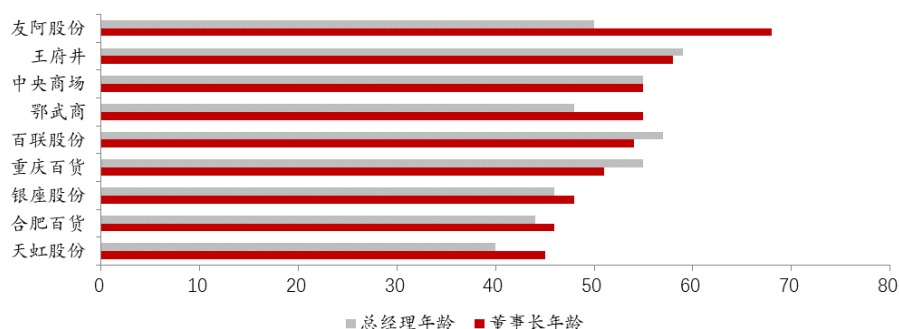
3.2 公司管理层年轻化为公司注入活力

随着新零售竞争愈加激烈，新业态迭代加速，创新及开放利于零售公司实现转

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

型。相较于其他百货公司，天虹管理层年轻化趋势明显，董事长及总经理分别为 47 及 42 岁，同时公司管理层多由公司基层提拔，对零售行业有着敏锐的洞察，熟悉公司各个板块业务模式。此外，公司发源于对外开放程度较高的深圳地区，公司的对外开放及管理层年轻化利于公司落地主题编辑等创新战略。

图 41：天虹股份管理层年轻为公司注入新活力（单位：岁）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.3 三层激励机制强化公司凝聚力

由于百货上市公司大多为国企背景，因此在激励及考核等方面较为薄弱，而天虹则实现运用覆盖中高层管理、业务骨干及基层员工的三层激励机制推进公司员工利益一体化，深度绑定利益以加强公司发展。

- 1) 核心管理层持股：天虹于 2002 年实现管理层持股，由天虹商场出资组建的深圳市奥尔投资发展有限公司、深圳市奥轩投资咨询有限公司（后改名可来公司）、深圳市奥昂投资咨询服务有限公司（后改名康达特公司）以现金方式对天虹进行增资从而实现经营管理层间接持股。2007 年天虹商场核心管理层人员持有天虹商场 3181.6 万股，占公司总股本的 9.1%；

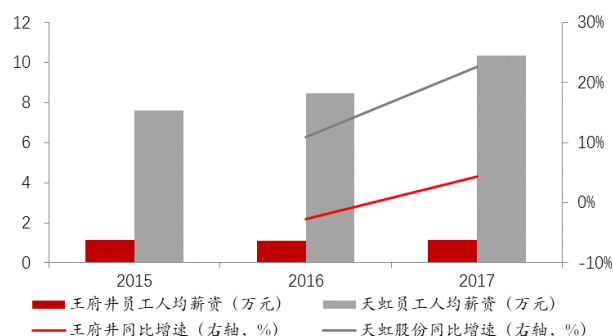
表格 11. 核心管理层持股情况

以2月25日收盘价为基础计算市值		2017年底			2018Q3		
姓名	职务	持股数(万股)	占公司股本比例	参考市值(万元)	持股数(万股)	占公司股本比例	参考市值(万元)
高书林	董事长, 原总经理	126.8	0.16%	1640.79	190.27	0.16%	2462.09
宋瑞明	副总经理, 总会计师	122.7	0.15%	1587.74	184.1	0.15%	2382.25
孙金成	副总经理	121.9	0.15%	1577.39	182.8	0.15%	2365.43
侯毅	副总经理	85.7	0.11%	1108.96	128.5	0.11%	1662.79
吴健琼	副总经理	73.8	0.09%	954.97	110.7	0.09%	1432.46
万颖	董事会秘书	47.3	0.06%	612.06	71	0.06%	918.74
陈瑞	监事	33.8	0.04%	437.37	50.8	0.04%	657.35
郑蔓	副总经理	31.1	0.04%	402.43	46.7	0.04%	604.30
姜勇	副总经理	23.9	0.03%	309.27	35.8	0.03%	463.25
张旭华	董事, 总经理, 原副总经理	6.2	0.01%	80.23	9.3	0.01%	120.34

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

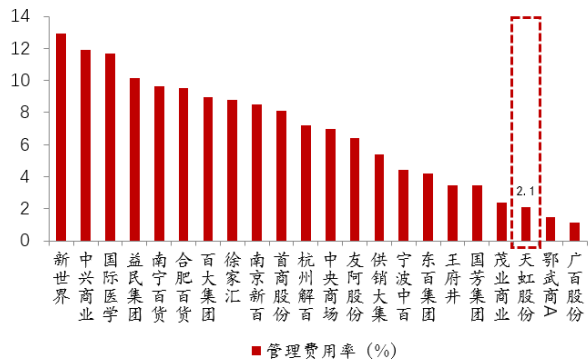
- 2) 公司及公司全资、控股子公司骨干人员持股。2017 年公司董事会审议通过《市场化股票增持计划》，实现第一期主要管理人员及业务骨干持股计划，参与对象拟认购增持计划的资金总额不超过人民币 11844 万元，2018 年 6 月公司市场化股票增持计划涵盖的 242 名中高层管理人员完成股票购买。2019 年 1 月天虹商场股份有限公司推出第二期市场化股票增持计划以实现公司、股东和员工利益的一致性，拟认购增持计划的资金总额不超过人民币 9309 万元；
- 3) 超额利润分享计划激发基层人员活力。2015 年公司为进一步完善员工分配制度，推出门店超额利润分享计划以提高效率、激励绩优、提高分配公平性。2014 年天虹员工人均创收 98 万元，2017 年员工人均创收达 113.6 万元，同时 2017 年 90% 的门店均获得了超额利润分享，员工薪资增幅达 22.7%，超额利润分享计划效果显著。

图 42: 超额利润分享计划激发基层员工活力



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 43: 天虹管理费用率在同业中处于较低水平



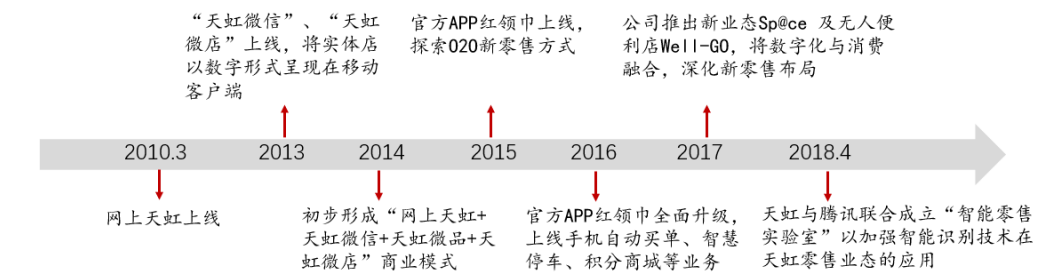
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所, 注: 截至 2017 年底

公司管理能力处于同行领先水平。受益于创新精神及数字化变革,公司于2010年时已应用“平衡记分卡”、“精益六西格玛”、“卓越绩效模式”等评价、管理工具,随着大内总管APP的诞生,公司数字化管理能力更进一层,目前公司管理费用率处于行业领先水平,公司组织运营能力及管理能力的水平仍处于提升阶段,管理费用率有望进一步降低。

四、数字化助力企业全渠道布局,实现智慧新零售

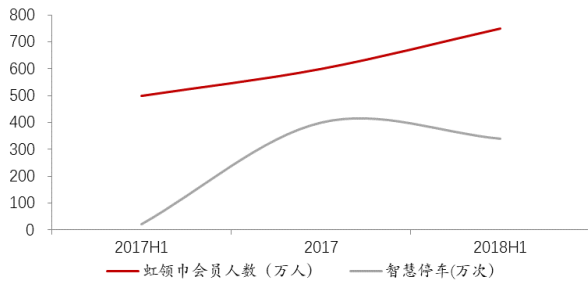
天虹领跑零售O2O。41%的企业在2016年后才开始布局O2O,而天虹在面对电商冲击、同质化严重、消费升级的情况下,率先布局O2O领域,使得其位于领先地位。公司于2013年推出网上天虹以发展电商业务,2013年已形成“虹领巾+微品+微信”三位一体线上入口,2014年初步形成“网上天虹+天虹微信+天虹微品+天虹微店”模式。截至2018H1,虹领巾会员人数已超750万,“天虹到家”业务销售额同比增加280%。2017年智慧停车全年使用量突破400万单;超市手机自助收银使用量超1000万单。门店电商化使得顾客能更便利及高效的实现在线购物,全程数字化助力虹领巾成为天虹的商品、营销、大数据及流量共享中心。

图 44: 天虹数字化进阶之路



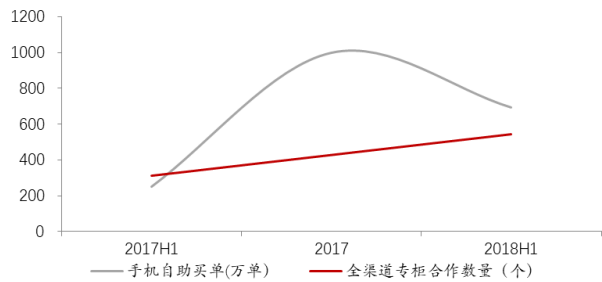
资料来源:公司公告,川财证券研究所

图 45：虹领巾会员人数及智慧停车使用次数增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 46：手机买单及全渠道合作专柜数量增加



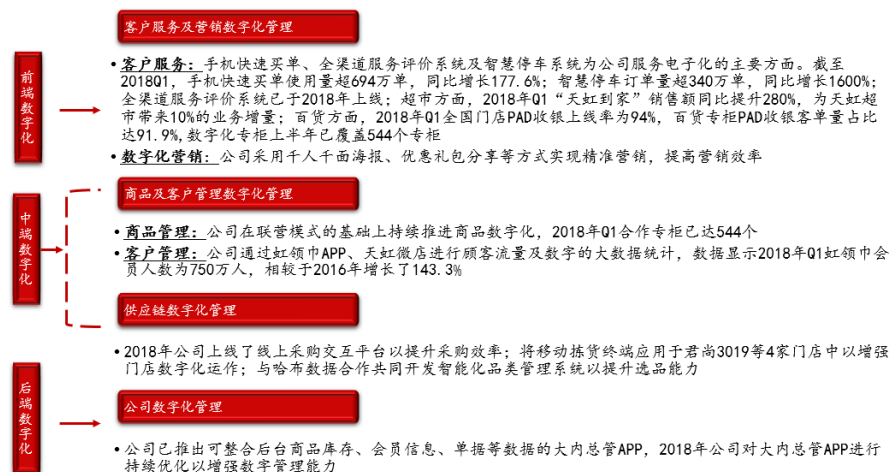
资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：全渠道专柜合作数量仅 2017H1、2018H1 披露。

4.1 前、中、后台实现全面数字化

天虹于 2017 年以来逐步在前、中、后端发力数字化。2017 年 4 月公司电商事业部改名为数字化经营中心，公司内部绩效考核与数字化能力关联，倒逼业务部门参与到数字化提升过程中。据 36 氪数据显示，截至 2018 年 11 月，天虹超市前台业务数字化率为 90%，中后台数字化率为 50%；百货数字化率为 20%。

- 1) 前端数字化：顾客、营销及数字化服务推进客户体验升级。天虹相继推出手机快速买单、全渠道服务评价系统、智慧停车、千人千面海报等数字化服务；
- 2) 中后端方面数字化：公司通过商品数字化管理、客户数字化管理及供应链数字化管理，合作专柜及虹领巾会员数量均实现明显增长，选品能力提到显著提升；大内总管 APP 的优化为公司提供强有力的数字化工具。

图 47：天虹前中后端全部实现数字化



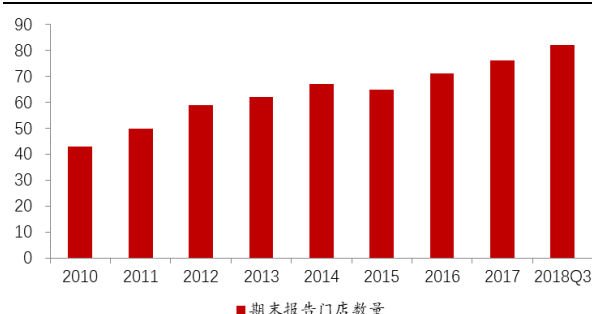
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4.2 智能化助力无人概念实现，与腾讯合作加强数字化研发

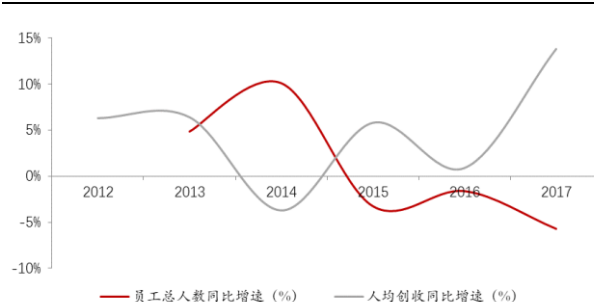
智能化助力无人概念实现。公司通过大数据对消费者及产品相关数据进行分析从而实现智能化探索，目前公司已实现自动订货、智能定价、智能营销信息发布等功能，2014-2017 年公司在门店数量迅速增长的同时员工数量下降、人均创收提升明显，智能化为公司实现降本提效。随着 2017 年天虹 Well Go 无人便利店的开业，天虹智能化进入新阶段。

图 48：天虹门店数量持续提升（单位：家）



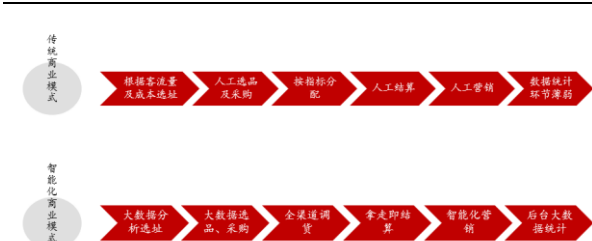
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 49：天虹员工数量增速与人均创收增速呈反比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 50：智能商业模式全面提效



资料来源：公司公告，川财证券研究所

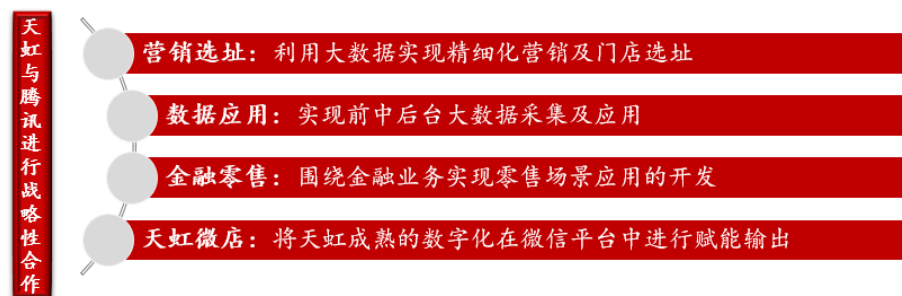
图 51：Well Go 门店示意图



资料来源：移动支付网，川财证券研究所

天虹与腾讯签署战略合作。2018 年 4 月公司与腾讯签署《天虹-腾讯战略合作谅解备忘录》，成立“智能零售实验室”以加强零售业务数字化研发，探索零售业务进一步数字化可能性。天虹丰富的零售经验叠加腾讯强大的数据分析能力助于利于公司发展智能化系统产品模组，公司有望在数字化方面持续保持竞争优势。

图 52：天虹与腾讯战略合作利于公司保持竞争优势



资料来源：公司公告，川财证券研究所

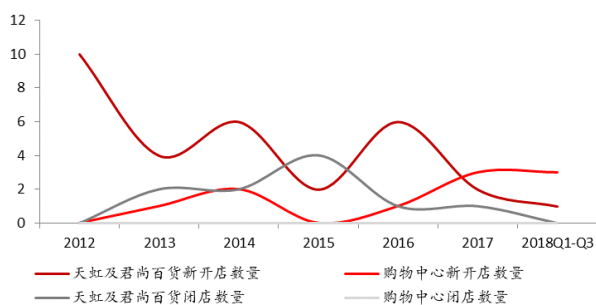
五、改革成效：展店速度及创收能力优秀，门店培育期短

公司在行业下行周期中展店速度优秀，盈利能力优于同业大多企业，表现出强大的逆市增长能力。受益于公司在复苏期采取重点发展购物中心、增强数字化建设、坚持发展多业态战略、及时关闭亏损门店等措施，公司于2017年起营业收入、扣非归母净利润及可比店利润增速提升明显。公司受内生增长及估值溢价驱动，股价有望得到长期支撑。

5.1 展店速度提升，门店培育期缩短

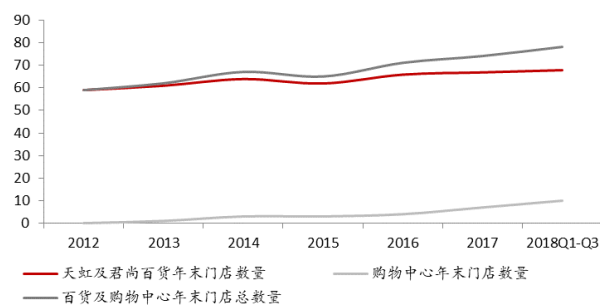
在百货行业大量门店关闭的情况下，公司2018年展店增速较前两年增加，约30个储备项目助力公司扩张势头延续。展店速度方面，2013-2015年公司主营业务承压使得公司关闭亏损门店以调整业务结构，2016年后闭店数量逐渐下降。截至2018年Q3，公司已新开4家购物中心门店、2家独立超市，亏损门店数量下降，相较于前两年表现优秀。预计年底将净增4-6家新门店，未来三年有望每年平均净增4-6家门店。

图 53：2012 年天虹开店数量达到高点（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

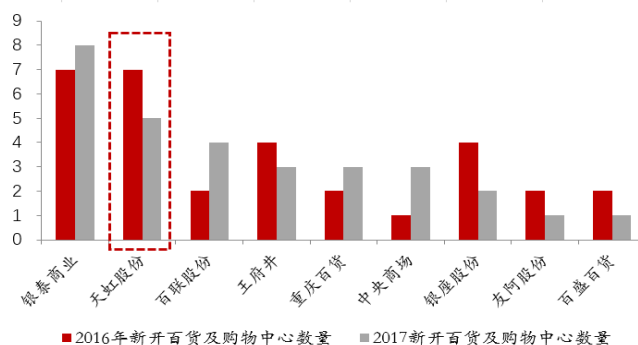
图 54：天虹门店数持续提升（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

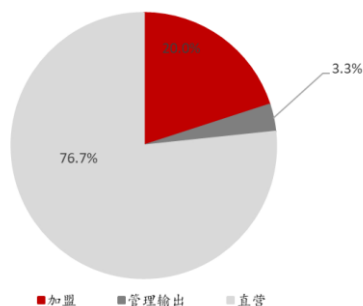
图 55：天虹开店数量在同业中属中上水平（单位：家）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

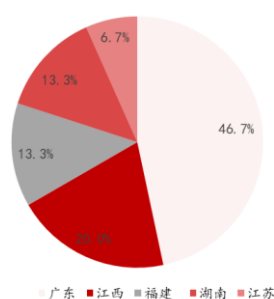
储备项目方面，27 个百货及购物中心及 3 个独立超市储备项目中，约 70% 的储备项目位于二三线城市、华南区及华中区比重为 47%、33% 显示公司短期内将进一步渠道下沉，展店重点仍在主要优势区域。此外，目前 23.3% 的储备项目为轻资产扩张项目，我们预计管理输出及加盟模式比重将进一步提升。

图 56：储备项目中 23.3% 为轻资产扩张项目



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 12 月

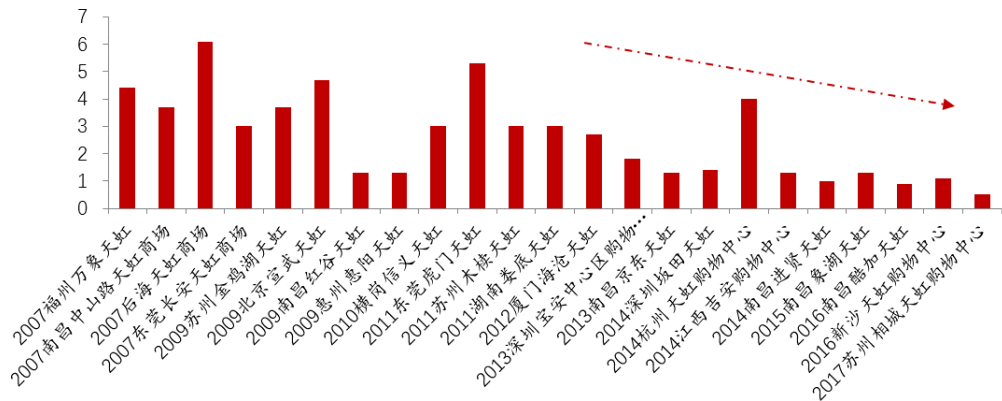
图 57：储备项目中广东门店占比最大



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 12 月

从公告披露的已盈利门店来看，公司新门店培育期缩短。2014 年 7 月开业的吉安购物中心 2015 年实现盈利，培育期约为 1.3 年，而 2017 年开业的苏州相城天虹购物中心则在开业半年即实现单月盈利。公司新门店培育期从 3-4 年逐步走向 1-2 年，其中由于购物中心体验式消费采取以租金确认收入方式，因此购物中心毛利较高，1-2 年即可盈利。

图 58：天虹已盈利门店培育周期越来越短（单位：年）



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2017 年底

5.2 降本提效，盈利能力较强

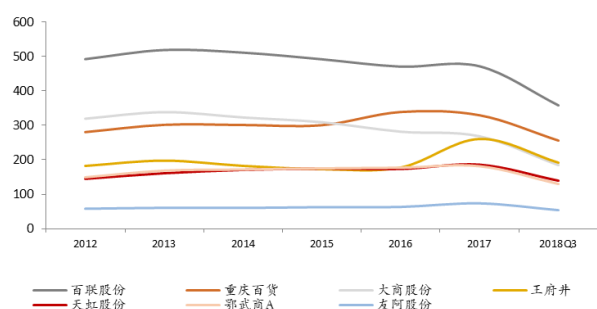
盈利能力实现增长。天虹百货 2013-2016 年受行业竞争加剧、电商冲击及限制三公消费等因素影响营业收入、扣非净利润及可比店利润增速放缓，但营业收入绝对值仍实现正增长显示公司承压能力较强。受益于大力发展购物中心、增强数字化建设、坚持发展多业态战略、及时关闭亏损门店等措施，公司于 2017 年起营业收入、扣非净利润及可比店利润增速提升明显，其中华南地区表现优秀。

5.2.1 同店增量表现稳健，创收能力优秀

截至 2018 年 Q3，公司实现 133.9 亿元营业收入，较去年同期增长 6.2%；零售板块贡献 7.1 亿元营业收入，其中可比同店贡献了约 3.2 亿元营业收入，较去年同期上升 6.6 个百分点，可比店利润增速达到约 20%。细分来看，购物中心营业收入增速最快显示体验式消费仍营业收入增长动力所在。公司营业收入情况表现较好主因：1) 次新店减亏贡献较大增量；2) 同店增量表现稳健，由于华南、北京、成都、华东地区增速较快且公司综合所得税率下降，部分老区域减亏幅度大；3) 公司首个管理输出购物中心开始盈利；4) 体验消费提升客户到店频率及客单价。

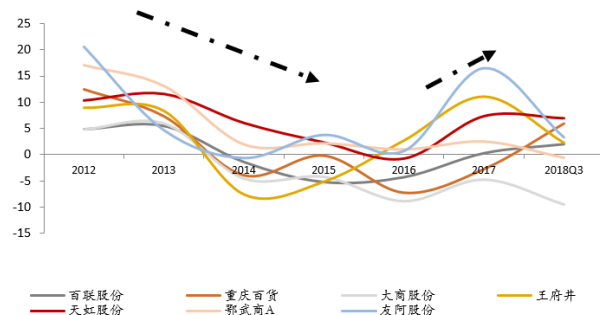
截至 2018Q3，公司购物中心数量已达 10 家，其中 7 家为 3 年内开业次新门店，新开门店贡献 3.9 亿元营业收入，新开门店目前正处于快速培育期，有望推动公司收入和业绩领先行业增长。

图 59：2018 年前三季度天虹股份营业收入为 138.3 亿元



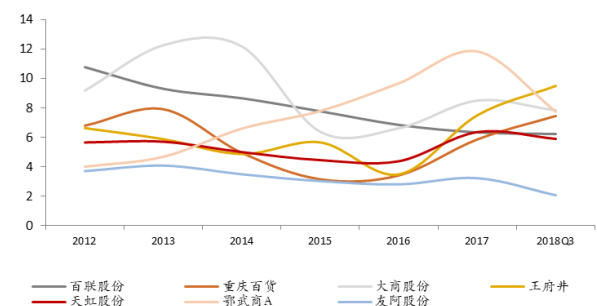
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 60：2018 年前三季度天虹股份营业收入同比增长 6.9%



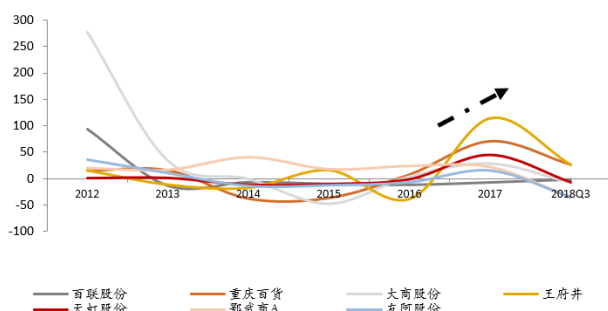
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 61：2018 年前三季度天虹股份扣非归母净利润为 5.9 亿元



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 62：2018 年前三季度天虹股份扣非归母净利润同比增速为-7.2%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 12. 公司各区域可比同店营业收入同比增速

区域	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华南区	4.45%	1.75%	0.60%	-2.32%	-2.16%	-0.13%	3.70%
华中区	16.08%	6.74%	3.17%	4.24%	0.51%	2.87%	2.52%
华东区	7.26%	14.90%	7.18%	-3.27%	-9.78%	-2.32%	-4.53%
东南区	-1.83%	7.87%	-0.64%	-8.07%	-9.27%	-3.06%	-4.83%
北京公司	-9.97%	4.27%	-3.17%	-3.46%	-10.48%	-4.44%	14.73%
成都			21.95%	-1.52%	-7.70%	-4.01%	2.14%
合计	4.28%	3.89%	1.25%	-1.66%	-2.94%	-0.23%	2.73%

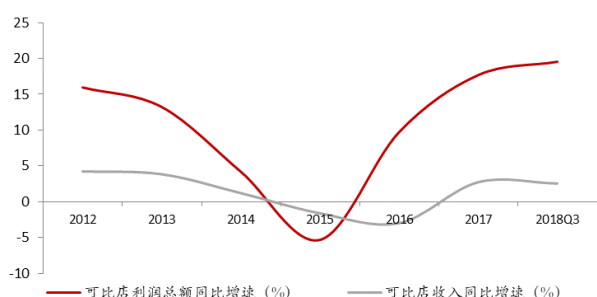
资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 13. 公司各区域可比同店利润同比增速

区域	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华南区	10.31%	9.45%	3.79%	-7.94%	-0.14%	10.01%	19.71%
华中区	34.18%	6.07%	45.81%	37.02%	31.76%	28.44%	19.14%
华东区	42.26%	53.85%	237.20%	3.00%	-4.87%	95.43%	19.45%
东南区	-4.26%	4.74%	-2.23%	-21.92%	-30.51%	22.46%	19.71%
北京	14.01%	57.75%	-22.37%	-32.61%	16.06%	58.99%	85.18%
成都			-31.80%	3.48%	49.14%	44.16%	95.88%
合计	13.98%	13.23%	4.20%	-5.30%	9.73%	17.37%	17.37%

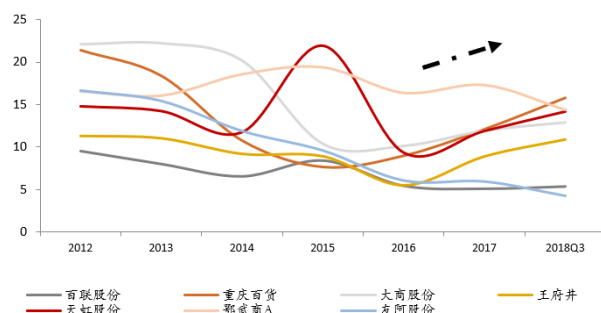
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 63：天虹可比店利润及收入增速提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 64：2018 年前三季度天虹股份 ROE 为 14.2%

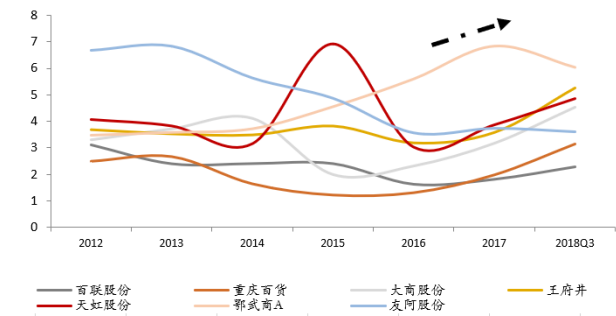


资料来源：公司公告，川财证券研究所

5.2.2 公司毛利率、ROE 表现优秀，管理费用率较低

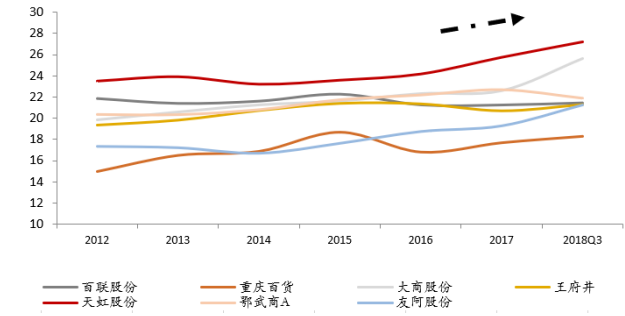
2018 年前三季度公司毛利率 27.2%，较去年同期上升 1.3 个百分点，公司零售业务 6 大经营区域毛利率全部上升，创公司上市以来最高水平。公司毛利率较高有以下几个原因：1) 公司规模较大，对品牌商议价能力较强；2) 公司不断提升供应链及自有品牌建设，损耗率及加价率逐年降低；3) 公司不断优化业态，体验消费模式优势逐步显现；4) 公司运用数字化工具提升经营效率；5) 大力发展轻资产业务；6) 平台型业务百货和购物中心收益管理成效显著；7) 营业收入占比较大的百货同店毛利率上升推动整体可比店毛利率增长。ROE 方面，公司 ROE 始终处于百货行业中上游，2018Q3 公司 ROE 达 14.2%，公司盈利增长弹性较强。

图 65：2018 年前三季度天虹股份销售净利率为 4.9%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

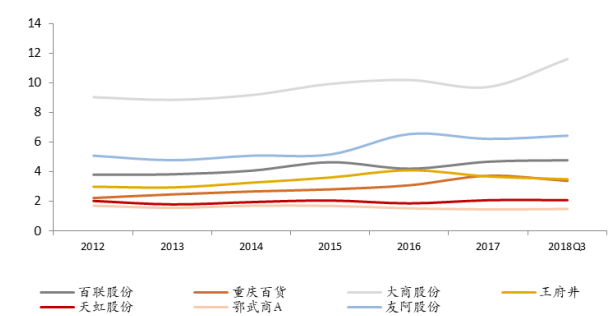
图 66：2018 年前三季度天虹股份销售毛利率为 27.2%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

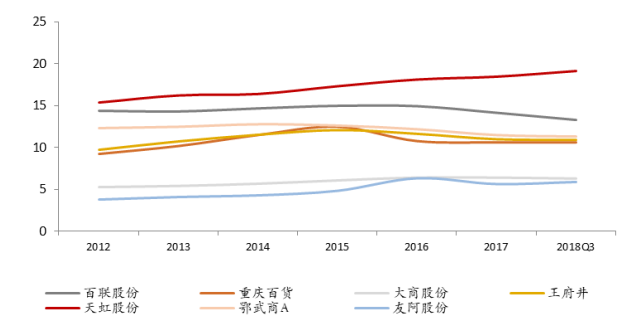
管理能力优秀使得管理费用率较低，租金提升使得销售费用率较高。受益于公司较早使用一系列先进的数字化评价、管理工具，目前公司管理费用率处于行业领先水平。受轻资产扩张影响，租金上涨压力推升公司销售费用率。

图 67：2018 年前三季度天虹股份管理费用率为 2.1%



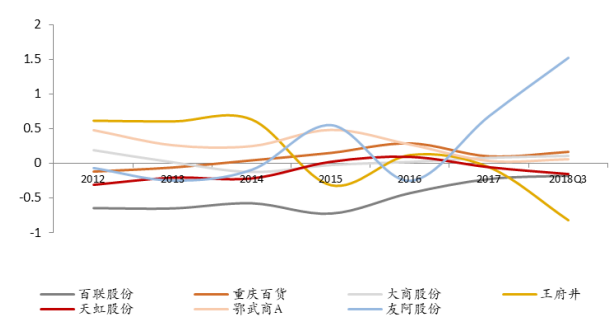
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 68：2018 年前三季度天虹股份销售费用率为 19.1%



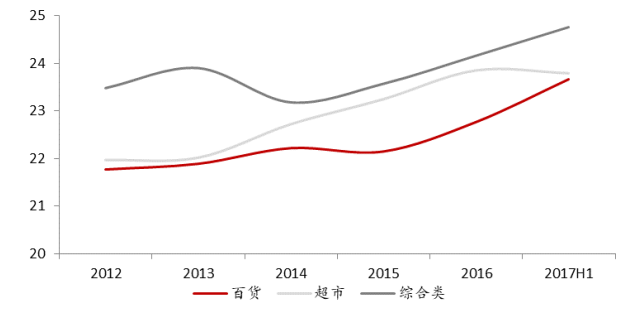
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 69：2018 年前三季度天虹股份财务费用率下降 (单位：%)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 70：天虹各业态毛利率呈上升态势 (单位：%)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

5.2.3 公司资金充裕，可满足未来投资需求

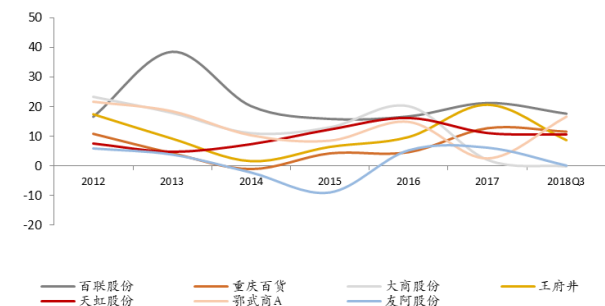
根据年报已披露的 15 家门店项目投入计算，一个百货项目平均面积为 2-5 万平米，开业投资区间为 0.2-0.5 亿元，预计一家 6-8 万平米的购物中心开业投资区间将为 0.8-1.9 亿元。假设 2019 年公司将开设 4 家购物中心、4 家百货，投资总额大约为 6-12 亿，截至 2018Q3 公司货币资金为 42.8 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 10.8 亿元，公司资金较为充裕，可满足投资需求。

表格 14. 建设购物中心所需资金假设

城市级别	2016年租金水平
一线城市	城市平均租金水平在600-900元/平米/月； 首层租金在1500-3000元/平米/月
二线城市	中心区域租金平均水平在600-800元/平米/月； 次级商圈租金平均水平在150-350元/平米/月
三线城市	县级区域商业平均租金水平在20-100元/平米/月； 强三线商业平均租金水平在300-800元/平米/月； 强三线城市首层平均租金水平为 1000元/平米/月
投资项目	资金投入计算方式
租金	3个月*100元/平米/月* X 万平米 ~ 3个月*350元/平米/月* X 万平米
装修费用	900元*X万平米~1200元* X 万平米
人工费用	6000元/月*200人*12个月~6000元/月*250人*12个月
X 万平米	总投资（亿元）
6	0.8-1.5
7	0.9-1.7
8	1.1-1.9

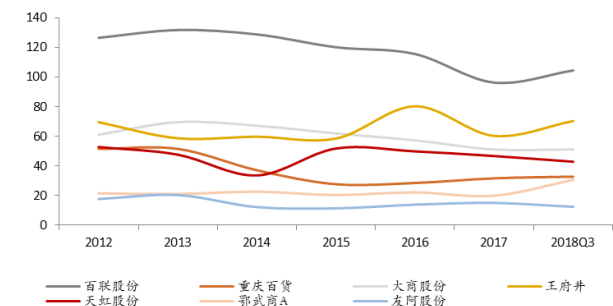
资料来源：赢商网，川财证券研究所

图 71：2018 年前三季度天虹股份经营活动产生的现金流量净额为 10.8 亿元



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 72：2018 年前三季度天虹股份货币资金为 42.8 亿元

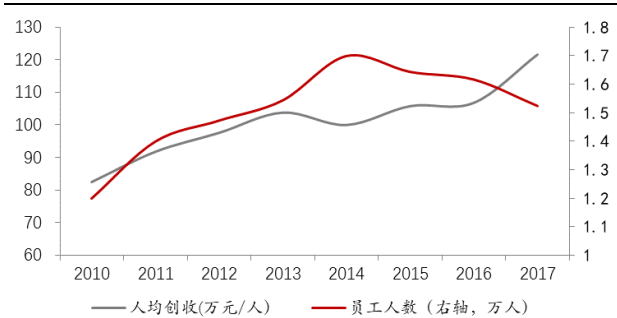


资料来源：公司公告，川财证券研究所

5.2.4 人均创收提升，分红比例优异

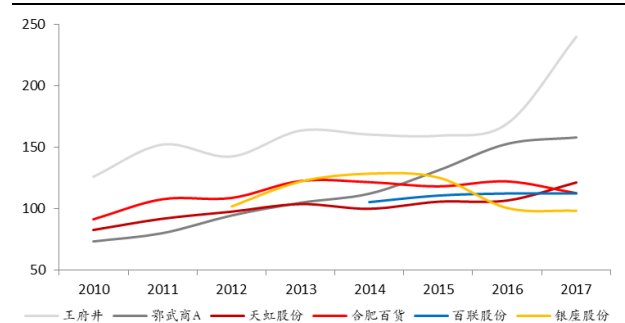
2014 年公司员工人数达到高峰后，经过采取员工结构优化、三层股权激励等措施使得在公司员工数量下降的同时人均创收不断提升。截至 2017 年底，公司人均创收达 121.6 万元，2014-2017 年人均创收 CAGR 达 6.7%。

图 73：2017 年天虹员工人均创收 121.6 万元



资料来源：公司公告，川财证券研究所

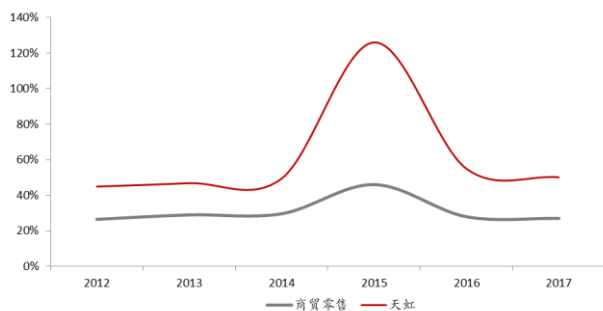
图 74：天虹 2017 年人均创收处于业内中上游(单位：万元/人)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

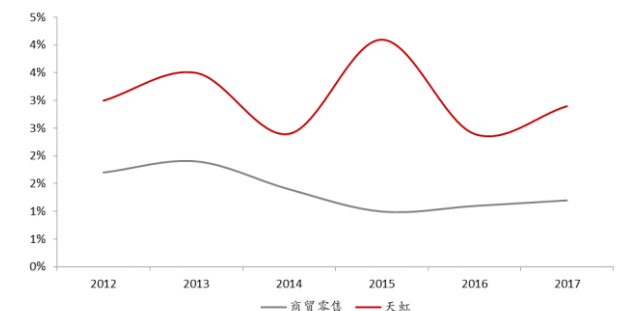
分红比例及收益率高于行业平均水平。现金分红方面，公司 2015-2017 年分红比例分别为 126%、55%、51.1%，高于商贸零售行业平均分红比例，同时分红收益率亦高于商贸零售行业平均值。

图 75：天虹现金分红比例高于商贸零售行业平均值(单位：%)



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：平均值为算术平均；2015 年分红比例计算剔除了资产证券化收益的影响，若不剔除，分红比例为 36%。

图 76：天虹分红收益率高于商贸零售行业平均值(单位：%)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

六、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们的盈利预测包括如下假设：

(1) 零售业务：我们根据公司历年新增门店数量、开店数量、门店地理位置分布及储备项目情况预测 2018、2019、2020 年分别将新开 8-10 家购物中心/百货门店。

(2) 其他业务：其他业务主要指采取加盟及管理输出形式的轻资产业务，截至 2018 年已开业 6 个轻资产项目，考虑到公司将加大力度发展轻资产项目，其他业务毛利率将在 30%左右。

(3) 房地产业务：公司房地产业务主要为南昌九洲天虹和苏州相城天虹项目，我们根据项目不同业态面积及单价计算，预计项目总收入分别为 8.9、11.8 亿元，目前已确认约 9 亿元收入，剩余收入将于接下来 2-3 年相继确认。

表格 15. 天虹股份盈利预测模型

零售业务	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17041.21	16720.93	17320.90	18486.65	19942.27	21583.14
收入增速%	2.35%	-1.88%	3.59%	6.73%	7.87%	8.23%
成本	13025.50	12708.16	12948.04	13464.56	14333.10	15116.75
毛利率%	23.56%	24.00%	25.25%	27.17%	28.13%	29.96%
其他业务	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2.70	2.70	3.08	2.46	3.30	3.61
收入增速%	5.60%	11.62%	19.58%	-20.34%	34.15%	9.57%
成本	270.43	270.24	308.41	245.68	329.58	361.13
毛利率%	23.79%	31.77%	34.88%	34.88%	34.88%	34.88%
房地产业务	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	0.00	155.95	741.76	275.00	302.85	600.00
收入增速%	-99.99%	155951.70	375.63%	-62.93%	10.13%	98.12%
成本	0.00	121.41	505.15	195.53	224.42	462.61
毛利率%	90.00%	22.15%	31.90%	28.90%	25.90%	22.90%

资料来源：川财证券研究所

不考虑地产结算，我们预测公司零售业务 2018-2020 年营业收入分别为 188.6、202.5、221.8 亿元，同比增长分别为 4.4%、7.3%、9.6%。综合地产结算，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 191.4、207.5、227.4 亿元，同比增长分别为 3.3%、8.4%、9.6%；总体毛利率逐步提升，分别为 26.2%、28.3%、29.0%；归属母公司股东的净利润分别为 8.9、12.0、14.2 亿元，分别同比增长 24.4%、34.4%、18.0%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.7、1.0、1.2 元

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

/股。考虑到公司在多业态发展、供应链改革、数字化探索、三层激励制度等方面均表现优秀，我们看好公司在百货行业的发展，给予 2019 年合理 PE 估值 16-17 倍，对应合理股价区间为 16.0-17.0 元，首次覆盖给予增持评级。

表格 16. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2019/2/28	股价	总市值	PS	EPS			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)		18E	19E	20E	18E	19E	20E
600729.SH	重庆百货	30.9	125.6	0.4	2.2	2.7	3.2	13.9	11.2	9.6
600859.SH	王府井	15.8	122.9	0.5	1.5	1.7	1.9	10.5	9.4	8.3
600828.SH	茂业商业	5.4	93.4	0.8	0.7	0.7	0.8	8.1	7.6	7.3
002277.SZ	友阿股份	4.0	56.0	0.8	0.4	0.3	0.3	11.1	13.3	12.6
600693.SH	东百集团	5.7	51.0	1.7	0.2	0.3	0.3	23.8	20.3	19.3
600628.SH	新世界	7.1	46.1	1.6	0.4	0.4	0.4	15.8	16.6	16.4
600785.SH	新华百货	17.6	39.8	0.5	0.7	0.8	0.9	24.9	22.2	19.8
000417.SZ	合肥百货	5.1	39.4	0.4	0.3	0.3	0.3	19.7	18.9	17.9
平均值								16.0	14.9	13.9
002419.SZ	天虹股份	12.4	148.5	0.8	0.7	1.0	1.2	15.7	11.7	9.9

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 除天虹股份外, 其余为 Wind 一致预期数据, 数据截至 2019 年 2 月 28 日

风险提示

- 1) 公司创新业务未达到预期
- 2) 门店扩展速度低于预期
- 3) 数字化改革效果不及预期
- 4) 次新店盈利能力不及预期

报表预测					
利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17273.0	18536.3	19138.9	20751.3	22737.7
减:营业成本	13099.8	13761.6	14116.8	14884.1	16140.3
营业税金及附加	98.4	162.1	167.4	181.5	198.9
营业费用	3123.1	3413.8	3464.1	3756.0	4115.5
管理费用	318.3	383.9	396.4	429.7	470.9
财务费用	16.5	-10.2	-99.2	-42.8	-44.8
资产减值损失	3.2	3.8	3.8	3.8	3.8
加:投资收益	58.9	85.2	80.8	74.9	80.3
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	672.6	906.4	1170.3	1613.8	1933.4
加:其他非经营损益	42.7	8.2	-7.9	-7.9	-7.9
利润总额	715.3	914.6	1162.4	1605.9	1925.5
减:所得税	192.1	205.5	266.6	378.9	457.5
净利润	523.2	709.0	895.8	1226.9	1468.0
减:少数股东损益	-0.9	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
归属母公司股东净利润	524.1	718.2	893.1	1200.1	1415.9
资产负债表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4578.4	4102.1	3827.0	5307.9	4900.7
应收和预付款项	395.8	395.8	433.6	409.7	452.7
存货	1429.2	1364.6	1329.5	1560.6	1635.5
其他流动资产	2773.9	2216.7	2216.7	2216.7	2216.7
长期股权投资	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	24.9	24.2	21.4	18.6	15.7
固定资产和在建工程	3251.2	4565.6	4907.0	5623.5	5840.0
无形资产和开发支出	829.3	921.8	822.0	722.2	622.5
其他非流动资产	997.5	1215.3	1126.9	1198.9	1498.9
资产总计	14295.7	14806.1	14684.2	17058.3	17182.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	8697.4	8779.2	8200.5	9903.9	9708.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	8697.4	8779.2	8200.5	9903.9	9708.6
股本	800.2	800.2	800.2	800.2	800.2
资本公积	1709.2	1709.2	1709.2	1709.2	1709.2
留存收益	3083.8	3513.6	4048.5	4767.3	5615.2
归属母公司股东权益	5593.2	6023.0	6557.9	7276.7	8124.6
少数股东权益	5.1	3.8	3.7	3.5	3.3
股东权益合计	5598.3	6026.9	6561.6	7280.2	8127.9
负债和股东权益合计	14295.7	14806.1	14762.1	17184.1	17836.5

现金流量表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	1690.3	1188.2	695.8	3121.6	1247.9
投资性现金净流量	-1269.6	-1309.9	-701.7	-1262.1	-1202.1
筹资性现金净流量	-610.5	-288.5	-269.0	-378.6	-453.1
现金流量净额	-189.9	-410.2	-275.0	1480.9	-407.3

财务分析和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
毛利率	24.2%	25.8%	26.2%	28.3%	29.0%
销售净利率	3.0%	3.8%	4.7%	5.8%	6.2%
ROE	9.4%	11.9%	13.6%	16.5%	17.4%
ROA	4.7%	5.7%	6.9%	6.7%	7.4%

成长能力					
销售收入增长率	-0.7%	7.3%	3.3%	8.4%	9.6%
净利润增长率	-56.7%	35.5%	25.9%	34.4%	18.0%

资本结构					
资产负债率	60.8%	59.3%	55.8%	58.1%	56.5%
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
经营效率					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3
存货周转率	9.2	10.1	10.6	9.5	9.9
业绩和估值					
EPS	0.4	0.6	0.7	1.0	1.2
BPS	4.7	5.0	5.5	6.1	6.8
PE	26.8	19.6	15.7	11.7	9.9
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003