

2019年03月19日

天虹股份 (002419.SZ)

# 18年业绩符合预期，内生外延助力成长可期

■事件：公司发布18年报：1) 18全年：营收191.38亿元/+3.25%，归母净利润9.04亿元/+25.92%，扣非后归母净利润7.92亿元/+24.76% (其中1.04亿元非经常性损益为投资及管理资产收益)；剔除房地产业务后，18年零售主业179.78亿元/+3.79%，净利润估测8.49亿元/+31.87%；2) 18Q4：营收53.04亿元/-5.23%，归母净利润2.31亿元/+2.03%，扣非后归母净利润2.03亿元/+1.64%。

■同店18年收入及利润继续增长，门店持续扩张符合预期。①百货街区化及18Q4影响同店收入增速，全年利润继续实现增长：18年可比店同店收入同增1.58%，相比18Q1-3回落1.06pct，18年可比店利润总额同增17.07%，相比18Q1-3微降2.57pct。②新开8家大店符合预期，独立超市快速展店：公司18年全年新开2家百货(1家加盟)、6家购物中心(1家加盟和1家管理输出)；独立超市18年新开8家。18年期间签约大店17家，13个独立超市项目。截止18年末，公司购物中心店增至13家、百货店68家、超市81家(独立超市10家)、便利店159家。

■毛利率及期间费用率均有所提升，18全年净利率提高0.86pct。①18年：毛利率27.25%/YOY+1.49pct，期间费用率21.09%/YOY+0.65pct，其中：销售费用率18.95%/+0.53pct，管理费用率2.29%/+0.22pct，财务费用率-0.15%/-0.10pct，主要系定期存款利息增加所致；18年投资收益1.10亿元(1.04亿为现金管理产品收益)，同比17年增多0.25亿元。18年净利率4.73%/YoY+0.86pct。②18Q4：毛利率27.30%/YOY-1.34pct，期间费用率21.34%/YOY-1.81pct，其中：销售费用率18.61%/-2.36pct，管理费用率2.87%/+0.59pct，财务费用率-0.14%/-0.04pct。净利率4.36%/YOY+0.00pct。

■经营优化+亏损店扭亏+数字化推进，公司18年主业业绩稳步增长符合预期。①内生经营优化：公司在18年利用数字化和智能化对中后台实施改造，实现精准营销和店员人效提高；在门店体验方面，公司持续增厚门店服务价值和差异化特色开发，跳出百货行业“同质化”的局面；在供应链上，公司继续实施全国整合，优化采购流程和成本。②公司门店定位中高端家庭消费者，相比纯定位高端消费的百货标的具有更好的业绩韧性，18年核心在可比店利润增长、亏损店的大幅减亏、以及新开店加速带动下，继续实现主业业绩的增长。③18年数字化各渠道持续推进：百货数字化专柜数量不断增加，实现店员人效提

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级 买入-A

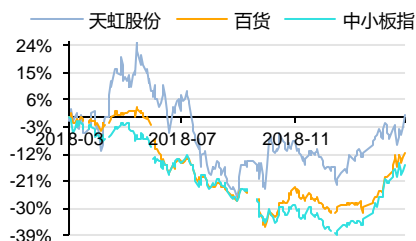
维持评级

6个月目标价：15.75元  
股价(2019-03-18) 13.30元

交易数据

总市值(百万元)	15,963.99
流通市值(百万元)	15,958.52
总股本(百万股)	1,200.30
流通股本(百万股)	1,199.89
12个月价格区间	9.73/20.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.68	-10.68	16.16
绝对收益	7.26	18.33	2.67

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

相关报告

天虹股份：拨云见日，柳暗花明/黄守宏	2019-01-04
天虹股份：18Q3可比店利润增速环比上行，零售主业单三季度业绩好于预期/黄守宏	2018-10-21
天虹股份：中报业绩符合预期，同店景气度延续/黄守宏	2018-08-20
天虹股份：业态升级成效显著，同店景气度延续/黄守宏	2018-05-03

升；超市“天虹到家”销售同比增长 118%，持续实施优化；数字化经营管理 APP 日均启动近 4 万次，实现内部员工及供应商的运营提效。整体天虹会员人数增至 1800 万人，天虹 APP 会员人数增至 840 万人。

■**核心逻辑：18-20 年展店加速+数字化降本提效+门店改造优化体验+高管团队及股权治理优异，内生外延助力成长可期。**1) 外延扩张：天虹百货+购物中心截至 18Q3 共 78 家门店，未来有望继续享受二三线城市消费崛起带来的市场红利，预计 19-20 年新开店均为 8-10 家，实现加速展店；2) 内生业态升级：优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化，三层面推动内部零售升级，实现降本提效；3) 轻资产方面：公司截至 18Q3 的储备项目数已达 7 个，未来有望继续与国内领导型地产商落实更多管理输出项目；4) 公司治理优异：天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异，继续推荐。

■**投资建议：买入-A 投资评级。**公司核心客群定位为中端家庭消费者，相比高端定位的百货具备更好的同店抗周期性。未来受益公司加码数字化转型+门店主题化+展店提速及次新店爬坡+深耕超市供应链，我们预计公司 2019-21 年的整体归母净利润分别为 10.8 亿元/12.6 亿元/14.7 亿元，增速 18.9%/17.1%/17.1%，EPS 分别为 0.90 元/1.05 元/1.23 元，6 个月目标价为 15.75 元。

■**风险提示：经济下行抑制可选消费、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、数字化改革效果不及预期、次新店爬坡不及预期等。**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	18,536.3	19,138.0	20,865.7	22,717.8	24,247.4
净利润	718.2	904.4	1,075.3	1,259.5	1,474.3
每股收益(元)	0.60	0.75	0.90	1.05	1.23
每股净资产(元)	5.02	5.47	6.05	6.81	7.78

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	22.2	17.7	14.8	12.7	10.8
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.7
净利润率	3.9%	4.7%	5.2%	5.5%	6.1%
净资产收益率	11.9%	13.8%	14.8%	15.4%	15.8%
股息收益率	2.3%	0.0%	2.4%	2.2%	2.0%
ROIC	-84.7%	4345.2%	104.0%	-331.7%	-148.2%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	18,536.3	19,138.0	20,865.7	22,717.8	24,247.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13,761.6	13,921.9	15,137.1	16,469.5	17,526.5	营业收入增长率	7.3%	3.2%	9.0%	8.9%	6.7%
营业税费	162.1	155.3	181.5	197.6	211.0	营业利润增长率	37.2%	26.0%	18.9%	17.6%	16.0%
销售费用	3,413.8	3,626.9	3,914.4	4,214.2	4,454.3	净利润增长率	37.0%	25.9%	18.9%	17.1%	17.1%
管理费用	383.9	439.0	431.9	445.3	448.6	EBITDA 增长率	27.5%	22.8%	12.6%	14.1%	14.1%
财务费用	-10.2	-28.7	-105.4	-146.5	-178.4	EBIT 增长率	30.1%	22.9%	16.0%	15.8%	15.5%
资产减值损失	3.8	3.7	3.6	3.7	3.7	NOPLAT 增长率	39.6%	24.7%	12.2%	15.8%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-102.4%	4590.1%	-136.3%	158.4%	12.6%
投资和汇兑收益	85.2	110.4	80.8	92.1	105.0	净资产增长率	7.7%	9.0%	10.7%	12.5%	14.3%
<b>营业利润</b>	923.1	1,162.9	1,383.3	1,626.2	1,886.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	8.2	5.9	17.0	14.0	33.0	毛利率	25.8%	27.3%	27.5%	27.5%	27.7%
<b>利润总额</b>	931.3	1,168.8	1,400.3	1,640.2	1,919.9	营业利润率	5.0%	6.1%	6.6%	7.2%	7.8%
减:所得税	213.2	264.2	320.7	375.6	439.7	净利润率	3.9%	4.7%	5.2%	5.5%	6.1%
<b>净利润</b>	718.2	904.4	1,075.3	1,259.5	1,474.3	EBITDA/营业收入	5.8%	6.9%	7.2%	7.5%	8.0%
						EBIT/营业收入	4.8%	5.8%	6.1%	6.5%	7.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	58	78	76	69	65
						流动营业资本周转天数	-100	-93	-90	-99	-99
货币资金	4,656.3	3,968.5	6,292.0	7,974.6	9,394.1	流动资产周转天数	177	167	178	192	206
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	7	7	7	7	7
应收帐款	364.9	394.2	423.3	461.4	490.6	存货周转天数	27	23	25	25	24
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	293	298	298	299	306
预付帐款	30.9	32.0	73.2	24.7	77.0	投资资本周转天数	-8	9	5	-10	-14
存货	1,364.6	1,050.3	1,798.4	1,301.5	1,911.0	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	2,217.7	3,680.7	2,890.9	2,929.8	3,167.1	ROE	11.9%	13.8%	14.8%	15.4%	15.8%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	5.6%	5.9%	6.5%	6.8%
持有至到期投资	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	ROIC	-84.7%	4345.2%	104.0%	-331.7%	-148.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
投资性房地产	24.2	22.8	22.8	22.8	22.8	销售费用率	18.4%	19.0%	18.8%	18.6%	18.4%
固定资产	3,817.5	4,469.3	4,374.9	4,368.1	4,400.1	管理费用率	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
在建工程	748.1	1.2	263.4	429.4	545.6	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
无形资产	799.3	938.8	904.1	869.4	834.7	三费/营业收入	20.4%	21.1%	20.3%	19.9%	19.5%
其他非流动资产	884.5	1,136.0	807.5	594.3	443.6	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	15,406.8	16,254.6	18,304.8	19,480.5	21,793.2	资产负债率	60.9%	59.6%	60.3%	58.0%	57.1%
短期债务	-	-	-	-	-	负债权益比	155.6%	147.4%	151.7%	138.1%	133.1%
应付帐款	4,429.9	4,310.3	4,915.6	5,252.2	5,583.0	流动比率	0.93	0.95	1.05	1.13	1.22
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	0.78	0.84	0.88	1.02	1.06
其他流动负债	4,882.3	5,250.8	6,026.3	5,954.6	6,759.4	利息保障倍数	-88.06	-38.43	-12.13	-10.10	-9.58
长期借款	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	67.8	122.5	89.5	93.3	101.7	DPS(元)	0.30	-	0.31	0.30	0.26
<b>负债总额</b>	9,380.0	9,683.6	11,031.3	11,300.1	12,444.2	分红比率	50.1%	0.0%	35.0%	28.4%	21.1%
少数股东权益	3.8	3.5	7.8	12.9	18.8	股息收益率	2.3%	0.0%	2.4%	2.2%	2.0%
股本	800.2	1,200.3	1,200.0	1,200.0	1,200.0						
留存收益	5,222.9	5,367.1	6,065.6	6,967.6	8,130.2						
<b>股东权益</b>	6,026.9	6,571.0	7,273.5	8,180.5	9,349.0						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	718.1	904.6	1,075.3	1,259.5	1,474.3	EPS(元)	0.60	0.75	0.90	1.05	1.23
加:折旧和摊销	411.3	435.6	217.0	225.6	236.5	BVPS(元)	5.02	5.47	6.05	6.81	7.78
资产减值准备	3.8	3.7	-	-	-	PE(X)	22.2	17.7	14.8	12.7	10.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.7
财务费用	-0.5	-	-105.4	-146.5	-178.4	P/FCF	-119.8	-693.7	6.7	8.8	10.1
投资损失	-85.2	-110.4	-80.8	-92.1	-105.0	P/S	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
少数股东损益	-0.1	0.3	4.3	5.1	5.9	EV/EBITDA	5.7	5.7	5.6	4.0	2.9
营运资金的变动	512.3	-554.6	1,753.0	882.6	376.4	CAGR(%)	20.8%	17.8%	27.3%	20.8%	17.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,123.3	2,194.6	2,863.5	2,134.1	1,809.8	PEG	1.1	1.0	0.5	0.6	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,309.9	-1,897.7	-268.2	-240.4	-257.0	ROIC/WACC	-8.2	419.4	10.0	-32.0	-14.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-288.5	-369.4	-271.8	-211.1	-133.3	REP	-37.6	0.0	-2.4	0.2	0.4

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

刘文正声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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