

天虹股份 (002419.SZ) / 商贸零售 传统业态升级与新业态培育双轮驱动, 焕发经营活力

评级: 买入 (维持)

市场价格: 13.05

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话: 15221203039

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

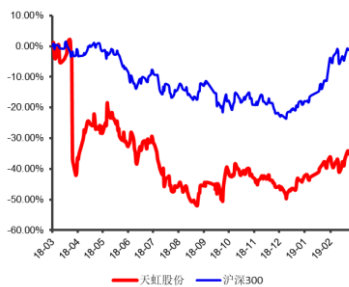
| 指标         | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 18,536 | 19,138 | 20,105 | 21,438 | 23,054 |
| 增长率 yoy%   | 7.31%  | 3.25%  | 5.06%  | 6.63%  | 7.54%  |
| 净利润        | 718    | 904    | 1,069  | 1,174  | 1,315  |
| 增长率 yoy%   | 37.03% | 25.92% | 18.18% | 9.82%  | 12.01% |
| 每股收益 (元)   | 0.60   | 0.75   | 0.89   | 0.98   | 1.10   |
| 每股现金流量     | 0.94   | 1.83   | 1.48   | 1.89   | 1.94   |
| 净资产收益率     | 11.92% | 13.77% | 15.01% | 15.14% | 15.51% |
| P/E        | 21.81  | 17.32  | 14.66  | 13.34  | 11.91  |
| PEG        | 1.22   | 1.30   | 0.54   | 0.75   | 0.90   |
| P/B        | 2.60   | 2.39   | 2.20   | 2.02   | 1.85   |

备注:

基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 1200  |
| 流通股本(百万股) | 1200  |
| 市价(元)     | 13.05 |
| 市值(百万元)   | 15664 |
| 流通市值(百万元) | 15664 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 核心观点:** 在电商冲击和消费整体疲软的影响下, 传统零售当前已处于后电商时代的重构阶段, 线上线下的渠道形态均已经从机会型增长转向能力型成长。对于具备一定规模和较强经营能力的百货企业来说, 当前正是抓住整合机遇跨区域扩张的关键时点。我们认为传统百货的转型的核心: 一是线下价值的最大化, 二是加速拓展线上渠道, 三是最终实现线上线下深度的融合和相互赋能。基于此, 我们认为天虹股份经过多年的积累, 已经走在了行业前列。其核心竞争力体现在: 数字化转型布局较早, 新零售转型的基础更扎实; 同时目前传统业态升级转型初见成效, 超市新业态培育也逐渐成熟, 基本确定了多业态协同发展的格局。此外, 配合商品和服务的升级, 公司多年来搭建了完善的生鲜直采和全球采购的上游供应链体系, 以及区域集约化管理的物流仓储系统。在供应链体系的支撑下, 公司自有品牌的发展以及自营平台的运营都逐步深化。在行业重构整合的大势下, 有望实现渠道下沉和跨区域加速扩张, 业绩拐点已现。
- 多业态全渠道融合发展, 市场化的薪酬激励制度彰显长期发展信心。** 天虹股份深耕百货行业三十余年, 是行业内率先突破传统百货购物模式的标杆企业: (1) 率先打造出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”, 随后逐步创新, 开发出官方天虹 APP、天虹微信, 从实体零售转型成为线上线下融合发展的零售商 (2) 在百货门店的基础上增加了购物中心、超市与便利店的一大两小业态, 多业态战略协同。公司是百货上市企业里唯一一家央企, 前两大股东为中航系和五龙贸易, 中外合资完善公司市场化运作体系。2017 年和 2019 年公司推出两期员工持股计划, 彰显出公司长期发展的信心。收入拆分来看: 百货业务贡献约六成收入, 餐饮娱乐、食品等重线下体验的品类收入占比在提高。大本营华南区域稳健创收, 次新区域进入加速成长期。华东区和华中区 2018 年收入增速分别达到 13.8%/11.5%。截至 2018 年末, 天虹股份在北京、广东、福建、江苏、浙江、四川等 8 省 25 市开设了综合百货 68 家、超市 81 家、购物中心 13 家、便利店 159 家, 华南区门店的渗透率最高。百货门店的展店速度在放缓, 超市和购物中心展店速度稳健。
- 经营财务数据分析: 利润保持高速增长, 收入端增速放缓但保持稳健。** 随着百货业态升级改造, 以及超市新业态 sp@ce 的推出, 2017 年开始同店收入增速好转, 全年公司营收同比增长 7.3%; 2018 年收入增速 3.2%, 利润同比增长 25.9%。公司充分运用自己灵活的业态组合, 顺应需求优化商品组合; 同时大力推进全球直采、生鲜直采, 整合供应链体系、分级管理, 精细化运营推动毛利率提升不断提升。2018 年整体毛利率达到 27.3%, 较 2017 年末增长 1.5pct。得益于毛利率的提升和费用控制, 公司的净利率也平稳抬升, 2018 净利率 4.7%。公司整体的同店收入增速 2016 年出现明显下滑后, 2018 年反转回升至 1.6%。各业态中超市和购物中心的同店表现更优 (分别为 4% 和 5.6%), 便利店同店下滑 2.72%。从坪效来看, 成熟区域华南区 2017 年坪效 1.4 万元/平米, 次新区域华中和华东区域分别只有 0.85 万元、0.71 万元/平米, 相比华南区域还有较大提升空间。从人效来看, 公司的员工人数自 2014 年起逐年降低, 但人均创收持续走高, 员工持股计划和福利分配制度是主要催化。2017 年公司的净资产收益率 12.37%, 与同行比较处于较高水平。高净资产收益率取决于较高的销售净利率 (3.87%) 和总资产周转率 (1.23 次)。
- 多业态协同+较早布局智慧零售共筑天虹核心竞争力。** 根据国家统计局数据显示 2017 年百货商店的商品销售额增速-3.04%, 首次出现负增长, 整体百货行业面临较严峻的经营环境。尽管如此, 2017 年 B2C 网络零售额占社会消费品零售总额比例为 19.6%, 线下市场依然广阔。不同品类线上渗透率差异较大: 服装品类目前线上渗透率达到 40%, 接近天花板, 化妆品和母婴的线上渗透率也达到 25% 左右。而生鲜品类的电商渠道占比仅占 2%-3%。基于此, 对于传

统百货商场来说，升级转型一是通过大数据精准营销，重构产品组合，提供消费者线下场景需求更重的商品组合；二是在百货业态的基础上延伸新业态（譬如超市、便利店、精品店）拓宽商品品类，触及更多客群；三是提升线下场景的消费体验，用服务提高门店的聚客效应。相比成熟的欧美市场，中国百货行业的集中度较低，但跨区域并购和扩张受到公司股权结构和区域代理体系等多重因素的制约。但我们认为，目前一二线城市商圈已经基本成熟，三四线城市受制于原有的非专业型地方零售商及地产开发配套项目经营能力弱，消费能力还未完全释放，市场空间较大。对于像天虹股份一样具有一定规模和较强经营能力的百货企业来说，当前正是抓住整合机遇跨区域扩张的关键时点，龙头公司有望实现渠道下沉，加速市场整合。与同行相比，天虹的核心竞争力主要体现在数字化转型布局较早，新零售转型的基础更扎实；同时目前传统业态升级转型初见成效，超市新业态培育也逐渐成熟，基本确定了多业态协同发展的格局。此外，配合商品和服务的升级，公司多年来搭建了完善的生鲜直采和全球采购的上游供应链体系，以及区域集约化管理的物流仓储系统。2018年物流中心实现了的全国资源整合，仓储物流支出费用率同比下降约0.1个百分点。在供应链体系的支撑下，公司自有品牌的发展以及自营平台的运营都逐步深化。

- **投资建议：较早布局数字化升级，业态调整初见成效。**公司作为百货龙头企业，较早布局数字化升级，且通过内生创新实现业态调整，具有推进行业整合的能力与机会；近期的员工持股计划彰显了公司长期发展的信心。基于此，我们认为可以对公司的估值更加乐观一点。预计2019-2021年公司实现营收约201.05/214.38/230.54亿元，同比增长5.06%/6.63%/7.54%。实现净利润约10.69/11.74/13.15亿元，同比增长18.18%/9.82%/12.01%。摊薄每股收益0.89/0.98/1.10元。当前市值对应2019-2021年PE约为15/13/12倍。给予2019年18XPE，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**（1）外延扩张存在风险，次新区域开店培育期或长于预期。（2）部分区域规模优势还未形成，且竞争加剧，或可能导致毛利率下滑。（3）超市和便利店等新业态发展不及预期，在非华南区展店竞争激烈（4）百货主营产品类线上渗透率较高，在电商的冲击下，服饰、皮具和化妆品产品销量进一步下滑。

## 内容目录

|   |               |
|---|---------------|
| <b>多业态全渠道融合发展，市场化的薪酬激励制度彰显长期发展信心</b> .....  | <b>- 4 -</b>  |
| 全国百货领军企业，多业态全渠道融合发展 .....                   | - 4 -         |
| 国资与外资混合持股，市场化的薪酬激励制度激发经营活力 .....            | - 5 -         |
| 百货和超市业务为两大支柱，华南区域贡献超六成营收 .....              | - 7 -         |
| 华南区域门店分布最密集，各业态展店速度稳健 .....                 | - 8 -         |
| <b>经营财务数据分析：利润保持高速增长，收入端增速放缓但保持稳健</b> ..... | <b>- 9 -</b>  |
| 利润保持高速增长，收入端增速放缓但保持稳健 .....                 | - 9 -         |
| 整体同店收入增速良好，购物中心和超市业态表现最优 .....              | - 11 -        |
| 次新区域坪效还有较大提升空间，人均创收持续走高 .....               | - 12 -        |
| 净资产收益率处于行业较高水平 .....                        | - 13 -        |
| <b>多业态协同+较早布局智慧零售共筑天虹核心竞争力</b> .....        | <b>- 14 -</b> |
| 后电商时代的重构时期，传统百货企业挑战与机遇并存 .....              | - 14 -        |
| 较早布局新零售，腾讯加码加速数字化转型 .....                   | - 17 -        |
| 商品和门店升级的背后，是供应链的持续优化 .....                  | - 18 -        |
| <b>盈利预测与投资建议</b> .....                      | <b>- 21 -</b> |
| 投资建议：较早布局数字化升级，业态调整初见成效。 .....              | - 21 -        |
| <b>风险提示</b> .....                           | <b>- 22 -</b> |

## 多业态全渠道融合发展，市场化的薪酬激励制度彰显长期发展信心

### 全国百货领军企业，多业态全渠道融合发展

- **深耕百货行业三十余年，多年入围连锁百强。**天虹商场股份有限公司是中外合资的连锁零售企业，自 1984 年成立以来已连续多年入围中国连锁百强企业。2010 年 6 月正式在深交所中小板上市。公司品牌的核心价值观是：“亲和、信赖、享受生活”，以旗下四大零售品牌天虹、君尚、Sp@ce、微喔来满足客户的需求。

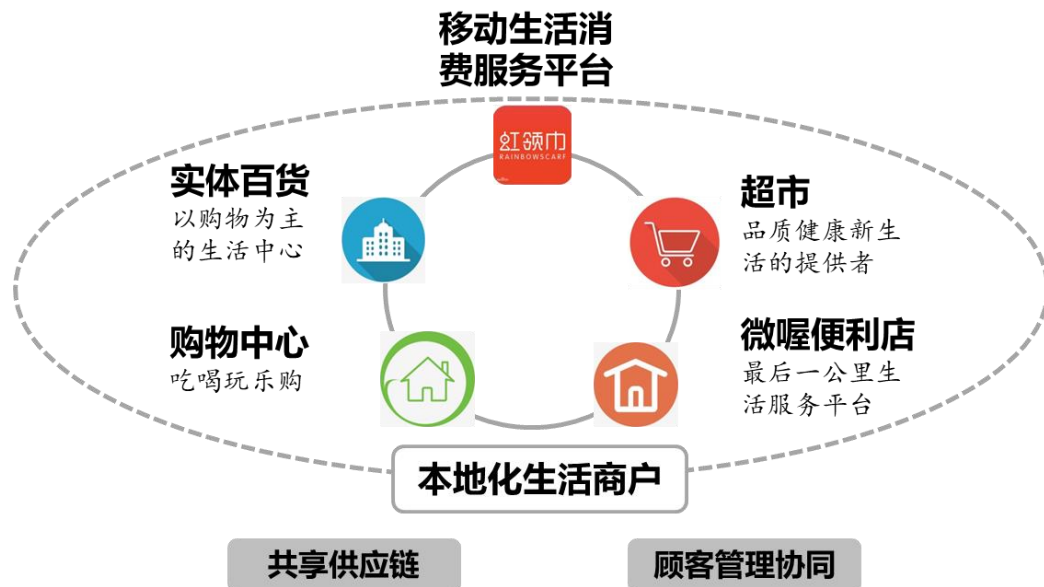
图表 1: 天虹股份发展历程

| 年份   | 事件                              |
|------|---------------------------------|
| 1984 | 5月深圳市天虹商场注册成立                   |
| 1985 | 1月深南中路中航工贸大厦深圳天虹商场（深南天虹）一楼正式开业  |
| 2002 | 10月天虹商场江西省第1家分店开张，正式步入异地连锁经营的阶段 |
| 2010 | 6月1日天虹商场股份有限公司在深交所中小板正式上市       |
| 2014 | 7月，天虹新业态——首家便利店“微喔”在深圳正式开业      |
| 2015 | 10月天虹官方APP“虹领巾”发布               |
| 2017 | 深圳首家无人便利店——“Well GO”在深圳开业       |

来源：公司官网 中泰证券研究所

- **四大实体业态协同发展，线上服务平台虹领巾推动智慧零售转型。**公司目前确立了线上线下融合的多业态发展格局：线下打造百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态协同发展，线上建设了移动生活消费服务平台虹领巾。  
天虹是行业内率先突破传统百货购物模式的标杆企业：（1）率先打造出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”，随后逐步创新，开发出官方天虹 APP、天虹微信，从实体零售转型成为线上线下融合发展的零售商（2）在百货门店的基础上增加了购物中心、超市与便利店的一大两小业态，多业态战略协同。

图表 2: 天虹股份全渠道多业态融合的发展格局



来源：公司官网 中泰证券研究所

- 公司业务分为平台和垂直两类。平台型业务主要是百货、购物中心等业态，平台业务以联营、租赁等合作模式为主；垂直型业务主要为超市、便利店等业态，超市主要是自营模式，便利店主要为加盟模式。

图表 3：天虹股份不同业态的面积和主要功能

| 业态分类   | 面积 (平方米)    | 主要功能  |   |
|--------|-------------|---|---|
| 天虹百货   | 1-6万        | 天虹百货不断进行创新和转型，发展出主题百货和社区生活中心等形态，通过丰富业态、高性价比、主题编辑，为顾客提供一站式购物解决方案。                                      |   |
| 天虹购物中心 | >6万         | 定位为畅享欢乐时光的生活中心，囊括吃喝玩乐、生活零售、儿童成长、便利生活四个方面，并通过打造Kids Republic、YES!街、生活+、灯光广场、云端乐园等系列特色主题街区提高项目的体验性和吸引力。 |   |
| 天虹超市   | 2000-10000  | 为中高收入人群提供丰富、新鲜、健康、安全的商品，并通过加工切配和现场烹制服务，为消费者提供品质健康生活解决方案。  |   |
| 微喔便利店  | 20-200      |   |   |
| 天虹便利店  | 微喔生活店       | 300-500   | 便利、品质、健康、温暖的新型便利店，是中青年消费者、都市白领一日三餐的提供者。 |
|        | WELLGO无人便利店 | 10-30   |   |
| 虹领巾    | /           | 公司为用户量身打造融合线上购物和服务线下逛商场于一身的创新型零售App。虹领巾将作为天虹业务数字化的统领，成为天虹的会员中心、商品中心、营销中心、大数据中心和流量共享中心。                |   |

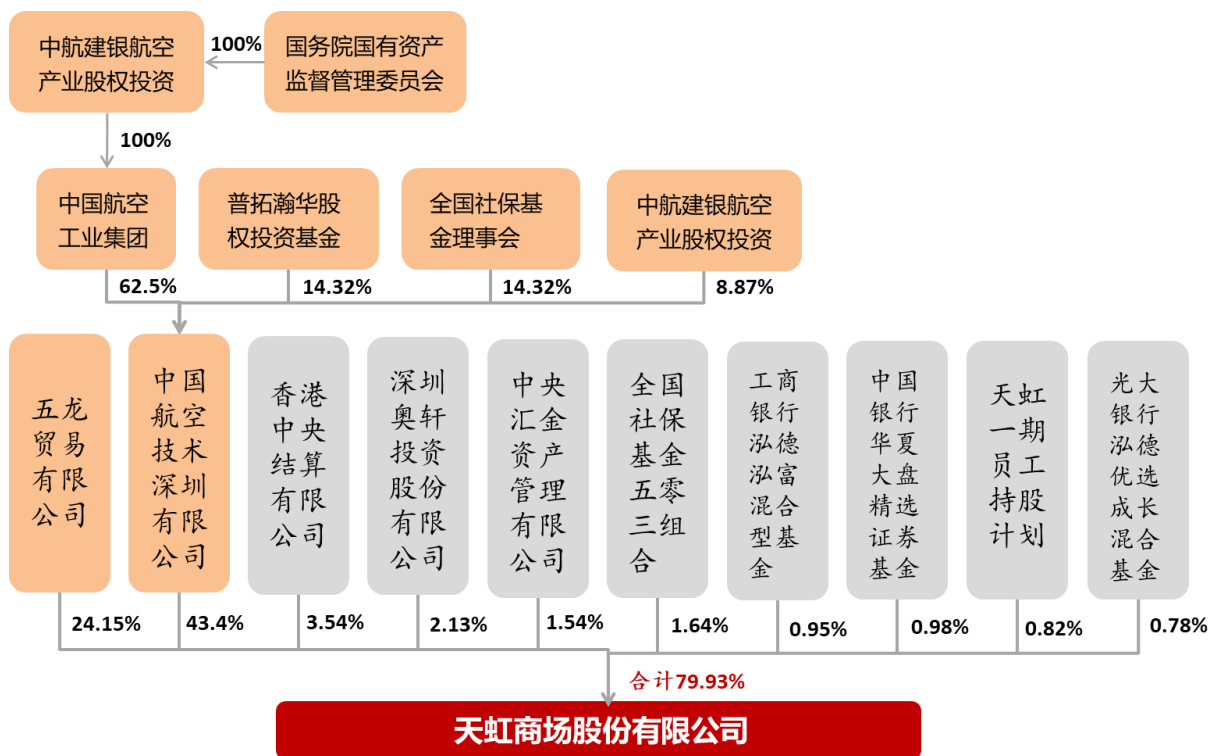
来源：公司公告 中泰证券研究所

### 国资与外资混合持股，市场化的薪酬激励制度激发经营活力

- 公司前两大股东为中航系和五龙贸易，中外合资完善公司市场化运作体系。公司是上市的百货公司中唯一一家央企，其控股股东为中国航空技术深圳有限公司，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2018 年末，公司前五大股东分别为中国航空技术深圳有限公司(持

股 43.40%)、五龙贸易(持股 24.15%)、香港中央结算(持股 3.54%)，奥轩投资(持股 2.13%)，全国社保基金 503 组合(持股 1.64%)。外资五龙贸易作为第二大股东，优化了公司的股权结构，给公司注入市场化运作的机制。

图表 4: 天虹股份股权结构 (截至 2018 年末)



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 推出一、二期员工持股计划，彰显长期发展信心。2017 年 12 月公司推出第一期员工持股计划，参与人数 242 人，面向董事长等 9 级及以上的员工。其中董事长高书林认购 92 万，总经理张旭华认购 84 万，董秘万颖认购 66 万。该项目通过二级市场累计增持 987 万股，交易金额 1.18 亿元，均价 11.96 元，占公司总股本的 0.82%。2019 年 1 月推出二期员工持股计划，筹资金额上限 9309 万元，总人数不超过 295 人，进一步覆盖了公司 8 级、9 级的核心骨干员工。两期持股计划的推出充分调动员工的积极性，有助于管理层经营的稳定，彰显了公司长期发展的信心。

图表 5: 天虹股份第一期与第二期员工持股计划

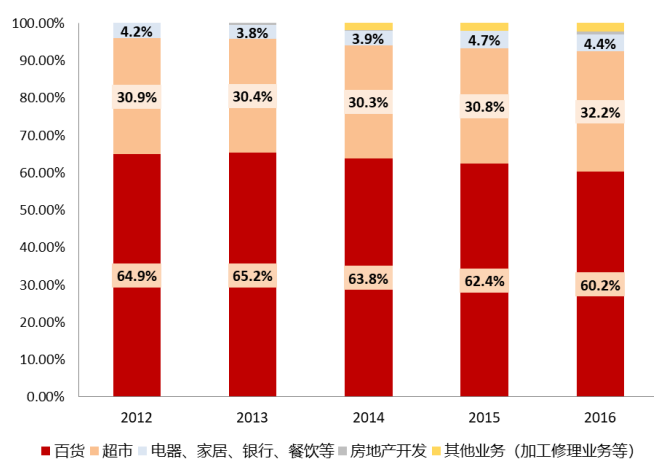
| 项目        | 时间      | 人数   | 对象              | 交易金额  |
|-----------|---------|------|-----------------|-------|
| 第一期员工持股计划 | 2017.12 | 242人 | 董事长等9级及9级以上     | 1.18亿 |
| 第二期员工持股计划 | 2019.01 | 295人 | 8级、9级且未参与第一期的员工 | 9309万 |

来源：公司公告 中泰证券研究所

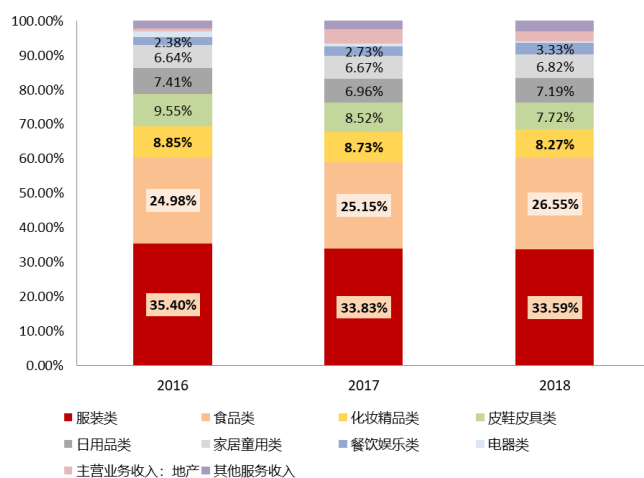
**百货和超市业务为两大支柱，华南区域贡献超六成营收**

- **百货业务贡献约六成收入，餐饮娱乐、食品等重线下体验的品类收入占比在提高。**百货和超市业务是公司的两大主营业务，2016年百货业务贡献60.2%的营收，超市业务贡献32.2%的营收，另外房地产开发业务贡献收入占比4.4%。从历年的收入占比来看，百货业务占比略有下降，超市业务占比略有上升。

分品类来看：服装和食品占比最高，2018年两者合计占总营收的60.14%。其中服装、化妆品、皮鞋皮具、日百等线上渗透率较高的品类在公司的营收占比都有不同程度的下滑，食品、餐饮娱乐等重线下体验的品类收入占比在提高。

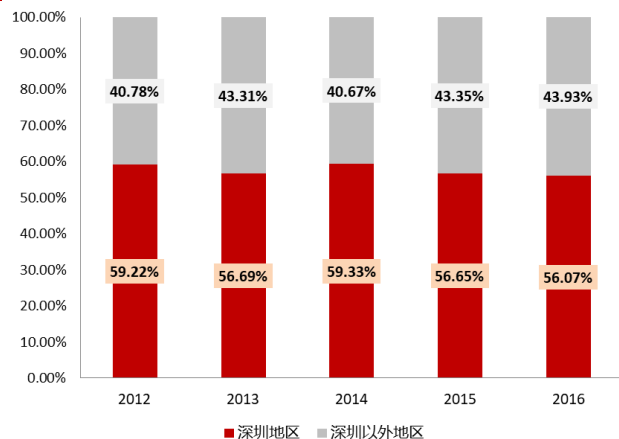
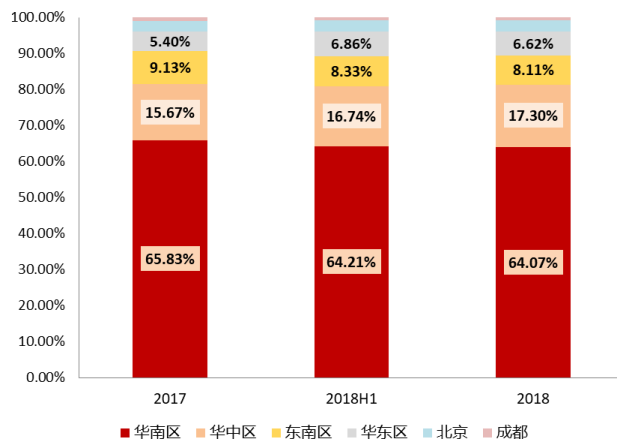
**图表 6: 2012-2016 天虹股份营业收入拆分 (按项目)**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 7: 2016-2017 天虹股份营业收入拆分 (按品类)**


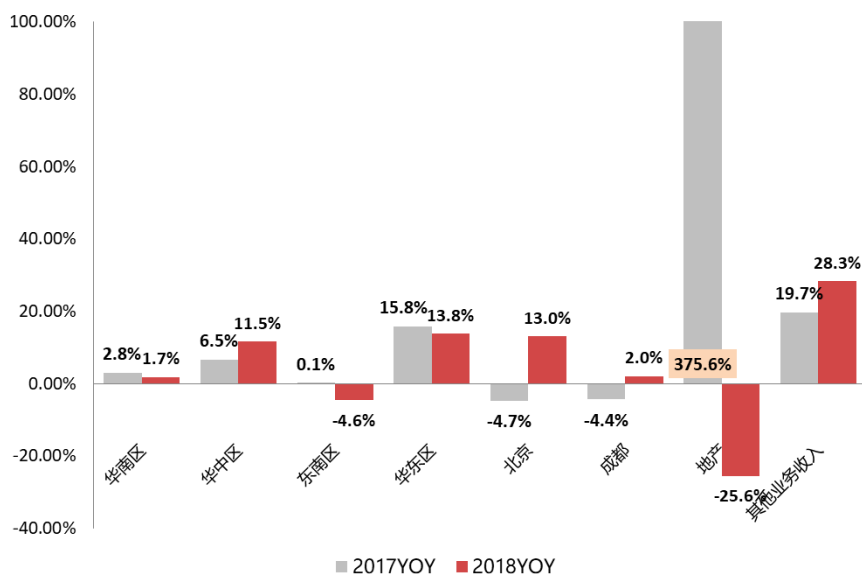
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **大本营华南区域稳健创收，次新区域进入加速成长期。**从区域分布来看，华南区做为公司发展的**大本营**，整体收入贡献仍然超过六成（截至2018H1占比达到64.2%），收入占比第二的华中区占比达到16.7%。华东区域的收入增速最快，华中区其次，2018年增速分别达到13.8%/11.5%。

**图表 8: 2012-2016 天虹股份营业收入拆分 (按区域)**

**图表 9: 2017-2018 天虹股份营业收入拆分 (按区域)**


来源：公司公告 中泰证券研究所

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 10：分区域收入增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

### 华南区域门店分布最密集，各业态展店速度稳健

- 截至 2018 年末，天虹股份在北京、广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江、四川等 8 省 25 市开设了综合百货 68 家(含 2 家社区生活中心)、超市 81 家、购物中心 13 家、便利店 159 家。从区域分布来看华南区门店的渗透率最高。

分业态来看，在实体百货普遍景气度下滑的背景下，公司放缓了百货门店的展店步伐，超市和购物中心展店速度稳健。便利店业态展店速度持续加快，但或是由于业态培育不够成熟、选址、加盟的模式不够稳定等原因，便利店关店数也较高。2018 年公司关闭 37 家便利店。

**图表 11：天虹股份门店数历年变化（按区域划分）**

|     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H1 | 2018 |
|-----|------|------|------|------|------|------|--------|------|
| 华南区 | 33   | 35   | 196  | 193  | 176  | 164  | 201    | 216  |
| 华中区 | 8    | 10   | 12   | 18   | 16   | 18   | 40     | 47   |
| 东南区 | 7    | 6    | 6    | 11   | 26   | 31   | 46     | 41   |
| 华东区 | 6    | 6    | 6    | 5    | 6    | 7    | 10     | 10   |
| 北京  | 3    | 3    | 3    | 3    | 3    | 3    | 5      | 5    |
| 成都  | 1    | 2    | 2    | 1    | 1    | 1    | 2      | 2    |
| 山东  | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0      | 0    |
| 合计  | 59   | 62   | 225  | 231  | 228  | 224  | 304    | 321  |

来源：公司公告 中泰证券研究所



图表 12: 天虹股份门店数变化 (按业态划分)

|      |        | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|--------|------|------|------|------|------|
| 百货   | 期末门店数  | 67   | 62   | 67   | 67   | 68   |
|      | 净新开门店数 |      |      | 5    | 0    | 1    |
| 超市   | 期末门店数  |      |      |      | 68   | 81   |
|      | 净新开门店数 |      |      |      |      | 13   |
| 购物中心 | 期末门店数  |      | 3    | 4    | 7    | 13   |
|      | 净新开门店数 |      |      | 1    | 3    | 6    |
| 便利店  | 期末门店数  | 158  | 166  | 157  | 148  | 159  |
|      | 净新开门店数 |      | 8    | -9   | -9   | 11   |
| 合计   |        | 225  | 231  | 228  | 290  | 321  |

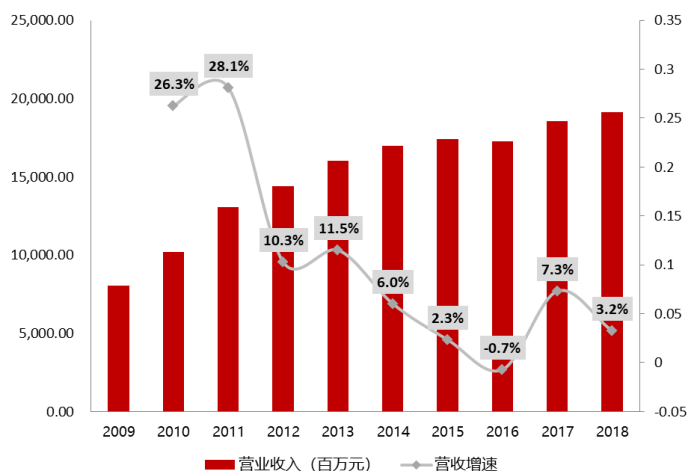
来源: 公司公告 中泰证券研究所

## 经营财务数据分析: 利润保持高速增长, 收入端增速放缓但保持稳健

### 利润保持高速增长, 收入端增速放缓但保持稳健

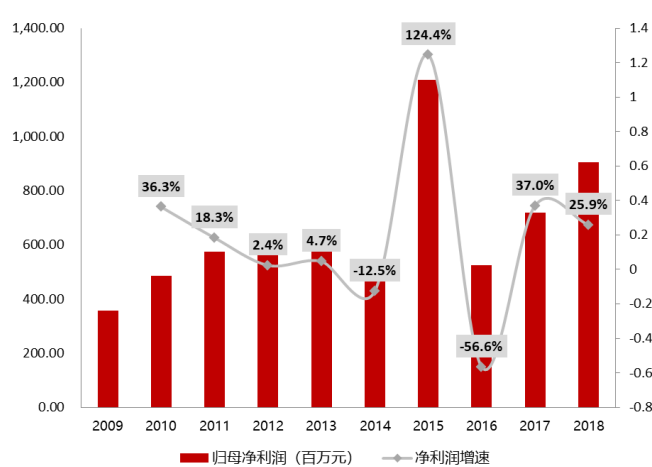
- 收入和利润端出现短暂下滑后企稳回升, 2018 年全年增速稳健。受展店速度放缓以及同店收入下滑严重的影响, 2016 年收入下滑-0.7%。随着新一轮业态升级改造, 以及超市新业态 sp@ce 的推出, 天虹旗下业态的聚客效应提升, 2017 年开始同店收入增速好转, 全年公司实现营收 185.4 亿元, 同比增长 7.3%, 2018 年增速放缓但总体保持稳健, 收入增速 3.2%。
- 2015 年净利润突增的原因是: 转让全资子公司深诚公司 100% 股权获得投资收益 11.88 亿元, 占当年利润总额的 71.8%。如剔除该项投资收益的影响, 2016 年的利润总额同比增长 35.86%, 净利润同比增长约 54%。2018 年全年公司实现净利润 9.04 亿元, 同比增长 25.9%。

图表 13: 天虹股份营业收入 (百万元) 及增速



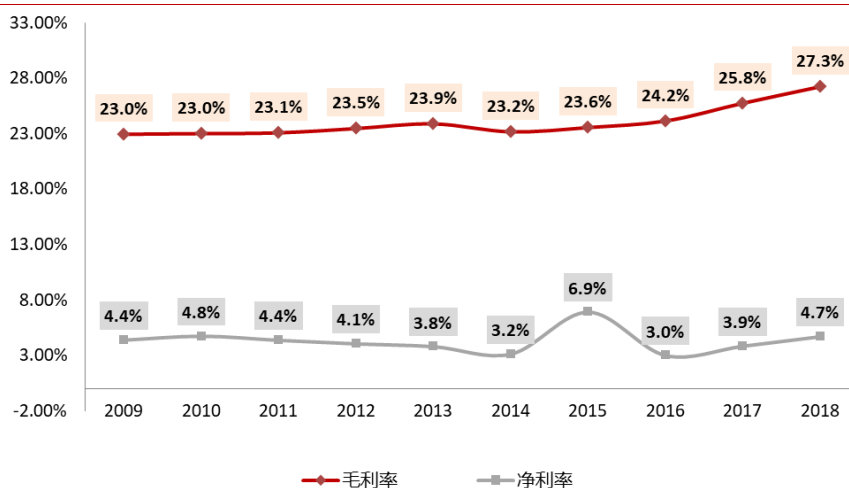
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 14: 天虹股份归母净利润 (百万元) 及增速



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 精细化运营推动公司毛利率和净利率持续提升。**公司充分运用自己灵活的业态组合，顺应需求优化商品组合，减少营销；同时大力推进全球直采、生鲜直采，整合供应链体系、分级管理，推动毛利率提升不断提升。2017 年公司整体实现毛利率 25.8%，较 2016 年增长 1.6pct；2018 年延续了毛利率增长的趋势，整体毛利率达到 27.3%，较 2017 年末增长 1.5pct。得益于毛利率的提升和费用率的良好控制，公司的净利率也呈现平稳抬升的趋势。2016 年、2017 年、2018 净利率分别为 3.0%/3.9%/4.7%。

**图表 15: 天虹股份毛利率&净利率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

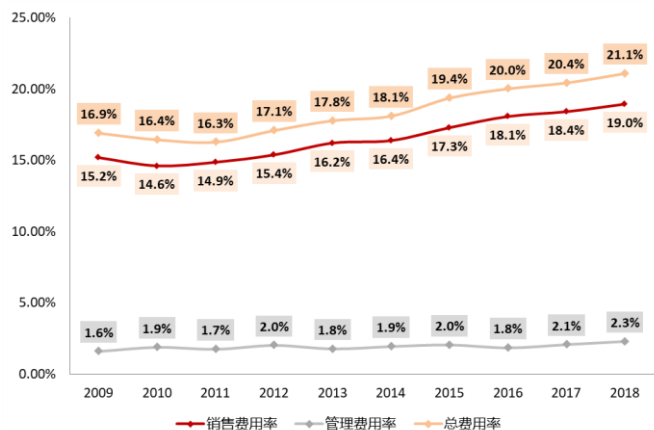
**图表 16: 天虹股份毛利率 (按品类分)**

|      | 毛利率    |        |        | 毛利率变化  |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 2016   | 2017   | 2018   | 2017   | 2018   |
| 服装   | 22.37% | 23.66% | 24.80% | 1.29%  | 1.14%  |
| 食品   | 23.17% | 23.76% | 23.25% | 0.59%  | -0.51% |
| 日用品  | 26.48% | 26.94% | 26.96% | 0.46%  | 0.02%  |
| 化妆精品 | 22.43% | 23.39% | 25.85% | 0.96%  | 2.46%  |
| 皮鞋皮具 | 21.04% | 21.76% | 22.80% | 0.72%  | 1.04%  |
| 家居童用 | 24.52% | 26.03% | 27.57% | 1.51%  | 1.54%  |
| 餐饮娱乐 | 75.77% | 74.93% | 79.12% | -0.84% | 4.19%  |
| 电器类  | 8.63%  | 6.46%  | 10.99% | -2.17% | 4.53%  |
| 地产类  | 22.15% | 31.90% | 33.15% | 9.75%  | 1.25%  |

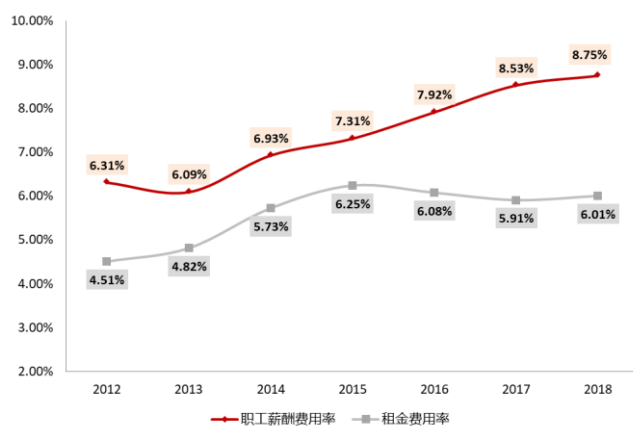
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 公司期间费用率控制良好，租金费用率不升反降，员工薪酬费用率提升较快。**2016、2017、2018 公司的整体费用率分别为 20%/20.4%/21.1%，销售费用率几乎持平，管理费用率略有上升。费用拆分来看：员工薪酬费用率增显著，2018 年达到 8.75%，较 2013 年增加 2.66%。在公司市场化的薪酬激励体系下，管理层和员工持股比例提高，故而人力费用的支出增加。租金费用率 2015 年后下降，主要原因或是因为（1）公司近年便利店和超市业态展店较多，门店选址相比购物中心和百货商场对于核心商圈的要求更低；（2）公司开拓二三线市

场，故而门店平均租金有所下降。

**图表 17: 天虹股份费用率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 18: 天虹股份人力费用率&租金费用率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

### 整体同店收入增速良好，购物中心和超市业态表现最优

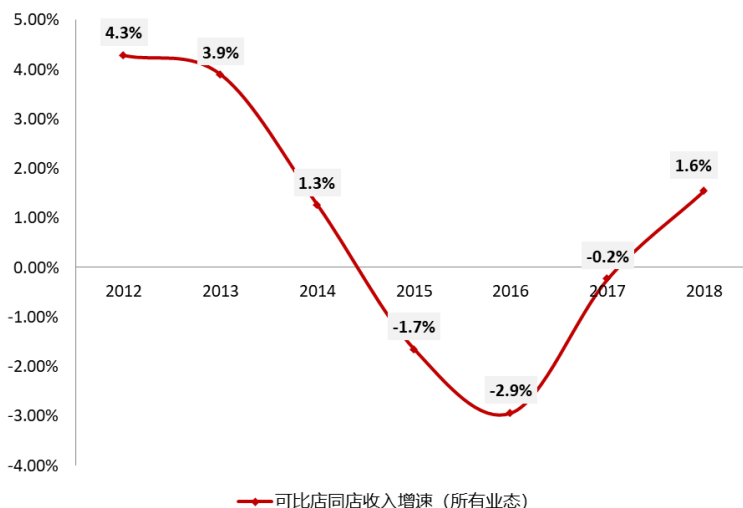
- 优化商品结构和线下体验，整体同店收入增速良好。**公司各业态整体的同店收入增速在 2016 年出现明显下滑后，到 2018 反转回升，达到 1.6%。同店收入增速转好主要得益于公司持续优化商品结构、强化体验业态。分业态来看：2018Q1-Q3 百货业态的同店收入增速分别为 7.05%/2.68%/2.03%，Q1 受到春节假期的影响表现最优，二三季度虽出现下滑，但相比 2017 年同店-0.08%业绩回温喜人；超市业态 2017 年开始被公司作为独立业态发展，2018 前三季度同店收入逐渐提升，分别为 0.26%/1.36%/3.14%；购物中心在各业态中同店增速最高：2018Q1-Q3 分别达到 11.5%/9.06%/7.63%。

**图表 19: 天虹股份可比店同店增速（分业态）**

|      | 2017   | 2018Q1 | 2018H1 | 2018Q3 | 2018   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 百货   | -0.08% | 7.05%  | 2.68%  | 2.03%  | 0.03%  |
| 超市   | -0.42% | 0.26%  | 1.36%  | 3.14%  | 4.02%  |
| 购物中心 | -1.25% | 11.50% | 9.06%  | 7.63%  | 5.55%  |
| 便利店  | 3.16%  | /      | -5.22% | -4.43% | -2.72% |
| 合计   | -0.22% | 4.96%  | 2.44%  | 2.59%  | 1.55%  |

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 20: 天虹股份可比店同店收入增速（所有业态）**



来源：公司公告 中泰证券研究所

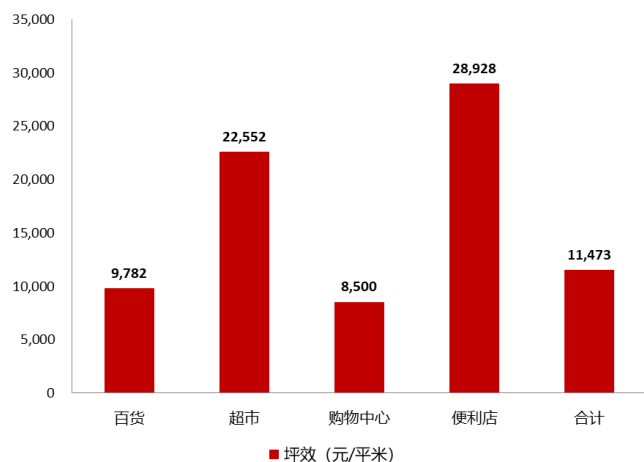
### 次新区坪效还有较大提升空间，人均创收持续走高

- 2017 年公司成熟门店坪效合计约 1.15 万元/平米，分业态来看：超市和便利店坪效较高，分别为 2.3 万、2.9 万元/平米；百货和购物中心的坪效分别为 0.98 万元、0.85 万元/平米。

分区域来看：成熟区域华南区坪效 1.4 万元/平米，次新区相对较低：华中和华东区域 2017 年坪效分别只有 0.85 万元、0.71 万元/平米，相比华南区域还有 62.5%/96.7%的提升空间。

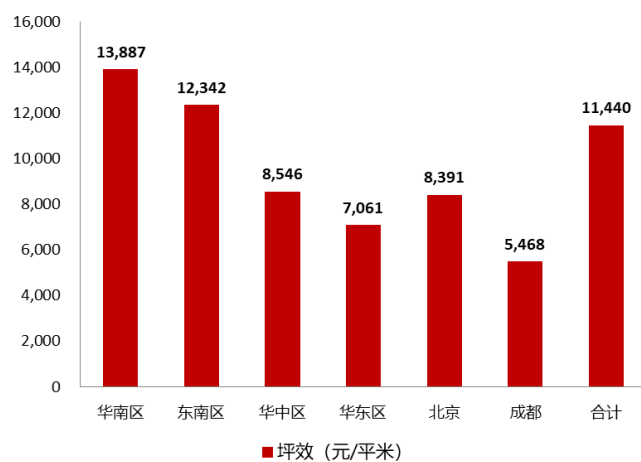
公司 1984 年成立于深圳，2002 年进入华中区，2006 年进入华东区，华中、华东等次新区无论是品牌影响力、供应链等后台系统还是门店的经营能力均弱于华南，提升空间较大。公司的员工人数自 2014 年起逐年降低，但人均创收持续走高，员工持股计划和福利分配制度是主要催化。

图表 21：天虹股份 2017 年坪效（元/平米）（按业态）

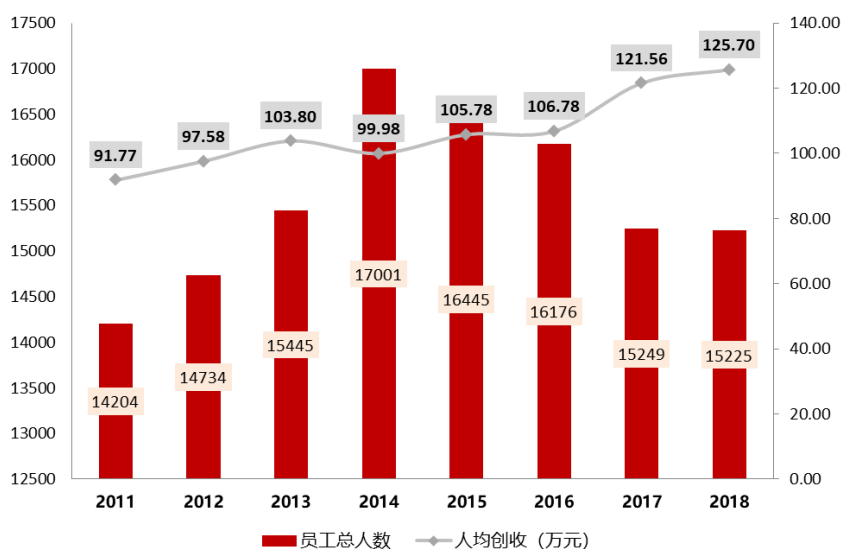


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 22：天虹股份 2017 年坪效（元/平米）（按区域）



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 23: 天虹股份人均创收 (万元)**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 净资产收益率处于行业较高水平

- 较高净利率和较高资产周转率推动天虹 ROE 水平处于行业较高位置。2017 年公司的净资产收益率 12.37%，与同行比较处于较高水平。高净资产收益率取决于较高的销售净利率（3.87%）和总资产周转率（1.23 次）。

**图表 24: 百货企业比较——ROE (%)**

| 证券代码      | 证券简称 | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 002419.SZ | 天虹股份 | 69.30 | 50.81 | 44.76 | 23.02 | 16.51 | 15.44 | 14.85 | 12.12 | 23.98 | 9.44  | 12.37 |
| 600859.SH | 王府井  | 10.24 | 13.41 | 15.74 | 11.85 | 13.12 | 11.92 | 11.39 | 9.68  | 9.27  | 6.47  | 8.86  |
| 600682.SH | 南京新百 | 6.90  | 7.90  | 8.87  | 6.85  | 7.62  | 15.98 | 10.17 | 25.35 | 17.68 | 16.01 | 13.86 |
| 000882.SZ | 华联股份 | 4.45  | 8.20  | 6.17  | 1.92  | 2.09  | 1.82  | 1.49  | 1.25  | 3.66  | 1.88  | 0.28  |
| 000501.SZ | 鄂武商A | 15.37 | 15.23 | 17.74 | 18.77 | 17.67 | 18.00 | 17.47 | 20.45 | 20.80 | 19.48 | 18.76 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 11.88 | 15.15 | 14.60 | 15.72 | 17.26 | 18.90 | 19.72 | 20.37 | 18.76 | 14.24 | 10.77 |

来源: Wind 中泰证券研究所

**图表 25: 百货企业比较——销售净利率 (%)**

| 证券代码      | 证券简称 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010 | 2011  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017 |
|-----------|------|------|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|-------|------|
| 002419.SZ | 天虹股份 | 5.65 | 4.57  | 4.42  | 4.77 | 4.40  | 4.08 | 3.83 | 3.16 | 6.94  | 3.03  | 3.87 |
| 600859.SH | 王府井  | 3.11 | 3.66  | 3.78  | 3.14 | 3.71  | 3.68 | 3.52 | 3.48 | 3.82  | 3.18  | 3.57 |
| 600682.SH | 南京新百 | 3.86 | 4.49  | 6.29  | 4.71 | 4.54  | 6.61 | 3.88 | 5.55 | 2.27  | 2.48  | 4.71 |
| 000882.SZ | 华联股份 | 1.91 | 13.52 | 17.45 | 8.44 | 10.72 | 6.31 | 5.78 | 4.36 | 16.32 | 10.27 | 0.93 |
| 000501.SZ | 鄂武商A | 4.16 | 4.14  | 4.00  | 3.59 | 3.50  | 3.49 | 3.60 | 3.74 | 4.57  | 5.61  | 6.85 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 3.56 | 4.03  | 3.64  | 3.17 | 2.96  | 2.97 | 3.03 | 3.86 | 4.21  | 4.38  | 4.37 |

来源: Wind 中泰证券研究所

**图表 26: 百货企业比较——总资产周转率 (次)**

| 证券代码      | 证券简称 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 002419.SZ | 天虹股份 | 2.76 | 2.47 | 2.31 | 1.84 | 1.63 | 1.57 | 1.61 | 1.55 | 1.37 | 1.21 | 1.23 |
| 600859.SH | 王府井  | 1.56 | 1.60 | 1.63 | 1.77 | 1.75 | 1.44 | 1.39 | 1.32 | 1.25 | 1.12 | 1.37 |
| 600682.SH | 南京新百 | 0.82 | 0.73 | 0.55 | 0.56 | 0.61 | 0.83 | 0.82 | 0.85 | 1.00 | 0.90 | 0.83 |
| 000882.SZ | 华联股份 | 1.14 | 0.37 | 0.25 | 0.15 | 0.11 | 0.13 | 0.11 | 0.11 | 0.09 | 0.08 | 0.09 |
| 000501.SZ | 鄂武商A | 1.38 | 1.41 | 1.44 | 1.58 | 1.48 | 1.44 | 1.42 | 1.21 | 1.05 | 1.00 | 1.01 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 1.22 | 1.33 | 1.28 | 1.43 | 1.38 | 1.26 | 1.21 | 1.02 | 0.89 | 0.77 | 0.70 |

来源: Wind 中泰证券研究所

**图表 27: 百货企业比较——权益乘数**

| 证券代码      | 证券简称 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 002419.SZ | 天虹股份 | 4.54 | 4.50 | 4.39 | 2.63 | 2.29 | 2.40 | 2.41 | 2.47 | 2.52 | 2.58 | 2.60 |
| 600859.SH | 王府井  | 2.21 | 2.47 | 2.79 | 2.48 | 2.16 | 2.25 | 2.34 | 2.11 | 1.94 | 1.79 | 1.85 |
| 600682.SH | 南京新百 | 2.17 | 2.41 | 2.57 | 2.61 | 2.73 | 2.87 | 3.07 | 5.84 | 7.63 | 7.23 | 4.05 |
| 000882.SZ | 华联股份 | 2.05 | 1.63 | 1.44 | 1.55 | 1.81 | 2.30 | 2.34 | 2.23 | 2.23 | 1.97 | 1.76 |
| 000501.SZ | 鄂武商A | 3.78 | 3.98 | 4.10 | 4.25 | 4.57 | 4.64 | 4.44 | 4.38 | 4.35 | 3.49 | 2.71 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 3.28 | 3.67 | 4.02 | 4.35 | 5.40 | 6.40 | 6.83 | 7.75 | 8.37 | 7.37 | 7.05 |

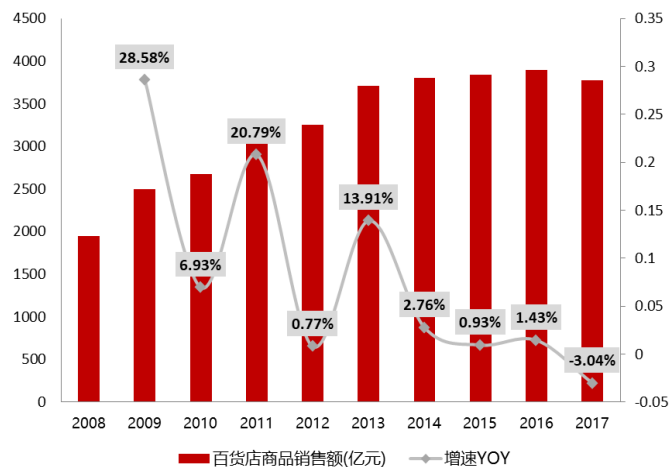
来源: Wind 中泰证券研究所

## 多业态协同+较早布局智慧零售共筑天虹核心竞争力

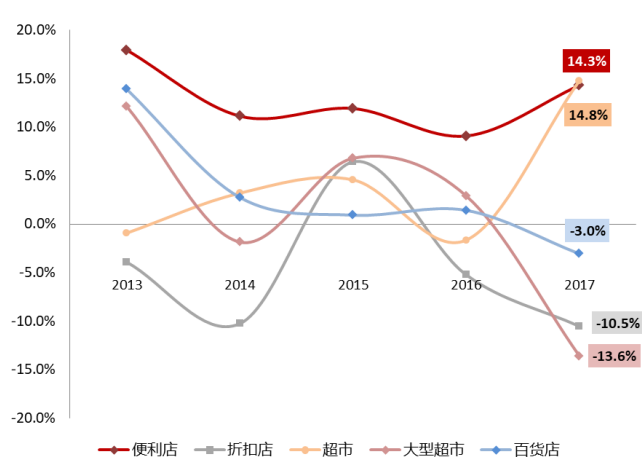
后电商时代的重构时期, 传统百货企业挑战与机遇并存

- 百货店商品销售额下滑严重, 传统业态中轻资产运营模式表现出更强的生命力。根据国家统计局数据显示: 2015、2016、2017 年百货商店的商品销售额增速分别为 0.93%/1.43%/-3.04%, 2017 年首次出现负增长, 整体百货行业面临较严峻的经营环境。

从传统零售的不同业态来看, 大型超市、折扣店和百货店等重资产运营模式的业态业绩下滑严重, 而超市、便利店等小而轻的业态业绩逆市提升, 2017 年商品销售额增速均达 14%。

**图表 28: 百货店商品销售额 (亿元) 及增速**


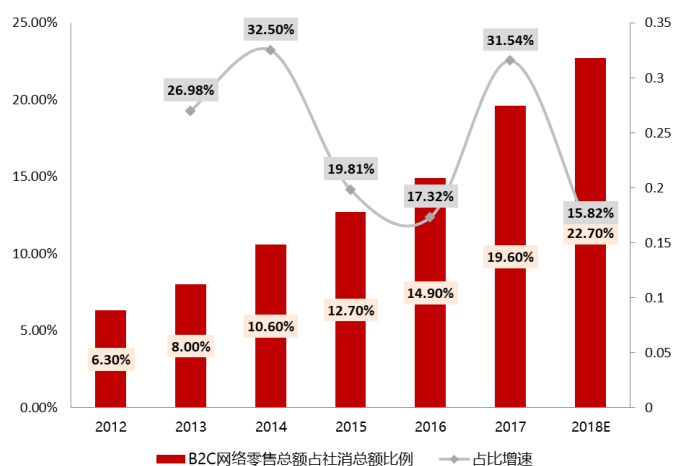
来源: 国家统计局 中泰证券研究所

**图表 29: 不同业态商品销售额增速**


来源: 商务部 中泰证券研究所

- 各品类线上渗透率差异较大，百货公司延伸新业态、拓宽商品品类，抵御电商的冲击。尽管近几年线下零售的发展受到线上的持续挤压，但是实体零售的占比依然更高，拥有广阔的市场空间。2017年B2C网络零售额占社会消费品零售总额比例为19.6%。
- 基于商品属性的不同，不同消费品的线上渗透率差异较大：服装、化妆品和母婴用品等传统百货经营的品类线上渗透率均较高。服装品类中绝大部分产品生命周期短、更新迭代快，差异化小，品牌忠诚度低，成为最早享受电商红利的品类，目前线上渗透率达到40%，接近天花板。另外化妆品和母婴的线上渗透率也达到25%左右。而受制于农产品附加值低、线上渠道缺乏直观体验、冷链物流缺失形成的高昂配送成本等因素，生鲜的电商渠道占比仅占2%-3%。
- 基于此，对于传统百货商场来说，升级转型一是通过大数据精准营销，重构产品组合，提供消费者线下场景需求更重的商品组合；二是在百货业态的基础上延伸新业态（譬如超市、便利店、精品店）拓宽商品品类，触及更多客群；三是提升线下场景的消费体验，用服务提高门店的聚客效应。

图表 30: B2C 网络零售额占社消总额比例



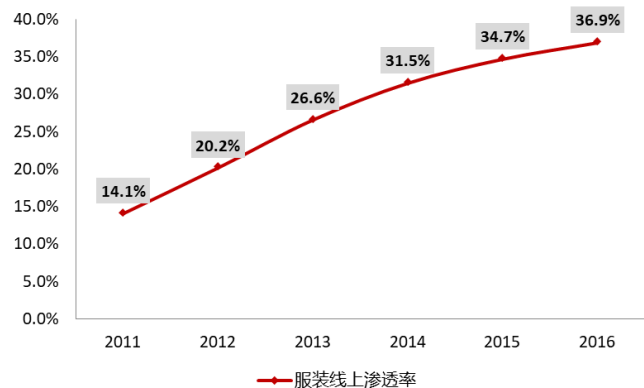
来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 31: 天虹股份各品类销售额 (百万元) 及增速

|       | 销售额 (百万元) |      | 增速      |
|-------|-----------|------|---------|
|       | 2016      | 2017 |         |
| 服装类   | 6114      | 6217 | 1.68%   |
| 食品类   | 4315      | 4662 | 8.04%   |
| 化妆精品类 | 1529      | 1618 | 5.82%   |
| 皮鞋皮具类 | 1649      | 1579 | -4.24%  |
| 日用品类  | 1280      | 1291 | 0.86%   |
| 家居童用类 | 1147      | 1237 | 7.85%   |
| 餐饮娱乐类 | 411       | 507  | 23.36%  |
| 电器类   | 276       | 158  | -42.75% |

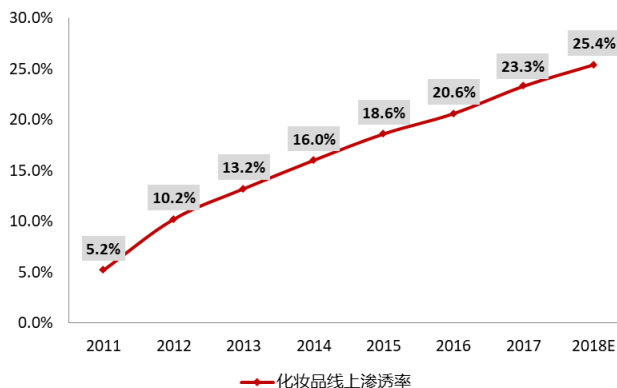
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 32: 服装线上渗透率



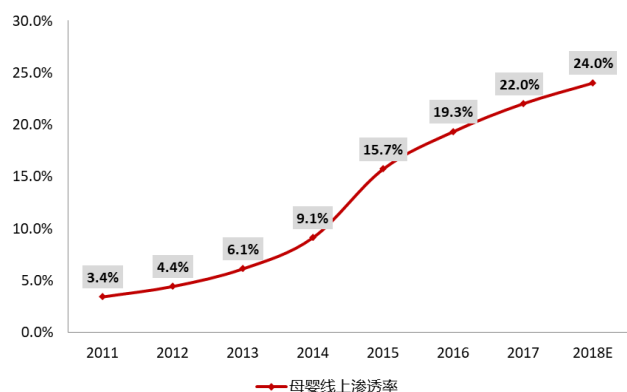
来源：中国产业信息网 中泰证券研究所

图表 33: 化妆品线上渗透率



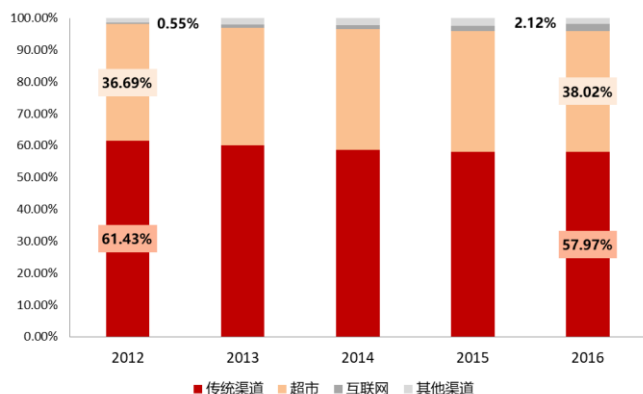
来源：中国产业信息网 中泰证券研究所

图表 34: 母婴用品线上渗透率



来源: 中国产业信息网 中泰证券研究所

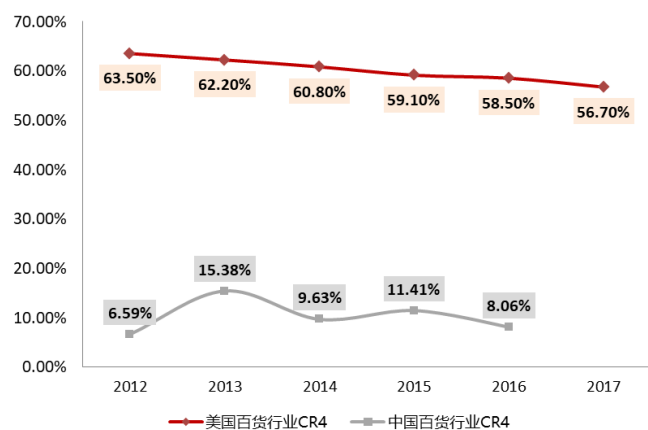
图表 35: 生鲜终端渠道占比



来源: 中国产业信息网 中泰证券研究所

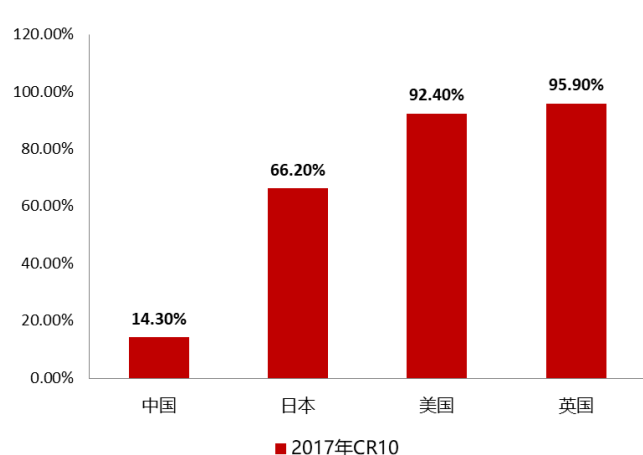
- 国内百货行业集中度较低, 跨区域并购扩张受到制约。2017 年中国百货业 CR10 约为 14.3%, 同期日本 CR7 为 66.2%, 美国 CR10 为 92.4%, 英国 CR10 为 95.9%, 均已经形成寡头市场, 相比之下, 中国百货业集中度较低。
- 回顾美国百货市场的发展历程, 市场集中度的提升都伴随着并购潮。20 世纪 90 年代受到平价百货、折扣店、电商等冲击, 美国百货行业在 1993 年至 1998 年、2002 年至 2008 年发生了两次并购潮。这两个阶段, 美国百货行业集中度提升较快。而国内百货行业的并购和跨区域扩张受到多重因素的制约: 1) 我国大部分百货为国营; 2) 分区域的流通及代理体系下, 百货公司难以取得异地区域代理权, 跨区域采购较难实现; 3) 优质商圈标的稀缺。

图表 36: 美国和中国百货行业 CR4 比较



来源: 中国产业信息网 中泰证券研究所

图表 37: 各国百货行业集中度比较 (2017 CR10)



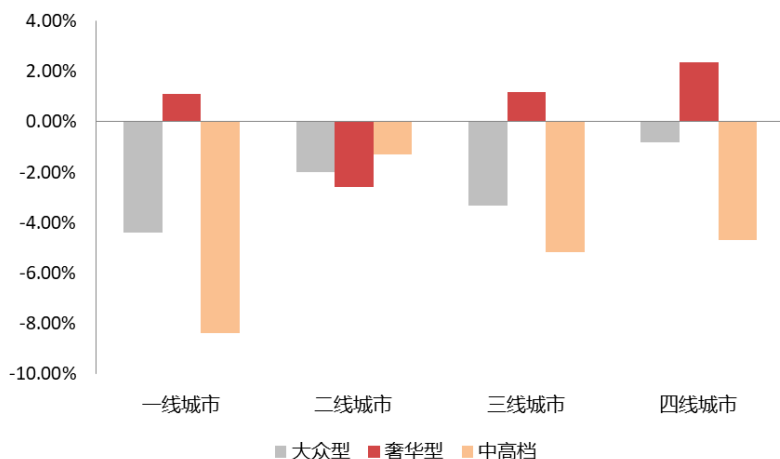
来源: Euro monitor 中泰证券研究所 注: 日本为 CR7

- 三四线市场商业发展未成熟, 市场空间亟待挖掘。目前中国的一线城市已进入成熟型商业市场, 消费基本稳定, 商家抢夺市场竞争相对激烈; 三四线城市居民收入增长较快, 消费理念升级, 消费能力逐步释放, 而市场原有的非专业型地方零售商及地产开发配套项目经营能力弱, 无法满足消费者的需求, 商圈发展相对落后状态, 市场空间较大。



- 在电商冲击和消费整体疲软的影响下，传统零售当前已处于后电商时代的重构阶段，线上线下的渠道形态均已经从机会型增长转向能力型成长。对于具备一定规模和较强经营能力的百货企业来说，当前正是抓住整合机遇跨区域扩张的关键时点，同时低线城市仍有大量市场空间亟待挖掘，龙头公司有望实现渠道下沉，加速市场整合。

**图表 38: 各线城市各类型百货销售 CAGR 增速 (%，2012-2016)**



来源：睿意德 2018 中国百货业发展全解读 中泰证券研究所

### 较早布局新零售，腾讯加码加速数字化转型

- **以虹领巾为核心，向全渠道多业态转型。**天虹股份在百货企业中率先布局了公司的数字化转型，为其后续的可持续发展奠定的良好的基础。截至 2018 年底，天虹数字化会员人数达 1,644 万，天虹 APP 会员人数达 840 万，逾亿人次通过天虹 APP 交互获取信息或消费。全年 GMV 17.96 亿元，同比增长 32%。
- 截至 2018 年，天虹到家上线门店累计达 66 家，天虹到家销售同比增长 118%。全国门店均已支持手机自助买单并铺设了自助收银机。超市自助买单销售占超市销售达 35%；全年数字化专柜合作数量达 571 个。

**图表 39: 天虹“新零售”发展时间线**



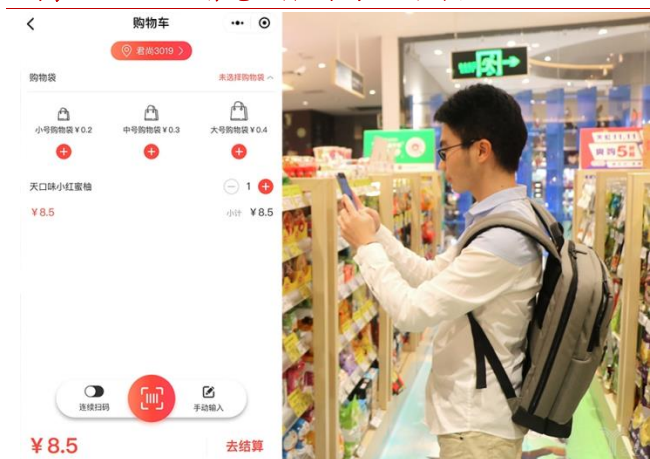
来源：公司官网 中泰证券研究所

- **与腾讯合作成立智慧零售工作室，联合打造智慧门店。**2018 年 4 月天

虹与腾讯签订战略合作协议，双方联合成立“智能零售实验室”，研发支持零售业务数字化、智能化发展的系统产品模组，务实探索零售业务前沿的技术应用。合作在智能识别、AI、大数据等领域逐步开展，内容包括：1、共同探讨智能识别技术在天虹全零售业态的应用，从前台顾客服务到中台适时智能管控、再到后台大数据采集分析应用。2、开展数据层面深度合作，应用于天虹顾客洞察、精准营销、精细化运营和门店选址等。3、围绕微信支付和金融业务的零售场景新应用开发和案例打造。4、将天虹成熟的数字化技术应用产品和工具在微信平台模组化，并基于微信生态适时进行赋能输出。

- 同年 11 月与微信支付联合打造了首家天虹&微信支付智慧零售门店。目前，天虹逐步上线了手机快速买单小程序、智慧停车小程序、百货数字化企业微信&小程序导购、人脸识别自助收银等。

**图表 40: 天虹智慧门店内的扫码购物**



来源：亿欧网 中泰证券研究所

**图表 41: 天虹智慧门店内的自助支付**



来源：亿欧网 中泰证券研究所

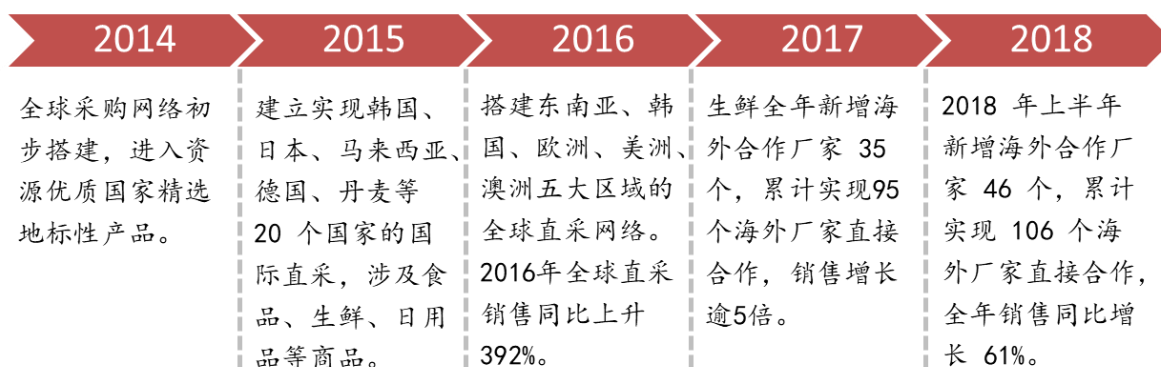
### 商品和门店升级的背后，是供应链的持续优化

- **整合上游，着力打造生鲜基地直采和全球采购网络。**天虹股份致力于打造品质更好、价格更低、速度更快的优质供应链，主要表现在自营商品方面，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（即食即烹商品）等为顾客严选国内外优质商品、满足顾客健康快速便利的生活需求，并通过 ISO22000 质量管控体系确保商品的品质与食品安全。
- 截至 2018 年末，公司共建有生鲜基地 59 个，2018 年生鲜销售占比同比增长 3.2%；2018 年新增海外合作厂家 46 个，累计实现 106 家海外厂家直接合作，全年销售同比增长 61%

**图表 42: 天虹股份生鲜供应链建设过程**

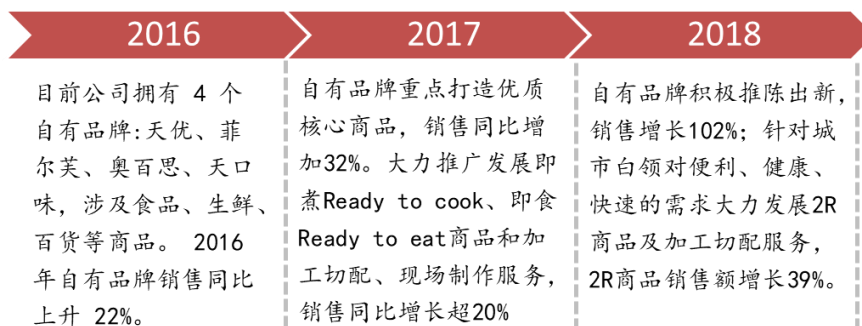


来源:公司公告 中泰证券研究所

**图表 43: 天虹股份全球采购网络的搭建**


来源:公司公告 中泰证券研究所

- 发展自有品牌: 全品类发展, 严选品质。**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、家纺、日百等商品。公司持续开发最优产地商品,严控商品品质,2018H1公司自有品牌同比增长82.6%;2R(即煮&即食)上半年销售同比增长49.1%。

**图表 44: 天虹股份自有品牌发展过程**


来源:公司公告 中泰证券研究所

**图表 45: 天虹股份旗下自有品牌**

| 品牌              | 类别                     | 定位          |
|-----------------|------------------------|-------------|
| 天优 (Teemful)    | 粮油、饮料酒水、休闲零食、即食食品、保健品  | 健康、品质、品味、分享 |
| 天口味 (Rainfresh) | 生鲜                     | 严选上乘品质、安全健康 |
| 菲尔芙 (FIFO)      | 家访、厨房用品、生活用品、清洁用品、口腔清洁 | 高品质、价格优惠    |
| 奥百思 (ALBST)     | 各类精品                   | 高品质、新概念     |

来源: 公司官网 中泰证券研究所

- 百货采取深度联营, 适度自营; 超市全部自营; 自建物流服务公司自营平台。**传统百货多采用联营模式, 招商引入品牌后, 商场通过收取销售扣点获利, 品牌同质化现象严重, 对品牌商的经营和管控能力也较弱。与供应商深度联营后, 天虹从品牌管理向商品管理延伸, 通过大选品、优化陈列和动线设计, 提高商品与顾客的精准匹配。
- 搭建自营平台, 获取独家代理权, 提供个性化商品。**(1) 成立自营事业部, 组建专业时尚买手团队, 搭建四个 Rain 系列自营平台, 包含国际精选设计师买手店 Rain&CO、生活女杂集合店 Rain&Colour、儿童集合店 Rain&Kids、家居集合店 Rain&Home 等。(2) 独家代理权: 天虹已获取 CACHE CACHE、JOJO、KBNE、菟草壹和 Siastella 的独家品牌代理权, 与香港雅高品牌管理公司合资成立乐迪服饰, 乐迪服饰与北欧最大的服装公司 IC Companys 合作, 成功代理旗下 Part Two 品牌并在君尚百货开设专柜。
- 同时, 公司自建物流, 实现区域集约化管理, 为公司的自营平台服务。**目前公司在深圳、东莞、南昌、长沙和厦门共有 9 个自营物流仓库, 其中常温仓 6 个, 仓储面积约 8.26 万平方米, 低温仓 3 个, 面积约 0.41 万平方米, 其中 5.2 万平方米为自有物业。2018 年物流中心实现了的全国资源整合, 全年仓储物流支出费用率同比下降约 0.1 个百分点。2019 年华南物流三期投入建设, 具备常温配送、生鲜加工及中央厨房等综合型功能, 为天虹华南区商超、便利店等自营业态提供物流服务(2018 年年报)。

**图表 46: 天虹自营生活女杂集合店 Rain & Color**


来源: 赢商网 中泰证券研究所

**图表 47: 天虹自营国际精选设计师买手店 Rain & Co**

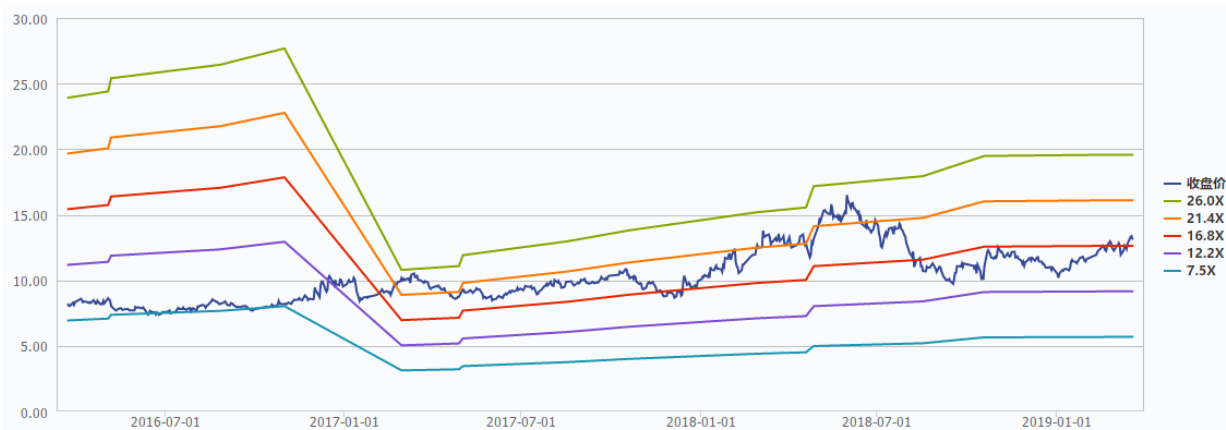

来源: 赢商网 中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

投资建议：较早布局数字化升级，业态调整初见成效。

- 公司作为百货龙头企业，较早布局数字化升级，且通过内生创新实现业态调整，具有推进行业整合的能力与机会；近期的员工持股计划彰显了公司长期发展的信心。基于此，我们认为可以对公司的估值更加乐观一点。
- 预计 2019-2021 年公司实现营收约 201.05/214.38/230.54 亿元，同比增长 5.06%/6.63%/7.54%。实现净利润约 10.69/11.74/13.15 亿元，同比增长 18.18%/9.82%/12.01%。摊薄每股收益 0.89/0.98/1.10 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 15/13/12 倍。给予 2019 年 18XPE，维持“买入”评级。

图表 48：天虹股份历史估值中枢约在 15-20 倍



来源：Wind 中泰证券研究所

图表 49：百货行业可比公司估值情况（截至 20190322）

| 证券代码      | 证券简称 | 市盈率PE(截至 20190322)□ | 市销率PS(截至 20190322)□ |
|-----------|------|---------------------|---------------------|
| 600697.SH | 欧亚集团 | 11.86               | 0.23                |
| 600859.SH | 王府井  | 11.53               | 0.51                |
| 000501.SZ | 鄂武商A | 7.94                | 0.51                |
| 600682.SH | 南京新百 | -23.86              | 1.26                |
| 000882.SZ | 华联股份 | 28.02               | 6.73                |
| 600858.SH | 银座股份 | 57.34               | 0.23                |
| 000417.SZ | 合肥百货 | 32.46               | 0.41                |

来源：Wind 中泰证券研究所

图表 50: 天虹股份估值三张表

损益表 (人民币百万元)

|                   | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业总收入</b>      | <b>18,536</b> | <b>19,138</b> | <b>20,105</b> | <b>21,438</b> | <b>23,054</b> |
| 增长率               | 7.3%          | 3.2%          | 5.1%          | 6.6%          | 7.5%          |
| 营业成本              | -13,762       | -13,922       | -14,534       | -15,450       | -16,539       |
| % 销售收入            | 74.2%         | 72.7%         | 72.3%         | 72.1%         | 71.7%         |
| 毛利                | 4,775         | 5,216         | 5,572         | 5,988         | 6,515         |
| % 销售收入            | 25.8%         | 27.3%         | 27.7%         | 27.9%         | 28.3%         |
| 营业税金及附加           | -162          | -155          | -163          | -174          | -187          |
| % 销售收入            | 0.9%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          |
| 营业费用              | -3,414        | -3,627        | -3,716        | -3,962        | -4,261        |
| % 销售收入            | 18.4%         | 19.0%         | 18.5%         | 18.5%         | 18.5%         |
| 管理费用              | -384          | -439          | -439          | -468          | -503          |
| % 销售收入            | 2.1%          | 2.3%          | 2.2%          | 2.2%          | 2.2%          |
| 息税前利润 (EBIT)      | 815           | 995           | 1,253         | 1,384         | 1,564         |
| % 销售收入            | 4.4%          | 5.2%          | 6.2%          | 6.5%          | 6.8%          |
| 财务费用              | 10            | 29            | 29            | 29            | 29            |
| % 销售收入            | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%         |
| 资产减值损失            | 4             | 4             | 5             | 4             | 4             |
| 公允价值变动收益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益              | 85            | 110           | 85            | 93            | 96            |
| % 税前利润            | 9.2%          | 9.7%          | 6.1%          | 6.1%          | 5.6%          |
| 营业利润              | 914           | 1,138         | 1,371         | 1,510         | 1,693         |
| 营业利润率             | 4.9%          | 5.9%          | 6.8%          | 7.0%          | 7.3%          |
| 营业外收支             | 8             | 6             | 19            | 15            | 14            |
| 税前利润              | <b>922</b>    | <b>1,143</b>  | <b>1,390</b>  | <b>1,525</b>  | <b>1,707</b>  |
| 利润率               | 5.0%          | 6.0%          | 6.9%          | 7.1%          | 7.4%          |
| 所得税               | -213          | -264          | -312          | -343          | -384          |
| 所得税率              | 23.1%         | 23.1%         | 22.5%         | 22.5%         | 22.5%         |
| 净利润               | 718           | 905           | 1,069         | 1,174         | 1,315         |
| 少数股东损益            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>718</b>    | <b>904</b>    | <b>1,069</b>  | <b>1,174</b>  | <b>1,315</b>  |
| 净利率               | 3.9%          | 4.7%          | 5.3%          | 5.5%          | 5.7%          |

现金流量表 (人民币百万元)

|                 | 2017A         | 2018A         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润             | 718           | 905           | 1,069        | 1,174        | 1,315        |
| 加: 折旧和摊销        | 411           | 436           | 268          | 324          | 380          |
| 资产减值准备          | 4             | 4             | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动损失        | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用            | -1            | 0             | -29          | -29          | -29          |
| 投资收益            | -85           | -110          | -85          | -93          | -96          |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 营运资金的变动         | 487           | -581          | 555          | 896          | 759          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,123</b>  | <b>2,195</b>  | <b>1,778</b> | <b>2,272</b> | <b>2,329</b> |
| 固定资本投资          | -1,314        | 95            | -682         | -682         | -672         |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-1,310</b> | <b>-1,898</b> | <b>-553</b>  | <b>-731</b>  | <b>-675</b>  |
| 股利分配            | -360          | -360          | -516         | -541         | -588         |
| 其他              | 72            | -9            | 28           | 29           | 29           |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-288</b>   | <b>-369</b>   | <b>-488</b>  | <b>-512</b>  | <b>-560</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-475</b>   | <b>-73</b>    | <b>738</b>   | <b>1,028</b> | <b>1,094</b> |

资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 3,969         | 4,706         | 4,706         | 5,735         | 6,829         |
| 应收款项            | 16            | 14            | 14            | 18            | 16            |
| 存货              | 1,050         | 1,471         | 1,471         | 1,209         | 1,660         |
| 其他流动资产          | 4,091         | 4,093         | 4,093         | 4,095         | 4,098         |
| 流动资产            | 9,126         | 10,284        | 10,284        | 11,057        | 12,603        |
| % 总资产           | 56.1%         | 58.5%         | 59.4%         | 59.4%         | 61.9%         |
| 长期投资            | 175           | 166           | 166           | 157           | 151           |
| 固定资产            | 4,469         | 4,891         | 4,891         | 5,260         | 5,577         |
| % 总资产           | 27.5%         | 27.8%         | 27.8%         | 28.2%         | 27.4%         |
| 无形资产            | 939           | 973           | 973           | 1,032         | 1,091         |
| 非流动资产           | 7,129         | 7,281         | 7,281         | 7,564         | 7,771         |
| % 总资产           | 43.9%         | 41.5%         | 40.6%         | 40.6%         | 38.1%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>16,255</b> | <b>17,565</b> | <b>17,565</b> | <b>18,621</b> | <b>20,374</b> |
| 短期借款            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项            | 8,894         | 9,651         | 9,651         | 10,074        | 11,100        |
| 其他流动负债          | 668           | 668           | 668           | 668           | 668           |
| 流动负债            | 9,561         | 10,319        | 10,319        | 10,742        | 11,768        |
| 长期贷款            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债          | 122           | 122           | 122           | 122           | 122           |
| <b>负债</b>       | <b>9,684</b>  | <b>10,441</b> | <b>10,441</b> | <b>10,864</b> | <b>11,890</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>6,568</b>  | <b>7,120</b>  | <b>7,120</b>  | <b>7,753</b>  | <b>8,479</b>  |
| 少数股东权益          | 4             | 4             | 4             | 4             | 5             |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>16,255</b> | <b>17,565</b> | <b>17,565</b> | <b>18,621</b> | <b>20,374</b> |

比率分析

|               | 2017A | 2018A    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|-------|----------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |       |          |         |         |         |
| 每股收益 (元)      |       | 0.75     | 0.89    | 0.98    | 1.10    |
| 每股净资产 (元)     |       | 5.47     | 5.93    | 6.46    | 7.06    |
| 每股经营现金净流 (元)  |       | 1.83     | 1.48    | 1.89    | 1.94    |
| 每股股利 (元)      |       | 0.30     | 0.43    | 0.45    | 0.49    |
| <b>回报率</b>    |       |          |         |         |         |
| 净资产收益率        |       | 13.77%   | 15.01%  | 15.14%  | 15.51%  |
| 总资产收益率        |       | 5.57%    | 6.09%   | 6.31%   | 6.45%   |
| 投入资本收益率       |       | 4345.17% | 108.94% | 104.85% | 148.88% |
| <b>增长率</b>    |       |          |         |         |         |
| 营业总收入增长率      |       | 3.25%    | 5.06%   | 6.63%   | 7.54%   |
| EBIT 增长率      |       | 22.91%   | 21.08%  | 10.49%  | 12.40%  |
| 净利润增长率        |       | 25.92%   | 18.18%  | 9.82%   | 12.01%  |
| 总资产增长率        |       | 5.50%    | 8.06%   | 6.01%   | 9.41%   |
| <b>资产管理能力</b> |       |          |         |         |         |
| 应收账款周转天数      |       | 0.3      | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 存货周转天数        |       | 22.7     | 22.6    | 22.5    | 22.4    |
| 应付账款周转天数      |       | 92.4     | 92.8    | 92.6    | 92.7    |
| 固定资产周转天数      |       | 77.9     | 83.8    | 85.2    | 84.6    |
| <b>偿债能力</b>   |       |          |         |         |         |
| 净负债/股东权益      |       | -71.62%  | -80.50% | -88.04% | -94.24% |
| EBIT 利息保障倍数   |       | -38.4    | -46.5   | -51.4   | -57.8   |
| 资产负债率         |       | 59.57%   | 59.44%  | 58.34%  | 58.36%  |

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- (1) 外延扩张存在风险, 次新区域开店培育期或长于预期。公司深耕华南区域, 具备完全的竞争优势, 但在华中和华东等次新区域, 品牌认知度、拿地能力等都不及华南, 公司对地区市场情况的把握以及对消费者属性进行深入了解都需要较长时间, 因此公司在次新区新开门店的培育期可能较成熟区域的新开门店长。
- (2) 部分区域规模优势还未形成, 且竞争加剧, 或可能导致毛利率下滑。公司现阶段门店主要分布于华南区, 在华中和华东等次新区门店数量较少, 短期未形成规模优势, 且市场竞争存在加剧的可能性, 新开门店毛利率比较低, 从而拉低整体毛利率。
- (3) 超市和便利店等新业态发展不及预期, 在非华南区展店竞争激烈。

国内的超市行业具备明显的区域割据特征，天虹发展超市行业较晚，进入其他区域展店或会受阻，毛利率进一步下滑。

- (4) 百货主营品类线上渗透率较高，在电商的冲击下，服饰、皮具和化妆品产品销量进一步下滑。

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。