

公司调研点评

天虹股份 (002419)

商业贸易 | 一般零售

质地优异，运营优势打造跨区域百货龙头

2019年03月28日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 14.08-15.84 元

交易数据

|            |            |
|------------|------------|
| 当前价格(元)    | 13.98      |
| 52周价格区间(元) | 9.66-20.93 |
| 总市值(百万)    | 16780.19   |
| 流通市值(百万)   | 16774.44   |
| 总股本(万股)    | 120030.00  |
| 流通股(万股)    | 119988.85  |

涨跌幅比较



| %    | 1M   | 3M    | 12M    |
|------|------|-------|--------|
| 天虹股份 | 7.79 | 29.56 | 5.84   |
| 一般零售 | 5.67 | 21.22 | -15.31 |

陈博 分析师  
执业证书编号: S0530517080001  
chenbo@cfzq.com 0731-84403422

滕毅 研究助理  
tengyi@cfzq.com 0731-84403398

相关报告

1 《天虹股份：天虹股份(002419.SZ) 2018 年年报点评：业态升级提质增效，数字化零售助推成长》 2019-03-19

| 预测指标      | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 18536.28 | 19137.95 | 20716.83 | 22581.35 | 24433.02 |
| 净利润(百万元)  | 718.19   | 904.38   | 1056.65  | 1228.26  | 1381.78  |
| 每股收益(元)   | 0.60     | 0.75     | 0.88     | 1.02     | 1.15     |
| 每股净资产(元)  | 5.02     | 5.47     | 5.89     | 6.38     | 6.92     |
| P/E       | 23.36    | 18.55    | 15.88    | 13.66    | 12.14    |
| P/B       | 2.79     | 2.56     | 2.37     | 2.19     | 2.02     |

资料来源：贝格数据，财富证券

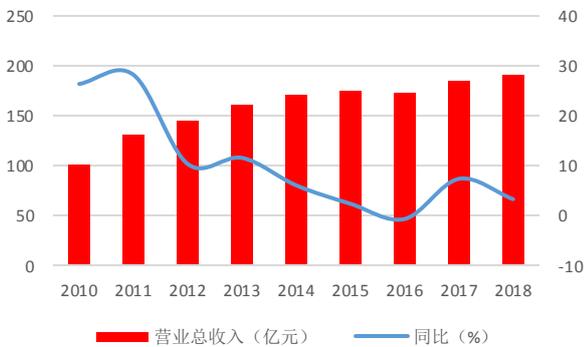
投资要点：

- **事件：**近期我们参加了公司组织的投资者交流会，并与公司高管进行了交流。
- **百货行业翘楚，不畏零售寒冬。**公司是华南地区百货龙头企业，业态门店总数达到 321 家，公司 2018 年实现营业收入 191.38 亿元，同比增长 3.25%，归母净利润 9.04 亿元，同比增长 25.92%。公司在交流会上表示，2019 年零售行业依靠宏观环境改善实现复苏的可能性较低，但行业仍然存在结构性机会，未来将从数字化技术应用、无形服务、线上线下融合、差异化战略等方面应对零售寒冬。
- **同店复苏，展店提速，轻资产运营打开新增长点。**公司部分百货门店正在进行街区化调整改造，同店收入和利润增速有望恢复上行。2019 年大店将实现两位数的开店数量，新开门店培育期继续缩短，2-3 年内即可实现盈利。2019 年公司将落地部分管理输出项目和加盟项目，轻资产运营模式将贡献公司业绩增量。
- **持续探索新业态，推动零售场景延伸。**公司试水“餐饮+零售”业态“虹食汇”，集合餐饮、深加工、烹饪体验教学等消费场景，实现零售与餐饮的深度融合。天虹到家业务截至 2018 年底已累计上线 66 家门店，占超市销售总额的 7.6%，到家业务整体目前已经盈利。我们认为，公司新业态探索较为顺利，一是由于公司灵活的经营机制能满足消费者不断变化的消费需求，二是公司优秀的运营体系为新业态探索提供了强有力的中后台支持。公司未来将加速新业态的探索，推动零售场景延伸，实现零售板块间的深度融合。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 207.2/225.8/244.3 亿元，净利润 10.6/12.3/13.8 亿元，EPS 分别为 0.88/1.02/1.15 元，PE 对应当前股价分别为 15.9/13.7/12.1 倍。考虑到公司在百货行业中业绩突出，享有一定的估值溢价，给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，股价合理区间为 14.08-15.84 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**零售市场竞争加剧；同店收入增速持续回落；展店进度放缓；门店改造效果未达预期。

## 1 百货行业翘楚，不畏零售寒冬

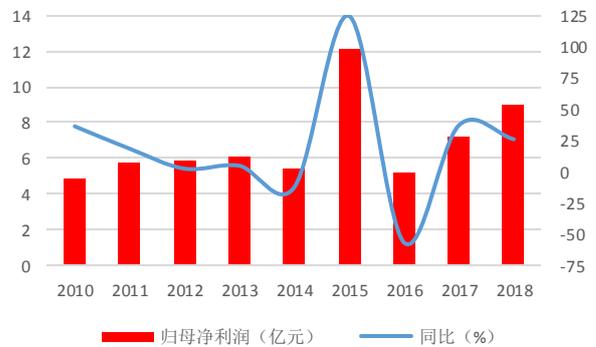
公司是华南地区百货龙头企业，目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台虹领巾的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局，其中百货业态定位主题化生活方式，购物中心业态聚焦欢乐时光与家庭生活，超市业态定位现代都市品质生活。截至 2018 年末，公司业态门店数达到 321 家，其中百货/超市/购物中心/便利店分别为 68/81/13/159 家，门店覆盖广东、江西、湖南等 8 省市的 25 个城市。公司 2018 年实现营业收入 191.38 亿元，同比增长 3.25%，归母净利润 9.04 亿元，同比增长 25.92%。

图 1：天虹股份营业收入



资料来源：wind，财富证券

图 2：天虹股份归母净利润



资料来源：wind，财富证券

公司在交流会上表示，2019 年宏观经济情况比较艰难，零售行业依靠宏观环境改善实现复苏的可能性较低，但行业仍然存在结构性机会。面对比较严峻的零售寒冬，公司在战略上将从以下几个方面应对：一是深化数字化、智能化技术应用，提高服务能力；二是提升无形服务比重，全方位强化顾客体验感；三是从纯实体商业模式向线上线下融合转变；四是差异化战略，形成独特竞争力。

## 2 天虹未来的增长：同店复苏，展店提速，轻资产运营打开新增长点

**同店：**调改后同店增速有望复苏，主力门店续约无须担忧。公司部分百货门店正在进行街区化调整改造，经营管理优化打开费用率的下行空间，同店收入和利润增速有望恢复上行。因部分门店开业时间较长，每年约有 4-6 家门店租赁合同到期。公司表示大部分门店能完成续约，主力门店续约问题不会对业绩产生重大影响。

**展店：**开店继续提速，培育期进一步缩短。开店数量方面，公司 2019 年开店数量会高于 2018 年，大店（百货和购物中心）开店在两位数（我们估计在 10-12 家，其中 3 家加盟），独立超市开店速度会进一步加快，便利店将继续推广“内加盟模式”（员工成为内部加盟商）。门店表现方面，新开门店表现基本符合预期，公司目标百货和购物中心新

开门店首年亏损不超过 1000 万，后续扭亏周期短，开业后 2-3 年内实现完全盈利。外延扩张方面，公司十分重视低线城市发展潜力，目前已逐步布局湖南、江西地区，渠道下沉至县级城市；高线城市利用运营优势主攻体量较小、更贴近消费需求的社区商业中心。

轻资产运营：运营优势凸显，轻资产模式打开新增长点。公司是百货行业上市公司中少有的存在大店管理输出和加盟模式的企业。2018 年公司新增管理输出项目 1 个，加盟项目 2 个，确认加盟费收入 3400 万，是公司其他业务收入增长的主要原因。考虑到管理输出和加盟项目落地周期相对较短，公司于 2018 年签约的 1 个管理输出项目和 4 个加盟项目在 2019 年将部分落地，轻资产运营模式未来有望贡献公司业绩增量。

表 1：2018 年已签约大店项目

| 新开项目         | 地区  | 面积（平方米） | 经营模式 |
|--------------|-----|---------|------|
| 深圳松岗松瑞天虹     | 华南区 | 18,400  | 直营   |
| 惠州博罗润发广场项目   | 华南区 | 61,545  | 直营   |
| 东莞旧锡边城市更新项目  | 华南区 | 96,000  | 直营   |
| 深圳沙井地铁站天虹    | 华南区 | 12,971  | 直营   |
| 东莞塘厦天悦中央项目   | 华南区 | 44,380  | 直营   |
| 深圳合正观澜汇项目    | 华南区 | 70,980  | 直营   |
| 江西广丰龙华世纪广场项目 | 华中区 | 54,000  | 直营   |
| 宁乡春城万象广场项目   | 华中区 | 20,115  | 管理输出 |
| 永州天虹购物中心     | 华中区 | 100,000 | 直营   |
| 九江天虹购物中心     | 华中区 | 100,000 | 加盟   |
| 长沙世景国际广场项目   | 华中区 | 54,000  | 直营   |
| 赣州旺达广场项目     | 华中区 | 22,510  | 加盟   |
| 赣州定南容汇广场项目   | 华中区 | 22,300  | 加盟   |
| 长沙方略城市广场项目   | 华中区 | 80,000  | 直营   |
| 吴江天虹购物中心     | 华东区 | 63,000  | 直营   |
| 泰州天虹购物中心     | 华东区 | 130,000 | 加盟   |
| 厦门松柏天虹购物中心   | 东南区 | 43,014  | 直营   |

资料来源：公司公告，财富证券

### 3 天虹的新业态：持续探索，推动零售场景延伸

虹食汇：公司在“餐饮+零售”业态的尝试。首家“虹食汇”门店 2019 年 1 月开业，位于深圳罗湖国贸天虹 2 楼的天虹超市内，占地面积约 260 平方米，集合餐饮、深加工、烹饪体验教学等消费场景，实现零售与餐饮的深度融合。餐饮业务采取第三方合作方式经营方，天虹供应链负责原材料供应。“虹食汇”目前已经接近盈亏平衡，公司计划 2019 年落地更多天虹超市，做“零售+餐饮”的进一步探索。

天虹到家：公司于 2015 年开启到家业务，截至 2018 年底已累计上线 66 家门店，2018 年全年销售额同比增长 118%，占超市销售总额的 7.6%。公司到家业务客单价较高，因采用社会化物流资源配送，叠加阶梯化定价配送费用，成本控制良好，到家业务整体目前已经盈利。公司预计到 2019 年在超市销售占比将突破 10%。

我们认为，公司新业态探索较为顺利，一是由于公司灵活的经营机制能满足消费者

不断变化的消费需求，二是公司优秀的运营体系为新业态探索提供了强有力的中后台支持。公司未来将加速新业态的探索，推动零售场景延伸，实现零售板块间的深度融合。

## 4 天虹的数字化：进程加速，成果显著

公司持续推进数字化进程，通过实现会员、商品、营销、服务的全面数字化，探索智能化技术在零售价值链中的应用。目前超市 80% 商品实现数字化，百货数字化进度加快，中后台数字化未来是主要方向。公司于 2018 年 4 月与腾讯签订战略合作协议，双方围绕智能识别、大数据、支付业务以及数字化技术赋能输出等方面展开深度合作。目前公司已与微信支付联合打造首家天虹&微信支付智慧零售门店，未来将上线逐步各类数字化项目。

公司数字化成果显著。(1) 超市数字化：天虹到家同比增长 118%，销售占比 7.6%，新增会员数 37.6 万；手机快速买单日均消费 3 万人，消费人数占比 31%，超市自助买单销售占超市销售达 35%；数字化供应链平台已引进 40 余个商品。(2) 百货数字化：数字化专柜引进供应商 31 家，总合作品牌 51 个，累计绑定 10 万会员，全年数字化专柜合作数量达 571 个。(3) 顾客数字化：公司数字化会员人数达 1644 万，其中“虹领巾”APP 会员人数 840 万，活跃会员数比例 86.8%。(4) 服务数字化：智慧停车上线 37 家门店，全年停车订单量超过 727.4 万单，线上支付占比超 39.2%。(5) 经营管理数字化：推出“大内总管”等运营管理系统。

## 5 盈利预测与投资评级

公司是跨区域、多业态百货企业，深耕华南地区，加速湖南、江西地区市场拓展，逐步下沉县级城市，有望受益低线城市消费升级。公司现有百货门店完成调改后增速有望复苏，次新门店贡献利润增量，管理输出、加盟等轻资产运营模式打开业绩新增长点。公司不断探索新零售业态，契合消费需求发展到家业务，全面数字化赋能持续改善经营效率。维持原盈利预测，预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 207.2/225.8/244.3 亿元，净利润 10.6/12.3/13.8 亿元，EPS 分别为 0.88/1.02/1.15 元，PE 对应当前股价分别为 15.9/13.7/12.1 倍。考虑到公司在百货行业中业绩表现突出，享有一定的估值溢价，给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，股价合理区间为 14.08-15.84 元，维持公司“推荐”评级。

## 6 风险提示

零售市场竞争加剧；同店收入增速持续回落；展店进度放缓；门店改造效果未达预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                           |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%   |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438