

2019年05月19日

多年深耕打磨多业态运营及数字化能力，百货龙头开启外延扩张发展新阶段

买入（首次）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19138.0	20291.0	22116.8	24521.4
同比（%）	3.2%	6.0%	9.0%	10.9%
归母净利润（百万元）	904.4	1036.7	1206.6	1404.8
同比（%）	25.9%	14.6%	16.4%	16.4%
每股收益（元/股）	0.75	0.86	1.01	1.17
P/E（倍）	16.9	14.8	12.7	10.9

投资要点

■ **公司上下激励机制到位，打造高效学习型组织。**（1）公司实控人为国资委股东背景雄厚。同时虽为国资背景，02年公司管理层便通过合资成立投资公司持有天虹的股份；目前核心高管均有较大数量持股，激励充分。同时公司管理层较年轻且由公司一手培养。（2）同时公司也对基层员工实行“超额利润分享机制”，让基础员工共享利润，目前超过90%的门店已参加。（3）公司致力于打造决策流程短、沟通效率高的学习型组织架构，保证高效率的运行。

■ **多业态运营的强零售能力、领先行业的数字化能力，铸造公司核心竞争力。**（1）多业态强零售能力，业绩稳定性领先同行。公司18年拥有百货/购物中心/超市68/13/81家，百货/超市收入占比大约60%/30%。多业态的运营能力使公司业绩稳定性超过百货同行。从各细分业态来看，公司已多次证明其能在不同类型的地点因地制宜地打造多种样式的百货和购物中心的能力；同时其通过自有供应链的搭建，持续打造着自有超市的核心竞争力。（2）公司全面推进数字化，已成为百货业内的数字化标杆企业。公司数字化从前台的客户数据获取和分析（在线会员1800万）、线上线下联通服务（天虹到家占超市收入7.6%）、门店产品数字化（超市90%/百货20%），到中后台运营数字化及供应链智能选货全方位推进，保证了公司对客户的全方位服务和运营效率的持续提升。同时公司也开始了数字化服务的变现。

■ **18年开始公司迎来外延发展黄金期，自建+轻资产模式快速扩张。**公司在18年开始新一轮的扩张周期：（1）得益于优秀的零售能力公司对购物中心的商圈成熟度要求相对较低，使其可以以较低的成本快速扩张。未来几年公司购物中心/百货有望以双位数的速度增加。（2）公司17年前开业的购物中心仅有4个，近年次新购物中心的成熟也有望成为公司增速的推动力。（3）自建之外，公司还以加盟/管理输出的模式加快向外的轻资产扩张。

■ **财务分析：毛利率逐步提升，账上现金充沛。**（1）毛利率随租赁业务占比提升而提升，带动公司净利率提升。公司高毛利率的租赁业务面积逐步代替联营业务，在零售额增长的情况下毛利率的提升逐步带动利润率和净利润的提升，公司零售业净利润在近两年保持30%左右增长。同时，随着购物中心/超市比例的提升，我们预计公司业绩稳定性有望持续增强。（2）公司账上现金充沛，现金及理财净额超过70亿，大量现金来自日常经营中结转的应付和预收。同时，公司18年经营性现金流净额超过20亿。

■ **投资建议与盈利预测：**我们预计公司未来几年在自建加轻资产扩张的情况下，每年能保持双位数的购物中心/百货数量增长；叠加超市和便利的扩张，公司门店数量有望持续增加。同时次新门店的成熟也有望为公司提供收入增量。我们预计公司19-21年归母净利润10.4/12.1/14.0亿，增速分别为15%/16%/16%，对应PE 15/13/11X。公司估值虽然高于同行竞争对手，但是考虑到其更快的业绩增速、以及随着购物中心/超市扩张带来的持续增强的业绩稳定性，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1、异地扩张不及预期；2、零售环境不及预期；3、技术变革

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.75
一年最低/最高价	9.39/16.04
市净率(倍)	2.33
流通A股市值(百万元)	15303.83

基础数据

每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	55.74
总股本(百万股)	1200.30
流通A股(百万股)	1199.89

内容目录

1. 国资背景下公司上下激励机制到位，打造高效学习型组织	4
1.1. 国企背景下，股权激励、利润分享机制到位，充分调动员工积极性	4
1.2. 打造扁平化高效率、学习型的组织架构	5
2. 多业态运营的强零售能力、领先行业的数字化能力铸造公司核心竞争力	6
2.1. 多业态、多场景的运营能力，业绩稳定性领先同行	6
2.1.1. 百货：根据地方特色打造不同主题商场，“天虹”+“君尚”双品牌推进	8
2.1.2. 购物中心：力推“畅享欢乐时光”概念，利用自身门店运营实现差异化布局	11
2.1.3. 超市：坚持搭建自有供应链体系，打造核心竞争力	14
2.2. 全面推进运营数字化，提升整体效率	15
2.2.1. 前端数字化：线上多渠道一体化打通全渠道，数字化零售提升销售效率	15
2.2.2. 中后台数字化：运营数字化全面提升效率	17
3. 18年开始迎来外延发展黄金期，自建+轻资产模式快速扩张	18
3.1. 强零售能力使公司以较低的成本，加速向下渗透门店	18
3.2. 次新购物中心成熟也将成为公司增长新动力	19
3.3. 加盟、管理输出等轻资产模式将逐步落地	20
4. 财务分析：毛利率逐步提升，账上现金充沛	21
4.1. 毛利率随租赁业务占比提升而提高，带动净利率提升明显	21
4.2. 账上现金充裕，现金流稳定充沛	23
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测：门店扩张及次新店成熟带动利润快速增长	23
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	26

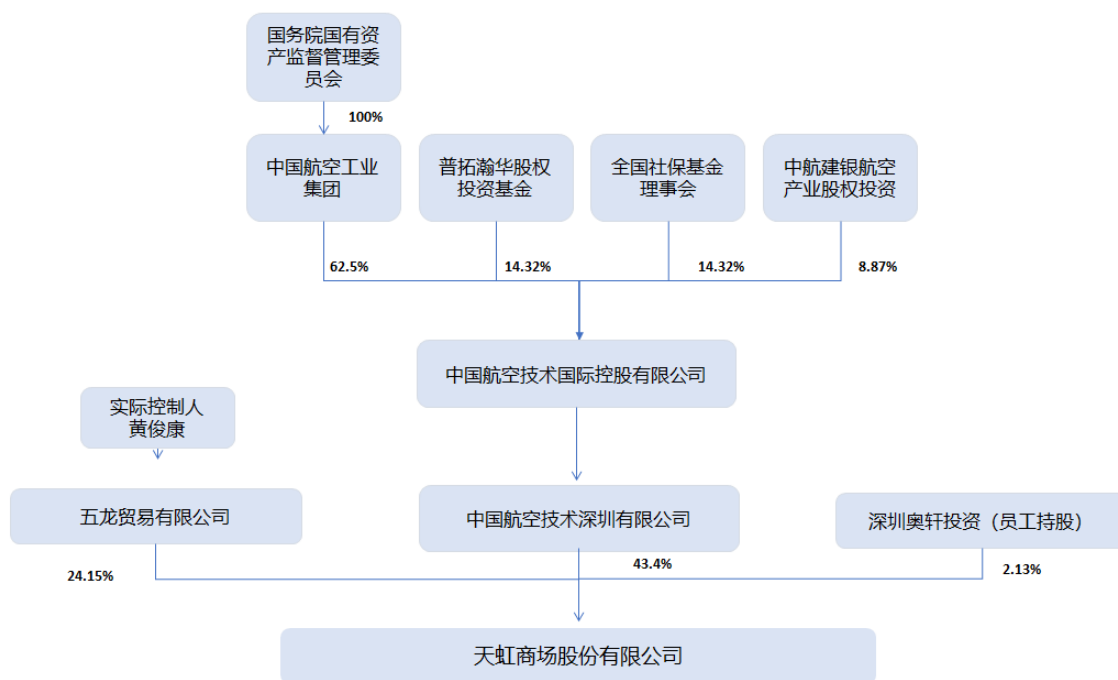
图表目录

图 1: 公司股权架构	4
图 2: 深南百货美妆馆、Office 馆	9
图 3: 深南百货鞋履馆、Relax 馆	9
图 4: 天虹 Discovery 门店照片	9
图 5: 君尚 3019 门店图片	10
图 6: 公司宝安购物中心儿童共和国	12
图 7: 公司新沙购物中心主题街区	12
图 8: 公司新沙购物中心	13
图 9: 公司购物中心百货区域	13
图 10: 公司 sp@ce 门店	14
图 12: 公司独立 APP 页面	16
表 1: 公司董监高持股比例 (截止 18 年年报)	4
表 2: 公司高管年龄	5
表 3: 公司员工数量	6
表 4: 公司门店数量	6
表 5: 公司各业态收入占比	7
表 6: 百货零售可比店收入增速	7
表 7: 公司百货数量	8
表 8: 公司购物中心数量	11
表 9: 公司 18 年新开购物中心面积	11
表 10: 公司自有供应链打造	15
表 11: 公司数字化进程	15
表 12: 公司线上会员人数变化	16
表 13: 公司门店扩张历程	18
表 14: 公司购物中心储备情况	19
表 15: 公司现有购物中心概况	19
表 16: 公司老店、新店收入分布	20
表 17: 公司轻资产模式门店	21
表 18: 公司轻资产模式储备项目	21
表 19: 公司利润率情况	21
表 20: 公司不同业态利润率	22
表 21: 公司门店增速	22
表 22: 公司费用率、净利率	22
表 23: 公司资产负债表情况	23
表 24: 公司经营性现金流情况	23
表 25: 公司未来门店扩张速度	24
表 26: 公司未来新门店成熟速度	24
表 27: 公司未来业绩预测	25
表 28: 可比公司估值、业绩增速	26

1. 国资背景下公司上下激励机制到位，打造高效学习型组织

天虹股份的主要大股东分别为央企与港资。天虹股份的第一大股东为中国航空技术深圳有限公司，其实际控制人为国务院国资委。作为目前 A 股上市百货中唯一一家央企，公司股东背景雄厚。同时公司的第二大股东实控人黄俊康为香港商人、莱蒙国际创始人，黄先生在 84 年即加入公司，其对中国商业环境和房地产、零售业有着丰富经验。

图 1：公司股权架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 国企背景下，股权激励、利润分享机制到位，充分调动员工积极性

在国企的大背景下，天虹对高管和核心管理层作出了力度较大的股权激励，充分保证了管理层的积极性。零售业作为需要依赖员工持续不断精益求精提升效率的行业，对员工的激励措施非常重要。天虹虽然作为国企，但是在 2002 年即由当时核心员工共同出资组建公司的方式，通过合资公司持股天虹股份股权，完成了管理层持股。

目前该投资公司（奥轩投资）持有上市公司 2.13% 的股权；而目前公司主要高管也均通过奥轩投资或个人持有的方式持有上市公司股份。这样的持股方式，充分保证了国企背景下公司高管的工作积极性。

表 1：公司董监高持股比例（截止 18 年年报）

姓名	职务	期末持股数 (万股)	参考持股市值 (万元)	占总股本比例
高书林	董事长	190	2502	0.16%
宋瑶明	副总经理, 总会计	184	2423	0.15%

师				
孙金成	副总经理	183	2410	0.15%
侯毅	原副总经理	129	1699	0.11%
吴健琼	原副总经理	111	1462	0.09%
万颖	董事会秘书	71	935	0.06%
郑蔓	副总经理	47	619	0.04%
姜勇	副总经理	36	474	0.03%
张旭华	董事, 总经理	9	119	0.01%
管理层持股总计		1008	13275	0.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在公司高管之外，公司的核心骨干也通过参与市场化股票增持计划的方式，在 17 年 12 月和 19 年 1 月两次共同增持了公司股票，充分彰显了公司员工对公司发展的长远信心，同时也保证了公司员工的工作积极性。

同时作为国有大型零售企业，公司的领导层均较为年轻且均公司一直培养，年轻且深谙百货行业的管理层是公司另一大优势。天虹的董事长与总经理分别出生于 1972/1977 年，董事长高书林历任公司总经理秘书、企划部经理助理、东门天虹股份/厦门天虹股份总经理、总经理助理等职，一路由公司培养对天虹和百货行业均极为熟悉；总经理张旭华也从天虹招商部开始一路任职于天虹股份。公司管理层的内部提拔，保证了公司文化的一致和较强的执行力和凝聚力。

表 2：公司高管年龄

	持有人	职务	出生年份
1	高书林	董事长	1972
2	张旭华	董事总经理	1977
3	宋瑶明	副总经理兼总会计师	1967
6	孙金成	副总经理	1964
7	郑蔓	副总经理	1971
8	姜勇	副总经理	1965
9	万颖	董事会秘书	1976
10	其他员工（不超过 232 人）		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在中高层之外，对于基层员工，天虹从 16 年开始实行“超额利润分享”机制，保证店长到店员的基层员工都能按比例获得任务指标的超额部分。公司还在门店按照品类为单位共同制定目标与分配机制，充分激励到每一位员工。目前天虹的盈利可比门店均可以参与利润共享机制。

1.2. 打造扁平化高效率、学习型的组织架构

在强调效率的零售行业中，公司持续推进扁平化的组织架构。公司希望通过管理的扁平化，尽量压缩决策层级。天虹的职能部门不能超过 3 个层级、电子流审批不超过 5

个流程，公司希望用最少的流程提升决策效率。同时在沟通上，尽可能使用线上移动互联网的方式，避免开会中的一对一汇报环节，尽可能减少不必要的沟通时间。在组织扁平化带来的层级减少影响，公司还努力将冗余员工转向专业岗位，真正实现效率的提升。

同时，公司希望通过搭建内部培训体系，推进梯队人才培养，持续保持整个组织的活力和竞争力。公司优化育才、英才、优才等“梯队人才培养体系和培育方式，培养内容涵盖了战略视野、管理思维、经营理念到业务能力的提升。2018年公司共组织22个梯队人才培养项目，组织了12个岗位特训营，开发了40门专业课程及200多份内部学习资料覆盖从基层管理员到高管各个梯队的储备和现任人员。

在员工激励到位、组织架构扁平化、持续重视人才培养的多方面努力下，结合公司持续推进的数字化，天虹股份的员工人数量持续下降，人均创收逐年提升，效率的优化显而易见。

表 3：公司员工数量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
员工数量	15445	17001	16445	16176	15249	15225
人均收入(百万元)	1.04	1.00	1.06	1.07	1.22	1.26
人均利润(万元)	3.98	3.17	7.35	3.24	4.71	5.94

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 多业态运营的强零售能力、领先行业的数字化能力铸造公司核心竞争力

公司自12年持续推进“体验式、数字化、供应链”的三大战略以来，目前已逐渐具备了（1）因地制宜、运营多种业态的强零售能力以及（2）领先行业的数字化体系；而这两点也成为了公司最大的核心竞争力。

2.1. 多业态、多场景的运营能力，业绩稳定性领先同行

相较于全国性的大型地产开发商，“零售商”出身的天虹依靠多年零售经验、灵活的组织架构、以及充分的激励机制，逐渐形成了在不同地域、根据不同业态运营的硬件条件，打造专门适应当地消费者的特色业态的能力。公司在传统百货业态之外，已经逐渐具备了超市、购物中心、便利店等多种业态的运营能力，截止18年公司已经拥有68家综合百货、13家购物中心和81家超市。

表 4：公司门店数量

	2015	2016	2017	2018
综合百货数量	62	67	67	68
直营综合百货数量	61	65	64	64
购物中心数量	3	4	7	13
直营购物中心数量	3	4	7	11

便利店数量	166	157	148	159
超市数量（大部分位于百货、购物中心内）			68	81
独立超市数量			2	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从收入占比来看，最传统的百货业态目前占公司可比店收入 60%左右，而超市的收入占比已经达到 30%以上。

表 5：公司各业态收入占比

（单位：百万元）	2017	2018
可比店收入合计	16492	16673
百货（不包括百货内超市）	10583	10249
占可比店收入比	64%	61%
超市	5273	5601
占可比店收入比	32%	34%
购物中心（不包括购物中心内超市）	563	712
占可比店收入比	3%	4%
便利店	72	112
占可比店收入比	0%	1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多业态的运营能力让公司的业务稳定性明显优于同业。产品更为刚需的超市业务，以及租赁面积更大、联营面积更少的购物中心业务，使得公司的业务稳定性要更强于主营中高端百货为主的竞争对手。例如在整体大环境较为低迷 14~16 年的情况下公司可比店增速均明显优于同业。

18 年开始，我们看到不论是在大环境较好的上半年还是较低迷的下半年，公司的可比店增速领先同业的趋势更为明显，我们认为这与公司持续在门店体验、数字化、供应链上做的努力密不可分。

表 6：百货零售可比店收入增速

	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	2012H1	2012	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018
天虹股份	3.5%	4.3%	5.5%	3.9%	1.4%	1.3%	2.1%	-1.7%	-4.4%	-2.9%	-1.37% (联营 改租赁 收入不 可比， 下同)	2.73% (可 比销 售额 增幅)	估算可 比销售 额高单 位数增 长	估算可比 销售额中 高单位数 增长
金鹰商贸	8.6%	6.1%	5.6%	2.9%	-6.7%	-5.5%	-1.6%	-5.3%	-8.7%	-4.1%	2.3%	3.4%	1.5%	持平
王府井		8.7%	6.6%	2.6%	-7.9%	-7.6%	-3.6%	-6.0%		-1.6%	6.8%	10.7%		1.7%
新世界百货	9.2%	11.4%	0.4%	-4.3%	-9.5%	-7.0%	-8.5%	-8.9%		0.7%	2.0%	0.8%	-8.3%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从细分的每个业态来看，公司一方面已多次证明了其能在不同地区，根据周边不同的消费者和消费环境，打造不同百货/购物中心的能力；另一方面通过自有供应链的搭建，持续打造着自有超市的核心竞争力。

2.1.1. 百货：根据地方特色打造不同主题商场，“天虹”+“君尚”双品牌推进

作为公司发展最早的业务，天虹在百货商场的打造上，正在努力通过生活方式主题编辑引领百货业态创新。截止 18 年天虹共拥有 68 家百货，其中定位中产阶级家庭消费的“天虹”百货 18 年全国门店 65 家，而定位高端的“君尚”百货在全国共拥有 3 家门店。

表 7：公司百货数量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
百货店数量	59	62	67	62	67	67	68
“天虹”店	57	60	60	58	63	63	65
“君尚”店	2	2	4	4	4	4	3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在百货门店打造上，公司擅长根据周边客群因地制宜地打造不同百货。公司的百货门店实行街区化调整后效果明显，18 年关联品牌销售贡献同比增长 18.8%。(1) 传统百货主题编辑门店改革代表深南天虹店，作为 84 年开业的天虹体系内第一家百货深南天虹店的建筑面积仅 2 万平的老百货，虽然位于华强北商圈，但是受制于商场面积其整体可挖掘的空间较为有限。

因此针对有限的面积，公司决定将该店定位于专注服务特定人群的特色门店。在多次市场调研和访谈后，公司将深南天虹的目标群体定位为华强北周边年轻人中的 80 后时尚女性，在对门的进行全面更新的同时改名为天虹 Discovery，以此来形成与周边商场的差异化竞争。

基于这样的定位，公司决定将门店按照 80 后女性普遍的生活形态打造成了内衣馆、美妆馆、鞋履馆、儿童馆、运动馆五大品类馆；Relax 馆、Office 馆、家居馆、女士精品馆、男士精品馆、旅行馆六大生活场景馆。分主题编辑之后的门店，让消费者在有了更高的购物效率的同时，获得了更多在生活方式上的启发。

图 2：深南百货美妆馆、Office 馆



图 3：深南百货鞋履馆、Relax 馆



数据来源：联商网，东吴证券研究所

数据来源：联商网，东吴证券研究所

在分主题编辑之外，深南天虹也尽可能地在个性化的客户服务上注重细节，例如：在运动休闲区引入了跑步机和体脂测试仪，顾客可在购买运动鞋后体验跑步的脚感的同时也能获得渗透报告；在内衣馆打破一柜一试的试衣模式，推出集中试衣间+VIP 试衣间相结合的方式，让消费者一次性挑选多款不同品牌的产品进行试穿；在女装馆引进 3D 试衣互动体验项目等。

同时，包括高颜值的洗手间、空中花园、沙龙室等一系列设施也均让消费者获得了更高的体验。

图 4：天虹 Discovery 门店照片



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

(2) 新型中高端百货代表君尚 3019。作为公司新零售标杆，位于公司总部边的君尚 3019 开业于 2016 年，商场 8 层面积 4 万平，针对周边商业区较为密集的特点，君尚 3019 将年轻白领和时尚主妇为主的中产阶级作为主要的目标客群。

针对一线城市核心区激烈的市场竞争以及白领的生活特点，君尚 3019 将体验业态放到了比购物更重要的位置，君尚 3019 的体验面积占比达到 70%，包括滑雪、茶艺、插花、陶瓷、绘画、烹饪等等在内的体验业态均一应俱全，用一种全新的方式为城市中产阶级提供了新的消费选择。

图 5：君尚 3019 门店图片



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

数据来源：赢商网，东吴证券研究所

我们认为，这种在不同区域、针对当地客群打造不同百货形态、搭配不同商品组合的运营能力，是天虹旗下的百货商场能够在购物中心目前持续吸引流量的情况下，始终保持增长的核心。

2.1.2. 购物中心：力推“畅享欢乐时光”概念，利用自身门店运营实现差异化布局

天虹从 13 年开始经营购物中心，至 18 年已在深圳、杭州、苏州、吉安等 10 个城市拥有 13 家购物中心，这 13 个购物中心，总计面积 88.7 万平，平均面积 6.8 万平。

表 8：公司购物中心数量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
深圳	1	1	1	2	2	2
杭州		1	1	1	1	1
吉安		1	1	1	1	1
厦门					1	2
苏州					2	2
上饶						1
九江						1
宜春						1
浏阳						1
佛山						1
总计	1	3	3	4	7	13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与拥有雄厚资源的大型地产商激烈争夺核心城市核心商圈相比，“零售商”出身的天虹在资源禀赋上相对较为弱势，因此其扩张方向更倾向于一二线城市生活社区、以及三四线城市的核心地段。18 年公司开始快速向低线城市进行扩张。

表 9：公司 18 年新开购物中心面积

18 年新建购物中心	面积（平方米）
上饶购物中心	55411
九江购物中心	100000
宜春购物中心	90154
浏阳购物中心	50588
佛山 ipark	35000
厦门五缘湾	71844
平均	67166

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

一二线城市社区及三四线城市的商圈的经营环境差异化较大，这更需要购物中心运营者根据商圈周边的消费者特点，在体验业态、品类丰富度做到更好的取舍。这一方面要求购物中心运营者对周边消费者做出更精确的定位，用最有效的方式吸引消费者入店；另一方面要求其品类、品牌的陈列上做出改变，适应周边消费者的消费水平。

因此在其开始运营第一个购物中心起，天虹便将“畅享欢乐时光”作为其打造购物中心的核心主题，希望通过包括（1）主题街区打造、欢乐时光体验等方式为消费者提供不同的购物体验，（2）并利用自身百货的运营经验针对当地消费者搭配引入不同的品牌。目前公司的首个宝安天虹购物中心利润过亿，新开购物中心能在第一年扣除开办费用后亏损额控制在1000万内，第二年可以获得盈利。目前，公司的购物中心均能达到上述指标，其扩张模式被验证能够有效复制。

- （1）**特色化的主题街区编辑：**以深圳宝安购物中心为例，该购物中心同样不处于市中心，周边消费者也以年轻家庭型客户为主。在这样的背景下，公司打造了5000平的全国首个Kids Republic，以英伦风主题乐园的形式吸引家长带孩子进店，用英国各大著名景点作为装饰，打造整个购物中心的氛围，充分提升客流。

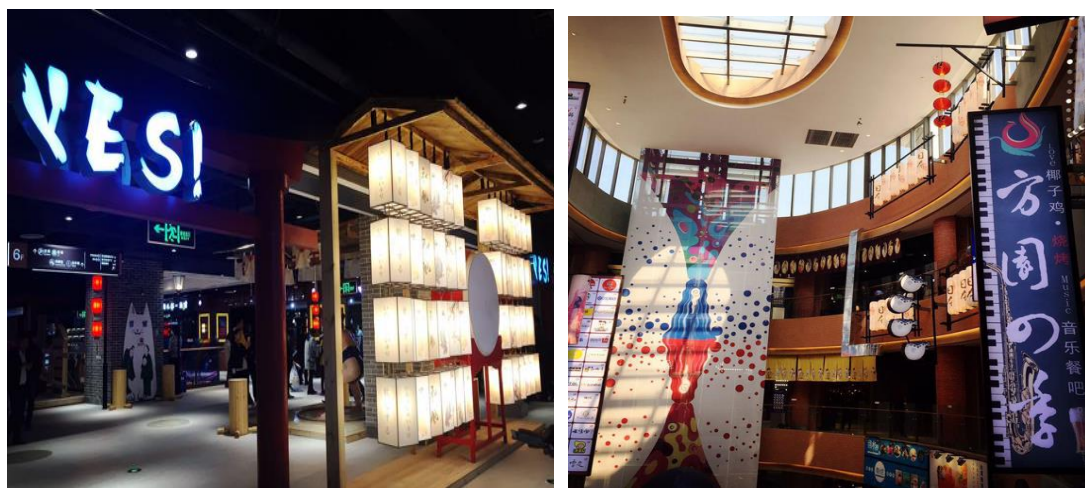
图6：公司宝安购物中心儿童共和国



数据来源：联商网，东吴证券研究所

在深圳新沙天虹，公司针对周边消费者以年轻打工族为主的特点，打造夜宴主题—Yes!街，一个营业时间至凌晨2点的夜生活地标。一方面以东方古街、淘金小镇等为主题元素形成氛围、突出主题。同时，以音乐为主题的欧美街，以户外街道室内化的设计风格为主，为顾客营造户外街区的视觉感。

图7：公司新沙购物中心主题街区



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

在新沙购物中心中，天虹针对年轻消费者将街头文化融入其中，包括精心设计的文艺海报、可供拍照的挡墙、乐器播放墙等等，让年轻消费者不断体验到新鲜感。

图 8：公司新沙购物中心



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

(2) 百货运营的资源 and 经验让公司的购物中心能够在保持体验的同时，也保持产品的丰富性以提升平效。在 7 万平的面积下一般购物中心可能大概能引入 200 个品牌，但是天虹能够引入 300 个品牌以上，这得益于天虹自身多年的百货运营经验。例如，天虹会在购物中心无缝引入自身百货商场，让百货与购物中心的客流自然双向流动。购物中心的导流，叠加公司的经营能力，使得百货服装、鞋帽、化妆品等集中在一整块区域的相关品类销售得到加强，提升了购物中心对消费者的吸引力和整体销售。

图 9：公司购物中心百货区域



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

2.1.3. 超市：坚持搭建自有供应链体系，打造核心竞争力

公司截止 18 年拥有超市数量 81 家，几乎标配于每一个天虹百货及购物中心内。同时公司于 17 年推出 sp@ce 品牌独立超市，作为国内首创的都市生活超市，天虹希望打造一个定位中高端、数字化、体验式的生活超市，为中产阶级家庭提供品质健康生活解决方案。sp@ce 超市最大的特点在于，其不用传统的商品分类设计整体动线，而是通过消费者的生活区块场景，从冰箱、厨房、到餐桌的顺序来设计主题专区导致动线。截止 18 年，公司的 sp@ce 品牌独立超市已有 10 家门店。

图 10：公司 sp@ce 门店



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

作为超市业务核心的特色供应链，(1) 公司的国际直采业务已覆盖东南亚、欧、美、澳、韩国等五大区的直采体系，18 年新增 39 个海外合作厂，累计合作已达 134 家，单品销售过百万的达到 45 个，销售额增长 61%；(2) 生鲜直采业务，公司在 18 年已形成 59 个直采基地，持续加快与基地的直接合作，来自自有生鲜果蔬源头直采的产品占销售在 17 年达到 43%；(3) 自有品牌方面，18 年公司持续推出新产品带动自有品牌销售增

速大幅上升至 102%，18 年开发 243 个新 SKU；针对城市白领对便利、健康、快速的需求大力发展 2R（Ready to Cook& Ready to Eat）商品及加工切配服务，2R 商品销售额增长 39%。

表 10：公司自有供应链打造

	2016	2017	2018
自有品牌收入增速	22%	32%	102%
全球直采收入增速	392%	增长逾 5 倍	61%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时在物流方面，在现有 9 个自营仓库总计 8.67 万平的基础上，公司在 2019 年将开始华南物流三期的建设，该物流中心具备常温配送、生鲜加工及中央厨房等综合型功能的物流园，主要为天虹华南区商超、便利店等自营业态提供物流服务。该中心预计 20 年 11 月竣工。

天虹的便利店则有微喔便利店（20-200 平方米）和微喔生活店（300-500 平方米）两个模式。天虹便利店主要围绕中青年消费者、都市白领的一日三餐，大力开发独有商品，通过与知名餐饮合作、打造网红商品等方式大力拓展速食商品。截止 18 年，公司的便利店已达 159 家。

2.2. 全面推进运营数字化，提升整体效率

作为需要兼顾供应链到终端销售的零售企业，前中后台的高效信息系统，是企业能否保持高效率运转的基本保障。天虹的自有数字化系统目前已经成为百货业内的数字化标杆企业。天虹的网上门店最早上线于 10 年 3 月，15 年推出独立 APP，17 年将电商运营部更名为数字化运营中心。这套自有的整体数字化系统已经从简单的前端引流向上深入至公司整体运营，不断提升公司整体运营效率，其整体数字化体系已经做到行业领先。

表 11：公司数字化进程

2010.3	网上天虹上线
2013.9	与腾讯开始合作，10 月微店上线
2014.1	实体店正式进入微店
2015.10	自有 APP 上线
2017.4	成立数字化经营中心
2018.4	与腾讯合作，成立“智能零售实验室”

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

19 年 5 月 6 日，公司公告与数字化业务骨干合资成立智慧零售服务公司灵智数科，已正式开始数字化能力的变现。

2.2.1. 前端数字化：线上多渠道一体化打通全渠道，数字化零售提升销售效率

目前天虹在线上的销售渠道包括独立 APP、微信公众号、微信小程序、PC、微店等多个渠道，且会员均全部打通。截至 2018 年底，天虹整体会员人数 1800 万、数字化会员人数达 1,644 万，其中 APP 会员人数 840 万，微信粉丝 645 万，微信小程序会员 159 万，消费活跃用户数占比 87%。2018 年公司的线上交易额达到 18 亿，同增 32%。

表 12：公司线上会员人数变化

(单位：万人)	2016	2017	2018
APP 会员	300	600	840
微信粉丝	500	600	645
微信小程序会员			159

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了单独的线上渠道外，为了保证客户粘性，天虹全面搭建线上线下互通的数字化服务体系，全面提升消费者购物体验。(1) 提供 3 公里送达的天虹到家业务已上市 66 家门店，订单已占到超市订单量 7.6%。(2) 线上线下渠道的优惠券也已经全面打通、其他包括线下购物、线上退货等业务也均持续推进。(3) 智慧停车已上线 37 家门店，全年停车订单量超过 727.5 万单，线上占比 39.2%。(4) 全渠道的服务评价体系中评价数已超过 100 万条。

消费者满意度提升带来的会员数增长，也帮助天虹更精准地为消费者画像，带来了更高效的营销效率。(1) 通过系统识别会员身份及行为，天虹会在后台为自己的消费者贴上不同种类的标签，更精准的数据这让天虹进一步强化了自己本就擅长的根据消费者打造门店的能力。(2) 纯线下时代仅能通过线下场地营销的方式进行广告宣传，然而现在天虹已能根据不同会员的画像精准地在线上 APP 或公众号迅速将营销活动推送至消费者，大大提升营销效率。

图 11：公司独立 APP 页面



数据来源：天虹 APP，东吴证券研究所

超市、百货门店数字化全面推进，也在持续提升门店的运营效率。天虹力推商品的数字化，目前超市数字化已基本完成，百货的数字化也正在持续推进。目前超市 90%/百货 20% 商品已实现数字化，在商品数字化后顾客可以直接通过微信扫码便可完成支付。商品数字化以及自助收银等系统的全面推进（18 年超市自主消费占比 35%），公司超市门店销售效率大幅提升。过去一家超市标配的 120-140 名员工现在仅需 60-70 人，数字化对财务报表的帮助有望逐渐显现。

同时，公司也在持续推进百货的数字化，希望持续提升百货联营专柜的数字化程度，并打造“超级导购”等服务提高顾客购物效率和体验。

2.2.2. 中后台数字化：运营数字化全面提升效率

面对中后台开发“大内总管”APP，提升中后台运营效率。“大内总管”APP 通过整合后台的商品信息、会员信息、单据、库存等一系列数据，为经营管理提供各类型数据分析及管理。门店经营者也能够通过 APP 实时看到运营数据及其他门店数据、历史数据，提升决策效率。同时，供应商也可通过 APP 查看下单及销售情况。该 APP 在 18 年日均启动 4 万次，正在逐步帮助公司降低财务人员数量，提升中后台效率。我们认为与前台的数字化一样，中后台的数字化也有望逐步从财务报表看到效果。

供应链的数字化，提升采购和选品效率。公司的供应链数字化平台 1.0 平台在 18 年 5 月上线，让供应商可以直接通过线上平台与公司进行合作。19 年 2 月 2.0 平台的上线，能够实现全国天虹超市品类需求展示功能，提高采购需求匹配度，提升采购效率。供应商可以直接通过微信、逐步扫描功能直接申请成为就近区域的天虹供应商并提报新

商品。

同时公司也和智能零售服务商哈步合作，通过对顾客的大数据分析，理解顾客的决策关键因素及流程，了解顾客需求，做到商品的精准选品。在比如食用油、酱油等品类哈步均帮助公司进行了品类的优选。

3. 18年开始迎来外延发展黄金期，自建+轻资产模式快速扩张

天虹在零售运营能力、数字化上积累的核心竞争力，使得公司在内生增速优于同业的基础上，在购物中心向低线城市下沉的浪潮下迎来了快速外延发展的黄金时期。

3.1. 强零售能力使公司以较低的成本，加速向下渗透门店

门店调整结束，开启新一轮扩张周期。公司在16年基本结束了前期门店调整，18年开始公司以一二线城市社区生活中心、三四线城市中心的定位开始了新一轮的购物中心扩张。

表 13：公司门店扩张历程

综合百货	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
门店数量	43	50	59	62	64	62	67	67	68
开店		8	9	4	6	2	5	2	2
关店		1	0	1	4	4	0	2	2
购物中心									
门店数量				1	3	3	4	7	13
购物中心净开店数量				1	2	0	1	3	6
营业面积(万平米)				7.2	22	22	32	54	89
平均单店面积				7.2	7.3	7.3	8.0	7.7	6.8
便利店									
门店数量					158	166	157	148	159
独立 SPACE 超市									
门店数量								2	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益于公司较强的零售能力，公司对物业所处的商圈成熟度要求相对较低，有效节约了扩张成本和扩张时间。由于公司较强的零售能力，其有能力成功运营商圈并不成熟的购物中心，这使其可以以较快的速度、较低的成本进行门店扩张。从目前公司公告的储备项目看，公司项目的平均初始装修设备（8000万左右）加首年租金，单个项目的初始投资在1.3亿左右，资本开支基本可控。同时，相对较低的开店成本以及较强的零售能力，让公司的购物中心能够将第一年的亏损控制在一千万之内，同时做到新购物中心在1.5-2年盈利。

同时对于物业较强的适应性,使天虹在整体购物中心向低线城市扩张的背景下在 18 年开始明显加快了新项目的扩张节奏。天虹在 18 年新增 9 个直营购物中心项目储备、2 个直营百货项目储备。我们预计未来每年天虹都能以双位数的大店(百货+购物中心)扩张速度进行门店扩张。

表 14: 公司购物中心储备情况

项目名称	签约时间	租赁面积(平方米)	租赁期限(年)	租金、设备使用费(万元)	装修、设备购置(万元)	预估初始投资额(装修费+首年租金)(万元)
佛山市禅城区岭君广场	2014 年 6 月 18 日	80000	20	111,029	8,659	14210
深圳宝安闽泰项目	2015 年 7 月 13 日	100000	20	210,880	15,547	26091
萍乡市角凤凰天成项目	2015 年 12 月 1 日	80000	20	62,700	8,943	12078
喜来乐中央生活城	2016 年 1 月 14 日	90048	20	67,398	9,749	13119
广东惠州创富商贸广场	2017 年 12 月 26 日	61781	20	62,863	4,869	8012
湖南永州金盘世界城	2018 年 1 月 18 日	100000	20	81,610	3,945	8026
吴江财智商业中心	2018 年 3 月 16 日	63000	20	93,857	6,944	11637
长沙县世景国际广场	2018 年 7 月 5 日	54000	20	56,485	4,989	7813
惠州博罗润发广场项目	2018 年 7 月 19 日	61545	20			
东莞市旧锡边村	2018 年 7 月 23 日	96000	20	119,300	9,479	15444
厦门特运运营中心	2018 年 7 月 27 日	43014	20	94,885	6,579	11323
湖南省长沙县方略城市广场项目	2018 年 11 月 20 日	80000	20	109,162	7,334	12792
东莞塘厦天悦中央项目	2018 年 12 月 3 日	44380	20			
深圳合正观澜汇项目	2018 年 12 月 7 日	100000	20	81,610	3,945	
平均		75269		95982	7582	12777

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

3.2. 次新购物中心成熟也将成为公司增长新动力

天虹目前的 13 个购物中心中 17 年 1 月 1 日之前开业的购物中心只有 4 个,18 年 1 月 1 日之前开业的购物中心为 7 个,其中 5 个为直营购物中心。

表 15: 公司现有购物中心概况

购物中心名称	开业日期	面积
宝安中心区天虹购物中心	2013/10/26	72,000
杭州购物中心	2014/06/27	73,049
吉安购物中心	2014/07/16	101,260
深圳新沙天虹购物中心	2016/12/16	106,000
厦门君尚购物中心	2017/04/28	56,091

苏州石路天虹 CC. Mall	2017/5/19	90,000
苏州相城天虹购物中心	2017/12/29	114,769
上饶余干天虹购物中心	2018/02/04	55,411
九江天虹购物中心 (加盟)	2018/06/16	100,000
宜春天虹购物中心	2018/07/27	90,154
浏阳天虹购物中心	2018/09/19	50,588
佛山 IPARK (管理输出)	2018/09/29	45,000
厦门五缘湾购物中心	2018/12/22	71,844

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从收入贡献看，18年的4家成熟购物中心（包含购物中心内的超市）占收入总量相对较小（仅占5.1%）；随着已有的几家购物中心的逐渐成熟，我们预计未来成熟购物中心收入占天虹整体收入的比将不断扩大。

表 16：公司老店、新店收入分布

	2018	2019E	2020E	2021E
公司总收入	19,138	20,291	22,117	24,521
YOY	3.25%	6.03%	9.00%	10.87%
可比店（两年以上老店）	16673	17489	18991	21402
占比	87.1%	86.2%	85.9%	87.3%
百货（含超市）	15586	15514	15760	16007
占比	81.4%	76.5%	71.3%	65.3%
直营店数	62	63	64	65
购物中心（含超市）	975	1741	2708	4584
占比	5.1%	8.6%	12.2%	18.7%
直营店数	4	7	11	19
新店销售（两年以内）	1305	1512	1977	2076
占比	6.8%	7.5%	8.9%	8.5%
直营购物中心数量	7	12	16	16
独立超市数量	10	15	22	27

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 加盟、管理输出等轻资产模式将逐步落地

在扩张自营项目之外，公司还在尝试轻资产的加盟和管理输出模式扩张。由于公司较强的零售管理能力，以及现在越来越激烈的购物中心竞争，公司向当地地产商输出管理的轻资产模式预计将会逐步增多。天虹的轻资产模式包括加盟模式（项目使用“天虹”品牌）、管理输出模式（项目方不使用“天虹”品牌）等方式。

18年除去便利店外，公司共有8个加盟/管理输出门店，包括了4家百货、两家购物中心（1个管理输出）、2家独立超市。18年加盟服务收入3422万元。

表 17: 公司轻资产模式门店

	开店日期	门店面积
江西共青城天虹 (百货)	2016/05	39000
江西泰和天虹 (百货)	2017/11	30000
九江天虹购物中心 (购物中心)	2018/06	100,000
佛山 IPARK (购物中心, 管理输出)	2018/09	45,000
赣州定南天虹 (百货)	2018/11	22,300
sp@ce 惠州龙溪万润城店	2018/12	3,640
sp@ce 惠阳新圩镇诚杰壹天地店	2018/12	3,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在此基础上,公司在18年又新增3个百货/1个购物中心的加盟/管理输出储备项目,我们预计在未来这种轻资产、降低公司成本同时帮助当地地产商提升物业价值的双赢合作模式将会被公司持续使用。

表 18: 公司轻资产模式储备项目

	面积	签约日期	签约时长	模式
江西省吉安市铜锣湾广场项目	82600	2017/9/15	20	加盟
莆田市涵城水韵城项目	35900	2017/11/22	5+2 年	加盟
宁乡春城万象广场项目 (装修租赁分成, 一期已开业)	20,115	2018/1/17	2023/4/30	管理输出
泰州天虹购物中心	130,000	2018/3/29	20	加盟
赣州旺达广场项目	22,510	2018/10/26	15 年	加盟
赣州定南容汇广场项目	22,300	2018/11/7	20 年	加盟

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 财务分析: 毛利率逐步提升, 账上现金充沛

4.1. 毛利率随租赁业务占比提升而提高, 带动净利率提升明显

公司的毛利率在近年表现出逐年上升的趋势。公司的业务分为零售、地产和其他业务收入, 其中最主要的直营零售业务毛利率从17年的25.3%上升至18年的26.5%。

表 19: 公司利润率情况

(单位: 亿元)	2017	2018
总收入	185.4	191.4
毛利率	25.8%	27.3%
直营零售业务	173.2	179.8
毛利率	25.3%	26.5%
地产收入	7.4	5.5
毛利率	31.9%	33.1%
其他业务收入	4.7	6.1

毛利率	34.9%	43.8%
-----	-------	-------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

直营零售业务的毛利率明显提升主要由于公司街区化场景调整后，租赁收入的持续提升。公司在百货门店持续推进主题陈列与主题编辑营销，同时提升体验业态占比，而这些体验业态租赁面积占比更高。因此天虹高毛利率的租赁收入占比逐渐提升，在联营收入下降并不明显的情况下高毛利率业态收入的提升（18 年可比店租赁业务收入提升 20.7%），带动公司整体毛利率提升。

表 20：公司不同业态利润率

(单位：亿元)	2017	2018
可比店收入	163.0	165.6
毛利率	25.2%	26.4%
可比自营收入	47.7	49.9
毛利率	24.5%	24.3%
可比联营收入	104.2	102.3
毛利率	20.2%	20.6%
可比租赁收入	11.1	13.4
毛利率	75%	78%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从费用率来说，随着公司数字化战略的逐步推进、和内部效率的提升，在人工成本逐渐提升、开店速度加快的背景下，天虹的费用率保持了相对的稳定。

毛利率的提升以及费用率的相对稳定，使得公司的净利率在近两年提升趋势明显；公司可比门店的利润增速明显在 18 年以来达到接近 20% 的利润增速。

表 21：公司门店增速

	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018
累计可比同店收入增速												
(17、18 年联营改租赁导致收入不可比)	5.51%	3.89%	1.44%	1.25%	2.08%	-1.66%	-4.38%	-2.94%	-1.37%	-0.23%	2.50%	1.58%
累计同店利润增速	20.56%	13.23%	3.20%	4.20%	4.25%	-5.30%	5.16%	9.73%	14.04%	17.37%	19.13%	17.07%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

可比店利润的增长叠加门店数量的扩张，使得在扣除地产贡献的净利润后，公司近两年利润增速达到 30% 左右。

表 22：公司费用率、净利率

	2016	2017	2018
销售费用率	18.1%	18.4%	19.0%
管理费用率	1.8%	2.1%	2.3%

净利润	524.11	718.19	904.38
YOY		37%	26%
净利率	3.0%	3.9%	4.7%
扣除地产净利润 (估计)	512	659	860
YOY		29%	31%
扣除地产净利率 (估计)	3.0%	3.7%	4.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 账上现金充裕，现金流稳定充沛

公司账上现金充裕，资产结构健康。截止 18 年底，天虹的 160 亿左右总资产中，现金及理财接近 76 亿，固定资产近 45 亿。同时，公司账上并无有息负债，大量现金的来源是公司的应付和预收账款。由于应收和预付账款均为公司日常经营的正常结转，多年来一直保持稳定，因此公司账上有充裕的现金用于未来的扩张。

表 23：公司资产负债表情况

(单位：百万元)	2016	2017	2018
固定资产	2109	3817	4469
货币资金	4968	4656	3969
流动资产	2407	2151	3621
账上现金总计	7375	6808	7590
总资产	14758	15407	16255
应付账款	3460	3672	3473
预收账款	4666	4349	4583

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司现金流也较为充沛。作为零售行业的国内龙头企业，公司在上下游较强的谈判地位以及行业自身属性，使得其经营性现金流也较为充沛，18 年公司经营性现金流超过 20 亿。

表 24：公司经营性现金流情况

(单位：百万元)	2016	2017	2018
经营活动产生的现金流量净额	1,632	1,123	2,195
归属于母公司所有者的净利润	524	718	904

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测：门店扩张及次新店成熟带动利润快速增长

首先从扩张角度，公司出色的零售能力和充沛的现金流保证了其在未来几年能够保持较快的扩张速度。一方面公司较强的零售能力使其能够在不同的商圈开出购物中心，另一方面公司充沛的现金流（70 亿现金/每个购物中心投入 1.2 亿左右）也保证了公司未来购物中心的扩张速度。

我们预计，未来几年公司会持续保证较快的扩张速度，在自建加轻资产扩张的共同作用下，大店（购物中心+百货）数量有望每年以双位数的速度增长。同时公司的独立超市也会以较快的速度增长。

表 25：公司未来门店扩张速度

	2018	2019E	2020E	2021E
综合百货数量	68	69	70	71
直营综合百货数量	64	65	66	67
购物中心数量	13	25	37	49
直营购物中心数量	11	19	27	35
独立超市数量	10	17	29	39

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

次新店成熟方面，18 年的 4 家成熟购物中心（包含购物中心内的超市）占收入总量相对较小（仅占 5.1%）；随着已有的几家购物中心的逐渐成熟，以及公司持续在购物中心上的扩张，我们预计在 21 年开业两年以上的成熟购物中心将能贡献公司接近 20% 的收入。

表 26：公司未来新门店成熟速度

	2018	2019E	2020E	2021E
公司总收入	19,138	20,291	22,117	24,521
YOY	3.25%	6.03%	9.00%	10.87%
可比店（两年以上老店）	16673	17489	18991	21402
占比	87.1%	86.2%	85.9%	87.3%
百货	15586	15514	15760	16007
占比	81.4%	76.5%	71.3%	65.3%
直营店数	62	63	64	65
购物中心	975	1741	2708	4584
占比	5.1%	8.6%	12.2%	18.7%
直营店数	4	7	11	19
新店销售（两年以内）	1305	1512	1977	2076
占比	6.8%	7.5%	8.9%	8.5%
直营购物中心数量	7	12	16	16
独立超市数量	10	15	22	27

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率方面，随着租赁业态较多、毛利率较高的购物中心收入占比逐渐提升，我们预计天虹的毛利率有望持续提升。同时受益于数据化战略的推进，我们预期公司整体效

率有望持续提高，虽然人工成本依旧会逐步提升，但是我们预计公司整体费用率将保持稳定。

在毛利率逐步提升，费用率整体平稳的情况下，公司净利率有望持续提升，同时使得公司未来三年零售主业净利润有望保持接近 20% 的复合增速。

同时，我们认为由于天虹未来的扩张主要以购物中心及独立超市为主，随着这些业绩稳定性更强的业务占比持续提升，未来天虹的扩张在提升收入、利润规模的同时，也有望进一步提升公司业务的稳定性。

表 27：公司未来业绩预测

	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	19,138	20,291	22,117	24,521
YOY	3.25%	6.03%	9.00%	10.87%
毛利率	27.25%	27.95%	28.50%	29.12%
直营零售业务	17,978	19,001	20,968	23,478
YOY	3.79%	5.69%	10.36%	11.97%
毛利率	26.52%	27.18%	27.74%	28.41%
销售费用率	19.0%	18.8%	18.8%	18.9%
管理费用率	2.29%	2.20%	2.20%	2.30%
归母净利润	904	1,037	1,207	1,405
YOY	25.92%	14.63%	16.39%	16.42%
归母净利率	4.73%	5.11%	5.46%	5.73%
扣除地产归母净利润	849	987	1,187	1,405
YOY	31.85%	16.19%	20.26%	18.38%
归母净利率	4.57%	4.99%	5.41%	5.73%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

作为百货行业的龙头企业之一，天虹多年积累的零售能力磨炼出的多业态、多地域的运营能力，保证了其优于同业的业绩稳定性。另一方面，公司自有的整体数字化系统不断帮助公司从前到后不断提升公司整体运营效率。

从未来成长角度来看，在购物中心下沉的大背景下，公司优秀的运营能力使得其可以在更差、更小的面积下运营购物中心，保证了公司能够以较快的速度、较低的成本进行购物中心的扩张。另一方面随着业绩稳定性较高的购物中心/超市业务占比持续提升，我们预计公司的业绩稳定性在未来有望持续提升。

在门店数量扩张以及次新店成熟的共同带动下，我们预计公司 19-21 年归母净利润 10.4/12.1/14.0 亿，增速分别为 15%/16%/16%，对应 PE 15/13/11X。公司估值虽然高于同行竞争对手，但是考虑到其更快的业绩增速、以及随着购物中心/超市扩张带来的持

续增加的业绩稳定性，首次覆盖给予“买入”评级。

表 28：可比公司估值、业绩增速

	2019 PE	2020 PE
天虹股份	14.8	12.7
归母净利润增速	14.6%	16.4%
王府井(万得一致预期)	10.5	9.3
归母净利润增速	4.7%	12.0%
鄂武商(万得一致预期)	8.1	8.0
归母净利润增速	0.1%	2.4%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1、公司异地扩张效果不及预期：公司希望在 19 年开始以双位数的大店（购物中心/百货）速度扩张，但是扩张进度还取决于拿地、装修进程等其他情况
- 2、零售大环境变化对公司带来影响；公司主要的百货业务依旧较容易受到整体经济环境影响，经营业绩可能出现波动
- 3、新的零售技术出现对公司业绩产生影响：各种线上线下结合的新技术可能会让公司遇到更多新业态，使公司遭遇客流被分流挑战

天虹股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9125.8	9298.3	9249.1	9404.3	营业收入	19138.0	20291.0	22116.8	24521.4
现金	3968.5	4465.6	3991.9	3474.5	营业成本	13921.9	14620.2	15814.4	17381.3
应收款项	65.1	70.2	77.3	80.9	营业税金及附加	155.3	164.7	179.5	199.0
存货	1050.3	596.4	605.6	666.8	销售费用	3626.9	3814.7	4158.0	4634.5
其他	4041.8	4166.1	4574.3	5182.1	管理费用	439.0	446.4	486.6	564.0
非流动资产	7128.8	7818.8	9075.0	9770.5	财务费用	(28.7)	(51.4)	(45.7)	(46.8)
持有至到期投资	152.3	152.3	152.3	152.3	资产减值损失	3.7	3.9	4.9	6.0
固定资产	4469.3	5057.6	6225.3	6825.4	加: 投资净收益	110.4	70.0	70.0	70.0
在建工程	1.2	5.0	5.0	5.0	其他收益	6.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	938.8	938.8	938.8	938.8	营业利润	1162.9	1362.6	1589.2	1853.4
其他	1567.2	1665.1	1753.6	1849.1	营业外净收支	5.9	20.0	20.0	20.0
资产总计	16254.6	17117.1	18324.1	19174.8	利润总额	1168.8	1382.6	1609.2	1873.4
流动负债	9561.1	10019.2	10705.4	10946.4	所得税费用	264.2	345.6	402.3	468.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.3	0.3	0.3	0.3
应付账款	3473.5	3836.6	4070.6	4206.2	归属母公司净利润	904.4	1036.7	1206.6	1404.8
其他	6087.7	6182.6	6634.8	6740.2	EBIT	1150.1	1409.8	1657.9	1941.6
非流动负债	122.5	74.8	77.3	83.7	EBITDA	714.5	999.2	1231.0	1498.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	122.5	74.8	77.3	83.7	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债总计	9683.6	10094.0	10782.7	11030.1	每股收益(元)	0.75	0.86	1.01	1.17
少数股东权益	3.5	3.5	3.5	3.5	每股净资产(元)	5.47	5.85	6.28	6.79
归属母公司股东权益	6567.5	7023.1	7541.4	8144.7	发行在外股份(百万股)	1200.3	1200.3	1200.3	1200.3
负债和股东权益总计	16254.6	17117.1	18324.1	19174.8	ROIC(%)	13.5%	15.1%	16.5%	0.0%
					ROE(%)	14.4%	15.3%	16.6%	17.9%
					毛利率(%)	27.3%	27.9%	28.5%	29.1%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	4.7%	5.1%	5.5%	5.7%
经营活动现金流	2194.6	2437.5	2192.8	1910.9	资产负债率(%)	59.6%	59.0%	58.8%	57.5%
投资活动现金流	(1897.7)	(1488.2)	(2148.2)	(1825.1)	收入增长率(%)	3.2%	6.0%	9.0%	10.9%
筹资活动现金流	(369.4)	(452.2)	(518.3)	(603.3)	净利润增长率(%)	25.9%	14.6%	16.4%	16.4%
现金净增加额	(72.5)	497.1	(473.7)	(517.4)	P/E	16.9	14.8	12.7	10.9
折旧与摊销	435.6	410.6	427.0	443.4	P/B	2.33	2.18	2.03	1.88
资本开支	554.3	761.1	757.3	757.3	EV/EBITDA	21.42	15.32	12.43	10.21
营运资本变动	933.92	1137.73	664.11	174.83					

数据来源: wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

