

天虹股份 (002419) 深度研究

三大战略相辅相成, 塑造核心竞争能力

2019 年 06 月 11 日

【投资要点】

- ◆ 公司是跨区域百货龙头公司, 经营百货、购物中心、超市和便利店四种业态, 经营业绩稳健, 公司毛利率、净利率均高于行业平均值, 且差距呈逐渐扩大趋势。
- ◆ 百货行业有回暖迹象, 数字化改造成为重要趋势。龙头百货 18 年转型初具成效, 样本企业 18 年销售总额, 利润总额, 主营业务利润三项指标近年来首次均为正值。多数企业已开始应用数字化手段对门店进行改造, 八成门店表示增加店内科技应用元素能够有效提高客流和销售额。天虹的数字化水平位居同行前列, 改造效果正在逐步凸显。
- ◆ 公司坚持体验化、供应链、数字化三大战略, 数字化手段是提升前中后台运营水平强有力的工具, 高度数字化水平能够辅助商场在合适的时间、地点为消费者提供合适的产品, 同时在后台也能够提升效率、降低成本。定位家庭、服务周边的体验化战略, 使得用数字化手段洞察消费者行为更有意义, 而打造供应链, 把超市业态做强, 则更能满足周边居民的高频必选品的需求, 从而用高频带动低频, 有效黏住客流。三大战略相辅相成, 逐步构建起不易被模仿的竞争优势。

【投资建议】

- ◆ 预计天虹股份 2019/2020/2021 年营业收入分别为 208.01/ 232.27/ 253.57 亿元, 归母净利润分别为 10.05/11.91/13.89 亿元, EPS 分别为 0.84/0.99/1.16 元, 对应 PE 分别为 14.88/12.55/10.77 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19137.95	20801.10	23226.62	25357.40
增长率 (%)	3.25	8.69	11.66	9.17
EBITDA (百万元)	1575.76	1512.63	1732.85	1955.11
归属母公司净利润 (百万元)	904.38	1005.38	1191.27	1388.62
增长率 (%)	25.92	11.17	18.49	16.57
EPS (元/股)	0.75	0.84	0.99	1.16
市盈率 (P/E)	16.54	14.88	12.55	10.77
市净率 (P/B)	2.28	2.11	1.92	1.72
EV/EBITDA	6.97	6.70	4.49	3.26

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 数字化改造水平不及预期;
- ◆ 宏观经济及消费者需求不及预期。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

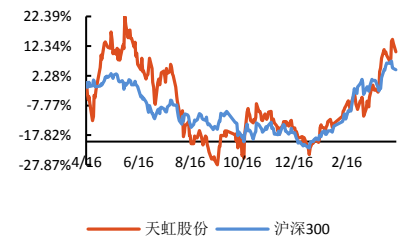
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 孙诗萌

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	17884.47
流通市值 (百万元)	17878.34
52 周最高/最低 (元)	20.83/9.66
52 周最高/最低 (PE)	24.98/13.61
52 周最高/最低 (PB)	3.29/1.86
52 周涨幅 (%)	10.41
52 周换手率 (%)	154.64

相关研究

- 《坚持三大战略, 毛利率稳步提升》
2019.03.15
- 《天虹赣州连落两子, 发力华中大区》
2018.11.09
- 《继续推进三大战略, 盈利表现良好》
2018.08.17
- 《与腾讯联手, 加速数字化转型》
2018.04.26
- 《业态升级创新, 助力营收利润增长》
2018.03.15

正文目录

1. 公司基本情况	4
1.1. 公司是跨区域百货龙头公司	4
1.2. 2018 年公司经营稳健，毛利率净利率持续提升	5
2. 行业有回暖趋势，百货公司持续改造升级	6
2.1. 消费者信心指数连续攀升，消费呈回暖态势	6
2.2. 百货行业加速转型，数字化改造成为重要趋势	7
3. 坚持三大战略，不断构建长期可持续的竞争优势	9
3.1. 体验化战略，聚焦周边客群，提升客户粘性	9
3.1.1. 商场的定位分类	9
3.1.2. 门店聚焦周边客群，欢乐、亲子业态备受好评	10
3.2. 夯实供应链，超市、百货相互引流	13
3.3. 利用数字化工具，聚客、降费效果可期	15
3.3.1. 服务数字化，提升消费者购物体验	15
3.3.2. 商品数字化，打通线上线下库存	16
3.3.3. 顾客数字化，积累数字用户资产	16
3.3.4. 经营管理数字化，为前台的稳定流畅提供中后台支撑	18
4. 盈利预测	20
5. 估值和投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 2019Q1 分业态可比门店营收占比	4
图表 4: 公司门店分布	4
图表 5: 2019Q1 分区域营收占比	5
图表 6: 2018 营收排名前十门店	5
图表 7: 分区域毛利率情况	5
图表 8: 分业态可比门店毛利率情况	5
图表 9: 公司历年营收情况	6
图表 10: 公司历年扣非归母净利润情况	6
图表 11: 公司历年毛利率净利率、三费情况	6
图表 12: 公司与行业毛利率、净利率比较	6
图表 13: 社零总额当月同比增速	7
图表 14: 消费者信心指数	7
图表 15: 3 月份多数类别限上增速快于 18 年及 19 年一季度	7
图表 16: 网上商品零售额占比趋于稳定	7
图表 17: 限上百货主营收入、利润（亿元）	8
图表 18: 限上百货从业人数	8
图表 19: 样本百货企业经营情况	8
图表 20: 样本百货企业体验式消费占比	8
图表 21: 样本企业自营商品涉及品类	8
图表 22: 百货业开发自有品牌的难点	8
图表 23: 样本企业在门店应用科技情况	9
图表 24: 样本企业收集消费数据的目的	9

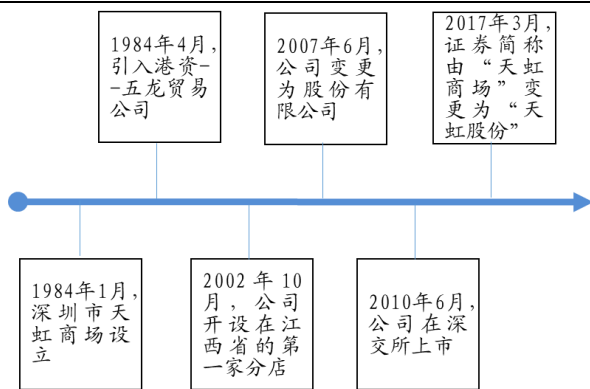
图表 25: 百货/购物中心定位.....	10
图表 26: 公司近期打造的主题街区.....	11
图表 27: 公司一二线城市主要门店评分.....	11
图表 28: 相城天虹购物中心评价.....	11
图表 29: 2018 年各公司预收款项情况.....	11
图表 30: 天虹商业购物卡占预收款比重.....	11
图表 31: 公司在深圳地区的门店分布.....	12
图表 32: 公司近两年开业门店及储备门店情况.....	12
图表 33: sp@ce 超市环境.....	14
图表 34: sp@ce 超市特色.....	14
图表 35: 公司不断夯实超市供应链.....	14
图表 36: 天虹超市供应链合作平台.....	14
图表 37: 公司超市业务可比店营收增速.....	14
图表 38: 公司超市业务毛利率与其他公司对比.....	14
图表 39: 天虹扫码购.....	15
图表 40: 智慧门店 2.0 版的数字化大屏.....	15
图表 41: 零售行业上市公司 DUA Top10.....	17
图表 42: 零售行业上市公司 DUA 矩阵.....	17
图表 43: 百货数字化解决方案.....	17
图表 44: 大内总管 APP.....	18
图表 45: 公司新的流程体系.....	18
图表 46: 公司的增长机会.....	19
图表 71: 盈利预测关键财务数据.....	20
图表 48: 同行业估值比较（2019-06-06）.....	20
图表 49: 历史 PE（TTM）区间.....	21
图表 50: 历史 PB 区间.....	21
图表 51: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	21

1. 公司基本情况

1.1. 公司是跨区域百货龙头公司

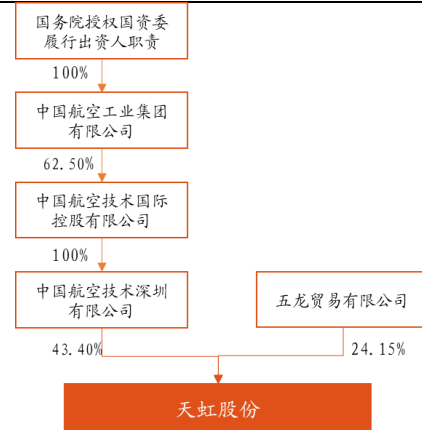
公司是中国第一家中外合资的百货商场，1984年1月成立，4月引入港资股东五龙贸易公司，之后又经过多次的增资、改制，2007年变更为股份有限公司，2010年公司在深交所上市，2017年3月，公司证券简称由“天虹商场”更名为“天虹股份”，更加强调多元业态的发展模式。股权结构上，公司是经营百货为主业的上市公司中唯一的一个央企，中航系控股43.40%。

图表 1: 公司历史沿革



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

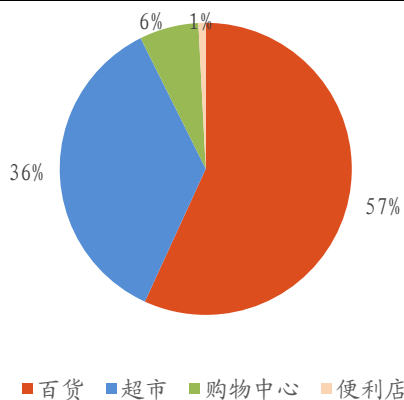
图表 2: 公司股权结构



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

公司目前经营百货、购物中心、超市和便利店四种业态，营收占比以百货和超市为主，购物中心为目前及未来会重点发展的业态，便利店则在逐步探索的过程中，在毛利率方面，便利店最高，购物中心次之，但由于公司百货门店占比较高，因此综合毛利率还是与百货业态的毛利率最为接近。分区域来看，公司是A股市场以百货为主营业态的公司中，少有的跨区域复制的龙头公司。截至2019年Q1，公司共经营81家百货/购物中心和81家超市，门店重点覆盖华南、华中区。深圳为公司传统优势区域，2018营收前十门店中7家为深圳的门店，整体来看华南区门店营收占比超过60%，毛利率也是各个区域中最高的。华中区近几年新开门店较多，随着门店逐渐进入成熟期，华中区营收占比和毛利率有望进一步提升。

图表 3: 2019Q1 分业态可比门店营收占比



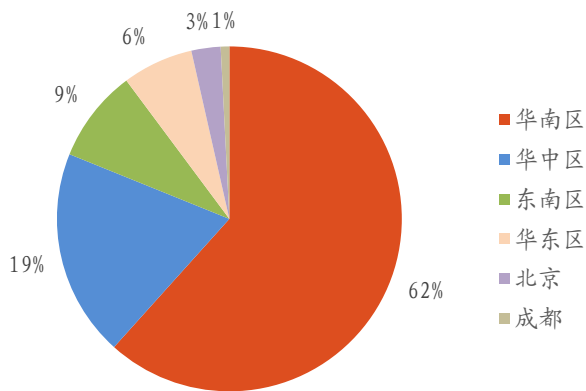
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 公司门店分布

区域	百货	购物中心	超市	门店数占比
华南区	36	3	46	52%
华中区	19	5	23	29%
东南区	5	2	6	8%
华东区	4	3	3	6%
北京	3	—	2	3%
成都	1	—	1	1%
合计	68	13	81	100%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5：2019Q1 分区域营收占比



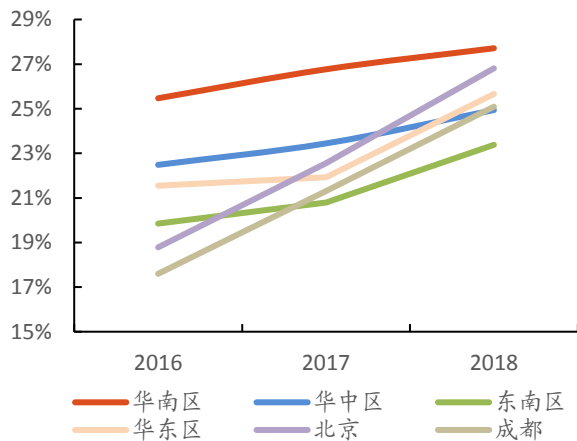
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：2018 营收排名前十门店

门店名称	地址	面积（平方米）
常兴天虹	广东省深圳市	31,309.17
南昌中山天虹	江西省南昌市	49,058.42
公明天虹	广东省深圳市	38,242.41
沙井天虹	广东省深圳市	31,854.24
宝安中心区天虹购物中心	广东省深圳市	71,433.90
君尚中心店	广东省深圳市	37,760.63
创业天虹	广东省深圳市	19,288.10
苏州金鸡湖天虹	江苏省苏州市	51,296.60
东莞君尚	广东省东莞市	77,653.49
西丽天虹	广东省深圳市	17,509.89

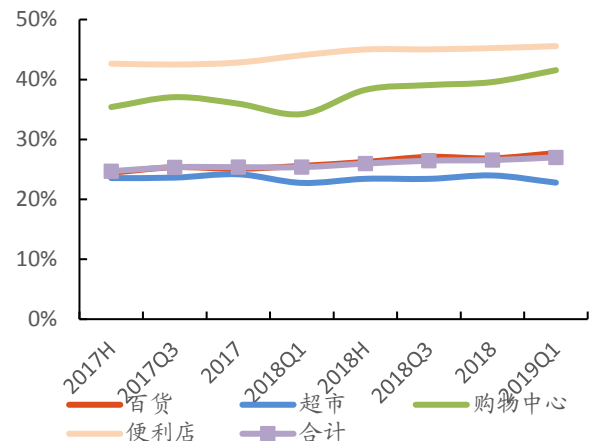
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：分区域毛利率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：分业态可比门店毛利率情况

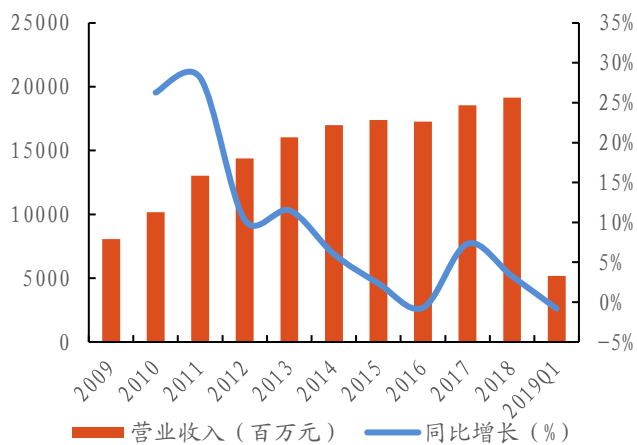


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 2018 年公司经营稳健，毛利率净利率持续提升

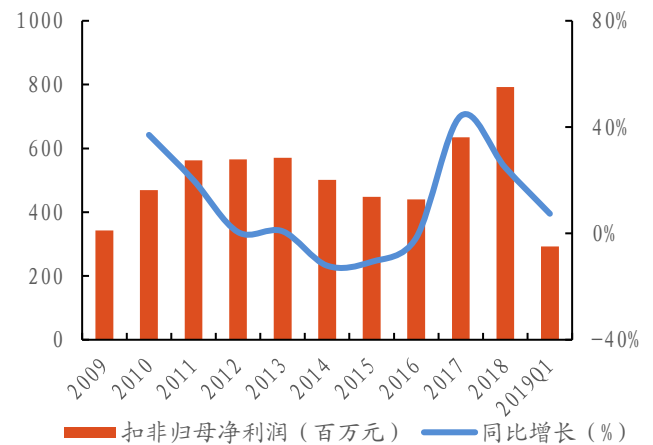
随着宏观经济换挡降速、电子商务大力冲击、反腐工作抑制高端消费等因素，叠加百货行业同质化严重，2013 年以后百货零售业的销售额增速呈逐年下降趋势，到 2016 年增幅为-0.54%。受行业影响，公司营收 2016 年增速也有小幅下滑，但随着公司不断增强改造升级，不断提升消费者体验，2017 年公司营收迅速回升，18 年也保持了个位数的增长，达到 191 亿元。相比于营收增速，公司的业绩增速表现更为亮眼，18 年扣非归母净利润 9.04 亿元，同比增长 25.9%，这主要得益于公司不断增长的毛利率，2018 年达到 27.25%，同比增加 1.49pct，尽管随着公司规模的增长以及租金水电等费用的上涨，使得期间费用率也有所增加，但总体来看，净利率近两年依然保持着稳步增长的态势。公司毛利率、净利率均高于行业平均值，且差距呈逐渐扩大趋势。

图表 9：公司历年营收情况



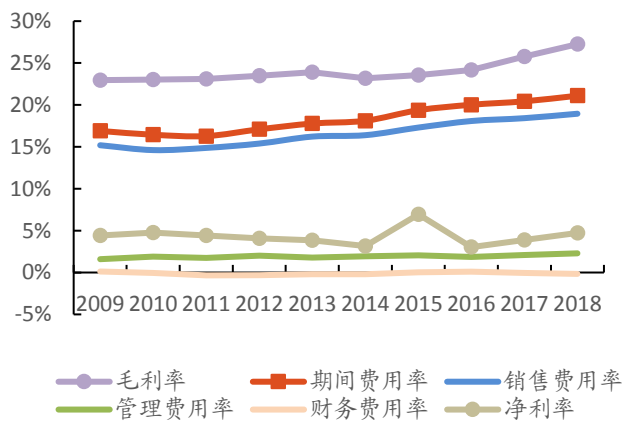
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10：公司历年扣非归母净利润情况



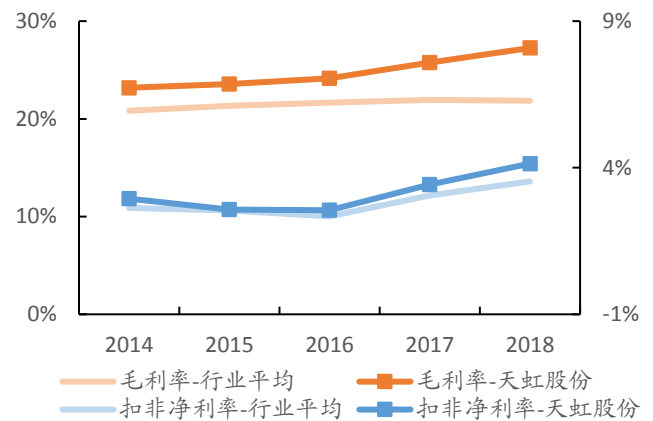
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11：公司历年毛利率净利率、三费情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12：公司与行业毛利率、净利率比较



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 行业有回暖趋势，百货公司持续改造升级

2.1. 消费者信心指数连续攀升，消费呈回暖态势

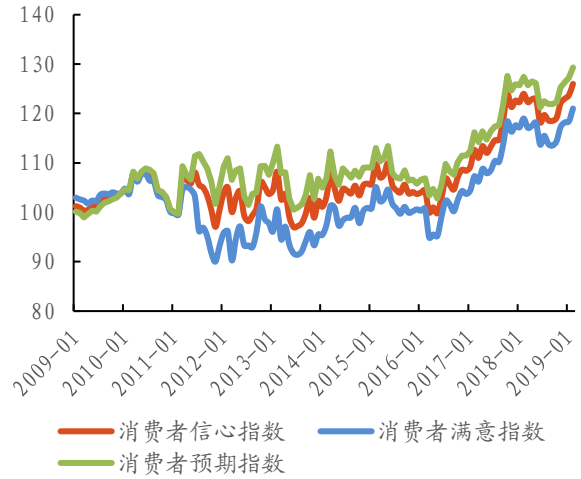
近期有多重积极因素利好消费回暖，政策上，18年10月实行更高的个税起征点与19年初开始实行的专项支出扣除项目，在一定程度上提高了居民的可支配收入，今年1月发改委联合十部委印发的《关于进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案》中，也对促进消费出台一系列政策措施，叠加贸易摩擦的缓和和股市回暖的财富效应，消费市场有望企稳回升，3月社零总额增速比1-2月有较明显的提升，4月受五一假期错位影响，同比去年少了两个休息日，从而拖累了部分社零增速，如果剔除错位因素，4月份社零增速为8.7%，与3月份增速持平，社零总额增速自2018年底以来有回暖趋势，消费者信心指数自2018年9月以来也呈现连续上升态势。3月份多数类别限上增速快于18年全年及19年一季度，服装、化妆品等百货公司主要经营的品类三月份有明显的回暖。同时，线上线下商品零售占比已趋于稳定，18年网上商品零售额70198万亿元，占社零总额比重18.4%，2019年前四月占比基本维持在18-19%的水平，电商对线下客流的冲击影响逐渐减弱。

图表 13: 社零总额当月同比增速



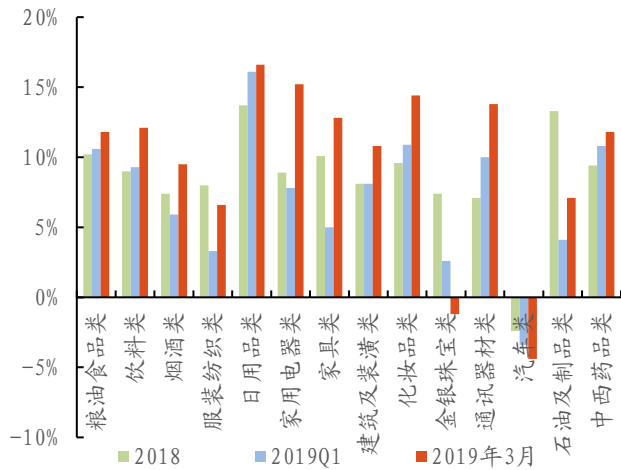
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 消费者信心指数



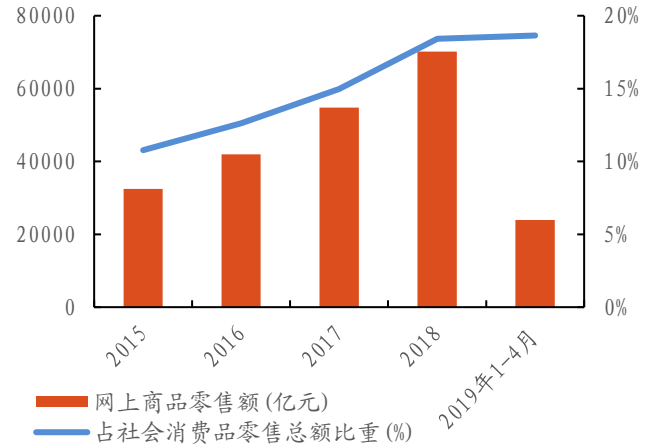
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 3 月份多数类别限上增速快于 18 年及 19 年一季度



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 网上商品零售额占比趋于稳定



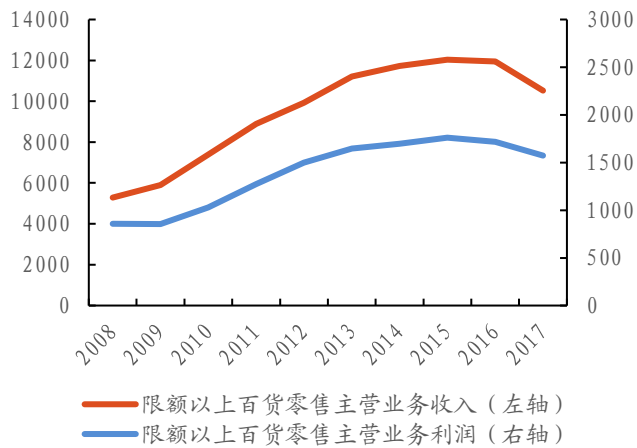
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 百货行业加速转型，数字化改造成为重要趋势

近年来在限制三公消费和电商分流的背景下，整个百货行业面临较大的竞争压力，限额以上百货业主营业务收入、利润、从业人员数等均有不同程度的下降。龙头百货通过增加体验业态，探索自营模式，采用大数据手段等方法积极转型，18 年转型初具成效，根据中国百货业协会的调查分析，代表性的 90 家会员企业 18 年销售总额增长 4.2%，利润总额增长 6.4%，主营业务利润增长 5.7%，三项指标近年来首次均为正值。具体来看，智能化数字化的改造已经成为主流趋势，越来越多的企业拥抱线上线下的融合，并收获了不错的效果。18 年样本企业中有近六成开展了电子商务业务，87.9%的企业已在门店铺设无线网络，46.2%设有自助收费系统，有 18.7%的百货店已开始探索用摄像头抓取消费行为，而对于增加店内科技应用元素后的效果，八成门店表示能够有效提高客流和销售额，且在未来一年要引入更多的科技应用元素。除了数字化改造，各大商场也在不遗余力地增强顾客的消费体验，18 年 77.9%的百货店增加了体验式元素，过半数门店的体验式消费面积占比已超过 10%。有趣的 IP、艺术、

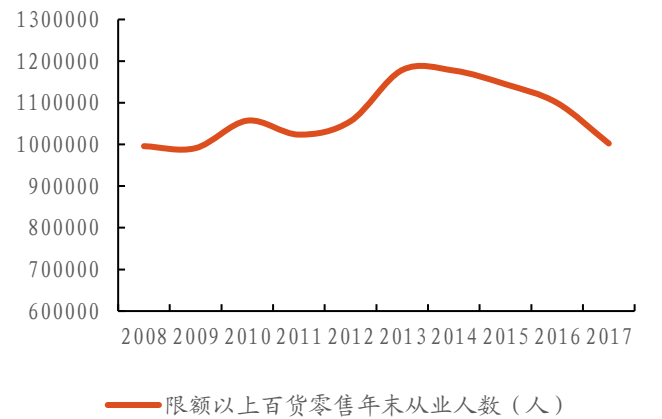
亲子等体验式项目可以在年轻的消费者心目中留下差异化的定位，从而提升客流和销售。而对于百货行业联营、收租的经营模式的痛点，78.7%的百货已开展了自采自营模式。然而，超5成的受访百货企业现有的自采自营比例不到10%。究其原因，一方面自营模式对资金的占用较多，给企业会造成不小的压力，另一方面多数企业也缺乏控货经验和相关人才，难以真正把握消费者的需求。

图表 17: 限上百货主营收入、利润（亿元）



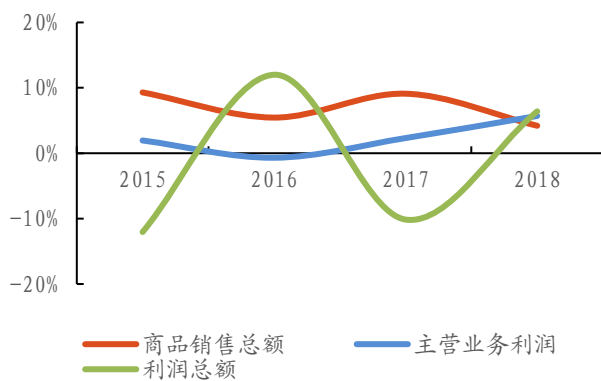
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 限上百货从业人数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 样本百货企业经营情况



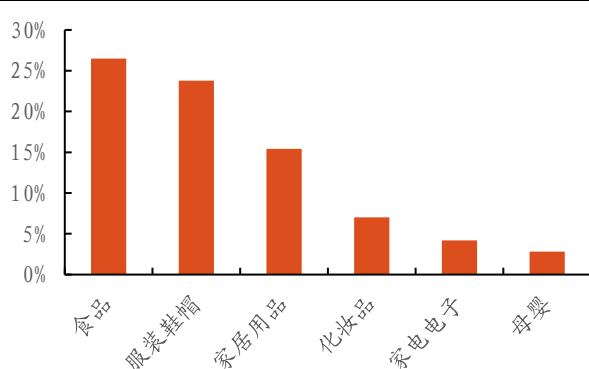
资料来源: 中国百货业协会, 东方财富证券研究所

图表 20: 样本百货企业体验式消费占比

体验式消费面积占比	百分比
小于 10%	39.66%
11-20%	27.59%
21-30%	18.97%
31-40%	6.90%
41%+	0%

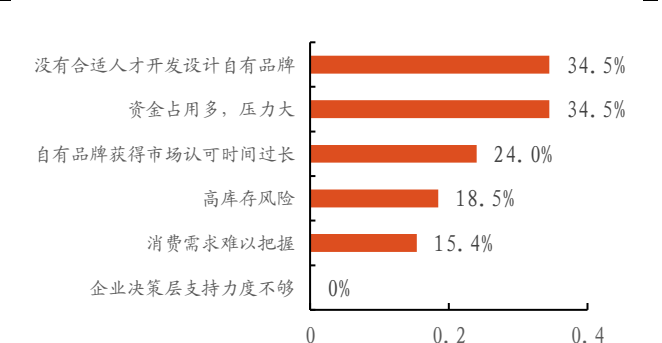
资料来源: 中国百货业协会, 东方财富证券研究所

图表 21: 样本企业自营商品涉及品类



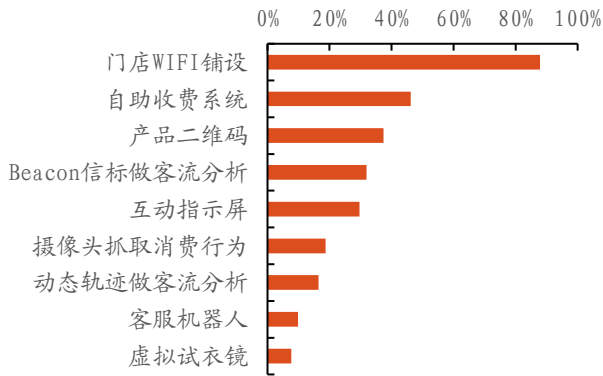
资料来源: 中国百货业协会, 东方财富证券研究所

图表 22: 百货业开发自有品牌的难点



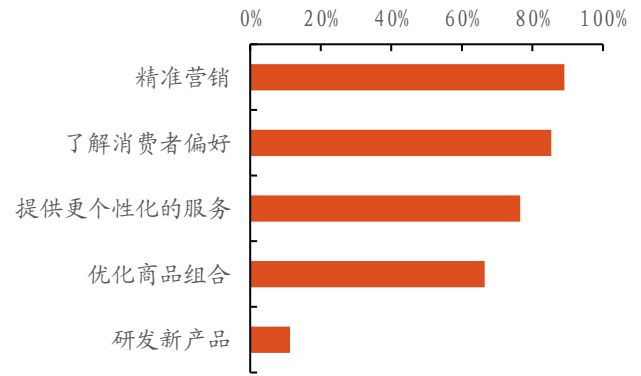
资料来源: 中国百货业协会, 东方财富证券研究所

图表 23: 样本企业在门店应用科技情况



资料来源：中国百货业协会，东方财富证券研究所

图表 24: 样本企业收集消费数据的目的



资料来源：中国百货业协会，东方财富证券研究所

3. 坚持三大战略，不断构建长期可持续的竞争优势

3.1. 体验化战略，聚焦周边客群，提升客户粘性

3.1.1. 商场的定位分类

商场定位是一个商业项目运作的灵魂，不仅指导着从前期招商到后期运营的方向，也在消费者心目中树立起有别于竞争对手的品牌形象。百货/购物中心按定位划分，可分为超区域型、区域型和社区型，以北京为例，超区域型商业体主要位于城市中心地带（四环内），面积较大，辐射整个城市的消费者甚至是旅行者，按具体定位来分，又包括地标型商场，如国贸；超高端型，如销售额、坪效均为第一的SKP；还有气质较为独特的商场，如夜生活繁华的三里屯太古里、艺术范而浓郁的侨福芳草地等，以及众多定位大众综合型的一站式购物中心，此外，奥莱这种特殊业态，虽多数都位于市郊，但也是超区域型，辐射全市甚至周边省市消费者的一类业态。超区域型的商场在运营管理方面有很多难点，比如在选址上，在商圈、体量、交通等方面有较高的要求，很多优秀的位置已被先发优势的竞争对手所占据；在招商方面，也要考虑商场自身品牌与商场定位之间是否契合，与国际大牌是否已建立良好的合作关系，如何突出差异化风格等；在装修装饰、营销活动上，丰富多样的主题活动和常换常新的装潢装饰固然能吸引消费者的眼球，但同时也可能意味着较大的费用开支。大多数此类的商场或是占据先发优势，或是由大型地产商开发规划，其可复制性难度较大。

除了超区域、地标性的商场外，多数购物中心是辐射半径5km左右，定位大众的综合型商业体，满足区域内居民的日常购物、休闲需求。此类商场消费者往往因其位置离家更近而光顾得更为频繁，再加上租金相较于地标性商场更低，常常能够吸引网红店、小资店前来入驻。大众点评必逛商场榜单中，除了上述超区域型的知名商场外，还有很多人气旺、惊喜多的区域型商场。

近年来，随着人口老龄化的趋势，定位3km以内的社区型商业快速成长，此类商场往往体量稍小，更为偏重超市、药房、家政、儿童教育等生活服务类业态，满足社区居民的日常生活需求。以北京的悦茂购物中心为例，项目位于五环外，周边1.5公里内办公物业9个，办公人口约2万；住宅小区以中高端

小区为主，总数 37 个，常住居民约 12 万人。项目体量较小，建筑面积约 4 万平，改造前不具备设置超市、影院等体验业态的空间条件，后通过局部设备管线层特殊处理打造了社区首家非标准影院，还经过结构加固，设置了服务社区居民的生活超市——盒马鲜生。目前餐饮占比达 55%，亲子体验占比 18%，生活服务占比 14%，零售、休闲娱乐分别占比 9%、4%，体验式业态总体占比高达 91%。开业当天，日客流即突破 3 万人次（占辐射人口的 21%），销售额达 300 万。

图表 25：百货/购物中心定位

特征	分类	定位	举例	位置	建筑面积 (万平米)	2018 销售 额 (亿元)	图片
四环内面积大于 10 万平米或者奥特莱斯	超区域型	地标性	北京国贸	三环内	23	90.8	
		超高端	北京 SKP	三环外	18	135	
		大众综合	西单大悦城	二环内	11.5	43	
		独特气质	三里屯太古里	三环外	17	约 39	
四环内面积 5-10 万或者四环外面积超过 10 万平米	区域型	奥莱	赛特奥莱	五环外	15	20	
		大众综合	昌平万科广场	六环外	14	约 10	
四环内面积小于 5 万平米或四环外面积小于 10 万平米	社区型	大众生活	小营悦茂购物中心	五环外	4	/	

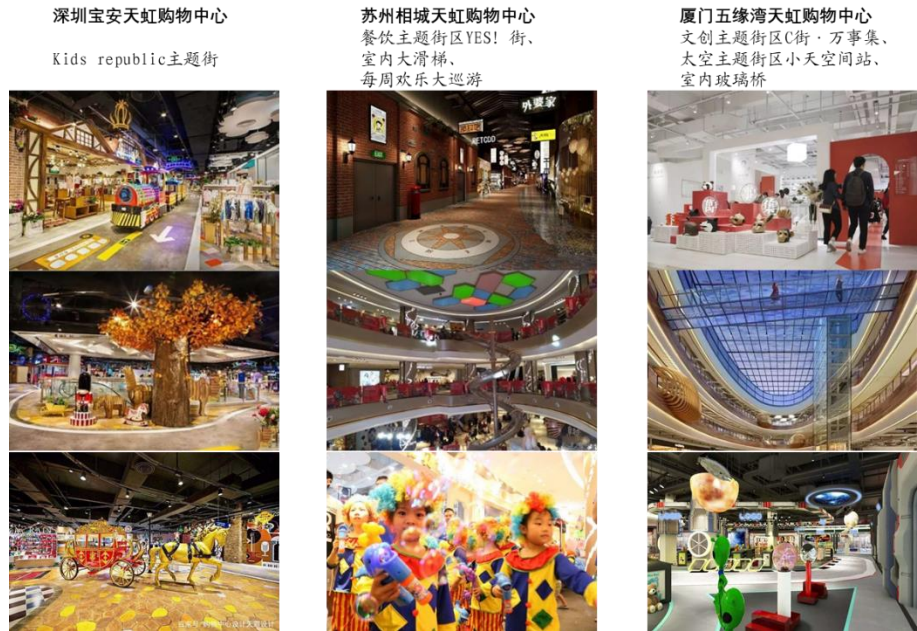
资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

3.1.2. 门店聚焦周边客群，欢乐、亲子业态备受好评

从近两年公司新开门店及待开门店来看，公司定位路线愈发清晰，一二线城市门店基本以区域型和社区型为主，无论是老店的翻新还是新店的打造，都尽最大可能去贴合附近商圈人群的需求，购物中心更加强化体验，打造儿童、餐饮、文创等特色主题街区，且 Kids Republic、Yes! 街等均实现了多店可复制。和普通的商业空间相比，主题街区具有体验性强、场景感强、话题性强等特点，对项目人流量及坪效的提升起到积极的带动作用。同时公司也以此树立了差异化的形象，儿童业态尤其受到消费者的认可。以 2017 年 12 月开业的苏州相城购物中心为例，这一项目主要目标顾客来自周边成熟住宅区，3 公里范围内共有 22 个社区居委会，48 个小区。目前相城天虹会员数量 8.5 万，而苏州相城地区常住人口数量为 59.5 万，这意味着在相城每 7 个人中就有 1 个人

是相城天虹的会员，门店活跃会员数占比 97.4%；VIP 消费占比达到 60%。3 楼儿童相关的业态极为丰富，受到家长的一致好评，在苏州全部商场中评分位居前 5。公司其他城市门店的美誉度也比较高，在深圳地区更是门店密集，家喻户晓，公司预付购物卡规模也在一定程度上体现了客户粘性和稳定性。

图表 26：公司近期打造的主题街区



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

图表 27：公司一二线城市主要门店评分

排名	商户	设施评分	环境评分	服务评分
苏州				
5	天虹购物中心(相城店)	9.2	9.2	9.2
24	天虹 CC Mall (石路店)	9.1	9.1	9.1
34	天虹(金鸡湖店)	9	9	9
当地前 100 平均		8.94	8.96	8.92
南昌				
3	天虹商场(中山店)	9.1	9.1	9
22	天虹(瑶湖)	8.3	8.3	8.3
58	红谷中心天虹	7.3	7.4	7.4
当地前 100 平均		7.76	7.76	7.7
长沙				
40	天虹(芙蓉店)	8.6	8.6	8.4
51	天虹 CC MALL	8.2	8.2	8.2
当地前 100 平均		8.3	8.3	8.3
厦门				
12	会展北天虹购物中心	9	9.1	9.1
16	五缘湾天虹购物中心	9.1	9	9
24	天虹(大西洋店)	8.6	8.9	8.8
当地前 100 平均		7.97	7.98	7.94
福州				
5	天虹百货(万象城店)	8.9	9	8.9
当地前 100 平均		7.81	7.85	7.79

资料来源：大众点评，东方财富证券研究所

图表 28：相城天虹购物中心评价



资料来源：大众点评，东方财富证券研究所

图表 29：2018 年各公司预收款项情况

敬请阅读本报告正文后各项声明

图表 30：天虹商业购物卡占预收款比重

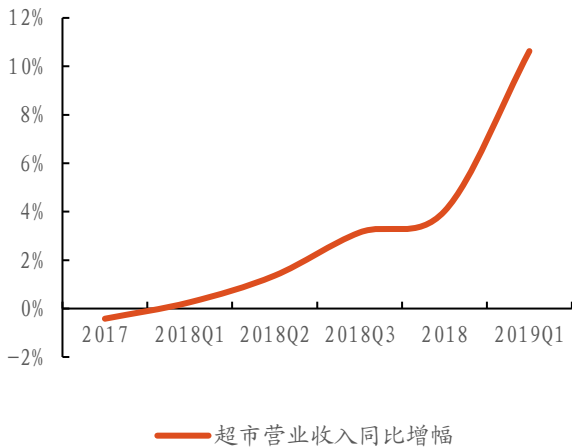
项目名称	面积（平方米）	经营方式	项目名称	面积（平方米）	经营方式
一二线，区域型			三线及以下，都市型		
(2017) 厦门君尚购物中心	56091	直营	(2018) 九江天虹购物中心	100000	加盟
(2017) 长沙沙湾公园 CC.Mall	36800	直营	(2018) 宜春天虹购物中心	90154	直营
(2017) 苏州相城天虹购物中心	114769	直营	吉安铜锣湾广场项目	82600	加盟
(2017) 苏州石路 CC.Mall	90000	直营 + 托管	永州天虹购物中心	100000	直营
(2018) 佛山 ipark 购物中心	35000	管理输出	泰州天虹购物中心	130000	加盟
(2018) 厦门五缘湾购物中心	71844	直营	昆山市新生活商业中心项目	108200	直营
东莞旧锡边城市更新项目	96000	直营	三线及以下，区域型		
深圳松岗松瑞天虹	18400	直营	上饶广丰龙华世纪广场项目	54000	直营
深圳沙井地铁站天虹	12971	直营	赣州旺达广场项目	22510	加盟
深圳合正观澜汇项目	70980	直营	莆田涵城水韵城项目	35900	加盟
深圳宝安福永街道星航华府项目	42775	直营	县镇地标型		
东莞塘厦天悦中央项目	44380	直营	(2017) 吉安泰和天虹购物中心	30000	加盟
苏州吴江天虹购物中心	63000	直营	(2018) 宁乡天虹	31293	直营
厦门松柏天虹购物中心	43014	直营	(2018) 上饶余干县购物中心	55411	直营
南昌市经开天虹	41348	直营	(2018) 浏阳天虹购物中心	50588	直营
			(2018) 赣州定南容汇广场项目	22300	加盟
			惠州博罗润发广场项目	61545	直营
			长沙世景国际广场项目	54000	直营
			长沙方略城市广场项目	80000	直营

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

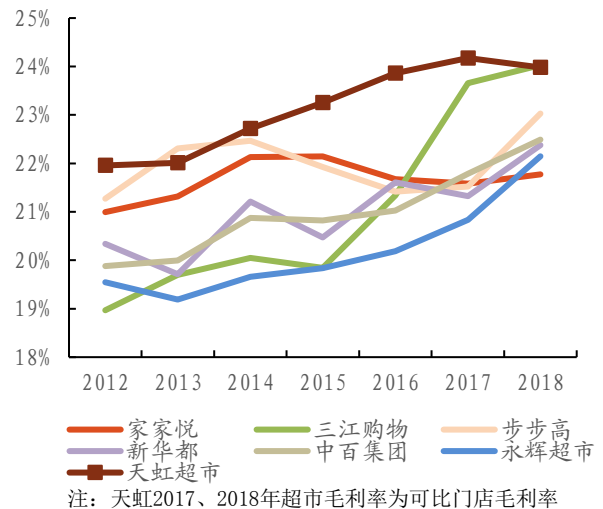
总结来看，公司 30 余年的运营管理经验以及公司在深圳、华中等地的知名度和美誉度，是难以被轻易模仿的护城河。公司自 2017 年开始在一二线城市打造特色社区商业，服务周边居民，客户粘性强。同时向下线城市及人口规模大的县镇下沉，抢占市场，公司品牌定位和战略日渐清晰，欢乐、亲子的品牌形象也逐渐被广大消费者所认可。

3.2. 夯实供应链，超市、百货相互引流

公司当前经营 81 家超市，除 10 家为独立超市外，其他均与公司百货/购物中心配套。公司的百货和超市的目标人群一致，因经营不同类别的商品从而可以同时满足同一客群的不同需求，两种业态可以起到相互引流的效果。17 年初，公司推出超市的升级业态 space 生活超市，相较于普通超市，除了有“超市+餐饮”的新业态，天虹超市在服务上非常贴心和全面，比如水果可以无小票无理由退货，以及免费水果去皮切块服务等等。在产品的差异化方面，公司自 2005 年便成立了自有品牌，截至目前共拥有天优、菲尔芙、天口味、奥百



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

3.3. 利用数字化工具，聚客、降费效果可期

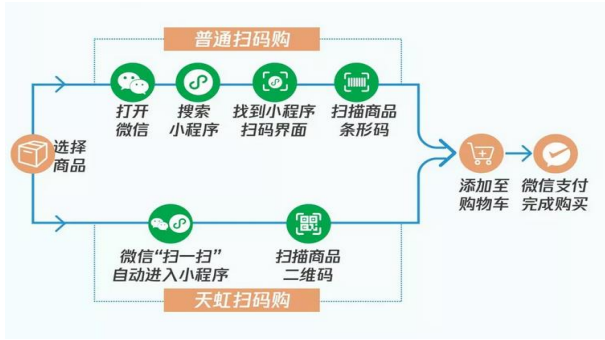
公司自 2016 年提出“数字化转型战略”，2017 年将电商事业部更名为数字化运营中心，旨在以虹领巾 APP 为核心，通过商品、服务、营销、供应链等的数字化，实现全渠道转型，2018 年与腾讯展开合作，成立“智能零售实验室”，展开前中后台的全面数字化转型。

3.3.1. 服务数字化，提升消费者购物体验

公司数字化效果最先体现在解决服务痛点上面，比如，通过引入“智慧停车”系统帮助消费者快速定位车位、引导找车、自助缴费等，从而解决商场的停车难，找车难的问题；全国率先实现“线下购物线上退”服务，极大的解决了顾客购物凭证保存不便、返店退货交通时间成本高等痛点；自助收银功能的实现，一方面缩短了消费者的排队等待时间，尤其在重大促销活动中能够减少跑单情况，另一方面对公司来说也节约了人力成本，每店收银员由原来 30 人左右，可压缩至仅剩 2 人。而在超市商品的支付阶段，天虹扫码购也更进一步，以前消费者需要打开手机 APP 或小程序，大概四五个步骤，才能完成扫码支付，但在天虹微信支付智慧零售店中消费者只需要打开微信原生的“扫一扫”，直接扫描商品二维码价签，货物就可以自动添加在天虹小程序的购物车里，通过微信支付一键完成结账，最终通过设备核验就可以离场。而没带手机的用户，甚至还可以通过现场设备，进行人脸识别，完成支付。

图表 39：天虹扫码购

图表 40：智慧门店 2.0 版的数字化大屏



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

3.3.2. 商品数字化，打通线上线下库存

相比于百货业态，超市业态由于经营中控货，所以数字化改造难度相对较低，将商品数字化不仅可以打通线上线下库存，提高超市配送到家业务的订单处理效率和准确率，还为大数据手段实现精准营销、高效率选品打下基础。

到家业务方面，目前超市门店已实现 3 公里范围内 2 小时送货上门，由公司自己员工拣货，配送则外包给专业物流团队，商品实付金额大于 199 元免收取运费。“天虹到家”2016 年上线，2018 年销售额同比增速仍高达 118%，到家业务为天虹超市整体带来了近 10% 的业务增量。

2019 年 2 月，公司与腾讯合作推出智慧门店 2.0 版，实现了数字化大屏与用户手机互动，数字化大屏可以显示限量爆款实时库存，商品实时销量排行等，还会针对不同用户生成每日优惠专属推荐，此外，大屏还有定时红包雨活动，2019 年春节期间（2 月 1 日-2 月 10 日）红包雨核销率达 95.4%。数字化大屏不仅节约了印制 DM 单、宣传册、门店宣传物料等费用 22 万元/年/店，而且在促进销售方面，大屏推荐商品整体销售同比提升 140%。

3.3.3. 顾客数字化，积累数字用户资产

腾讯与公司在顾客会员的数字化上也有很多合作和探索，比如在天虹商场内用微信支付后弹出页面引导会员转化，小程序一键开卡成为会员，在积累消费者的消费行为数据后，要在不侵犯用户隐私的基础上，清洗标签，建立更精准的会员标签，再通过大数据算法实现精准推荐。2018 年末，天虹数字化会员人数达 1644 万，占整体会员 91%。

消费者的消费行为、企业在经营活动全过程、全链路的数字化留存和沉淀是企业宝贵的数据银行，不仅仅是对消费者，对于上游供应链、企业内部管理的优化也有着重要的意义。如果以“数字用户资产（DUA）= 年活跃数字用户数（N）× 单用户价值基数（B）× 用户参数（U）× 规模参数（S）× 行业参数（I）”为公式计算零售行业上市公司的数字用户资产，可以看出天虹的数字用户资产价值在零售行业中位居前列，且为百货行业的领军者。

图表 41：零售行业上市公司 DUA Top10

排名	公司名称	数字用户资产估值（亿元人民
1	苏宁易购	1246.06
2	永辉超市	112.94
3	天虹股份	25.31
4	美凯龙	13.87
5	新华都	11.89
6	红旗连锁	10.37
7	百联股份	9.25
8	三江购物	8.5
9	步步高	7.21
10	银座股份	5.11

资料来源：天马云商，东方财富证券研究所

图表 42：零售行业上市公司 DUA 矩阵



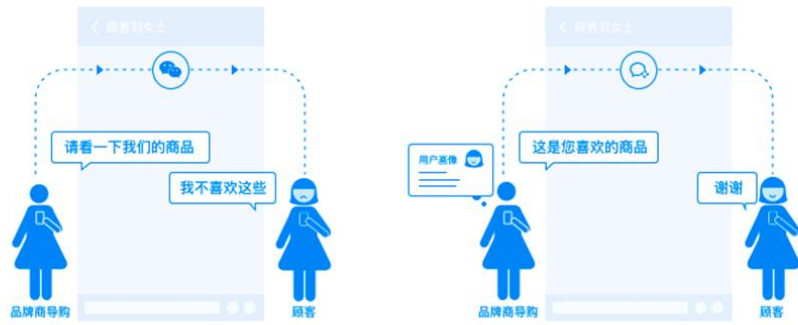
资料来源：天马云商，东方财富证券研究所

百货、购物中心的经营模式是平台化模式，数字化运营有难点，数据的采集和应用要比超市业态更加困难。采集方面，超市的信息系统可以管理到单品，而购物中心的系统只是管理到商户。应用方面，超市业态的赋能平台可以通过分析研究单品数据从而实现高效选品和精准营销，还可将线上、线下库存打通，并通过大数据分析将商品提前备份到门店，相比之下，购物中心类似的数据应用很难落到经营层面。传统对百货顾客的数字化可能还停留在监控人流动线、公众号推送店铺优惠券及消费者感兴趣的内容等基础性工作，这些基础性工作仍不足以带来很大的增量效益，因为数字化没有很好触及到商品，创造更具竞争力的供给。

目前天虹与腾讯合作对百货业态的数字化解决方案是，基于过去构建的基础，逐步聚焦到拥有货权的品牌商层面。具体而言，首先要与品牌商进行深度的产业链协同，把品牌商导购作为连接顾客与品牌方和百货门店的重要节点。顾客来门店购物，品牌商导购用企业微信添加顾客微信，可以实现共享流量（顾客“扫一扫”就能成为天虹和品牌的“双料会员”，公司与品牌方可以共享流量）、留存流量（以前导购通过个人微信与顾客沟通，数据很难沉淀到品牌的SCRM体系，且客户关系也会伴随着导购离职而流失。现在，企业管理员可将离职导购所添加的顾客转给其他导购继续跟进服务，将会员信息沉淀到企业侧，变成可运营的数据资产），以及深度了解和管理顾客（导购可直接在微信会话中向顾客发送小程序，邀请顾客领取全渠道优惠券，还能查看会员基础信息和消费行为画像，并为顾客添加标签）。至于品牌商为何要参与此类合作，一方面是因为天虹本身也有 1800 万数字化会员，品牌商可以通过逛天虹、搜品牌等应用，触达、共享这些用户。另一方面，微信“支付后页面”也是一个巨大的流量入口，目前微信支付后页面正在做成一个模板消息推荐页面，导购内容由用户消费的商场的运营商来设置运营。举例而言，如果一个用户在天虹百货支付完一件商品，它的微信支付后页面的导购内容是会员粘性强的星巴克的社交立减金等页面，会更容易扩散到这个用户的朋友圈，有助于天虹百货、品牌商来获取新客，来更好进行交叉营销。

截至 5 月，天虹已与超过 40 家品牌供应商达成合作，公司预计在 6 月份实现 100 家品牌合作，9 月份实现 200 家，从而全面跑通这一模式，为百货业态的顾客流量数字化树立标杆。

图表 43：百货数字化解决方案



以前，品牌商导购需用个人微信添加顾客微信，再将商城的商品链接发送给顾客。由于导购无法事先了解顾客的喜好，推荐难合顾客心意，销售转化低。

现在，导购用企业微信添加顾客微信后，可根据「CRM系统」中会员信息精准推荐，提升销售转化。导购也可为顾客打标签，共同构建消费者画像，实现数据精细化管理。

资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

3.3.4. 经营管理数字化，为前台的稳定流畅提供中后台支撑

如果说的前台的数字化还可以通过向优秀的企业学习或者合作的方式获得，那么中后台数字化的顺利打造则更需要零售企业在熟悉自己业务逻辑的基础上挖掘价值点，从而为前台的优质的顾客体验提供保障，提升业务效率。

2017年，公司通过整合超市后台的商品信息、会员信息、单据、库存等一系列数据打造了“大内总管”APP，这个APP可以为天虹自营及合作伙伴提供多种数据分析，包括实时经营数据、活动期数据、订单管理、会员管理等，目的是有效提高运营效率，实现经营管理数字化。通过经营的数字化，公司可以一步一步减少中后台人工的数量，这种减员增效，虽然并不能很快反应到财务报表的利润中，但是也潜在地提高了人效。

图表 44：大内总管 APP



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

2018年，公司启动流程体系梳理与重建工作，将公司战略思想通过架构设计逐级分解到组织运作的“神经末梢”。新的流程体系重建、优化流程文件490多个。员工可以通过分类导航目录、关键词搜索等方法，精准、快速找到所需文件；并对应自己的岗位角色在相应流程泳道快捷识别本岗位工作要点及与其它岗位的协同要点。预计2019年年底完成所有模块文件发布，届时运营效率有望进一步提高。

图表 45：公司新的流程体系

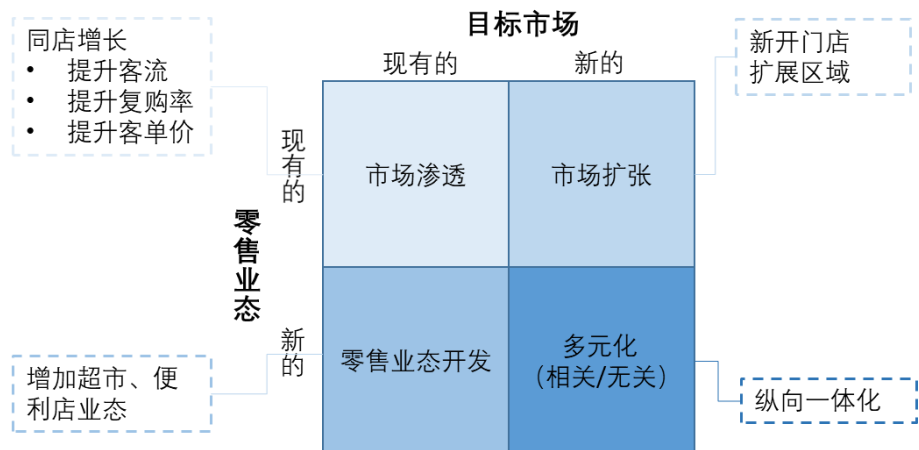


资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

总结而言，公司的三大战略相辅相成。数字化手段是提升前中后台运营水平强有力的工具，高度数字化水平能够保证在合适的时间、合适的地点为消费者提供合适的产品，同时在后台也能够提升效率、降低成本。定位家庭、服务周边的体验化战略，使得用数字化手段洞察消费者行为更有意义，而打造供应链，把超市业态做强，则更能满足周边居民的高频必选品的需求，从而用高频带动低频，有效黏住客流。

从增长机会来看，同店的增长有赖于体验化的改造和数字化营销的提升，超市便利店业态的发展离不开供应链的加强以及商品、库存的数字一体化，门店的高效复制扩张依托于公司多年优秀的运营经验以及数字资产沉淀，目前公司也已开始通过运营百货、超市自有品牌来有意识地进行探索纵向一体化的探索。

图表 46: 公司的增长机会



资料来源：东方财富证券研究所

4. 盈利预测

根据公司展店速度、成熟周期等我们做出如下假设：

百货/购物中心：2019-2021 年新开 8、7、7 家直营店，新开门店平均面积较之前有所减小，但坪效有所提高，新店第一年亏损不超过 1000 万，成熟培育期在 1-2 年之间，毛利率方面，由于租赁面积占比的提升而有所上升。

超市：2019-2021 年每年新开 10 家，新开门店平均面积较之前有所减小，毛利率方面，同店保持稳定，由于新开门店数较 18 年有所增加，需要一定的培育过程，因此总体毛利率略微降低。

便利店：由于便利店目前还在探索之中，且主要以加盟为主，因此预计直营门店净增在每年 15 家左右，毛利率维持稳定。

其他：加盟方面，预计百货/购物中心 2019-2021 年有 2、3、3 家新门店为加盟店，超市、便利店的加盟也在逐步推进，预计加盟收入占比逐渐提升。

销售、管理费用情况：预计数字化改革下销售费用率较 18 年逐年降低，管理费用率维持与 18 年相似水平。

考虑到新开门店的培育周期，我们微调低 2019 年的营收和业绩预测，调高 2021 年的营收和业绩预测，预计天虹股份 2019/2020/2021 年营业收入分别为 208.01/232.27/253.57 亿元，归母净利润分别为 10.05/11.91/13.89 亿元，EPS 分别为 0.84/0.99/1.16 元，对应 PE 分别为 14.88/12.55/10.77 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 47：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19137.95	20801.10	23226.62	25357.40
增长率（%）	3.25	8.69	11.66	9.17
EBITDA（百万元）	1575.76	1512.63	1732.85	1955.11
归母净利润（百万元）	904.38	1005.38	1191.27	1388.62
增长率（%）	25.92	11.17	18.49	16.57
EPS（元/股）	0.75	0.84	0.99	1.16
市盈率（P/E）	16.54	14.88	12.55	10.77
市净率（P/B）	2.28	2.11	1.92	1.72
EV/EBITDA	6.97	6.70	4.49	3.26

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 估值和投资建议

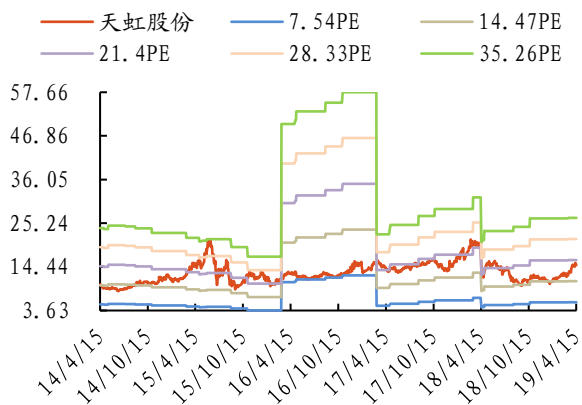
相对估值：

图表 48：同行业估值比较（2019-06-06）

代码	简称	总市值 (亿元)	PE(倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
600859.SH	王府井	117.14	10.09	9.24	8.26	7.44
600729.SH	重庆百货	118.22	15.61	11.80	9.74	8.29
600827.SH	百联股份	164.68	18.58	18.00	16.63	15.59
002419.SZ	天虹股份	149.92	16.28	14.90	12.57	10.79

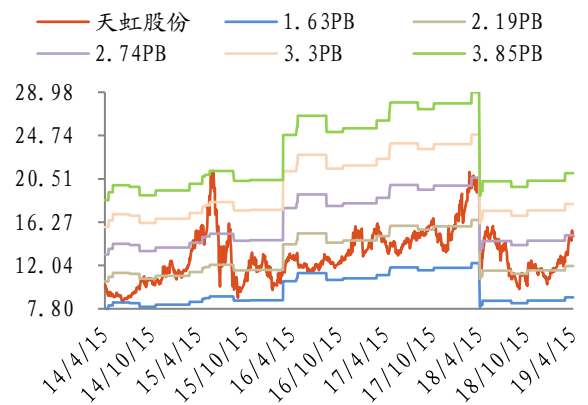
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 49: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 50: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

绝对估值:

图表 51: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.97	WACC	3.02%
市场收益率 Rm	3.01%	半显性增速	3.00%
无风险利率 Rf	3.24%	永续增速	0.00%
风险溢价	-0.23%	公司价值	68974.23
实际税率	22.60%	股票价值	68970.73
债务利率	0.00%	每股价值	57.46

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

数字化改造水平不及预期;
宏观经济及消费者需求不及预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9125.79	10739.58	12737.94	14839.08
货币资金	3968.52	4821.52	7182.75	8583.09
应收及预付	427.54	468.73	532.72	561.46
存货	1050.33	1769.92	1343.07	2015.13
其他流动资产	3679.40	3679.40	3679.40	3679.40
非流动资产	7128.83	6918.21	6773.38	6616.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4469.32	4234.42	4008.71	3782.79
在建工程	1.22	1.22	1.22	1.22
无形资产	1681.47	1120.71	1191.38	1259.99
其他长期资产	976.83	1561.86	1572.07	1572.82
资产总计	16254.63	17657.78	19511.31	21455.89
流动负债	9561.12	10450.84	11608.94	12656.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	9561.12	10450.84	11608.94	12656.72
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	122.46	122.46	122.46	122.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	122.46	122.46	122.46	122.46
负债合计	9683.58	10573.30	11731.40	12779.18
实收资本	1200.30	1200.30	1200.30	1200.30
资本公积	1309.09	1309.09	1309.09	1309.09
留存收益	4057.97	4571.23	5266.37	6162.87
归属母公司股东权益	6567.54	7080.80	7775.94	8672.44
少数股东权益	3.51	3.69	3.97	4.28
负债和股东权益	16254.63	17657.78	19511.31	21455.89

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19137.95	20801.10	23226.62	25357.40
营业成本	13921.92	15182.68	16869.61	18341.33
税金及附加	155.32	164.30	183.15	200.42
销售费用	3626.91	3910.61	4343.38	4716.48
管理费用	439.00	446.05	506.79	554.84
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-28.67	-59.53	-72.32	-107.74
资产减值损失	3.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	110.42	102.02	104.82	103.88
资产处置收益	0.73	0.00	0.00	0.00
其他收益	32.03	27.41	28.95	28.44
营业利润	1162.95	1286.41	1529.78	1784.40
营业外收入	32.90	40.48	38.60	38.28
营业外支出	27.05	27.72	28.91	28.20
利润总额	1168.80	1299.18	1539.48	1794.48
所得税	264.16	293.61	347.92	405.55
净利润	904.64	1005.56	1191.55	1388.93
少数股东损益	0.26	0.18	0.29	0.31
归属母公司净利润	904.38	1005.38	1191.27	1388.62
EBITDA	1575.76	1512.63	1732.85	1955.11

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2194.56	1292.69	2863.70	1890.32
净利润	904.64	1005.56	1191.55	1388.93
折旧摊销	435.62	272.98	265.70	268.38
营运资金变动	933.92	128.93	1520.96	346.98
其它	-79.62	-114.78	-114.51	-113.96
投资活动现金流	-1897.74	52.43	-6.35	2.14
资本支出	-548.16	-49.59	-111.17	-101.74
投资变动	-1349.58	102.02	104.82	103.88
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-369.35	-492.12	-496.12	-492.12
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-369.35	-492.12	-496.12	-492.12
现金净增加额	-72.53	853.00	2361.23	1400.34
期初现金余额	4656.30	3968.52	4821.52	7182.75
期末现金余额	4583.77	4821.52	7182.75	8583.09

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	3.25	8.69	11.66	9.17
营业利润增长	25.98	10.62	18.92	16.64
归属母公司净利润增长	25.92	11.17	18.49	16.57
获利能力 (%)				
毛利率	27.25	27.01	27.37	27.67
净利率	4.73	4.83	5.13	5.48
ROE	13.77	14.20	15.32	16.01
ROIC	7.38	6.61	6.41	6.78
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.57	59.88	60.13	59.56
净负债比率	-0.60	-0.68	-0.92	-0.99
流动比率	0.95	1.03	1.10	1.17
速动比率	0.84	0.86	0.98	1.01
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.23	1.25	1.24
应收账款周转率	335.81	335.95	339.04	337.46
存货周转率	11.53	10.77	10.84	10.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.84	0.99	1.16
每股经营现金流	1.83	1.08	2.39	1.57
每股净资产	5.47	5.90	6.48	7.23
估值比率				
P/E	16.54	14.88	12.55	10.77
P/B	2.28	2.11	1.92	1.72
EV/EBITDA	6.97	6.70	4.49	3.26

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。