

前三季度整体经营略低于预期，但必选业态与 新开门店表现亮眼，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2019年前三季度公司实现营业收入140.75亿元，同比增加1.75%；实现归属于上市公司股东的净利润6.52亿元，同比减少3.15%；实现归属扣非净利润5.61亿元，较上年同期减少4.86%。经营现金流量净额3.66亿元，较上年同期减少65.93%。

2. 我们的分析与判断

(一) 新开门店拉动零售业务规模略微增长，超市/便利店等必选消费业态同店表现亮眼

2019年前三季度公司实现主营业务收入135.68亿元，较上年同期上升约1.78亿元，实现同比增长1.33%。其中，零售板块实现131.36亿元营收，较上年同期增加约0.87亿元，其中可比店营收较去年同期下滑0.57亿元。按业态划分，公司旗下百货/超市/购物中心/便利店前三季度可比门店的营收较去年同期分别变动-7.42/4.87/2.97/0.22亿元，分别实现同比增长-5.64%/9.20%/-0.17%/7.83%。在公司前三季度可比门店营收略微下滑的情况下，约有1.44亿元的零售业务营收增量来自于公司新开门店的经营；至于地产板块，今年前三季度创收4.33亿元，较去年同期增长0.92亿元；其他业务提供营收增量约0.64亿元。由此可见，公司的前三季度零售业务的主要增量受益于新开门店。

按地区划分，华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都前三季度零售业务营收分别变动-1.15/2.14/0.33/-0.37/-0.04/-0.04亿元，同比变动幅度分别为-1.37%/9.57%/3.08%/-4.28%/-0.96%/-3.93%。其中，公司的主力战区华南区前三季度贡献营收82.51亿元，占零售业务营收的62.82%，占比较去年同期下降1.30个百分点；零售业务贡献度位列其后的华中区前三季度贡献营收24.52亿元，占零售业务营收的18.67%，占比较去年同期上升1.52个百分点，可见公司华中地区的重要性正逐步提升。

按经营模式划分，自营/联营/租赁可比店今年前三季度分别实现营业收入42.81/69.50/12.40亿元，对应变动为4.25/-6.22/2.40亿元，同比变动幅度分别为10.48%/-7.42%/13.33%。联营模式营收占可比店营收（不含便利店）的比重为55.73%，营收占比相较于去年同

天虹股份 (002419.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

☎: (8610) 83574089

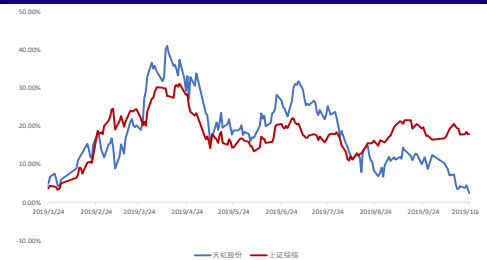
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎: (8610) 86359172

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.10.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河证券研究院_李昂团队】公司半年报点评_天虹股份(002419.SZ)_时间是天虹最好的伙伴，维持推荐 2019.08.16

【中国银河证券研究院_李昂团队】公司一季报点评_天虹股份(002419.SZ)_一季度经营符合预期，维持推荐 2019.04.27

【中国银河证券研究院_李昂团队】2018年年报跟踪点评_天虹股份(002419.SZ)_一八年业绩符合预期，维持推荐 2019.03.27

期下降 4.99 个百分点；自营模式营收占比为 34.33%，较去年同期上升 3.41 个百分点。

公司前三季度实现归母净利润 6.52 亿元，同比减少 0.21 亿元，同比下降 3.15%；今年前三季度公司归母扣非净利实现 5.61 亿元，较去年同期减少 0.29 亿元，同比下降达 4.86%。今年前三季度公司的非经常性损益共计 9111.73 万元，其中委托他人投资或管理资产的损益为 8587.67 万元，占非经常性损益的 94.25%。公司持续对门店业态进行调整、增加体验业态面积，可比门店的利润总额同比增长 5.00%，较去年增速下滑 14.57 个百分点；其中贡献 54.38% 可比店营收的百货业态利润总额下滑 5.18%，份额次之（38.21%）的超市业态利润大幅提升 13.44%，二者仍为公司主要营收来源；购物中心业态（占比同店营收 6.52%）和便利店业态（占比同店营收 0.89%）尽管规模体量较小，但利润总额同比分别提升 59.19%/94.73%，保持高速增长。从同店销售数据可以看出，公司经营的必选消费渠道以及体验式购物中心盈利情况向好，而百货业态持续低迷，未来有待转型升级。

（二）综合毛利率上升 1.32pct，期间费用率增长 1.73pct

公司 2019 年前三季度综合毛利率为 28.56%，较去年同期提升 1.32 个百分点；其中主营零售板块毛利率为 27.19%，相较于去年同期上浮 0.50 个百分点，地产板块毛利率为 36.26%，较去年同期上浮 5.44 个百分点。按地区划分看同店表现，华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都零售业务毛利率分别为 27.38%/26.32%/26.08%/28.61%/28.66%/27.16%，较去年同期分别变动 -0.32/1.38/2.70/2.95/1.85/2.07 个百分点，从绝对值上来看北京地区的毛利率居各地区首位，从变动趋势上看华东区的毛利率同比增长最快，未来或有超越北京地区的可能。按不同业态看同店表现，今年前三季度公司的百货/超市/购物中心/便利店业态月均毛利坪效分别实现 139/394/78/733 元/每平方米，较去年同期分别变动 -8.55%/32.66%/2.63%/8.43%。按经营模式看同店表现，今年前三季度公司的自营/联营/租赁模式下的毛利坪效同比增幅分别为 0.71%/-0.20%/20.56%。综合来看，公司综合毛利率提升主要是由于地产业务毛利率大幅提升所致，而公司前三季度零售业务毛利率上升主要是由于超市业态的同店毛利坪效大幅提升所致。

公司期间综合费用率为 22.73%，相比上年同期增长 1.73 个百分点，销售/管理/财务费用率分别 20.59%/2.21%/-0.07%，相比去年同期分别增长 1.51/0.14/0.08 个百分点。销售费用率和管理费用率的增长主要源于维持门店运营与新开门店带来的水电费、清洁费、广告宣传与促销费的增长所致。至于财务费用率提升主要是由于本期公司定期存款减少，使得定期存款利息减少导致财务费用略有增长，造成财务费用率同比略增。

（三）门店持续稳步扩张，体验式业态升级注重顾客体验

报告期内，公司新开 1 家社区生活中心，1 家购物中心，1 家独立超市，23 家便利店，关闭 11 家便利店。截止 2019 年三季度末，公司全国共拥有百货/超市/购物中心/便利店 69/84/16/164 家门店，与半年报相比增加 1/1/12 家百货/超市/购物中心/便利店，并且公司于报告期内签约 5 个购物中心及百货项目和 5 个独立超市项目。除此之外，10 月份公司在江西省新开鹰潭天虹购物中心并新签约苏州市吴中中心城区项目。公司旗下的百货门店继续试行门店一楼街区化、其他楼层主题编辑化、互动体验项目多样化等，充实消费者的购物体验；而购物中心则致力于打造各个年龄段人群均可畅享欢乐时光的生活中心，聚焦欢乐时光和家庭生活。公司将稳定的门店增长战略与实体店消费体验提升计划相结合，增强顾客粘性，增厚公司收益。

（四）门店数字化升级提升服务效率与质量，供应链整合提高顾客需求匹配度

公司一直以门店数字化作为门店改造升级计划中重要的一部分，视其为促进收入增长最有效的途径。具体落实到超市业态，公司开发的线上拼团与线下取货等业务促使顾客的消费连带率超过 50%，“天虹到家”业务销售同比增幅达 46%。落实到百货业态，公司在各大百货门店上线

了导购企业微信功能，实现会员管理、订单管理与用户营销的全程在线化，为进驻公司百货门店的品牌商户提供更快、更直接接触消费者的渠道。截至 2019 年半年报，公司的数字化会员已达 1882 万，占整体会员人数比例过半。此外，公司还通过对全国供应链的整合优化了与供应商和物流服务提供商之间的业务对接流程，提升供应链效率。并且，公司还利用以战略核心产品为主的 品牌管理的方式打造质优价低高效的供应链，借此来更好地满足消费者的多元化需求。

3. 投资建议

我们认为公司在百货、购物中心、超市和便利店多种业态中以服务领先、质量领先为特征优势，在行业独树一帜。公司以顾客需求为导向，通过数字化技术深耕线上服务，通过业态升级打造优质服务，通过供应链转型提供高效服务，提升商品品类管理效率。公司报告期内可比店业绩与往年相比虽略有轻微下滑，但零售业务毛利率稳步提高，存量百货业态逐步推行街区化、主体化升级改造的效果有待检验。此外，公司所经营的必选消费业态超市、便利店等规模业绩向好；体验式购物中心与主题街区与消费者追求体验式和个性化的消费趋势相匹配，与百货业态相比收入韧性更强，在经济下行时期的抗周期能力凸显。同时考虑公司扩张步伐稳健，外延方面门店储备项目充足。结合公司门店有序扩张及零售业务毛利率不断提升，我们维持预测公司 2019/2020/2021 年将分别实现营收 195.14/201.60/208.69 亿元，归母净利润 8.94/10.60/12.19 亿元，对应 PS 为 0.67/0.65/0.63 倍，对应 PE 为 15/12/11 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

消费市场竞争分流的风险，店面到期续约的风险，快速开店带来的开店质量的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 百万元)	18536.28	19137.95	19514.03	20159.83	20869.18
增长率(%)	7.31%	3.25%	1.97%	3.31%	3.52%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	718.19	904.38	893.57	1059.85	1218.53
增长率(%)	37.03%	25.92%	-1.20%	18.61%	14.97%
EPS (元/股)	0.60	0.75	0.74	0.88	1.02
销售毛利率	25.76%	27.25%	28.72%	29.29%	29.73%
净资产收益率(ROE)	11.92%	15.01%	14.83%	17.59%	20.22%
市盈率(P/E)	19	15	15	12	11
市净率(P/B)	2.21	2.10	1.86	1.71	1.57
市销率(P/S)	0.72	0.72	0.67	0.65	0.63

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年10月24日收盘价）

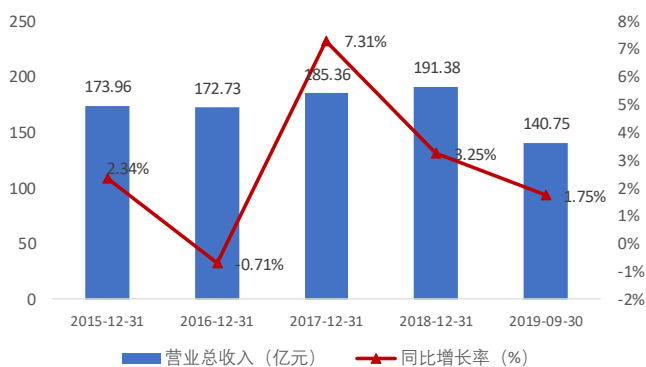
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	王府井	银座股份	翠微股份	合肥百货	鄂武商 A			
PE	10	53	18	18	7.8	21	18	
PB	1.06	0.86	0.99	0.86	0.94	0.94	0.94	
PS	0.44	0.2	0.63	0.31	0.47	0.41	0.44	
	境外可比公司						均值	中位数
	罗斯百货	TJX公司	柯尔百货	梅西百货	伯灵顿百货			
PE	24	21	10.32	5.95	29	18	21	
PB	11.55	12.37	1.49	1.04	42.12	13.71	11.55	
PS	2.48	1.6	0.4	0.26	1.73	1.29	1.6	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

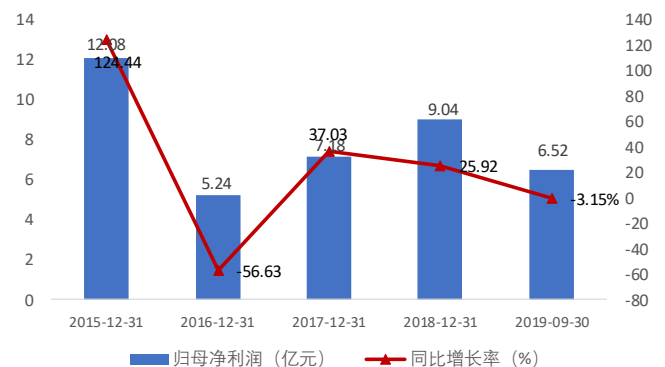
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2019Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况

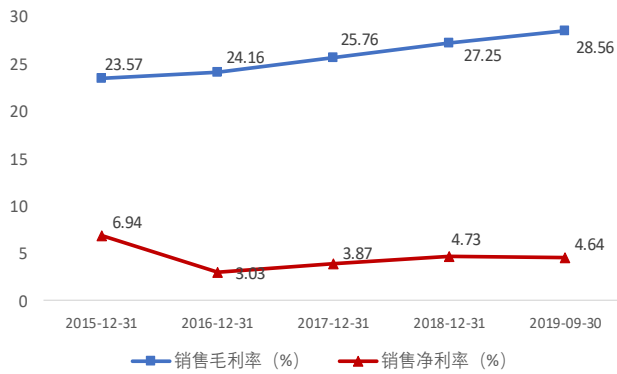
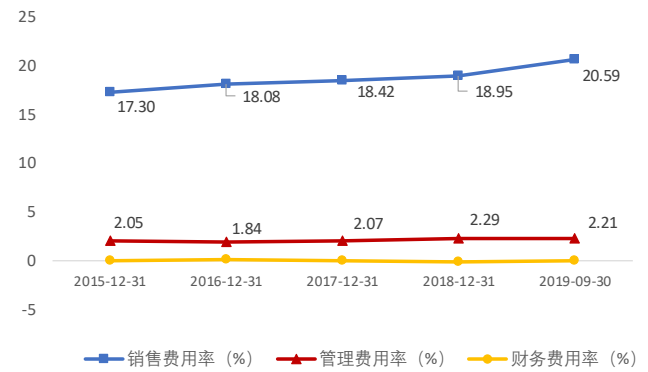
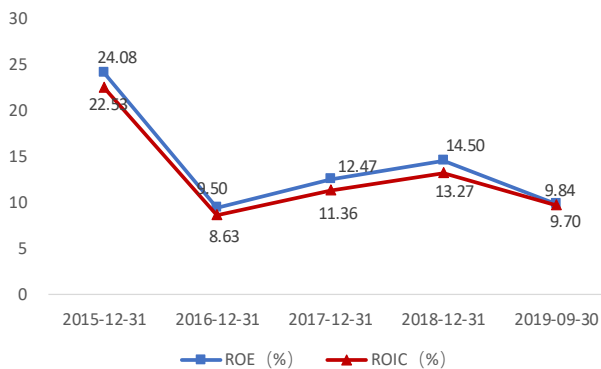


图 4: 2015-2019Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2019Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 天虹股份 2019 年前三季度门店分布情况

地区	综合百货		独立超市		购物中心		便利店	
	数量 (家)	面积 (m²)	数量 (家)	面积 (m²)	数量 (家)	面积 (m²)	数量 (家)	面积 (m²)
华南区	37	865,259	48	227,115	4	272,526	129	12,657
华中区	19	498,684	24	117,433	6	421,776	-	-
东南区	5	122,132	6	26,254	3	153,230	35	3,907
华东区	4	139,220	3	12,670	3	229,233	-	-
北京	3	72,680	2	11,457	-	-	-	-
成都	1	34,865	1	4,980	-	-	-	-
合计	69	1,732,840	84	399,909	16	1,076,765	164	16,564

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 2019 年三季度新增门店情况

业态	地区	直营便利店	加盟便利店	合计
便利店	华南区	1	15	16
	东南区	2	5	7
	合计	3	20	23

门店名称	门店	业态	地区	面积 (m²)	经营模式	物业权属
深圳松瑞天虹	社区生活中心	百货/超市	华南区	17,853	直营	租赁物业

莆田水韵城天虹购物中心	购物中心店	购物中心	东南区	35,940	加盟	
Sp@ce 天虹超市民治优城店	独立超市店	超市	华南区	3,126	直营	租赁物业

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5: 天虹股份 2019 年第三季度至今重大事项进展

事件类型	内容
租赁项目开设购物中心	10 月 19 日，公司发布《关于公司租赁苏州吴中中心项目开设购物中心公告》 公司董事会同意公司下属子公司苏州天虹商场有限公司与苏州国通资产经营管理有限公司签署合作协议书，租赁江苏省苏州市吴中区苏州吴中中心城区项目的部分物业，用于开设购物中心。该项目的租赁面积约 9.71 万平方米，租赁期限 20 年，交易总金额约 139,690 万元（含租金及商业服务费）。此外，公司对于该项目装修、设备购置等投资约 11,110 万元。
收购报告书	10 月 8 日，公司发布《收购报告书》 本次收购交易是中航国际通过全面要约收购方式私有化境外上市公司中航国际控股；继而以吸收合并方式与中航国际深圳和中航国际控股合并，继承中航国际深圳和中航国际控股的全部资产和负债并注销其独立法人主体资格。中航国际于本次交易完成后继承取得中航国际深圳所持天虹股份 520,885,500 股股份，从而成为天虹股份第一大股东。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 6: 天虹股份前十大股东情况（更新自 2019 年三季度报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内持股数量变动 (万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	中国航空技术深圳有限公司	不变	52088.55	-	43.40	-	国有法人
2	五龙贸易有限公司	不变	28985.53	-	24.15	-	境外法人
3	中国银行—华夏大盘精选证券投资 基金	减少	2519.48	-163.24	2.10	-0.14	其他
4	共青城奥轩投资合伙企业（有限 合伙）	增加	2388.50	1048.03	1.99	0.87	境内非国 有法人
5	香港中央结算有限公司	不变	2096.18	-5.20	1.75	-	境外法人
6	全国社保基金五零三组合	不变	1965.00	-	1.64	-	其他
7	中央汇金资产管理有限责任公司	减少	1846.64	-2406.36	1.54	-2.00	国有法人
8	全国社保基金一零三组合	增加	1799.98	112.12	1.50	0.09	其他
9	中国工商银行股份有限公司—泓 德泓富灵活配置混合型证券投资 基金	不变	998.41	-	0.83	-	其他
10	天虹商场股份有限公司—第 1 期 员工持股计划		986.59	-187.19	0.82	-0.16	其他
合计			95674.86		79.72		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hettingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479gengyouyou@chinastock.com.cn