

门店扩张进入加速阶段的全国性优质零售企业，维持推荐

投资看点：

1. 稳居国内百货行业龙头地位，门店规模处于加速扩张阶段：天虹股份目前共经营百货/购物中心类门店合计92家，年内实现新增门店11家，达到过去10年内的峰值水平。公司营收规模与门店数量保持类似增速的变化趋势，尽管当前行业承压，天虹始终处于百货行业领先地位。公司股东背景为央企叠加港资，在扩张时拥有更好的融资条件且股东业务存在协同发展空间；当前公司主营收入来自于零售板块搭配地产运营，主营产品中必选类与体验式比重上扬，经营模式中租赁业态面积不断提升，可比同店营收持续上升，亏损店数和单店亏损额都得到有效控制，业态的转变与升级带来公司收入结构的优化。

2. 我国百货行业发展承压，业内公司经营变革迫在眉睫：从宏观层面来看，当前人均GDP与人均可支配收入均进入减速增长阶段，社消总额增速亦步入惯性滑落区间，零售行业整体承压；其中可选类尤为受到压制。同时，因渠道内售卖的商品同质化程度高，且线上电商渠道借助新媒体营销逐步改善消费体验，百货遭遇持续分流。此外，行业内公司受区域限制、股权结构特征等因素影响集中度偏低，短期内难见头部企业实现市占率大幅提升。

3. 公司未来发展驱动因素：①公司通过加速全国展店和区域渗透以对中国经济、消费周期下行所带来的同店增长乏力；天虹未来的门店扩张以购物中心为主，门店储备项目与资金支持充足，有望实现加速扩张；同时坚持深耕大本营深圳（华南区广东）地区，在巩固其优势地位的同时不断开发试验新业态，并兼顾在全国范围内选取享受消费能力提升改善与人口红利持续释放的区域，进行加密渗透，推进渠道下沉；②公司通过多业态布局提升受众客群基数，以抵御渠道间的分流冲击；天虹一方面战略进行多业态布局，覆盖消费全场景，主要包括体验式购物中心吸引客流增长，有效改善毛利率水平并缩短培育期；积极发展供应链与自有品牌，着力在多地开业独立超市，并在深圳与厦门布局便利店。此外，通过数字化赋能公司的运营，会员数量实现高速增长；公司现已实现多维智能的全渠道发展。

4. 配置建议：同店经营效率提升和展店加速推动业绩改善，公司估值已落入偏低位置。我们维持预测公司2019-2021年实现营收195.14/201.60/208.69亿元，净利润9.70/10.73/11.85亿元，对应PE为13/12/11倍，维持“推荐评级”。当前百货行业承压，公司估值主要受到同店增速、展店规模和毛利率三大因素影响，近三年天虹大力推进高毛利的购物中心门店开业，加速展店利好未来可比店的经营面积大幅提升，推动公司整体同店增速持续改善，并结构性优化毛利率，因此我们认为公司虽处于估值折价区间但下行空间相对有限。

5. 风险提示：门店扩张不及预期的风险；转型效果低于预期的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（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%
归母净利润（百万元）	718.19	904.38	969.96	1073.06	1185.26
增长率	37.03%	25.92%	7.25%	10.63%	10.46%
EPS（元/股）	0.60	0.75	0.81	0.89	0.99
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%	16.10%	17.81%	19.67%
市盈率(P/E)	19	14	13	12	11
市净率(P/B)	2.21	1.93	1.78	1.64	1.51
市销率(P/S)	0.72	0.66	0.65	0.63	0.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

天虹股份（002419）

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

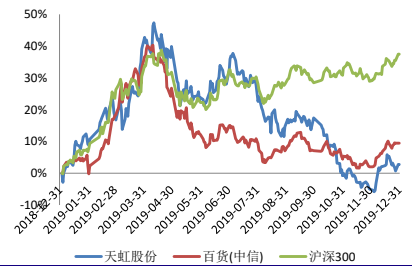
执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱 zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏 zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

相对指数表现图 时间 2019.12.31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_日本百货行业发展启示录：从讲究规模到讲究效率与效益_20191128

【中国银河研究院_李昂团队】公司季报点评_零售行业_天虹股份(002419.SZ)_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_2019.10.25

【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

银河价值评判体系

		2016	2017	2018	2019E
市场领导	(0-20)	16	17	17	18
网络拓展	(0-15)	14	14	15	13
费用管控	(0-15)	13	13	14	14
营运效率	(0-20)	16	17	18	19
战略驱动力	(0-30)	25	27	29	30
总计	(0-100)	84	88	93	94

目 录

一、公司概况：稳居国内百货行业龙头地位，门店规模处于加速扩张阶段	1
(一) 股权结构：央企加持港资背景，股东业务存在协同空间.....	3
(二) 主营业务：营收结构优化推升公司经营能力改善.....	5
1.按业务类型拆分：核心零售业务稳步发展，高毛利的地产板块辅助带来规模增量.....	5
2.按商品类型与经营模式拆分：必选类商品与体验式销售额上浮，高毛利的租赁模式占经营面积比重最高.....	6
3.按门店店龄和经营情况拆分：老店扭亏效果显著，存量门店经营状况逐步改善.....	9
二、行业联动性：传统百货行业承压，经营变革迫在眉睫	12
(一) 经济与社消总额增长放缓，可选消费尤为受到压制.....	12
(二) 商品同质化程度偏高，百货行业增长受传统电商及网络新媒体营销冲击分流影响较大.....	15
(三) 当前百货行业集中度仍偏低，短期难见头部企业市占率大幅提升的空间.....	17
三、公司未来发展的驱动因素：	19
(一) 加速全国展店、区域渗透以对冲因经济、消费周期下行所带来的同店增长乏力.....	19
1.门店储备项目与资金支持充足，未来新增门店有望实现加速扩张.....	19
2.深耕优势区域，并兼顾在全国范围内不断渗透.....	23
(二) 多业态战略全面布局，提升受众客群基数，抵御渠道间的分流冲击.....	36
1.战略创新布局购物中心、独立超市与便利店，多业态组合发展覆盖线下消费全场景.....	36
2.数字化赋能公司运营，战略构建智慧零售全渠道.....	45
四、公司投资价值分析与预测	47
(一) ROE分析：净利润率逐步改善，资产周转持续优于行业.....	47
(二) 公司盈利预测与估值：同店经营效率提升和展店计划加速推动业绩改善，公司估值已落入偏低位置.....	49
五、风险提示	52

一、公司概况：稳居国内百货行业龙头地位，门店规模处于加速扩张阶段

天虹股份 1984 年成立于广东省深圳市，主营业务为百货；自成立以来，公司深扎深圳本部，并于 2002 年开始向其他省市地区扩展；此外以大本营深圳为试点，自 2013 年开始不断推出新业态。目前公司经营包括购物中心店（含加盟店与管理输出模式）、综合百货店（含加盟模式）、超市门店（含独立超市和加盟店）、便利店等多种业态，全面覆盖可选与必选渠道，现已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 26 个城市。同时，公司着眼于技术赋能，推出虹领巾、天虹微信、天虹微品等多款线上产品，全面完善线上线下载零售全渠道建设。

表 1 天虹股份发展历史重要事件梳理

时间	事件
1984 年	公司注册成立
1985 年	首家百货门店深南天虹（深南中路中航工贸大厦天虹商场）一层正式营业，公司开始经营包括超级市场、家用电器、五金、百货、服装、景泰蓝、陶瓷工艺品等专柜
2002 年	江西省第一家天虹商场南昌江大天虹开业 天虹物流中心竣工并投入使用
2003 年	福建省第一家天虹商场厦门汇腾天虹开业
2006 年	浙江省第一家天虹商场嘉兴天虹开业
2008 年	湖南省第一家天虹商场长沙芙蓉天虹开业
2009 年	江苏省第一家天虹商场苏州金鸡湖天虹开业 北京市第一家天虹商场北京宣武天虹开业
2010 年	公司上市
2012 年	四川省第一家天虹商场成都高新天虹开业
2013 年	首家购物中心门店深圳宝安中心区天虹购物中心营业
2014 年	浙江省第一家天虹购物中心杭州天虹购物中心开业 首家便利店“微喔”在深圳市南山区海印长城一期开业 首家跨境电商体验店在深圳宝安天虹购物中心内开业
2015 年	公司发布“互联网+”转型战略和天虹官方 APP
2017 年	首家无人便利店“WELLGO”在深圳湾天虹总部大厦开业 首家独立超市“SP@CE”深圳宏发世纪城石岩店开业

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

从公司的门店数量，尤其是天虹主营的百货、购物中心类的门店规模角度来看，其门店总数整体呈上升趋势，虽门店增速出现放缓趋势，但主要是源于门店基数增大，实际公司每年的新增门店数量不断增长。分阶段来看，公司门店扩张主要经历了三个阶段：

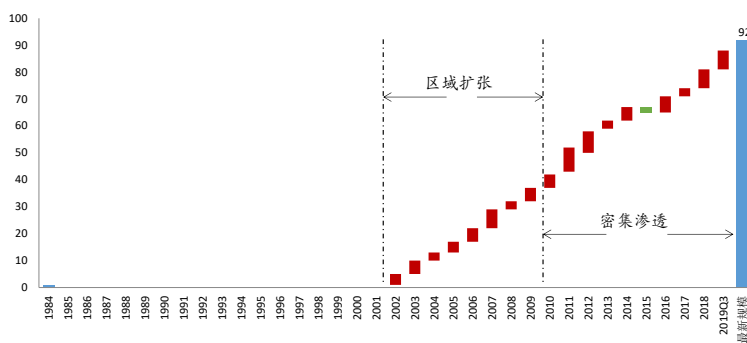
1985-2002 年：创立初期，聚焦大本营地区发展。1985 年 1 月深南中路中航工贸大厦深圳天虹商场（深南天虹）一楼正式开业。随后公司开始缓慢扩张，2002 年公司在深圳地区拥有门店 5 家。

2002-2010 年：上市之前，推进区域扩张。2002 年，天虹商场江西省第一家分店南昌江大天虹开业，自此深圳天虹商场有限公司正式迈开了异地连锁经营的步伐。截至上市之前，公司合计拥有 35 家直营连锁商场，2 家特许经营商场，门店分布在广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江六省。在这一阶段内，公司稳健推进展店进程，期间展店的复合增速达到 30.86%，平均每年净新增门店 3-5 个（仅在 2007 年开店较多达到 7 个）。

2010 年至今：上市之后，区域密集渗透。在上市之后，公司继续加快扩张步伐，推进优势区域密集布局，同时开始进军北京、成都等地区。除 2015 年门店数目下降（关闭 4 家多年业绩未达预期的门店以止损，因此当年门店净减少 2 家）外，其余各年门店数目都出现上升。该阶段内，公司展店的复合增速为 8.24%，在调整期之外每年基本可以实现 5-9 家门店的加速扩张。

截止 2019 年 12 月 31 日，公司共经营百货和购物中心类门店合计 92 家，年内实现新增门店 11 家，远超过 2018 年全年 7 家门店的扩张速度，创下过去 10 年内的峰值水平。

图 1 天虹股份百货及购物中心类门店数量扩张进程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 2 公司各业态门店变动概览

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3	2019 年底	2013-2018 年 CAGR
百货	60	64	62	67	67	68	69	69	2.53%
购物中心	2	3	3	4	7	13	16	23	45.41%
便利店		158	166	157	148	159	164	-	0.16%
独立超市					2	10	10	-	-
合计	62	225	231	228	224	250	259	-	32.16%

资料来源：公司财报，中国银河证券研究院整理

注：未单独列示包含在综合百货店及购物中心店中的超市业态

公司的营业收入增速和门店规模增速呈现出趋同的变化趋势，由于二者基数体量较大，对比之下增长略显缓慢，且公司受到行业冲击的影响，天虹的营收与门店均处于减速增长区间。公司 FY2018/2019Q3 分别实现营业收入 191.38/ 140.75 亿元，对应同比增速为 3.25%/ 1.75%（同期大店门店增速分别为 9.46%/ 4.94%）；扣非归母净利达到 7.92/ 5.61 亿元，较上年同期变化 24.76%/ 4.86%。

与上市的其他百货公司相比，尽管 2015 年起天虹股份的市场份额出现微小下滑，但公司迅速调整，营收份额至 2019Q3 已提升至近九年的最高值 5.69%；源于天虹在行业内的优异表现，公司始终处于百货行业领先地位，排名稳定在行业前五名左右。

图 2 天虹股份门店数量及同比增速 (%)

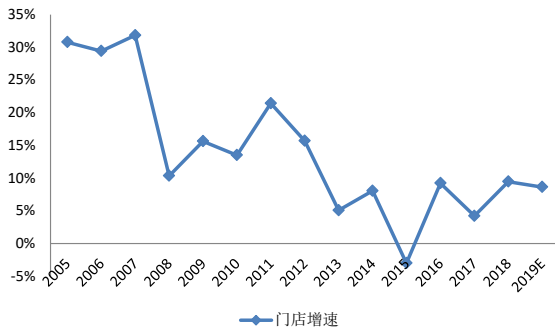
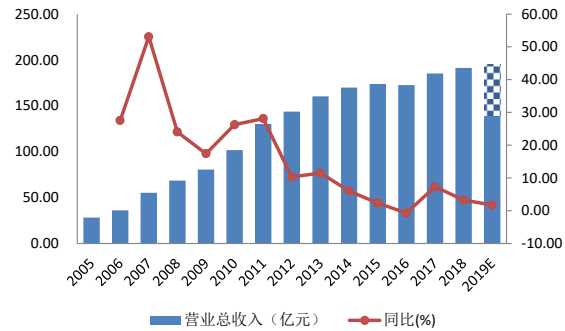


图 3 天虹股份营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



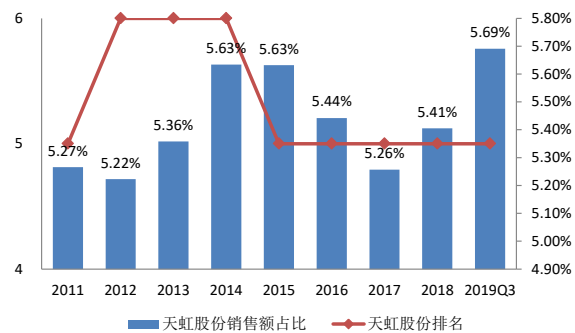
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4 天虹股份扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



图 5A 股上市百货公司市场份额及排名



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

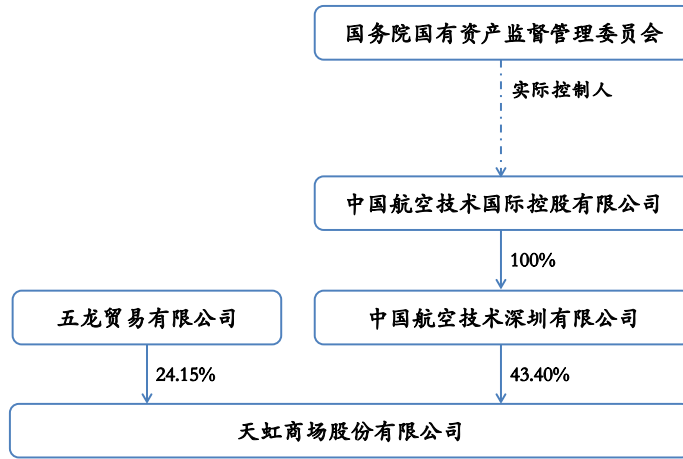
(一) 股权结构: 央企加持港资背景, 股东业务存在协同空间

天虹股份控股股东为中国航空技术深圳有限公司, 持有公司 43.4% 的股份 (2014 年前为 39.52%, 后出现提升), 持股比例保持稳定; 公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会, 是 A 股百货类上市公司唯一一家央企背景百货公司。此外, 公司从 1984 年就开始引入港资, 进行所有制改革; 第二大股东为五龙贸易有限公司, 系港资企业, 其实际控制人黄俊康也长期担任天虹股份副董事长。

央企加港资双重背景, 使得公司在融资方面拥有更好的先天条件, 同时在公司向全国扩张阶段, 控股股东业务的广泛布局对公司包括供应链、物业租赁等方面将有一定的协同效应。其中, 公司旗下深南天虹、观澜天虹、赣州中航城天虹等门店是天虹与同属中航旗下的中航地产的合作项目, 成都的莱蒙置地广场物业为天虹与港资股东黄俊康旗下的莱蒙国际集团的合作项目; 此外, 2019 年 12 月公司还与中航城商业、中航华城商业、中航长泰等关联法人签订租赁合同, 获得深圳福田区中航城和深圳龙华区中航天逸花园两个存续的购物中心项目, 并计划

于 2020 年 1 月开始承租继续经营，直接强化公司在深圳地区的品牌影响力，提升市占率。

图 6 天虹股份股权结构图（不含持股比例不足 5% 的节点）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

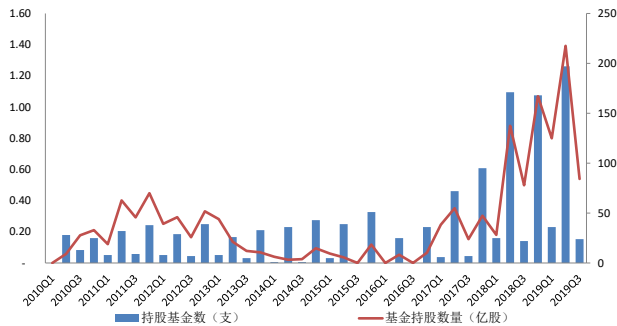
从**股权质押**的角度来看，目前公司仅有 1.29 万股股权处于质押状态，占公司总股本比重不足 0.01%，比例极低；说明公司尚不存在以股票质押融资以补充流动资金的需求。

在**股权激励**方面，2014 年 7 月，公司实施第一期限限制性股票激励方案，对 177 名中高管、技术人员给予共计 657.41 万股的限制性股票（实施前总股本为 8.002 亿股），但随后 2015 年 3 月，由于公司短期业绩未达到股权激励方案中的要求，这部分股票公司已经回购注销，最终对总股本未造成影响。

此外，公司**通过转增的形式实现权益分配**。2018 年 4 月公司以原始股为基数、使用资本公积金落地转增计划（每 10 股转增 5 股），以实现上一财年的权益分配，由此公司的总股本提升至 12.003 亿股。

从市场上**基金机构持仓**的情况来看，2017 年之前持股天虹股份的基金数量较为稳定，均值水平在 20 支产品左右，其中在百货行业和公司销售额增速表现较好的时期（2013 年之前），基金的持股数量较高，均值水平可以达到 0.23 亿股，而在百货行业景气度下滑时期，基金持股天虹的数量有所下滑，围绕中枢水平 0.07 亿股波动；2017 年之后，市场对于天虹股份的关注度持续提升，2019Q2 时共有 197 家基金合计持仓股数高达 1.39 亿股，达到历史峰值；2019Q3 受到市场投资偏好转变、整体消费环境承压、公司自身业绩增速下滑等诸多因素的影响，持仓基金数量回落至 24 家（0.54 亿股）。总体来看，公司的股本情况与股权结构健康稳定，公司治理的有效性得以保障。

图 7 天虹股份基金持仓情况



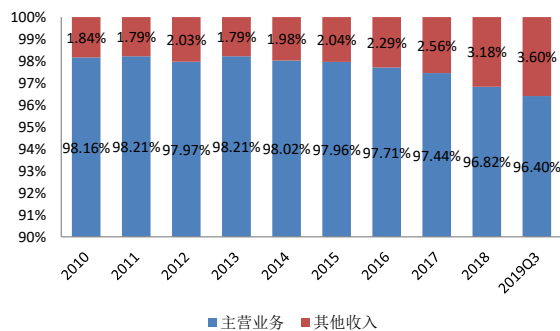
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 主营业务: 营收结构优化推升公司经营能力改善

1.按业务类型拆分: 核心零售业务稳步发展, 高毛利的地产板块辅助带来规模增量

天虹股份的总营业收入中, 主营收入来源于零售和房地产业务, 二者合计贡献超过 96% 的营收。剩余部分(截止 2019Q3 贡献占比 3.60%) 主要来源于管理输出和加盟店等项目带来的营收, 公司在 2017 年仅有 3 家门店该类型的服务输出, 而在 2019Q3 已达到加盟、管理输出 5 家购物中心及 3 家百货, 因此未来伴随公司进一步对外输出管理能力, 其他收入在总营业收入中的比重还将出现进一步提升。

图 8 天虹股份总营业收入结构拆分



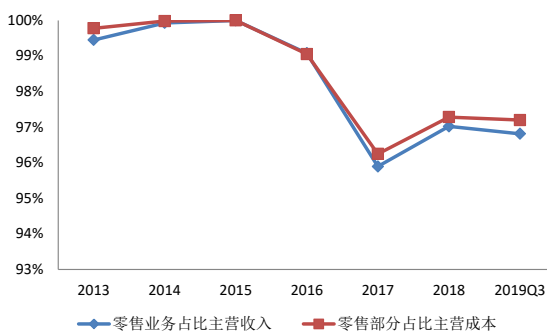
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

主营业务中, 零售板块营收份额占比高, 规模低速扩张, 毛利率稳步改善。2013-2016 年房地产业务引入初期, 零售板块贡献超过 98% 的主营业务收入和成本, 随后地产板块规模激增, 零售依旧能够占据 95% 以上的主营收入, 以及 96% 以上的主营成本。除 2016 年业务调整之外, 公司的零售板块营收逐年保持正向扩张趋势, FY2018/ 2019Q3 营收规模达到 179.78/ 131.36 亿元, 同比增长 3.79%/ 0.66%。而在 2013 年至 2019Q3 这段时间内, 公司的零售业务毛利率稳步提升 4.84 个百分点至 27.19%, 经营改善效果显著。

相比之下, 地产板块业务具有营收规模偏低且波动性强, 毛利率水平较高的特征。

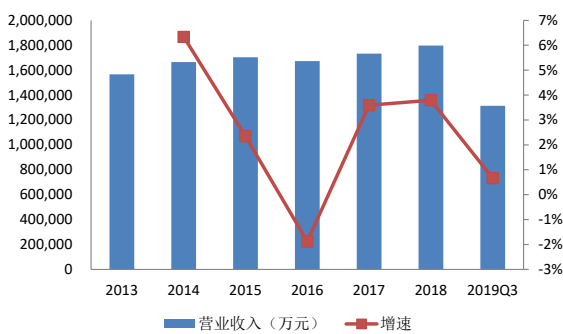
2013-2014 年房地产业务发展初期，贡献营收规模不及亿元，占比主营比重不足 2%；2017-2018 年地产收入超过 5 亿元，但占比主营依旧不足 5%；地产部分营收表现出剧烈波动与不确定性，主要源于地产项目收入确认的特殊属性。以 2018 年为例，地产营收 5.52 亿元，主要系公司苏州相城天虹、南昌九洲天虹项目均已竣工，年内结转收入 5.5 亿元所得，该项收入属于一次性转入，具有不可预知性和一次性特征。目前地产类业务没有形成有效的规模变化，但毛利率水平偏高，2017 年开始相较零售板块可以维持 6-9 个百分点的毛利率优势。因此，**公司发展房地产板块的业务，可以在短期带来不确定的营收增量以及毛利率的提升改善；但长期来看，还是应该聚焦零售板块业务的发展。**

图 9 天虹股份主营业务中零售业务占比情况



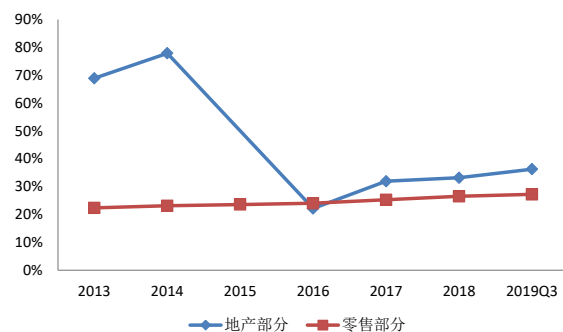
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11 天虹股份零售业务规模 (万元) 及增速 (%)



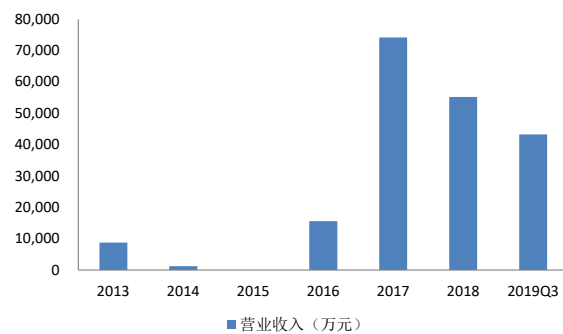
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10 天虹股份主营业务毛利率变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12 天虹股份房地产业务规模 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2.按商品类型与经营模式拆分：必选类商品与体验式销售额上浮，高毛利的租赁模式占经营面积比重最高

主营业务中零售板块内部同样在演绎结构的升级优化。从商品品类的销售额情况来看，截止 2019H1 百货及购物中心中主要售卖的服装类、化妆品精品类、皮鞋皮具类、家居童用类、电器商品合计占比公司主营零售的比重为 56.54%，较 2016 年缩减 7.54 个百分点；而超市、便利店内销售的食物类、日用品类商品合计占比 39.42%，侧重体验式的餐饮娱乐营收占比 4.04%，两大类贡献份额较 2016 年分别提升 5.97、1.58 个百分点。此外，从各品类毛利率来看，传统零售售卖的产品毛利率多在 21%至 29%之间，其中电器类商品毛利率较低，但受消费

升级和产品高端化的影响，2019H1 也提升至近 25%的水平；对比之下体验式业态餐饮娱乐类的毛利率水平维持超过 70%，远超其他商品品类。

图 13 天虹股份零售业务各类商品销售额占比趋势 (%)

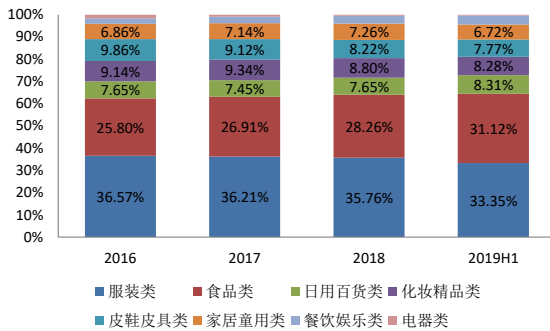
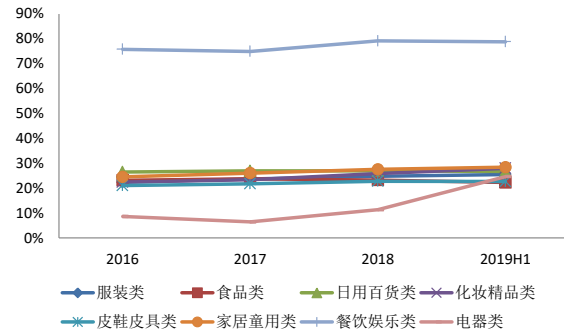


图 14 天虹股份零售业务各类商品毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从可比店的经营模式来看，仅有以体验式业态为主的租赁模式营业收入持续维持上扬，贡献的营收比重从 2017 年的 6.14% 提升至 2019Q3 的 9.94%；同时其可比店面积同样保持上升趋势，2019Q3 对应面积为 111.05 万平米，占比公司可比店面积的比重从 2017 年的 37.02% 提升至 46.41%。此外，租赁模式不仅营业收入、毛利额、面积增幅均高于自营和联营模式，毛利率水平亦表现突出；以 2019Q3 为例，可比店租赁营收占比仅有 9.94%，但毛利额占比高达 28.70%，对应毛利率水平为 79.29%，同期另两种经营模式的毛利率水平不足 25%。然而，自营和联营模式在坪效方面具有绝对优势，2016 年开始，尽管出现波动下滑，自营与联营模式的可比店坪效分别超过 1.75/1.07 万元/平米；租赁模式的坪效自 2016 年的 0.14 万元/平米轻微改善至 0.15 万元/平米，但距离自营和联营依然存在较大差距。总而言之，公司的主要经营模式逐步倾向于向韧性较强但弹性空间缩小的租赁模式转变。

表 3 2016-2019Q3 公司可比店各经营模式经营情况

		2017	2018	2019Q3
营业收入 (万元)	自营	467,986	499,160	428,091
	联营	1,073,128	1,022,651	694,967
	租赁	100,842	134,337	123,996
营业收入同比增幅 (%)	自营	-0.92%	4.62%	10.48%
	联营	-1.56%	-1.86%	-7.42%
	租赁	21.09%	20.69%	13.33%
毛利额 (万元)	自营	116,674	121,306	97,622
	联营	210,938	211,149	146,664
	租赁	83,980	105,101	98,313
毛利额同比增幅 (%)	自营	-	3.97%	0.71%
	联营	-	0.10%	-0.20%
	租赁	-	25.15%	15.85%
面积 (平米)	自营	247,275	278,548	320,629
	联营	952,329	959,908	961,478
	租赁	705,159	900,718	1,110,531

面积同比变动 (%)	自营	联营	租赁
	-8.41%	-7.31%	6.94%
	-6.87%	-4.99%	-6.60%
	14.39%	9.00%	4.07%

资料来源：公司定期公告，中国银河证券研究院整理

图 15 2017-2019Q3 各经营模式可比店营业收入占比

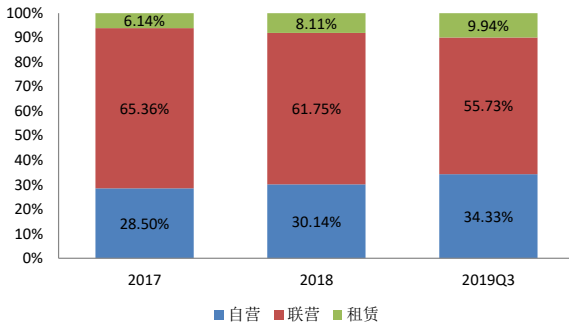
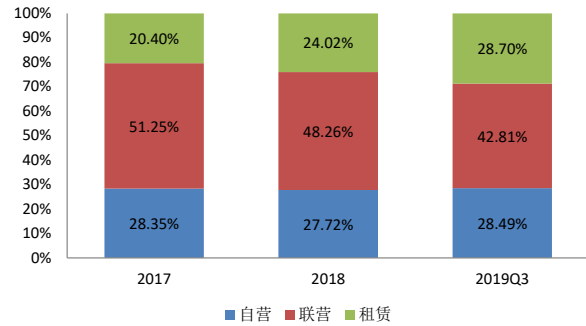
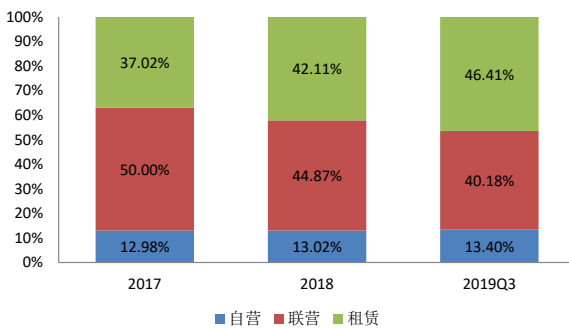


图 16 2017-2019Q3 各经营模式可比店毛利额占比



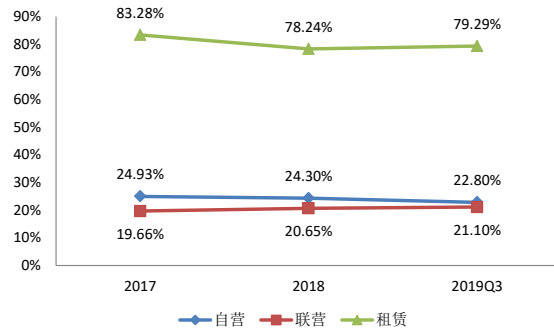
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 17 2017-2019Q3 各经营模式可比店经营面积占比



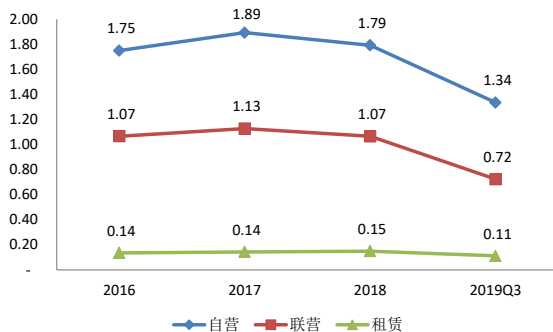
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 18 2017-2019Q3 各经营模式可比店毛利率水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 19 2016 年-2019Q3 各经营模式可比店坪效 (万元/平米)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

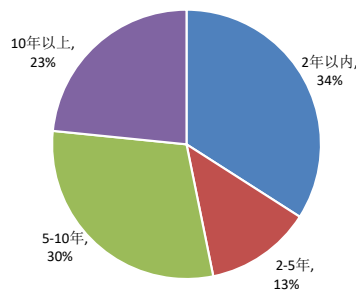
公司近年推行改革与创新并进，实现多业态的调整与丰富，导致了公司商品结构和内部经营模式结构的改变。一方面，受消费环境变化影响，公司重点关注必选类超市、便利店渠道的发展，不断深耕超市供应链，并推出新零售超市品牌，同时收购万店通开始进军便利店，

积极扩张便利店布局，由此对应必选商品的销售额比重不断上升；另一方面，公司对传统百货业态进行购物中心化改造，结合推进新业态购物中心的扩张，同店内餐饮娱乐等体验式业态面积增加，而餐饮娱乐类项目通常采取高毛利的租赁模式进行运营，由此公司的零售板块中餐饮娱乐类营收与可比店拆分中租赁营收占比逐年上升，并有效推动总体毛利率水平稳步抬升。未来伴随天虹持续推行业态的转型升级，重点发展体验式的购物中心与必选渠道独立超市、便利店，将有望进一步推动公司营收结构出现调整，实现毛利率的优化。

3.按门店店龄和经营情况拆分：老店扭亏效果显著，存量门店经营状况逐步改善

截止 2019Q3 天虹开业 10 年以上门店数目占比为 23%，2-10 年的门店数量合计占比约 43%，近 2 年新开门店占比 34%；由于公司近年来有加速扩张的趋势，因此店龄较短的门店数量占比偏高，总体门店店龄结构合理。其中，老店业绩贡献度高，公司 2018 年至 2019H1 公布的营业收入排名前十名的门店店龄均超过 5 年，其中有 7 家店龄超过 10 年；但店龄并非门店营收规模体量的决定性因素，门店选址等因素也会对培育期和盈利能力产生影响，以店龄较短的宝安中心区天虹购物中心为例，该门店是 2013 年开业的公司首家购物中心，位于临近地铁口的市级商业中心，培育期约为 1.2 年，在 2017 年公司开始公布营收规模前十门店的时候已经名列其中。

图 20 截止 2019Q3 天虹股份百货及购物中心类门店店龄结构构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

除了规模与业绩贡献领先的头部门店，剩余门店的经营状况亦在逐步改善。2013 年至今，公司在门店不断扩张的同时亏损店数和单店亏损额都得到了有效控制。同时，公司整体可比同店营收增速扭转下滑趋势，利润增速上升。2017 年，公司可比同店营业收入增速为-0.22%，较 2011 至 2016 年的下滑趋势出现好转，此后至 2019Q3，尽管增速再次出现放缓，公司的可比店总体营收维持低速扩张状态；同时伴随 2016 年百货同店经营效果改善，公司业态改革效果进一步彰显，可比同店利润增速一路提升至 2017 年的 17.71%及 2018 年的 17.10%，处于近 7 年极高水平，连续两年保持高速增长，2019Q3 在前期高基数基础上增速放缓至 5%，依旧维持业绩规模的提升。

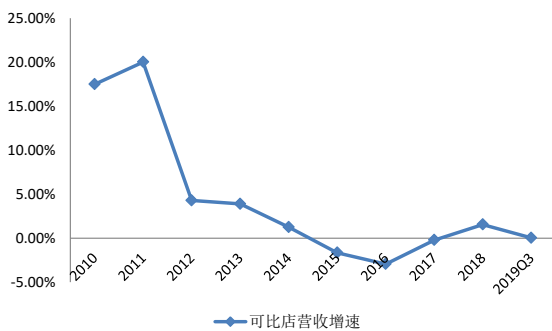
表 4 天虹股份门店经营减亏、扭亏为盈案例梳理

时间	扭亏门店
2013	3 家门店（北京宣武天虹、深圳横岗天虹和深圳后天虹）成功实现扭亏
2014	5 家门店（深圳宝安购物中心、苏州木渎天虹、湖南娄底天虹、厦门海沧天虹、南昌京东天虹）

	实现盈利
2015	关闭多年业绩未达预期的 4 家门店, 有效止亏; 3 家门店 (深圳坂田门店、南昌进贤门店、吉安购物中心) 实现全年盈利, 2 家门店 (杭州购物中心、深圳松柏门店) 实现大幅减亏
2016	虎门天虹、象湖天虹 2 家门店实现扭亏为盈, 杭州购物中心、成都高新天虹、深圳松柏天虹、惠州三环天虹等 13 家门店实现减亏
2018	中深圳新沙天虹购物中心、苏州相城天虹购物中心、深圳东环天虹、成都高新天虹、苏州石路 CCmall 等门店实现扭亏, 亏损店数、亏损额占盈利店利润比例连续 3 年下降

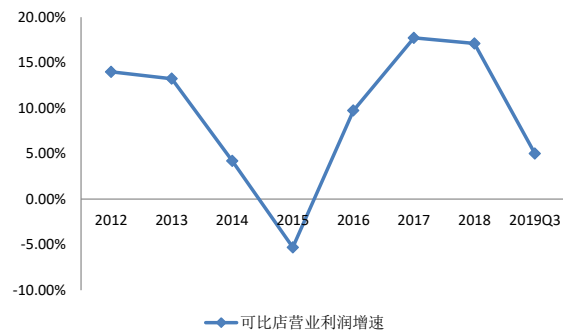
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 21 公司可比同店合计营业收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

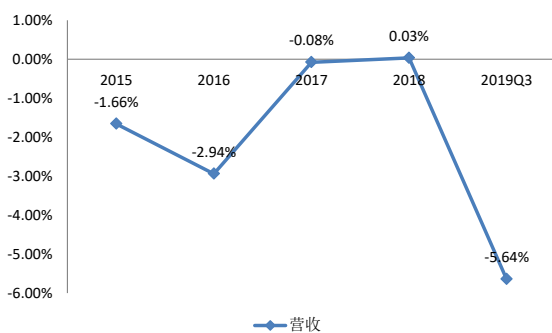
图 22 公司可比同店合计利润增速 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

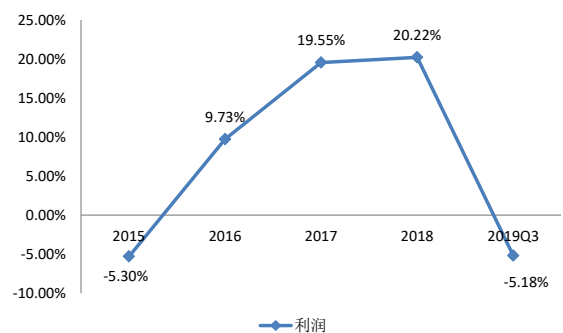
主营百货业态的老店效率同样逐步改善, 2018 年可比同店营收同比增速由负转正, 但 2019Q3 出现回落 (部分因素在于 2018Q3 可比店营收、利润增速分别改善至 2.03%、27.37%, 在上年高增长的基数上叠加经济环境下行, 因此出现同比回落)。按年度表现情况来看, 公司 2016-2018 年百货可比店经营状况逐步改善一方面在于体验式业态的存在吸引了客流增长, 并延长了消费者的到店时间, 促进了百货其他业务的营收增长; 同时由于体验式业态多采用租赁的方式经营, 租赁的毛利率高于传统的联营方式, 2017 年、2018 年公司百货利润增速分别高达 19.55%、20.22%。

图 23 天虹股份百货可比店营收增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 24 天虹股份百货可比店利润增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

注: 2015 年到 2016 年年报中未单独披露百货可比同店营收和利润数据, 图中数据包含了购物中心的营收和利润, 购物中心的营收增速在近两年均为正, 因此可以倒推出百货可比店营收增速为负。

面对行业营收增速放缓的现状，天虹对于旗下百货业态主要推行“天虹+君尚”的双品牌战略，并逐步对存量百货推行购物中心化的体验式升级，以实现减亏扭亏，不断提升经营效率，最终实现可比店改善。

表 5 天虹股份对于百货渠道的两轮战略梳理

时间	战略
2010 年	<p>确立双品牌战略，君尚填补高端百货市场空白。</p> <p>2010 年公司将原天虹购物广场升级为“君尚”百货直营门店，定位于中高端百货，可以满足市场高端消费需求，增强公司对高端品牌供应商的吸引力，提升公司整体市场地位。</p> <p>“天虹”品牌定位于中端百货，定位于为家庭消费者提供时尚优质的生活，社区购物中心和城市中心店相互配合，公司以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额，在总体发展上采用集群式发展，充分发挥连锁经营的规模优势。</p>
2013 年	<p>顺应消费升级，对门店进行“场”和“货”的改造。为顺应追求个性化、强调体验感的消费趋势，公司大力推进门店品牌更替和商品主题编辑，为顾客呈现更完善的商品小类结构和更丰富的品种，同时对门店进行购物中心化、生活方式主题化改造，提升体验式业态面积，强调线下购物的优势。</p> <p>“货”：适度开展自营，试行买手商品集合制。推进门店品牌更替，打造自营 Rain 系列百货集合店，公司已搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，深入时尚前沿精选商品，优化百货自营供应链，同时天虹组建了专业的时尚买手团队进行品牌和商品的引进、采买和主题编辑，在商品同质化严重、竞争加剧的背景下，买手制可以深度挖掘消费者喜好和需求变化、实现商品与需求的精准匹配，提高顾客忠诚度。</p> <p>“场”：进行生活方式主题化编辑，对门店进行购物中心改造，提高体验式业态占比。“主题编辑”即以生活方式来重新组织构建商场内部品类分布和商品陈列，按消费者认为的消费相关性和替代性来确定，让商场的供给逻辑匹配消费者的消费决策逻辑。</p> <p>此外，公司组建专项指导团队对亏损店进行实地督导、现场诊断，对亏损门店猜出针对性措施，如统一调配公司商品资源、客户资源、教练资源等，取得了显著成果，同时公司及时关闭业绩未达预期门店，及时止损，始终贯彻落实“有效益扩张”原则。</p>

资料来源：公司定期报告，中国银河证券研究院整理

公司不断致力于百货业态创新，主题化编辑理念贯穿于对老店进行改造升级的过程之中。仿照购物中心，公司在百货门店推行一楼街区化，改变原本主推化妆品的布局。同时，公司不断提升门店体验式消费面积占比，2014 年百货整体体验式消费面积占比超过 15%，2015 年提升至超过 20%，2017 年两年期以上百货门店中约 7 万-8 万^m原有从传统百货联营模式转化为体验式消费。

表 6 天虹百货业态创新

创新业态	门店	时间	门店面积 (平方米)	简介
儿童馆	深圳坂田天虹、国贸天虹、福民天虹	2014 年 6 月 7 日新开深圳坂田天虹，2015 年老店国贸天虹、福民天虹门店内儿童馆开业	83281	设有儿童主题乐园（高荷兰风车、旋转水车、卡通蘑菇屋等）、早教中心等儿童项目
天虹 Cool+	南昌天虹 Cool+	2016 年 9 月 23 日	20000	体验式业态面积占比 51%，围绕 90 后进行主题编辑，定制“潮酷、有趣、多变”

青春潮流 百货	珠海天虹	2016年12月10日	39000	的生活空间 定位年轻潮流，在商场场景打造上分六大主题：“东西市”、“风尚廊”、“花语间”、“同乐园”、“潮热社”、“嗨聚里”
花园式购 物空间	深圳民治天虹	2016年12月24日	20180	首家花园式购物空间，每个楼层都有各种景点（街灯、花池、绿植墙、石路等）映射花园主题 围绕为80后力量女性定制时尚，形成了美妆馆、鞋履馆、内衣馆、儿童馆、运动馆五大品类集合馆，并根据女性顾客的生活场景编辑了young/office/party3个主题区域。
天虹 Discovery	天虹深南店	2017年5月12日深南 天虹店调整后开业	19544	围绕 Colourful 以及 Cool 进行设计，苏州 CC.Mall 强调码头港口等元素，长沙门店强调欧洲小镇元素 满足周边居民生活需求出发，致力于为周边社区居民打造“休闲便利的品质生活中心”；由家庭零售+街区餐饮+生活服务+儿童游乐组成，除了满足顾客的购物需求外，更是家空间的延伸，全面满足周边顾客日常生活需求
天虹 CC.Mall	苏州石路公园、长沙沙湾公园	苏州与长沙 CC.Mall 分 别于2017年5月19日、 9月27日开业	30000	
社区生活 中心	松瑞天虹	2019年7月25日	18400	

资料来源：联商网，公司定期报告，中国银河证券研究院整理

注：苏州石路公园 CC.Mall 为购物中心，门店面积不包括在内

二、行业联动性：传统百货行业承压，经营变革迫在眉睫

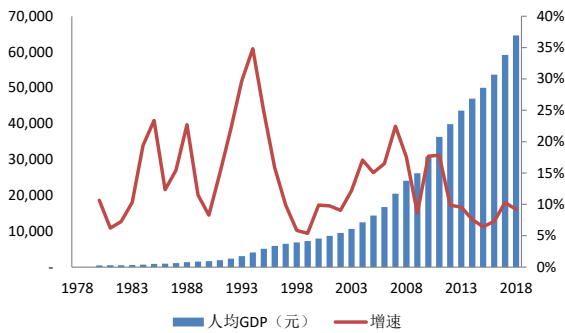
（一）经济与社消总额增长放缓，可选消费尤为受到压制

改革开放以来，我国人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入持续扩张，但 2012 年开始已经逐步显现出增长放缓的趋势；上世纪 90 年代与 21 世纪初人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入尚可保持双位数的增长，2012 年以来人均 GDP 增速已经从 17.83% 滑落至 2018 年的 9.19%，且 2015 年触及近 20 年内的最低增速 6.43%，城镇居民人均可支配收入增速从 2011 年的 14.13% 降至 2018 年的 7.84%。

经济增长放缓在一定程度上制约了社会消费需求的加速发展，与人均 GDP、城镇居民人均可支配收入增速相对应，社会消费品零售总额表现出同周期的变化趋势。社消名义同比增速从 2010 年的 18.33% 逐步降至 2018 年的 8.98%，自 2018 年 3 月份单月零售总额增速降至 10.1% 的临界值后，连续 20 个月单月零售额同比增速都处于不及 10% 的状态，当前阶段内社消当月同比增速一直在 7.2%-9.8% 的区间范围内，围绕 8.47% 的均值水平向下波动；我们认为未来社消增速的惯性滑落区域将继续延长。

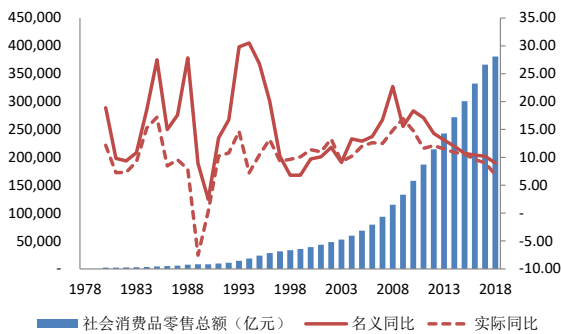
整体消费需求承压同样对重点大型零售企业造成负面影响，其在当前经济和消费环境之下并没有展现出头部企业的相对经营优势。全国50家重点大型零售企业零售额当月同比增速自2011年开始进入降速增长阶段，至2014年开始50家重点大型零售企业零售额滑落至负增长区间，规模增长乏力甚至出现萎缩，当年4月出现了同比大幅下滑7%的极低值；2016年开始出现回暖，零售额从9月至次年11月均保持为正增长态势，但阶段内增速依旧是围绕零增长的水平上下浮动。

图 25 人均 GDP (元) 及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

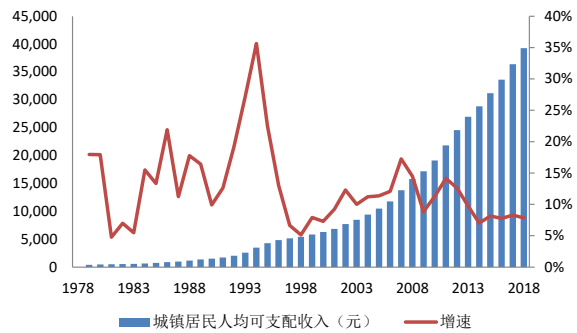
图 27 社会消费品零售总额 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

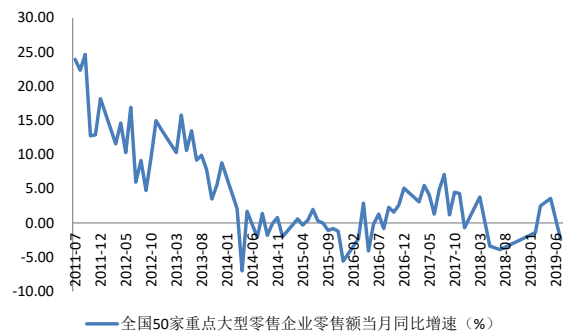
在当前的经济与消费环境之下，可选类商品的销售受冲击更大。从社会消费品零售总额的限额以上各品类销售额可比增速情况可以看出，尽管各品类的销售额均处于减速增长阶段，粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类等必选类商品的销售额增速依旧处于相对领先的地位，轻微跑赢社消总额水平；可选消费品中，仅有化妆品表现相对较好，服装鞋帽、金银珠宝、家电和家具等增速均处于相对劣势的区间。

图 26 城镇居民人均可支配收入 (元) 及增速



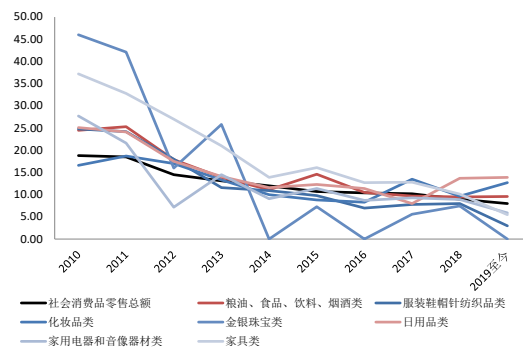
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28 全国 50 家重点大型零售企业零售额当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29 2010 年-2019 年 11 月各品类销售额同比增速情况



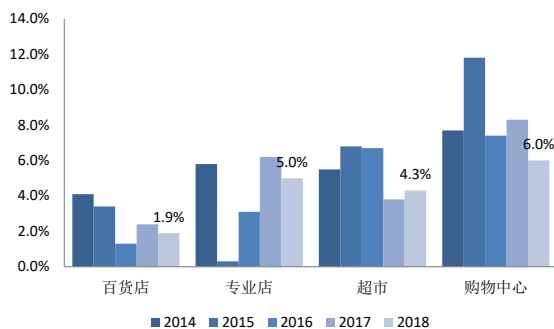
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

与商品品类相匹配，线下不同零售渠道同样表现分化，百货行业增速相比处于劣势。根据商务部发布的《中国零售行业发展报告》，如图 30 所示，不同线下业态的规模增速明显分化，购物中心是线下销售额增速较快的业态，连续五年增速不低于 6%；百货业态在五年内的增速远低于购物中心和超市，且显示出减速扩张趋势，2018 年增速仅为 1.9%。

在连锁零售企业当中，如图 31 所示，百货 2018 年贡献销售额 3781 亿元，规模不及大型连锁超市（统计局口径为 6000 平米以上的超市门店），与超市的规模差距亦在逐步缩小，体量仅明显优于便利店行业。同时自 2013 年开始，行业规模增速呈现出明显的放缓趋势，并于 2017 年步入负增长（同比增速降至-3.04%）。百货行业 2013-2018 年的 5 年 CAGR 仅为-0.16%，低于同样发展较为成熟的超市行业（3.57%）以及新兴蓬勃发展的便利店行业（11.88%）。由此，百货行业占比零售销售总额的比重自 2012 年开始明显处于滑落趋势，自 2011 年的 9.90% 下降 3.48 个百分点至 6.42%。

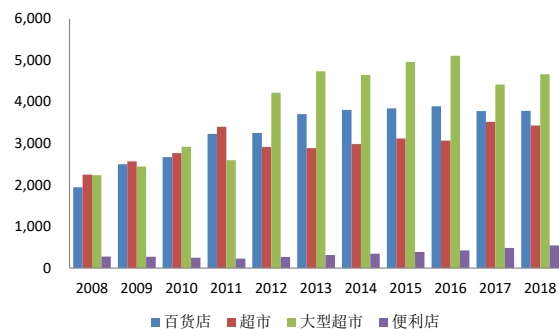
在重点流通企业中，百货销售额自 2017 年下半年起增速放缓，并与超市、购物中心、便利店等业态的增速呈现出背离的变化趋势；2018 年 12 月当月同比增速将至极小值-0.7%。

图 30 商务部零售业典型企业统计调查分业态增速（%）



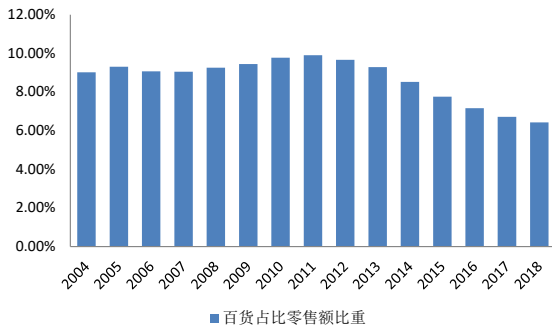
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 31 中国连锁零售企业商品销售额（亿元）



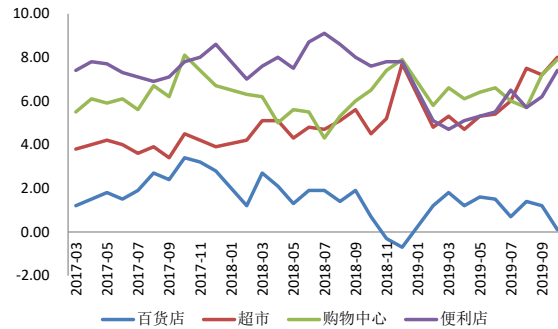
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 中国百货行业占比零售额比重 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 33 重点流通企业销售额当月同比增速 (%)

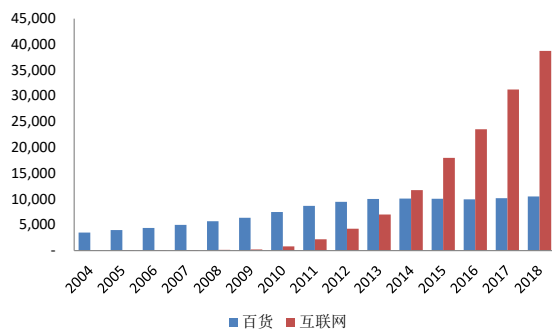


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 商品同质化程度偏高, 百货行业增长受传统电商及网络新媒体营销冲击分流影响较大

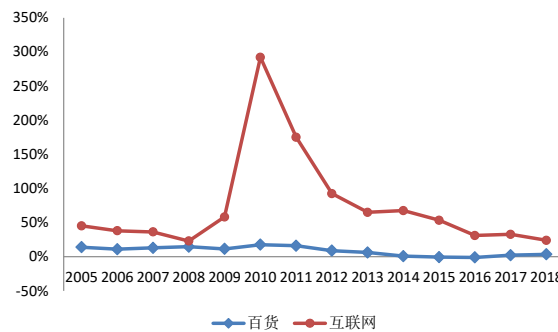
与线上的互联网零售渠道相比, 百货销售额的规模扩张受到分流冲击。据 Euromonitor 数据统计, 互联网渠道的零售额规模在 2014 年已经超过传统的百货渠道, 2012 年开始, 百货渠道的销售额增长乏力, 规模围绕 1 万亿元左右的水平波动, 而互联网零售在近十五年内都保持超过 50% 的年均增速, 2018 年规模达到 3.87 万亿元, 是当年百货销售额的 3.68 倍。

图 34 中国百货行业及互联网零售销售额规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 35 中国百货行业及互联网零售销售额规模增速



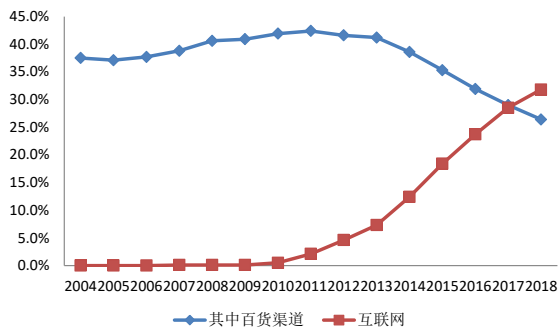
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

商品销售同质化严重, 百货更易受到物美价廉、选择多样的传统电商冲击分流。我国百货主要销售服装鞋帽、化妆品、珠宝首饰类商品: 可以发现自 2004 年开始, 服饰和化妆品类商品通过百货渠道销售的比重已经分别下滑 11.1 和 14.4 个百分点至 26.4%/18.1%, 珠宝首饰类商品的百货渠道销售额占比也下降 4.2 个百分点至 57.3%; 与之对应, 互联网渠道销售额占比大幅提升, 分别在 2015 年和 2017 年超过了百货渠道销售服饰、化妆品的比重, 代替百货成为这两类商品的主要销售渠道。

究其根本, 在于此类商品的品牌供应和生产流程标准化程度较高, 在各类零售渠道中的同质化情况较为严重, 消费者在购买商品时更容易受到性价比因素的影响, 而互联网渠道具备相应的价格优势; 同时, 传统电商还为消费者提供了丰富的商品选择, 线上渠道打破了线下场景

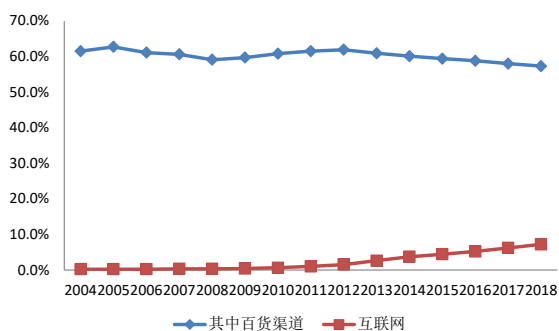
中商品 SKU 数量的限制，通过搜索便可以快速找寻所有与需求匹配的商品，并进行有效的多维对比择优；此外，现代物流的快速发展进一步降低线上渠道的配送成本，与到店尝试体验所需的时间和通勤成本相比，在线上购买、到家试用试穿、将不合适产品退换等一系列购物流程更为便捷、高效和便宜。受多方因素的共同作用，百货渠道的相对优势并不明显，传统电商容易冲击分流其销售额。

图 36 中国服饰类商品在各渠道的销售额占比变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 38 中国珠宝首饰类商品在各渠道的销售额占比变化

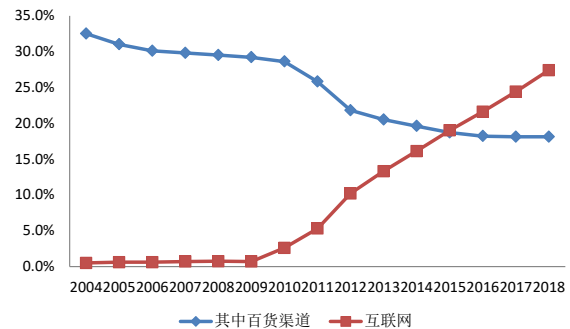


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

此外，网络新兴营销渠道还在不断提升消费者的线上参与度。自 2014 年开始，全国网络零售参与指数便呈现出上升趋势；从 2019 年内的表现来看，可以发现短期内主要是网购用户的人均消费额增长推动参与度提升；从长期水平来看，2014 年人均每月用于网购的消费支出为 566.6 元，占比个人当月支出的比重为 18.1%，这一数额在 2018 年抬升至 1138 元/月，比重份额上涨至 21.9%，五年间人均网购消费支出的复合增速高达 19%。由此可见，居民每月支出中有更高的比重用于线上电商渠道的消费，其分流影响逐步提升。

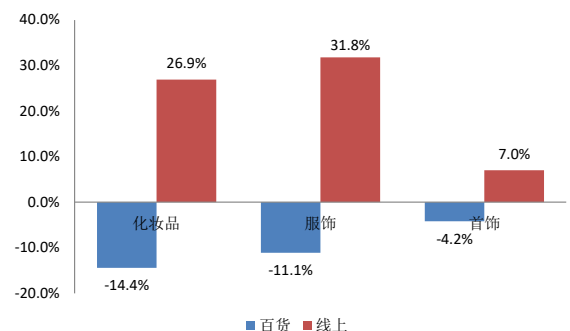
同时，受益于线上 KOL “直播带货”等新兴模式的带动，线上电商对于消费者的沉浸体验亦有所完善；而直播带货因为主播自身信誉背书、视频内容丰富生动、限时抢购促销激发冲动消费等因素影响，对于线上销售额拉动极大。淘宝、京东、苏宁等传统电商平台均大力扶植自身平台的直播电商业务；拼多多、小红书等平台也相继推出直播内容进行带货，抖音、快手等视频直播平台也成为电商吸引消费者的高效途径。以天猫公布的双十一销售数据为例，2019 年直播电商呈现爆发式增长，“双十一”期间天猫销售额达亿元的直播间超过 10 个，销售额

图 37 中国化妆品类商品在各渠道的销售额占比变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

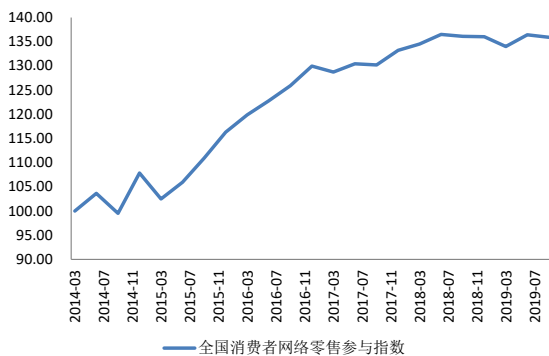
图 39 2004-2018 年百货及互联网渠道主要品类销售份额变化情况



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

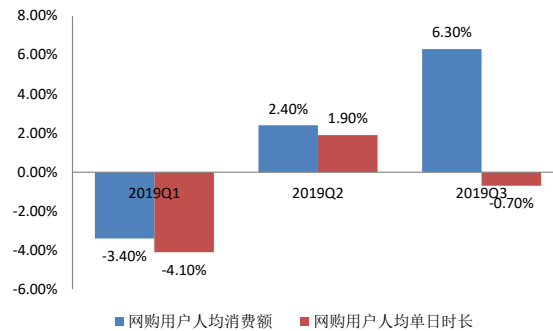
千万元的直播间超过 100 个，超过 50%的商家通过直播销售额获得新增长；以李佳琦、薇娅为代表的 KOL 均有千万级别的粉丝支持，2019 年双十一期间突破十亿级别的销售带货。随着渠道间的购物环境差异逐步缩小，用户消费习惯被潜移默化的转变，未来传统百货行业的相对优势存在被持续弱化的可能。

图 40 全国消费者网络零售参与指数



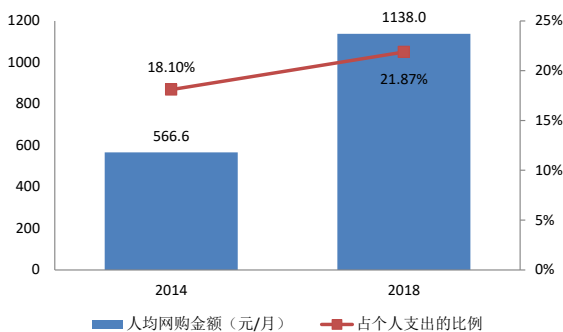
资料来源：中国国际电子商务中心，中国银河证券研究院整理

图 41 全国消费者人均消费额与单日使用时长（环比）



资料来源：中国国际电子商务中心，中国银河证券研究院整理

图 42 2014 年与 2018 年人均网购支出情况



资料来源：iCTR 中国网购行为调研数据，中国银河证券研究院整理

表 7 直播带货头部主播销售数据情况

主播	粉丝数量和销售数据
	全网粉丝超过 5000 万人（微博粉丝超过 900 万人，抖音粉丝达到 3720 万人，淘宝直播粉丝 1588.7 万人）
李佳琦	2019 年双十一：单人销售超过十亿元 2018 年双十一：10 秒钟卖出 10000 瓶洗面奶；与马云同台直播 15 分钟卖出 15000 支口红 全网粉丝超过 2000 万人（微博粉丝 564 万人，抖音粉丝达到 280 万人，淘宝直播粉丝 1269 万人）
薇娅	2019 年双十一：单人销售超过十亿元 2018 年双十一：当天销售额达 3.3 亿元，全年销售额 27 亿元

资料来源：淘数据榜单，中国银河证券研究院整理

（三）当前百货行业集中度仍偏低，短期难见头部企业市占率大幅提升的空间

我国百货行业集中度近九年维持在低位水平徘徊，2018年CR5和CR10分别为8.3%和14.2%，龙头优势并不突出；百货行业CR10基本保持稳定围绕14%的水平波动，CR5出现轻微下滑趋势，但依旧保持在8%之上。与发达国家的成熟百货市场相比，英国、新加坡、美国、日本2018年百货行业CR5均超过50%，而我国仅为8.3%。

改革开放以来，全国范围内尚未形成具有较高市场地位或是垄断能力的百货公司品牌，我国的百货行业集中度水平偏低。一方面，我国百货发展具有地域性强的特征，各地区具有独特的消费特征和消费习惯，区域内的百货零售企业对于当地的消费者把控更为精准，同时拥有先发布局和加密优势，因此百货企业可以成为地域龙头但是向外扩张的道路较为艰难，在新地区提升市占率速度缓慢；另一方面，国内百货公司多为国有企业或是国有资本控股，经营模式和策略难以发生质的转变，尽管近年来伴随着国企改革，百货公司并购重组不断，行业中的头部企业市占率并未出现明显改善。

图 43 中国百货行业 CR5 和 CR10 变化趋势

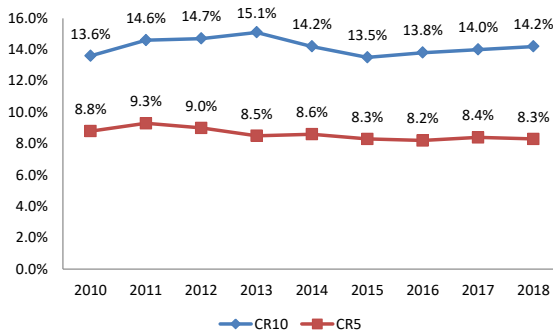
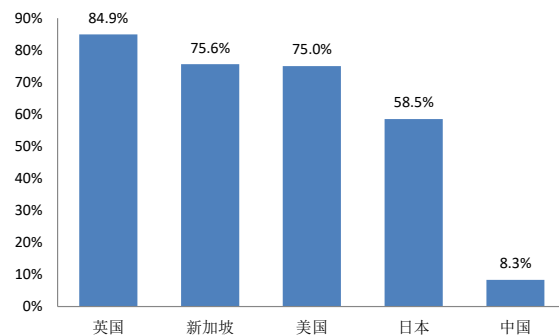


图 44 2018 年各国百货行业 CR5 水平对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

表 8 国内百货龙头企业实际控制人情况及经营覆盖区域

公司	成立时间	实际控制人	2018 年末百货类 门店数量 (个)	经营覆盖区域
天虹股份	1984 年 5 月	国务院国资委	81	全国 8 省、市的 26 个城市
重庆百货	1992 年 8 月	重庆市国资委	55	重庆 36 个区县和四川、贵州、湖北
王府井	1993 年 4 月	北京市国资委	51	全国 21 个省、市、自治区, 31 个城市
银座股份	1993 年 2 月	山东省国资委	46	山东省内 12 个地市和河北省石家庄、保定、张家口
欧亚集团	1992 年 8 月	长春市国资委	42	吉林、辽宁等 7 省、市
百联股份	1994 年 6 月	上海市国资委	37	立足上海, 辐射长三角, 面向全国
合肥百货	1996 年 7 月	合肥市国资委	26	安徽
广百股份	1990 年 8 月	广州市国资委	24	广州市及广东省内
翠微股份	2003 年 1 月	北京市海淀区国资委	7	北京市及周边地区
徐家汇	1993 年 1 月	上海市徐汇区国资委	5	上海
北京城乡	1992 年 11 月	北京市国资委	3	北京

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 9 2018 年国内百货企业股权变动案例

日期	事件
2018 年 12 月 24 日	岁宝百货控股（中国）有限公司公告称收购富元国际集团有限公司 19% 股份
2018 年 12 月 24 日	广百集团以现金方式收购友谊集团 100% 股权
2018 年 7 月 26 日	新华联国际控股公司完成收购庄胜百货的交接，新华联持股比例 66.75%
2018 年 7 月 22 日	美控股发起部分要约，收购不高于新华百货公司已发行股份总数 6% 的股份
2018 年 5 月 16 日	王府井集团宣布拟参与认购千百度国际控股有限公司发行的新股股份
2018 年 3 月 20 日	银泰百货以 35 亿元收购开元商业 100% 股权
2018 年 1 月 30 日	北京市国资委决定，王府井的控股股东将国有股权无偿划转给首旅集团

资料来源：前瞻研究院，中国银河证券研究院整理

三、公司未来发展的驱动因素：

（一）加速全国展店、区域渗透以对冲因经济、消费周期下行所带来的同店增长乏力

1. 门店储备项目与资金支持充足，未来新增门店有望实现加速扩张

对公司 2018 年至 2019Q3 的签约项目梳理可以发现，公司新进签约百货及购物中心类项目 27 个，其中长沙宁乡（2018 年 2 月）、江西九江（2018 年 6 月）、赣州定南（2018 年 11 月）、深圳松瑞（2019 年 7 月）、深圳福城（2019 年 11 月）、江苏泰州（2019 年 12 月）和深圳福永（2019 年 12 月）7 个项目均已开业，其中有 3 个项目签约时间与实际开业时间相差不足一个月。未来公司持续开店的基础雄厚，储备的项目充足。从地域分布的角度来看，当前储备未开张的百货及购物中心项目主要集中在华南与华中地区；而从业态分布来看，公司未来大店开设以购物中心为主，其中包含 17 家购物中心及 3 家百货。

公司主要通过直营经营门店（签约未开张门店的主要经营模式为直营），同时探索加盟、管理输出、与开发商合作的轻资产模式等经营方式，加快门店扩张步伐。2018 年第一季度宁乡天虹开业，该实现了与开发商带装修租赁、利润分成的轻资产模式。通过此种合作形式，公司实现了和开发商的更深层次合作，减少开店投入，有效降低公司风险。华南区签约项目莆田涵城将采用加盟模式经营，在佛山与招商地产合作，双方就佛山 IPARK 项目以“租赁+管理输出”模式进行合作。

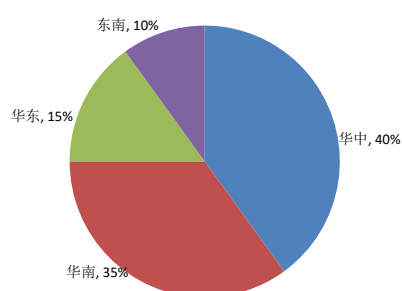
表 10 天虹股份 2018 年至 2019Q3 签约百货/购物中心项目情况

地区	门店名称	地址	面积 (m ²)	签约时间	经营方式	已开业时间
华中区	广丰龙华世纪广场项目	江西省上饶市	54,000	2018/01/10	直营	
华中区	南昌经开天虹	江西省南昌市	41,348	2019/01/21	直营	
华中区	南昌红谷滩华茂项目	江西省南昌市	77,000	2019/06/27	直营	
华中区	九江天虹购物中心	江西省九江市	100,000	2018/05/18	加盟	2018/6/16
华中区	赣州定南容汇广场项目	江西省赣州市	22,300	2018/11/07	加盟	2018/11/26

华中区	赣州旺达广场项目	江西省赣州市	22,510	2018/10/26	加盟	
华中区	株洲醴陵市五彩广场项目	湖南省株洲市	40,000	2019/07/12	直营	
华中区	长沙世景国际广场项目	湖南省长沙市	54,000	2018/07/05	直营	
华中区	长沙方略城市广场项目	湖南省长沙市	80,000	2018/11/20	直营	
华中区	宁乡春城万象广场项目	湖南省长沙市	20,115	2018/01/17	管理输出	2018/02/03
华中区	永州天虹购物中心	湖南省永州市	100,000	2018/01/18	直营	
华南区	深圳松岗松瑞天虹	广东省深圳市	18,400	2018/06/25	直营	2019/09/18
华南区	深圳沙井地铁站天虹	广东省深圳市	12,971	2018/10/12	直营	
华南区	深圳合正观澜汇项目	广东省深圳市	70,980	2018/12/07	直营	2019/11/29
华南区	深圳星航华府项目	广东省深圳市	42,775	2019/03/21	直营	2019/12/31
华南区	深圳平湖海源城项目	广东省深圳市	26,100	2019/09/10	直营	
华南区	揭阳盛泰君和广场项目	广东省揭阳市	59,405	2019/08/08	直营	
华南区	惠州博罗润发广场项目	广东省惠州市	61,545	2018/07/19	直营	
华南区	惠州源东云锦项目	广东省惠州市	35,000	2019/06/28	直营	
华南区	东莞旧锡边城市更新项目	广东省东莞市	96,000	2018/07/23	直营	
华南区	东莞塘厦天悦中央项目	广东省东莞市	44,380	2018/12/03	直营	
华东区	泰州天虹购物中心	江苏省泰州市	130,000	2018/03/29	加盟	2019/12/29
华东区	吴江天虹购物中心	江苏省苏州市	63,000	2018/03/16	直营	
华东区	昆山天虹购物中心	江苏省苏州市	108,160	2019/04/15	直营	
华东区	苏州常熟美城休闲广场项目	江苏省苏州市	89,136	2019/08/06	加盟	
东南区	漳州天虹	福建省漳州市	24,877	2019/08/30	直营	
东南区	厦门松柏天虹购物中心	福建省厦门市	43,014	2018/07/27	直营	

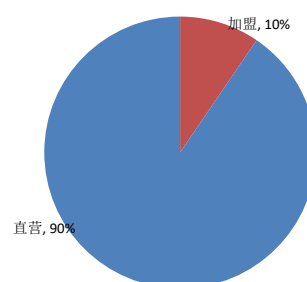
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 45 签约未开张门店地域分布情况



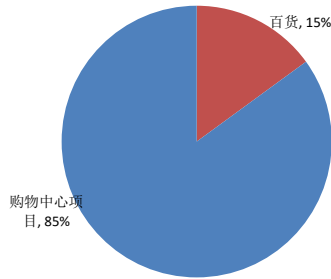
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 46 签约未开张门店经营方式情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 47 签约未开张门店类型分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

此外，**必选渠道门店方面**，2018 年至 2019Q3 公司公告签约的独立超市项目共计 26 个，其中 8 个已开业，共计项目储备达到 18 项，其中 16 个均位于华南地区（深圳、惠州、东莞、佛山等地）。当前超市业态拓展开始不再依托百货及购物中心业态，扩张出现提速。同时公司开始在东南地区探索便利店加盟模式，加速拓展便利店门店。

表 11 公司 2018 年至今已签约独立超市项目概览

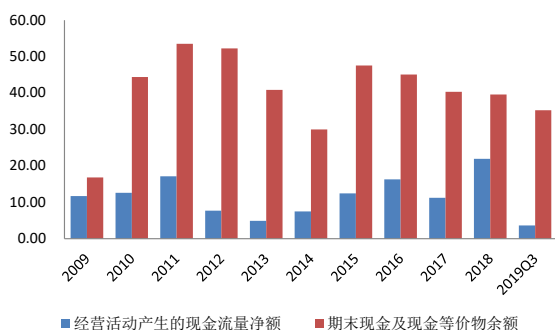
地区	签约日期	项目名称	地址	面积 (平米)	年限	物业获取方式	状态
东南区	2018/06/19	厦门百脑汇天虹 sp@ce	福建省厦门市	1,750	10 年 2 个月	直营	当年已开业
华南区	2018/01/15	佛山 ipark 超市	广东省佛山市	3,372	10 年	直营	当年已开业
华南区	2018/05/04	东莞万江家汇商业广场超市	广东省东莞市	4,424	15 年	直营	当年已开业
华南区	2018/06/01	佛山南海广场超市	广东省佛山市	3,091	10 年	直营	当年已开业
华南区	2018/06/25	深圳坂田彩生活超市	广东省深圳市	3,953	2032 年 4 月 19 日止	直营	当年已开业
华南区	2018/07/06	惠州博罗龙溪万润城超市	广东省惠州市	3,460			
华南区	2018/07/10	惠州盛汇广场超市	广东省惠州市	4,543	15 年	直营	
华南区	2018/09/13	惠州新圩诚杰天地超市	广东省惠州市	3,000	10 年	加盟	当年已开业
华南区	2018/11/27	深圳沙井太隆城超市	广东省深圳市	3,600	15 年	直营	
华南区	2018/11/27	惠州园洲唐鸿时代广场超市	广东省惠州市	4,449	15 年	直营	
华南区	2018/12/04	佛山龙江奥园超市	广东省佛山市	3,983	2028 年 12 月 31 日止	直营	
华南区	2018/12/24	深圳龙华优城超市	广东省深圳市	3,152	10 年	直营	2019 已开业
华南区	2018/12/25	东莞东坑超市	广东省东莞市	4,645	15 年	直营	
华南区	2019/01/29	惠州昊翔源广场超	广东省惠州市	3,617	15 年	直营	

地区	日期	名称	城市	面积(平方米)	开业年限	经营模式	备注
华南区	2019/03/04	惠州灿邦城市广场超市	广东省惠州市	5,658	15年	直营	
华南区	2019/03/18	深圳星河国际超市	广东省深圳市	2,797	10年	直营	
华南区	2019/03/29	惠州瑶芳大厦超市	广东省惠州市	3,791	14年	直营	
华南区	2019/05/24	惠州宝晟城住宅楼超市	广东省惠州市	2,988	15年	直营	
华南区	2019/06/05	深圳远洋广场二期超市	广东省深圳市	4,146	15年	直营	
华南区	2019/06/17	深圳上合花园超市	广东省深圳市	4,452	12年	直营	
华南区	2019/07/22	佛山盈信广场超市	广东省佛山市	4,576	12年	直营	
华南区	2019/07/26	珠海玖洲道购物中心超市	广东省珠海市	4,948	10年	直营	
华南区	2019/08/21	佛山中建广场超市	广东省佛山市	3,630	12年	直营	
华中区	2019/01/26	城南天虹购物中心超市	江西省吉安市	4,135	10年	直营	当年已开业
华中区	2019/07/24	南昌南天阳光超市	江西省南昌市	4,171	12年	直营	
华中区	2019/08/27	南昌汇海国际超市	江西省南昌市	3,002	12年	直营	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

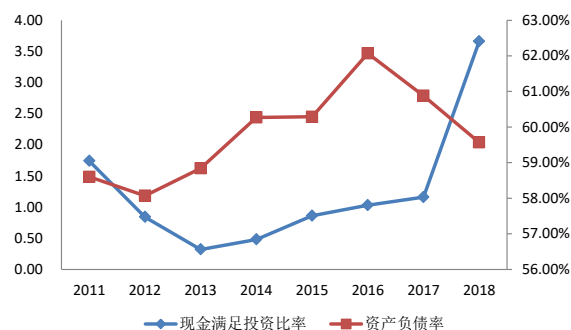
充裕的资金支持是未来门店扩张的保障。从资金层面来看公司的经营性现金流净额水平与总营收水平变化趋势较为一致，近年来呈现出上升趋势，2018年底达到21.95亿元；尽管现金及等价物的账面价值出现轻微下滑（主要在于投资性现金净流出规模增加），上市以来的均值水平达到42.87亿元，2019Q3为35.29亿元，资金储备较为丰富。2016年开始公司的现金满足投资比率达到1以上，并在2018年超过3，说明公司的经营活动现金可以充分满足资本支出、存货增加以及现金股利支出等花费，经营活动所获得的净额可以支撑公司的合理扩充；而天虹的资产负债率亦是呈现出轻微的回落趋势，因此即使公司需要通过进一步借款增加账面资金以支持门店扩张，也存在较为充裕的向上空间，对应的加杠杆运营空间较大。

图 48 天虹股份经营性现金流量净额与账面现金情况(亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 49 天虹股份现金满足投资比率与资产负债率

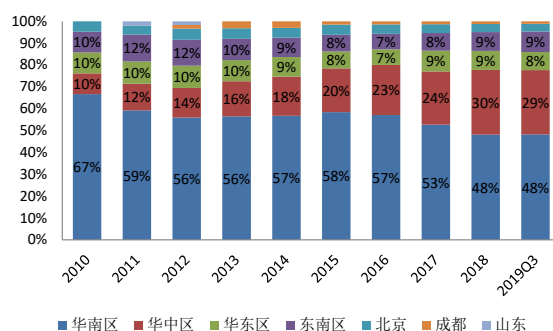


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2.深耕优势区域，并兼顾在全国范围内不断渗透

截至 2019 年年底，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省 26 个城市，主要可以划分为华南区、华中区、华东区、东南区、成都、北京六个地区。从百货及购物中心门店数量分布情况来看，华南区（广东省）占据最大份额始终为公司的核心优势区域，但其占比呈现下滑趋势，与之对应是华中地区（江西省、湖南省）的比重出现提升，成为展店的提速地区；华东区（江苏省、浙江省）和东南区（福建省）份额保持相对稳定，北京与成都的门店数量自 2015 年开始没有发生过变动。

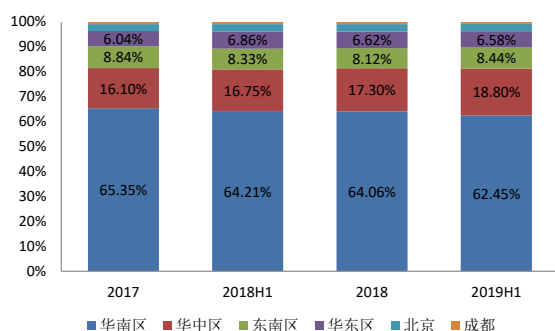
图 50 天虹股份百货和购物中心门店个数地域分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

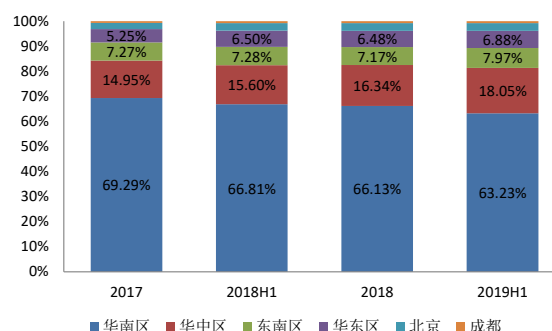
以深圳为中心，华南区贡献了公司超过 60% 的营收与毛利额，同时区域内门店在百货、超市、便利店业态的坪效均高于其他地区，该区域具有网点较全、经营效率较高的特征，但进一步渗透空间较小。华中、东南、华东、以及成都和北京地区的份额尚有待提升，区域内门店的坪效业绩也存在改善空间，伴随着未来公司积极推进区域聚集和深度发展，将在全国范围内逐步形成门店集群，以获得区域规模优势。

图 51 公司主营收入按地区拆分结构变化



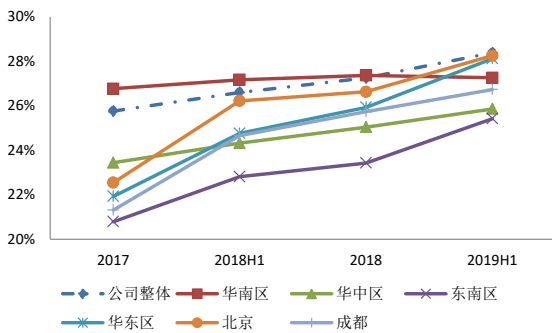
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 52 公司毛利额按地区拆分结构变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

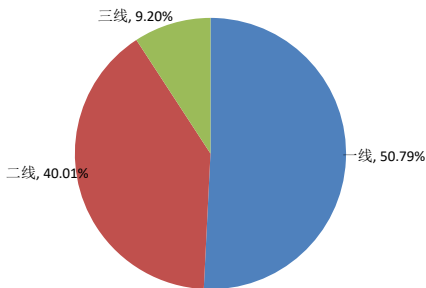
图 53 各地区毛利率水平变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

渠道下沉步伐加快。从城市分级来看，天虹公司在 2010 年上市时，所有业态门店（不含便利店）都集中分布在一、二、三线城市，一线城市门店面积占比为 50.79%，2018 年，这一比例下降至 27.65%。公司加快在低线城市开店的步伐，2018 年三线城市经营面积占比 6.60%，四线及以下城市经营面积占比 23.86%。据麦肯锡预测，我国中产占比预计 2022 年达到 81%，成为中国消费升级的最主要力量，其中三四线城市的中产将成为未来占比增长最快的群体，预计 2022 年占比达到 40%。公司定位为服务中产阶级家庭生活，在一二线城市商圈较饱和、零售市场竞争激烈的情况下，三四线城市的消费市场具有较大的发展空间。

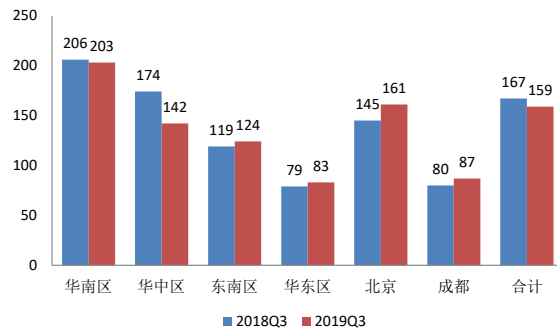
图 55 2010 年门店（不含便利店）经营面积城市分级情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

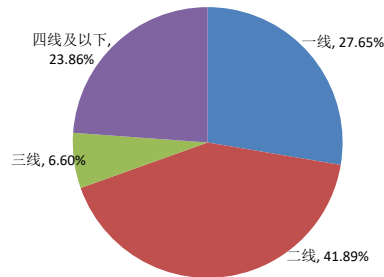
从公司门店区域分布来看，华南区目前包含深圳、东莞、佛山、惠州、珠海等地，各级城市均有门店分布，但因为门店主要集中在深圳市因此一线城市占比较高；华中区目前指湖南、江西两省，是公司三四线及以下门店集中所在区域，主要覆盖长沙（二线城市）以及九江、上饶、赣州等较低线城市；华东区包含杭州、苏州、嘉兴等二、三线城市；东南区包括厦门、福州等二线城市。

图 54 2018Q3-2019Q3 公司各地区月均毛利坪效（元/ m²）



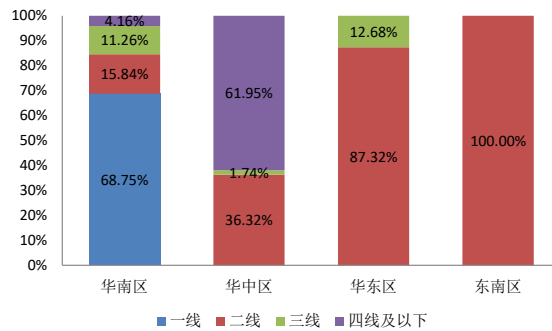
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 56 2018 年门店（不含便利店）经营面积城市分级情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 57 天虹股份 2018 年所有业态门店（含便利店）经营面积城市分级情况

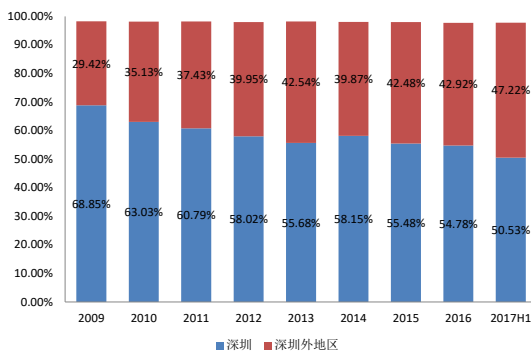


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理，城市等级划分参照第一财经周刊公布的《2017 中国城市等级划分》因此不涉及新一线等城市级别

1) 华南区：深圳为首优势区域贡献主要营收，着力开发试验新业态

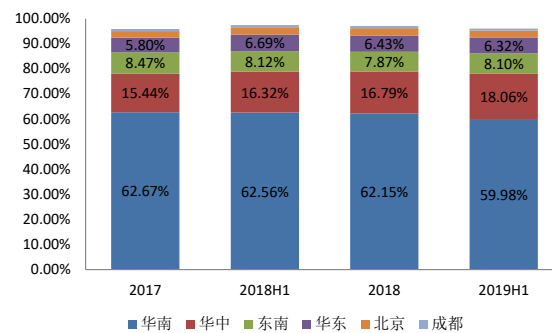
公司主力发展以深圳为首的华南地区（广东省），截止 2019Q3 天虹开业的 85 家百货/购物中心门店中有 41 家位于华南区，占比高达 48%；与之对应，华南区贡献了约 60%左右的营收规模，因此可以看出该地区的零售业态运营效率明显优于其他地区。从可比店的毛利坪效水平可以看出，华南地区的百货店及购物中心运营水平高于其他地区的对应业态，2019Q3 分别达到 216 元/平米和 132 元/平米。此外，当前公司营业收入排名前十的门店中，有八家位于广东省，其中七家坐落于深圳，常兴天虹、公明天虹、宝安中心区购物中心、沙井天虹等门店稳居榜内，证明核心门店的布局与公司发展的优势区域相匹配。

图 58 天虹股份营收结构（2017 年之前）



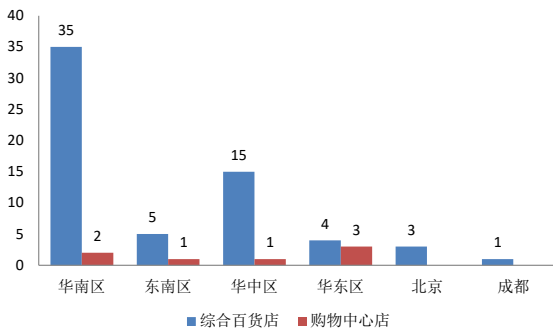
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 59 天虹股份营收结构（2017 年之后）



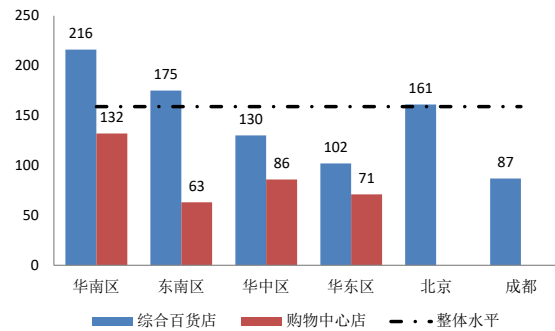
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 60 2019Q3 公司可比门店数量分布 (个)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

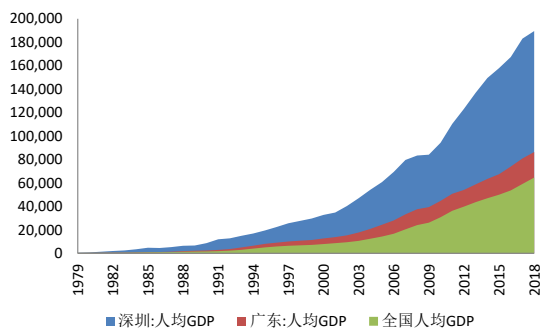
图 61 2019Q3 公司可比门店毛利坪效 (元/平米)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

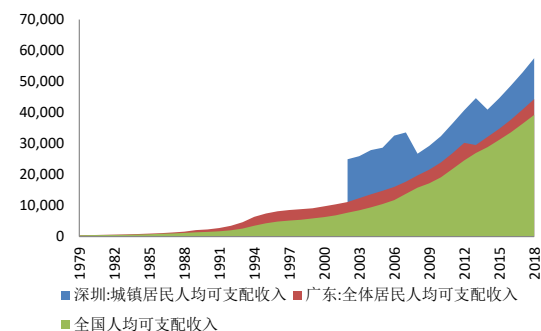
公司总部所在地深圳居民人均 GDP 和人均可支配收入水平较高, 对应消费能力偏高。截止 2018 年, 深圳市人均 GDP 达到 18.96 万元, 广东省人均 GDP 为 8.64 万元, 二者分别是同期全国人均 GDP 水平的 2.93、1.34 倍; 从增速的角度来看, 深圳市人均 GDP 的 2013-2018 年五年期复合增速为 6.72%, 虽略低于广东省 7.99% 以及全国 8.15% 的水平, 但其高基数的表现并没有造成明显的增速差异。同时, 2018 年深圳市人均可支配收入达到 5.75 万元, 同样高于广东省 4.43 万元、全国 3.92 万元的人均水平; 且 2013-2018 年五年期复合增速的对比中, 深圳高达 8.88%, 高于广东的 8.37% 以及全国水平的 8.01%。

图 62 广东省、深圳市人均 GDP 水平情况



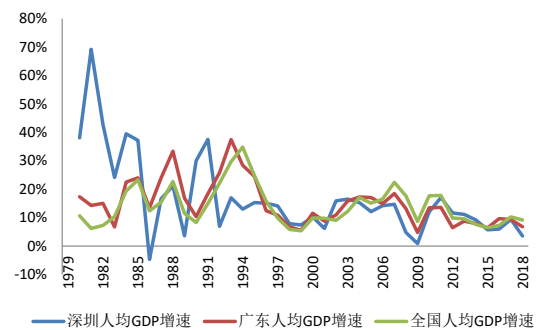
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 64 广东省、深圳市人均可支配收入水平情况



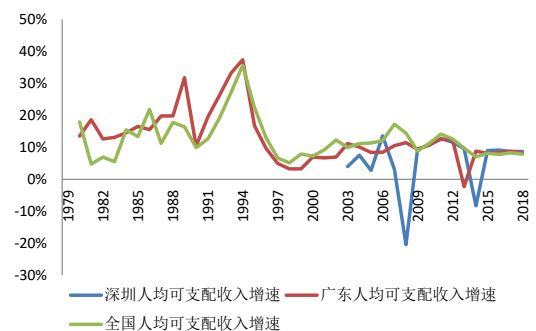
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 63 广东省、深圳市人均 GDP 增速水平情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

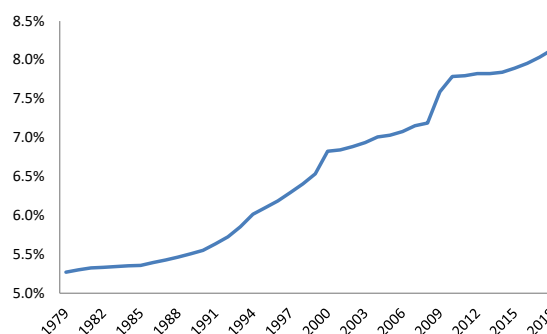
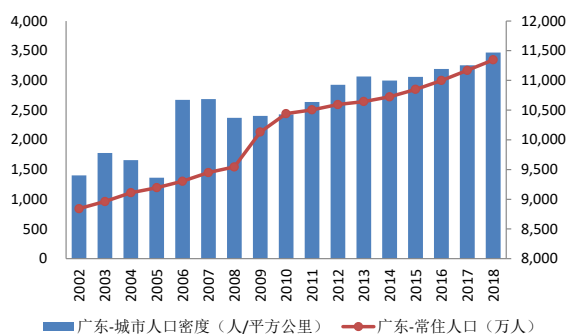
图 65 广东省、深圳市人均可支配收入增速水平情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

此外，广东省内常住人口数量亦在逐步提升，2018 年达到 1.13 亿人，占全国人口比重在 40 年间，从 1979 年的 5.27% 提高 2.86 个百分点至 2018 年的 8.13%；城市人口密度也从本世纪初的 1402 人/平方公里提升超过 2 倍，至 2018 年的 3469 人/平方公里。

图 66 广东省常住人口数量（万人）及城市人口密度（人/平方公里）情况 图 67 广东省常住人口占全国总人口数量比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

由此来看，未来广东省以及深圳市的人均 GDP 水平有望继续抬升，人均可支配收入依旧可以保持较高的增速，区域内可选类型消费的发展得以经济层面的保障；同时区域内的人口数量红利继续释放，消费的人口基数不断增长。人均水平提升与人口数量上涨将同步催化当地可选消费进一步升级，潜在利好公司在广东省内、深圳市内的百货、购物中心门店发展。

此外，受临近香港、澳门等特别行政区的影响，思想程度较为开放的广东省消费者对新事物的接受程度偏高，公司偏好在深圳地区发展试验新业态，第一家无人值守便利店 WELL GO、公司全新超市品牌 sp@ce 以及主题化购物中心 Kids Republic 英伦小镇均率先在深圳开店。公司在华南区现有 23 家签约未开张项目，包括 7 家百货/购物中心门店和 16 家超市（数据详参表 10、表 11）。其中有 2 个百货/购物中心项目位于总部深圳，在公司大本营继续巩固优势，有 5 家购物中心分布在揭阳、东莞、惠州，进一步在周边地区密集布局。超市方面，自独立超市 2017 年底推出后，公司开始加速推进独立超市在华南区的扩张，除厦门百脑汇、江西南昌门店外，其余的签约项目均分布在华南区。

未来，深圳作为大湾区发展的核心引擎，会进一步发挥其作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，联合附近珠海、佛山、东莞等地形成高质量城市群，随着公司覆盖核心重点区域的人均可支配收入与人口数量不断提升，对应旅游休闲、百货及购物中心行业也将有望迎来新的发展。

2) 华中区：大本营外重点发展，进一步加密布局江西和湖南两省

华中区是公司营收、门店数量第二大优势区域，2019 年最新营业收入占比近 20%，门店占比近 30%，仅次于大本营华南区；且 2015-2018 年华中区百货/购物中心类门店的当年净增加数量多于华南区，是公司重点发展扩张的地区。目前华中区门店全部集中于江西和湖南两省。

图 68 天虹股份华中区与华南区每年门店净增加量

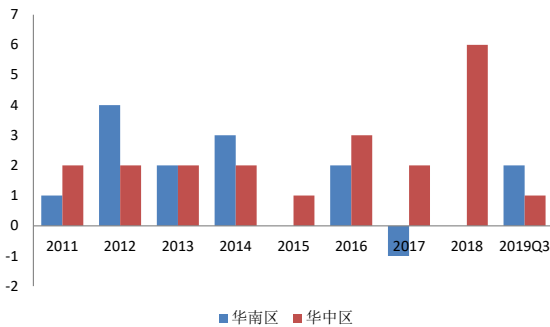
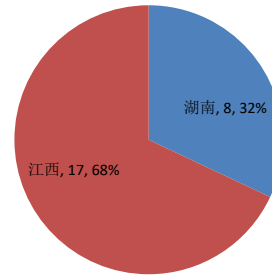


图 69 华中地区门店分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

江西省：公司 2002 年开始进入江西市场，在省会城市南昌密集布局。天虹在南昌共有 8 家门店，占现有江西门店数量近一半；且公司较早进入当地老牌的青山湖商圈和八一商圈，近年来逐渐在新兴商圈布局。南昌中山门店位于南昌市最传统的八一商圈，现已开业十二年有余，仍然贡献了较高的营收，稳居公司营收规模前十之列。

表 12 天虹股份南昌市门店分布情况

商场名称	商圈	经营面积 (m ²)	店龄/年 (截止 2019Q3)
南昌江大天虹商场	青山湖商圈	13,000	17.2
南昌中山路天虹	八一商圈	49,058	12.2
南昌红谷天虹	红谷滩商圈	20,000	10.9
南昌红谷店 (天虹 U+)	红谷滩商圈	25,000	6.8
南昌京东店	青山湖商圈	30,000	6.3
南昌进贤店	进贤县	27,000	5.0
象湖新城店	象湖商圈	21,000	4.3
南昌 COOL+	高新区商圈	20,000	3.2
平均值		25,632	8.2

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

与连锁经营百货公司步步高对比，公司率先进入江西市场，在消费水平最高的南昌布局，坪效远高于步步高。步步高尚无南昌门店，2018 年步步高子公司江西步步高商业连锁有限责任公司实现营业收入 9.72 亿元，包括了公司在当地百货、购物中心、超市、家电所有业务的营收，百货经营面积约 19.7 万平方米，若不考虑超市、家电面积，则步步高门店平均坪效近似为 4934.01 元/m²；同期天虹在华中区百货 2018 年可比同店坪效为 5769.48 元/m²，表现优于步步高（目前公司在华中区有 7 家门店开业不足 2 年，占比达到 41%，对坪效造成影响，按全部门店计算天虹的坪效约为 4084.04 元/m²）。

表 13 天虹与步步高在江西门店分布对比

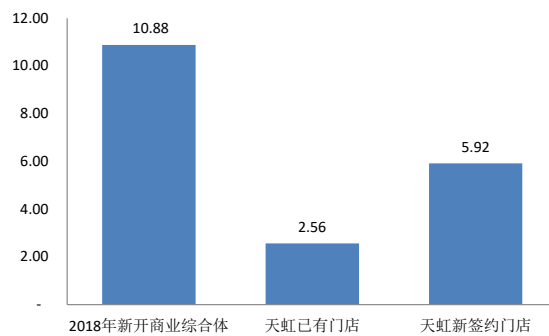
步步高			天虹		
城市	经营面积 (万平方米)	2018 年社会消费品零售总额 (亿元)	城市	经营面积 (万平方米)	2018 年社会消费品零售总额 (亿元)
宜春	10	676.03	南昌	20.51	2131.63

新余	4	274.36	吉安	21.38	514.19
抚州	2	544.14	九江	15.00	752.10
鄱阳	3.7	-	宜春	9.02	676.03
			赣州	4.73	901.71
			上饶	5.54	825.99

资料来源：公司公告，商务部，中国银河证券研究院整理

但南昌近些年商业板块强势崛起，新进入者增多，且以大型购物中心为主。2018年江西省开业21个项目，有4个落地南昌，占全省开业项目数的19%，南昌市百货、购物中心数量上升到59个。新开业项目集中为大型商业综合体，平均体量10.88万平方米，营业面积最小值为3.5万平方米，而公司在南昌现有8家门店，以百货为主，仅有一家百货经营面积超过4万平方米，平均面积2.56万平方米，远低于新开业项目的经营面积。为了填补在大型购物中心上的空白，公司现有两个购物中心项目正在项目储备中，平均经营面积为5.92万平方米。

图 70 2018 年天虹股份与江西省新增商业体情况（平均体量：万平方米）



资料来源：赢商网，中国银河证券研究院整理

同时，公司在江西省内开始加速渠道下沉，抢滩三四线及以下城市购物中心市场。在三线城市，商业欠发达，租金较低，选择大型购物中心可以用更全面的购物形式吸引消费者。公司在江西省的购物中心门店主要分布在吉安及泰和县（四线城市，3家）、上饶市余干县（县级城市）、宜春（三线城市）和九江（三线城市）。其中，吉安天虹2014年开业，培育期仅为1.5年，2017年利润增幅为118.37%，实现翻倍增长；余干天虹2018年开业，为公司首家县级购物中心；宜春购物中心2018年7月开业，宜春社会消费品零售总额位列江西省前五，当地仅有8家主城区商业项目且店龄超过5年的仅有3家，在江西与其社零总额接近的九江现有12家购物中心及百货，由此我们认为宜春当地仍存在发展空间。从增量项目来看，公司2个已签约项目在上饶和吉安继续布局，形成区域规模优势；一家门店落地鹰潭，为鹰潭市首家大型商业综合体，另一家落地萍乡；未来储备项目覆盖上饶、赣州、九江等地。

湖南省：公司在湖南省分布有8家门店，其中有7家为百货，1家浏阳天虹购物中心于2018年9月新开业。由于地区龙头友阿、步步高门店网点主要布局于省会城市长沙，天虹仅有两家百货落地，其余5家分布在长沙周边县市和湘南地区。

表 14 天虹股份湖南省门店分布情况

商场名称	经营面积 (平方米)	城市	店龄/年 (截止 2019Q3)
长沙芙蓉天虹	30,000	长沙	11.0

湖南娄底天虹	33,000	娄底	7.9
湖南岳阳天虹	18,450	岳阳	7.4
湖南株洲天虹	33,552	株洲	6.9
湖南湘潭天虹	51,300	湘潭	3.9
长沙沙湾天虹 CC.Mall	36,800	长沙	2.2
长沙宁乡天虹	28,537	宁乡县	1.8
浏阳天虹购物中心	50,588	浏阳	1.2
平均值	28,961		5.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

湖南省可比同店坪效仍有一定成长空间。友阿股份 2018 年百货可比店坪效为 1.83 万元/m²，步步高 2018 年在湖南省内的可比店坪效也达到 1.16 万元/m²，而天虹 2018 年华中区百货可比店坪效为 5299 万元/m²，由于公司布局城市线级偏低，因此坪效水平低于地区龙头表现，但随着低线城市消费能力的逐步提升，当地门店业绩仍存在提升空间。

与公司其他地区相比，华中区可比同店增速表现优于公司整体水平。从收入增速来看，上市以来华中区同店收入增速可以持续跑赢公司整体，每期基本均处于增速领先其他大区的水准，在公司可比同店整体收入增速为负时，华中区仍能保持营收规模正向扩张；从利润增速来看，华中区除 2013 年同店利润总额增速低于公司整体以外，其余年度均显著较优，且 2014 年开始至今均可实现 20% 以上同店增长。

图 71 华中地区可比门店营业收入增速对比情况

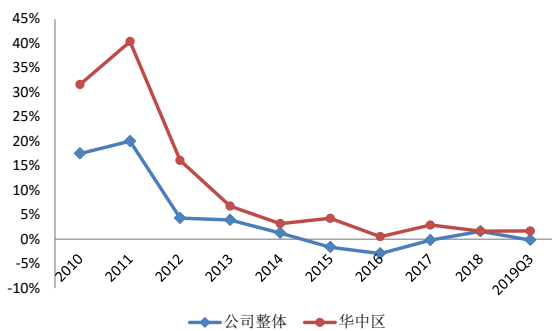
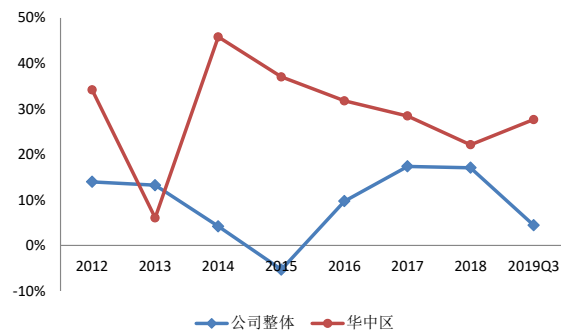


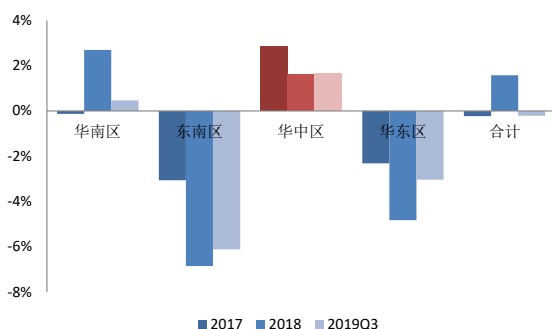
图 72 华中地区可比门店利润增速对比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 73 华中地区可比门店营业收入增速对比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从华中地区的人均消费能力层面来看，2018 年湖南与江西省人均 GDP 水平分别为 5.29/4.74 万元，低于全国 6.46 万元的水平，同时二者的增速表现也没有优于全国人均 GDP 的增长；同年，两地的人均可支配收入分别是 3.67/3.38 万元，与全国 3.92 万元的水平差距在 3000-5000 元左右，可支配收入的差距并不明显，且湖南、江西近五年（2013-2018 年）人均可支配收入的复合增速分别为 8.55%、8.86%，优于全国 8.01% 的水平。

其中，湖南、江西与同为中部地区的湖北相比，并非长江中游的核心地区，黄金水道长江仅是流经湖南、江西两省的北部区域，且江西省地形多山，两地的传统交通优势（水运、铁路）并不明显；叠加中部地区距离沿海省份较近，地理位置处于长三角和珠三角两大经济组团之间，人才外流严重，自身缺乏核心竞争优势，故而 GDP 水平相对较低。但从人均可支配的角度来看，湖南、江西两地的弱势并没有人均 GDP 明显，且当前的增速水平有望进一步缩小当地可支配收入与全国水平之间的差距，存在较大的进步成长空间。

图 74 湖南、江西省人均 GDP 水平变化趋势

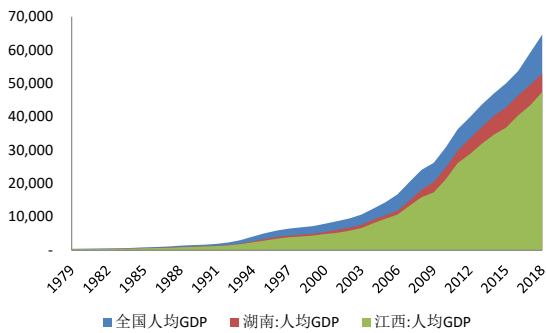
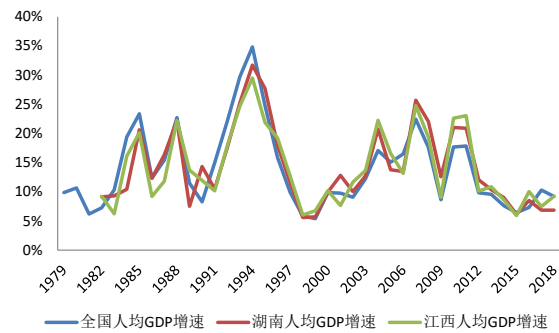
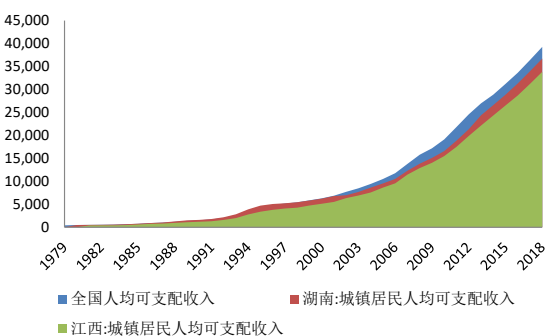


图 75 湖南、江西省人均 GDP 增速水平变化趋势



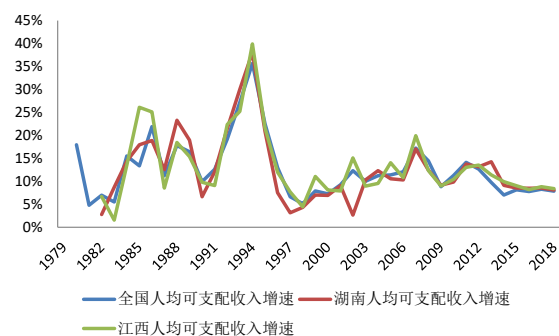
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 76 湖南、江西省人均可支配收入水平变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 77 湖南、江西省人均可支配收入增速水平变化趋势

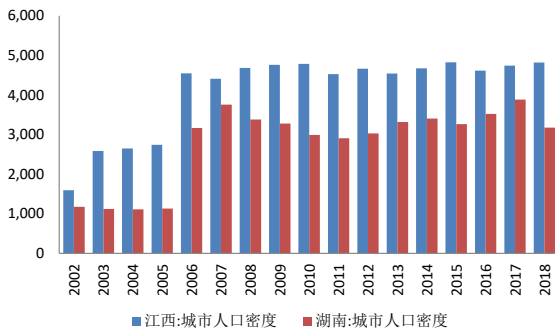


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

同时，湖南和江西两省的城市人口密度也出现明显提升，较本世纪初分别提升 3.02/2.70 倍，于 2018 年分别达到 3174、4818 人/平方公里，与经济发达的广东省 3469 人/平方公里的水平不存在明显差异，江西省的城市人口密度甚至远高于该水平；这主要得益于两省的城市化进程推进有序，省内实际常住人口数量较为稳定，合计占比全国的总人口比重在 8.3% 左右。

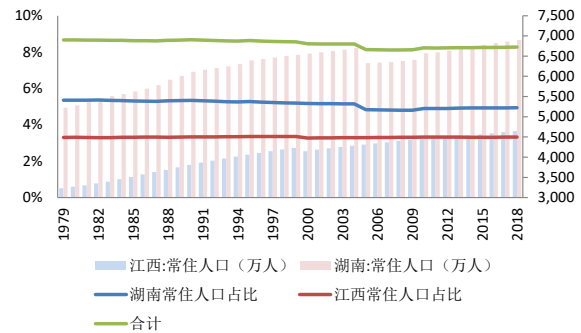
图 78 湖南、江西省城市人口密度（人/平方公里）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

总体来看, 华中区湖南、江西两省受历史上经济发展相对较弱的因素影响, 人均 GDP 水平偏低, 但人均可支配收入与全国水平的差距并没有人均 GDP 的差距那么大, 且人均可支配收入的增速表现较优, 未来有望持续改善; 而两省省内的常住人口数量稳步上升, 伴随着城市化率的提升, 城市人口密度翻倍增长。因此当地的消费能力需要与之匹配的可选消费场景, 即数量充足的城市商业体出现, 以满足日益增长和改善的居民需求, 天虹在两省内的提前布局符合这一发展趋势。

图 79 湖南、江西省常住人口占比全国人口数量情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 东南区: 标杆城市厦门强化规模效应, 搭配下沉三线城市扩张

天虹东南区现有门店分布在福州、厦门和莆田三座城市内。以厦门为中心, 天虹拥有 5 家百货/购物中心类门店 (占据东南区半数) 以及 1 家独立超市; 此外公司在福州布局 2 家百货/购物中心类门店, 分别为一家老店 (2006 年底开业) 和一家新店 (2014 年底开业); 同时公司利用在标杆城市厦门建立的品牌认知度, 在 2019 年下沉进军三线城市莆田, 开设该地区范围内的第一家天虹购物中心。

表 15 东南区门店分布

门店名称	经营面积 (m ²)	城市	店龄/年(截止 2019Q3)
厦门汇腾天虹商场	19,778	厦门	16.24
福州天虹百货	46,486	福州	12.96
厦门大西洋天虹	19,488	厦门	12.95
厦门海沧店	28,000	厦门	7.60
福州王庄店	36,000	福州	4.93
厦门君尚	56,091	厦门	2.60
厦门五缘湾天虹购物中心	71,844	厦门	0.95
莆田水韵城天虹购物中心	35,940	莆田	0.36

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

福建省近年来的新增大型商业项目主要集中在福州、厦门和泉州三地, 门店数量占比可以超过 80%; 其中福州地区有放缓趋势, 新增门店逐渐转向厦门和福州, 以及莆田、漳州、三明、南平等三四线城市。由此可见, 天虹一方面紧抓厦门与福州的门店建设, 同时开始提前布局

莆田与漳州，符合福建省内当前百货/购物中心行业发展的潮流趋势。

图 80 福建地区大型商业体扩张情况

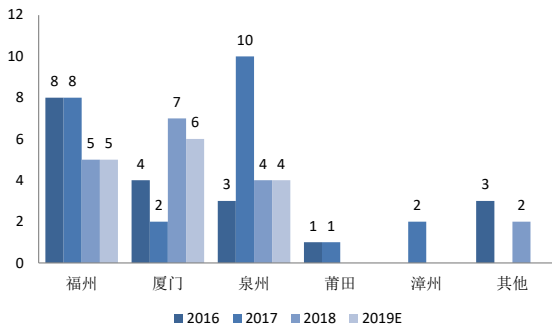
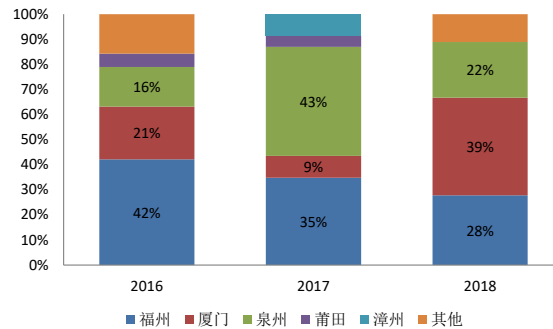


图 81 福建地区大型商业体区域分布情况



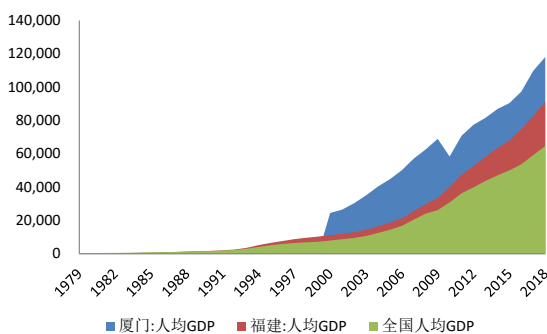
资料来源：赢商网，中国银河证券研究院整理

资料来源：赢商网，中国银河证券研究院整理

从增量项目来看，公司未来在东南区的发展依旧以厦门中心，积极推动新店的开张，门店新老搭配，同时发展独立超市、便利店等新业态，完善厦门地区业态搭配，借助厦门的经济优势区位，辐射闽南经济圈。根据公司公布的已签约未开业项目（表 10、表 11），未来将各有一家百货/购物中心项目分别落地厦门市和漳州市（三线城市）。厦门市现有百货、购物中心、独立超市、便利店组合布局，地域内业态模式进一步完善，有助于公司优化供应链资源及物流方面的能力，从而产生更大的规模效益；在大店的扩张运营计划之外，厦门还是公司拓展便利店业务的主战场，伴随着 2018 年 3 月天虹微喔便利店开启东南区加盟模式，门店扩张迅速，从 2017 年年底的 25 家现已发展到 2019Q3 的 35 家（占比公司 21% 的便利店门店数量）。

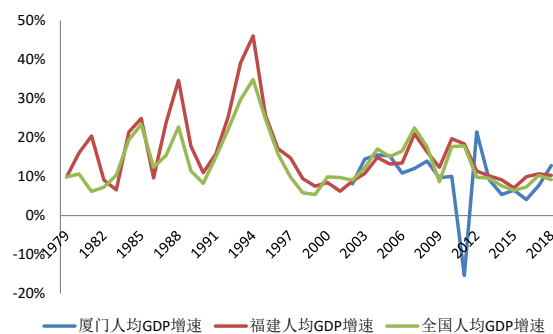
结合福建省的经济发展水平与人口基数情况来看，以厦门为代表的沿海城市拉动福建省整体人均 GDP 跑赢全国整体水平，2018 年厦门市人均 GDP 达到 11.80 万元，福建全省水平为 9.12 万元，分别为同期全国人均 GDP 的 1.83 倍、1.41 倍；二者的五年期复合增速（2013-2018 年）分别为 7.67%、9.42%，与全国 8.15% 的增速水平相近。此外，厦门市、福建省 2018 年的人均可支配收入分别为 5.44 与 4.21 万元，五年期复合增速分别为 8.25%、8.38%，在基数跑赢全国均值水平的基础上同时实现更优的增长表现。东南区的福建省与公司大本营所在的广东省经济环境较为类似，深圳背靠港澳地区，而同为经济特区的厦门则与台湾地区比邻，受益于与海外的交流紧密，贸易水平发达，商品流通通畅，推动当地经济与消费环境发展向好。

图 82 福建省、厦门市人均 GDP 水平情况



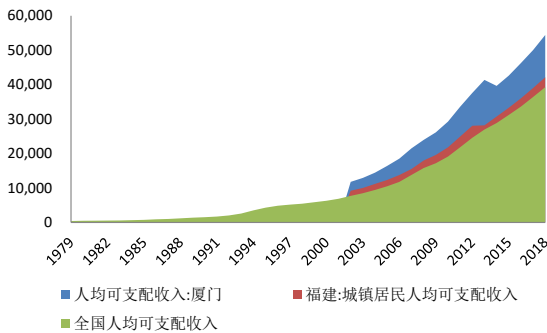
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 83 福建省、厦门市人均 GDP 增速水平情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

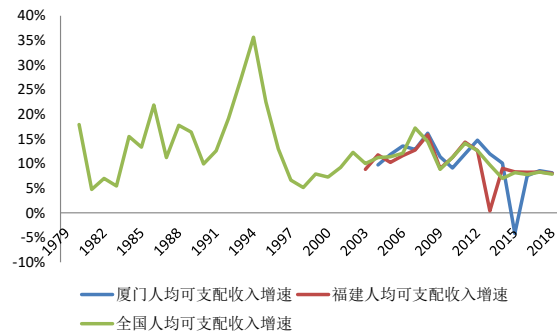
图 84 福建省、厦门市人均可支配收入水平情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

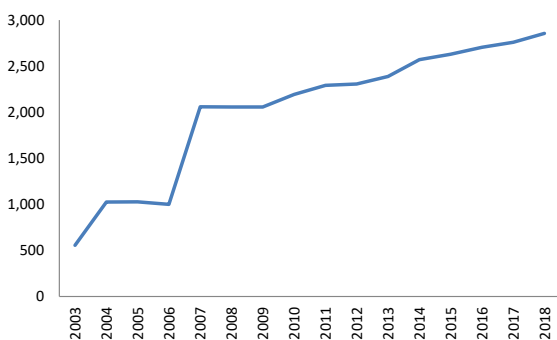
福建省的城市人口密度同样较本世纪初出现大幅提升（5.83倍），2018年达到3238人/平方公里；与华中区的内陆省份不同，福建省的常住人口数量与占总人口的比重均出现稳步提升，2018年为3941万人，占全国总人口的比重为2.82%（过去70年提升0.63个百分点）。由此看来，东南区与华东区一样，享受经济增长推动消费能力提升以及人口红利释放的双重利好，而且省份间的环境相似，公司在福建省内的发展也更适合参考和借鉴总部广东省的成熟经验，使得天虹更适应快速、跨区域的在当地开设百货、购物中心等大型商业门店。

图 85 福建省、厦门市人均可支配收入增速水平情况



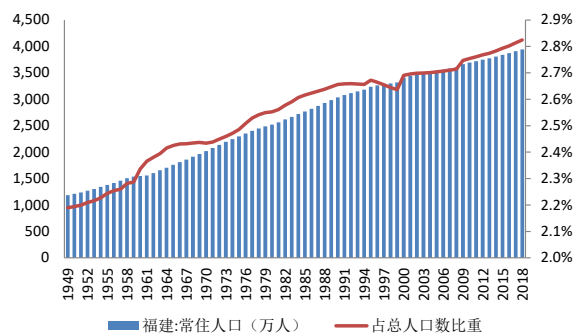
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 86 福建省城市人口密度（人/平方公里）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 87 福建省常住人口（万人）及占比总人口比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 华东区：同比门店利润增速处于领先地位，深化推进购物中心

天虹在华东地区门店分布在江苏、浙江两省，江苏省以苏州为主共经营四家门店；浙江省内的门店则散落分布在杭州、嘉兴和绍兴等二三线城市。华东地区近年门店扩张速度出现放缓，7家门店中有5家均为5年以上的店龄。

表 16 华东区门店分布

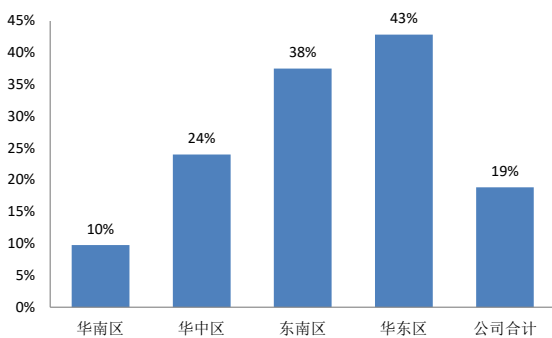
门店	城市	门店面积 (m ²)	门店店龄/年(截止 2019Q3)
嘉兴天虹百货	嘉兴	19,972	13.19
苏州金鸡湖天虹	苏州	50,913	10.62
苏州木渎店	苏州	39,000	7.95
绍兴柯桥店	绍兴	36,000	7.61

杭州购物中心	杭州	73,000	5.44
苏州石路天虹 CC Mall	苏州	90,000	3.13
苏州相城购物中心	苏州	114,769	1.93

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

截止 2019Q3，公司共有 16 家购物中心，其中 3 家分布在华东区；横向对比百货与购物中心的数量占比情况可以发现，华东区内购物中心占比大型可选购物渠道门店的比重更高。华东地区的可比店利润增速表现自 2017 年开始优于其他三个大区，并且两度实现几近翻倍的增长，这主要源于 2014 年 6 月开业的杭州购物中心经营效率改善。

图 88 公司各大区购物中心占比可选消费门店的比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

根据公司规划，公司未来仍将大力推进购物中心在华东地区的扩张，截止 2019Q3 公司在华东区的 3 个签约未开张项均落地江苏苏州，且业态均为购物中心。

从华东地区的人均消费能力层面来看，江苏与浙江两省 2018 年的人均 GDP 水平分别为 11.51 万元、9.86 万元，超过同期全国整体水平的 1.5 倍，且 2013-2018 年的 5 年复合增速为 8.85%、7.47%，江苏在高基数的基础上依旧跑赢全国水平，浙江也并未明显落后。江苏与浙江两省 2018 年的人均可支配收入分别为 4.72 万元、5.56 万元，五年期复合增速高达 8.37%、8.43%，总量与增速表现均优于同一阶段的全国水平。两省依托国家门户上海开始发展，借助海洋港口推动省内经济快速发展，且当地商业气氛浓郁，民营经济崛起发展，江苏与浙江的发达城市（苏州、无锡、南京、嘉兴、杭州、宁波等）连成一片，逐步成为全国最发达、最富裕的跨省经济中心区。由此，区域内具备适合可选消费长期发展成长的土壤。

图 90 江苏、浙江省人均 GDP 水平变化趋势

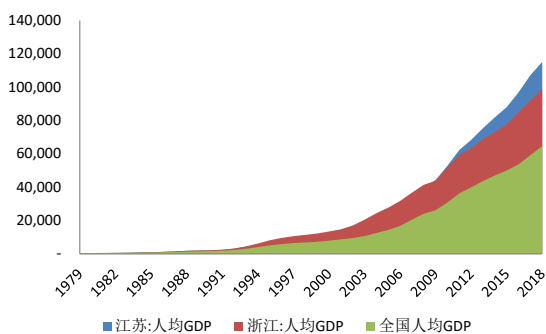
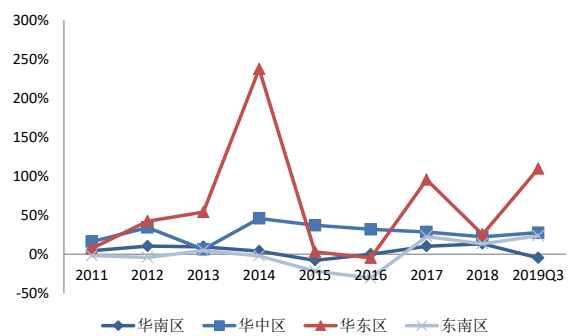
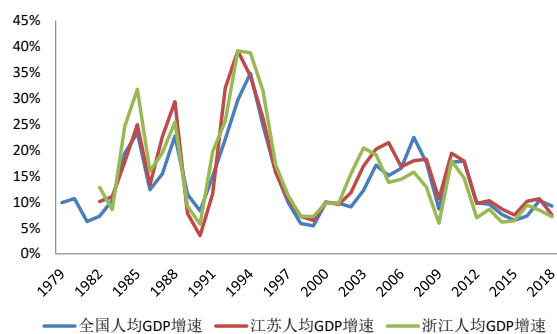


图 89 公司各大区可比店利润增速变化趋势



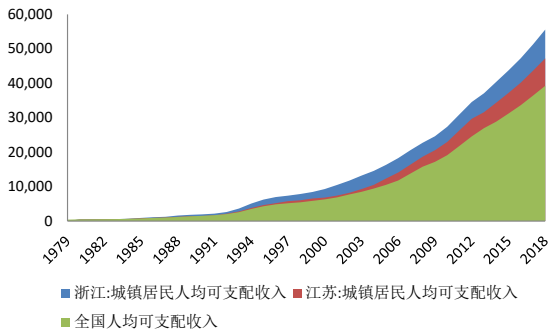
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 91 江苏、浙江省人均 GDP 增速水平变化趋势



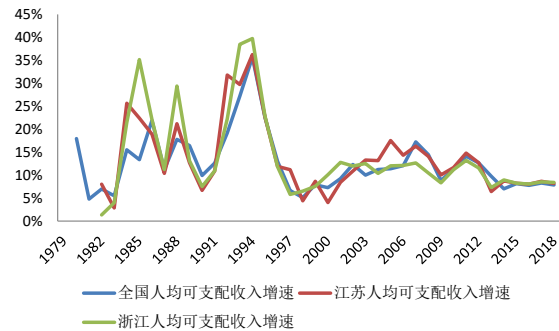
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 92 江苏、浙江省人均可支配收入水平变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 93 江苏、浙江省人均可支配收入增速水平变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

同时，华东区两省与公司选定的华中区一样，享受城市人口密度与常住人口不断增长，所带来的消费群体基数提升的红利。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 94 江苏、浙江省城市人口密度 (人/平方公里)

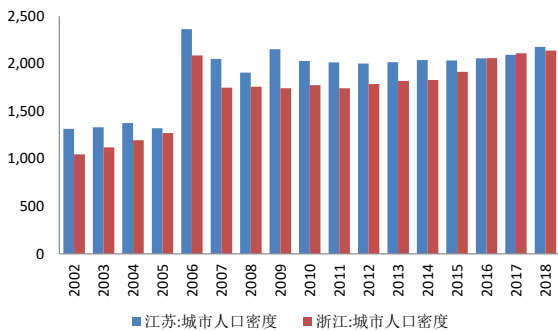
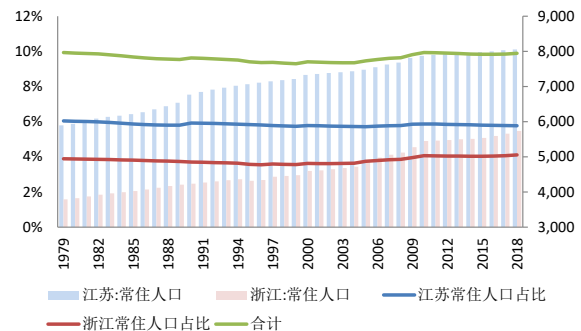


图 95 江苏、浙江省常住人口占比全国人口数量情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 多业态战略全面布局，提升受众客群基数，抵御渠道间的分流冲击

1. 战略创新布局购物中心、独立超市与便利店，多业态组合发展覆盖线下消费全场景

顺应消费升级，不断创新业态。公司较早意识到传统百货面临的经营困境，率先优化业态结构，2013 年公司第一家购物中心开业，现在购物中心已成为公司经营的主要业态之一。在 2017 年，为了顺应消费升级，增加在中高端市场的影响力，公司陆续推出了全新超市品牌 sp@ce、全球 in 选等，满足中高端消费者的不同需求。

当前公司的可比店中，截止 2019Q3 百货和超市是公司主要的创收端，合计营收占比为 92.59% (其中百货销售额比重下滑至 54.38%，超市份额比重提升至 38.21%)；但购物中心和便利店业态的业绩增速表现更为优异。

图 96 2017-2019Q3 各零售业态可比店营业收入占比

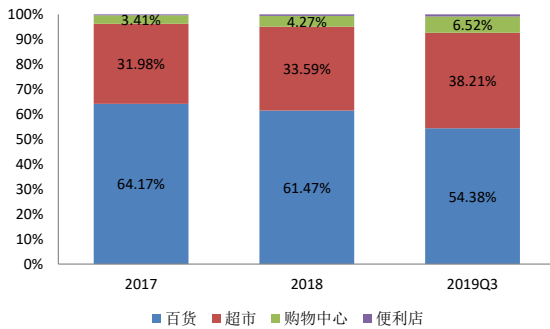
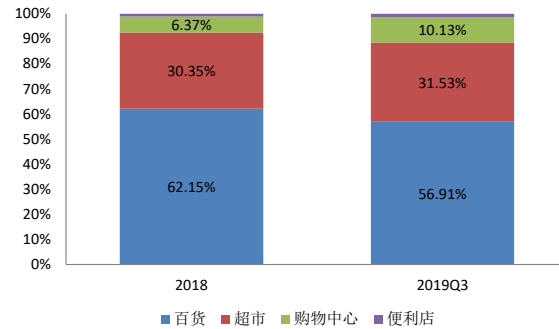


图 97 2018-2019Q3 各零售业态可比店毛利额占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 17 2016-2019Q3 公司可比店各经营模式经营情况

		2017	2018	2019Q3
营业收入 (万元)	百货	1,399,173	1,024,886	684,171
	超市	604,332	560,053	480,817
	购物中心	175,465	71,210	82,066
	便利店	10,430	11,178	11,159
营业收入同比增幅 (%)	百货	-0.08%	0.03%	-5.64%
	超市	-0.42%	4.02%	9.20%
	购物中心	-1.25%	5.55%	-0.17%
	便利店	3.16%	-2.72%	7.83%
利润总额同比增幅 (%)	百货	19.55%	20.22%	-5.18%
	超市	7.37%	2.70%	13.44%
	购物中心	77.74%	64.41%	59.19%
	便利店	103.33%	114.62%	94.73%

资料来源：公司定期公告，中国银河证券研究院整理

注：超市可比店不包括独立超市

1) 购物中心：打造创新性主题街区，引流变现能力强，门店培育期缩短

购物中心是线下销售额增长较快的业态。相比传统百货，购物中心集购物、餐饮、娱乐于一体，赋予消费者更强的体验场景，难以被线上所替代。中国购物中心发展指数从 2017 年第二季度到 2018 年第一季度一直呈现上涨趋势，且均高于荣枯线 50，表明整体购物中心行业处于健康向上的通道内；从不同类型购物中心的发展来看，各类型的购物中心未来预期走势均优于现状水平。与其他业态相比较，购物中心在 2014-2018 年的销售额增速都高于 6%（数据参见图 23），而同期百货、超市和专业店增速均低于购物中心水平，百货增速一直低于 4.1%，在 2016 年还触及增速极低值 1.3%，对比之下，同期购物中心的销售额增速水平高达 7.4%。

图 98 购物中心景气指数变化趋势

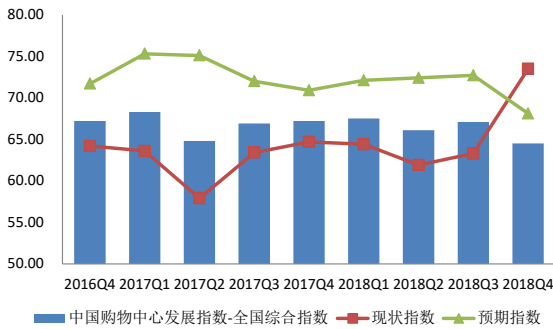
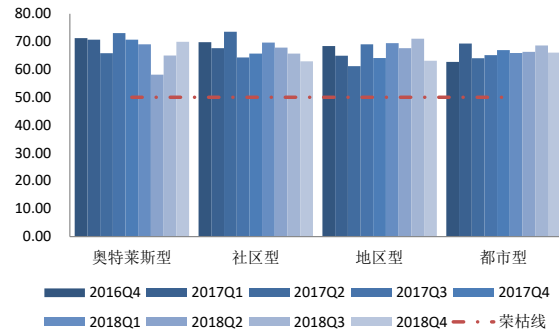


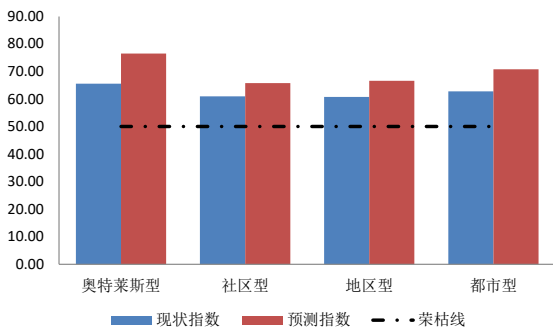
图 99 不同类型购物中心的发展指数



资料来源: CCEA, 中国银河证券研究院整理

资料来源: CCEA, 中国银河证券研究院整理

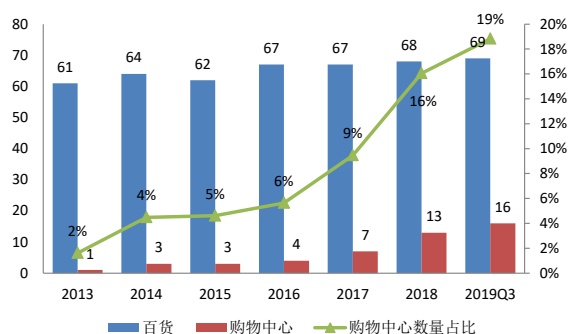
图 100 2018 年不同类型购物中心的市場展望预期指数



资料来源: CCEA, 中国银河证券研究院整理

公司在 2013 年 10 月开设了首家购物中心, 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, 新沙天虹购物中心 YES!街现已成为公司特色主题街区, 现已在深圳、江西、苏州的 4 个天虹购物中心落地。公司首家购物中心开业 1.2 年就度过了培育期。在近几年, 公司加快了购物中心开店步伐, 公司现今共有 13 家购物中心, 2018 年新开 5 家, 公司首个管理输出购物中心项目佛山 ipark 也于 2018 年月末开业。截止 2019Q3, 公司共有大型商业体合计 85 个, 其中 16 家为购物中心, 门店数量占比达到 19%, 扩张速度明显优于百货。较短的培育期和较好的盈利能力表现, 使得购物中心将成为公司未来利润增长的有力支撑点。

图 101 天虹股份百货及购物中心门店数量情况对比 (单位: 个)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

购物中心培育期较短。截止 2019Q3 公司现有的 16 家购物中心，主要以直营方式经营（共有 11 个门店），剩余包含 4 家加盟门店和 1 家管理输出门店（佛山 ipark 店）。在直营门店中，根据公司公告披露的经营数据可以发现，有四家门店均实现扭亏转盈，培育期不超过 2 年；对比公司一般百货门店的培育期需要 1 至 5 年不等。目前天虹尚有 9 家门店开业时间不足 2 年，随着未来公司逐步实践和改善经营购物中心门店的经验，有望持续带来业绩利好。

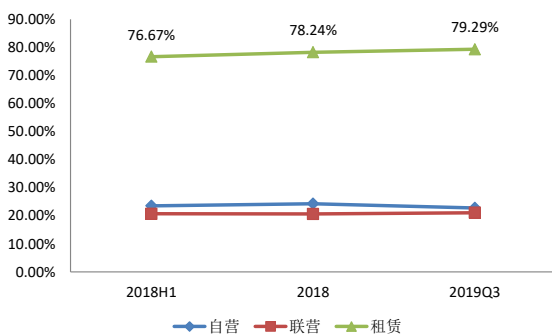
表 18 天虹股份旗下购物中心培育期示例

	位置	经营面积 (m ²)	开业时间	实现盈利时间	培育期 (预估最长)
深圳宝安中心区天虹购物中心	深圳市宝安区	72000	2013/10/26	2014 年	1.2 年
吉安购物中心	江西省吉安市	101206	2014/7/16	2015 年	1.5 年
深圳新沙天虹购物中心	深圳市宝安区	96000	2016/12/16	2018 年	2 年
苏州相城天虹购物中心	江苏省苏州市	114769	2017/12/29	2018 年	1 年

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

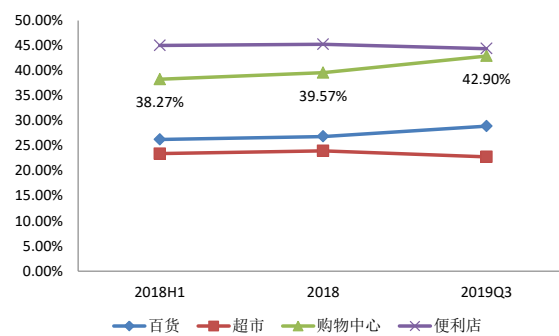
从盈利能力表现来看，购物中心采用高毛利率的租赁方式经营。不同于传统百货联营扣点的盈利模式，购物中心对于餐饮娱乐等体验式消费公司采取租赁的方式经营，以租金确认收入，因此购物中心呈现低收入、高毛利的特征。从公司可比店的毛利率水平来看，租赁模式的毛利率水平超过 75%，且呈现出抬升趋势，明显远高于 20-25% 的自营及联营模式毛利率；由此对应购物中心的毛利率从 2018H1 的 38.27% 提升 4.63 个百分点至 42.90%，与其他业态相比改善效果显著；购物中心与百货业态的毛利率差值扩大至 13.99 个百分点，其表现仅次于主要销售鲜食的高毛利必选渠道便利店。

图 102 天虹股份按经营方式拆分可比店毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 103 天虹股份按业态拆分可比店毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

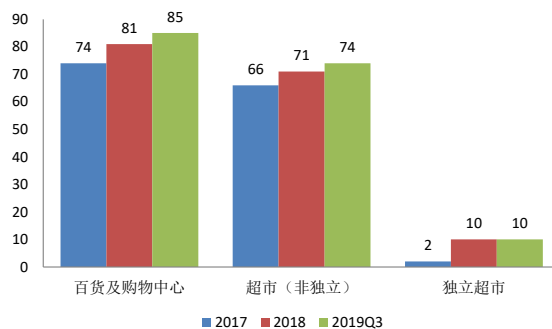
2) 超市：深耕供应链，推出独立品牌加速扩张必选渠道

截止 2018 年底，天虹公司共有 81 家超市，总建筑面积为 37.92 万平方米；这一数据在 2019Q3 上升至 84 家（含 10 家独立超市），对应面积提升为 39.99 万平方米。在 2017 年公司推出新零售超市品牌 sp@ce 之前，天虹旗下的超市多分布在百货或购物中心内部；推出 sp@ce 品牌之后，公司在对传统超市门店进行改造的同时不断加快独立超市的扩张，同时在供应链方面公司持续深耕优质源采，致力于为顾客提供安全、优质的产品。

推出独立超市品牌 sp@ce，定位数字化体验型商超。天虹在 2017 年 1 月推出 sp@ce 生活超市，在对传统超市门店进行改造的同时不断加快独立超市的扩张，在供应链方面公司持续深耕优质源采，致力于为顾客提供安全、优质的产品。独立超市在零售逻辑上打破以“商品群”为导向的思维，建立以顾客生活需求为导向的“生活区块场景”。通过官方 APP “虹领巾”，消费者可以在线上选购商品，通过“天虹到家”服务，门店商品超市直送，2 小时内送到家。线下 sp@ce 支持“手机自助买单”功能，顾客用手机扫描商品即可轻松完成在线支付，无须排队结算。

独立选址与依托大店扩张并进，加快超市扩张进程。公司超市的扩张先前均依托公司百货及购物中心业态，伴随着独立超市的开业，超市业态的发展开始不再依托大店。截至 2019H1，公司已有 9 家独立超市（占比超市总门店数量的 11%）；同时独立超市扩张步伐不断加快，现有门店中有 8 家均在 2018 年内开业，当年 10 月厦门百脑汇店开业营业代表着公司开始探索独立超市在广东省外的发展。公司今年上半年新签约 13 个项目，其中有 8 家均为独立超市项目，门店基本分布在华南地区（广东深圳、惠州）以及华中地区（江西吉安）。

图 104 天虹股份超市门店数量情况（含非独立和独立超市门店数量）（单位：个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

持续深耕优质源采，提高生鲜、熟食品类占比。公司于 2019 年上海进口博览会上公司持续扩展采购业务，与澳洲 640 工厂、展卉国际贸易泰国有限公司、伯爵食品有限公司、富邑葡萄酒集团等四家企业达成战略合作并签订超亿元采购协议；当前天虹已实现包括花王、德运、卡乐比、依云、丹帝等国际知名品牌，德国啤酒、比利时巧克力、澳洲牛奶/牛肉/橙、智利红酒/车厘子、加拿大蓝莓、泰国黑虎虾/榴莲等产品在内的与超过 20 多个国家 70 多个海外厂家的直接合作。此外公司大力开展生鲜直采，2018 年底已拥有生鲜基地 59 个，不断建设自由中央厨房、果蔬及肉类 PC 厂、战略合作厂家相结合的鲜食供应链。结合两种直采来看，海外直采提升公司旗下的产品品质，迎合当前消费升级的需求，通过打造精品化的产品结构，有利于品牌升级；同时公司的直采比重提升利于提升公司对于上游品牌的把控能力，进一步改善供应链的运营情况。

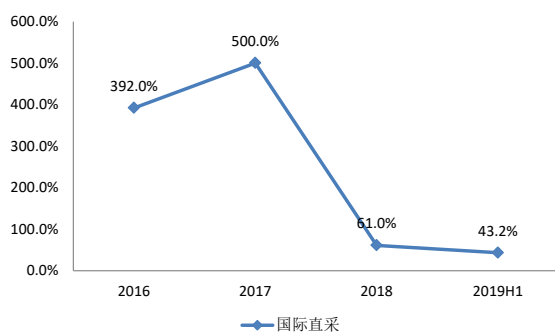
自有品牌方面，公司拥有天优、菲尔芙、奥百思、天口味等品牌设计，涉及食品、生鲜、百货等商品领域，并且不断推陈出新，现已打造品种数近 700 种的优质核心商品。同时作为补充，公司还在必选消费渠道大力推广发展便捷、健康的即煮“Ready to cook”、即食“Ready to eat”商品和加工切配、现场制作服务。

表 19 天虹超市品质供应链环节

名称	核心优点
国际直采	涉及食品、生鲜、日用品等品类，精选地标性商品，满足顾客消费升级需求
基地生鲜直采	涉及畜禽肉类、果蔬等，减少流通环节，避免层层加价，保证生鲜高质量
自有品牌	涉及食品、生鲜等，对商品品质有直接把控
2R 商品	涉及食品，便利消费者生活

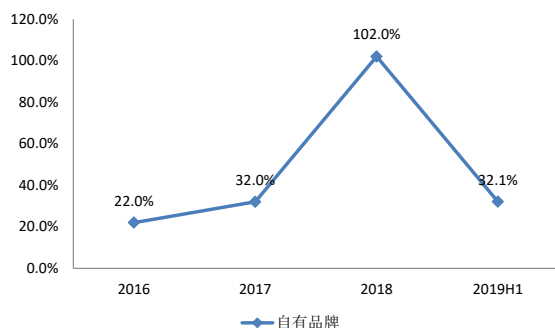
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 105 天虹股份国际直采销售额增速表现



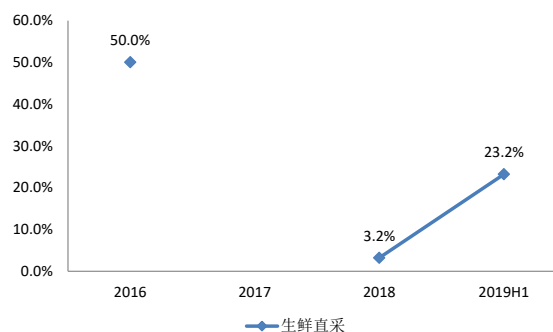
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 107 天虹股份自有品牌销售额增速表现



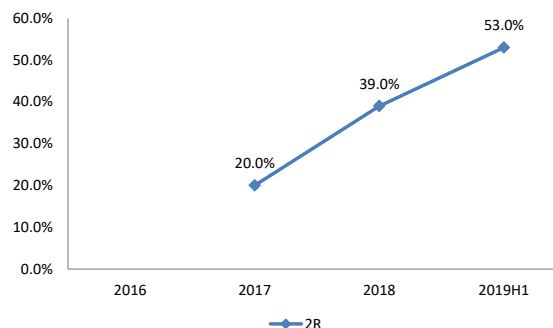
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 106 天虹股份生鲜直采销售额增速表现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 108 天虹股份 2R 商品销售额增速表现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

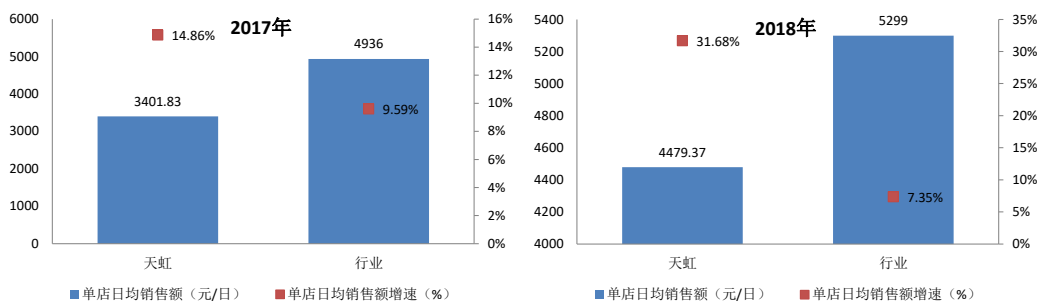
提升仓储物流能力，为超市的扩张奠定良好的物流基础。截至 2019H1，公司在深圳、东莞、南昌、长沙和厦门共有 9 个自营配送中心。其中，常温配送中心 6 个、仓储面积约 8.26 万平方米，低温配送中心 3 个、仓储面积约 0.41 万平方米。同时公司扩大了厦门、长沙、南昌配送中心仓储面积，建立了厦门低温冷链物流仓储配送体系。此外，公司已于 2018 年实现全国物流资源整合，优化作业流程、人员设备，提高配送规模效应，创新物流作业模式，起到物流降本增效的效果。2019 年，公司将开展华南物流三期的建设（上半年已经完成方案深化设计和报批等工作，下半年可以进入土建施工状态），将成为定位于国内先进的、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。

3) 便利店：重点布局深圳和厦门，积极探索多样化门店类型

受线上电商渠道的冲击，公司实体业态逐步分化向体验式购物中心、重点销售生鲜和鲜食的必选消费渠道超市、便利店业态延伸发展。便利店是解决社区居民消费最后一公里、实现线下渠道闭环的重要一环，也是对抗电商冲击的有力手段之一，因此便利店成为公司零售业态扩张的重要领域。在 2014 年，天虹通过收购万店通，正式进军便利店业态，公司从单一百货业态拓展到“百货+购物中心+便利店”的多业态；随后公司便利店发展顺应互联网发展潮流，采用“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”的模式，并采用多种店型相组合的方式，分别定位社区生活、都市办公生活等场景。

便利店行业规模红利有待进一步释放。从整体市场来看，2012 年开始至 2018 年便利店连锁零售企业增幅均高于百货和线下超市（图 22 数据）；从公司业绩来看，公司 2018 年便利店可比店实现营业收入 1.12 亿，同比变动-2.72%，对应同期共有 159 家便利店，排除 2017-2018 年合计新开门店 91 家，假设可比店共计 68 家，则公司便利店日均销售额为 4479.37 元，略低于行业每日销售额均值 5299 元/店，但是公司的增长幅度远高于行业平均值。由此可见公司的便利店单店创收能力低于行业平均，但通过积极地提供更多服务，对门店商品结构进行优化，公司便利店对消费者的吸引力有所提升，未来营收仍存在较大上升空间。

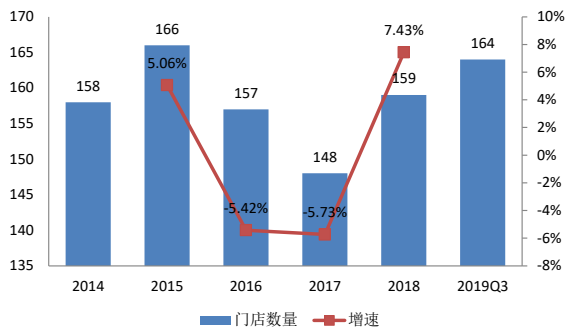
图 109 天虹股份便利店单店经营情况与行业对比



资料来源：公司公告，CCFA，中国银河证券研究院整理

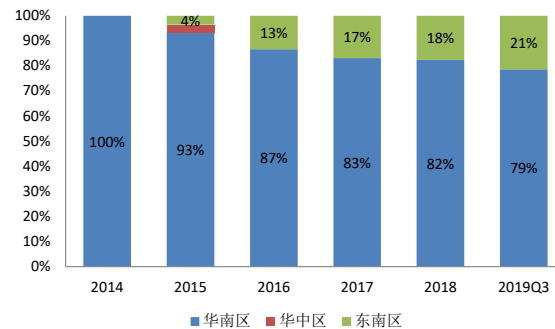
截止 2019Q3，公司拥有 164 家便利店，经营面积合计 1.66 万平方米（平均 101 平米/店）。2016 年公司因为业务调整关闭江西微喔 18 家门店，2017 年模式调整再次终结与 36 家加盟商的合作出现门店数量的下降，经过这两年的调整，天虹不断优化经营模式，便利店门店数量开始稳步提升。从地域分布的角度来看，公司现阶段便利店主要分布在华南区（广东深圳）和东南区（福建厦门），其中华南区占据主要的份额但东南区的占比提升明显。此外，公司在经营较好的直营门店开始探索内加盟模式，由天虹负责门店装修、商品配送，店长负责员工的管理和门店经营，双方共享利润，提高员工的积极性，降低门店的人工费用等管理成本。

图 110 天虹股份便利店数量变化情况 (个)



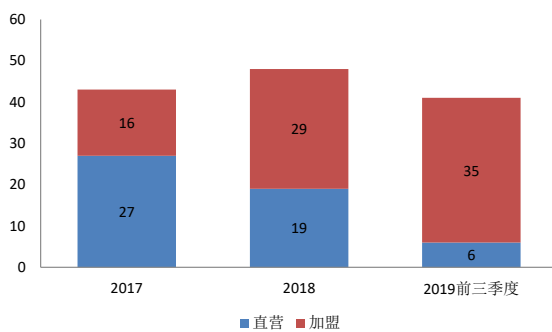
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 111 天虹股份便利店地域分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 112 新增便利店数量 (按模式区分)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

深圳：公司大本营资源优势，供应链基础良好。截止 2019H1，华南区便利店共有 129 家，主要分布在公司总部所在地深圳。深圳市 2018 年人均 GDP 水平达到近 19 万元人民币（约合 2.7 万美元，与便利店行业步入成熟期时、上世纪 90 年代的日本水平相似），对应市内平均每 2158 人拥有一家便利店（与日本当前 2248 人/店的水平亦相近），便利店密度较高。尽管市场内与其他便利店品牌例如美宜佳等竞争较为激烈，行业发展相对成熟，但是天虹在当地深耕多年，有百货、超市等不同业态的多家门店，区域认知度高，同时公司通过收购深圳本土便利店品牌万店通步入市场，收购发生时万店通在深圳、东莞地区共开设约 153 家直营及加盟便利店，供应链基础良好，且公司在深圳网点较全，可以整合各业态门店供应链，提升运营效率。

厦门：市场尚未成熟，仓储物流配合加快开店速度。公司东南区天虹便利店主要分布在厦门，至 2019Q3 共有 35 家门店。目前中国各城市中便利店发展最为饱和的是东莞（2018 年达到 944 人/店），同期厦门平均每 3531 人拥有一家便利店；考虑到厦门的人均 GDP 水平优于东莞，且当前的便利店门店增速表现也远优于东莞（以 2018 年为例，厦门市便利店的人均保有量在全国排名第 11，但在高基数的基础上依旧实现了门店增速排名第 5），未来市场仍存在较大的发展空间。天虹于 2003 年即进入厦门百货市场，在当地认知度较高；并在厦门建有自营物理仓库，2017 年成立了公司级的物流中心，实现了商超、便利店和电商物流体系的集约管理和统筹规划；此外，2018 年天虹计划新建东南厦门常温配送中心，厦门当地的物流能力将进一步提升，利好区域内供应链发展。

图 113 相关城市人均 GDP 水平变化趋势 (元/人)

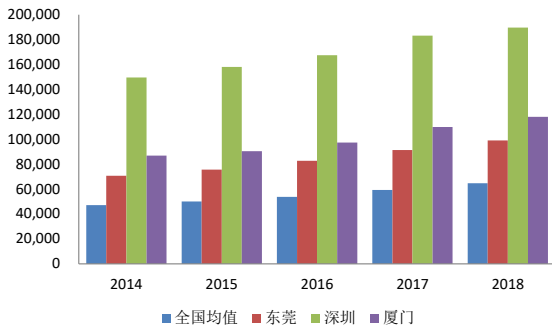
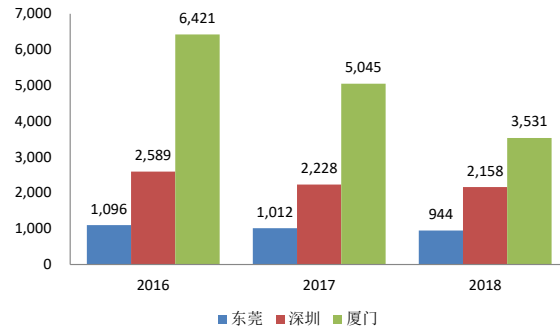


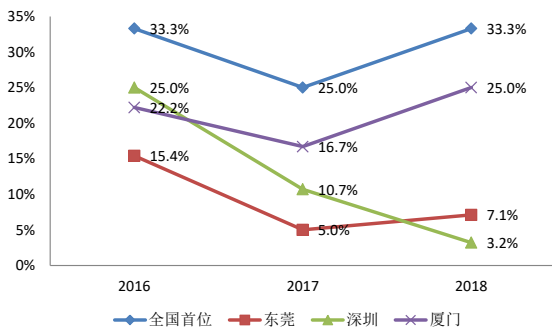
图 114 相关城市便利店渗透率情况 (人/店)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: CCEA, 中国银河证券研究院整理

图 115 相关城市便利店门店增速情况 (%)



资料来源: CCEA, 中国银河证券研究院整理

多种店型组合, 定位社区居民、商务群体等多种消费场景。公司曾经营包括无人便利店在内的三类便利店店型, 但现阶段主要集中打造微喔便利店以及微喔生活店。各类便利店品牌定位不同, 微喔便利店和微喔生活点定位于社区生活, 无人便利店定位在白领的都市生活。公司现有的天虹微喔便利店已形成网格状布局, 在供应链方面资源共享, 降低物流成本, 提高配送效率。

表 20 天虹便利店店型简介

店型	面积	简介
微喔便利店	20-200 平方米	主打社区和商务区, 推出零售+餐厅式+O2O 的经营模式, 在深圳地区与深圳邮政合作, 以“零售+24 小时政务(粤卡通、社保等)+邮政业务”跨界联合的新模式实现低成本拓展。消费者可以在天虹微喔邮局办理社保业务、填单办理邮政业务、自行取包裹多方位服务。
微喔生活店	300-500 平方米	定位为社区居民的社区服务生活小超, 生鲜占比超过 50%, 提供 ATM 取款、自助打印、环保回收、政务服务、租赁服务、充值服务、快递提货、订购鲜花、干洗等生活服务。
WELL GO 无人便利店	10-30 平方米	解决消费者(以办公人士为主)在小范围的空间解决碎片化需求, 与彩生活合作, 满足彩生活旗下住户和商务用户日常生活中的临时性、碎片化需求。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2.数字化赋能公司运营，战略构建智慧零售全渠道

公司自上市之初就开始注重数字化的发展，从2010年开始，公司推出自己的线上平台；2013年开始与腾讯合作，通过腾讯平台微信、微店发展线上业务，同时不断推出自己的APP，对实体业务进行深度数字化。截止2017年末，公司的三款主要线上产品“虹领巾”app、天虹微信服务号、天虹微品，便已涵盖了从会员管理、营销、服务和销售到中后台的供应链和品类管理。基于已有的线上平台，公司分别从门店、商品、顾客、销售四个方面展开数据化建设，构建智能零售全渠道。

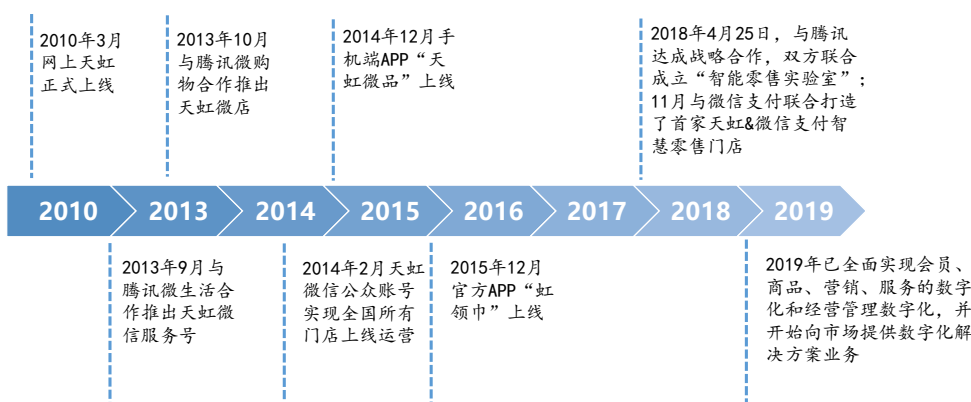
2018年与腾讯达成战略合作，双方联合成立“智能零售实验室”，开始从数字化向智能化转型。未来公司计划通过数字化与智能技术不断完善，向消费者提供更为便利和高效的商品服务。这项合作将有助于天虹实现从数字化到智能化的进阶，从为顾客提供更好的服务进阶到发现顾客，挖掘顾客需求。探讨智能识别技术在天虹从前台顾客服务到中台适时智能管控、再到后台大数据采集的分析引用，同时在数据层面的深度合作有助于天虹进行顾客洞察、精准营销、精细化运营和门店选址。

2018年11月，公司与腾讯的首个合作项目落地，首个天虹&微信支付智慧零售门店在深圳开业，在手机快速买单小程序的基础上，新增价签扫码、人脸支付等前端数字化功能。

2019年12月23日，公司参与腾讯企业微信的发布会，并将利用企业微信打造创新的购物场景，4万多名天虹导购通过企业微信添加了客户微信，用标签记录和管理顾客信息，主动为顾客提供他们感兴趣的优惠与活动，优惠券核销率提升了8倍，累计沉淀超过300万客户；**社群和朋友圈是品牌进行用户运营的重要场所**，企业微信通过打通朋友圈、开放社群功能，**品牌可以更好地沉淀和经营私域流量**；而作为腾讯与企业微信的零售业合作伙伴，天虹已经第一批开始使用相关能力获客，并维护与现有消费者的关系，实现流量的有效变现。

目前天虹已全面实现会员、商品、营销、服务的数字化和经营管理数字化，不仅通过线上拼团、天虹到家、微信导购实现终端超市、百货门店的数字化服务，还通过数字化技术改善供应链，为中后台的供应商赋能。

图 116 天虹股份数字化发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 21 天虹线上产品简介

名称	简介
虹领巾	定位于本地化生活消费服务平台，有购物、天虹到家、海外购、生活服务等多个功能
天虹微信服务号	向虹领巾 APP 引流、会员服务、会员精细化管理
天虹微品	基于移动社交 B2B2C 模式的一款产品，让员工成为“店主”，自行选择优质商品通过社交化媒体传播并实现销售

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

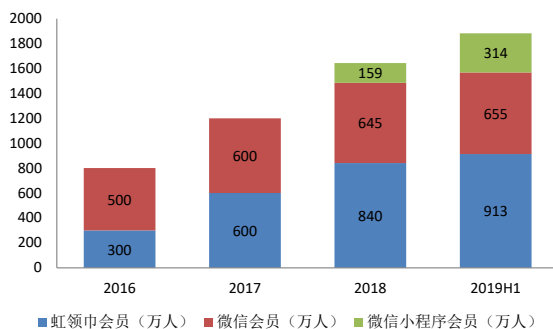
表 22 公司数字化进程

数字化	具体实现路径
顾客数字化	消费者注册会员（包括虹领巾、微信和小程序），让消费者随时随地与商场交互、提高购物效率及购物体验。
门店数字化	通过“天虹到家”、线上拼团的方式实现超市门店到店和到家的双向发展；通过在百货专柜上线
商品数字化	导购企业微信功能实现会员管理、订单管理以及用户营销；微商城服务门店的专柜不断增加。
供应链数字化	通过采购的交互平台和智能化品牌管理系统进行一些品类的深挖和整体的优化。2018 H1 天虹到家移动拣货终端在深圳的四家门店投入使用，并在后续进一步推广。推出全球供应链引进平台，实现供货、进货需求可视化、透明化，提高供应链效率。
全流程数字化	售前：侧重精准营销，通过线上营销渠道进行信息的推广，降低销售费用； 售中：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%，百货专柜 PAD 收银客单量占比已逾九成。线下门店智慧停车快速增长，提供更加便捷舒适的购物体验； 售后：及时配送，收集客户反馈。大力推进全渠道服务评价体系，方便消费者对公司服务进行点评和投诉，利于公司更快速地进行反应；
经营管理数字化	面向天虹员工及供应商开发上线数字化经营管理工具 APP，通过系统进行实时数据、特惠码优化、扫码绑定、分享商品、大客户消费通知、积分预警等功能的快速响应和跟进，对于提高经营管理效率有极大帮助

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从会员数量来看，公司自 2016 年天虹开始发力数字化零售通过打造线上 APP 虹领巾及微信会员等。2016 年至 2019H1，虹领巾会员数实现了从 300 万到 913 万的高速增长，同时微信会员也在 2019H1 达到 655 万人，2018 年开始新增微信小程序的会员也在半年时间内从 159 万人提升至 314 万人。亿余人次通过天虹 APP 交互获取信息或消费，坚厚的线上会员基础对于支撑公司未来线上业务发展、辅助线下销售增长均具有重要作用。

图 117 天虹股份会员数量变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

四、公司投资价值分析与预测

(一) ROE 分析：净利润率逐步改善，资产周转持续优于行业

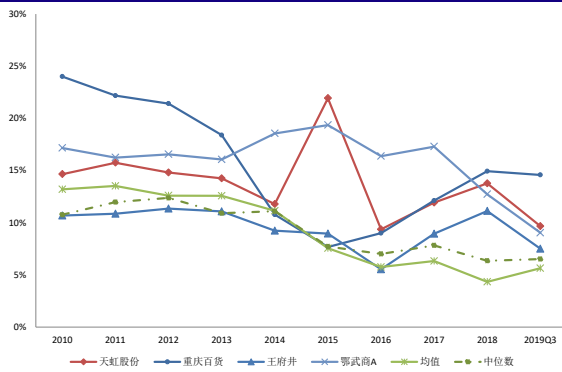
从净资产收益率角度来看，排除天虹股份 2015 年转让全资子公司深诚公司 100% 股权获得 11.44 亿元利润的影响，公司的 ROE 水平自 2016 年开始改善提升，并逐步拉开与行业均值水平之间的差异，截止 2018 年底，公司的 ROE 水平为 13.77%，高于同期行业均值水平 9.43 个百分点，在行业内的绝对值表现仅次于茂业商业的 21.49% 以及重庆百货的 14.94%。

具体拆分来看，公司的净利率水平与 ROE 基本保持相似的变化趋势，尽管与行业的均值、中位数水平相比没有出现明显的优势，天虹的净利率水平同样从 2016 年开始出现改善提升，近三年上涨 1.61 个百分点至 2019Q3 的 4.64%；净利率的提升主要源于公司不断推行百货改造升级、加强投入购物中心体验化发展、建设必选消费渠道超市和便利店门店等举措，有效改善提升毛利率（2019Q3 公司毛利率水平达到 28.56%，高于同期行业均值水平 25.21%），但公司的费用情况特别是销售费用率水平较行业均值水平偏高，部分抵消了高毛利的优势。

天虹的资产周转率表现同样优于行业的均值水平，行业内资产周转率水平自 2010 年的 1.39 次逐步下滑至 2018 年的 0.95 次，相比之下，公司前期也出现周转放缓，但 2016 年开始基本稳定保持在 1.21 次的水平；百货行业的资产规模呈现增长趋势，但营收并没有出现与之匹配的提升，天虹的阶段性资产周转提速主要在于营收规模增长出现提速。权益乘数方面，公司与行业均值、中位数水平表现较为一致，2019Q3 天虹权益乘数为 2.32 倍，落在行业中位数 2.07 倍至行业均值 2.59 倍区间范围内；公司资产负债率水平控制在 50-60% 左右，同样保持行业均值水平，没有明显的债务风险。

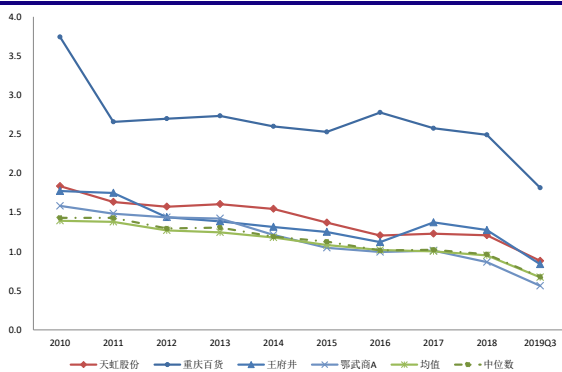
综上所述可知，天虹的 ROE 水平与行业相比存在相对优势主要在于公司的盈利能力逐步改善，同时资产的运营周转效率提升；追其根本在于公司资产规模与营收规模增长匹配，在保障规模有序扩张的同时加强内部运作效率，通过业态和结构调整实现毛利率的提升，并将优势传导至利润端，带来效益的改善。

图 118 天虹股份与行业净资产收益率 ROE 变化趋势



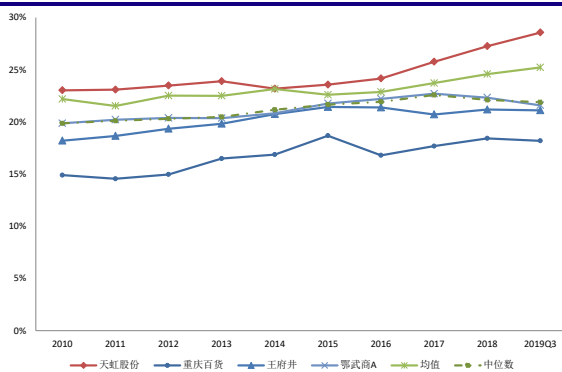
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 120 天虹股份与行业资产周转率 AT 变化趋势



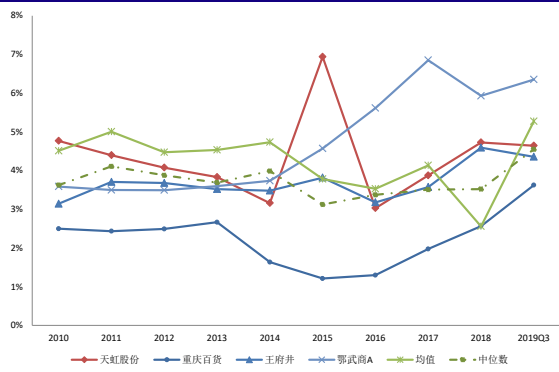
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 122 天虹股份与行业毛利率水平变化趋势



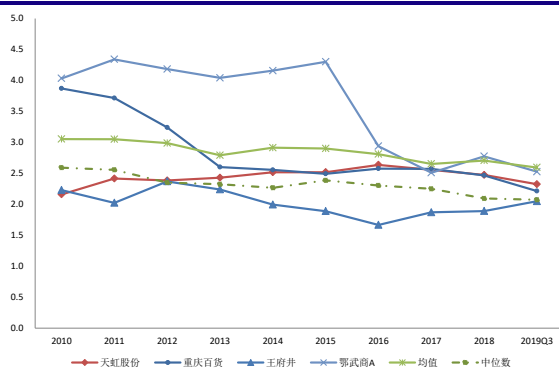
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 119 天虹股份与行业净利率 Net Profit Margin 变化趋势



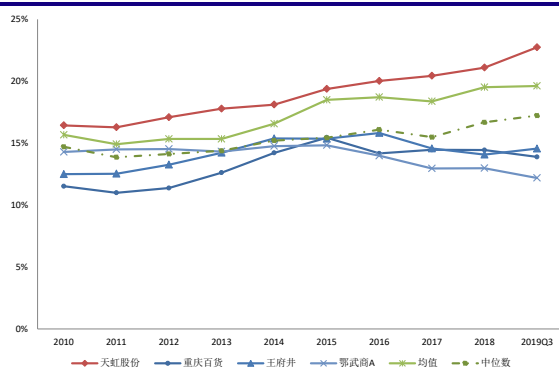
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 121 天虹股份与行业权益乘数 EM 变化趋势



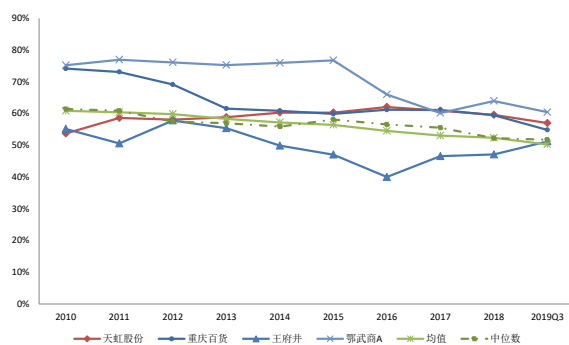
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 123 天虹股份与行业三费(合计)水平变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 124 天虹股份与行业资产负债率水平变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 公司盈利预测与估值: 同店经营效率提升和展店计划加速推动业绩改善, 公司估值已落入偏低位置

公司现阶段进一步推进展店计划, 未来新店将以购物中心为主, 主要分布在华南、华中、东南等公司优势区域。目前, 公司已与招商地产、中集、碧桂园等地产商签署了战略合作协议, 有利于公司从拿地开发开始就提前参与、提高项目规划的有效性, 根据实际情况灵活选择业态, 保证高速扩张, 由此预计公司零售收入在未来三年不断增长。此外, 公司加盟、特许经营部分的服务费包含在其他业务收入中, 随着公司不断探索用管理输出、加盟的方式经营购物中心, 以及便利店加盟模式的推广, 预计公司其他业务收入仍然维持较高增速。

我们认为公司在百货、购物中心、超市和便利店多种业态中引领新零售趋势, 注重以顾客为中心, 加强体验式升级, 凸显门店服务价值与差异化特色, 大力推进全渠道数字化, 优化品类管理, 进一步整合供应链。公司可比店业绩向好, 零售业务毛利率稳步提高, 存量价值提升。同时, 公司不断加快扩张步伐, 外延方面门店储备项目充足; 在内部运营方面, 进一步强化教练帮带, 重构员工培训体系。结合公司门店继续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, 净利润 9.70 / 10.73 / 11.85 亿元, 对应 PS 为 0.65/0.63/0.61 倍, 对应 PE 为 13 / 12 / 11 倍, 维持“推荐评级”。

表 23 天虹股份盈利预测

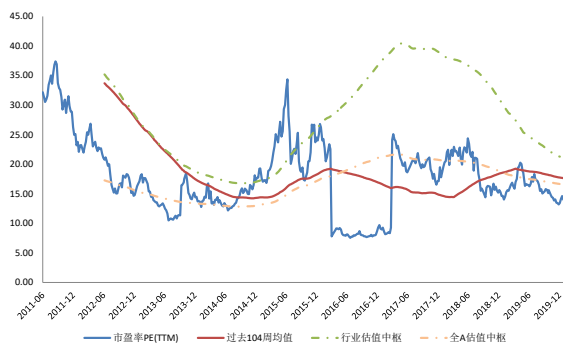
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	18536.28	19137.95	19514.03	20159.83	20869.18
增长率(%)	7.31%	3.25%	1.97%	3.31%	3.52%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	718.19	904.38	969.96	1073.06	1185.26
增长率(%)	37.03%	25.92%	7.25%	10.63%	10.46%
EPS(元/股)	0.60	0.75	0.81	0.89	0.99
销售毛利率	25.76%	27.25%	28.72%	29.29%	29.73%
净资产收益率(ROE)	11.92%	15.01%	16.10%	17.81%	19.67%
市盈率(P/E)	19	14	13	12	11
市净率(P/B)	2.21	1.93	1.78	1.64	1.51

市销率(P/S) 0.72 0.66 0.65 0.63 0.61

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12月31日收盘价）

对于公司估值水平的分析与预测。从PE的角度可以发现百货行业与全市场的历史估值中枢走势基本一致，而公司由于2015年一次性业绩暴增124%导致一年内（2016年3月至2017年3月）估值出现大幅异常折价，并因此影响此后两年的估值中枢水平向下，排除此突变的影响，公司与百货行业估值中枢走势也较为相似。天虹的历史估值中枢（104周）水平围绕17倍左右波动，当前最新（2019年12月31日）水平为18倍左右；对比当前公司的PE（TTM）估值水平约为14倍，对应处于折价-22%的水平。围绕公司的估值中枢来看，公司自2012年以来滚动PE估值水平较其估值中枢的折溢价水平大致在±60%的区间内波动。

图 125 天虹股份 PE 估值与历史中枢水平对比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

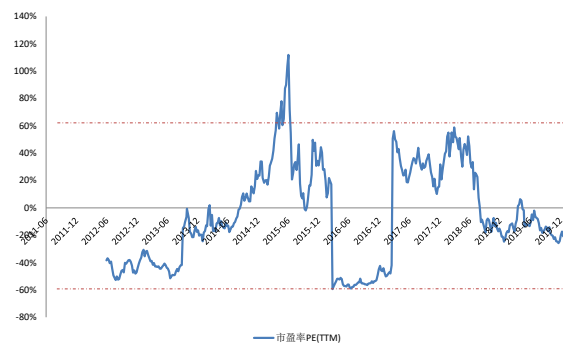
根据我们对于公司历史基本面情况的分析来看，公司的PE（TTM）主要受到行业层面的因素影响，如果经济与消费周期向好，天虹股份此类百货龙头企业只需要维持优于行业的规模增速，实现市占率的稳定向上，即可对应享受估值溢价；但如果与当前的环境背景相似（经济与消费相对承压），公司的PE（TTM）则主要受到三个层面的考量，按影响程度排列分别为公司的**同店增速、展店规模以及毛利率改善情况**。其中，百货/购物中心类的门店与超市等业态相比门店规模偏大，展店在选址与装修投入运营等方面均具有一定的困难性，因此其增速与周期存在限制；而百货类公司现有存量规模均较为客观，故可比店的经营提效相较展店对于百货行业内的公司影响更大。

图 127 天虹股份上市以来股价复盘与 PE（TTM）



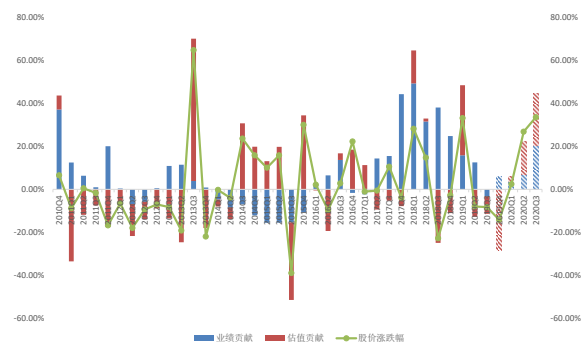
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 126 天虹股份 PE 估值溢价水平波动范围



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 128 天虹股份上市以来季度股价表现分析



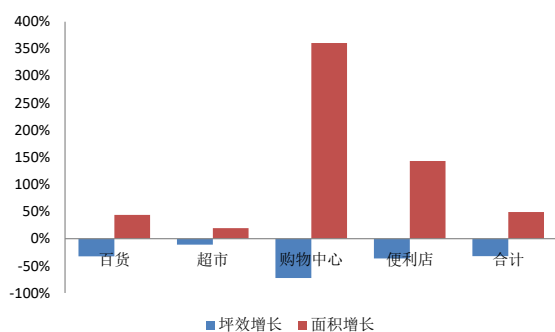
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司估值未来的下行空间。基于公司历史估值水平，我们将 PE (TTM) 10 至 11 倍划分为公司的估值底部区间。从历史复盘情况来看，公司共有三个阶段估值跌落至中枢以下并持续处于较低水平，未能及时回调。1) 第一阶段出现在 2012 年 7 月至 2014 年 6 月期间，此时一方面受经济环境影响，全球经济进入金融危机之后的二次衰退，百货行业零售额步入减速增长区间，此时大盘及行业整体进入估值下行阶段，同期公司自身经营承压，存量层面可比店营收增速呈现放缓趋势，公司整体毛利率改善效果甚微，增量层面公司自 2012-2014 年公布下年的百货类门店开店计划，实际完成情况未达预期，多重因素综合导致此阶段估值水平在底部附近徘徊不振，但随着 2015 年开始市场情况转好，公司步入加速展店期，市场对于公司的估值出现提升改观，拉动股价上涨；2) 第二阶段出现在 2016 年 3 月至 2017 年 3 月，此阶段内公司公布上年业绩，由于 2015 年天虹转让全资子公司深诚公司 100% 股权获得 11.44 亿元的一次性利润，导致业绩出现 124% 的暴增（公司当年扣非归母净利润为 4.48 亿元，较上一年同比下滑 10.68%），但股价未出现匹配的调整提升，因此估值出现阶段性的异常区间；3) 第三阶段出现在 2018 年 9 月至今，此轮与第一轮发生时的行业环境承压较为类似，公司本阶段同店营收增速先于 2018 年回暖至 1.55%，后继 2019Q3 逐步降至 0.03%，因此尽管展店规模较第一阶段的 3-5 家水平提升至 7-8 家，毛利率逐步改善，公司的估值依旧在均值水平之下震荡徘徊。

公司估值未来的上行空间。不考虑公司上市初期以及 2015 年前后牛市的影响，可以发现公司在 2017 年 4 月至 2018 年 6 月期间围绕 PE (TTM) 均值水平波动并相较过去 104 周均值水平存在溢价。此阶段内公司的可比店营收增速较 2016 年出现拐点开始回调，2016-2018 年分别新开大店 6/3/7 家，逐步突破 2013 年开始年展店 5 家的瓶颈期出现提速；同时公司的毛利率一直维持正向改善，故与以上情形匹配，公司估值出现溢价。

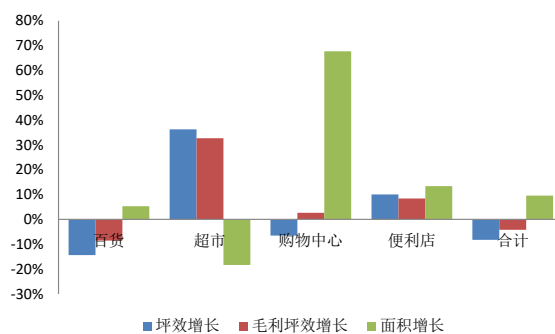
综上，我们结合公司的基本面分析，若历史规律不发生变化，则当前公司合理的估值溢价范围为-40%至+20%，对应未来短期内公司 PE 估值区间大概率将会在 11 倍至 22 倍之间波动。其中，拆分公司当前可比店营收、毛利的增长可以发现，短期的可比店经营改善主要来自可比店经营面积的增加，特别是购物中心可比店的面积出现大幅提升；根据公司对于可比店的定义，2019-2021 年的可比店面积会受到 2018-2020 年 1 月 1 日前开业的门店，即 2017-2019 年实际展店的影响，目前公司这三年分别开业 3/7/11 家大店，其中以购物中心为主（分别为 3/6/10 家），由此我们可以判定未来短期购物中心的可比店面积高速增长可以继续支撑公司可比店规模改善，并在 2019-2021 年呈现出愈好的趋势。同时，公司百货/购物中心类项目储备充足，未来门店有望同 2019 年一样实现双位数（规模个数）的加速扩张；叠加公司展店主要推进高毛利、租赁模式的购物中心项目，公司整体的毛利率水平也将出现同步提升。由此，未来天虹在同店改善、展店规模和毛利率三个维度均可以达到较好的表现，因此我们认为公司当前虽处于估值折价区间但下行风险与空间相对有限。

图 129 公司 2018 年可比店经营面积和坪效预估变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 130 公司 2019Q3 可比店经营面积和坪效预估变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

宏观消费环境疲软的风险；零售行业竞争加剧的风险；创新业务培育期较长的风险。

插图目录

图 1 天虹股份百货及购物中心类门店数量扩张进程	2
图 2 天虹股份门店数量及同比增速 (%)	3
图 3 天虹股份营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	3
图 4 天虹股份扣非归母净利 (亿元) 及同比增速 (%)	3
图 5A 股上市百货公司市场份额及排名	3
图 6 天虹股份股权结构图 (不含持股比例不足 5% 的节点)	4
图 7 天虹股份基金持仓情况	5
图 8 天虹股份总营业收入结构拆分	5
图 9 天虹股份主营业务中零售业务占比情况	6
图 10 天虹股份主营业务毛利率变化趋势	6
图 11 天虹股份零售业务规模 (万元) 及增速 (%)	6
图 12 天虹股份房地产业务规模 (万元)	6
图 13 天虹股份零售业务各类商品销售额占比趋势 (%)	7
图 14 天虹股份零售业务各类商品毛利率变化趋势	7
图 15 2017-2019Q3 各经营模式可比店营业收入占比	8
图 16 2017-2019Q3 各经营模式可比店毛利额占比	8
图 17 2017-2019Q3 各经营模式可比店经营面积占比	8
图 18 2017-2019Q3 各经营模式可比店毛利率水平	8
图 19 2016 年-2019Q3 各经营模式可比店坪效 (万元/平米)	8
图 20 截止 2019Q3 天虹股份百货及购物中心类门店店龄结构构成	9
图 21 公司可比同店合计营业收入增速 (%)	10
图 22 公司可比同店合计利润增速 (%)	10
图 23 天虹股份百货可比店营收增速	10
图 24 天虹股份百货可比店利润增速	10
图 25 人均 GDP (元) 及增速	13
图 26 城镇居民人均可支配收入 (元) 及增速	13
图 27 社会消费品零售总额 (亿元) 及增速	13
图 28 全国 50 家重点大型零售企业零售额当月同比增速 (%)	13
图 29 2010 年-2019 年 11 月各品类销售额同比增速情况	14
图 30 商务部零售业典型企业统计调查分业态增速 (%)	14
图 31 中国连锁零售企业商品销售额 (亿元)	14
图 32 中国百货行业占比零售额比重 (%)	15
图 33 重点流通企业销售额当月同比增速 (%)	15
图 34 中国百货行业及互联网零售销售额规模 (亿元)	15
图 35 中国百货行业及互联网零售销售额规模增速	15
图 36 中国服饰类商品在各渠道的销售额占比变化	16
图 37 中国化妆品类商品在各渠道的销售额占比变化	16
图 38 中国珠宝首饰类商品在各渠道的销售额占比变化	16
图 39 2004-2018 年百货及互联网渠道主要品类销售份额变化情况	16

图 40 全国消费者网络零售参与指数	17
图 41 全国消费者人均消费额与单日使用时长（环比）	17
图 42 2014 年与 2018 年人均网购支出情况	17
图 43 中国百货行业 CR5 和 CR10 变化趋势	18
图 44 2018 年各国百货行业 CR5 水平对比	18
图 45 签约未开张门店地域分布情况	20
图 46 签约未开张门店经营方式情况	20
图 47 签约未开张门店类型分布	21
图 48 天虹股份经营性现金流量净额与账面现金情况（亿元）	22
图 49 天虹股份现金满足投资比率与资产负债率	22
图 50 天虹股份百货和购物中心门店个数地域分布情况	23
图 51 公司主营收入按地区拆分结构变化	23
图 52 公司毛利额按地区拆分结构变化	23
图 53 各地区毛利率水平变化趋势	24
图 54 2018Q3-2019Q3 公司各地区月均毛利坪效（元/m ² ）	24
图 55 2010 年门店（不含便利店）经营面积城市分级情况	24
图 56 2018 年门店（不含便利店）经营面积城市分级情况	24
图 57 天虹股份 2018 年所有业态门店（含便利店）经营面积城市分级情况	25
图 58 天虹股份营收结构（2017 年之前）	25
图 59 天虹股份营收结构（2017 年之后）	25
图 59 2019Q3 公司可比门店数量分布（个）	26
图 60 2019Q3 公司可比门店毛利坪效（元/平方米）	26
图 62 广东省、深圳市人均 GDP 水平情况	26
图 63 广东省、深圳市人均 GDP 增速水平情况	26
图 64 广东省、深圳市人均可支配收入水平情况	26
图 65 广东省、深圳市人均可支配收入增速水平情况	26
图 66 广东省常住人口数量（万人）及城市人口密度（人/平方公里）情况	27
图 67 广东省常住人口占全国总人口数量比重	27
图 68 天虹股份华中区与华南区每年门店净增加量	28
图 69 华中地区门店分布情况	28
图 70 2018 年天虹股份与江西省新增商业体情况（平均体量：万平方米）	29
图 71 华中地区可比门店营业收入增速对比情况	30
图 72 华中地区可比门店利润增速对比情况	30
图 73 华中地区可比门店营业收入增速对比情况	30
图 74 湖南、江西省人均 GDP 水平变化趋势	31
图 75 湖南、江西省人均 GDP 增速水平变化趋势	31
图 76 湖南、江西省人均可支配收入水平变化趋势	31
图 77 湖南、江西省人均可支配收入增速水平变化趋势	31
图 78 湖南、江西省城市人口密度（人/平方公里）	32
图 79 湖南、江西省常住人口占比全国人口数量情况	32
图 80 福建地区大型商业体扩张情况	33

图 81 福建地区大型商业体区域分布情况	33
图 82 福建省、厦门市人均 GDP 水平情况	33
图 83 福建省、厦门市人均 GDP 增速水平情况	33
图 84 福建省、厦门市人均可支配收入水平情况	34
图 85 福建省、厦门市人均可支配收入增速水平情况	34
图 86 福建省城市人口密度 (人/平方公里)	34
图 87 福建省常住人口 (万人) 及占比总人口比重	34
图 88 公司各大区购物中心占比可选消费门店的比重	35
图 89 公司各大区可比店利润增速变化趋势	35
图 90 江苏、浙江省人均 GDP 水平变化趋势	35
图 91 江苏、浙江省人均 GDP 增速水平变化趋势	35
图 92 江苏、浙江省人均可支配收入水平变化趋势	36
图 93 江苏、浙江省人均可支配收入增速水平变化趋势	36
图 94 江苏、浙江省城市人口密度 (人/平方公里)	36
图 95 江苏、浙江省常住人口占比全国人口数量情况	36
图 96 2017-2019Q3 各零售业态可比店营业收入占比	37
图 97 2018-2019Q3 各零售业态可比店毛利额占比	37
图 98 购物中心景气指数变化趋势	38
图 99 不同类型购物中心的发展指数	38
图 100 2018 年不同类型购物中心的市場展望预期指数	38
图 101 天虹股份百货及购物中心门店数量情况对比 (单位: 个)	38
图 102 天虹股份按经营方式拆分可比店毛利率情况	39
图 103 天虹股份按业态拆分可比店毛利率情况	39
图 104 天虹股份超市门店数量情况 (含非独立和独立超市门店数量) (单位: 个)	40
图 105 天虹股份国际直采销售额增速表现	41
图 106 天虹股份生鲜直采销售额增速表现	41
图 107 天虹股份自有品牌销售额增速表现	41
图 108 天虹股份 2R 商品销售额增速表现	41
图 109 天虹股份便利店单店经营情况与行业对比	42
图 110 天虹股份便利店数量变化情况 (个)	43
图 111 天虹股份便利店地域分布情况	43
图 112 新增便利店数量 (按模式区分)	43
图 113 相关城市人均 GDP 水平变化趋势 (元/人)	44
图 114 相关城市便利店渗透率情况 (人/店)	44
图 115 相关城市便利店门店增速情况 (%)	44
图 116 天虹股份数字化发展历程	45
图 117 天虹股份会员数量变化情况	47
图 118 天虹股份与行业净资产收益率 ROE 变化趋势	48
图 119 天虹股份与行业净利率 NetProfitMargin 变化趋势	48
图 120 天虹股份与行业资产周转率 AT 变化趋势	48
图 121 天虹股份与行业权益乘数 EM 变化趋势	48

图 122 天虹股份与行业毛利率水平变化趋势	48
图 123 天虹股份与行业三费（合计）水平变化趋势	48
图 124 天虹股份与行业资产负债率水平变化趋势	49
图 125 天虹股份 PE 估值与历史中枢水平对比情况	50
图 126 天虹股份 PE 估值溢价水平波动范围	50
图 127 天虹股份上市以来股价复盘与 PE（TTM）	50
图 128 天虹股份上市以来季度股价表现分析	50
图 129 公司 2018 年可比店经营面积和坪效预估变化情况	52
图 130 公司 2019Q3 可比店经营面积和坪效预估变化情况	52

表格目录

表 1 天虹股份发展历史重要事件梳理	1
表 2 公司各业态门店变动概览	2
表 3 2016-2019Q3 公司可比店各经营模式经营情况	7
表 4 天虹股份门店经营减亏、扭亏为盈案例梳理	9
表 5 天虹股份对于百货渠道的两轮战略梳理	11
表 6 天虹百货业态创新	11
表 7 直播带货头部主播销售数据情况	17
表 8 国内百货龙头企业实际控制人情况及经营覆盖区域	18
表 9 2018 年国内百货企业股权变动案例	19
表 10 天虹股份 2018 年至 2019Q3 签约百货/购物中心项目情况	19
表 11 公司 2018 年至今已签约独立超市项目概览	21
表 12 天虹股份南昌市门店分布情况	28
表 13 天虹与步步高在江西门店分布对比	28
表 14 天虹股份湖南省门店分布情况	29
表 15 东南区门店分布	32
表 16 华东区门店分布	34
表 17 2016-2019Q3 公司可比店各经营模式经营情况	37
表 18 天虹股份旗下购物中心培育期示例	39
表 19 天虹超市品质供应链环节	41
表 20 天虹便利店店型简介	44
表 21 天虹线上产品简介	46
表 22 公司数字化进程	46
表 21 天虹股份盈利预测	49

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人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 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn