

**证券研究报告—动态报告**

商业贸易

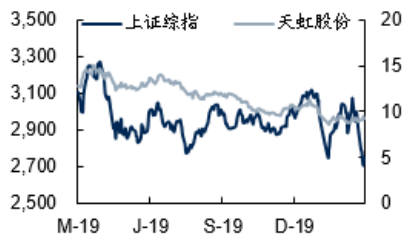
零售

**天虹股份(002419)**
**买入**

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,200/1,200
总市值/流通(百万元)	11,151/11,147
上证综指/深圳成指	2,746/10,150
12 个月最高/最低(元)	16.05/8.48

**相关研究报告:**

《天虹股份-002419-2019 年中报点评: Q2 环比改善, 预期开店提速》——2019-08-20  
 《天虹股份-002419-2019 年一季报点评: 经营稳健, 多因素致 Q1 略低于预期》——2019-04-29  
 《天虹股份-002419-2018 年年报点评: 同店毛利稳健增长, 盈利能力持续提升》——2019-03-15  
 《天虹股份-002419-2018 年业绩快报点评: 业绩符合预期, Q4 收入略低于预期》——2019-03-05  
 《天虹股份-002419-2018 年三季报点评: Q3 同店好转, 业绩增长靓丽》——2018-10-19

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 0755-22940141  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

**联系人: 冯思捷**

电话: 15219481534  
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**数字化能力持续加强, 新开店拖累业绩**
**● 2019 年业绩符合预期, 归母净利润同比下降 5.0%**

2019 年公司实现营收 193.93 亿元 (+1.33%), 归母净利润 8.59 亿元 (-4.98%), 扣非归母净利润 7.17 亿元 (-9.54%), 与此前发布的业绩快报基本一致。其中公司单 Q4 营收同增 0.26%, 归母净利润同比下降 10.32%, 扣非归母净利润同比下降 23.13%, 较 Q3 降幅有所收窄。

**● 展店推动零售业务增长, 同店受零售大环境不佳影响有所下滑**

公司 19 年零售业务营收同比增长 0.75%, 占比 93.39%, 展店方面, 公司百货/超市/购物中心/便利店业态新增店铺数量分别为 0/16/11/12, 其中, 单 Q4 各业态新增店铺分别为 -1/13/8/7。同店方面, 2019 年可比店铺实现营收 172.28 亿元, 受零售大环境不佳影响同比下降 0.95%。分业态来看, 2019 年百货、超市、购物中心和便利店业态可比门店营收增速分别为 -1.04%/-6.16%/7.95%/11.51%。分品类来看, 公司经营的必选品类(食品类和日用品类营收分别同比增长 14.52%和 13.31%)和服务类(餐饮娱乐类同比增长 19.62%)表现优异。

**● 盈利运营能力: 可比店铺利润同比增长 2.8%, 新开店拖累整体利润**

公司毛利率提升 1.31pct 至 28.56%, 预计与高毛利率的购物中心和便利店占比提升有关。费用率提升主要源于销售费用率提升 1.79pct, 预计主要受新开店影响, 同时公司可比店铺利润总额增长 2.18%, 表现稳中有升。存货/应收周转天数 -6.62 天/+0.47 天表现稳定。经营性现金流下降 33.52%, 主要系上年同期收回单用途商业预付卡保函保证金。

**● 风险提示: 门店扩张不及预期; 同店增长状况不及预期。**
**● 投资建议: 疫情影响短期业绩, 数字化能力筑长期优势, 维持“买入”**

公司去年以来持续加大在数字化转型和供应链方面的投入。2019 年底, 公司整体数字化会员约 2355 万。全年线上销售额增长 42%。供应链方面, 公司大力推进品类管理, 打造战略核心商品群, SKU 同比增幅 34.7%。考虑疫情影响下调公司 20-22 年 EPS 至 0.59/0.75/0.87 元/股, 对应 PE15.8/12.4/10.7X, 随疫情好转客流有望逐步恢复, 同时公司在低线市场及数字化能力具备长期竞争优势, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

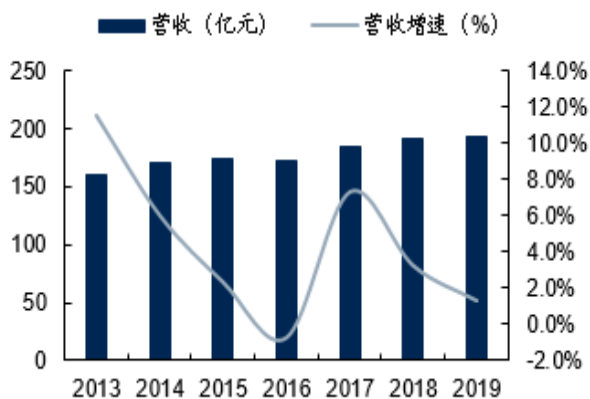
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,393	17,608	19,633	20,733
(+/-%)	1.33%	-9.20%	11.50%	5.60%
净利润(百万元)	859	705	898	1042
(+/-%)	-4.98%	-17.91%	27.28%	16.10%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.59	0.75	0.87
EBITMargin	4.7%	4.3%	5.0%	5.5%
净资产收益率(ROE)	12.4%	9.7%	11.6%	12.6%
市盈率(PE)	13.0	15.8	12.4	10.7
EV/EBITDA	17.9	15.6	13.4	12.2
市净率(PB)	1.60	1.53	1.44	1.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**业绩情况：归母净利润同比下降 5.0%，符合市场预期**

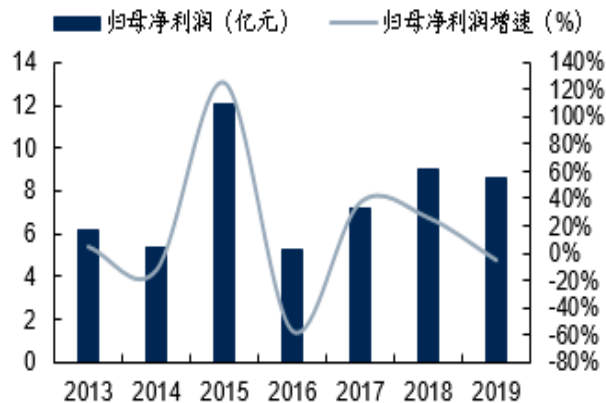
2018 全年实现营收 193.93 亿元 (+1.33%)，归母净利润 8.59 亿元 (-4.98%)，扣非归母净利润 7.17 亿元 (-9.54%)，与此前发布的业绩快报基本一致。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

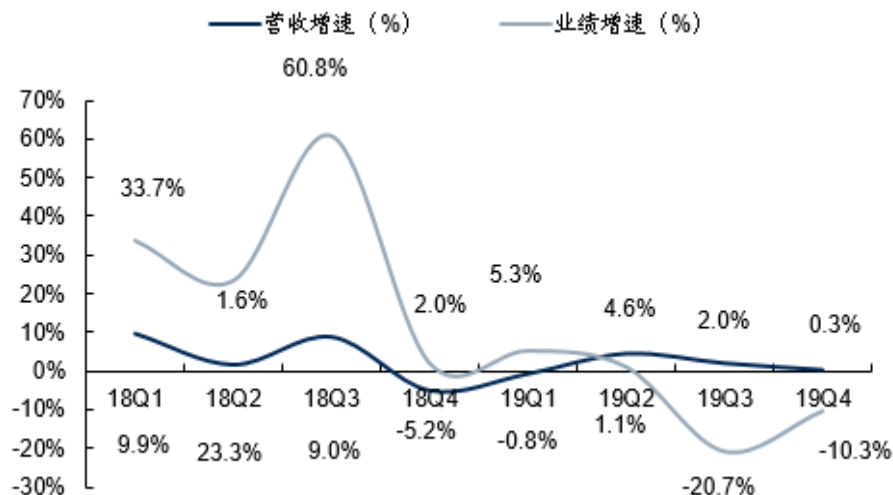
图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

其中公司单 Q4 营收同增 0.26%，受零售大环境不佳影响，自 Q2 以来增速持续下降，归母净利润同比下降 10.32%，扣非归母净利润同比下降 23.13%，较 Q3 降幅有所收窄。

图 3：公司逐季营收及归母净利润表现情况



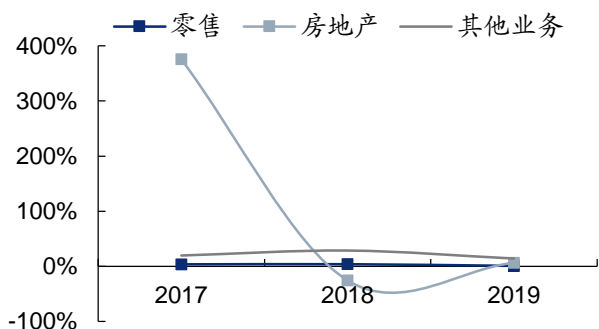
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**营收分拆：可比店铺营收有所下降，展店推动零售业务增长**

**分业务：零售业务营收同比增长 0.74%**

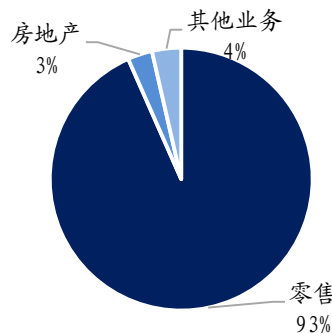
2019 年公司零售、地产和其他业务营收分别为 181.11 亿元/5.88 亿元/6.94 亿元，占比分别为 93.39%/3.03%/3.58%，营收增速分别为 0.74%/6.48%/14.13%。

图 4：公司各项业务增速情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2019 年公司各项业务占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**分业态：Q4 除百货外业态门店有所增加，可比店铺营收下降**

**1、新开门店：超市、购物中心及便利店门店有所增加**

截至 2019 年 12 月 31 日，公司百货/超市/购物中心/便利店业态店铺数量分别为 68/97/24/171，新增店铺分别为 0/16/11/12，其中 Q4 各业态新增店铺分别为 -1/13/8/7。

表 1：公司各个业态门店情况

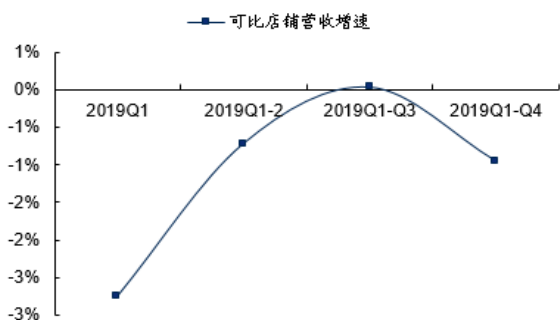
分业态	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
百货	68	69	68	68	68
超市	97	84	82	81	81
购物中心	24	16	15	13	13
便利店	171	164	152	157	159

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2、可比门店：Q4 可比店铺营收下降较多，百货承压明显**

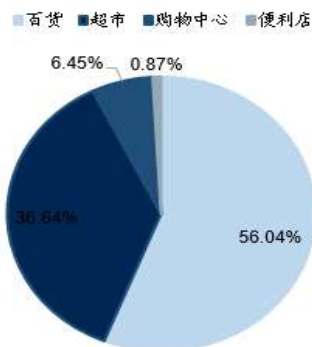
2019 年公司可比店铺实现营收 172.28 亿元，同比下降 0.95%。从季度趋势来看，可比店铺的营收在 Q4 下降较为明显。

图 6：公司可比店铺营收变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：2019 年各业态可比店铺营收占比 (%)

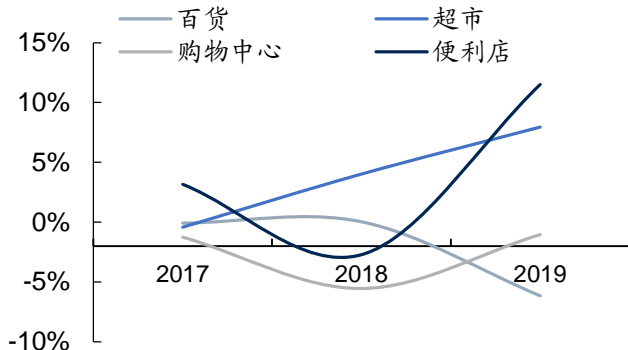


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业态来看，2019 年公司百货、超市、购物中心和便利店业态可比门店的营收占比分别为 56.04%、36.64%、6.45%和 0.87%，各业态的可比门店的营收增

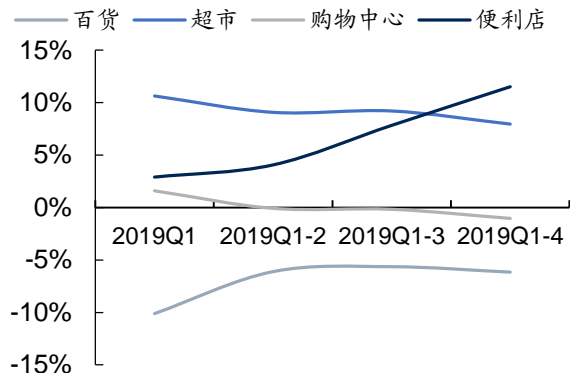
速为-1.04%/-6.16%/7.95%/11.51%，其中百货的可比店铺营收增速较 2018 年继续下降，其他业态增速均有提升，购物中心可比店铺营收增速转正。

图 8: 公司各项业态可比店铺营收占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 2019 年各业态可比店铺营收逐季变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

同时, 2019 年公司持续推进各个业态的转型升级:

**超市方面:** 持续优化超市数字化, 超市“天虹到家”销售同比增长 43%, 到家销售占比 10%;

**百货方面:** 积极推进百货的购物中心化转型、时尚升级等方向, 门店体验业态面积增大, 占比达到 26.5%。

**购物中心:** 购物中心打造畅享欢乐时光的时尚生活中心, 聚焦欢乐时光与家庭生活。2019 年购物中心整体销售额增长 35%, 可比店出租率达到 98%以上。

**便利店方面:** 便利店围绕一日三餐, 搭建差异化商品的核心竞争力, 引进一系列地方特色美食以及季节性便利商品, 全面优化鲜食并提升品牌形象。

**分品类:** 可选品类承压, 必选中食品及日用品表现优异, 服务类表现优异

公司的经营品类可分类为: 可选品类、必选品类、耐用消费品品类和服务类, 其中必选和服务类表现优异。

表 2: 2019 年各品类的营收占比及营收增速

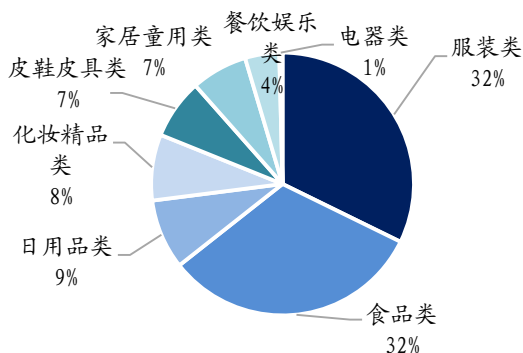
分类	品类	增速	占比
可选品类	服装	-9.15%	30.12%
	皮鞋皮具	-9.74%	6.88%
	化妆精品	-7.10%	7.58%
必选品类	食品	14.52%	30.00%
	日用品	13.31%	8.04%
	家居童用	-3.86%	6.47%
耐用消费品品类	电器类	-20.00%	0.37%
服务类品类	餐饮娱乐	19.62%	3.93%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

具体来看, 各个品类的的营收占比及营收增速分别为: 可选品类中, 服装的增速及占比分别为 -9.15%/30.12%, 皮鞋皮具为 -9.74%/6.88%, 化妆精品为 -7.10%/7.58%, 食品为 14.52%/30%; 必选品类中, 日用的增速及占比分别为 13.31%/8.04%, 家居童用为 -3.86%/6.47%; 耐用消费品品类中, 电器类的增速及占比分别为 -20%/0.37%; 在服务类品类中, 餐饮娱乐的占比及增速分别为

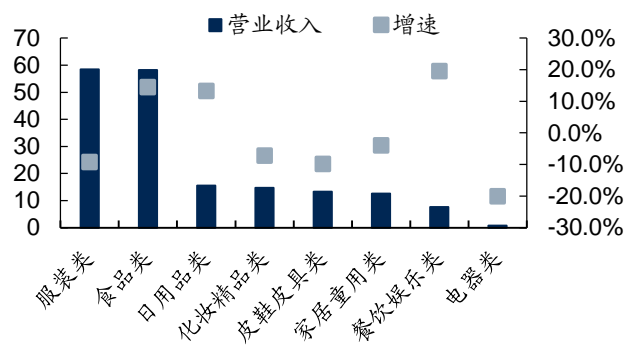
19.62%/3.93%。

图 10：2019 年公司各项品类营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：2019 年公司各品类营收及其增速/%

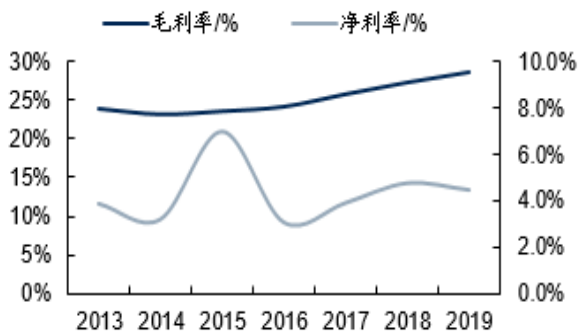


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利能力：可比店铺利润同增 2.8%，新开店拖累利润**

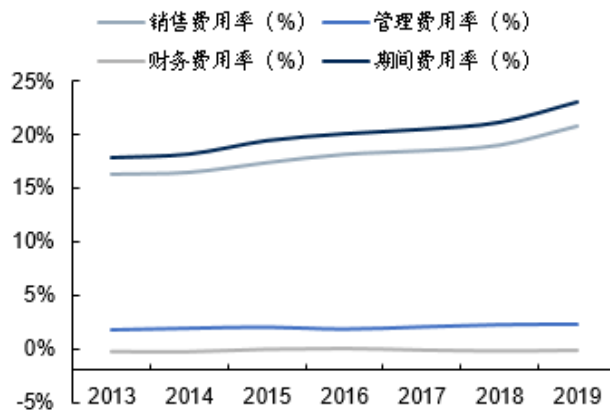
公司 2019 年毛利率为 28.56%，同比上升 1.31pct。预计与高毛利率的购物中心和便利店占比提升有关。销售费用率提升 1.79pct，预计与新开店影响有关。管理费用微增 0.04pct，财务费用率提升 0.08pct。

图 12：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：公司三项费用率变化情况

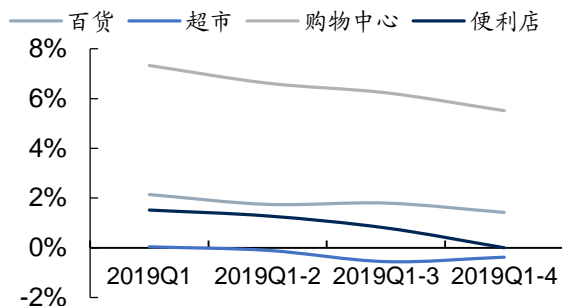


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年，公司可比店铺实现毛利总额 47.37 亿元，同比增长 2.60%。毛利率为 27.5%，较去年同期提升 0.95pct。分业态来看，百货、超市、购物中心以及便利店业态的可比门店的毛利率变化分别为 1.42%/-0.38%/5.51%/0.00%。

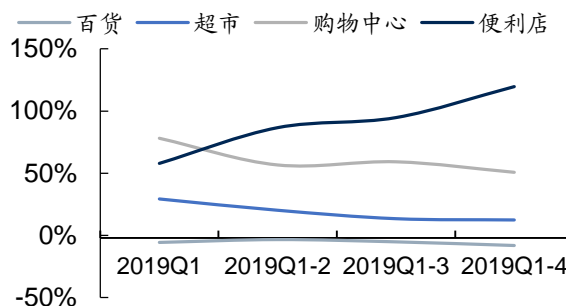
2019 年，公司可比店铺利润总额同比增长 2.18%。百货、超市、购物中心以及便利店业态的可比门店的利润增速分别为 -8.12%/12.43%/50.74%/119.64%。结合公司整体利润增速，我们判断新开店在一定程度上拖累公司利润。

图 14: 2019 年公司各业态可比门店毛利率季度同比变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2019 年公司各业态利润同比增速

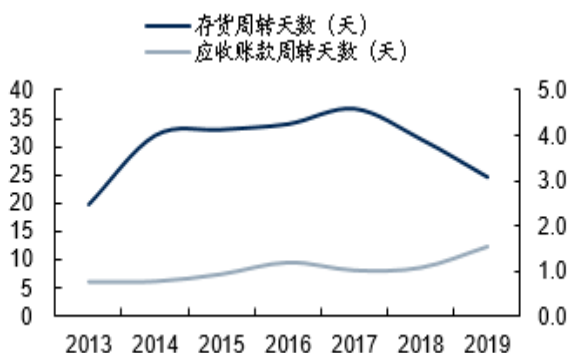


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 营运能力: 周转保持健康, 经营性现金流营收比有所下降

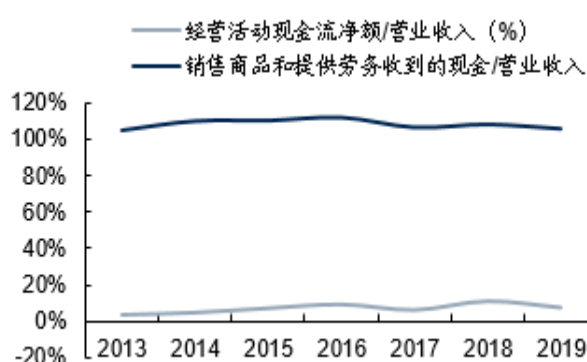
从经营情况来看, 存货周转天数同比下降 6.62 天, 应收账款周转天数增加 0.47 天。公司经营性现金流营收比同比下降 3.94pct, 主要系上年同期收回单用途商业预付卡保函保证金。销售商品和劳务收到的现金营收比同比下降 2.52pct。

图 16: 公司存货和应收账款周转天数/天



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 多业态龙头, 数字化转型及供应链能力优异, 维持“买入”

公司拥有百货、超市、购物中心、便利店四大业态, 其中百货业态营收占比 50% 以上, 四大细分业态定位符合当下消费趋势。2019 年公司持续加大在生态化体系和供应链方面的投入。

生态化体系方面, 2019 年加大推进数字化转型, 公司已经全面实现会员、商品、营销、服务的数字化和经营管理数字化。在线化业务模式日趋成熟, 正成为线上线下一体化的消费服务平台。整体数字化会员人数约 2355 万。全年线上销售额增长 42%。

供应链方面, 2019 年大力推进品类管理, 打造战略核心商品群, 包括国内外直采、自有品牌、生鲜基地、2R 商品等具有市场竞争力的高销售/高毛利商品, SKU 同比增幅 34.7%, 销售同比增幅 35.9%。

考虑疫情影响, 下调公司 20-22 年 EPS 分别为 0.59/0.75/0.87 元/股, 对应 PE15.8/12.4/10.7X。整体来看, 疫情对公司业绩影响偏短期, 长期来看, 公司业态定位符合线下消费趋势, 在低线渠道具备优势, 且近年来持续推进数字化转型有利于铸就长期竞争壁垒。维持中长期“买入”评级。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	9.51	0.15	0.24	0.32	63.40	39.63	29.72	4.70
603708	家家悦	买入	28.99	0.92	0.83	0.99	31.51	34.93	29.28	4.98
002419	天虹股份	买入	9.29	0.75	0.72	0.59	12.39	12.98	15.80	1.70
600859	王府井	增持	12.24	1.55	1.44	1.43	7.90	8.50	8.56	0.88

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：天虹股份 2019 年 EPS 为实际值

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4377	4989	6091	6986	营业收入	19393	17608	19633	20733
应收款项	489	386	430	454	营业成本	13853	12687	14095	14834
存货净额	843	814	905	952	营业税金及附加	151	137	153	162
其他流动资产	145	880	982	1037	销售费用	4022	3592	3919	4093
<b>流动资产合计</b>	<b>9590</b>	<b>8356</b>	<b>9695</b>	<b>10715</b>	管理费用	453	443	484	503
固定资产	4371	4429	4457	4454	财务费用	(15)	(117)	(139)	(163)
无形资产及其他	913	878	842	807	投资收益	7	15	10	10
投资性房地产	1760	1760	1760	1760	资产减值及公允价值变动	131	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	26	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16633</b>	<b>15422</b>	<b>16754</b>	<b>17735</b>	营业利润	1090	891	1141	1325
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	15	15	12	14
应付款项	3112	3051	3394	3571	<b>利润总额</b>	<b>1105</b>	<b>906</b>	<b>1153</b>	<b>1339</b>
其他流动负债	6425	4911	5440	5713	所得税费用	244	199	254	295
<b>流动负债合计</b>	<b>9537</b>	<b>7962</b>	<b>8834</b>	<b>9284</b>	少数股东损益	2	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>859</b>	<b>705</b>	<b>898</b>	<b>1042</b>
其他长期负债	141	151	161	171					
<b>长期负债合计</b>	<b>141</b>	<b>151</b>	<b>161</b>	<b>171</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>9678</b>	<b>8113</b>	<b>8995</b>	<b>9455</b>	净利润	859	705	898	1042
少数股东权益	6	6	7	8	资产减值准备	(4)	0	(0)	(0)
股东权益	6950	7302	7751	8272	折旧摊销	252	488	519	550
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16633</b>	<b>15422</b>	<b>16754</b>	<b>17735</b>	公允价值变动损失	(131)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	(15)	(117)	(139)	(163)
					营运资本变动	3574	(2168)	645	334
					其它	4	1	1	1
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	4555	(984)	2052	1917
每股收益	0.72	0.59	0.75	0.87	资本开支	(243)	(501)	(501)	(501)
每股红利	0.40	0.29	0.37	0.43	其它投资现金流	(3678)	2450	0	0
每股净资产	5.79	6.09	6.46	6.89	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3921)</b>	<b>1949</b>	<b>(501)</b>	<b>(501)</b>
ROIC	15%	15%	17%	22%	权益性融资	1	0	0	0
ROE	12%	10%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	29%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(480)	(353)	(449)	(521)
EBIT Margin	5%	4%	5%	6%	其它融资现金流	734	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	8%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(225)</b>	<b>(353)</b>	<b>(449)</b>	<b>(521)</b>
收入增长	1%	-9%	12%	6%	<b>现金净变动</b>	<b>409</b>	<b>612</b>	<b>1102</b>	<b>894</b>
净利润增长率	-5%	-18%	27%	16%	货币资金的期初余额	3969	4377	4989	6091
资产负债率	58%	53%	54%	53%	货币资金的期末余额	4377	4989	6091	6986
息率	4.3%	3.2%	4.0%	4.7%	企业自由现金流	4293	(1597)	1429	1272
P/E	13.0	15.8	12.4	10.7	权益自由现金流	5028	(1505)	1537	1400
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3					
EV/EBITDA	17.9	15.6	13.4	12.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032