

# 19年业绩保持稳健，数字化快速推进成亮点，大店&超市加速扩张

■事件：公司发布19年报：1) 19全年：实现营收193.93亿元/+1.33%，归母净利润8.59亿元/-4.98%；零售业务营收181.11亿元/+0.74%，地产业务营收5.87亿元/+6.48%；归母净利润8.59亿元/YOY-4.98%。剔除地产业务影响，19年主业营收YOY+1.18%，利润总额YOY-9.59%。2) 19Q4：19Q4实现营收53.18亿元/+0.26%，归母净利润2.07亿元/-10.39%，环比19Q3业绩同比-20.74%有所回暖，主要受益于内部管理效率提升，管理费用有所下降。3) 19年经营现金流：实现净额14.6亿元/YoY-33.52%，主要系上年同期收回单用途商业预付卡保函保证金所致。

■19全年新开大店11家，购物中心成为扩张核心力量符合消费趋势。1) 门店数据：截至19年末，公司整体实现GMV约300亿元，共经营购物中心24家、综合百货68家、独立超市17家、便利店171家。在19年间新开11家购物中心及8家独立超市等，并在2020年1月新开3家购物中心以及2家超市，继续保持快速扩张。2) 可比店数据：19年整体可比店收入17.22亿元/YoY-0.95%，增速环比19Q1-3的同比0.03%有所下降；利润总额同比+2.18%，增速环比19Q1-3同比5%有所下降，主要系四季度服装、皮鞋等大类销售仍旧承压所致。3) 分业态来看：购物中心营收1.11亿元/-1.04%，利润总额同比+50.74%（环比19Q1-3的+59.19%下降），占比持续提升；百货业态营收9.65亿元/-6.16%，利润总额同比-8.12%（环比19Q1-3的-5.18%下降）；超市业态营收6.31亿元/+7.95%，利润总额同比+12.43%（环比19Q1-3的+13.44%小幅下降）；便利店业态营收14977万元/+11.51%，利润总额同比+119.64%（环比19Q1-3的+94.73%上升）。4) 分模式来看：自营实现收入5.62亿元/+8.92%，毛利坪效+0.37%；联营营收9.75亿元/-7.82%，毛利坪效-1.31%；租赁营收1.7亿元/+12.33%，毛利坪效+12.78%，毛利额同比+17.85%。

■毛利率及期间费用率均小幅提高，加大数字化研发投入进一步加大。1) 19全年：毛利率28.56%/+1.31pct，期间费用率23.01%/+1.92pct，主要受销售费用增加影响。拆分来看，销售费用率20.74%/+1.79pct；管理费用率2.21%/-0.08pct，研发费用率0.13%/+0.13pct，主要系新设子公司灵智数科加大数字化技术研发投入，财务费用率-0.07%/+0.08pct，主要系定期存款利息减少所致；实现净利率4.44%/-0.29pct。2) 19Q4：毛利率28.58%/+1.28pct，期间费用率23.72%/+2.38pct，其中销售费用率21.13%/+2.52pct，管理费用率2.21%/-0.66pct，研发费率0.47%/0.47pct，财务费率-0.09%/+0.05pct，实现净利率3.90%/-0.46pct，或系四季度同店利润有所承压所致。

■数字化门店+网络化协同成19年发展亮点，到家业务基础扎实有望更好适应疫情期间及后续线上占比提升趋势。1) 公司至19年底数字化会员2355万，数字化会员销售占比达73.6%。超市实现90%近万个SKU的商品数字化，在19全年期间的线上商品及服务收入总GMV超31亿元；超市的“天虹到家”销售同增43%，到家销售占比提至10%；2) 公司一方面通过98家天虹超市的到家服务满足周边社区的外送需求，另一方面通过百货的线上化专柜强化网络化效应，在19年期间百货到家的跨区域销售占比达25%；3) 本次疫情期间在短期和中长期均给消费者带来了更多线上化购物的推动（包括生鲜+可选消费），将进一步加快百货和超市的线上购物的渗透。天虹作为百货行业中较早发力线上和到家业务，以及数字化转型的标的，且超市业态2019年收入占比达37%（公司年报），后续有望抓住更多消费线上化的红利！

投资评级 买入-A

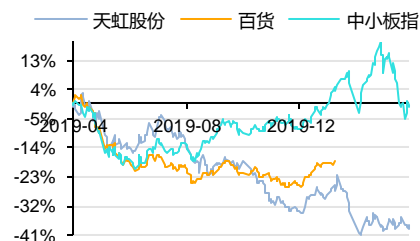
维持评级

6个月目标价：11.00元  
股价(2020-03-27) 9.08元

交易数据

总市值(百万元)	10,898.72
流通市值(百万元)	10,894.78
总股本(百万股)	1,200.30
流通股本(百万股)	1,199.87
12个月价格区间	8.65/15.47元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.79	-12.37	-32.29
绝对收益	0.0	-11.67	-29.69

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

相关报告

- 天虹股份：19年业绩有所承压，门店陆续复工3-4月数据有望改善/刘文正 2020-03-04
- 天虹股份：19Q3业绩受高基数承压，可比店收入增速环比改善/刘文正 2019-10-25
- 天虹股份：19Q2可比店收入增速环比改善，门店下沉+数字化助力成长/刘文正 2019-08-16
- 天虹股份：18年业绩符合预期，内生外延助力成长可期/刘文正 2019-03-19
- 天虹股份：拨云见日，柳暗花明/黄守宏 2019-01-04

■ **2020 年经营计划：大店扩张+超市输出+数字化推进，公司中长期发展战略稳步推进。**根据公司 2019 年报指引：1) 19 年期间公司再新签约 18 个购物中心及百货项目，未来新开店项目充足。我们预计 2020 年虽受疫情影响，但仍有望新开 10 家大店，2021 年预计继续新开店 8-10 家。2) 公司在 19 年期间新签约 17 个独立超市项目，超市业务扩张进一步加快，并持续向连锁化发展。3) 数字化+体验化+供应链优化，百货和超市的外延及内涵式发展有望进一步深度推进。

■ **核心逻辑：疫情系短期冲击不改中长期逻辑，大店扩张+数字化推进+超市加速发展+高管持股计划下发展可期。**1) 疫情系短期影响：今年 1-2 月份门店受疫情较直接影响，但期间公司积极发力到家业务来改善门店营收。考虑到疫情期间消费者的购物需求被抑制，后续或有望迎来消费反弹，叠加公司目前门店大部分均已恢复营业，预计 3-6 月同店销售数据有望持续改善；2) 外延持续扩张：天虹百货+购物中心 19 年末 82 家门店，未来有望享受二三线城市消费崛起下的购物中心需求红利，实现大店持续扩张且不排除更多管理输出的大店落地；3) 独立超市业务加速发展：公司 19 年期间超市增至 97 家，收入和利润占比增至 37%和 30%，且未来明确提出强化独立超市扩张，有望进一步加大公司发展空间；4) 公司治理优异：天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异。

■ **投资建议：买入-A 投资评级。**公司 2020 年 Q1-2 预计仍一定程度受疫情影响，但对 2021-22 年经营预计影响有限，未来受公司加码数字化转型+门店主题化+展店提速及次新店爬坡+加快独立超市发展下，预计公司 2020-22 年归母净利润 6.86 亿元/8.61 亿元/9.54 亿元，增速-20.2%/+32.3%/+10.7%，6 个月目标价为 11.00 元。

■ **风险提示：经济下行抑制可选消费、疫情对可选消费影响风险、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、数字化改革效果不及预期、次新店爬坡不及预期等。**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	19,138.0	19,392.5	17,162.4	19,307.7	19,983.5
净利润	904.4	859.3	685.9	861.1	953.6
每股收益(元)	0.75	0.72	0.57	0.72	0.79
每股净资产(元)	5.47	5.79	6.17	6.67	7.30

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	12.1	12.7	15.9	12.7	11.4
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
净利润率	4.7%	4.4%	4.0%	4.5%	4.8%
净资产收益率	13.8%	12.4%	9.3%	10.8%	10.9%
股息收益率	4.4%	0.0%	2.2%	2.3%	1.9%
ROIC	4345.2%	88.4%	-23.0%	57.4%	-33.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	19,138.0	19,392.5	17,162.4	19,307.7	19,983.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13,921.9	13,853.3	12,331.2	13,862.9	14,387.5	营业收入增长率	3.2%	1.3%	-11.5%	12.5%	3.5%
营业税费	155.3	151.5	149.3	168.0	173.9	营业利润增长率	26.0%	-6.3%	-18.4%	25.6%	9.2%
销售费用	3,626.9	4,022.2	3,518.3	3,861.5	3,936.7	净利润增长率	25.9%	-5.0%	-20.2%	25.5%	10.7%
管理费用	439.0	428.1	386.2	424.8	439.6	EBITDA 增长率	22.8%	0.0%	-17.3%	20.4%	6.9%
财务费用	-28.7	-14.5	-49.7	-61.7	-83.7	EBIT 增长率	22.9%	-2.4%	-21.9%	25.7%	7.6%
资产减值损失	3.7	-0.2	2.5	2.0	1.4	NOPLAT 增长率	24.7%	-4.6%	-23.4%	25.7%	7.6%
加:公允价值变动收益	-	130.5	-16.6	-	5.5	投资资本增长率	4590.1%	-395.0%	-150.3%	-283.7%	-111.8%
投资和汇兑收益	110.4	6.6	80.8	65.9	85.0	净资产增长率	9.0%	5.8%	6.5%	8.3%	9.4%
<b>营业利润</b>	1,162.9	1,089.7	888.8	1,116.1	1,218.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	5.9	15.5	11.4	14.0	33.0	毛利率	27.3%	28.6%	28.2%	28.2%	28.0%
<b>利润总额</b>	1,168.8	1,105.2	900.2	1,130.1	1,251.5	营业利润率	6.1%	5.6%	5.2%	5.8%	6.1%
减:所得税	264.2	244.4	211.6	265.6	294.1	净利润率	4.7%	4.4%	4.0%	4.5%	4.8%
<b>净利润</b>	904.4	859.3	685.9	861.1	953.6	EBITDA/营业收入	6.9%	6.8%	6.4%	6.8%	7.1%
						EBIT/营业收入	5.8%	5.5%	4.9%	5.5%	5.7%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	78	82	90	78	75
						流动营业资本周转天数	-93	-116	-126	-112	-119
						流动资产周转天数	167	174	189	199	210
						应收账款周转天数	7	8	7	8	8
						存货周转天数	23	18	22	21	20
						总资产周转天数	298	305	336	327	331
						投资资本周转天数	9	-17	-15	-11	-20
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	13.8%	12.4%	9.3%	10.8%	10.9%
						ROA	5.6%	5.2%	4.5%	4.4%	5.6%
						ROIC	4345.2%	88.4%	-23.0%	57.4%	-33.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	19.0%	20.7%	20.5%	20.0%	19.7%
						管理费用率	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
						财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
						三费/营业收入	21.1%	22.9%	22.5%	21.9%	21.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.6%	58.2%	51.9%	59.2%	48.5%
						负债权益比	147.4%	139.1%	108.0%	145.2%	94.1%
						流动比率	0.95	1.01	1.09	1.12	1.29
						速动比率	0.84	0.92	0.93	1.03	1.13
						利息保障倍数	-38.43	-74.11	-16.87	-17.08	-13.55
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.40	-	0.20	0.21	0.17
						分红比率	53.1%	0.0%	34.4%	29.2%	21.2%
						股息收益率	4.4%	0.0%	2.2%	2.3%	1.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	904.6	860.8	685.9	861.1	953.6	EPS(元)	0.75	0.72	0.57	0.72	0.79
加:折旧和摊销	435.6	477.8	258.5	267.5	279.0	BVPS(元)	5.47	5.79	6.17	6.67	7.30
资产减值准备	3.7	0.2	-	-	-	PE(X)	12.1	12.7	15.9	12.7	11.4
公允价值变动损失	-	-130.5	-16.6	-	5.5	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
财务费用	-	-	-49.7	-61.7	-83.7	P/FCF	-473.6	2.4	-3.5	2.5	-5.6
投资损失	-110.4	-6.6	-80.8	-65.9	-85.0	P/S	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
少数股东损益	0.3	1.5	2.8	3.5	3.8	EV/EBITDA	5.7	2.2	4.5	0.2	1.7
营运资金的变动	-554.6	3,752.9	-3,842.5	4,301.4	-2,522.8	CAGR(%)	-1.5%	3.6%	-1.4%	-1.5%	3.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,194.6	1,459.0	-3,042.5	5,305.8	-1,449.6	PEG	-8.0	3.5	-11.5	-8.4	3.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,897.7	-574.0	-201.6	-298.9	-277.7	ROIC/WACC	371.0	7.5	-2.0	4.9	-2.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	-369.4	-479.4	239.8	-616.1	-118.3	REP	0.0	-0.1	-1.8	-0.0	-2.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034