

## 一八年业绩增长符合预期，继续推荐

核心观点：

### 1. 事件摘要

2018年公司实现营业收入191.38亿元，同比增长3.25%；实现归属于上市公司股东的净利润9.04亿元，同比增长25.92%；实现归属扣非净利润7.92亿元，较上年同期增长24.76%。经营现金流量净额21.95亿元，较上年同期增加95.37%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 门店盈利能力提升，推动公司净利持续增长

2018年公司实现营业收入191.38亿元，较上年增长约6.03亿元。零售板块实现179.78亿元营收，贡献近6.57亿的营收增量，其中可比的百货、超市、购物中心同店合计贡献了约1.42亿元的营收增量，剩余5.15亿营收增量来自于新增门店以及独立超市、便利店的经营；地产板块创收5.52亿元，较去年同期减少1.90亿元；其他业务提供营收增量约1.35亿元（新增门店中加盟店比例上升）。2018年公司归母扣非净利增长1.57亿元，较上年同期增长24.76%。公司持续进行门店业态调整、增加体验业态面积，可比店利润总额同比增长17.07%，较去年增速轻微下浮0.30个百分点，增速维持在较高水平。

分地区来看，华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都零售营收分别增长1.97%/3.22%/-0.71%/1.44%/0.63%/0.03亿元，同比增长1.74%/11.54%/-4.65%/13.78%/12.98%/1.85%；其中公司大本营华南区贡献营收115.17亿元，占比主营零售业务收入的64.06%，占比保持相对稳定。

分业态来看，百货/超市/购物中心/便利店可比店营收分别增长0.03%/4.02%/5.55%/-2.72%，利润总额同比上升20.22%/2.70%/64.41%/114.62%。其中传统业态百货和超市占比可比店营收比例分别为61.47%/33.59%，仍为公司主要创收端。从产品品类角度来看，服装/食品/化妆精品/皮鞋皮具/日用品/家居童用/餐饮娱乐/电器产品分别实现营业收入64.28/50.80/15.82/14.78/13.76/13.06/6.37/0.91亿元，相比去年同期分别增长2.50%/8.99%/-2.18%/-6.39%/6.59%/5.58%/25.70%/-42.41%。其中传统品类服装和食品类产品分别贡献了33.59%和26.55%的营业收入，合计占比60.14%，营收占比相对稳定；食品类/餐饮娱乐类/日用品类/家居童用类营收占比出现提升，2018年分别上升1.40%/0.60%

## 天虹股份 (002419.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

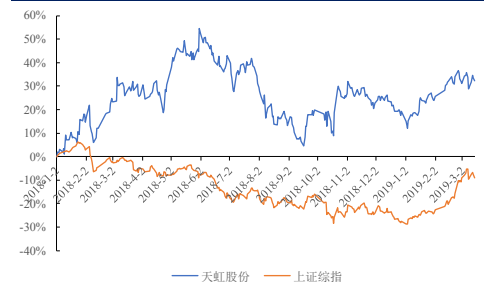
特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan\_yi@chinastock.com.cn

### 行业数据时间 2019.03.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

天虹股份(002419.SH)2018 三季度报点评\_三季度业绩超预期，维持“推荐评级” 2018.10.19

天虹股份(002419.SH)2018 半年报点评\_上半年经营符合预期，下半年看好存量业绩提升和门店拓展加速 2018.08.17

天虹股份(002419.SZ)2017 年报跟踪点评\_场景业态升级下的经营质量优势显现，一八年看规模总量效应 2018.03.15

/0.23 /0.15 个百分点至 26.55% / 3.33% / 7.19% / 6.82%。

## (二) 综合毛利率上升 1.49pct，期间费用率增长 0.66pct

公司 2018 年综合毛利率为 27.25%，较去年同期提升 1.49 个百分点；其中主营零售板块毛利率为 26.52%，相较去年同期上浮 1.27 个百分点。分品类来看，服装/食品/化妆精品/皮鞋皮具/日用品/家居童用类/餐饮娱乐类/电器类毛利率分别为 24.80% / 23.25% / 26.98% / 25.87% / 22.79% / 27.55% / 79.14% / 11.33%，同比变化 1.14% / -0.51% / 0.04% / 2.48% / 1.03% / 1.52% / 4.21% / 4.87%，营收占比较大的服装类产品的毛利率的上升有力地推动了公司整体毛利率的增长。分地区来看，华南区 / 华中区 / 东南区 / 华东区 / 北京 / 成都毛利率分别为 27.37% / 25.04% / 23.43% / 25.93% / 26.63% / 25.74%，华南区和北京地区毛利率高于公司零售板块整体毛利率水平，其他地区门店经营效率仍存在提升改善空间。

公司期间综合费用率为 21.10%，相比上年同期增长 0.67 个百分点，销售 / 管理 / 财务费用率分别为 18.95% / 2.29% / -0.15%，相比去年同期变动 0.53% / 0.22% / -0.10%。销售费用率和管理费用率的增长主要源于新开门店带来的员工薪酬、物业及租赁费、水电费的增长，销售费用下职工薪酬 / 物业及租赁费 / 水电费同比增长 4.10% / 4.57% / 8.21%，管理费用下职工薪酬/物业及租赁费/水电费同比上升 13.97% / 55.66% / 33.42%。本期利息收入 / 汇兑损失 / 手续费及其他分别变动 17.98% / -42.75% / -7.55%，造成 2018 年财务费用比率下降。

## (三) 门店网络持续扩张，业态转型升级提高门店效益

报告期内，公司进一步拓展门店网络，新开 16 家门店，其中购物中心开设直营 4 家，管理输出 1 家，百货开设直营 1 家；独立超市开设直营 6 家，加盟 2 家。公司持续通过业态升级提升实体店体验，不断优化商品和强化生活美学服务，百货门店进一步实行街区化，购物中心打造特色生活中心，实现可比店销售额与利润双增长。亏损店减亏扭亏明显，新店开店效果不断提升。

## (四) 继续推进全渠道数字化，着力打造优质供应链

持续优化超市“天虹到家”，百货增加数字化专柜数量，打造“超级导购”等数字化服务，面向天虹员工及供应商开发上线数字化经营管理工具 APP，有效提高运营效率。4 月与腾讯签订智能、AI、大数据战略合作协议，11 月与微信支付联合打造了首家天虹&微信支付智慧零售门店。会员体系进一步拓展，截至报告期末，天虹整体会员人数达 1800 万，其中数字化会员人数达 1,644 万。进一步深耕国内外直采、自有品牌、服务性商品等战略核心商品。大力推进供应链全国整合（截至报告期末，签订全国供应商协议 42 家）与分级管理、物流规划设计与外部整合。

## 3. 投资建议

我们认为公司在百货、购物中心、超市和便利店多种业态中引领新零售趋势，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。公司报告期内可比店业绩向好，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，报告期内共签约 30 个新项目；在内部运营方面，公司上半年完成员工持股计划，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 215.67 / 225.81 / 237.05 亿元，净利润 10.74 / 12.09 / 13.21 亿，对应 PS 为 0.69 / 0.66 / 0.63 倍，对应 PE 为 14 / 12 / 11 倍，维持“推荐评级”。

## 4. 风险提示

宏观消费环境疲软，行业竞争加剧，创新业务培育期较长等。

## 附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	18536.28	19137.95	21567.40	22580.75	23705.41
增长率(%)	7.31%	3.25%	12.69%	4.70%	4.98%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	718.19	904.38	1074.03	1208.78	1320.58
增长率(%)	37.03%	25.92%	18.76%	12.55%	9.25%
EPS(元/股)	0.60	0.75	0.90	1.01	1.10
销售毛利率	25.76%	27.25%	27.77%	28.57%	29.09%
净资产收益率(ROE)	11.92%	15.01%	17.83%	20.06%	21.92%
市盈率(P/E)	19	16	14	12	11
市净率(P/B)	2.21	2.26	2.04	1.84	1.66
市销率(P/S)	0.72	0.78	0.69	0.66	0.63

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年3月14日收盘价）

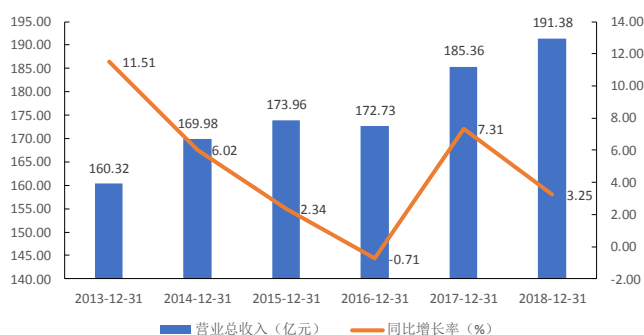
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	王府井	银座股份	翠微股份	合肥百货	鄂武商 A			
PE	11.80	183.97	23.45	32.94	7.52	51.94	23.45	
PB	1.15	0.95	1.10	1.07	1.06	1.06	1.07	
PS	0.46	0.67	0.38	0.47	0.22	0.44	0.46	
	境外可比公司					均值	中位数	
	罗斯百货	TJX公司	柯尔百货	梅西百货	伯灵顿百货			
PE	21.17	21.15	14.14	6.67	22.88	17.08	20.83	
PB	10.16	12.81	2.05	1.15	29.41	11.06	10.00	
PS	2.24	1.66	0.56	0.29	1.42	1.22	1.42	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

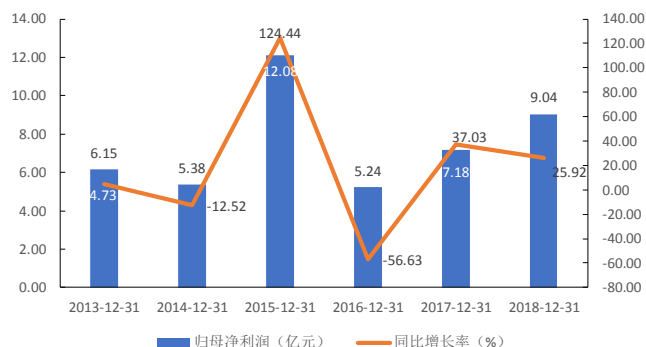
## 2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2013-2018 营业收入(亿元)及同比(%)



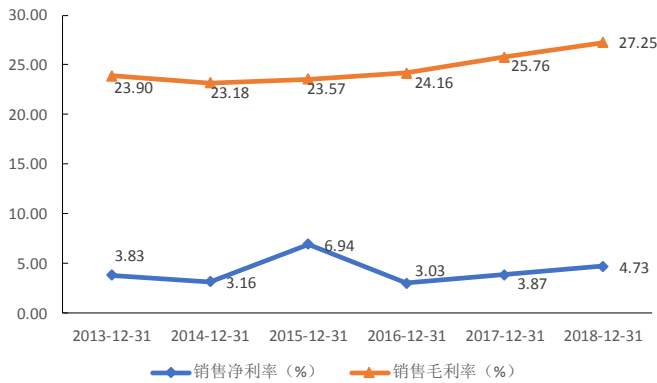
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2013-2018 归母净利润(亿元)及同比(%)



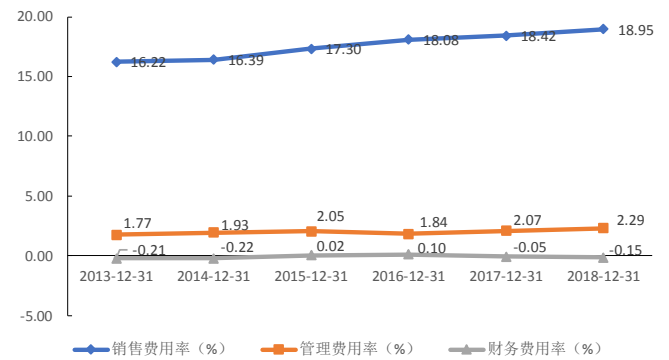
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2013-2018 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



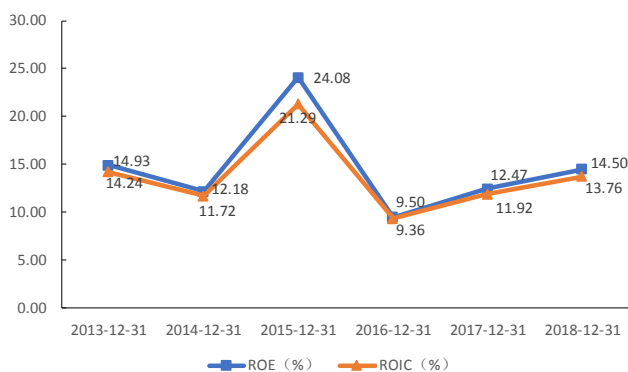
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2013-2018 期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2013-2018 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 天虹股份 2018 年门店分布情况

地区	综合百货		独立超市		购物中心		便利店	
	数量(家)	面积(m <sup>2</sup> )	数量(家)	面积(m <sup>2</sup> )	数量(家)	面积(m <sup>2</sup> )	数量(家)	面积(m <sup>2</sup> )
华南区	36	856,767.23	46	208,446.03	3	199,666.82	131	11,199.67
华中区	19	495,653.81	23	116,025.81	5	343,336.43	-	-
东南区	5	124,214.51	6	23,620.89	2	119,160.07	28	3,464.90
华东区	4	139,253.79	3	12,823.65	3	224,544.76	-	-
北京	3	71,443.09	2	13,356.43	-	-	-	-
成都	1	34,864.97	1	4,980.00	-	-	-	-
合计	68	1,722,197.41	81	379,252.80	13	886,708.08	159	14,664.57

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 报告期内新增门店情况(除便利店)

名称	门店	业态	地区	地址	开业日期	面积(m <sup>2</sup> )	经营模式	物业权属
长沙宁乡天虹	综合百货店	百货/超市	华中区	湖南省长沙市	2018年2月3日	31,293	直营	租赁物业
上饶余干天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省上饶市余干县	2018年2月4日	55,411	直营	租赁物业
九江天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省九江市	2018年6月16日	100,000	加盟	
宜春天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省宜春市	2018年7月27日	90,154	直营	租赁物业

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

浏阳天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	湖南省长沙市浏阳市	2018年9月19日	50,588	直营	租赁物业
佛山ipark购物中心	购物中心店	购物中心	华南区	广东省佛山市	2018年9月29日	35,000	管理输出	
赣州定南天虹	综合百货店	百货/超市	华中区	江西省赣州市定南县	2018年11月26日	22,300	加盟	
厦门五缘湾天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	东南区	福建省厦门市	2018年12月22日	71,844	直营	租赁物业
sp@ce 阳江店	独立超市	超市	华南区	广东省阳江市	2018年5月1日	5,200	直营	租赁物业
sp@ce 佛山ipark店	独立超市	超市	华南区	广东省佛山市	2018年9月29日	3,372	直营	租赁物业
sp@ce 厦门百脑汇店	独立超市	超市	东南区	福建省厦门市	2018年10月18日	1,750	直营	租赁物业
sp@ce 佛山南海广场店	独立超市	超市	华南区	广东省佛山市	2018年12月8日	3,091	直营	租赁物业
sp@ce 深圳坂田彩生活店	独立超市	超市	华南区	广东省深圳市	2018年12月21日	3,953	直营	租赁物业
sp@ce 东莞万江店	独立超市	超市	华南区	广东省东莞市	2018年12月21日	4,424	直营	租赁物业
sp@ce 惠州龙溪万润城店	独立超市	超市	华南区	广东省惠州市博罗县	2018年12月30日	3,640	加盟	
sp@ce 惠阳新圩镇诚杰壹天地店	独立超市	超市	华南区	广东省惠州市	2018年12月30日	3,000	加盟	
长沙宁乡天虹	综合百货店	百货/超市	华中区	湖南省长沙市	2018年2月3日	31,293	直营	租赁物业
上饶余干天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	江西省上饶市余干县	2018年2月4日	55,411	直营	租赁物业

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：报告期内便利店新增门店情况

业态	地区	直营便利店	加盟便利店	合计
便利店	华南区	15	19	34
	东南区	4	10	14
	合计	19	29	48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 6：天虹股份营业收入和成本构成

	2018-12-31		2017-12-31	
	金额（单位：亿元）	占营业收入比重	金额（单位：亿元）	占营业收入比重
主营业务收入：零售				
服装类	64.28	33.59%	62.71	33.84%
食品类	50.80	26.55%	46.62	25.15%
化妆精品类	15.82	8.27%	16.18	8.73%
皮鞋皮具类	14.78	7.72%	15.79	8.52%
日用品类	13.76	7.19%	12.91	6.96%
家居童用类	13.06	6.82%	12.37	6.67%

餐饮娱乐类	6.37	3.33%	5.07	2.73%
电器类	0.91	0.47%	1.58	0.85%
主营业务收入：地产	5.52	2.88%	7.42	4.00%
其他业务收入	6.08	3.18%	4.73	2.55%
<b>合计</b>	<b>191.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>185.35</b>	<b>100.00%</b>
主营业务成本：零售				
服装类	48.34	34.71%	47.87	34.79%
食品类	38.99	28.01%	35.54	25.82%
化妆精品类	11.73	8.43%	12.39	9.00%
皮鞋皮具类	11.41	8.20%	12.35	8.98%
日用品类	10.05	7.22%	9.43	6.85%
家居童用	9.46	6.79%	9.15	6.65%
餐饮娱乐类	1.33	0.95%	1.27	0.93%
电器类	0.81	0.58%	1.48	1.07%
主营业务成本：地产	3.69	2.65%	5.05	3.67%
其他业务成本	3.42	2.46%	3.08	2.24%
<b>合计</b>	<b>139.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>137.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：天虹股份主营项目毛利率

	2018-12-31	2017-12-31
服装类	24.80%	23.66%
食品类	23.25%	23.76%
日用品类	26.98%	26.94%
化妆精品类	25.87%	23.39%
皮鞋皮具类	22.79%	21.76%
家居童用类	27.55%	26.03%
餐饮娱乐类	79.14%	74.93%
电器类	11.33%	6.46%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 8：天虹股份 2018 年重大事项进展

事件类型	内容
完成市场化股票增持计划	公司第四届董事会第二十二次会议和 2018 年第一次临时股东大会审议通过了《公司市场化股票增持计划（草案）及其摘要的议案》等事项，同意公司实施市场化股票增持计划。截至 2018 年 6 月 25 日，本计划已通过二级市场累计购买公司股票 9,865,928 股、占公司总股本的 0.8220%，交易金额 1.18 亿元（117,973,455.89）元，交易均价 11.96 元。至此，公司已完成本计划的股票购买，本计划购买的股票将按照公司《市场化股票增持计划管理办法》予以锁定，锁定期为自本公告发布之日起 12 个月。但截至 2017 年 12 月 31 日入职不满 2 年的持有人，其持有股票份额锁定期为 24 个月。
与深圳市腾讯计算机系统有限公司签订战略合作谅解备忘录	2018 年 4 月 25 日，公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司（以下简称“腾讯”）签订了《天虹-腾讯战略合作谅解备忘录》，双方联合成立“智能零售实验室”，研发支持零售业务数字化、智能化发展的系统产品模组，就零售数字化，智能化等领域达成战略合作。

与微信支付联合打造了首家天虹&微信支付智慧零售门店。11月9日，天虹旗下君尚 3019sp@ce 超市正式升级为天虹微信支付智慧零售店，成为微信支付与天虹联手打造的首家智慧零售标杆店。该门店体现了天虹和腾讯合作的智能实验室最新成果，向顾客推出“到家”、扫码购、人脸支付等服务，数字化比率 / 门店自助化率分别高达 85% / 50%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 4.公司前十大股东情况跟踪

表 9：天虹股份前十大股东情况（更新自 2018 年年报）

排名	股东名称	持股数量 (万股)	报告期内持股数量变动 (万股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	中国航空技术深圳有限公司	52088.55	17362.85	43.40	0.00	国有法人
2	五龙贸易有限公司	28985.53	8556.04	24.15	-1.38	境外法人
3	香港中央结算有限公司	4247.26	4218.93	3.54	3.50	境外法人
4	深圳市奥轩投资有限公司	2551.74	2551.74	2.13	0.00	境内非国有法人
5	全国社保基金五零三组合	1970.00	1970.00	1.64	新进	其他
6	中央汇金资产管理有限责任公司	1846.64	615.55	1.54	0.15	国有法人
7	中国银行—华夏大盘精选证券投资基金	1180.00	1150.00	0.98	0.24	其他
8	中国工商银行股份有限公司—泓德泓富灵活配置混合型证券投资基金	1142.74	1142.74	0.95	新进	其他
9	天虹商场股份有限公司—第 1 期员工持股计划	986.59	986.59	0.82	新进	其他
10	中国光大银行股份有限公司—泓德优选成长混合型证券投资基金	935.38	935.38	0.78	新进	其他
<b>合计</b>		<b>95934.44</b>		<b>79.93</b>		

注：公司以 2017 年末总股本 800,200,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，该方案已于 2018 年 4 月 19 日实施。实施后，公司总股本相应变为 1,200,300,000 股。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

**李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

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

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

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

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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