

证券研究报告/公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 内外兼修, 行业调整期凸显龙头优势

### 报告摘要:

**全国领先的实体零售企业。**天虹股份成立于1984年, 总部位于深圳, 公司目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台天虹APP的线上线下融合的多业态发展格局。公司股权结构合理, 激励充分, 央企背景赋予了公司较强的融资能力, 外资参股使公司管理决策更加灵活和市场化。2019年以来, 公司营收及净利润增速均呈现触底回升趋势。

**体验式、数字化、供应链三大战略变革打造公司核心竞争力。**(1) 体验式变革深化门店服务价值和差异化特色: 购物中心打造畅享欢乐时光的生活中心, 聚焦欢乐时光与家庭生活; 百货从消费者生活方式出发进行主题编辑化调整。(2) 供应链变革提升公司平台价值及商品把控能力: 百货深度联营与适度自营提升了公司平台价值; 超市持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品。(3) 数字化变革助力经营效率提升: 前端数字化助力客户服务及营销数字化管理, 实现智慧门店转型升级; 中后台数字化大幅提高了后台部门管理效率。

**多业态、多模式协同发展, 深度推进渠道下沉。**公司定位城市中产阶级家庭, 百货、购物中心、超市多业态灵活配置, 选址灵活。同时公司积极响应低线城市消费升级趋势, 深度布局全国一至四线城市, 不断推动门店下沉。此外, 由于公司百货及购物中心项目管理模式日趋成熟, 品牌效应明显, 公司开始大力发展加盟及管理输出等轻资产扩张模式, 不断增厚公司利润。

**投资建议:** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为10.37、12.01、14.27亿元, EPS分别为0.86、1.00、1.19元, 对应当前股价PE分别为13、11、9倍。考虑公司多业态协同经营能力, 门店下沉趋势明显, 购物中心及独立超市发展迅速, 次新店成熟带来营收及利润上涨可期。给予公司16-18倍估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济持续下行影响消费增速; 门店扩张风险。

### 股票数据 2019/10/16

6个月目标价(元)	14.62
收盘价(元)	11.04
12个月股价区间(元)	9.91~16.05
总市值(百万元)	13,443
总股本(百万股)	1,200
A股(百万股)	1,200
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-17%	8%
相对收益	-7%	-20%	-18%

### 相关报告

《家家悦(603708.SH): 展店提速, 业绩加速增长》-20190422

《永辉超市(601933.SH): 聚焦商超主业, 盈利能力将显著提高》-20190428

《红旗连锁(002697)2019年一季度点评: 营收增速触底回升, 新网银行贡献大额收益》-20190415

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,535	19,138	20,025	21,663	24,206
(+/-)%	7.31%	3.25%	4.64%	8.18%	11.74%
归属母公司净利润	718	904	1,037	1,201	1,427
(+/-)%	37.03%	25.92%	14.66%	15.84%	18.75%
每股收益(元)	0.60	0.75	0.86	1.00	1.19
市盈率	25.50	14.56	12.96	11.19	9.42
市净率	3.04	2.00	1.89	1.73	1.57
净资产收益率(%)	11.92%	13.77%	14.60%	15.49%	16.62%
股息收益率(%)	4.02%	3.57%	3.72%	4.09%	4.46%
总股本(百万股)	800	1,200	1,200	1,200	1,200

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
(021)20361142 lihui@nesc.cn

### 研究助理: 刘青松

执业证书编号: S0550119010017  
(010)58034568 liuqs@nesc.cn

## 目录

<b>1. 天虹股份：全国领先百货连锁企业.....</b>	<b>3</b>
1.1. 立足珠三角，辐射全国，打造多业态零售巨头.....	3
1.1.1. 深耕行业 30 余年，全国百货领先企业.....	3
1.1.2. 因地制宜，多业态协同发展.....	4
1.2. 央企控股，外资参股，机制灵活，激励充分.....	5
1.3. 营业收入触底回升，毛利率显著提高，盈利能力稳步提升.....	6
<b>2. 体验式、数字化、供应链三大战略变革打造公司核心竞争力.....</b>	<b>9</b>
2.1. 体验式变革深化门店服务价值和差异化特色.....	9
2.1.1. 购物中心：打造畅享欢乐时光的生活中心，聚焦欢乐时光与家庭生活.....	9
2.1.2. 百货：从消费者生活方式出发进行主题编辑化调整.....	11
2.2. 供应链变革提升公司平台价值及商品把控能力.....	13
2.2.1. 百货：深度联营与适度自营提升公司平台价值.....	13
2.2.2. 超市：持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品.....	13
2.3. 数字化变革助力经营效率提升.....	14
<b>3. 多业态、多模式协同发展，深度推进渠道下沉.....</b>	<b>16</b>
3.1. 精准定位，展店有所提速，门店培育越来越快.....	16
3.2. 跨区拓展，深度布局一至四线城市.....	18
3.3. 多业态，多模式稳步推进.....	20
3.3.1. 购物中心、百货、独立超市、便利店等多业态协同发展.....	20
3.3.2. 加盟、管理输出等轻资产模式不断推进.....	21
<b>4. 业绩预测及投资建议.....</b>	<b>22</b>
4.1. 业绩预测.....	22
4.2. 投资建议.....	23
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 1. 天虹股份：全国领先百货连锁企业

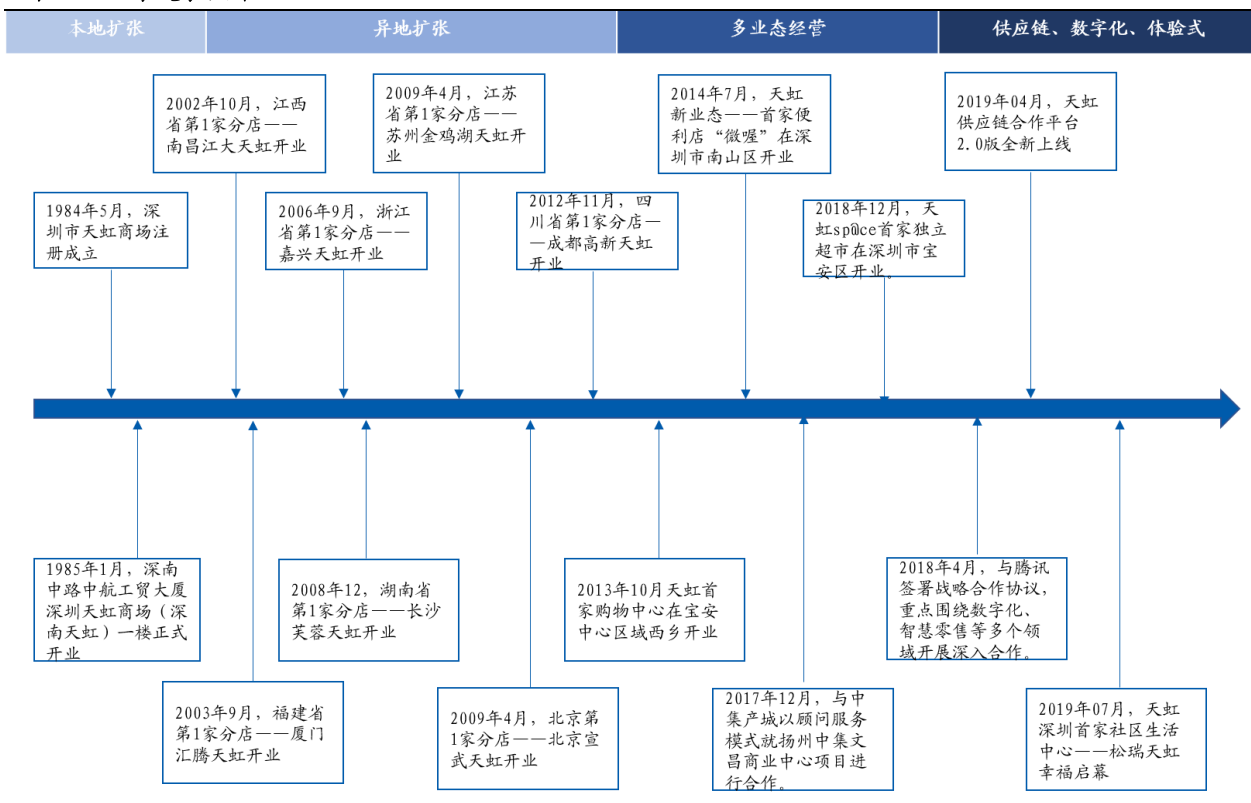
### 1.1. 立足珠三角，辐射全国，打造多业态零售巨头

#### 1.1.1. 深耕行业 30 余年，全国百货领先企业

天虹商场股份有限公司成立于 1984 年，总部位于深圳。公司以百货店、大型购物中心、超市、便利店为主要实体零售业态，打造以“亲和、信赖、享受生活”为核心价值的品牌，旗下拥有天虹、君尚、sp@ce、微喔四大零售品牌。截至 2019 年 8 月，公司在北京、广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江、四川等 8 省 26 市开设了购物中心 16 家、综合百货 69 家、超市 83 家、便利店 153 家。2019 年中国连锁经营协会发布的“2018 年中国连锁百强”榜单中，天虹排名第 22 位。

回顾公司发展历程，可将其分为以下几个阶段：

图 1：公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

**本地扩张（1984年-2001年）：**1984年5月，深圳市天虹商场注册成立；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。经过十多年发展，天虹商场成长为深圳地区最大的百货连锁企业。

**异地扩张（2002年-2012年）：**2002年10月，天虹首家异地商场——南昌江大天虹开业，标志着公司正式迈开了异地连锁经营的步伐。此后公司先后进入福建、浙江、湖南、江苏、北京、四川等地，成长为一家全国连锁的百货企业。

**多业态经营（2013年-2018年）：**2014年7月，天虹首家便利店“微喔”在深圳市南山区开业。2015年7月，天虹首家跨境电商体验店在宝安天虹购物中心开业。2017年8月，深圳首家无人便利店——“WellGO”在深圳湾天虹总部大厦一楼开业。2017年12月，公司与深圳市中集产城发展集团签约，以“顾问服务”模式就扬州中集

文昌商业中心项目进行合作。2018年12月，天虹 sp@ce 首家独立超市在深圳市宝安区开业。这是天虹超市首次在天虹自有百货和购物中心以外的商业物业开店。自此，公司开启了百货店、大型购物中心、超市、便利店多业态经营的步伐。

**深入推进三大发展战略（2018年至今）：**2018年4月，公司与腾讯在深圳签署了战略合作协议，双方拟充分发挥在各自产业的优势，重点围绕数字化、智慧零售等领域开展深入合作。2018年5月，天虹超市推出供应链合作平台，这是基于天虹供应链整体升级推出的供应商引进新入口，开启了天虹超市的“智慧供应链”体系建设。2019年04月，天虹供应链合作平台 2.0 版上线，助力天虹超市无缝对接全球优质供应商，提高天虹超市的采购、运营效率。2019年07月，公司深圳首家社区生活中心——松瑞天虹幸福启幕，标志着公司体验式战略更进一步。

### 1.1.2. 因地制宜，多业态协同发展

公司目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台天虹 APP 的线上线下融合的多业态发展格局，现有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”、“微喔”四大品牌。公司有平台与垂直两类业务，平台型业务主要是百货、购物中心等业态，以联营、租赁等合作模式为主；垂直型业务主要为超市、便利店等业态，超市主要是自营模式，便利店主要为加盟模式。

图 2: 公司多业态布局



数据来源：东北证券，公司公告

**天虹百货：**面积约 1-6 万平方米，为家庭消费者提供时尚优质的生活，拥有中心百货、社区百货等形态。

**天虹购物中心：**面积约 6 万平方米以上，定位为畅享欢乐时光的生活中心，内容囊括吃喝玩乐、生活零售、儿童成长、便利生活四个方面，并通过打造特色主题街区提高项目的体验性和吸引力。

**天虹超市：**面积在 2000-10000 平方米，定位中高端、数字化、体验式的生活超市。满足中产阶级家庭顾客生活所需，通过提供品质、健康、高性价比的商品以及现场特色服务与体验，为消费者提供品质健康生活解决方案。

**天虹便利店：**致力于打造便利、品质、健康、温暖的新型便利店，是中青年消费者、都市白领一日三餐的提供者，推出两种产品：微喔便利店（20-200 平方米）、微喔

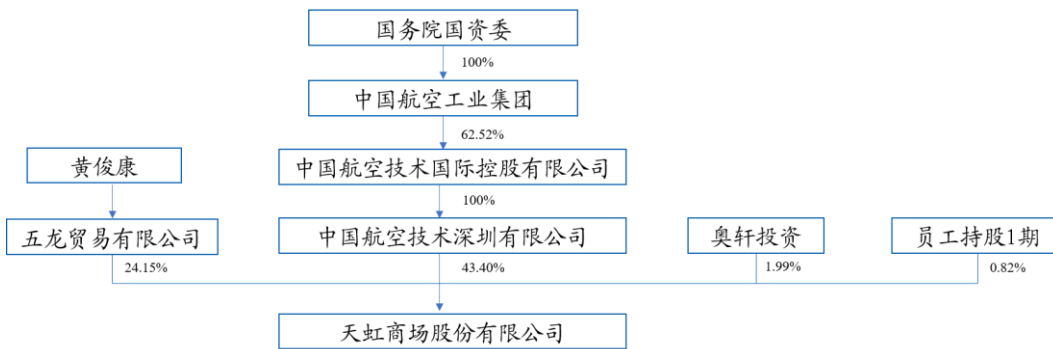
生活店（300-500 平方米）。

**天虹 APP:** 是公司为用户量身打造融合线上和线下、购物和服务于一身的创新型零售 App。该应用集行业前沿的技术手段和高品质的服务为一体，为用户形成全新的购物体验。天虹 APP 作为天虹业务数字化的统领，是天虹的会员中心、商品中心、营销中心、大数据中心和流量共享中心。

### 1.2. 央企控股，外资参股，机制灵活，激励充分

天虹股份是百货行业上市公司中唯一央企背景企业。公司的控股股东为中国航空工业集团下属的中国航空技术深圳有限公司，持有公司 43.40% 的股份，其实际控制人为国务院国资委。公司第二大股东五龙贸易有限公司持有公司 24.15% 的股份，为港资背景企业。央企背景使得公司具有较强的融资能力，外资参股使公司管理决策更加灵活和市场化。

图 3: 公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告，截止 2019 年半年报

公司运用股权激励和门店超额利润分享计划建立了一套覆盖高级管理层、中级业务骨干、基层门店员工的三级激励机制，实现公司和员工利益深度绑定，最大限度激发管理团队积极性。

**高管持股:** 公司在上市之前就实现了高管的间接持股，2002 年由核心管理层共同出资组建了奥尔投资、奥轩投资、奥昂投资等公司，对天虹商场进行增资，实现核心管理层对公司的间接持股。2007 年，公司核心管理层 115 名员工共同间接持有公司 3182 万股，占公司发行前总股本的 9.091%。公司上市以后，高管持股比例随着股本变动而发生相应变动。截止 2018 年年报，公司核心管理层共持有 0.8% 的公司股份。

表 1: 公司高管持股情况

姓名	职务	年龄	持股数（股）	占股本比例（%）
高书林	董事长	46	1,902,692	0.16
张旭华	总经理	41	92,550	0.01
宋璐明	副总经理、总会计师	51	1,841,042	0.15
侯毅	副总经理	54	1,285,314	0.11
吴健琼	副总经理	51	1,107,000	0.09
孙金成	副总经理	54	1,827,842	0.15
郑蔓	副总经理	47	466,739	0.04

姜勇	副总经理	53	357,937	0.03
万颖	董秘	42	709,680	0.06
合计			9,590,796	0.80

数据来源：东北证券，公司公告

**中级业务骨干持股：**2017 年公司董事会审议通过《市场化股票增持计划》，覆盖范围除公司部分董监高之外，还广泛覆盖满足相应条件的公司及公司全资、控股子公司主要管理人员及业务骨干（9 级及以上职级员工），参与对象拟认购增持计划的资金总额不超过人民币 11844 万元，2018 年 6 月公司市场化股票增持计划涵盖的 242 名中高层管理人员完成股票购买。2019 年 1 月公司推出第二期市场化股票增持计划以实现公司、股东和员工利益的一致性，拟认购增持计划的资金总额不超过人民币 9309 万元。

**表 2：第 1 期市场化股票增持情况**

姓名	职务	认购金额（万元）	占总金额比例（%）
高书林	董事长	92	0.78
张旭华	总经理	84	0.71
宋璐明	副总经理、总会计师	78	0.66
侯毅	副总经理	78	0.66
吴健琼	副总经理	78	0.66
孙金成	副总经理	78	0.66
郑蔓	副总经理	78	0.66
姜勇	副总经理	78	0.66
万颖	董秘	66	0.56
陈瑀	职工监事	56	0.47
其他员工（不超过 232 人）		11078	93.53
合计		11844	100

数据来源：东北证券，公司公告

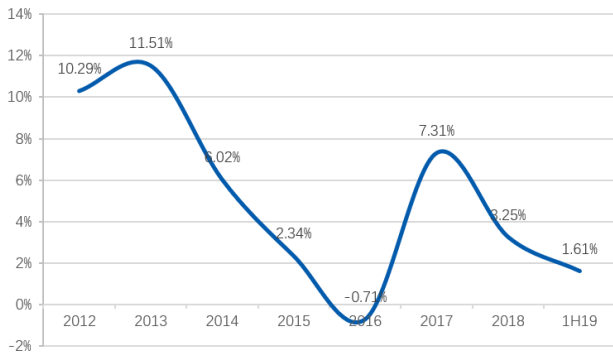
**基层门店员工：**通过超额利润分享机制参与公司利润分享，优化公司薪酬制度激发员工主观能动性。2015 年公司推出超额利润分享机制，设定门店利润目标值，盈利门店的员工可参与分享超额利润；另设利润挑战值，超过挑战值利润分享比例更高。截至 2017 年末，公司超过 90% 的门店已参与超额利润分享。结合战略发展诉求，公司持续优化薪酬福利政策和约束激励机制，不断提高薪酬竞争力，有利于保留绩优和高潜员工，为公司持续创造更大的价值。公司根据各职位的相对价值确定对应的薪资标准，优化超额利润分享机制与奖金二次分配，强化为业绩付薪，共创共享。

### 1.3. 营业收入触底回升，毛利率显著提高，盈利能力稳步提升

**营收增速触底回升。**受宏观经济增速下行影响，可选消费受到较大冲击，公司近年来营收增速呈下降趋势，2013-2016 年公司营收增速逐渐下滑，2016 年首次出现负增长。公司 2016 年新开 5 家百货门店，2017 年新开 3 家购物中心，受新开门店营收贡献影响，公司 2017 年营收出现回升。但是 2018 年以来，在金融及实体行业去杠杆影响下，百货行业收入增速下行趋势明显，2018 年四季度，公司营收同比出现下滑。2019 年以来，政府相继出台一系列减税措施及刺激消费政策，随后政策作用相继显现。与此同时，公司新开及次新购物中心门店开始贡献大额营收，公司营收

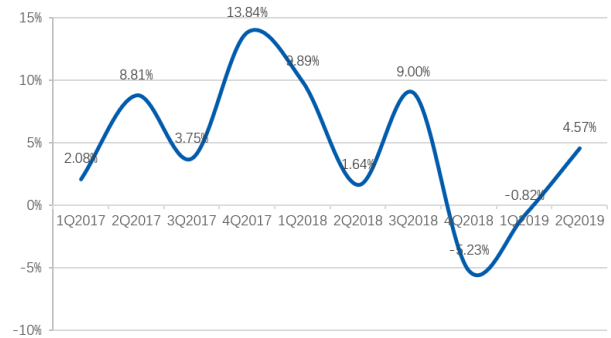
呈现触底回升趋势。2019 年二季度，公司营收增速重新回到增长轨道。

图 4: 2012 年以来公司营收增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 5: 2017 年以来公司营收分季度增速

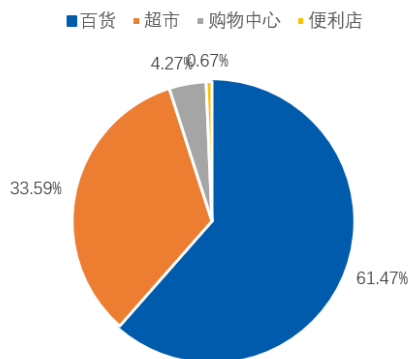


数据来源: 东北证券, 公司公告

以百货业态和超市业态为主。2018 年年报显示, 公司百货、超市、购物中心、便利店四个业态的可比门店营业收入占比分别为 61.47%、33.59%、4.27%、0.67%。目前百货业态和超市业态仍是公司营业收入的重要来源, 合计占比达到 95.06%。其中百货业态以联营为主, 超市以自营为主。

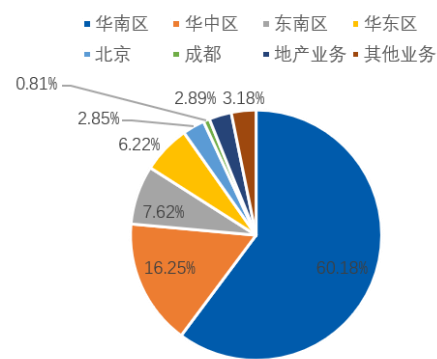
立足华南, 扩展全国。公司总部位于深圳, 逐步向华南及全国进行扩展, 目前华南地区是公司营业收入的主要来源, 占总营业收入的 60.18%, 华中地区占总营业收入比例为 16.25%。随着公司门店不断扩展, 华南地区营收占比在逐渐下降。

图 6: 2018 年公司各业态可比门店营收占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

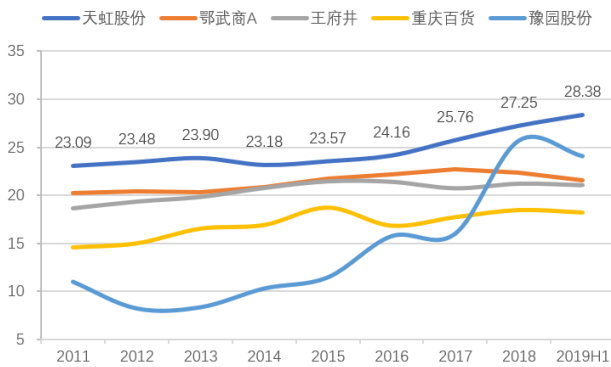
图 7: 2018 年公司营收分地区占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

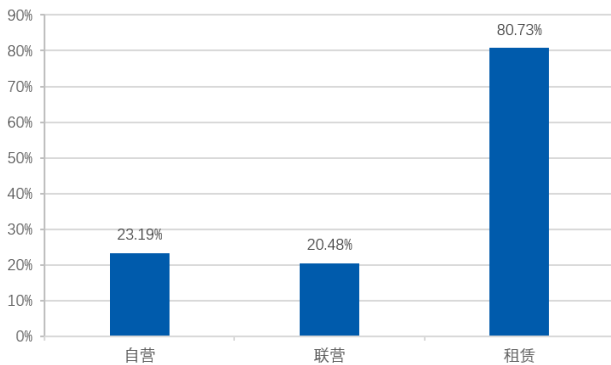
公司综合毛利率持续提升, 高于同业水平。随着公司门店业态调整和供应链优化, 毛利率有望继续提升。2011 年以来, 公司综合毛利率整体保持上升趋势。从经营业态上来看, 百货业务毛利率提升显著, 毛利率由 21.23% 提高到 27.72%; 超市业务毛利率稳步提升, 由 21.92% 提升到 22.78%。百货业务毛利率的大幅提升, 主要源自于租赁业务收入占比的提高, 2018 年租赁业务毛利率达到 80.73%, 远高于自营和联营业务。随着公司购物中心街区化改造, 租赁业务占比继续提升。此外公司购物中心项目加盟项目逐渐落地, 百货板块毛利率有望持续提升。公司超市业务通过不断优化供应链, 毛利率水平持续改善。

图 8: 公司毛利率水平提升显著, 且高于同业水平



数据来源: 东北证券, wind

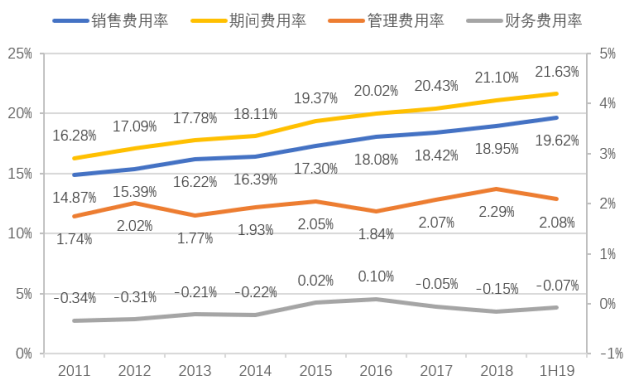
图 10: 租赁业务毛利率远高于其他业务



数据来源: 东北证券, 公司公告

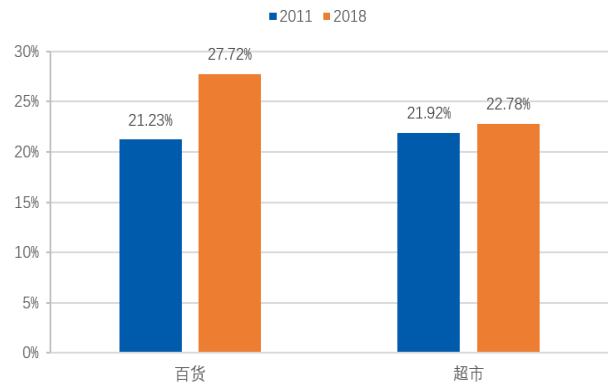
销售费用率提升推高期间费用率水平。管理能力优秀使得管理费用率较低, 租金提升使得销售费用率较高。受益于公司较早使用一系列先进的数字化评价、管理工具, 目前公司管理费用率处于行业领先水平。受轻资产扩张影响, 租金上涨压力推升公司销售费用率, 进而导致公司期间费用率显著高于行业平均水平。

图 12: 销售费用率提升推高期间费用率



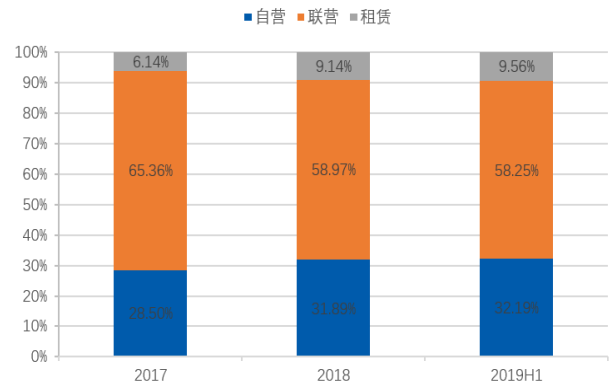
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 9: 百货业务毛利率提升显著



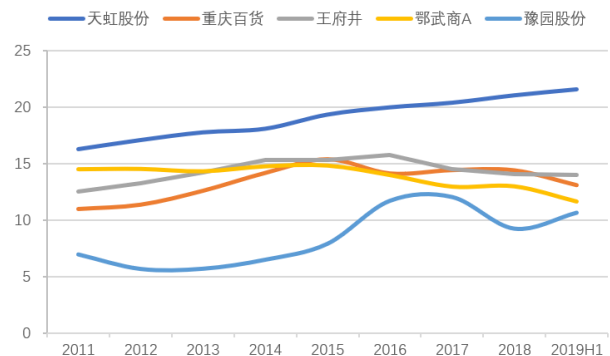
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 11: 租赁业务收入占比提高



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 13: 期间费用率高于行业水平



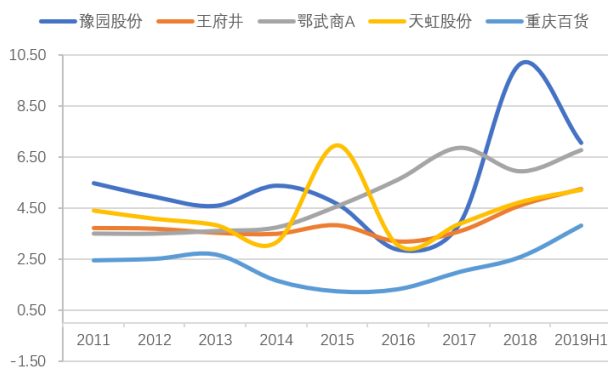
数据来源: 东北证券, 公司公告

公司销售净利率处于行业平均水平, 净资产收益率表现优异。2016 年以来, 公司净利率稳定提升, 2019 年上半年, 净利率达到 5.2%, 处于行业平均水平。同时, 公



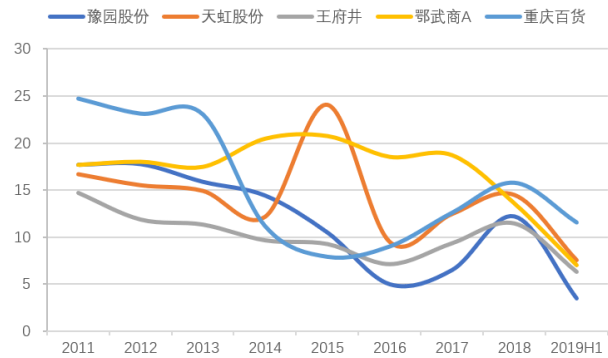
司净资产收益率自 2016 年以来稳步提升，2018 年净资产收益率达到 7.56%，处于行业第一梯队。

图 14: 销售净利率处于行业平均水平



数据来源: 东北证券, wind

图 15: 净资产收益率处于行业平均水平



数据来源: 东北证券, wind

## 2. 体验式、数字化、供应链三大战略变革打造公司核心竞争力

### 2.1. 体验式变革深化门店服务价值和差异化特色

#### 2.1.1. 购物中心: 打造畅享欢乐时光的生活中心, 聚焦欢乐时光与家庭生活

**积极打造系列主题街。**自 2013 年天津大悦城推出国内首个购物中心主题街区“骑鹅公社”后, 各大购物中心纷纷进行街区化改造。和普通的商业空间相比, 主题街区具有体验性强、场景感强、话题性强等特点, 对项目人流量及坪效的提升起到积极的带动作用。随着各大主题街区纷至沓来, 同质化现象日趋明显。为了打造具有特色的主题街区, 天虹购物中心在主题街区的探索上寻求差异化, 针对城市区域特色和目标人群特点打造了餐饮主题街区“YES!街”、儿童主题街区“KidsRepublic”、运动娱乐化街区“Sport1”、社区便民主题街区“生活+”、天台休闲娱乐街区“天空之城”等极具特色的主题街区。

##### (1) “KidsRepublic”主题街

随着“全面二孩”政策的实施, “儿童经济”再一次被引爆。对于绝大部分顾客而言, 参与孩子的成长、陪伴是生活的重要部分。天虹购物中心善于审时度势, 敢于转变传统思路, 对儿童业态功能进行重新定位, 将主题情景、亲子互动视为升级关键, 并通过将儿童区改造成特色鲜明的主题街区成功突围。天虹购物中心推出畅享欢乐时光的亲子主题街区——“KidsRepublic”英伦小镇, 集儿童零售、娱乐、体验、培训、餐饮、社交于一体。不仅为顾客创造一个享受亲子欢乐时光的场所, 更能为儿童成长过程中的生活场景提供更优的解决方案, 对于实现天虹购物中心“畅享欢乐时光的生活中心”核心定位。

图 26: “KidsRepublic” 主题街



数据来源：东北证券，联商网

### (2) “YES!街” 主题街

天虹通过对当代年轻人、上班族们的夜晚生活消费习惯的洞悉，倾力打造出城市夜生活地标——“Yes!街”，并在深圳、江西、苏州的 4 个天虹购物中心落地。这样一条室内夜市型美食主题街区，搜罗集纳了本地特色美食、网红小吃店，给顾客带来新鲜丰富的味觉体验。此外，“YES!街”的整体空间设计感非常强，灯光、颜色的使用都鲜明大胆：有的街区采用拉斯维加斯老城风，闪烁的霓虹灯、复古的地砖，华丽又怀旧；有的街区将“东方风情”与“轻工业风”进行碰撞与融合，一方面用暗调的颜色、水泥墙面做背景，另一方面融入熊本熊、求签处、脸谱等东方元素的环境装饰。特色的装修风格加上街区里各处的涂鸦墙，是顾客自拍的绝佳场所。另外，而公共空间中还设置了小舞台、基础乐器设施以及智能化的互动设备，则让消费者以非常简单的方式就能及时玩乐，获得欢乐、舒缓、放松的感受。

图 37: “YES!街” 打造个性化主题街



数据来源：东北证券，联商网

### 2.1.2. 百货：从消费者生活方式出发进行主题编辑化调整

近年来，在消费升级的大背景下，人们的生活习惯和消费习惯正在发生着重大的改变。消费者生活场景已不再单一，如何满足目标客群不同生活场景下的需求，同时兼顾消费者感官体验和思维认同则变得格外重要。天虹实体百货近几年持续进行创新性探索与尝试，围绕“人本、效率”的零售本质，基于所处商圈环境及调研数据分析、研究，确定目标顾客并针对其生活方式进行深入研究，从消费者生活方式出发编辑卖场，满足顾客不同生活场景下的购物需求，亦可引导新的生活方式，触发购买欲，提升顾客购物体验和效率。天虹在打造新店及老店转型的过程中，主要通过三个层次进行顾客生活方式的主题编辑。

#### (1) 深入了解目标客群，整个商场按顾客生活方式编辑

COOL+地处南昌市高新技术开发区瑶湖高校区，大学生合计 12 万人，商圈人口总量少，高质量小区居民少，门店重点满足年轻客群在情感、学习、交往和体验方面的需求。cool+团队对各楼层均进行了主题设计，如 1F 恋物派、2F 生活家、3F 豆蔻族、4F 型酷帮、5F 都食客、6F 娱乐圈。商品组合方面，各楼层百货零售部分打破传统百货业态，以集合馆，买手店，主力店为主，增加丰富多元的餐饮娱乐配套。环境方面外请深化装饰公司参与设计，同时组建内部任务团队，共同参与设计方案的讨论和输出，打造大学生喜欢拍照，乐于分享的生活文化空间、快乐驿站。

图 18: 商品定位及装修风格凸显年轻、时尚



数据来源：东北证券，中国连锁经营协会

图 19: 软装设计带来潮酷、有趣的体验



数据来源：东北证券，中国连锁经营协会

#### (2) 以主题馆、品类集合馆或街区等形式对卖场进行编辑

天虹 Discovery 与九方购物广场和茂业天地同属华强北商圈，但是经营面积只有 2 万平方米，同业竞争中处于相对劣势。华强北商圈聚集了大量年轻时尚的 80、90 后，而 80 后女性已成为时尚消费主力，天虹将目标客群定位为 80 后力量女性，打造了五大品类集合馆（美妆馆、鞋履馆、内衣馆、儿童馆、运动馆）和六个生活方式主题馆（旅行馆、女士精品馆、男士精品馆、OFFICE 女装集合馆、RELAX 女装集合馆、Beself 家居生活馆）。打破拥挤、品类杂乱、柜柜分离的传统百货模式，形成了同类商品高度集合、精品选搭配套的新业态商场。商场内随处可见或主题编辑的情景橱窗，或欧式优雅的情景打造，把顾客带入具体生活，让其在生活场景之中迅速找到心仪之物。

图 20: 天虹 Discovery 呈现多个主题馆



数据来源: 东北证券, 中国联商网

### (3) 围绕某种主题, 通过情景化的场景, 对卖场进行编辑

Rain.ey 时尚精选馆是天虹在线下打造的固定场景区域, 以解决顾客任务为导向, 打破品类和品牌之间的限制, 集中选品、陈列, 为顾客展现生活动态, 提供生活解决方案。

图 24: Rain.ey 时尚精选馆



数据来源: 东北证券, 联商网

依据顾客生活方式实施的主题编辑, 更加切实解决顾客购物痛点; 系统引进的新品牌和体验配套, 让商场的可逛性、体验感、互动性、科技感都更强, 提供给顾客更赏心悦目的购物体验。

## 2.2. 供应链变革提升公司平台价值及商品把控能力

### 2.2.1. 百货：深度联营与适度自营提升公司平台价值

**与供应商进行深度联营。**传统百货业态以联营为主要的经营模式，品牌是百货店的核心部分，百货商场非常依赖入驻品牌的影响力，从而使得百货商场自身经营能力和品牌价值相对较弱。天虹积极探索与品牌商的深度联营模式，参与部分品牌的商品管理，提升对商品资源的控制力，推动品牌和平台的共同成长。按顾客生活方式编辑卖场，与品牌深度合作，挖掘衍生商品。从单一的传统的联营模式的大百货商场转型为去同质化、小类结构丰富的新业态商场；从商品同质化严重、单纯的以售卖刚需商品为出发点的传统百货转型为售卖生活方式的平台解决商。

**适度自营，满足消费者特定需求。**为满足追求有趣、品质生活的年轻人快速迭代的消费需求，天虹还组建了专业的时尚买手和运营团队，搭建 Rain 系列买手制百货自营平台，以“向上向美”为价值创造，进行品牌和商品的引进、采买、和主题编辑、陈列。天虹 Rain Life 系列百货自营集合馆 Rain&Color、Rain&Co.、Rain&Home 在君尚 3019 内系列呈现。在 Rain&Co 时尚买手集合馆，其商品独特，有 TARAJARMON、cacharel、MANOUSH 等不少巴黎春天百货、老佛爷百货有的设计师品牌；Rain&Color 女杂集合馆、Rain&Home 家居集合馆其店面装修新颖独特，商品丰富高端，场景阵列时尚前沿，能够对消费者产生极大的吸引力。

图 22: 天虹 Rain Life 系列百货自营集合馆



数据来源：东北证券，联商网

### 2.2.2. 超市：持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品

天虹超市希望通过品质更好、成本更低、和速度更快的供应链构建，给顾客提供商圈内最好的商品组合，而且做到物美价廉。国际直采、自有品牌、生鲜源头采购、重点客户战略合作以及全国供应链整合，是天虹在供应链成本方面的核心举措。

国际直采方面，公司积极拓展海外合作厂家，2018 年销售额增长 61%；生鲜直采方面，2018 年生鲜基地达到 59 个，销售增长 3.2%；自有品牌方面，公司积极推陈出新，2018 年销售增长 102%；自有品牌建设方面，目前公司拥有天优、菲尔芙、奥百思、天口味四个覆盖食品、生鲜、百货商品的自有品牌，目前超市自有品牌 SKU 超 500 个。此外，公司针对城市白领对便利、健康、快速的需求大力发展 2R

(ReadytoCook&ReadytoEat)商品及加工切配服务,2018年2R商品销售额增长39%。

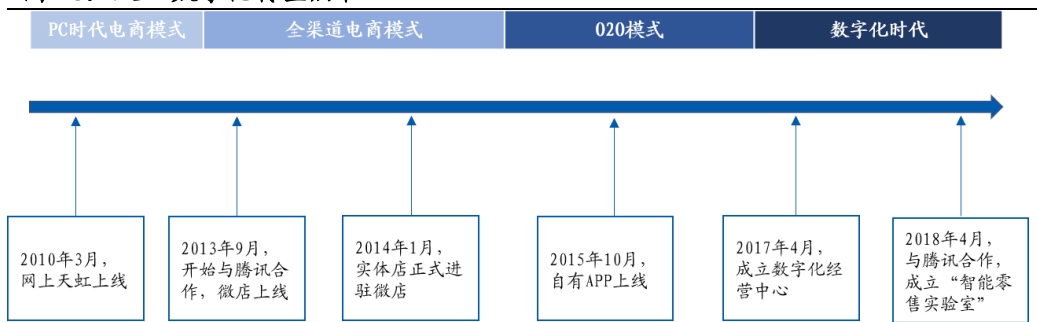
2018年5月天虹超市推出数字化供应链平台,进一步开放、透明、高效的连接供应商,新供应商的新商品只要符合天虹定位及质量要求,最快10个工作日内可实现从商品信息推荐到上架销售。在未来,天虹超市将通过数字化供应链平台实现与供应商销售数据、物流数据、库存数据以及消费者数据的共享。

物流及仓储方面,截止2018年12月,公司在深圳、东莞、南昌、长沙和厦门共有9个自营物流仓库,其中常温仓6个,仓储面积约8.26万平方米,低温仓3个,仓储面积约0.41万平方米,其中5.2万平方米为自有物业。所有物流作业均为无纸化及可视化作业,作业方式机械化为主自动化为辅;物流中心运输配送均为外租运力。

### 2.3. 数字化变革助力经营效率提升

天虹的数字化历程和组织变化经历了四个阶段。第一个阶段是在PC时代的纯电商模式,第二阶段是2013年的全渠道电商的模式,这两个阶段都是基于购物的逻辑。第三个阶段是2015年进入O2O阶段,公司调整了方向,回归到实体,以实体为本,帮门店做互联网化,同期开始自建天虹APP,APP的定位就是本地化的社区服务平台,是综合了购物和服务、会员,营销的一个综合性的平台。第四个阶段是2016年之后进入数字化时代,公司成立了数字化运营中心,开启了智慧零售的篇章。目前公司已经成为百货行业内数字化标杆企业。

图 23: 天虹数字化转型历程



数据来源: 东北证券, 联商网

公司在整个数字化发展历程中始终遵循三个原则: 第一是顺应消费升级, 第二以提升价值链效能为目标, 第三是所有数字化的工具都指向消除消费者、供应商以及自身运营的痛点, 这三个原则确保天虹的数字化回归到零售的本质, 也就是人本和效率。

(1) 前端数字化: 客户服务及营销数字化管理, 实现智慧门店转型升级

**多维度全面数字化建设。**天虹作为传统的全业态商超代表, 业务覆盖超市、便利店、百货、购物中心, 一般来说拥有这样复杂多元业务结构的企业转型都会比较迟滞, 但公司在三年多以前就已经开始着手自己的数字化转型, 并且这种转型没有停在单个业务线, 而是从整体的集团战略出发的数字化。公司前端数字化从四个维度建设: 第一、全业态, 包括购物中心、便利店、超市、百货同时数字化改造; 第二、全门店, 所有功能从全国一线到四线城市200多家门店全部上线运营; 第三、全流程, 售前售中售后不同的功能都有, 比如买单、客服、服务、评价都涵盖; 第四、全渠道, 目前天虹在线上的销售渠道包括独立APP、微信公众号、微信小程序、PC、微

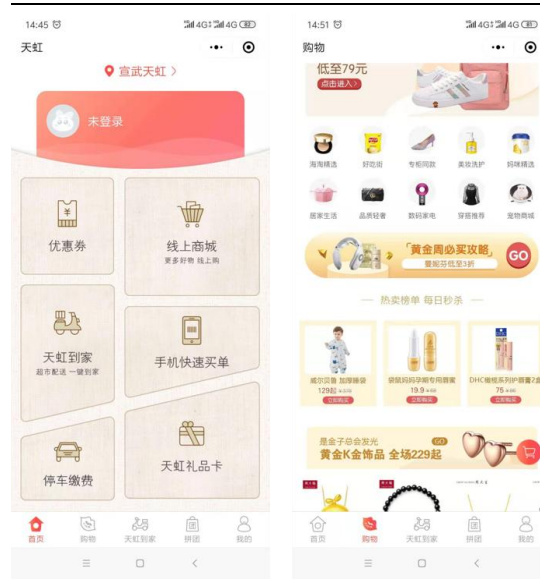
品等多个渠道。

图 24: 天虹 APP 界面



数据来源: 东北证券, 天虹 APP

图 25: 天虹微信小程序界面



数据来源: 东北证券, 微信

**会员数字化, 线上销售占比提升。**截至 2018 年底, 公司整体会员人数达 1800 万、数字化会员人数达 1644 万, 其中天虹 APP 会员人数达 840 万, 微信粉丝 645 万, 微信小程序会员 159 万。2018 年公司线上 GMV 达到 17.96 亿, 同比增长 32%。截至 2018 年底, 天虹到家上线门店累计达 66 家, 天虹到家销售同比增长 118%。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%。

表 3: 公司前端数字化运营成果

	2016	2017	2018
数字化会员 (万人)	800	1200	1644
线上 GMV (亿元)		13.6	17.96
天虹到家销售增速		9 倍	118%

数据来源: 东北证券, 公司公告

(2) 中后台数字化: 大幅提高管理效率

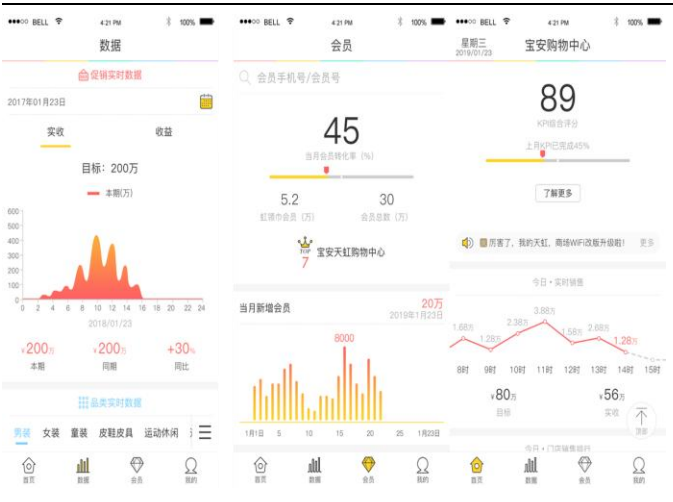
百货行业各家的标杆店都可以达到较好的技术落地, 但还没有做到上游数字化改造。天虹对中后台系统进行的改造, 一方面, 专门开发了内部运营管理工具“大内总管”系列 App, 从经验经营升级到数据经营, 规避了无法实时更新库存带来的下单缺货等问题; 另一方面, 还推出了全球供应链引进平台, 让所有供货进货需求可视化、透明化, 避免了进货环节中由于信息不透明造成的消耗。

天虹“大内总管”系列 App 能够为公司内部员工带来便捷的办公服务, 能够实现销售实时数据更新同步, 支持商品以及会员信息的查询, 能够有效实现销售规范以及协同工作。可以针对每一个客户、每一个销售机会、基于每一个人员行动的科学、量化的管理。有效支持销售主管、销售人员对客户的管理、对销售机会的跟踪。同时能够有效销售规范、实现团队协同工作。

供应链数字化改造, 大幅提高新品引进效率。2018 年 5 月, 天虹超市推出供应链合

作平台，这是基于公司供应链整体升级推出的供应商引进新入口，开启了天虹超市的“智慧供应链”体系建设。天虹供应链合作平台 1.0 版本通过天虹微信公众号、天虹 APP、天虹官网、超市门店等线上线下布局了多个平台入口，全渠道曝光，多方位触达潜在的新供应商。平台不但大大降低了外地供应商交通、时间、人力等成本，更为供应商省掉了第三方代理商的费用，直接沟通，直接合作，有效保障商品毛利及促销资源，让终端消费者更得益。2019 年 4 月，天虹供应链合作平台 2.0 版本，实现全国天虹超市品类需求展示功能，让供应商信息提供更具针对性，提高采购需求匹配度。此外，老供应商新商品（B2B）整合功能，为老供应商新品提供新渠道，从电脑 PC 端到线上移动端，大幅提升新品引进效率。

图 27: “大内总管” APP 界面



数据来源: 东北证券, 公司 APP

图 28: 供应链线上移动端界面



数据来源: 东北证券, 公司 APP

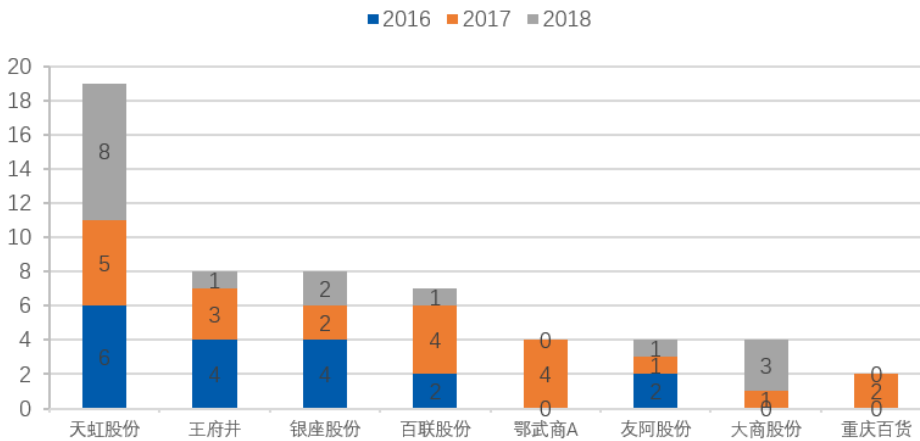
### 3. 多业态、多模式协同发展，深度推进渠道下沉

#### 3.1. 精准定位，展店有所提速，门店培育越来越快

**精准定位，展店速度远高同业。**公司主要定位于城市中产阶级家庭，早期门店大多集中在华南地区，经过多年发展，目前公司门店广泛分布于华南、华中、华东等多个一二线、三四线及以下城市。在门店位置的选择上，公司既能在城市中心区开设门店，也能在社区开设门店，物业规模随具体位置而变，使得公司拥有更强的灵活性和适应性。在百货行业集体下行，出现大量关店的情况下，公司着重发展大型购物中心、社区购物中心、独立超市，凭借出色的客户服务能力及灵活的选址能力，门店数量逆势出现增长。近三年公司新开百货及购物中心门店（含加盟及管理输出）达 19 家，远高于行业平均水平。



图 29: 公司近三年新开门店数量位居行业上市公司前列



数据来源: 东北证券, Wind

**2018 年公司进入新一轮的展店提速。**我们整理了公司自 2010 年上市以来每年的开店、关店情况, 上市以来公司每年均有新开门店, 经历了 2011-2014 年的开店高峰后, 门店拓展速度有所放缓。2014-2015 年实体零售行业受到较大冲击, 百货行业出现关店潮, 公司亏损门店有所增加, 面临较大的关店压力, 2016 年后公司构筑体验式、供应链、数字化三大经营战略, 经营效率有所提升, 关店数量逐渐下降。2018 年公司展店有所提速, 新开购物中心达到 6 家。2019 年上半年, 公司继续加快门店扩展, 新开 2 家购物中心。另有超 30 个储备项目, 保障了公司扩张势头的延续。

表 4: 天虹门店数量变动情况

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>百货</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
直营	40	46	55	60	66	61	65	64	64
加盟	3	4	4	2	1	1	2	3	4
开店		8	9	4	6	2	5	2	2
关店		1	0	1	4	4	0	2	2
<b>购物中心</b>				<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
直营				1	3	3	4	7	11
加盟									1
管理输出									1
<b>便利店</b>					<b>158</b>	<b>166</b>	<b>157</b>	<b>148</b>	<b>159</b>
<b>独立超市</b>								<b>2</b>	<b>10</b>
直营								2	8
加盟									2

数据来源: 东北证券, 公司公告

**门店培育期缩短, 亏损门店减亏明显。**2010 年以来, 公司累计新开百货及购物中心门店 49 家 (包含加盟及管理输出门店 5 家)。新开门店中有 8 家门店因未达到经营目标而关闭, 目前已经走出培育期门店有 17 家, 剩余 19 家门店尚处于培育期。从 17 家已经实现盈利的次新门店来看, 走出培育期所需的时间大幅缩短。同时, 亏损门店也均已实现大幅减亏。

表 5: 上市以来公司盈利新开门店培育期

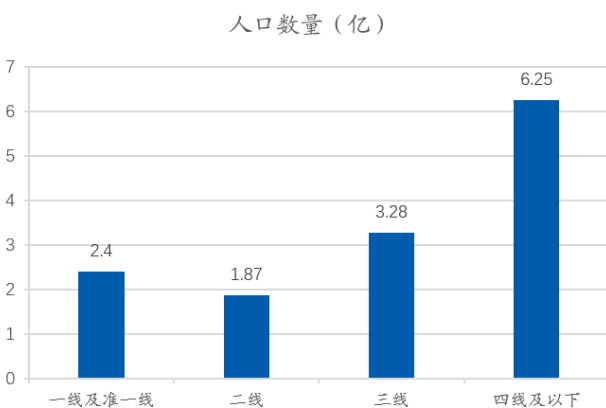
序号	门店名称	开业时间	实现盈利年份	培育期(年)
1	东莞虎门天虹	2011/9/8	2016	5
2	苏州木渎天虹	2011/12/23	2014	3
3	湖南娄底天虹	2011/12/28	2014	3
4	厦门海沧天虹	2012/4/29	2014	2
5	深圳东环天虹	2012/12/8	2018	6
6	成都高新天虹	2012/11/23	2018	6
7	深圳宝安中心区天虹	2013/10/2	2014	1
8	南昌京东天虹	2013/8/30	2014	1
9	深圳坂田天虹	2014/6/7	2015	1
10	吉安购物中心	2014/7/16	2015	1
11	南昌进贤天虹	2014/11/28	2015	1
12	南昌象湖新城天虹	2015/8/29	2016	1
13	南昌 COOL+天虹	2016/9/23	2017	1
14	苏州石路天虹	2016/10/19	2018	2
15	深圳新沙天虹	2016/12/16	2017	1
16	苏州石路天虹 CC. Mall	2017/5/19	2018	1
17	苏州相城天虹	2017/12/29	2018	1

数据来源: 东北证券, 公司公告

### 3.2. 跨区拓展, 深度布局一至四线城市

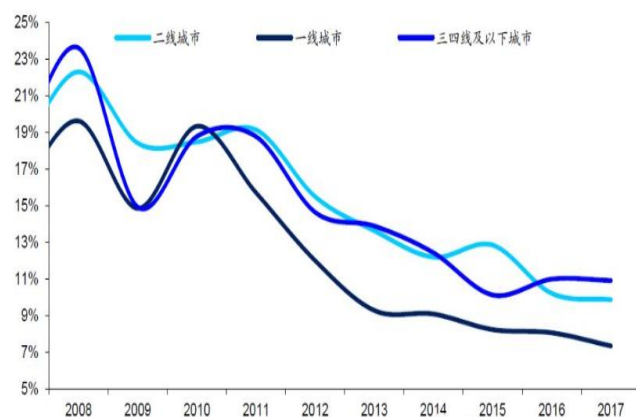
**低线城市崛起, 成为消费增长动力。**在中国改革开放的 40 年中, 一线大城市成为中国城市化和经济发展的中心, 这些城市基础设施的完善为工业发展提供了支持, 催生了大量的就业机会, 城市居民收入快速增加, 进而推动消费市场的增长。随着中国城镇化进程的不断推进, 低线城市人口迅速集中, 工业化程度快速提高, 居民收入水平逐渐向一线城市靠近, 由于低线城市人口数量庞大, 同时伴随着消费升级从一线城市向低线城市推进, 低线城市消费增长正在赶超一线城市, 成为我国消费增长的新动力。

图 30: 我国人口城市分布



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 31: 社会消费品零售总额增速情况

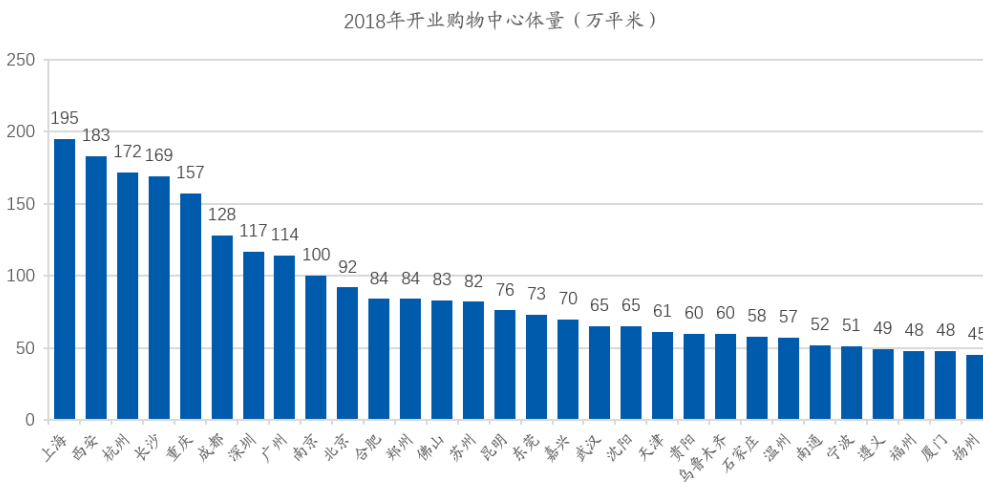


数据来源: 东北证券, wind

高端百货商场及购物中心在低线城市有广阔空间。根据波士顿咨询公司数据显示，2016年一线城市购物中心数量占全国购物中心数量的比重超过30%。但是目前我国一线城市商业市场成熟度高、竞争激烈、饱和度较高，而低线城市中原有的百货等商场由于缺乏专业性、无法充分满足对消费者最新需求导致经营能力偏弱，高端百货及专业性较强的百货有望通过渠道下沉填补空白，低线城市的百货消费市场仍存在较大发展空间。

从2018年全国新开业购物中心城市分布看，上海以195万m<sup>2</sup>体量跻身全国第一，西安以183万m<sup>2</sup>排第二位，杭州第三位，长沙、重庆进入前五。前十城市中，4个一线，6个新一线城市，成都超越深圳、广州排第八位，南京超越北京排第九位。二线以下城市新开购物中心面积体量远高于一线城市。

图 32: 2018 年新开购物中心体量



数据来源：东北证券，Wind

天虹不断推进门店渠道下沉。在2010年上市之初，公司共拥有百货及购物中心门店36家，其中21家门店位于深圳、北京两座一线城市，12家门店位于南昌、厦门、东莞、福州、长沙、苏州、杭州等二线城市，3家门店位于惠州、嘉兴等三线城市。截止2019年上半年，公司共拥有83家直营及加盟管理输出门店，其中32家位于深圳、北京两座一线城市，29家位于南昌、厦门、东莞、福州、长沙、苏州、杭州等二线城市，10家位于惠州、嘉兴、绍兴、岳阳、珠海等三线城市，12家位于湖南株洲、江西吉安、共青城等四线城市。

尤其是自2015年以来，公司深度推进渠道下沉，新开的23门店中，仅有2家开在深圳，其余19家均开在二线及以下城市。公司甚至深入江西省上饶市余干县等县城开设购物中心，门店下沉趋势明显。在2018年及2019年新签约的22家百货及购物中心门店中有4家开在深圳，其他18家均在二线及以下城市。

表 6: 公司门店城市分布情况

年份	2010	2019H1	2015-2019H1 新开门店	2018 及 2019H1 签约项目
一线城市	21	32	2	4
二线城市	12	29	9	8
三线城市	3	10	5	4

四线及以下城市	0	12	7	6
门店数合计	36	83	23	22

数据来源：东北证券，公司公告

**表 7：2018 及 2019H1 新签约项目城市分布情况**

	指标 1	指标 2	指标 3
一线	深圳松岗松瑞天虹	三线	惠州博罗润发广场项目
一线	深圳沙井地铁站天虹	三线	泰州天虹购物中心
一线	深圳合正观澜汇项目	三线	惠州源东云锦项目
一线	深圳星航华府项目	三线	昆山天虹购物中心
<b>合计</b>	<b>4</b>	<b>合计</b>	<b>4</b>
二线	东莞旧锡边城市更新项目	四线及以下	广丰龙华世纪广场项目
二线	东莞塘厦天悦中央项目	四线及以下	宁乡春城万象广场项目
二线	长沙世景国际广场项目	四线及以下	永州天虹购物中心
二线	长沙方略城市广场项目	四线及以下	九江天虹购物中心
二线	吴江天虹购物中心	四线及以下	赣州旺达广场项目
二线	厦门松柏天虹购物中心	四线及以下	赣州定南容汇广场项目
二线	南昌经开天虹	<b>合计</b>	<b>6</b>
二线	南昌红谷滩华茂项目		
二线	深圳松岗松瑞天虹		
<b>合计</b>	<b>8</b>		

数据来源：东北证券，公司公告

### 3.3. 多业态，多模式稳步推进

#### 3.3.1. 购物中心、百货、独立超市、便利店等多业态协同发展

**着力发展大型购物中心。**购物中心相比于传统的百货门店，在客群定位，功能布局、空间打造、消费体验上都更多地从消费需求、消费变化、消费习惯出发，更好地体现了消费者中心地位，表现出了鲜明的需求导向、流量导向，更好地顺应了消费品质化、家庭化、生活方式化发展方向，顺应了消费中心从功能性、实物型消费向服务型、体验式、社交化、泛娱乐化消费转移的趋势。

**表 8：传统百货和购物中心特点**

	传统百货	购物中心
规模体量	2-6 万 m <sup>2</sup> 左右	面积较大，在 10-15 万 m <sup>2</sup> 左右
店堂空间	围绕品牌展示、商品展销	着眼于顾客进店、长时间停留、更加注重空间设计、场景打造
客群定位	以客群的收入和阶层定位，分高中低端	以消费者年龄、喜好、消费心理、消费行为等因素定位，将定位和属性类似的品牌商聚集
经营内容	偏重于商品经营，尤其是服装经营，其他业态多为补充和点缀	将购物、餐饮、休闲娱乐等不同业态有机组合
区域划分	按照品类、销售的关联性分区	按消费者需求、消费习惯划分经营区域
经营模式	以联营为主，同时又自营和租赁	多以租赁为主
营销促销	更多着眼于销售提升，重点开展促销活动	着眼于吸客旺场，吸引客户进店，并停留
渠道价值	遭遇困境，关店多于开店，客流持续减少，	当前零售的主流业态，正在快速开店

## 业绩低迷

## 消费体验

以服饰、化妆、珠宝、箱包、鞋履等零售品为主，更多满足消费者功能性、实物型需求，经营相对单一，空间局促，服务设施欠缺，具有较强替代性。

面积更大。环境更好，体验更佳，高比例的餐饮、休闲、娱乐、文化等业态，具有较强的社交书信、消费粘性，是提供生活服务方式解决方案的商业平台

数据来源：东北证券，联商网

自从 2013 年 10 月 26 日天虹首家购物中心全面开业，公司便开始全面拓展购物中心业务。之后公司继续向以购物中心为代表的体验零售发展，加以主题编辑为价值提升的线上线下融合零售。2017 年以来，公司新开门店以购物中心为主，截止 2019 年上半年，公司共有购物中心 15 家（管理输出 4 家）。未来公司新开门店也将以购物中心为主。

**独立超市发展进入快车道。**公司早期超市门店都随着百货及购物中心门店均配套建设。2017 年 4 月，公司通过《关于发展独立的体验式数字化超市业态的议案》，决定独立发展超市业态，并定位为中高端的新型体验式数字化超市，重点以 sp@ce 超市和天虹超市两个品牌进行发展，目标 3 年内门店达到 100-150 家。2017 年 12 月，公司首家独立超市——sp@ce 石岩店在宏发世纪城开业，该店的开业开创了天虹超市业态独立拓展以及快速开店标准化的两个重要里程碑。

相较于传统的大卖场式超市，天虹 sp@ce 聚焦“生活区块场景”设计顾客的合理动线，按照从“冰箱→厨房→餐桌→客厅→浴室→卧室”的逻辑进行商品陈列。其中，仅食品区域，就划分为 Ready to eat（即食食品）→Ready to cook（半成品）→Whole fresh（新鲜食材），基本囊括从柴、米、油、盐、酱、醋、茶等日常所需，到咖啡、红酒、烘焙、旅行、文创等主题专区。而且天虹 sp@ce 将餐厅搬入了超市卖场，规划了多家熟食/轻食餐饮区，包括日本料理，经典粤式烧腊、意式披萨、澳洲安格斯牛排和欧日烘焙面包等，并在超市旁配置就餐休息区，既能满足客户的便利就餐需求，又能带动客流。此外，线上线下结合也是 sp@ce 的一大亮点。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。

目前，超市业务已经成为了公司业绩的重要部分，截止 2019 年上半年，公司共拥有超市门店 82 家（独立超市 9 家）。其超市业务可比店营收达到 30.58 亿元，同比增长 9.07%，占据整个公司的营收达到 36%。

### 3.3.2. 加盟、管理输出等轻资产模式不断推进

由于公司百货及购物中心项目管理模式日趋成熟，品牌效应明显，公司开始大力发展加盟及管理输出等轻资产扩张模式，具体包括加盟（使用“天虹”品牌）、管理输出（不使用“天虹”品牌）及带装修租赁、利润分成等扩张方式。

**图 33: 公司轻资产运营模式**

加盟式	管理输出式	带装修租赁、利润分成
项目方使用“天虹”品牌，公司收取固定的加盟费及销售返点	项目方不使用“天虹”品牌，公司派出的管理人员提供招商等服务以收取管理费	开发商按照天虹的设计和标准投入装修，天虹不付固定租金，而是在商场经营产生利润之后与开发商进行利润分成

数据来源：东北证券，公司公告

2018年9月29日，佛山招商置地 IPARK 购物中心开业，这是天虹首个管理输出的购物中心项目。公司凭借丰富、专业的零售管理经验及购物中心运营经验，为佛山招商置地 IPARK 项目提供招商、营销策划、运营管理咨询等服务，并为合作方的管理团队提供培训服务。同时，旗下品牌 sp@ce 天虹超市也已成功入驻佛山 IPARK 项目。此外，新探索的带装修租赁、利润分成轻资产扩张方式已在 2018 年 1 月开业的长沙宁乡项目中首次落地。

截止 2019 年上半年，除便利店外，公司共有 8 个加盟管理输出门店，包括 3 家百货、4 家购物中心（1 个管理输出）、1 家独立超市。2018 年实现加盟服务收入 3422 万元。项目储备方面，截至 2019 年上半年，公司储备的轻资产项目数量为 9 个，公司有望持续加码轻资产扩张方式以增厚业绩，提高毛利率。

**表 9: 公司轻资产运营项目情况**

门店	业态	经营方式	开业时间
九江共青城天虹	百货	加盟	2016/6
吉安泰和天虹	百货	加盟	2017/11
赣州定南天虹	百货	加盟	2018/11
江西泰和天虹购物中心	购物中心	加盟	2017/11
九江天虹购物中心	购物中心	加盟	2018/6
佛山 ipark 购物	购物中心	管理输出	2018/9
吉安城南天虹购物中心	购物中心	加盟+超市直营	2019/6
p@ce 惠州龙溪万润城店	超市	加盟	2018/11

数据来源：东北证券，公司公告

由于商业地产商在物业资源及资金方面具有巨大优势，而在零售实体运营方面往往经验不足。天虹拥有丰富的实体零售经营经验，轻资产合作方式利于公司与商业地产商进行深入合作，缓解地产商压力、实现共赢，同时可以有效缓解公司资金压力、降低扩张风险。未来天虹将继续与国内领导性地产商展开更深入、多元的合作，灵活组合购物中心、百货、超市、便利店等业态，综合运用合作开发、租赁、加盟、管理输出、联合经营等多种合作模式，为地产商提供更多元的解决方案。

## 4. 业绩预测及投资建议

### 4.1. 业绩预测

1、零售业务：预计 2019-2021 年直营百货商场开店数量分别为 2/2/2，关店数量为

1/1/1; 加盟及管理输出门店新开店数量为 2/2/2。预计 2019-2021 年直营购物中心开店数量为 5/5/5, 加盟及管理输出门店新开店数量为 3/3/3,。预计 2019-2021 年直营超市开店数量为 10/10/10, 加盟及管理输出门店新开店数量为 3/3/3。预计零售业务 2019-2021 年营收分别为 186.89 亿、201.14 亿、224.07 亿, 同比增速分别为 3.96%、7.62%、11.40%。购物中心租赁模式较多, 毛利率较高, 随着公司购物中心收入占比提升, 预计零售业务毛利率稳步提升, 分别为 27.2%、27.5%、27.8%。

2、房地产业务: 公司在售的房地产项目为南昌九州天虹广场和苏州天虹品上中心项目。后续可能会继续开发新的房地产项目。预计 2019-2021 年房地产业务营收分别为 6.07 亿、6.56 亿、6.95 亿, 同比增速为 10%、8%、6%。预计毛利率保持现有水平。

3、其他业务收入: 公司其他业务收入包含加盟及管理输出门店的加盟及管理费, 预计随着加盟及管理输出门店的增加, 收入稳步增长, 毛利率逐渐提升。预计 2019-2021 年其他业务营收分别为 7.28 亿、8.93 亿、11.04 亿, 同比增速分别为 19.85%、22.59%、23.60%, 毛利率分别为 44%、45%、46%。

**表 10: 公司营收拆分表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>18,536.28</b>	<b>19,137.95</b>	<b>20,025.11</b>	<b>21,663.34</b>	<b>24,206.40</b>
yoy	7.31%	3.25%	4.64%	8.18%	11.74%
主营业务收入	18,062.67	18,530.04	19,296.53	20,770.16	23,102.43
零售	17,320.90	17,977.86	18,689.13	20,114.16	22,407.07
yoy	3.59%	3.79%	3.96%	7.62%	11.40%
地产	741.76	552.19	607.41	656.00	695.36
yoy	375.63%	-25.56%	10%	8%	6%
其他业务收入	473.62	607.91	728.57	893.18	1,103.97
yoy	19.58%	28.36%	19.85%	22.59%	23.60%
<b>营业成本</b>	<b>13,761.60</b>	<b>13,921.92</b>	<b>14,419.76</b>	<b>15,512.57</b>	<b>17,238.92</b>
主营业务成本	13,453.19	13,580.09	14,011.76	15,021.32	16,642.78
零售	12,948.04	13,210.93	13,605.68	14,582.77	16,177.91
地产	505.15	369.15	406.07	438.56	464.87
其他业务成本	308.41	341.83	408.00	491.25	596.14
<b>毛利率</b>	<b>25.76%</b>	<b>27.25%</b>	<b>27.99%</b>	<b>28.39%</b>	<b>28.78%</b>
零售	25.25%	26.52%	27.20%	27.50%	27.80%
地产	31.90%	33.15%	33.15%	33.15%	33.15%
其他业务	34.88%	43.77%	44.00%	45.00%	46.00%

数据来源: 东北证券, 公司公告

## 4.2. 投资建议

预计公司 2019-2021 年, 归母净利润分别为 10.37、12.01 和 14.27 亿元, EPS 分别为 0.86、1.00、1.19 元, 对应当前股价 PE 分别为 13、11、9 倍。考虑公司多业态协同经营能力, 门店下沉趋势明显, 购物中心及独立超市发展迅速, 次新店成熟带来营收及利润上涨可期。给予公司 2019 年 16-18 倍估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 同业可比公司估值对比

公司	股价 (10.16)	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
天虹股份	11.04	0.86	1.00	1.19	12.78	11.03	9.29
王府井	14.34	1.57	1.75	1.94	9.13	8.19	7.39
重庆百货	30.20	2.35	2.74	3.75	12.85	11.02	8.05
鄂武商 A	10.68	1.41	1.43	1.50	7.57	7.47	7.12

数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 风险提示

宏观经济持续下行影响消费增速。

快速开店带来的开店质量风险。



**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,969	4,495	5,382	7,001
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	65	66	67	76
存货	1,050	1,185	1,348	1,471
其他流动资产	4,042	4,252	4,482	4,730
<b>流动资产合计</b>	<b>9,126</b>	<b>9,999</b>	<b>11,280</b>	<b>13,277</b>
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	4,469	4,763	5,037	5,295
无形资产	939	806	658	484
商誉	123	123	123	123
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,129</b>	<b>7,291</b>	<b>7,420</b>	<b>7,505</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,255</b>	<b>17,290</b>	<b>18,701</b>	<b>20,782</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3,473	3,700	3,987	4,427
预收款项	4,583	4,866	5,209	5,837
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>9,561</b>	<b>10,059</b>	<b>10,818</b>	<b>12,073</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	122	122	122	122
<b>长期负债合计</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,684</b>	<b>10,182</b>	<b>10,941</b>	<b>12,195</b>
归属于母公司股东权益合计	6,568	7,104	7,756	8,582
少数股东权益	4	4	4	5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,255</b>	<b>17,290</b>	<b>18,701</b>	<b>20,782</b>

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>19,138</b>	<b>20,025</b>	<b>21,663</b>	<b>24,206</b>
营业成本	13,922	14,420	15,513	17,239
营业税金及附加	155	156	171	191
资产减值损失	4	2	0	1
销售费用	3,627	3,925	4,224	4,696
管理费用	439	441	487	557
财务费用	-29	-106	-124	-155
公允价值变动净收益	0	2	2	2
投资净收益	110	119	125	131
<b>营业利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,336</b>	<b>1,548</b>	<b>1,840</b>
营业外收支净额	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>1,169</b>	<b>1,342</b>	<b>1,554</b>	<b>1,845</b>
所得税	264	305	352	418
净利润	905	1,037	1,202	1,427
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>904</b>	<b>1,037</b>	<b>1,201</b>	<b>1,427</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>905</b>	<b>1,037</b>	<b>1,202</b>	<b>1,427</b>
资产减值准备	4	2	0	1
折旧及摊销	436	465	512	557
公允价值变动损失	0	-2	-2	-2
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-110	-119	-125	-131
运营资本变动	934	150	364	875
其他	27	-6	-6	-6
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2,195</b>	<b>1,527</b>	<b>1,945</b>	<b>2,720</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,898</b>	<b>-500</b>	<b>-508</b>	<b>-502</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-369</b>	<b>-500</b>	<b>-550</b>	<b>-600</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>125</b>	<b>332</b>	<b>295</b>	<b>25</b>

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.75	0.86	1.00	1.19
每股净资产 (元)	5.47	5.92	6.46	7.15
每股经营性现金流量 (元)	1.83	1.27	1.62	2.27
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	3.25%	4.64%	8.18%	11.74%
净利润增长率	25.92%	14.66%	15.84%	18.75%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	27.25%	27.99%	28.39%	28.78%
净利率	4.73%	5.18%	5.55%	5.89%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	1.09	1.20	1.13	1.15
存货周转率 (次)	31.66	30.00	31.73	31.14
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	59.57%	58.89%	58.51%	58.68%
流动比率	0.95	0.99	1.04	1.10
速动比率	0.84	0.87	0.91	0.97
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	18.95%	19.60%	19.50%	19.40%
管理费用率	2.29%	2.20%	2.25%	2.30%
财务费用率	-0.15%	-0.53%	-0.57%	-0.64%
<b>分红指标</b>				
分红比例	53.09%	48.22%	45.78%	42.06%
股息收益率	3.57%	3.72%	4.09%	4.46%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	14.56	12.96	11.19	9.42
P/B (倍)	2.00	1.89	1.73	1.57
P/S (倍)	0.70	0.67	0.62	0.56
净资产收益率	13.77%	14.60%	15.49%	16.62%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

李慧, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学经济学学士、广告学双学士, 通过CFA三级, 曾就职于美国Zacks量化研究部。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。  
 刘青松, 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学工商管理学士, 2018年加入东北证券, 现任商贸零售行业助理分析师。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn