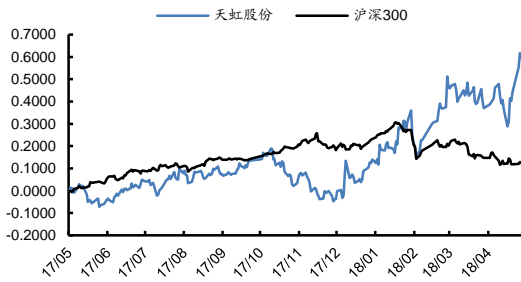


研究所  
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002  
 0755-83473923  
 联系人: 张媛 S0860117030021  
 021-60338171 zhany12@ghzq.com.cn

## 中端消费崛起, 渠道下沉、门店扩张正当时

### ——天虹股份 (002419) 深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天虹股份	16.4	28.0	60.5
沪深 300	-2.1	-6.8	11.6

#### 市场数据 2018-05-04

当前价格 (元)	14.55
52 周价格区间 (元)	8.30 - 15.02
总市值 (百万)	17464.37
流通市值 (百万)	17458.49
总股本 (万股)	120030.00
流通股 (万股)	119989.60
日均成交额 (百万)	133.75
近一月换手 (%)	16.88

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点:

- 央企背景民营机制, 充分激励的专业化团队。**公司是经营百货为主业的上市公司中唯一央企, 其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 43.3% 的股份, 公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司实行了广泛覆盖中高级管理层和业务骨干的多层次股权激励, 充分实现了公司与员工利益一体化。
- 智慧零售全渠道运营, 购物中心培育期仅需 1-2 年加速扩张, 原有百货老店购物中心化、门店编辑化, 盈利能力显著提升。**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虹领中的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局, 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 2017 年底, 公司在北京、广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江、四川等 8 省 21 市开设了综合百货 67 家、独立超市 68 家、购物中心 7 家、便利店 148 家, 经营面积约 256 万平方米。在不断尝试开店并调整、定位的过程中, 公司门店培育期越来越短, 也摸索出了一套管理输出+加盟+利润分成的购物中心快速扩张模式。公司原有老店门店通过购物中心化、生活方式主题编辑化, 加大餐饮娱乐等即时性消费面积, 按照消费场景和逻辑对门店的改造使得门店更符合潮流趋势和消费者审美、体验所需, 从而获得到店频率的提高、逗留时间的延长、客单价的提高, 从而整体上提升门店的盈利能力, 毛利率不断攀升。
- 精准定位中产家庭消费, 三四线升级渠道下沉正当时。**公司定位为服务城市中产阶级家庭生活, 公司上市之初门店集中在深圳地区, 经过近几年的发展, 公司门店广泛分布于一二线、三四线及以下城市; 门店位置上, 公司既可以在城市中心区开设门店, 也可以在社区开设门店; 物业上; 公司门店物业可小可大。各层面的多元化让公司拥有更强的灵活性和适应性。在一二线城市商业综合体供给日趋饱和、三四线城市消费升级的大趋势下, 公司不断开拓新的市场, 截止 2018 年 4 月, 公司已 15.5% 的经营面积布局在包括珠海、岳阳、绍兴、嘉兴、惠州等三线城市, 和株洲、湘潭、娄底、吉安、共青城、赣州等四线及以下城市。未来公司将不断考量性地选取当地没有一体化商业综合体的三四线城市进行渠道下沉。
- 盈利预测和投资评级:** 我们预计, 公司 2018-2020 年实现营业收入

212.1 亿元、250.2 亿元、292.94 亿元，分别同比增长 14.43%、17.96%、17.08%；预计实现归属于上市公司股东净利润分别为 9.66 亿元、12.43 亿元和 15.98 亿元，同比增长 34.49%、28.70%、28.55%；预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、1.04 元、1.33 元，对应 2018 年 5 月 4 日收盘价 14.55 元，2018-2020 年 PE 分别为 18X\14X\11X。我们按照 PEG 相对估值法对公司估值：选取营收规模、行业地位都跟公司相近的王府井（600859）作为可比公司，可比公司王府井（600859）2018 年 PEG（2018-2020 年复合增速和王府井 2018 年 EPS 均取万得一致预期值）为 0.92；根据我们的预测，预计公司 2018 年 EPS 为 0.8 元，2018-2020 年公司归母净利润复合增速为 30.56%，可比公司 PEG0.92，公司目标价 22.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**公司新开门店培育期较长；公司同店增速放缓；较快的开店速度导致费用率大幅上涨；开店速度高于公司运营能力，毛利率降低的风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	18536	21210	25020	29294
增长率(%)	7%	14%	18%	17%
净利润（百万元）	718	966	1243	1598
增长率(%)	37%	34%	29%	29%
摊薄每股收益（元）	0.90	0.80	1.04	1.33
ROE(%)	11.92%	14.62%	16.91%	19.24%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 央企背景民营机制，充分激励的专业化团队.....	5
1.1、 百货上市公司唯一央企，背靠中航工业集团.....	5
1.2、 三级激励机制，广泛覆盖中高级管理层及业务骨干.....	6
2、 智慧零售全渠道运营，门店调整引领行业趋势.....	8
2.1、 率先构建智慧零售全渠道，实现数字化融合.....	9
2.2、 以顾客为中心，向购物中心化、主题编辑化转变.....	11
2.2.1 购物中心布局加快，1-2年即可走出培育期.....	11
2.2.2 百货门店转型，以消费者购物体验为中心.....	14
3、 精准定位中产家庭消费，三四线升级渠道下沉正当时.....	19
3.1、 不断学习精准定位，公司门店培育期越来越短.....	20
3.2、 加盟拓展便利店、独立超市，完善线下业态.....	22
3.3、 顺应三四线城市消费升级，渠道下沉加速开店.....	24
4、 盈利预测与评级.....	28
5、 风险提示.....	30

## 图表目录

图 1: 公司实际控制人为国资委, 持股比例 43.4%.....	5
图 2: 线下实体业态与线上移动生活消费服务平台全渠道融合.....	8
图 3: 公司全渠道端口布局之路.....	10
图 4: 宝安天虹购物中心 Kids Republic 英伦小镇.....	11
图 5: 宝安天虹购物中心 Kids Republic 儿童乐园.....	11
图 6: 苏州相城天虹 3 层楼高的室内滑梯.....	12
图 7: 苏州相城天虹亲子主题社区.....	12
图 8: 天虹购物中心为顾客提供全方位关怀.....	13
图 9: Discovery 三楼 Rain@co. 多品牌买手集合馆.....	15
图 10: Discovery 大统装、无柜界鞋履馆.....	15
图 11: 公司 2017 年可比同店营收持续改善.....	16
图 12: 公司 2017 年可比同店利润总额同比增长 17.37%.....	16
图 13: 2017 年公司各细分品类毛利率.....	18
图 14: 2015 年和 2030 年地级市人均可支配收入分配情况, 未来三四线城市拥有巨大消费潜力.....	20
图 15: 首家独立超市 sp@ce 石岩店.....	24
图 16: 天虹无人便利店.....	24
表 1: 公司是 A 股百货类上市公司中唯一央企.....	5
表 2: 核心管理层直接或通过奥轩公司间接合计持有上市公司 0.84% 股份.....	7
表 3: 增持计划的持有人情况.....	8
表 4: 2017 年购物中心同店营业利润高增长.....	12
表 5: 公司购物中心门店选址、面积一览.....	13
表 6: 公司可比同店营业收入增速.....	16
表 7: 公司可比同店利润总额同比增速.....	16
表 8: 公司 2017 年分业态可比店同比数据.....	17
表 9: 公司 2017 年分经营模式可比店情况.....	17
表 10: 2017 年公司转换经营模式导致营业收入减少 6.91 亿元, 调整后 2017 年同店收入增速实际上为 4.43%.....	17
表 11: 2018Q1 公司可比店分业态店效.....	18
表 12: 公司门店调整后, 主营业务毛利率高于 A 股所有可比公司可比业务.....	19
表 13: 截止 2018 年 4 月, 公司现有门店 78 家, 合计经营面积 263 万 m <sup>2</sup> .....	20
表 14: 公司上市后门店变动、经营面积概览.....	21
表 15: 近三年公司新开门店培育期缩短为 1 年.....	22
表 16: 2017 年分业态可比同店数据, 便利店业态坪效、收入利润增速均最高.....	23
表 17: 公司门店城市分布概览.....	24
表 18: 公司门店城市分布明细表.....	24
表 19: 公司分区域可比同店营业收入增速.....	26
表 20: 已签约未开业项目.....	27
表 21: 按业务预测公司 2018-2020 年收入、成本.....	28
表 22: 预测公司 2018-2020 年利润表.....	29
表 23: PEG 相对估值法得出公司目标价 22.49 元.....	29
表 24: 预计 2018-2020 年核心财务数据.....	30

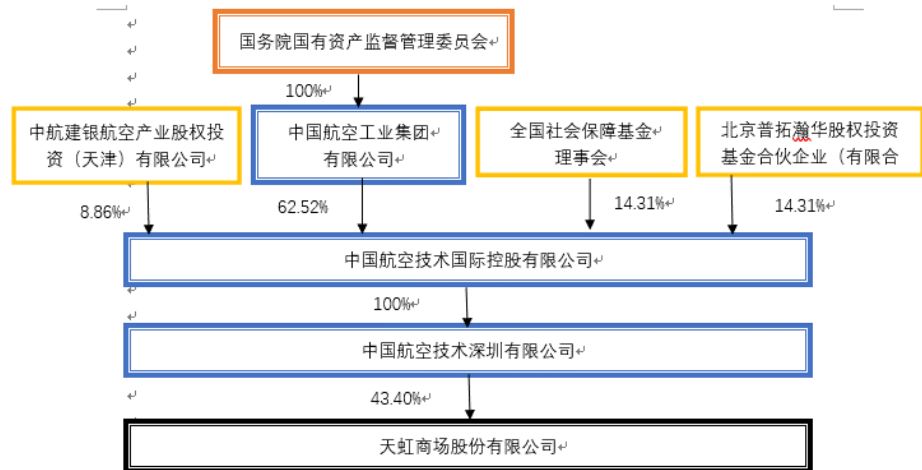
## 1、央企背景民营机制，充分激励的专业化团队

公司是经营百货为主业的上市公司中唯一央企，其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 43.3% 的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司实行了广泛覆盖中高级管理层和业务骨干的多层次股权激励，充分实现了公司与员工利益一体化。

### 1.1、百货上市公司唯一央企，背靠中航工业集团

公司总部位于广东省深圳市，是经营百货为主业的上市公司中唯一央企，其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 43.3% 的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：公司实际控制人为国资委，持股比例 43.4%



资料来源：公司年报，国海证券研究所

中航工业集团是由中央管理的国有特大型企业，是国家授权投资的副部级中央企业，于 2008 年 11 月 6 日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司设有航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业板块，下辖 140 余家成员单位、近 30 家上市公司，综合实力雄厚。

央企背景对于公司包括融资等在内的各方面拥有更好的先天条件，现阶段公司向全国扩张，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。

表 1：公司是 A 股百货类上市公司中唯一央企

代码	名称	公司属性	实际控制人	控股比例%	代码	名称	公司属性	实际控制人/第一大股东	控股比例%
002419.SZ	天虹股份	中央国有	国务院国资委	43.40	600306.SH	商业城	外资企业	黄茂如	24.22

		企业							
000417.SZ	合肥百货	地方国有企业	合肥国资委	38.00	600828.SH	茂业商业	外资企业	黄茂如	81.69
000501.SZ	鄂武商 A	地方国有企业	武汉国资委	21.54	000564.SZ	供销大集	其他企业	海南省慈航公益基金会	15.31
000715.SZ	中兴商业	地方国有企业	沈阳国资委	33.86	000516.SZ	国际医学	民营企业	刘建申	18.88
002187.SZ	广百股份	地方国有企业	广州国资委	53.23	000560.SZ	昆百大 A	民营企业	谢勇	13.92
002561.SZ	徐家汇	地方国有企业	上海国资委	30.37	002277.SZ	友阿股份	民营企业	胡子敬	30.54
600628.S H	新世界	地方国有企业	黄浦区国资委	20.73	600280.SH	中央商场	民营企业	祝义财	41.51
600712.S H	南宁百货	地方国有企业	南宁国资委	18.24	600682.SH	南京新百	民营企业	袁亚非	27.32
600723.S H	首商股份	地方国有企业	北京国资委	37.79	600693.SH	东百集团	民营企业	郑淑芳	45.62
600814.S H	杭州解百	地方国有企业	杭州国资委	56.82	600865.SH	百大集团	民营企业	陈夏鑫	30.00
600821.S H	津劝业	地方国有企业	天津国资委	13.19	600891.SH	秋林集团	民营企业	平贵杰	37.59
600824.S H	益民集团	地方国有企业	黄浦区国资委	39.04	601086.SH	国芳集团	民营企业	张春芳,张 国芳	42.12
600859.S H	王府井	地方国有企业	北京国资委	38.18					
603123.S H	翠微股份	地方国有企业	海淀区国资委	32.83					

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 1.2、三级激励机制，广泛覆盖中高级管理层及业务骨干

零售行业属于充分竞争行业，行业公司普遍呈现销售规模大但毛利率、净利率双低、期间费用率高的特点，盈利能力对毛利率和费用率极度敏感，因此需要强有力的经营能力和主观能动性把控效率、严控费用。如表一所示，百货类上市公司国企居多，笼统来看国企在激励、考核机制等方面似乎存在着天然的短板，但公司早在上市之初就实现了**核心管理层集中间接持股**，2017年底董事会通过了《市场化股票增持计划》，实施后将实现**广泛覆盖中高级管理层和业务骨干的员工持股**，充分实现了公司与员工利益一体化的多层次激励，同时**在所有业态中推行超额利润分享机制**，形成了**核心管理层集中间接持股+中高级管理层、业务骨干员工持股+业务单位超额利润分享的三级激励机制**。



早在公司上市之前，天虹已经实现了核心管理层的间接持股，上市后也随着核心管理层的人员变动不断调整，保持了公司核心经营团队的充分激励。2002年3月27日，中航技深圳公司总经理办公会通过天虹商场实施管理层持股的方案。2002年，天虹商场经营管理层出资组建了奥尔公司、深圳市奥轩投资咨询有限公司(后更名为“可来公司”)和深圳市奥昂投资咨询服务股份有限公司(后更名为“康达特公司”)，由上述三公司以现金方式对天虹商场进行增资，从而实现了经营管理层间接持有天虹商场股权。2007年，奥轩股份公司收购奥尔公司、可来公司和康达特公司的全部股权，天虹商场115名管理层人员通过奥轩股份公司及奥尔公司、可来公司和康达特公司间接持有天虹商场3,181.85万股，占公司发行前总股本的9.091%。上市后随着公司股本的变动以及管理人员的流转，管理层的持股比例也做出相应变动。截止2017年底，包括公司董事长、总经理、副总、董秘、监事等10人核心管理层直接或通过奥轩公司间接合计持有公司6,731,892股，参照2018年4月16日20.72元的收盘价，合计市值约1.39亿元，占公司总股本的0.84%。

表2: 核心管理层直接或通过奥轩公司间接合计持有上市公司0.84%股份

姓名	职务	2017年底持股数(股)	参考持股市值(元)	占公司股本比例
高书林	董事长,原总经理	1,268,461	26,282,512	0.16%
宋瑶明	副总经理,总会计师	1,227,361	25,430,920	0.15%
孙金成	副总经理	1,218,561	25,248,584	0.15%
侯毅	副总经理	856,876	17,754,471	0.11%
吴健琼	副总经理	738,000	15,291,360	0.09%
万颖	董事会秘书	473,120	9,803,046	0.06%
郑蔓	副总经理	311,159	6,447,214	0.04%
陈瑀	监事	338,029	7,003,961	0.04%
姜勇	副总经理	238,625	4,944,310	0.03%
张旭华	董事,总经理,原副总经理	61,700	1,278,424	0.01%
合计	董监高核心管理层	6,731,892	139,484,802	0.84%

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

2017年12月29日, 公司董事会审议通过了《市场化股票增持计划》, 计划的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)**, 自愿参与对象拟认购增持计划的资金总额不超过人民币11,844万元, 预计的持有人情况如下表3, 最终参与人员以及持有人具体持有金额以员工实际缴纳出资为准。增持计划设立后其全部资产认购招商资管-天虹商场股份有限公司员工持股计划第1期定向资产管理计划, 资产管理计划的投资范围为天虹股份股票, 资产管理计划将在股东大会审议通过增持计划后6个月内以二级市场购买(包括不限于竞价交易、大宗交易、协议转让)等方式的完成标的股票建仓。2018年1月16日公司2018年第一次临时股东大会审议通过上述计划, 截止目前, 公司已通过二级市场累计购买公司股票4,614,227股, 占公司总股本的0.58%, 交易金额76,706,573.72元, 交易均价16.62元。增持计划的锁定期为12个月(截至2017年底入职不满2年的持有人持有的份额锁定期为24个月), 锁定期满后, 持有人每年可减持不超过其持有本次增持计划总份额50%的股票。

超额利润分享机制已经覆盖所有业态（包括大店、便利店），2017年所有能够独立核算的业务单位都实现了超额利润，90%以上的门店获得了超额利润分享，具体额度取决于员工贡献程度，同店同比、营业目标的完成情况都体现了该机制的结果。但是公司也在推进激励机制的过程中避免因为目标导向，导致内部错误竞争。

表 3: 增持计划的持有人情况

序号	持有人	职务	认购金额 (万元)	占总金额比例
1	高书林	董事长	92	6.47%
2	张旭华	董事总经理	84	
3	宋瑶明	副总经理兼总会计师	78	
4	侯毅	副总经理	78	
5	吴健琼	副总经理	78	
6	孙金成	副总经理	78	
7	郑蔓	副总经理	78	
8	姜勇	副总经理	78	
9	万颖	董秘	66	
10	陈瑀	职工监事	56	
11	其他员工（不超过 232 人）		11078	93.53%
12	合计		11844	100%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、智慧零售全渠道运营，门店调整引领行业趋势

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虹领中的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局，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 2017 年底，公司在北京、广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江、四川等 8 省 21 市开设了综合百货 67 家、独立超市 68 家、购物中心 7 家、便利店 148 家，经营面积约 256 万平方米。

公司在行业内率先突破传统百货购物模式，从实体店走向线上线下融合的数字化，率先打造出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”，随后逐步创新，在实体门店的基础上增加了购物中心与便利店的一大一小业态，并通过官方 APP 虹领中、天虹微信形成线上线下融合的数字化、多业态战略发展格局，实现了智慧零售全渠道运营。

图 2: 线下实体业态与线上移动生活消费服务平台全渠道融合





资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2.1、率先构建智慧零售全渠道，实现数字化融合

公司早在 2013 年 9 月就开始与腾讯合作，率先推出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”，随后 10 月推出天虹微店，2014 年 12 月“天虹微品”APP 上线，2015 年 10 月定位于本地化生活消费服务平台的“虹领巾”APP 上线，至此天虹实体门店、网上天虹和天虹微信、天虹微店、天虹微品、虹领巾，共同构成天虹全渠道零售平台，公司全渠道端口布局也基本成型。

### ● 2013 年 9 月，与腾讯微生活合作打造微信服务号“天虹”

此平台通过腾讯微生活，将商场商品、优惠和服务信息上传，让顾客通过订阅获取个性化资讯；同时，实现会员系统的无缝对接，让会员无需持会员卡即可享受会员优惠，并获取积分和消费信息；通过智能客服，实现与顾客一对一的互动、活动预约报名。平台首先于 2013 年 9 月 13 日在深圳市宝安中心区购物中心上线，天虹全国其他 60 家门店计划陆续上线，10 月中旬开通购物功能。

### ● 2013 年 10 月，与腾讯微购物合作推出天虹微店

天虹微店将实体店数字化、可视化至手机端，顾客可在手机上随时随地订阅喜欢的品牌、商品，打造专属百货，可以在天虹微店中购买实体门店中的精选商品，也可以购买网上天虹的商品，通过在“天虹微店”进行注册即可获得会员资格及绑定实体店会员卡，以及获取各种优惠券，实现在线一对一导购服务和与天虹店员在线沟通、使用“天虹微店”进行网上社交互动等。

● 2014 年 2 月 28 日，天虹微信公众账号实现了天虹全国所有门店上线运营同时购物功能进行了升级，顾客既可以在天虹微信公众账号上购买线下实体店推荐的商品，到店提货；也可以购买网上天虹的全部商品，支持送货上门。

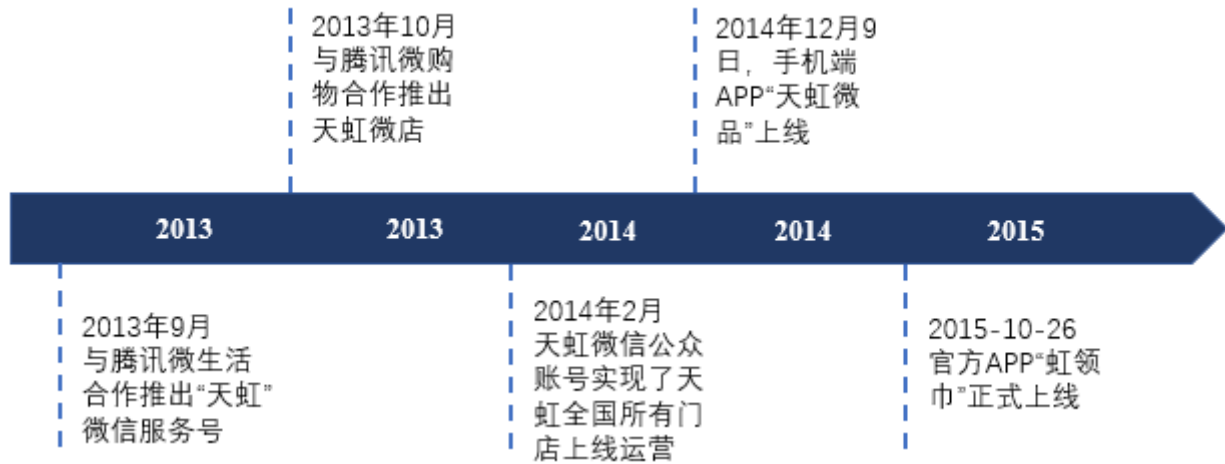
### ● 2014 年 12 月 9 日，手机端 APP“天虹微品”上线

12 月 10 日起先对深圳地区员工开放。天虹微品通过精选商品传送至手机端，“店主”可根据需要在自己开设的“网店”编辑商品，再利用微信、微博、QQ 等社交工具将商品分享至自己的社交圈，提供服务，形成销售。随着“天虹微品”的上线，公司已形成“天虹微信、天虹微店、天虹微品”的全渠道移动端布局。

● 2015-10-26 官方 APP “虹领巾” 正式上线

“虹领巾”是公司自主打造的本地化生活消费服务平台，主要包括购物平台、营销中心、会员联盟、本地生活四大核心功能。该平台已实现购物平台、营销中心的功能，其中购物平台包含公司“天虹到家”及“海淘”业务。公司陆续开通会员联盟、本地生活等功能，与周边商户通过“互联网+”的方式建立以积分为基础的会员互通，实现线上线下联合营销；也根据用户的不同场景消除本地生活消费痛点，连接社区生活服务，为本地顾客提供更便利、更懂生活的解决方案。

图 3: 公司全渠道端口布局之路



资料来源：公司公告，国海证券研究所

虹领巾作为天虹业务数字化的统领，成为天虹的会员中心、商品中心、营销中心、大数据中心和流量共享中心。截至 2017 年底，虹领巾会员人数逾 600 万、天虹微信会员人数近 600 万，超过 3600 万人次通过虹领巾交互获取信息或消费，全年 GMV<sup>1</sup>13.6 亿元。截至 2017 年底，全国门店均已支持天虹到家以及手机自助买单，其中天虹到家销售同比增加近 9 倍，手机自助买单销售截至 17Q4 占超市销售达 21.7%；73 家门店上线专柜 PAD 收银，收银金额占百货销售截至 17Q4 已达到 87.56%。

2018 年 4 月 25 日，公司与腾讯签订了《天虹-腾讯战略合作谅解备忘录》，就零售数字化，智能化等领域达成战略合作。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，务实探索零售业务前沿的技术应用。合作内容包括：

- 1、共同探讨智能识别技术在天虹全零售业态的应用，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分析应用。
- 2、开展数据层面深度合作，应用于天虹顾客洞察、精准营销、精细化运营和门店选址等。
- 3、围绕微信支付和金融业务的零售场景新应用开发和案例打造。
- 4、将天虹成熟的数字化技术应用产品和工具在微信平台模块化，并基于微信生态适时进行赋能输出。

此次战略合作是基于双方资源和能力的互补与结合，助力双方的战略发展。有助于公司在人工智能技术和大数据方面进行创新应用和可持续发展，推动公司效率提升、成本降低和客户体验优化。备忘录表述了双方合作意向，之后双方将尽快完成合作事宜的各项细化工作，并另行签署协议

<sup>1</sup> GMV：商品销售规模，属于电商平台企业成交类指标，主要指拍下订单的总金额，包含付款和未付款两部分

## 2.2、以顾客为中心，向购物中心化、主题编辑化转变

包括上文提到的全渠道化在内，公司早在 2013 年就开始积极推进业态转型与创新，一方面布局购物中心等体验性业态，同时进军超市、便利店，形成完整的线下业态闭环；另一方面不断升级改造原有百货门店，通过购物中心化、生活方式主题编辑化推动百货转型。除此之外，公司亦发力供应链重塑，在超市便利店，逐步建立全球直采网络，提高生鲜直采比例，开发自有品牌；在百货运营方面，招募并搭建专业的时尚买手及商品运营团队，同时加大与世界知名品牌的合作，提供更多更好更潮流的服饰选择。

### 2.2.1 购物中心布局加快，1-2 年即可走出培育期

过去的 2017 年是新零售元年，以阿里巴巴推出盒马生鲜新业态，入股三江购物为标志，点燃了整个线下零售价值重估、业态转型的热情。2015 年受经济下行以及累积的网购替代等各方面的影响，零售行业触底，全国各大商场纷纷加大餐饮娱乐等体验性消费的比重；天虹紧跟消费趋势，对消费者以及行业进化方向有极强的洞察力，早在 2013 年公司就正式制定并实施了“全渠道”、“体验式消费”和“价值链纵向整合”三大战略，用以指导公司未来的发展，同年公司首家购物中心开业。

天虹购物中心的面积约 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 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。

图 4：宝安天虹购物中心 Kids Republic 英伦小镇



资料来源：赢商网，国海证券研究所

图 5：宝安天虹购物中心 Kids Republic 儿童乐园



资料来源：赢商网，国海证券研究所

- 2013 年 10 月 26 日，公司首家购物中心——深圳宝安中心区天虹购物中心实现全面开业，标志着公司正式开始了购物中心的发展历程。
- 2014 年，新开杭州购物中心与吉安购物中心，初步构建了购物中心业态的商业规划和经营管理能力。



- 2016年，新开新沙天虹购物中心，是深圳首家欢乐体验型购物中心。
- 2017年公司购物中心的布局加快，4月28日厦门君尚购物中心开业，这是天虹旗下高端品牌“君尚”首次在广东省外市场拓展；6月24日宝安购物中心 Kids Republic 英伦小镇正式开街，这是全国首家集儿童零售、娱乐、体验、培训、餐饮于一体的畅享欢乐时光的亲子主题街区；11月29日吉安泰和天虹购物中心开业，这是公司首次在县级市场开设购物中心，也是华中区首家儿童主题式购物中心；12月29日开业的相城天虹购物中心，作为苏州首家欢乐体验型购物中心，打造了20000平方米埃及小镇“Kids Republic”、3000平方米餐饮主题街区“YES！街”、15000平方米“影食界”及流光溢彩的灯光广场，致力于为顾客提供全天候、一站式的欢乐购物体验。
- 2018年2月4日，余干天虹购物中心盛大开业，定位为欢乐家庭式购物中心，满足家庭“吃喝玩乐购”的需求。

截至2018年4月，公司共有8家购物中心，分布在华南、华中、华东等区域。公司一般门店的培育期需要1-5年不等，但购物中心由于体验式消费占比更高，不同于传统百货联营扣点的盈利模式，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（详见报告第三部分财务分析），公司的购物中心只需1-2年即可走出培育期。

图 6：苏州相城天虹 3 层楼高的室内滑梯



资料来源：赢商网，国海证券研究所

图 7：苏州相城天虹亲子主题社区



资料来源：赢商网，国海证券研究所

2013年10月开业的深圳宝安中心区购物中心在2014年实现盈利，培育期1.2年（我们粗略按照实现盈利当年年末计算，下同）；2014年7月开业的吉安购物中心2015年实现盈利，培育期1.5年，当年杭州购物中心实现大幅减亏，公司购物中心事业部实现整体盈利。公司2017年购物中心业态同店实现销售额20.36亿元，同比增长14.67%，开业四年多的宝安中心店利润仍有近33%的高增速，开业三年多的吉安购物中心和杭州购物中心利润均实现翻倍增长。

表 4：2017 年购物中心同店营业利润高增长

地区	门店	数量 (家)	销售额 (万元)	销售额 同比增	坪效 (元/	营业收 入(万	营业 收入	利润总 额增速
----	----	-----------	-------------	------------	-----------	------------	----------	------------

				幅	m <sup>2</sup> )	元)	增速	
华南	宝安中心店	1	114,208	15.01%	15,988	49,119	1.40%	32.99%
华中	吉安店	1	48,201	20.66%	6,816	22,741	3.20%	118.37%
华东	杭州店	1	41,153	7.54%	5,439	9,094	3.73%	131.96%
合计		3	203,562	14.67%	9346	80,954	2.16%	-

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 5：公司购物中心门店选址、面积一览

开业年份	商场名称	位置	经营面积	开业时间	营业场所	备注	培育期
2013	深圳宝安中心区天虹购物中心	深圳市宝安区	72000	2013/10/26	深圳市宝安区西乡大道与新湖路交汇处	2014 年实现盈利	1.2
2014	吉安购物中心	江西省吉安市	101206	2014/7/16	江西省吉安市井冈山大道 151 号	2015 年盈利	1.5
	杭州购物中心	浙江省杭州市	73049	2014/6/27	杭州市江干区新塘路 108 号中豪五福新天地	2015 年大幅减亏，后未披露	
2016	深圳新沙天虹购物中心	深圳市宝安区	96000	2016/12/16	深圳市宝安区沙井街道新沙路与西环路交汇处 2105 号		
2017	厦门君尚购物中心	福建省厦门市	56091	2017/4/28	厦门市思明区环岛东路 1803 号		
	江西泰和天虹购物中心	江西省吉安市	30000	2017/11/29	泰和县嘉禾大道与泰和大道交汇处		
	苏州相城天虹购物中心	江苏省苏州市	114,769	2017/12/29	苏州市相城区相城大道 1168 号		

资料来源：公司公告，国海证券研究所

根据公司公开披露的机构调研记录显示，公司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，计划每年开设 6-8 家，我们认为，随着公司购物中心开店速度的提升，以及购物中心培育期短、能够很快贡献利润，未来公司营收和利润将保持高速增长。同时，**公司探索以管理输出和加盟的方式加速购物中心店的扩张**，截止目前吉安、泰州已签约两家加盟购物中心（详见下文表 18），佛山与招商地产合作实现 IPARK 管理输出，扬州与中集地产合作进行管理输出。经过国内诸多的尝试，公司认为购物中心的管理输出与酒店模式类似，酒店管理输出在全球已经非常成熟。公司日后将加强轻资产运营，增厚利润。

图 8：天虹购物中心为顾客提供全方位关怀

## 客服平台 CUSTOMER SERVICE PLATFORM

### 天虹购物中心场内服务

- 母婴室
- 导购咨询服务
- 免费办理会员卡、积分兑换礼品
- 真情告白
- 购物免费停车
- 凭购物小票开发票
- 寻人启事、失/拾物招领
- 免费办理会员卡、积分兑换礼品

### 天虹购物中心线上服务

- 微信/虹领巾在线服务和电话在线服务
- 天虹到家：超市直送2小时到家
- 场内商铺电话咨询服务
- 在线预订餐饮
- 在线订购电影票
- 顾客意见服务
- 微信相亲会
- 微信订阅品牌最新信息

### 天虹购物中心收费服务

- 雨伞租借：押金20元/把
- 轮椅租借：押金300元/台
- 婴儿车租借：押金500元/台
- 传真：市内2元/份、市外收取5元/份
- 复印：1元/张（A4纸）
- 礼品包装：小包装5元（半张包装纸以内用量）、中包装10元（半张至一张包装纸用量）、大包装20元（一张及以上包装纸用量）

资料来源：公司官网，国海证券研究所

## 2.2.2 百货门店转型，以消费者购物体验为中心

公司早在 2013 年就开始持续推动传统百货向购物中心化、生活方式主题编辑化、互联网化三个方面转型，强化实体店的体验消费。公司主要从以下三个方面推进百货门店的业态转型：

- **购物中心化**：即不断提升体验式消费面积占比，2014 年百货整体即时消费面积占比超过 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<sup>2</sup>原有从传统百货联营模式转化为体验式消费。
- **主题编辑化**：包括新开门店主题编辑化和原有门店的调整。原有百货店是按早商品的品类逻辑来布局和经营，新零售下消费者自我的意识越来越强，消费越来越个性化、情感化，“**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，就是要打破百货店品牌独立设柜的传统方式，转变成以顾客为中心构建消费场景，更加强调体验价值，更加强调从卖商品转向提供生活解决方案。主题的界定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。

公司首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”于 2016 年 9 月开业，取得了顾客的高度评价，君尚 3019、珠海天虹、民治天虹紧随其后实现了百货业态全面主题编辑化。2017 年 5 月 12 日，深南天虹转型为“天虹 Discovery”主题编辑门店，为 80 后女性定制时尚；苏州石路天虹 CC.Mall、长沙沙湾公园天虹 CC.Mall 分别于 5 月 19 日、9 月 27 日开业，是百货与购物中心高度融合的新产品，打造面向年轻人及年轻家庭的多彩潮酷乐园。

天虹 Discovery 这家店打破百货店品牌独立设柜的传统方式，进行经营品类重组，按照品类进行统一装修，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、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 家居生活馆六个生活方式主题馆。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按生活方式规则呈现，使顾客产生情景购物冲动的购物场所。这使得顾客在“小而精”的购物场所内，能准确又迅速地购买到所需的東西，同时内衣馆、鞋履馆这种大统装、无柜界的设计模式，使得顾客能一站式解决试衣试鞋问题，直击顾客在地平广阔的购物中心的购物痛点。

图 9: Discovery 三楼 Rain@co. 多品牌买手集合馆



资料来源：赢商网，国海证券研究所

图 10: Discovery 大统装、无柜界鞋履馆



资料来源：网络图片，国海证券研究所

- 个性化: 公司打破传统百货联营模式禁锢，采用更多天虹自营品牌与买手店集合等合作模式。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。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。截至 2016 年底，女杂集合馆 Rain&Color 和家居集合馆 Rain&Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain&Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain&Kids 开设 1 家，并将在以后的门店中推广复制。

公司原有门店的购物中心化、生活方式主题编辑化对经营业绩有两方面的影响，一方面由于餐饮娱乐等即时性消费按照租金确认收入，不同于传统百货联营扣点的确认方式，因此会导致坪效和营业收入的下降；另一方面，对门店的改造使得门店更符合潮流趋势和消费者审美、体验所需，从而获得到店频率的提高、逗留时间的延长、客单价的提高，从而整体上会提升门店的盈利能力。这种经营层面的变动充分体现在 2017 年公司同店数据上，我们下一步详细分解。

我们从公司详细披露的 2017 年可比同店的数据来看，2017 年公司的可比同店营业收入增速为-0.23%，从趋势上来说自 2015 年以来持续改善；值得注意的是公司 2017 年可比同店利润总额同比增长 17.37%，延续 2016 年增长态势，创下近 7 年最高增速。

表 6: 公司可比同店营业收入增速

区域	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华南区	15.24%	16.46%	4.45%	1.75%	0.60%	-2.32%	-2.16%	-0.13%
华中区	31.58%	40.37%	16.08%	6.74%	3.17%	4.24%	0.51%	2.87%
华东区	23.43%	27.18%	7.26%	14.90%	7.18%	-3.27%	-9.78%	-2.32%
东南区	25.13%	22.49%	-1.83%	7.87%	-0.64%	-8.07%	-9.27%	-3.06%
北京公司	--	39.53%	-9.97%	4.27%	-3.17%	-3.46%	-10.48%	-4.44%
成都					21.95%	-1.52%	-7.70%	-4.01%
君尚			3.94%	2.73%	1.24%	-2.18%	-3.08%	
购物中心						18.23%	7.04%	2.16%
合计	17.48%	20.01%	4.28%	3.89%	1.25%	-1.66%	-2.94%	-0.23%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

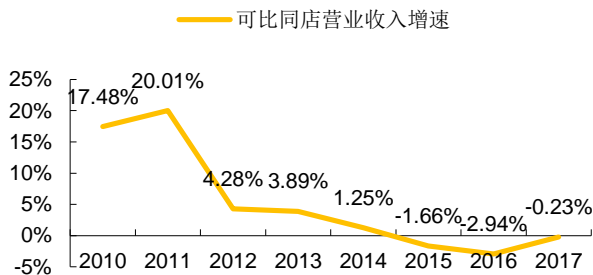
表 7: 公司可比同店利润总额同比增速

区域	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华南区	4.45%	10.31%	9.45%	3.79%	-7.94%	-0.14%	10.01%
华中区	16.08%	34.18%	6.07%	45.81%	37.02%	31.76%	28.44%
华东区	7.26%	42.26%	53.85%	237.20%	3.00%	-4.87%	95.43%
东南区	-1.83%	-4.26%	4.74%	-2.23%	-21.92%	-30.51%	22.46%
北京	-9.97%	14.01%	57.75%	-22.37%	-32.61%	16.06%	58.99%
成都				-31.80%	3.48%	49.14%	44.16%
君尚	3.94%	27.41%	24.95%	-34.76%	-23.48%	102.68%	-
购物中心					7238.24%	621.30%	-
合计	4.28%	13.98%	13.23%	4.20%	-5.30%	9.73%	17.37%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

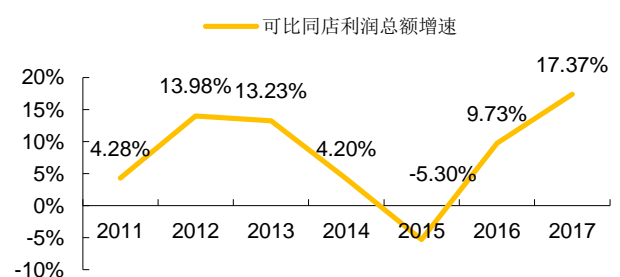
注: 2017 年购物中心业态未单独核算, 合并在了各区域中。

图 11: 公司 2017 年可比同店营收持续改善



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 12: 公司 2017 年可比同店利润总额同比增长 17.37%



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

从 2017 年同店收入的结构数据来看，2017 年公司门店实现销售额 218.94 亿元，同比增长 2.78%；之所以导致可比店营业收入口径的下滑，原因正是在于公司对原有门店的购物中心化、主题编辑化，约 7 万平原本以联营方式经营的面积转化为了租赁形式，即餐饮娱乐类的体验性消费，详见下表 8。

按照会计准则的要求，联营模式公司按照扣点方式确认营业利润，全额计收入；而体验性消费的租赁模式公司按照租金确认收入，收入确认口径的不同导致公司门店调整后在总销售额提升的情况下营业收入总额却出现下滑。

表 8：公司 2017 年分业态可比店同比数据

业态	销售额 (万元)	销售额同比 增幅	坪效(元 /m <sup>2</sup> )	营业收入 (万元)	营业收入同 比增幅	利润总额同 比增幅	营业面积 (万 m <sup>2</sup> )	单位面积营 业收入 (元/m <sup>2</sup> )
百货	1,399,173	2.88%	9,782	1,058,334	-0.08%	19.55%	143.04	7,399.10
超市	604,332	-0.70%	22,552	527,341	-0.42%	7.37%	26.80	19,678.91
购物中心	175,465	15.06%	8,500	56,281	-1.25%	77.74%	20.64	2,726.40
便利店	10,430	14.86%	28,928	7,217	3.16%	103.33%	0.36	20,016.62
合计	2,189,400	2.78%	11,473	1,649,173	-0.22%	17.71%	190.83	8,642.08

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：百货业态仅指综合百货店中的百货业态；超市业态指综合百货店的超市业态以及购物中心店中的超市业态和独立超市；购物中心业态指购物中心店中除超市业态外的其他部分。

表 9：公司 2017 年分经营模式可比店情况

经营 模式	销售额	销售额同 比增幅	坪效同比 增幅	营业收入	营业收入 同比增幅	面积(m <sup>2</sup> )	面积同比 变动	2016 经营 面积	经营面积 变动(m <sup>2</sup> )
自营	513,288	-1.79%	7.23%	467,986	-0.92%	247,275	-8.41%	269,980	-22,705
联营	1,213,685	-1.57%	5.69%	1,073,128	-1.56%	952,329	-6.87%	1,022,580	-70,251
租赁	451,997	23.72%	8.16%	100,842	21.09%	705,159	14.39%	616,452	88,707

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 8 显示，百货、购物中心两种业态，2017 年坪效（单位面积销售额）差别并不大，百货 2017 年坪效为 9782 元，比购物中心业态 8500 元高出 1282 元。但正如我们刚刚分析，购物中心的体验性消费业态占比更高，一般在 40%以上，导致购物中心业态的单位面积营业收入仅为 2726 元，仅为百货业态的约 1/3。

我们通过表 9 能够计算得出公司 2016、2017 年不同经营模式下单位面积确认的营业收入，自营主要是超市业态，百货的联营模式每平方米 2017 年实现营业收入 11268 元，是租赁模式 1430 元的 8 倍，由于 7 万多平方米同店经营面积由联营改为了体验性的租赁模式，导致 2017 年公司同店营业收入从会计核算角度少确认 6.91 亿元，将这部分调整后公司 2017 年实际可比同店收入增速应为 4.43%。

表 10：2017 年公司转换经营模式导致营业收入减少 6.91 亿元，调整后 2017 年同店收入增速实际上为 4.43%

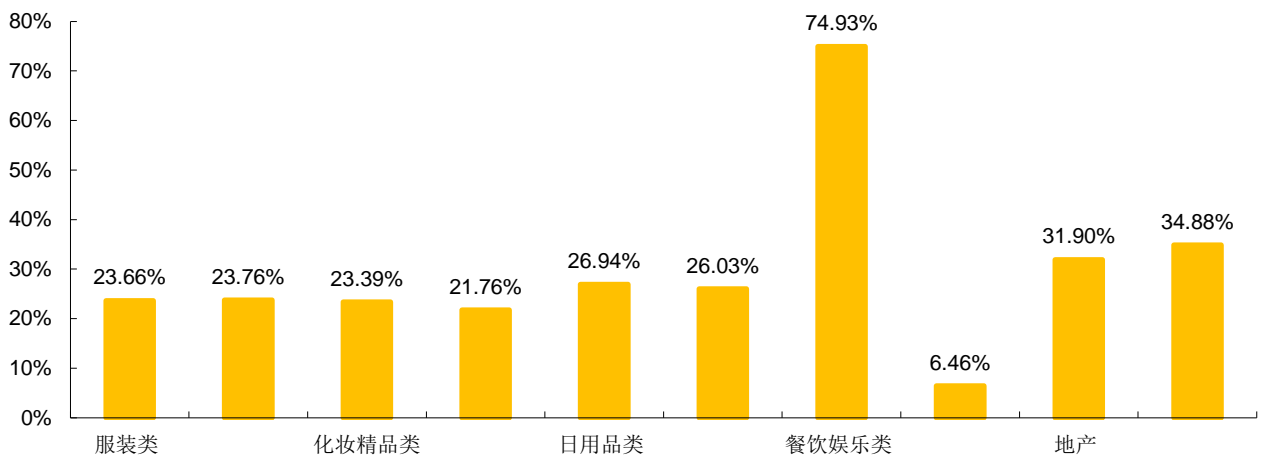
经营模式	单位面积营业收入(元/m <sup>2</sup> )		改变经营模式少确认收入总额(亿元) (11268-1430)*70251/100000000=6.91	调整后 2017 可比同店收入增速 (164.92+6.91)/164.92/(1-0.23%)-1 =4.43%
	2016	2017		
自营	17495	18926		

联营	10661	11268	
租赁	1351	1430	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

我们再从公司可比同店利润角度来看业态转化的影响，下图 13 是 2017 年公司各细分品类毛利率，百货联营模式中的包括服装、化妆精品、皮鞋皮具等主要品类毛利率在 21.5-24%左右，体验性消费餐饮娱乐类毛利率为 74.93%，这很好地解释了公司 2017 年在调整业态同店营收下滑后营业利润大幅上升的原因。2017 年可比同店利润总额同比增长 17.37%，延续 2016 年增长态势，创下近 7 年最高增速。

图 13：2017 年公司各细分品类毛利率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司 2018 年一季报的数据很好地验证了我们的判断。百货业态同店收入 7.05% 增速，购物中心同店同比增长 11.5%，所有可比门店合计 1 季度同比收入增长 4.96%。

表 11：2018Q1 公司可比店分业态店效

业态	销售额(万元)	销售额同比增幅	营业收入(万元)	营业收入同比增幅	利润总额同比增幅
百货	434,244	17.03%	302,379	7.05%	36.25%
超市	180,558	-0.22%	149,783	0.26%	-13.59%
购物中心	62,667	16.27%	19,265	11.50%	82.49%
合计	677,469	11.81%	471,427	4.96%	21.28%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：可比店指 2017 年 1 月 1 日以前开设的直营门店

我们再从公司主营业务零售毛利率来看购物中心化、门店编辑化对于盈利能力的影响，我们按照公司所属申万三级行业分类，剔除不可比公司，对于业务包含毛利率较高的其他收入的情况，我们选取可比公司的细分零售业务毛利率作比较，2017 年 18 家可比公司毛利率最高值 22.99%，2018 年一季度 15 家可比公司毛利率最高值 22.27%，均低于公司 2017 年 25.25%、2018Q1 25.29% 的毛利率。公司

门店调整后,2017年毛利率同比+1.25pct,2018Q1毛利率继续提升至25.49%,盈利效率高于A股所有可比公司零售业务。

表 12: 公司门店调整后,主营业务毛利率高于 A 股所有可比公司可比业务

代码	证券简称	销售毛利率(%)			
		2018 一季报	2017 年报	2016 年报	2015 年报
<b>002419.SZ</b>	<b>天虹股份*</b>	<b>25.49</b>	<b>25.25</b>	<b>24.00</b>	<b>23.56</b>
最高值	最高值	22.27	22.99	24.18	24.77
中位值	中位值	18.12	18.92	18.99	19.36
平均值	平均值	18.30	18.79	19.15	19.14
600628.SH	新世界*	-	22.99	24.18	24.77
002561.SZ	徐家汇*	-	18.84	18.85	18.00
600828.SH	茂业商业*	-	21.12	20.14	15.63
002277.SZ	友阿股份	22.27	17.88	17.64	16.70
600723.SH	首商股份	22.08	22.60	22.45	21.87
600814.SH	杭州解百	21.62	21.68	21.60	20.73
600280.SH	中央商场	21.24	20.36	20.24	20.49
600859.SH	王府井	20.16	19.90	20.50	20.62
000501.SZ	鄂武商 A	19.96	21.87	21.46	21.06
603123.SH	翠微股份	18.47	18.99	19.13	20.06
000715.SZ	中兴商业	18.12	18.42	18.55	18.66
000417.SZ	合肥百货	17.18	18.37	18.27	17.90
000564.SZ	供销大集	16.36	13.58	22.99	23.59
002187.SZ	广百股份	16.34	16.22	17.78	18.13
600821.SH	津劝业	16.09	20.41	15.24	20.60
601086.SH	国芳集团	15.57	16.48	16.45	17.08
600712.SH	南宁百货	14.84	13.97	13.68	13.05
600306.SH	商业城	14.23	14.52	15.57	15.60

资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 标\*的公司综合毛利率中包含了毛利率较高其他业务, 我们只选取零售业务的毛利率做表。

### 3、精准定位中产家庭消费,三四线升级渠道下沉正当时

公司定位为服务城市中产阶级家庭生活,公司上市之初门店集中在深圳地区,经过近几年的发展,公司门店广泛分布于一二线、三四线及以下城市;门店位置上,公司既可以在城市中心区开设门店,也可以在社区开设门店;物业上;公司门店物业可小可大。各层面的多元化让公司拥有更强的灵活性和适应性。

根据经济学人智库预测,到2030年中国地方资源不平衡的现象将得到有效缓解,工业与就业的转移将带来低线城市经济与居民收入的增长。其针对286个地级市的统计分析显示,到2030年,地级市的居民人口中,高收入的比例将大幅增加,地级市中的富裕城市将越来越多,中高收入人群的分布将保持扩大(详见下

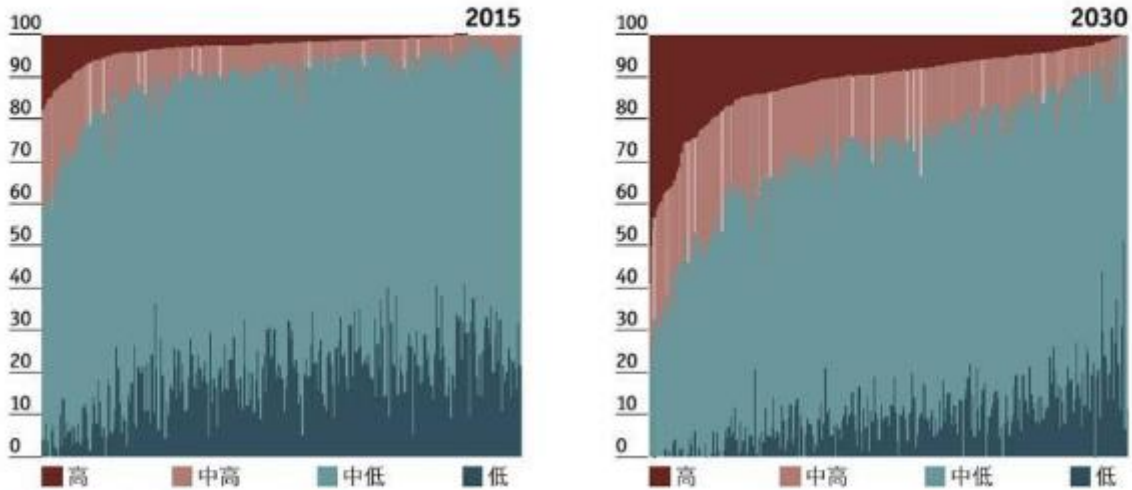


图 14)。

在一二线城市商业综合体供给日趋饱和、三四线城市消费升级的大趋势下，公司不断开拓新的市场，截止 2018 年 4 月，公司已 15.5% 的经营面积布局在包括珠海、岳阳、绍兴、嘉兴、惠州等三线城市，和株洲、湘潭、娄底、吉安、共青城、赣州等四线及以下城市。

图 14: 2015 年和 2030 年地级市人均可支配收入分配情况，未来三四线城市拥有巨大消费潜力

2015 年和 2030 年地级市人均可支配收入的分配情况  
(占总人口的百分比, 经灰色收入调整后, 2015 年不变价)



资料来源: 经济学人智库, 国海证券研究所

公司在 2010 年上市之初拥有 35 家门店，合计经营面积 101.78 万 m<sup>2</sup>，之后保持了较高的开店速度，截止 2018 年 4 月，公司现有门店 78 家，其中百货 68 家，购物中心 8 家，独立超市 2 家，合计经营面积约 263 万 m<sup>2</sup>，加盟便利店 148 家。在不断尝试开店并调整、定位的过程中，公司门店培育期越来越短，也摸索出了一套管理输出+加盟+利润分成的购物中心快速扩张模式，未来公司将不断考量性地选取当地没有一体化商业综合体的三四线城市进行渠道下沉。

表 13: 截止 2018 年 4 月，公司现有门店 78 家，合计经营面积 263 万 m<sup>2</sup>

地区	综合百货		独立超市		购物中心		便利店	
	数量	面积 (m <sup>2</sup> )	数量	面积 (m <sup>2</sup> )	数量	面积 (m <sup>2</sup> )	数量	面积 (m <sup>2</sup> )
华南区	37	1052844	2	9576	2	177890	123	9345
华中区	18	563648	0	0	2	126121	0	0
东南区	5	143944	0	0	1	56091	25	3140
华东区	4	146900	0	0	3	231919	0	0
北京	3	84799	0	0	0	0	0	0
成都	1	39825	0	0	0	0	0	0
合计	68	2031960	2	9576	8	592021	148	12485

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国海证券研究所

### 3.1、不断学习精准定位，公司门店培育期越来越短



我们整理了公司自 2010 年 12 月上市以来每年的新开门店和关闭门店信息，如下表 6 所示，公司上市之初拥有老门店 35 家，上市后每年都在扩展门店数量，2015 年是整体零售行业较为艰难的一年，因而公司开店速度放缓，当年仅开两家门店，关闭 4 家亏损门店，是门店数量减少的唯一年份。

表 14: 公司上市后门店变动、经营面积概览

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
业务量								
门店数量:合计(家)	43	50	59	62	67	65	71	76
门店数量:直营(家)	40	46	55	60	66	64	69	73
门店数量:特许经营	3	4	4	2	1	1	2	3
门店经营面积(万 m <sup>2</sup> )	101.78	124.23	153.00	172.00	195.00	197.00	232.00	256.00
新开门店数量	6	8	9	5	7	2	7	5
净增加门店数量	6	7	9	3	5	-2	6	5
净增加经营面积(万 m <sup>2</sup> )		22.45	28.77	19.00	23.00	2.00	35.00	24.00
百货				60.00	63.00	62.00	67.00	67.00
购物中心				2.00	4.00	3.00	4.00	7.00
便利店	0.00	0.00	0.00	0.00	158.00	166.00	157.00	148.00
独立超市								2.00
新开门店	东莞黄江店	永安天虹	北京新奥店	宝安购物中心	深圳坂田店	惠阳开城店	湖南湘潭店	厦门君尚
	北京国展店	常州溧阳店	绍兴柯桥店	南昌红谷店	君尚深南店	象湖新城店	南昌 COOL+	长沙沙湾公园 CC.Mall
	深圳公明店	东莞虎门店	厦门海沧店	成都红牌楼	杭州购物中心		珠海店	泰和购物中心
	东莞厚街店	江西赣州店	深圳前海店	南昌京东店	吉安购物中心		苏州石路店	相城购物中心
	浙江湖州店	苏州木渎店	湖南岳阳店	惠州三环店	横岗松柏店		江西共青城	SP@CE 石岩超市
	深圳横岗店	福建泉州店	深圳东环店		南昌进贤店		君尚 3019	
		湖南娄底店	成都高新店		福州王庄店		新沙购物中心	
		山东威海店	湖南株洲店					
			深圳坪山店					
原有店铺升级君尚门店	深圳天虹购物广场		广东东莞东纵店		惠州天虹			
关店/加盟中止		常州溧阳店		山东威海店	永安天虹	浙江湖州店	君尚深南店	
				厦门名汇店	浙江萧山店	福建泉州店		
						成都红牌楼		
						东莞厚街店		

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

注: 表示已关闭门店, 红字表示购物中心业态门店, 绿字表示加盟店, 其中泰禾购物中心同时是加盟店和购物中心业态门店。

2010-2017 年, 公司累计新开 49 家店, 其中 8 家门店开业一段时间后经营不达预期被关闭, 15 家门店陆续走出培育期, 3 家加盟店收取管理费模式; 2016、2017 年近两年新开门店较多, 除南昌 COOL+、新沙购物中心 2017 年实现盈利外, 剩余 8 家直营店大概率仍处在培育期; 粗略估算, 公司上市之后、2016 年之前新开门店大概还有 15 家未开始盈利。根据公司 2017 年年报披露, 2017 年 5 家门店扭亏为盈, 多家大幅减亏。公司预计大店基本在 2018-2019 年扭亏为

盈，极个别在 2020 年实现，如果 2020 年不能实现则考虑关店；目前测算所有门店都可以达到。新开店开业的第二年必须盈利，在前期选址、测算中已经预测第一年的亏损和第二年的扭亏。新店培育期缩短和老店扭亏为盈同步推进。将继续加深购物体验，加强租金管理，打造公司品牌，加强供应商合作。

从目前已知走出培育期的具体 12 家门店来看，公司通过前期的摸索，对门店定位、选址以及面积、经营模式等方面把控能力越来越强，新开门店的培育期越来越短。公司通过不断新开门店，提高市占率的同时快速贡献利润增量。

表 15: 近三年公司新开门店培育期缩短为 1 年

	位置	经营面积	开业时间	营业场所	实现盈利年份	培育期
东莞虎门天虹	广东省 东莞市	38000	2011/9/8	东莞市虎门镇金洲社区连升中路地标广场	2016 年	5
苏州木渎天虹	江苏省 苏州市	39000	2011/12/23	苏州市吴中区木渎镇花苑东路 726 号	2014 年	3
湖南娄底天虹	湖南省 娄底市	33000	2011/12/28	娄底市氐星路与南贸西街交叉口万豪城市广场	2014 年	3
厦门海沧天虹	福建省 厦门市	28000	2012/4/29	厦门市海沧区沧林东路 280 号	2014 年	2.6
深圳宝安中心区天虹购物中心	深圳市 宝安区	72000	2013/10/26	深圳市宝安区西乡大道与新湖路交汇处	2014 年	1.2
南昌京东天虹	江西省 南昌市	30000	2013/8/30	江西省南昌市青山湖区北京东路与京东大道交汇处东北角达观国际广场	2014 年	1.3
深圳坂田天虹	深圳市 龙岗区	35570	2014/6/7	坂田街道吉华路 696 号坂田天虹商场	2015 年	1.5
吉安购物中心	江西省 吉安市	10120 6	2014/7/16	江西省吉安市井冈山大道 151 号	2015 年	1.5
南昌进贤天虹	江西省 南昌市	27000	2014/11/28	江西省南昌市进贤县进贤大道与胜利路交汇处	2015 年	1
南昌象湖新城天虹	江西省 南昌市	21000	2015/8/29	南昌市南昌县象湖新城金沙大道 2777 号	2016 年	1
南昌 COOL+天虹	江西省 南昌市	20000	2016/9/23	南昌市高新区紫阳大道 988 号	2017 年	1
深圳新沙天虹购物中心	深圳市 宝安区	96000	2016/12/16	深圳市宝安区沙井街道新沙路与西环路交汇处 2105 号	2017 年	1

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.2、加盟拓展便利店、独立超市，完善线下业态

考虑到传统零售行业近年来受到电商冲击较大，实体业态逐步分化向购物中心及便利店延伸发展，便利店是解决社区居民消费最后一公里、实现全渠道闭环的重

要一环，也是对抗电商冲击的有力手段，2014年公司新开5家微喔便利店，12月公司收购万店通，万店通在深圳、东莞地区共开设约153家直营及加盟便利店，从单一百货业态拓展到“百货+购物中心+便利店”的多业态。截止2018年3月31日，公司拥有145家便利店，经营面积合计12589平方米，其中118家分布在华南区，27家分布在东南区。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，推出三种产品：微喔便利店（20-200平方米）、微喔生活店（300-500平方米）以及WELLGO无人值守便利店（10-30平方米）。公司便利店主要通过加盟方式运营。

公司第一家无人便利店于2017年8月8日开业，该店位于深圳市南山区中心路（深圳湾段）3019号天虹大厦西南角，面积12平方米。天虹无人便利店以会员专属形式运营，连接虹领巾APP，采用RFID射频识别、智能监控、云客服、在线支付等技术手段，通过快速收银、无感核验、实时连接等服务，有效提升智能化购物体验。天虹无人便利店是公司创新转型、适应行业智能化变革的重要尝试，是推进公司智慧零售发展的一部分。

表 16: 2017 年分业态可比同店数据，便利店业态坪效、收入利润增速均最高

业态	销售额 (万元)	销售额同 比增幅	坪效(元 /m <sup>2</sup> )	营业收入 (万元)	营业收入 同比增幅	利润总额 同比增幅
百货	1,399,173	2.88%	9,782	1,058,334	-0.08%	19.55%
超市	604,332	-0.70%	22,552	527,341	-0.42%	7.37%
购物中心	175,465	15.06%	8,500	56,281	-1.25%	77.74%
便利店	10,430	14.86%	28,928	7,217	3.16%	103.33%
合计	2,189,400	2.78%	11,473	1,649,173	-0.22%	17.71%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2017年1月，1月全新开发超市品牌sp@ce首店在天虹开业，定位都会生活超市，从零售逻辑上打破以“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”，打造数字化、餐饮化、体验式全新超市业态。12月22日首家独立超市sp@ce石岩店在深圳宏发世纪城开业，也是第八家sp@ce生活超市。

天虹sp@ce石岩店营业面积约3440m<sup>2</sup>，门店整体仍按照sp@ce一贯的以“生活区块场景”设计顾客动线，按照从“冰箱→厨房→餐桌→客厅→浴室→卧室”的逻辑进行商品陈列，从柴米油盐、生活杂品等日常生活所需，到咖啡、红酒、烘焙、旅行、文创等主题专区。在业态和商品配比上，sp@ce石岩店充分考虑到石岩街道辖区内无大型超市的现状，消费者一日三餐生活所需来组织商品结构和定价，超市大幅减少日用、食品的同质化商品，扩大生鲜、熟食的商品，其面积占比接近40%。天虹sp@ce把两类产品列为重点发展类别，一个是ready to eat（即食），主要是餐饮化，一个是ready to cook（加工食品、半成品），来满足消费者不同消费场景下“吃”的需求。同时，除已引进的索菲亚烘焙坊、鲜味工坊和吃喝丸乐等轻餐饮，还会持续引进更多的轻餐饮。这是目前为止整个天虹超市中第一家面积占比突破30%的门店，sp@ce接下来的新店都会按照30%以上的面积占比为标准进行筹备。天虹sp@ce石岩店除了同步上线其官方app“虹领巾”满足消费者下单2小时内送货到家的诉求，其现场还设置了自助打称机、自助收银机、手机自助买单核验台等设备，以提升购物效率。该店的开业是公司超市业

态独立拓展以及标准化快速开店的重要里程碑。

2018 年公司计划新开独立超市 10 家以上，便利店 100 家以上。

图 15: 首家独立超市 sp@ce 石岩店



资料来源：赢商网，国海证券研究所

图 16: 天虹无人便利店



资料来源：网络资源，国海证券研究所

### 3.3、顺应三四线城市消费升级，渠道下沉加速开店

从公司现有门店的城市分布来看，61 家门店，合计 74.83% 的经营面积分布在商业综合体饱和度较高的一二线城市，尤其深圳地区聚集了 31 家门店，占公司总经营面积（不包括便利店）的 31.67%。截止 2018 年 4 月，公司 78 家门店中，34 家位于深圳、北京两座一线城市，经营面积合计 89.16 万 m<sup>2</sup>，占比 34.55%；27 家门店位于包括长沙、苏州、厦门、南昌、杭州、福州、东莞、成都等二线城市，经营面积合计 103.95 万 m<sup>2</sup>，占比 40.28%；8 家门店位于珠海、岳阳、绍兴、嘉兴、惠州等三线城市，经营面积合计 24.96 万 m<sup>2</sup>，占比 10.95%；9 家门店位于四线及以下城市，经营面积合计 40 万 m<sup>2</sup>，占比 15.5%。

表 17: 公司门店城市分布概览

城市分级	门店数量	门店数量占比	门店面积 (m <sup>2</sup> )	经营面积占比
一线	34	43.59%	891,592	34.55%
二线	27	34.62%	1039525	40.28%
三线	8	10.26%	249614	9.67%
四线	6	7.69%	282558	10.95%
四线以下	3	3.85%	117400	4.55%
合计	78	100%	2580689	100.00%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 18: 公司门店城市分布明细表

序号	商场名称	经营面积	城市	城市分级	序号	商场名称	经营面积	城市	城市分级
1	龙华天虹商场	19,006	深圳	一线	1	长沙芙蓉天虹	30,000	长沙	二线



2	福民天虹商场	12,553		一线	2	长沙沙湾天虹 CC.Mall	36,800		二线
3	创业天虹商场	19,129		一线	3	苏州金鸡湖天虹	50,912	苏州	二线
4	常兴天虹商场	31,348		一线	4	苏州木渎天虹	39,000		二线
5	沙井天虹商场	31,888		一线	5	苏州石路天虹 CC.Mall	90,000		二线
6	布吉天虹商场	17,014		一线	6	苏州相城天虹购物中心	114,769		二线
7	双龙天虹商场	20,721		一线	7	厦门汇腾天虹商场	19,778	厦门	二线
8	前进天虹商场	21,048		一线	8	厦门大西洋天虹商场	19,488		二线
9	松岗天虹商场	18,585		一线	9	厦门海沧天虹	28,000		二线
10	西丽天虹商场	17,521		一线	10	厦门君尚购物中心	56,091		二线
11	东门天虹商场	25,730		一线	11	南昌江大天虹商场	13,000	南昌	二线
12	龙新天虹商场	14,810		一线	12	南昌红谷天虹	20,000		二线
13	观澜天虹商场	16,660		一线	13	南昌中山路天虹商场	54,379		二线
14	深南天虹新店	19,544		一线	14	南昌红谷中心天虹	21,000		二线
15	民治天虹商场	20,180		一线	15	南昌京东天虹	30,000		二线
16	沙河天虹商场	16,456		一线	16	南昌进贤天虹	27,000		二线
17	天虹购物广场	37,781		一线	17	南昌象湖新城天虹	21,000		二线
18	后海天虹百货	15,374		一线	18	南昌 COOL+天虹	20,000		二线
19	国贸天虹	35,698		一线	19	杭州购物中心	73,049	杭州	二线
20	深圳公明天虹	38,000		一线	20	福州天虹商场	46,486	福州	二线
21	深圳横岗天虹	25,000		一线	21	福州王庄天虹	37,000		二线
22	深圳前海天虹	20,210		一线	22	东莞常平天虹商场	15,350	东莞	二线
23	深圳东环天虹	21,052		一线	23	东莞长安天虹商场	24,000		二线
24	深圳坪山天虹	16,629		一线	24	东莞黄江天虹	25,500		二线
25	深圳宝安天虹购物中心	72,000		一线	25	东莞虎门天虹	38,000		二线
26	深圳坂田天虹	35,570		一线	26	东莞君尚	41,324		二线
27	深圳横岗松柏天虹	34,360		一线	27	四川成都高新天虹	47,600		成都
28	深圳新沙天虹购物中心	96,000		一线		<b>合计</b>	<b>1,039,525</b>	<b>27 家</b>	<b>二线</b>
29	君尚 3019	41,000		一线	1	珠海天虹	39,000	珠海	三线
30	SP@CE 石岩超市	3,328		一线	2	湖南岳阳天虹	18,450	岳阳	三线
31	SP@CE 前海超市	3,000		一线	3	浙江绍兴柯桥天虹	30,000	绍兴	三线
32	北京宣武天虹	22,000	北京	一线	4	嘉兴天虹商场	19,972	嘉兴	三线
33	北京国展天虹	15,398		一线	5	惠州惠阳天虹	27,500	惠州	三线
34	北京新奥天虹	37,000		一线	6	惠州天虹商场	30,892		三线
	<b>合计</b>	<b>891,592</b>		<b>34 家</b>	一线	7	惠州三环天虹		45,800
1	湖南株洲天虹	33,552	株洲	四线	8	惠州开城天虹	38,000		三线
2	湖南湘潭天虹	51,300	湘潭	四线		<b>合计</b>	<b>249,614</b>	<b>8 家</b>	<b>三线</b>
3	湖南娄底天虹	33,000	娄底	四线	1	湖南省余干县	55,400	余干	县级市
4	吉安购物中心	101,206	吉安	四线	2	江西泰和天虹购物中心	30,000	泰和县	县级市
5	江西共青城天虹	38,500	共青城	四线	3	湖南省宁乡县	32,000	宁乡县	县级市
6	江西赣州天虹	25,000	赣州	四线		<b>合计</b>	<b>117,400</b>	<b>3 家</b>	<b>县级市</b>
	<b>合计</b>	<b>282,558</b>	<b>6 家</b>	四线					

资料来源：公司公告，国海证券研究所

从公司门店区域分布来看，华南区包括深圳、东莞、惠州、珠海，以一二线城市为主；华中区包括南昌、长沙、赣州、岳阳、娄底、株洲、吉安等湖南、江西省份城市，包含二线、四线及以下城市，是公司四线及以下门店集中所在区域；华东区包括苏州、杭州、嘉兴、绍兴，包含二、三线城市；东南区包括厦门、福州，均为二线城市。从公司历年分区域可比同店营收增速来看，四线及以下集中的华中区在大部分年份增长最快，2017年购物中心合并在各区域数据中，在同受门店购物中心化、主题编辑化调整的影响下是公司同店收入增速唯一增长的区域。公司定位为服务中产阶级家庭生活，在一二线城市较饱和的情况下，三四线城市尤其公司具有先发优势的区域华中区具有很大空间。

表 19: 公司分区域可比同店营业收入增速

区域	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华南区	15.24%	16.46%	4.45%	1.75%	0.60%	-2.32%	-2.16%	-0.13%
华中区	31.58%	40.37%	16.08%	6.74%	3.17%	4.24%	0.51%	2.87%
华东区	23.43%	27.18%	7.26%	14.90%	7.18%	-3.27%	-9.78%	-2.32%
东南区	25.13%	22.49%	-1.83%	7.87%	-0.64%	-8.07%	-9.27%	-3.06%
北京公司	--	39.53%	-9.97%	4.27%	-3.17%	-3.46%	-10.48%	-4.44%
成都					21.95%	-1.52%	-7.70%	-4.01%
君尚			3.94%	2.73%	1.24%	-2.18%	-3.08%	
购物中心						18.23%	7.04%	2.16%
合计	17.48%	20.01%	4.28%	3.89%	1.25%	-1.66%	-2.94%	-0.23%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司 2017 年以轻资产模式在江西开业一家泰和天虹，是公司在县级市开设的第一家购物中心。通过尝试发现县级城市当地零售商规模与资源无法与公司相比，而基于定位于供应链等原因，与公司同层次，能够进行渠道下沉的零售商数量不多，因此公司不仅能够在 1、2 线城市展开业务，其购物中心的渠道下沉优势也非常明显。门店签约方面，公司在湖南宁乡签约门店实现了与开发商带装修租赁，利润分成的轻资产发展模式，即开发商按照公司设计于标准投入装修，完成后交给公司运营，且不支付公司固定租金，而是进行利润分成。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。公司后续有不少项目采取此方式合作，双方利益捆绑实现共赢。从 2017 年底至 2018 年 4 月 31 日，公司已新开两家门店，一家独立超市。

2018 年 2 月 3 日，湖南省宁乡市首个集吃喝玩乐购为一体的商业综合体——“宁乡天虹”开业。宁乡天虹位于春城万象广场，地处当地的核心商业圈，此次开业的宁乡天虹一期面积 3.2 万平方米，随着今后二期以及外部街区的开业，整体商业运营面积将超过 6 万平方米。宁乡取意“乡土安宁”，2017 年撤县建市，由长沙市代管。近年来，宁乡经济发展迅速，2015 年 GDP 已突破千亿，2017 年位列全国经济百强县 GDP 第 25 位。户籍总人口 142.25 万人，全市常驻人口 123.55 万人，社会消费品零售总额达 236.45 亿元，居民生活较为富裕，消费能力较高。宁乡天虹开业前，宁乡市无业态齐全的商场及大型购物中心，中高档消费多外流至长沙市区。宁乡天虹入驻后，将成为宁乡老城区商业中心面积最大的商家，为当地顾客提供时尚百货、生活超市、特色餐饮等多元化的消费选择。

2018 年 2 月 4 日，余干天虹购物中心盛大开业。余干县是江西上饶市辖县，毗



邻江西省会南昌市。余干天虹购物中心为当地首个吃喝玩乐购大型商业综合体，定位于欢乐家庭式购物中心。其总面积 5.5 万平方米，位于余干县东西、南北向主干道昌万公路与迎宾大道上的交汇处。结合当地消费升级需求，余干天虹购物中心通过打造业态多样化、数字化服务、引进大量首次进驻当地的高品质品牌，形成商业新地标并为当地的商业生态注入新活力。余干县下辖 27 个乡镇，总户籍人口 106.5 万，常住人口 90.5 万人，城镇人口 37.5 万人。人口、GDP、社会消费品零售总额都在逐年增长。在余干天虹购物中心入驻前，县内无大型百货商家，更无购物中心业态。当地商家以专卖店及沿街商铺为主，缺乏中高档品牌。随着“城镇化”浪潮的推进，城镇居民收入和消费水平稳步提高，生活消费方面的支出迅速上升，消费偏好也开始由价格消费转向价值消费，不少客户群体甚至会花近一个小时的时间驱车前往南昌购物。余干天虹购物中心入驻后，将解决当地居民消费升级需求，并形成以其为中心的城北商圈，辐射整个余干县。

公司曾在机构调研的公告中披露，公司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，计划每年开设 6-8 家，2018 年计划新开 10 家门店。我们梳理了公司已签约未开业的项目共 14 家，如下表 18，其中 8 个项目在华中区，2 个项目在华东区，3 个项目在华南区，1 个项目在东南区；其中佛山天虹购物中心、佛山 IPARK 购物中心、莆田涵城、惠东创富商贸广场项目预计 2018 年开业。相比公司原有老店，新门店面积呈现更大的趋势。新门店的不断加入，结合上文我们分析得出公司门店尤其购物中心店培育期只要 1 年，将助力公司营收和利润不断内生增长。

表 20: 已签约未开业项目

签约日期	地址	经营面积	区域	门店项目	经营方式	签约期限	物业获取方式	租金(万)	投资金额(万元)
2014/6/4	广东省佛山市	80000	华南区	佛山天虹购物中心	直营	20 年	租赁	111,029	
2014/12/9	江西省南昌市	118000	华中区	南昌九洲项目	直营	20 年	自建, 已建好		
2016/1/14	江西省宜春市	90,048	华中区	宜春喜来乐中央生活城项目	加盟	20 年	租赁	67,398	9,749
2016/3/30	湖南省长沙市	36,800	华中区	长沙浪琴山花园项目	直营	20 年	租赁	-	
2016/4/14	江西省吉安市	82600	华中区	吉安铜锣湾广场项目	直营	20 年	租赁	-	
2016/4/28	福建省厦门市	71,844	东南区	厦门枋湖社区发展中心项目	直营	20 年	租赁	-	
2016/8/8	湖南省浏阳市	50000	华中区	浏阳创意君悦城项目	直营	20 年	租赁	-	
2017/11/22	福建省莆田市	35900	东南区	莆田涵城水韵城项目	加盟	5+2 年	-		
2016/11/30	江西省南昌市	150000	华中区	南昌红谷滩新区项目	直营	20 年	购置	-	172500
2017/12/26	广东省惠州市惠东县	61781	华南区	惠东创富商贸广场项目	直营	20 年	租赁	-	

2018/1/10	江西省上饶市	54000	华中区	上饶龙华世纪项目	直营	20年	租赁	-	
2018/1/23	广东省佛山市	48500	华南区	佛山市招商置地中心 IPARK 购物中心项目	管理输出、租赁	4.5万平商业综合体管理输出 5+5年, 0.38万平超市部分租赁部分 10年			
2018/1/18	湖南省永州市	100000	华中区	永州金盘世界城项目	直营	20年	租赁	81,610	3945
2018/3/16	江苏省苏州市	63000	华东区	苏州吴江财智商业中心项目	直营	20年	租赁	93,857	6944
2018/3/29	江苏省泰州市	130000	华东区	泰州医药城项目	加盟	20年	-		

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

由于公司各区域毛利率、增速和单位面积营业收入差距较大，我们按照各区域拆分详细预测公司 2018 年主营业务即商业部分收入和毛利率，其中又细分拆为可比两年期同店部分和一年期门店、新开店部分；房地产业务我们按照各地地产项目拆分；公司加盟、特许经营部分的服务费包含在其他业务收入中。

公司 2018 年-2020 收入分业务拆分如下表 20：我们预测公司 2018-2020 年零售部分业务收入分别为 201.72 亿元、238.21 亿元、283.30 亿元，分别同比增长 16.46%、18.09%和 18.93%，毛利率呈逐年升高趋势，分别为 26.09%、26.40%和 26.87%；公司 2018-2020 年房地产部分业务收入分别为 460.422 亿元、449.54 亿元、0 亿元；公司 2018-2020 年其他业务收入分别为 5.78 亿元、7.50 亿元、9.64 亿元。

表 21：按业务预测公司 2018-2020 年收入、成本

百万	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>零售</b>						
收入	17041.21	16720.93	17320.90	20171.57	23820.6	28329.84
YoY		-1.88%	3.59%	16.46%	18.09%	18.93%
成本	13025.51	12708.16	12948.05	14908.45	17531.96	20717.61
毛利率	23.56%	24.00%	25.25%	26.09%	26.40%	26.87%
<b>房地产</b>						
收入	0	155.95	741.76	460.42	449.54	0.00
YoY		-	375.64%	-37.93%	-2.36%	0.00%
成本	0	121.41	505.15	322.29	314.68	0.00
毛利率	-	22.15%	31.90%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他</b>						
收入	354.86	396.08	473.62	578.43	749.88	963.74
YoY		11.62%	19.58%	22.13%	29.64%	28.52%
成本	270.43	270.24	308.41	375.98	487.42	626.43
毛利率	23.79%	31.77%	34.88%	35.00%	35.00%	35.00%

合计						
收入	17396.07	17272.96	18536.28	21210.41	25020.02	29293.59
YoY		-0.71%	7.31%	14.43%	17.96%	17.08%
成本	13295.94	13099.81	13761.61	15606.72	18334.06	21344.05
毛利率	23.57%	24.16%	25.76%	26.42%	26.72%	27.14%

资料来源：国海证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年利润表如下表 22：我们预计，公司 2018-2020 年实现营业收入 212.1 亿元、250.2 亿元、292.94 亿元，分别同比增长 14.43%、17.96%、17.08%；预计实现归属于上市公司股东净利润分别为 9.66 亿元、12.43 亿元和 15.98 亿元，同比增长 34.49%、28.70%、28.55%；预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、1.04 元、1.33 元，对应 2018 年 5 月 4 日收盘价 14.55 元，2018-2020 年 PE 分别为 18X\14X\11X。

我们按照 PEG 相对估值法对公司估值：对于 PEG 的参照值，在公司所属的申万三级行业分类百货类中，我们选取营收规模、行业地位都跟公司相近的王府井（600859）作为可比公司，可比公司王府井（600859）2018 年 PEG（2018-2020 年复合增速和王府井 2018 年 EPS 均取万德一致预期值）为 0.92；根据我们的预测，预计公司 2018 年 EPS 为 0.8 元，2018-2020 年公司归母净利润复合增速为 30.56%，可比公司 PEG0.92，公司目标价=0.8\*0.92\*100\*30.56%=22.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 22：预测公司 2018-2020 年利润表

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	18536	21210	25020	29294
营业成本	13762	15607	18334	21344
营业税金及附加	162	186	219	256
销售费用	3414	3885	4533	5161
管理费用	384	418	468	607
财务费用	(10)	(47)	(52)	(55)
其他费用/(-收入)	81	67	75	71
营业利润	923	1229	1593	2052
营业外净收支	8	23	19	20
利润总额	931	1252	1611	2072
所得税费用	213	287	369	474
归母净利润	718	966	1243	1598
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 23：PEG 相对估值法得出公司目标价 22.49 元

代码	名称	2018/05/04 收盘价	2018EPS	2019EPS	2020EPS	g	PE	PEG
600859.SH	王府井	22.95	1.40	1.63	1.92	17.93%	16.44	0.92
002419.SZ	天虹股份		0.80	1.04	1.33	30.56%		
目标价=0.92*0.8*100*30.56%=22.49								

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：王府井 2018-2020 年预测 EPS 使用万德一致预期值。

表 24: 预计 2018-2020 年核心财务数据

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	18536	21210	25020	29294
增长率 (%)	7%	14%	18%	17%
净利润 (百万元)	718	966	1243	1598
增长率 (%)	37%	34%	29%	29%
摊薄每股收益 (元)	0.90	0.80	1.04	1.33
ROE (%)	11.92%	14.62%	16.92%	19.24%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 5、风险提示

- 1) 公司新开门店培育期较长;
- 2) 公司同店增速放缓;
- 3) 较快的开店速度导致费用率大幅上涨;
- 4) 开店速度高于公司运营能力, 毛利率降低的风险。

附表：天虹股份盈利预测表（预测年份股本已按照公司今年4月公布的公积金转增股本做调整，2017年系统自动抓取，未追溯）

证券代码:	002419.SZ				股价:	14.55	投资评级:	买入	日期:	2018-05-04
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	12%	15%	17%	19%	EPS	0.90	0.80	1.04	1.33	
毛利率	26%	26%	27%	27%	BVPS	7.53	5.50	6.12	6.92	
期间费率	21%	21%	21%	21%	<b>估值</b>					
销售净利率	4%	5%	5%	5%	P/E	16.21	18.08	14.05	10.93	
<b>成长能力</b>					P/B	1.93	2.65	2.38	2.10	
收入增长率	7%	14%	18%	17%	P/S	0.63	0.82	0.70	0.60	
利润增长率	37%	34%	29%	29%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	1.20	1.23	1.27	1.30	<b>营业收入</b>	<b>18536</b>	<b>21210</b>	<b>25020</b>	<b>29294</b>	
应收账款周转率	50.80	50.80	50.80	50.80	营业成本	13762	15607	18334	21344	
存货周转率	10.08	9.56	9.31	9.08	营业税金及附加	162	186	219	256	
<b>偿债能力</b>					销售费用	3414	3885	4533	5161	
资产负债率	61%	62%	63%	63%	管理费用	384	418	468	607	
流动比	0.93	0.97	1.04	1.04	财务费用	(10)	(47)	(52)	(55)	
速动比	0.78	0.82	0.88	0.87	其他费用/(-收入)	81	67	75	71	
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>	<b>923</b>	<b>1229</b>	<b>1593</b>	<b>2052</b>	
现金及现金等价物	4656	5699	7317	8280	营业外净收支	8	23	19	20	
应收款项	365	418	493	577	<b>利润总额</b>	<b>931</b>	<b>1252</b>	<b>1611</b>	<b>2072</b>	
存货净额	1365	1652	1992	2379	所得税费用	213	287	369	474	
其他流动资产	2249	2564	3012	3516	<b>净利润</b>	<b>718</b>	<b>966</b>	<b>1243</b>	<b>1598</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>8634</b>	<b>10267</b>	<b>12749</b>	<b>14685</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	
固定资产	3817	4735	4587	4413	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>718</b>	<b>966</b>	<b>1243</b>	<b>1598</b>	
在建工程	748	0	240	1394						
无形资产及其他	799	799	719	639	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	<b>经营活动现金流</b>	<b>1123</b>	<b>1765</b>	<b>2347</b>	<b>2821</b>	
<b>资产总计</b>	<b>15407</b>	<b>17209</b>	<b>19703</b>	<b>22539</b>	净利润	718	966	1243	1598	
短期借款	0	55	175	240	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	
应付款项	3672	4213	4950	5763	折旧摊销	184	286	338	381	
预收帐款	4349	4977	5871	6873	公允价值变动	0	0	0	0	
其他流动负债	1291	1291	1291	1291	营运资金变动	221	(1825)	(2494)	(2790)	
<b>流动负债合计</b>	<b>9312</b>	<b>10536</b>	<b>12287</b>	<b>14168</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1310)</b>	<b>(169)</b>	<b>(92)</b>	<b>(980)</b>	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(1314)	(169)	(92)	(980)	
其他长期负债	68	68	68	68	长期投资	15	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	其他	(11)	0	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>9380</b>	<b>10604</b>	<b>12355</b>	<b>14235</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1229</b>	<b>(333)</b>	<b>(379)</b>	<b>(577)</b>	
股本	800	1200	1200	1200	债务融资	0	55	120	65	
股东权益	6027	6605	7348	8304	权益融资	1	0	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15407</b>	<b>17209</b>	<b>19703</b>	<b>22539</b>	其它	1228	(388)	(499)	(642)	
					<b>现金净增加额</b>	<b>1043</b>	<b>1263</b>	<b>1875</b>	<b>1264</b>	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【商贸零售组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。张媛，厦门大学管理学硕士，2年证券研究经验，从事商贸零售行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、



本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。