

天虹股份 (002419.SZ)

多因素导致扣非净利润承压，到家业务表现亮眼

增持

核心观点

上半年营收同比增长 0.58%，多因素导致扣非净利润承压。公司 2022 年上半年实现营收 62.31 亿元，同比+0.58%，实现归母净利润 1.60 亿元，同比+11.79%，扣非净利润-0.96 亿元，同比-250.92%，其中非经受益主要系出售天虹微喔便利店 100%股权确认投资收益 2.5 亿元等。分季度看，二季度营收 27.70 亿元，同比-2.01%，归母净利润-1.19 亿元，同比-1821.76%，主要系公司减免商户租金 1.2 亿元以及疫情下公司部分门店停业等影响。

超市业务增速稳健，加快推进线上销售与优质供应链建设。分业务看，上半年公司购百业务营收同比-5.44%，超市业务营收同比+7.34%，可比店营业收入、利润总额同比分别增长 3.26%、15.03%，受益于公司推进到家业务满足疫情囤货需求，以及加强核心商品群的打造。其中上半年超市到家客单量同比提升 67%，销售额同比增长 29%，占比超 20%；门店方面，公司上半年新开 1 家“sp@ce”独立超市，续约 1 个购百项目，关闭 9 家超市，1 家购百，解约 4 个未开业购百项目以及 7 个未开业独立超市项目，疫情下整体开店节奏较为谨慎。供应链方面，公司持续加强战略核心商品群的打造，上半年开发 28 款千万销售额目标战略大单品，销售额同比增长 73.8%。

毛利率水平有所下降，费用率总体管控良好。公司 2022 年上半年毛利率 36.40%，同比-2.89pct，其中零售业务毛利率同比-3.14pct，受超市业态打折促销、线上到家业务配送成本增加及疫情期间部分门店停业等多因素影响。费用率方面，公司上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 30.99%/2.95%/0.75%，分别同比-0.75pct/+0.16pct/+0.32pct，研发费用提升主要系数字化技术研发投入增加，整体费用率管控良好。公司上半年存货周转天数略提升 1.5 天，取得经营性现金流净额 5.75 亿元，同比-5.20%。

风险提示：疫情反复；门店拓展不及预期；新零售业务发展不及预期。

投资建议：公司作为多业态零售龙头，近年来通过线上发展和业态升级，已融合线上线下、零售与服务，转变成为线上线下一体化的本地化消费服务平台，整体新零售业务表现优异。未来公司在百货业务将持续进行中高端化转型，提供优质购物体验；超市业务强化核心商品群打造，加强自有品牌建设，增强商品力，把握疫情后消费力和盈利能力改善机遇。考虑短期疫情影响及公司租金减免事项，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测致 2.71 亿元/2.72 亿元/3.23 亿元（前值分别为 3.54 亿元/2.91 亿元/3.20 亿元），对应 PE 分别为 25.2/25.1/21.1x，下调至“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,799.93	12,268.24	13,082.79	14,086.56	15,013.66
(+/-%)	-39.15%	3.97%	6.64%	7.67%	6.58%
净利润(百万元)	253.43	232.11	270.59	272.45	323.10
(+/-%)	-70.51%	-8.41%	16.58%	0.69%	18.59%
每股收益(元)	0.21	0.19	0.23	0.23	0.28
EBIT Margin	1.59%	2.58%	-0.42%	1.51%	1.63%
净资产收益率 (ROE)	3.79%	5.65%	6.37%	6.22%	7.11%
市盈率 (PE)	27.66	30.20	25.23	25.05	21.13
EV/EBITDA	40.13	56.73	56.22	38.71	36.43
市净率 (PB)	1.05	1.71	1.61	1.56	1.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 **联系人：柳旭**
 021-60933168 0755-81981311
 zhangjh@guosen.com.cn liuxu1@guosen.com.cn
 S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	5.84 元
总市值/流通市值	6827/6827 百万元
52 周最高价/最低价	9.33/5.24 元
近 3 个月日均成交额	104.26 百万元

市场走势

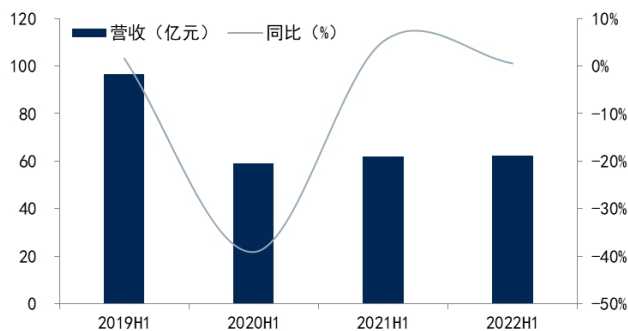


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

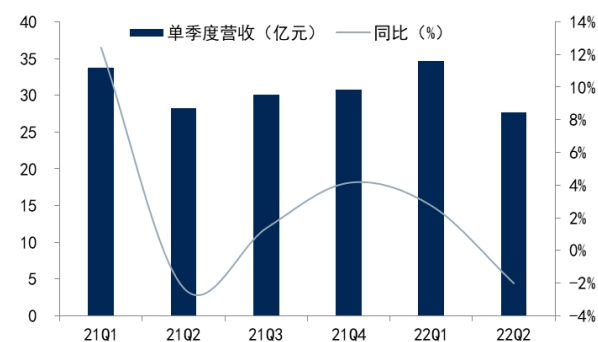
相关研究报告

- 《天虹股份(002419.SZ)-疫情下营收同比增长 2.74%，超市到家业务表现优异》——2022-05-04
- 《天虹股份-002419-2020 年中报点评：Q2 基本面环比改善，数字化转型持续见效》——2020-08-08
- 《国信证券-家家悦-603708-2019 年报暨 2020 一季报点评-内生外延共促高增长，异地扩张成效初现》——2020-04-22
- 《天虹股份-002419-2019 年年报点评：数字化能力持续加强，新开店拖累业绩》——2020-03-23
- 《天虹股份-002419-2019 年中报点评：Q2 环比改善，预期开店提速》——2019-08-20

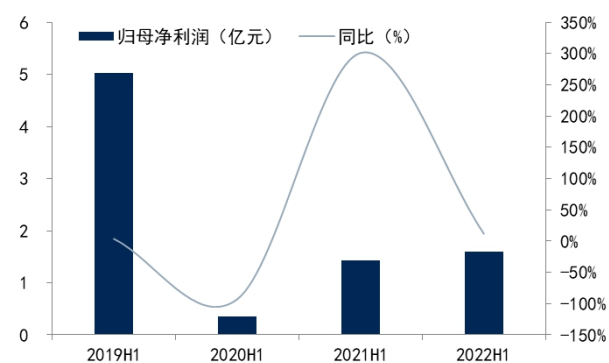
业绩情况：公司 2022 年上半年实现营收 62.31 亿元，同比+0.58%，实现归母净利润 1.60 亿元，同比+11.79%，扣非净利润-0.96 亿元，同比-250.92%，其中非经受益主要系出售天虹微喔便利店 100%股权确认投资收益 2.5 亿元等。分季度看，二季度营收 27.70 亿元，同比-2.01%，归母净利润-1.19 亿元，同比-1821.76%，主要系公司减免商户租金 1.2 亿元及疫情下公司部分门店停业等影响。

图1：天虹股份营业收入及增速（单位：亿元、%）


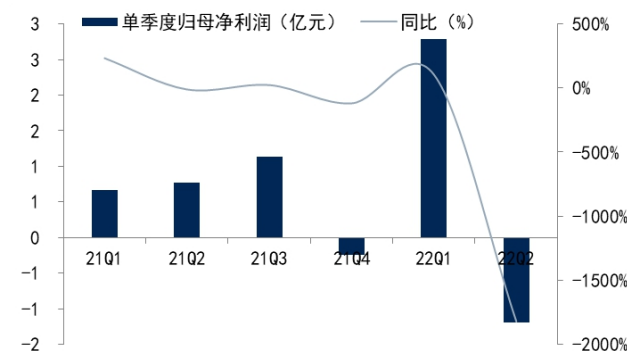
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天虹股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天虹股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天虹股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入分拆：分业务看，上半年公司购百业务营收同比-5.44%，超市业务营收同比+7.34%，可比店营业收入、利润总额同比分别增长 3.26%、15.03%，受益于公司推进到家业务满足疫情囤货需求，以及加强核心商品群的打造。其中上半年超市到家客单量同比提升 67%，销售额同比增长 29%，占比超 20%；门店方面，公司上半年新开 1 家“sp@ce”独立超市，续约 1 个购百项目，关闭 9 家超市，1 家购百，解约 4 个未开业购百项目以及 7 个未开业独立超市项目，疫情下整体开店节奏较为谨慎。供应链方面公司，持续加强战略核心商品群的打造，上半年开发 28 款千万销售额目标的战略大单品，销售额同比增长 73.8%。

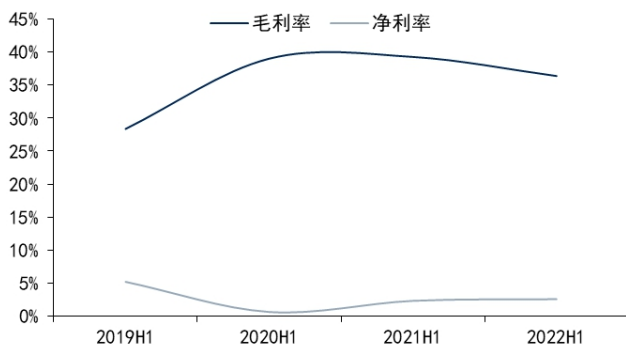
分业态同店表现方面，购百可比店销售额、利润总额同比下降，主要受疫情、部分门店停业以及减免商户租金影响。超市业态同店表现稳健，持续加强战略核心商品群的打造，增强商品力，提高促销有效性，上半年超市可比店营业收入、利润总额同比分别增长 3.26%、15.03%。

表1：分业态可比店同比情况

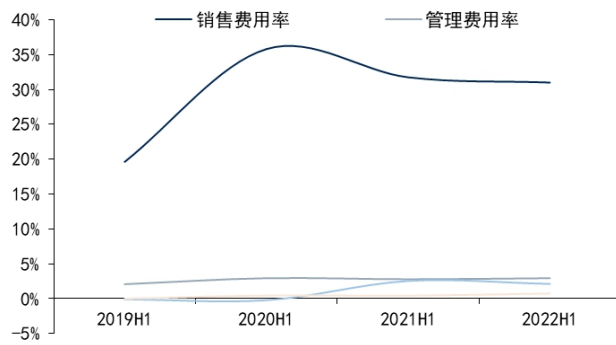
购百业态							
销售额（亿元）	销售额同比增幅（%）	营业收入（亿元）	营收同比增幅（%）	月均营收坪效（元/m ² ）	利润总额同比增幅（%）	经调整的 EBITDA 同比增幅（%）	
106.5932	-9.77%	18.6179	-9.85%	96	-22.65%	-32.62%	
超市业态							
销售额（亿元）	销售额同比增幅（%）	月均营收坪效（元/m ² ）	毛利率（%）	毛利率同比变动	利润总额同比增幅（%）	经调整的 EBITDA 同比增幅（%）	
37.5177	3.26%	1326	24.03%	-0.81pct	15.03%	3.62%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

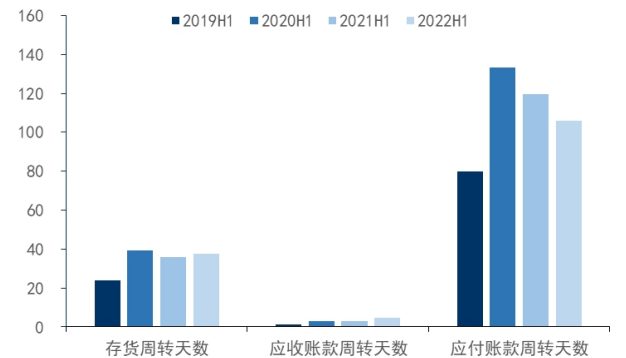
盈利及营运能力方面：公司 2022 年上半年毛利率 36.40%，同比-2.89pct，其中零售业务毛利率同比-3.14pct，受超市业态打折促销、线上到家业务配送成本增加及疫情期间部分门店停业等多因素影响。费用率方面，公司上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 30.99%/2.95%/0.75%，分别同比-0.75pct/+0.16pct/+0.32pct，研发费用提升主要系数字化技术研发投入增加，整体费用率管控良好。公司上半年存货周转天数略提升 1.5 天，取得经营性现金流净额 5.75 亿元，同比-5.20%。

图5：天虹股份毛利率及净利率（%）


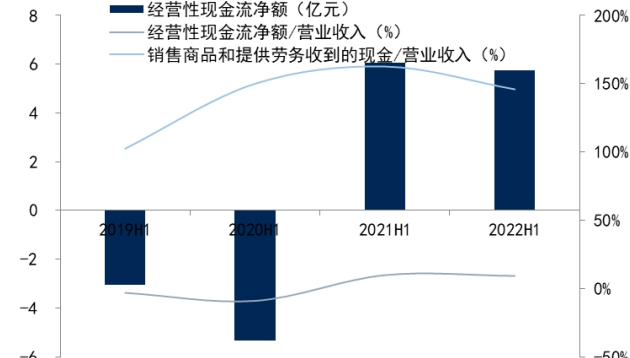
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：天虹股份费用率情况（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：天虹股份存货及应收账款周转天数（天）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：天虹股份经营性现金流情况（亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为多业态零售龙头，近年来通过线上发展和业态升级，已融合线上线下、零售与服务，转变成为线上线下一体化的本地化消费服务平台，整体新零售业务表现优异。未来公司在百货业务将持续进行中高端化转型，提供优质购物体验；超市业务强化核心商品群打造，加强自有品牌建设，增强商品力，把握疫情后消费力和盈利能力改善机遇。考虑短期疫情影响及公司租金减免事项，我们下调公司2022-2024年归母净利润预测致2.71亿元/2.72亿元/3.23亿元(前值分别为3.54亿元/2.91亿元/3.20亿元)，对应PE分别为25.2/25.1/21.1x，下调评级至“增持”。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
603708	家家悦	11.51	70.03	-0.48	0.50	0.67	0.85	-	22.93	17.17	13.62	-	0.11	买入	
601933	永辉超市	3.43	311.27	-0.43	0.07	0.14	0.18	-	46.60	25.28	19.37	-	0.40	买入	
002419	天虹股份	5.84	68.26	0.19	0.23	0.23	0.28	30.20	25.23	25.05	21.13	5.65	1.52	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：家家悦、永辉超市为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4282	4286	6222	7965	9225	营业收入	11800	12268	13083	14087	15014
应收款项	544	590	430	463	411	营业成本	6740	7455	8081	8582	9140
存货净额	773	845	830	880	702	营业税金及附加	114	96	110	122	125
其他流动资产	196	160	131	141	150	销售费用	4360	4013	4414	4613	4912
流动资产合计	9401	9421	8136	9972	11012	管理费用	399	389	533	558	593
固定资产	5966	5936	6236	6426	6563	财务费用	(10)	317	(101)	(175)	(213)
无形资产及其他	893	858	825	792	758	投资收益	12	(0)	250	0	0
投资性房地产	1546	15892	15892	15892	15892	资产减值及公允价值变动	113	111	60	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	12	248	0	0	0
资产总计	17806	32107	31089	33081	34225	营业利润	335	358	356	388	457
短期借款及交易性金融负债	8	1317	50	50	50	营业外净收支	36	(26)	20	0	0
应付款项	2826	2585	3400	4102	4620	利润总额	371	332	376	388	457
其他流动负债	6742	7301	6549	7661	8094	所得税费用	115	99	104	114	132
流动负债合计	9577	11203	9998	11814	12764	少数股东损益	3	1	1	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	253	232	271	272	323
其他长期负债	1527	16787	16837	16877	16907						
长期负债合计	1527	16787	16837	16877	16907	现金流量表（百万元）					
负债合计	11104	27990	26836	28691	29671	净利润	253	232	271	272	323
少数股东权益	8	8	9	10	11	资产减值准备	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	6694	4109	4245	4381	4542	折旧摊销	264	301	654	705	757
负债和股东权益总计	17806	32107	31089	33081	34225	公允价值变动损失	(113)	(111)	(60)	0	0
						财务费用	(10)	317	(101)	(175)	(213)
关键财务与估值指标						营运资本变动	1595	1148	318	1762	1201
每股收益	0.21	0.19	0.23	0.23	0.28	其它	(3)	0	1	1	1
每股红利	0.42	0.21	0.12	0.12	0.14	经营活动现金流	1996	1570	1183	2740	2283
每股净资产	5.58	3.42	3.63	3.75	3.89	资本开支	0	(346)	(861)	(861)	(861)
ROIC	5%	10%	-5%	-9%	-6%	其它投资现金流	131	66	3016	0	0
ROE	4%	6%	6%	6%	7%	投资活动现金流	131	(281)	2155	(861)	(861)
毛利率	43%	39%	38%	39%	39%	权益性融资	1353	2	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	-0%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	7%	7%	支付股利、利息	(505)	(254)	(135)	(136)	(162)
收入增长	-39%	4%	7%	8%	7%	其它融资现金流	(2565)	(779)	(1267)	0	0
净利润增长率	-71%	-8%	17%	1%	19%	融资活动现金流	(2222)	(1286)	(1402)	(136)	(162)
资产负债率	62%	87%	86%	87%	87%	现金净变动	(95)	4	1936	1743	1261
息率	7.2%	3.6%	1.9%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	4377	4282	4286	6222	7965
P/E	27.7	30.2	25.2	25.1	21.1	货币资金的期末余额	4282	4286	6222	7965	9225
P/B	1.0	1.7	1.6	1.6	1.5	企业自由现金流	1989	1325	71	1756	1272
EV/EBITDA	40.1	56.7	56.2	38.7	36.4	权益自由现金流	(576)	546	(1123)	1879	1423

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032