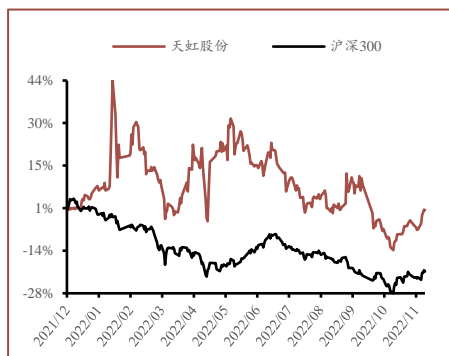


★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2022-12-02
收盘价(元)	5.80
流通股本(亿股)	11.69
每股净资产(元)	3.45
总股本(亿股)	11.69

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liybo@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **公司稳居国内百货行业龙头地位，门店数量稳步扩张：**公司拥有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”三大品牌，覆盖购百可选与超市必选渠道，截至 22Q3，公司已进驻 8 省/市的 35 个城市，全国化布局领先同行。公司共经营购百 103 家，超市 124 家，近年来门店数量稳步扩张，稳居零售行业龙头地位。2011-2019 年公司业绩稳中有增，营收/归母净利润 CAGR 为 5.1%/5.2%。2020-2021 年受疫情及新租赁准则影响，盈利能力短期承压。
- ❖ **数字化赋能经营管理，线上业务打开第二增长曲线：**公司目前的数字化平台已实现了从会员管理、营销、服务、销售到中后台的供应链和品类管理全流程的覆盖，经营管理效率逐步提升。同时为应对电商的冲击以及疫情线下客流的下滑，公司近年来持续发力超市、专柜到家业务。2021 年公司线上商品销售及数字化服务收入 GMV 超 51 亿元，17-21 年 CAGR39.2%。
- ❖ **“场”、“货”持续优化，提升消费者购物体验：**近年来公司加力大店打造，持续推进百货向购物中心化转型以及向社区生活中心转型，提升门店的聚客引流能力，2017-2021 年公司购百单店平均面积提升 29.6%，体验式业态高速增长，餐饮娱乐类收入占比从 2.7% 提升至 9.7% 左右。购百方面，公司积极引进优质首店和趋势性品类，持续更新迭代门店内容。超市方面，加强战略核心商品群的打造。22H1 地标生鲜/自有品牌/3R 商品销售额同比增长 60%/5.3%/60%。
- ❖ **安全边际充足，静待弹性释放：**近期全国各地落实疫情防控二十条，优化防控措施，逐步恢复社会流动性，对线下客流较为依赖的购百业态有望回暖。同时由于新租赁准则下租赁费用会呈现前高后低的态势，2021 年是实施首年，对公司表观利润有较大影响，后续利润有望逐步释放。另外公司自有物业面积 61.35 万平方米，货币资金及交易性金融资产合计 78.08 亿，账上资金充足，安全边际稳固。公司近年来分红率 50% 左右，投资价值凸显。
- ❖ **盈利预测与投资评级：**公司是购百、商超业态为主的传统零售龙头，持续推进业态升级与门店内容优化，加强战略核心商品群的打造，线上业务快速发展带来第二增长曲线，竞争能力不断提升。伴随线下消费场景恢复，超市、购百等业态盈利能力有望修复，同时公司现金流健康、货币资金充足、历年分红率较高，具有较强安全边际。我们预测 2022-2024 年归母净利润为 1.7/2.5/3.0 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.22/0.25 元，当前股价对应 PE 分别为 39.9/26.6/23.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行，消费复苏进程放慢的风险；竞争加剧导致公司市场占有率和盈利能力出现下降的风险；渠道变革冲击线下商业模式的风险。

盈利预测：

2020A 2021A 2022E 2023E 2024E

营业总收入(百万元)	11800	12268	12887	14004	14802
收入增长率 (%)	-39.15	3.97	5.04	8.67	5.70
归母净利润(百万元)	253	232	170	254	295
净利润增长率 (%)	-70.51	-8.41	-26.84	49.86	15.96
EPS (元/股)	0.21	0.19	0.15	0.22	0.25
PE	36.19	32.24	39.92	26.64	22.97
ROE (%)	3.79	5.65	4.15	5.85	6.36
PB	1.37	1.83	1.66	1.56	1.46

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (数据截止 2022.12.5)

内容目录

1	天虹股份：全国性传统零售龙头.....	5
2	蓄力变革，竞争能力持续提升.....	8
2.1	数字化赋能经营管理，线上业务打开第二增长曲线.....	8
2.2	“场”、“货”持续优化，提升消费者购物体验.....	9
3	安全边际充足，静待弹性释放.....	10
4	盈利预测与估值.....	14
5	风险提示.....	15

图表目录

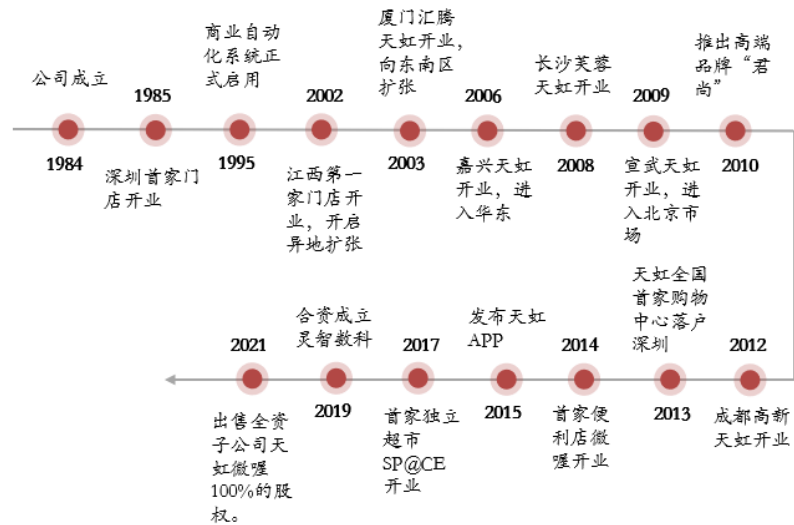
图 1.	公司历史沿革.....	5
图 2.	公司股权结构.....	5
图 3.	公司门店总面积（万平方米）.....	7
图 4.	购百及超市门店数量（家）.....	7
图 5.	购百门店数量分布（家）.....	7
图 6.	超市门店数量分布（家）.....	7
图 7.	公司营收及增速（百万元）.....	8
图 8.	公司归母净利润及增速（百万元）.....	8
图 9.	公司分业务营收（百万元）.....	8
图 10.	公司分业态收入增速.....	8
图 11.	公司数字化会员人数（万人）.....	9
图 12.	线上商品销售及数字化服务收入 GMV（亿元）.....	9
图 13.	购百单店面积稳步提升（平方米）.....	10
图 14.	餐饮娱乐品类收入占比（%）.....	10
图 15.	部分购物中心首店情况.....	10
图 16.	战略核心商品群销售额快速增长.....	10
图 17.	购百业态可比店营收及增速（百万元）.....	11
图 18.	全国社会消费品零售额同比增速.....	12
图 19.	线下分业态社零累计增速.....	12
图 20.	新增人民币存款累计值(亿元).....	12

图 21. 消费者信心指数.....	12
图 22. 公司租赁物业面积占比较大.....	12
图 23. 经营活动产生的现金流量净额（百万元）	13
图 24. 公司货币资金及交易性金融资产（百万元）	13
图 25. 公司分红率.....	13
表 1. 部分上市百货公司营收及门店情况对比.....	6
表 2. 防疫管控逐步优化.....	10
表 3. 新旧租赁准则下天虹股份 21 年财务指标对比.....	13
表 4. 公司盈利预测（百万元）	14
表 5. 可比公司估值表.....	15

1 天虹股份：全国性传统零售龙头

天虹数科商业股份有限公司(原“天虹商场股份有限公司”), 成立于1984年, 2010年公司上市, 目前已连续多年入围中国连锁百强企业。公司拥有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”三大品牌, 覆盖可选与必选渠道, 其中百货和购物中心为平台型业务, 以联营、租赁等合作模式为主; 超市为垂直型业务, 以自营模式为主。

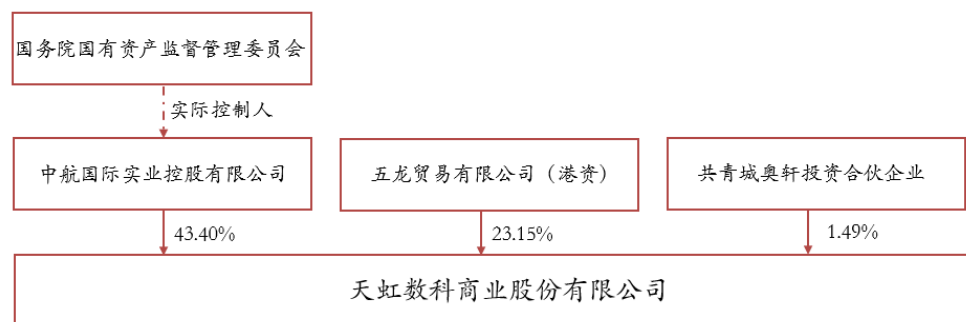
图1.公司历史沿革



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

公司是我国第一家中外合资零售企业, 兼具国企背景与市场化经营管理机制。天虹股份控股股东为中航国际实业控股有限公司, 持有公司 43.4%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, 公司早在 1984 年就开始引入港资进行所有制改革, 公司第二大股东为港资企业五龙贸易有限公司。

图2.公司股权结构



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

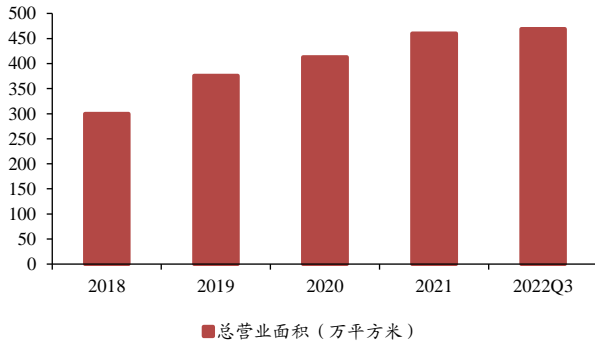
从深圳大本营走向全国, 门店数量稳步提升。1984-2001 年公司深耕深圳市场, 2002 年开始了异地扩张的步伐, 较早开始全国化扩张。目前除王府井、天虹少数公司外, 百货企业多呈现“区域割据”的分布, 公司在营收体量、门店数量、全

国性布局方面均处于行业前列。截至 22Q3, 公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 35 个城市, 共经营购百 103 家 (含加盟、管理输出 7 家)、超市 124 家 (含独立超市 36 家), 面积合计约 469 万平方米。22 年前三季度购百净增 1 家, 超市净减少 5 家, 在疫情冲击下门店净增数量有所放缓。

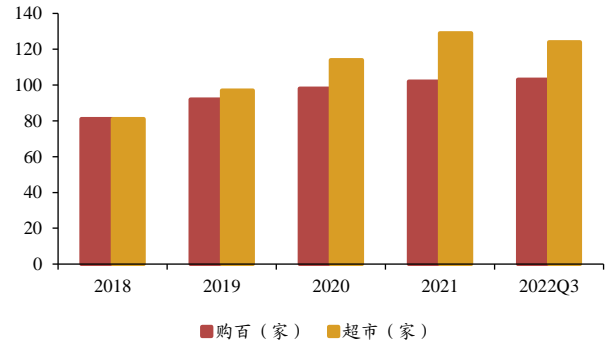
表1.部分上市百货公司营收及门店情况对比

代码	公司	21 年营收 (百万元)	门店情况 (截止 21 年底)
600827.SH	百联股份	34,650.15	公司百货、购物中心、奥特莱斯、大型综合超市、超级市场、便利店共计 1354 家, 建筑面积 486.74 万平方米, 主要分布在华东、华南地区。
600729.SH	重庆百货	21,123.92	公司布局重庆 36 个区县和四川、贵州、湖北等地, 门店共计 304 家, 其中百货业态 53 个, 超市业态 178 个, 电器业态 44 个, 汽贸业态 29 个, 面积 225.54 万平米。
600859.SH	王府井	12,753.08	公司在全国七大经济区域 35 个城市共运营 74 家大型综合零售门店, 涉及百货 (38 家)、奥特莱斯 (14 家)、购物中心业态 (22 家), 总经营建筑面积 434 万平方米。
002419.SZ	天虹股份	12,268.24	公司在 8 省/市的 33 个城市共经营购百 102 家、超市门店 129 家、便利店 203 家, 面积合计 460.31。
000501.SZ	武商集团	7,126.52	公司在湖北省共经营 82 家门店, 包括购物中心 (10 家) 及百货 (72 家), 总面积共计 190.8 万平方米
000417.SZ	合肥百货	6,337.79	公司在安徽省共有 251 家实体经营门店, 其中百货 25 家、家电 25 家、超市 201 家。
002187.SZ	广百股份	5,976.15	公司在广东省内开设门店 30 家, 综合百货 22 家, 购物中心 4 家, 超市专业店 3 家, 钟表专业店 1 家, 面积合计约 66 万平方米。
600785.SH	新华百货	5,705.24	公司门店共计 317 家, 主要分布在宁夏、青海、甘肃等区域, 百货 11 家, 超市 206 家, 电器 100 家, 面积 120.81 万平米。
603123.SH	翠微股份	3,497.33	公司在北京经营百货业务, 门店共计 7 家, 总面积 40.23 万平方米。
600280.SH	中央商场	2,880.69	公司拥有百货商场 16 家, 其中江苏 12 家, 省外 4 家, 总面积 103.01 万平米。
600814.SH	杭州解百	2,129.32	公司在杭州经营购物中心共计 2 家, 总面积 20.53 万平米。
600693.SH	东百集团	1,894.62	公司共经营门店 9 家 (华东 8 家, 兰州地区 1 家), 其中购物中心 7 家, 百货商场 2 家, 总面积 76.54 万平方米。
000882.SZ	华联股份	1,218.07	公司已开业购物中心 25 家, 其中北京地区 14 家, 总建筑面积近 160 万平米; 除核心主业购物中心外, 还经营影城 14 家。
600857.SH	宁波中百	833.99	公司在宁波共经营门店 1 家, 面积 2.53 万平米。
600712.SH	南宁百货	807.88	公司在广西地区共经营门店 22 家, 总面积 25.27 万平米, 分业态看, 百货 4 家, 家电 10 家, 超市 7 家, 汽车 1 家。
000679.SZ	大连友谊	176.33	公司在大连共经营门店 2 家, 面积 11.87 万平米。

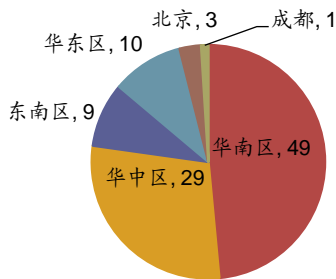
数据来源: 各公司公告, 财通证券研究所

图3.公司门店总面积（万平方米）


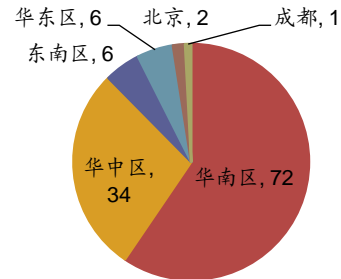
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4.购百及超市门店数量（家）


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5.购百门店数量分布（家）


数据来源：公司公告，财通证券研究所（数据截止 22H1）

图6.超市门店数量分布（家）


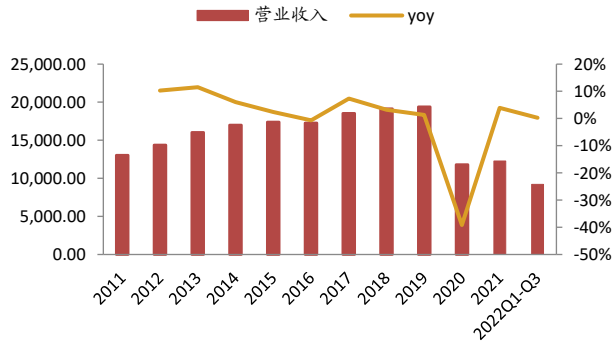
数据来源：公司公告，财通证券研究所（数据截止 22H1）

历史业绩表现稳健，疫情影响下有所放缓。2011-2019 年公司业绩稳中有增，营收/归母净利润 CAGR 为 5.1%/5.2%。2020 年公司施行新收入准则（收入确认由总额法变更至净额法），2021 年公司施行新租赁准则（公司作为承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用），导致业绩的可比性受到影响。同口径下，2020/2021 年公司营收同比增长 5.2%/3.97%，归母净利润同比-70.51%/+101.94%。22 年前三季度公司营收/归母净利润分别同比+0.27%/-55.33%。在疫情影响下，收入增速有所放缓，净利润出现下滑。

- **按业务看，公司优化资源配置，逐步聚焦核心战略业务的发展。**公司主要收入来源于零售业务，17-19 年零售业务占收入比重 93%以上，2020 年公司披露房地产业务销售款大部分已在 2019 年结转完毕，2021 年财报未体现房地产开发业务收入，零售业务收入占比进一步提升。2021 年天虹微喔亏损 621.1 万元，年底公司完成了微喔的股权受让，进一步剥离低效资产、改善报表质量。
- **按业态来看，超市表现较为稳健，购百疫情影响下出现下滑。**21 年超市渠道在高基数下有所下滑，而购百渠道在客流恢复、公司进行重点门店提档升级、

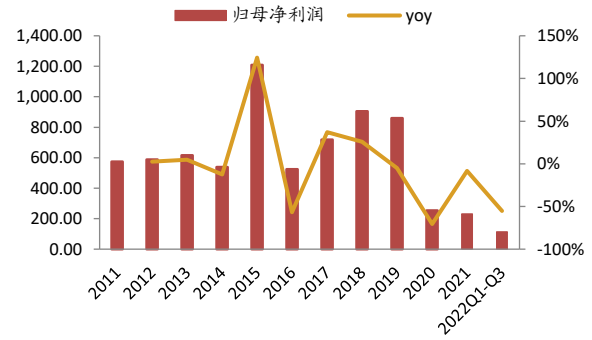
发力专柜到家业务等因素的影响下实现较高增长。进入22年，疫情依然对线下业态造成持续的冲击，超市必选渠道表现相对稳健，购百渠道同比有所下滑。

图7.公司营收及增速（百万元）



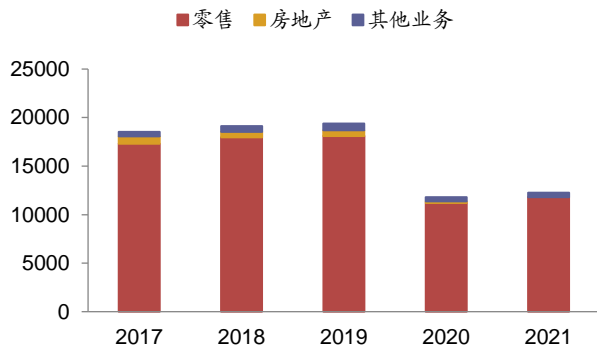
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图8.公司归母净利润及增速（百万元）



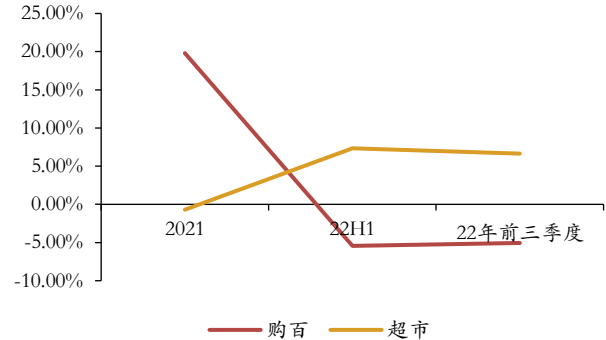
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图9.公司分业务营收（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所（其他业务主要是管理输出和加盟店等项目带来的营收）

图10.公司分业态收入增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 蓄力变革，竞争能力持续提升

2.1 数字化赋能经营管理，线上业务打开第二增长曲线

数字化能力领先，赋能经营管理全流程。公司从上市之初便开始注重数字化的发展，目前数字化平台已实现了从会员管理、营销、服务、销售到中后台的供应链和品类管理全流程的覆盖。

销售环节：

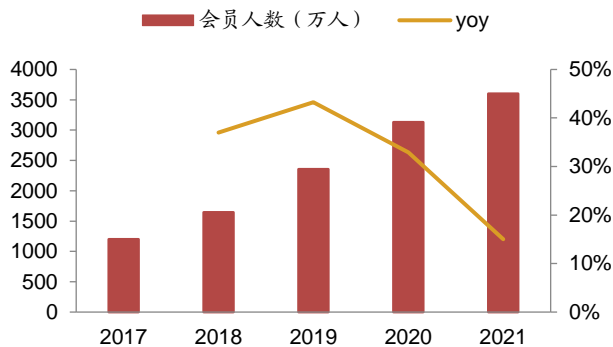
- **售前：**会员运营实现人群分层+画像分析，洞察顾客需求，精准营销；
- **售中：**1) 自助买单、智慧停车，提供更加便捷舒适的购物体验；2) 通过导购连接、社群运营、在线直播等多种方式沉淀、经营私域流量，并实现高效转化；
- **售后：**上线“超级客服”功能，为顾客提供在线化、实时便捷的全方位服务。

供应链：

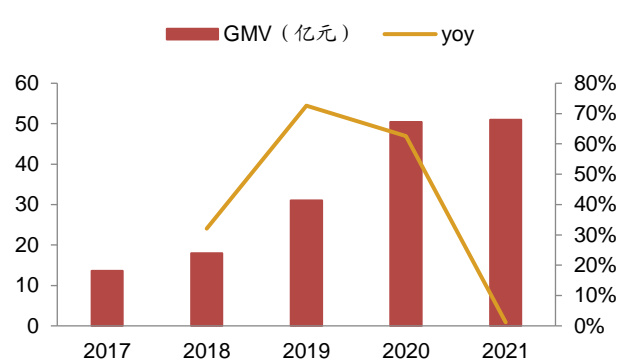
- 与供应商数据共享，提高“人”、“货”精准匹配程度；
- 商品实现区域协同和全国共享，扩大网络效应。

加快线上商品销售，积极发展第二增长曲线。为应对电商的冲击以及疫情下线下客流的下滑，公司近年来持续发力线上。2021年公司线上商品销售及数字化服务收入GMV超51亿元（17-21年CAGR39.2%），数字化会员人数超3600万。

- 超市业态方面，目前已经形成了极速达+次日达+全国配业务矩阵，超市次日达业务已覆盖深圳、厦门、南昌、惠州、东莞、长沙等地。2021、22H1、22单Q3超市到家业务销售额增速分别为15%、29%、35%，依然处于快速发展期，22单Q3超市到家业务占比超23%。到家业务发力下，22Q1-Q3超市可比店月均营收坪效从去年同期1308元上升至1322元。
- 购百方面，20年百货数字化平台已覆盖1.9万个线下专柜，21年天虹APP上线购物中心餐饮外卖、排队、订座等功能，商户整体上线率90%，进一步提升消费者体验，22Q3专柜到家业务销售同比增长28%。

图11.公司数字化会员人数（万人）


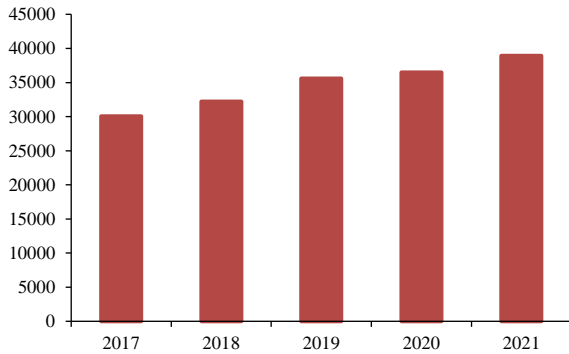
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图12.线上商品销售及数字化服务收入GMV（亿元）


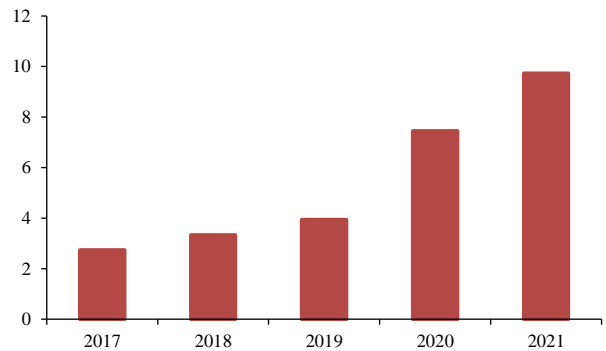
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 “场”、“货”持续优化，提升消费者购物体验

推进业态升级，提升门店体验价值。面对线上的低价冲击，线下业态亟需挖掘实体店零售带来的体验价值、靠体验带动销售。近年来公司加大力度打造，持续推进百货向购物中心化转型以及向社区生活中心转型，融合吃喝玩乐、时尚零售、儿童成长、便利生活四大内容，提升门店的聚客引流能力，2017-2021年公司购百单店平均面积提升29.6%，体验式业态高速增长，餐饮娱乐类收入占比从2.7%提升至9.7%左右。

图13.购百单店面积稳步提升（平方米）


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图14.餐饮娱乐品类收入占比（%）


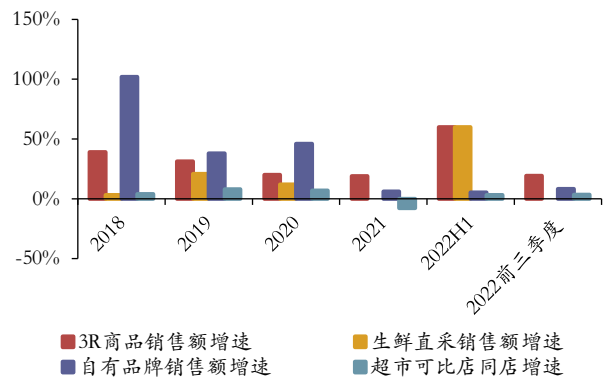
数据来源：公司公告，财通证券研究所

改善商品结构，加强战略核心商品群的打造。购百方面，公司突破高端供应链，引进国际化妆品与轻奢品牌的同时，积极引进优质首店和趋势性品类，持续更新迭代门店内容。超市方面，以基地直采、全球产地寻源、品牌联合开发等多种方式实现供应链再突破，加强地标生鲜商品、自有品牌、3R（即食即煮即烹，如生鲜半成品、快手菜和现场手作食品等）商品为主的战略核心商品群的打造。22H1 地标生鲜/自有品牌/3R 商品销售额同比增长 60%/5.3%/60%，超过上半年超市可比店营收增速。

图15.部分购物中心首店情况

购物中心	首店情况
苏州吴江天虹购物中心	SP@CE天虹超市、御田家、TOREAD、COCO,JULIET等苏州首店，大斌家串串火锅、霸王茶姬、九牧王、可丝OK、浪起翘脚牛肉等吴江首店
龙华天虹购物中心	POPMART、乐高，网红餐饮PAPER STONE、蔡澜港式点心、湊湊火锅、西关老阿婆、大二、野萃山等龙华商圈首店
中航城君尚购物中心	霸王茶姬、奈雪的茶体验店、林清轩、Xcape超级密室等深圳首店

数据来源：联商网，商赢网，财通证券研究所

图16.战略核心商品群销售额快速增长


数据来源：公司公告，财通证券研究所（21年报、22年三季度未披露生鲜直采销售额增速）

3 安全边际充足，静待弹性释放

防疫管控逐步优化，消费场景亟待恢复。11月份国务院发布精准防控“二十条”措施，密接者的管理措施由“7+3”调整为“5+3”，并且不再判定密接的密接、取消中高风险区判定。11月底以来广州、成都、天津、深圳等多地相继更新优化防控措施，疫情影响逐步趋缓，伴随消费场景的恢复，消费市场有望出现反弹。

表2.防疫管控逐步优化

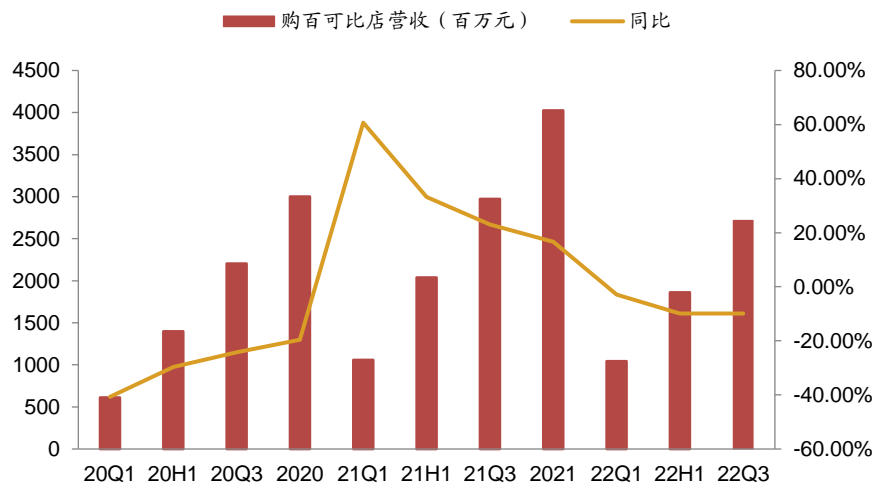
时间	内容
----	----

- 2022年11月 11月份国务院发布精准防控“二十条”措施，密接者的管理措施由“7+3”调整为“5+3”，并且不再判定密接的密接、取消中风险区判定。
- 2022年12月 成都：进入公共场所及乘坐市内公共交通工具不再查验核酸报告。密切接触者应落实集中隔离观察，但符合居家隔离条件的，可实施居家隔离。
- 2022年12月 天津：乘坐天津轨道交通取消72小时核酸证明查验。
- 2022年12月 广州：不按行政区域开展全员核酸检测，优化为对风险岗位、重点人群分类开展固定频次的检测。

数据来源：中国政府网，健康成都官微，央视网，广州本地宝，财通证券研究所

购百业态对线下客流有较强依赖，客流恢复下经营有望逐步改善。公司近年来逐步发力线上销售，但对于购百业态来说，线下依然是主战场，疫情造成的客流下滑对于经营会产生较大冲击，20年以及22年公司核心市场华南地区疫情期间公司可比店营收增速均出现下滑，同时购百的成本如人工工资与租金等相对比较刚性，因此疫情冲击对于利润的影响也较大，伴随线下客流的回暖，公司经营数据有望逐步改善。

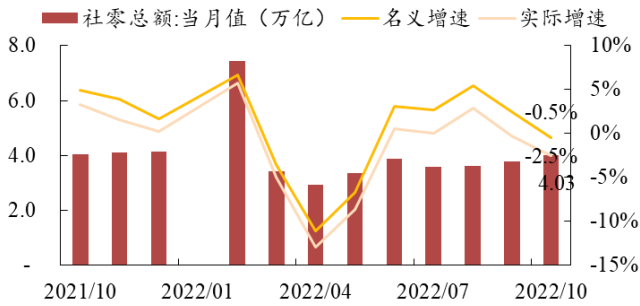
图17.购百业态可比店营收及增速（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

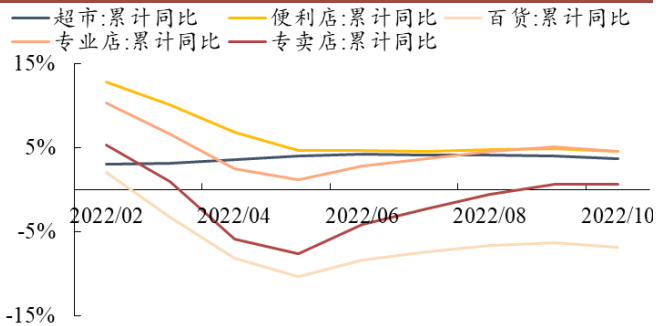
消费短期仍存压力，后续潜在动能强大。10月社零增速低于市场预期，同比下降0.5%，增速连续两个月环比放缓，且为今年下半年以来首次录得月度负增长，主要系10月疫情多点散发，以及消费信心和购买力不足的影响。对于未来的不确定性使得预防性储蓄需求增加，但从另一个角度来看，超过13万亿的新增储蓄也意味着消费者信心恢复后有着强大的潜在消费动能。

图18.全国社会消费品零售额同比增速



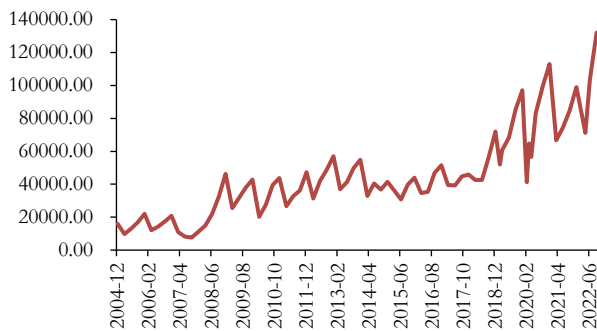
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图19.线下分业态社零累计增速



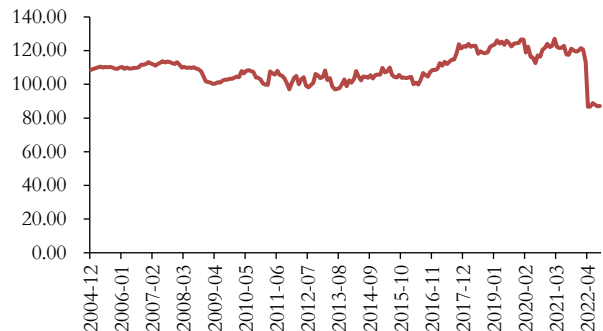
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图20.新增人民币存款累计值(亿元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

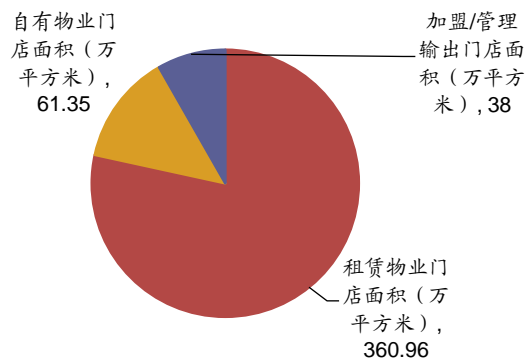
图21.消费者信心指数



数据来源：Wind，财通证券研究所

新租赁准则下费用前高后低，后续利润有望释放。新租赁准则对于租赁模式占比较高的购百业态有较大影响。在原租赁准则下，租金通常按照直线法计入经营费用，在新租赁准则下，承租人在租赁期内对使用权资产计提折旧，同时按照实际利率法对租赁负债确认利息费用。因此在租赁期的前半段，租赁相关费用要高于在原租赁准则下按直线法确认的经营租赁费用。在租赁期当中，利润表中确认的总租赁费用会呈现前高后低的态势，2021年是实施新租赁准的第一年，对公司表现利润有较大影响，后续利润有望逐步释放。

图22.公司租赁物业面积占比较大



数据来源：公司公告，财通证券研究所

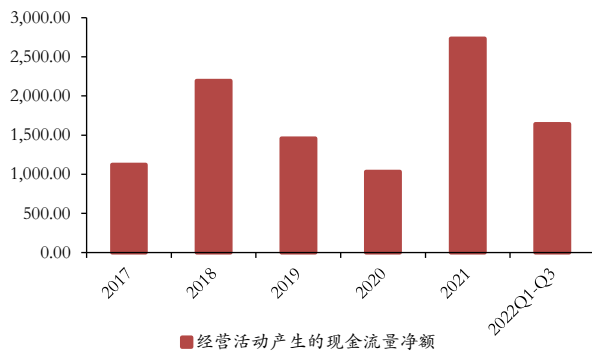
表3.新旧租赁准则下天虹股份21年财务指标对比

	旧租赁准则			新租赁准则	
	2020年	2021年	同比	2021年	同比
营收(百万元)	11799.93	12268.24	3.97%	12268.24	3.97%
归母净利润(百万元)	253.43	511.78	101.94%	232.11	-8.41%
扣非后归母净利润(百万元)	30.95	191.30	518.19%	-88.37	-385.58%
经营性现金流净额(百万元)	1031.30	891.00	-13.60%	2734.05	165.11%
基本每股收益(元/股)	0.21	0.43	103.46%	0.19	-7.72%
稀释每股收益(元/股)	0.21	0.43	103.46%	0.19	-7.72%
加权平均净资产收益率	3.74%	7.60%	+3.86pct	5.50%	+1.76pct

数据来源:公司公告,财通证券研究所

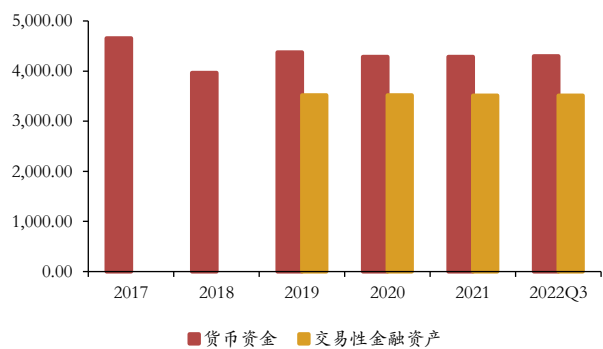
安全边际稳固,投资属性凸显。22年前三季度公司经营性现金流净额16.42亿元,其中单Q3经营性现金流净额10.66亿元,较Q1的-2.59亿元及Q2的8.34亿元环比改善。截止22Q3公司货币资金及交易性金融资产合计78.08亿,公司账上现金充足,有较为充足的抗风险能力。另外公司自有门店共11家,共61.35万平方米,自有物业价值+账上资金提供了较为稳固的安全边际。另外公司近年来分红率50%左右,投资价值凸显。

图23.经营活动产生的现金流量净额(百万元)



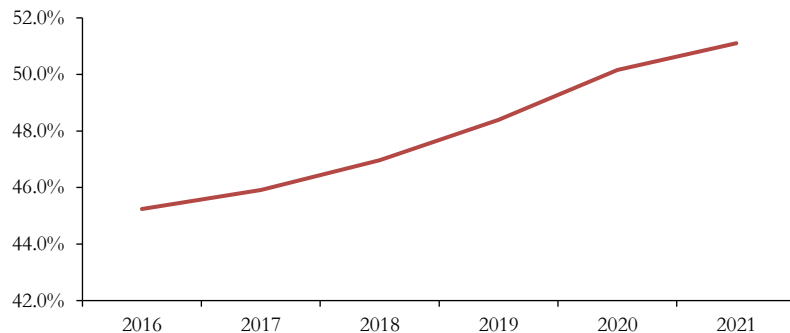
数据来源:Wind,财通证券研究所

图24.公司货币资金及交易性金融资产(百万元)



数据来源:Wind,财通证券研究所

图25.公司分红率



数据来源:Wind,财通证券研究所

4 盈利预测与估值

核心假设：

1) 超市业态：假设 22-24 年门店数净增 2/5/5 家至 131/126/141 家，可比店同店增速 0%/2%/3%，超市业态 22-24 年收入分别增长 7.6%/9.8%/5.7%至 85.0/93.3/98.6 亿元；

2) 购百业态：假设 22-24 年门店数净增 3/3/3 家至 105/108/111 家，可比店同店增速-10%/3%/3%，购百业态 22-24 年收入分别增长 0.2%/7.0%/6.0%至 39.1/41.9/44.4 亿元；

3) 其他业务：假设 22-24 年保持 3%增速，收入分别为 4.7/4.8/5.0 亿元；

4) 各业务毛利率保持稳定；

5) 公司持续推进数字化转型，经营管理效率提升，22-24 销售费用率 32.5%/31.7%/31.7%，管理费用率 3.1%/2.8%/2.7%。

公司是购百、商超业态为主的传统零售龙头，持续推进业态升级与门店内容优化，加强战略核心商品群的打造，线上业务快速发展带来第二增长曲线，竞争能力不断提升。伴随线下消费场景恢复，超市、购百等业态盈利能力有望修复，同时公司现金流健康、货币资金充足、历年分红率较高，具有较强安全边际。我们预测 2022-2024 年归母净利润为 1.7/2.5/3.0 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.22/0.25 元，当前股价对应 PE 分别为 39.9/26.6/23.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表4.公司盈利预测（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营收	12,268.24	12887.03	14003.91	14801.95
yoy	4.0%	5.0%	8.7%	5.7%
毛利率	39.2%	38.6%	38.3%	38.2%
归母净利润	232.11	169.81	254.48	295.09
yoy	-8.4%	-26.8%	49.9%	16.0%
收入拆分				
超市				
收入	7902.86	8502.05	9331.86	9862.96
yoy	-0.7%	7.6%	9.8%	5.7%
占比	64.4%	66.0%	66.6%	66.6%
购百				
收入	3908.35	3914.23	4187.18	4439.57
yoy	20.0%	0.2%	7.0%	6.0%
占比	31.9%	30.4%	29.9%	30.0%
其他业务				
收入	457.04	470.75	484.87	499.42
yoy	3.5%	3%	3%	3%

占比	3.7%	3.7%	3.5%	3.4%
----	------	------	------	------

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表5.可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600859.SH	王府井	294	739	1,146	1,360	39.79	25.68	21.63
600729.SH	重庆百货	92	1,036	1,175	1,370	8.88	7.83	6.71
002419.SZ	天虹股份	68	170	254	295	39.92	26.64	22.97

数据来源：Wind，财通证券研究所（除天虹股份外其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期，数据截止日期为 2022.12.2）

5 风险提示

- 1) 宏观经济下行影响居民消费信心，会放慢消费复苏进程，加大线下零售业态公司的经营压力。
- 2) 各公司为争夺有限客流促使市场竞争态势进一步加剧，将导致公司市场占有率和盈利能力出现下降的风险。
- 3) 电商的快速发展和社区团购的兴起曾对线下购百、商超业态造成较大影响，目前直播电商快速发展，新渠道模式继续涌现，若零售渠道发生较大变革，将对现有线下商业模式造成冲击。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11799.93	12268.24	12887.03	14003.91	14801.95	成长性					
减:营业成本	6740.19	7454.58	7917.48	8647.26	9143.84	营业收入增长率	-39.2%	4.0%	5.0%	8.7%	5.7%
营业税费	113.57	96.26	108.60	120.89	122.89	营业利润增长率	-69.3%	6.8%	-31.3%	48.4%	11.5%
销售费用	4359.66	4012.66	4188.13	4436.34	4688.32	净利润增长率	-70.5%	-8.4%	-26.8%	49.9%	16.0%
管理费用	399.27	388.72	393.32	398.00	402.77	EBITDA 增长率	-46.3%	188.9%	-78.5%	25.2%	7.1%
研发费用	54.91	68.83	72.17	78.42	81.41	EBIT 增长率	-78.7%	45.6%	-15.5%	48.4%	11.5%
财务费用	-10.44	317.20	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-81.1%	47.9%	-15.8%	48.4%	11.5%
资产减值损失	-0.26	0.09	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-3.5%	207.4%	-0.1%	1.2%	1.4%
加:公允价值变动收益	112.98	110.90	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-3.6%	-38.6%	-0.4%	6.2%	6.8%
投资和汇兑收益	11.91	-0.05	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	335.06	357.84	246.00	365.00	407.13	毛利率	42.9%	39.2%	38.6%	38.3%	38.2%
加:营业外净收支	36.25	-25.69	-2.09	0.51	16.71	营业利润率	2.8%	2.9%	1.9%	2.6%	2.8%
利润总额	371.31	332.15	243.90	365.51	423.84	净利率	2.2%	1.9%	1.3%	1.8%	2.0%
减:所得税	114.62	98.79	73.17	109.65	127.15	EBITDA/营业收入	6.4%	17.9%	3.7%	4.2%	4.3%
净利润	253.43	232.11	169.81	254.48	295.09	EBIT/营业收入	1.7%	2.4%	1.9%	2.6%	2.8%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	4282.18	4285.97	5417.14	6295.76	7428.68	固定资产周转天数	181	177	162	143	130
交易性金融资产	3516.53	3515.02	3515.02	3515.02	3515.02	流动营业资本周转天数	-138	-181	-198	-193	-197
应收账款	99.02	106.71	109.39	125.44	122.78	流动资产周转天数	291	280	301	305	317
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
预付帐款	64.56	60.41	63.34	69.18	73.15	存货周转天数	43	39	40	40	40
存货	772.99	845.28	914.16	1007.45	1024.51	总资产周转天数	525	732	911	862	836
其他流动资产	127.10	98.20	98.20	98.20	98.20	投资资本周转天数	208	614	584	544	522
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3.8%	5.6%	4.1%	5.9%	6.4%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.4%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.1%	1.0%	0.8%	1.2%	1.3%
固定资产	5838.13	5935.75	5710.12	5484.50	5258.88	费用率					
在建工程	128.22	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	36.9%	32.7%	32.5%	31.7%	31.7%
无形资产	893.05	858.38	858.38	858.38	858.38	管理费用率	3.4%	3.2%	3.1%	2.8%	2.7%
其他非流动资产	483.68	637.72	637.72	637.72	637.72	财务费用率	-0.1%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	17805.77	32106.89	33093.55	33938.01	34847.80	三费/营业收入	40.2%	38.5%	35.6%	34.5%	34.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	2826.45	2584.85	3162.46	3082.78	3521.10	资产负债率	62.4%	87.2%	87.6%	87.2%	86.6%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	165.7%	679.9%	707.0%	679.0%	648.9%
其他流动负债	445.70	449.76	449.76	449.76	449.76	流动比率	0.98	0.84	0.87	0.91	0.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.87	0.75	0.78	0.82	0.87
其他非流动负债	1352.00	1352.00	1352.00	1352.00	1352.00	利息保障倍数	25.69	0.84	—	—	—
负债总额	11103.82	27989.91	28992.85	29581.45	30194.56	分红指标					
少数股东权益	8.15	7.64	8.56	9.94	11.54	DPS(元)	0.21	0.16	0.00	0.00	0.00
股本	1200.30	1200.30	1200.30	1200.30	1200.30	分红比率					
留存收益	4184.47	1801.66	1784.46	2038.93	2334.02	股息收益率	2.7%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6701.96	4116.98	4100.70	4356.55	4653.24	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.21	0.19	0.15	0.22	0.25
净利润	253.43	232.11	169.81	254.48	295.09	BVPS(元)	5.58	3.42	3.50	3.72	3.97
加:折旧和摊销	559.92	1904.38	225.62	225.62	225.62	PE(X)	36.2	32.2	39.9	26.6	23.0
资产减值准备	3.59	20.74	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.4	1.8	1.7	1.6	1.5
公允价值变动损失	-112.98	-110.90	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.00	639.32	0.00	0.00	0.00	P/S	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
投资收益	-11.91	0.05	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	6.4	9.0	37.9	28.8	25.1
少数股东损益	3.27	1.25	0.92	1.38	1.60	CAGR(%)					
营运资金的变动	295.50	320.22	921.83	397.14	610.61	PEG	—	—	—	0.5	1.4
经营活动产生现金流量	1031.30	2734.05	1320.28	878.11	1116.21	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1973.84	-630.04	-2.09	0.51	16.71	REP					
融资活动产生现金流量	847.74	-2095.71	-187.02	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。