

电商唱主角，数字化升级变革影响深远， 必选消费持续稳健——纺服零售行业 2020 中报综述

纺织服装：67 家 A 股公司 2020H1 营收 868.6 亿元，同降 20.6%，其中 Q1 同降 29.0%，Q2 虽海外疫情蔓延导致上游出口面临更大压力，但国内消费持续恢复，收入降幅收窄至 12.0%。Q3 整体恢复趋势得以维持，我们保持逐季改善的预期不变，Q4 至年底有望看到板块国内业务恢复近正常，海外需求则仍有一定不确定性。板块 H1 总归母净利润 44.3 亿元，同降 53.8%，降幅大于收入端主因刚性费用影响，其中 Q1 同降 69.6%，Q2 降幅收窄至 32.7%，主因销售恢复，部分租金优惠亦于 Q2 体现，但计提存货、应收账款、无形资产等资产减值带来一定影响。

运动板块景气度高、空间大、韧性强，我们坚定认为其为未来 3-5 年服装最佳细分赛道，龙头具备穿越周期实力，建议关注**安踏体育、李宁、滔搏**。大众品牌公司关注主品牌改善、小品牌崭露头角、电商能力疫情后大幅加强的标的，建议关注**太平鸟、海澜之家、波司登、森马服饰**。中高端女装/品牌同样关注电商加强赋能以及会员管理出色、私域流量价值高的标的，建议关注**地素时尚、歌力思、比音勒芬**。上游板块龙头在疫情中优势进一步凸显，与大客户关系更紧密，后续订单有望加速集中，建议关注**申洲国际、健盛集团、华孚时尚、百隆东方**。

商贸零售板块：20H1 板块营收同降 30.72%至 3768 亿元(2019 全年营收增速 6.13%)。**必选消费稳健，对应超市板块收入增速提升，且超市龙头全渠道到家能力大幅提升**，20H1 超市板块收入同比增长 17.22%（2019 年增速 14.68%），Q2 超市收入增速 9.97%，环比 Q1 的 23.42%增速有所回落，逐步回归常态。可选消费增速下滑较多，**H1 百货板块营收同比下滑 47.55%至 616 亿元**，其中既有疫情影响，也包括部分百货标的收入确认准则更改影响，**Q2 起改善趋势较为明显**；化妆品板块成长性在可选消费中持续领先，**H1 收入同比增长 3.39%，Q2 收入增速进一步回暖**。

化妆品&电商持续高增长。电商率先恢复至正增长，预计下半年成长性仍将领先。化妆品国货加速崛起，线上玩法愈加丰富，重点推荐**丸美股份、上海家化、壹网壹创**，关注**青松股份**。电商关注**南极电商、苏宁易购、开润股份**等；**20H1 超市对应必选消费持续稳健，韧性体现**，长期看全渠道超市龙头发展空间大。持续关注**永辉超市、家家悦、红旗连锁、高鑫零售**等。下半年可选消费逐步恢复将成主基调，目前全国百货渠道客流逐月改善。同时百货企业获得免税牌照带来实质性利好，未来有税+免税协同空间大，建议关注**王府井、重庆百货、天虹股份**等。

纺织服装

维持

强于大市

史琨

shikun@csc.com.cn

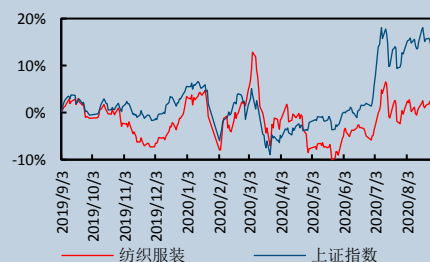
010-65608483

SAC 执证编号：S1440517090002

SFC 中央编号：BPD410

发布日期：2020 年 09 月 08 日

市场表现



相关研究报告

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目录

一、纺织服装板块	1
（一）板块整体情况	1
（二）各细分板块	2
（三）基金持仓分析：纺服板块重仓持股基金数下降，重仓市值提升	8
二、商贸零售板块	11
（一）板块整体情况	11
（二）各细分板块	13
（三）基金持仓分析：零售板块重仓持股比例稳定，	22
三、投资建议	25
四、风险分析	27

图表目录

图表 1： 67 家重点公司营业总收入与同比增速	1
图表 2： 67 家重点公司归母净利润与同比增速	1
图表 3： 67 家重点公司单季营业总收入与同比增速	1
图表 4： 67 家重点公司单季归母净利润与同比增速	1
图表 5： 中高端品牌 18Q2-20Q2 单季财务情况	2
图表 6： 大众休闲品牌 18Q2-20Q2 单季财务情况	4
图表 7： 家纺板块 18Q2-20Q2 单季财务情况	5
图表 8： 运动板块重点品牌公司营收情况（亿元）	6
图表 9： 运动板块重点品牌公司归母净利润情况（亿元）	6
图表 10： 运动板块重点品牌公司营收增速情况	6
图表 11： 运动板块重点品牌公司归母净利润增速情况	6
图表 12： 2018Q2 以来安踏主品牌及其他品牌/FILA 零售增长情况	6
图表 13： 2018Q2 以来李宁主品牌同店增长及零售流水增长情况	7
图表 14： 纱线及坯布板块 18Q2-20Q2 单季财务情况	7
图表 15： 制造板块 18Q2-20Q2 单季财务情况	8
图表 16： 20Q2&Q1 纺服板块重仓基金数	9
图表 17： 20Q2&Q1 纺服板块重仓基金持股总市值（万元）	10
图表 18： 20Q2&Q1 纺服板块重仓基金持股数占公司总股数比例（%）	11
图表 19： 2012-20H1 商贸零售板块营收与同比增速	12
图表 20： 18Q2-20Q2 商贸零售板块单季度营收与增速	12
图表 21： 2012-20H1 商贸零售板块净利润与同比增速	12
图表 22： 18Q2-20Q2 商贸零售板块单季度净利润与增速	12
图表 23： 2012-20H1 超市板块营收与同比增速	13
图表 24： 18Q2-20Q2 超市板块单季度营收与增速	13
图表 25： 超市板块重点标的分季度经营情况	15
图表 26： 化妆品板块 18Q2-20Q2 单季财务情况	17

图表 27: 2012-20H1 百货板块营收与同比增速	18
图表 28: 18Q2-20Q2 百货板块单季度营收与增速	18
图表 29: 百货板块重点标的的分季度经营情况	20
图表 30: 电商新零售板块重点标的的分季度经营情况	22
图表 31: CS 商贸零售板块基金重仓持股占比 (%)	23
图表 32: 商贸零售板块基金重仓持股集中度	23
图表 33: 商贸零售板块重仓持股基金数量	23
图表 34: 商贸零售板块基金重仓持股数量	24
图表 35: 商贸零售板块基金重仓持股市值与占流通股比例	25

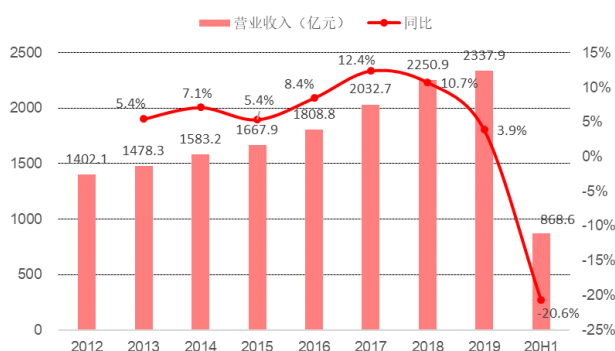
一、纺织服装板块

（一）板块整体情况

我们以纺织服装板块 2019 年报和 2020 一季报公司为基础，合计 67 家公司，2020H1 共实现营收 868.6 亿元，同比下降 20.6%，国内外疫情相继冲击国内和海外需求市场，对产业链上下游企业均带来巨大不利影响，程度罕见。从单季度看，Q1 板块收入同降 29.0%，Q2 起虽然海外疫情蔓延导致上游出口面临更大压力，但国内防疫有力，随民众生活逐渐恢复正常以及政府相关促销费政策落地，消费情况持续恢复，上游公司国内订单以及品牌商销售持续复苏，板块单季收入降幅收窄至 12.0%，环比减少 17pct。Q3 以来虽有局部地区疫情反复以及不利天气影响，但整体恢复趋势得以维持，我们保持逐季改善的预期不变，Q4 至年底有望看到板块国内业务恢复近正常，海外需求则仍有一定不确定性。

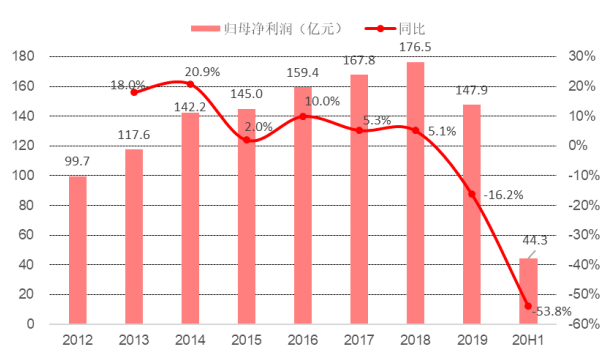
业绩上，67 家公司 2020H1 实现总归母净利润 44.3 亿元，同比下降 53.8%，降幅大于收入端，虽然渠道商普遍在租金、扣点方面给予优惠，但人工费用、折扣摊销等相关支出仍较刚性，部分公司亦未因疫情短期影响而大幅削减品牌投入。从单季度看，Q1 板块总归母净利润同降 69.6%，Q2 降幅收窄至 32.7%，主因销售恢复，部分租金优惠亦于 Q2 体现，但计提存货、应收账款、无形资产等资产减值带来一定影响。

图表1： 67 家重点公司营业总收入与同比增速



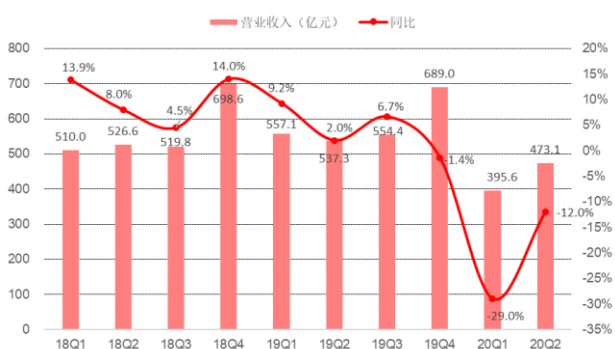
资料来源：WIND，中信建投

图表2： 67 家重点公司归母净利润与同比增速



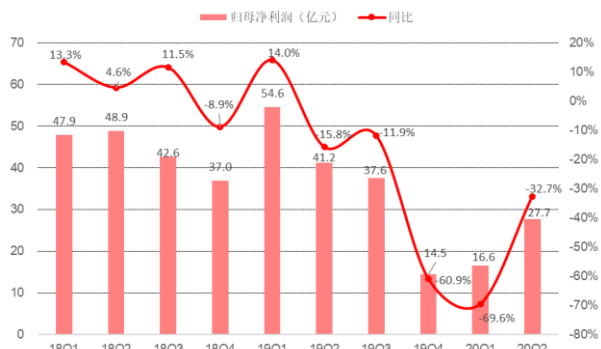
资料来源：WIND，中信建投

图表3： 67 家重点公司单季营业总收入与同比增速



资料来源：WIND，中信建投

图表4： 67 家重点公司单季归母净利润与同比增速



资料来源：WIND，中信建投

（二）各细分板块

1、中高端品牌：朗姿股份、比音勒芬、地素时尚、歌力思、安正时尚 2020H1 总收入 50.52 亿元，同降 12.1%，其中 Q1、Q2 分别同降 20.8%、2.8%，Q2 获得较好恢复。H1 总归母净利润 8.08 亿元，同降 17.9%，其中 Q1、Q2 分别同降 5.6%、34.9%，与收入降幅变动出现差异主因歌力思 Q1 转让百秋网络相关投资收益影响较大，大幅减小了 Q1 板块业绩降幅。疫情后各公司普遍加快线上拓展，部分公司进展迅速，线上收入占比大幅提升，是板块上半年最大亮点。

歌力思 Q2 营收同降 37.23%，降幅环比 Q1 有所增加，主因百秋网络不再并表以及 IRO 海外受影响扩大。主品牌收入 Q1、Q2 同降 33.04%、5.84%，Q2 明显好转；IRO Paris 收入 Q1、Q2 同降 24.97%、42.0%，海外收入跌幅扩大。H1 线上收入同比大增 162.24%，占总收入比例由 19H1 的 4.39% 迅速提升至 17.90%，Q2 线上收入同比大增 256.03%，主要由主品牌良好的直播带货效果所拉动。

朗姿股份 上半年女装收入同降 26.34% 至 5.20 亿元，其中线上流水同增 33%，朗姿、莱茵收入同降 34.3%、17.0%。朗姿医美收入同增 28.2% 至 3.55 亿元，Q2 恢复良好，并增加微信等线上运营方式。新开 2 家晶肤连锁机构。童装阿卡邦收入同降 5.3% 至 3.54 亿元，其中婴童用品类收入增长 104.56%。今年无资管业务收入。

安正时尚 上半年营业收入 12.57 亿元，同比增长 11.78%，其中玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨收入分别同比-19.87%、+3.73%、-34.16%、+68.10%、+7.31%，阿路和如贡献收入 0.33 亿元，服装类线上收入 2.48 亿元，同比增长 53.97%。礼尚信息收入同增 56.56% 至 5.71 亿元。

比音勒芬 上半年营业收入 7.66 亿元，同比下降 9.36%，Q2 营业收入同比增长 7.03%，恢复至正增长。618 期线上销售同比上涨超 10 倍。

地素时尚 Q2 单季收入 5.78 亿元，同比增长 9.69%，各个品牌 Q2 收入增速均转正，DAZZLE、d'zzit 同增 11.76%、7.56%。H1 线上收入同增 22.08% 至 1.79 亿元，占比同比提升达 5.0pct。

20H1 各家公司毛利率均有同比下降，朗姿股份、比音勒芬、地素时尚、歌力思、安正时尚分别同降 3.25pct、2.61pct、0.11pct、0.40pct、12.79pct，主要受折扣率提升影响。业绩上，歌力思 Q2 扣非业绩 0.17 亿元，环比扭亏为盈，上半年受益转让百秋网络所获投资收益 3.02 亿元，整体业绩仍实现 37.77% 增长。其余公司上半年归母净利润均下滑，比音勒芬、地素时尚同降 7.25%、12.18%，相对坚挺，朗姿股份则略亏损 0.03 亿元。

图表5： 中高端品牌 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
	朗姿股份	25.1	18.9	-6.1	11.8	3.7	4.7	32.0	-18.7	-5.0
营业收入	比音勒芬	44.9	45.7	40.6	27.4	22.4	24.6	20.5	-22.3	7.0
同比增速	地素时尚	11.8	1.9	11.8	13.5	15.4	18.8	7.0	-30.1	9.7
(%)	歌力思	15.8	8.7	3.9	8.3	27.0	-5.5	4.0	-34.1	-37.2
	安正时尚	14.0	10.5	14.8	41.5	58.2	62.6	32.8	2.9	20.4
归母净利润	朗姿股份	168.0	52.1	-69.8	-12.5	-29.2	-6.9	-481.2	-106.0	-99.2
同比增速	比音勒芬	56.6	56.7	100.8	52.9	17.3	64.4	10.5	-25.3	45.9

(%)	地素时尚	46.8	32.3	2.7	32.6	-23.5	23.0	16.3	-37.4	22.0
	歌力思	31.4	33.2	-3.3	11.0	24.7	-20.5	-16.0	173.3	-81.6
	安正时尚	20.1	12.3	-50.0	10.5	28.6	1.4	-27.5	-23.8	-86.6
	朗姿股份	57.8	55.4	61.9	60.4	56.8	60.5	55.7	53.7	56.9
单季毛利率	比音勒芬	63.8	62.3	63.3	64.5	71.2	69.0	67.2	60.8	68.5
(%)	地素时尚	77.6	72.5	72.6	73.8	78.5	74.4	73.8	74.8	76.7
	歌力思	70.6	70.2	65.6	64.8	69.2	64.1	65.3	66.5	66.8
	安正时尚	67.9	66.3	52.9	53.8	56.2	51.9	50.5	49.6	36.1
	朗姿股份	9.8	15.1	-4.3	8.1	7.7	10.0	-16.3	-3.7	2.6
单季净利率	比音勒芬	12.3	21.8	20.7	27.5	11.8	28.8	19.0	26.5	16.1
(%)	地素时尚	41.2	22.8	19.8	33.4	27.3	23.6	21.5	29.9	30.4
	歌力思	17.6	20.8	16.8	16.8	18.9	14.9	12.4	59.1	3.0
	安正时尚	19.5	20.6	7.1	19.1	17.5	14.0	4.4	17.2	3.2
	朗姿股份	247.5	261.9	279.5	287.0	284.1	312.2	279.5	318.5	307.1
存货周转天数	比音勒芬	292.2	291.9	322.6	334.4	399.3	414.4	396.8	428.2	445.8
(天)	地素时尚	198.2	201.3	168.2	151.6	181.7	182.1	174.2	267.1	240.7
	歌力思	234.5	237.3	220.2	208.3	227.2	233.1	226.1	366.4	366.1
	安正时尚	392.6	408.3	376.0	276.0	289.7	304.5	296.8	391.0	323.7
	朗姿股份	55.4	62.0	49.9	43.8	47.7	48.9	44.9	50.6	49.5
应收账款周转	比音勒芬	14.9	16.6	19.3	19.5	24.2	19.9	24.2	35.7	29.6
天数(天)	地素时尚	10.5	8.8	9.8	8.6	9.8	8.7	9.1	12.1	10.3
	歌力思	48.2	52.1	52.3	49.3	51.1	48.2	52.1	61.0	62.6
	安正时尚	25.9	27.4	26.2	22.5	21.3	22.1	24.3	29.5	29.3

资料来源: WIND, 中信建投

2、大众休闲品牌:

森马服饰、海澜之家、太平鸟 2020H1 总收入 179.54 亿元,同降 22.7%,Q1、Q2 分别同比下降 32.8%、10.9%,Q2 恢复明显。2020H1 总归母净利润 10.90 亿元,同降 63.4%,Q1、Q2 分别同比下降 80.4%、42.5%,虽有恢复但整体仍有较大下滑,其中森马服饰子公司 KIDILIZ 亏损扩大造成拖累。

海澜之家 Q2 营收同降 8.18%,降幅环比收窄 28.62pct。海澜之家系列 Q2 收入同比下降 12.47%,降幅环比收窄 24.21pct, H1 收入同降 26.49%至 63.43 亿元。其他品牌上半年收入合计 6.33 亿元,同增 105.57%,主因英氏于去年下半年开始并表,男生女生收入同增 18.65%,海澜优选和 OVV 亦获得较好增长。H1 线上收入 7.55 亿元,同增 29.66%,占总收入比例 9.32%,同比提升 3.89pct; 其中 Q2 线上收入同比大增 40.22%。

森马服饰 Q2 收入同降 26.95%,降幅较 Q1 收窄 6.56pct。原业务上半年收入 48.96 亿元,同降 27.09%,Q1 降幅为 30%+, Q2 环比改善。疫情后渠道调整力度较大, H1 休闲服饰收入同降 38.02%,原童装业务收入同降 18.93%,童装表现仍好于休闲装。原业务 H1 线上收入同比略增 0.60%,预计原童装线上增长,而休闲装线上下降。KIDILIZ 上半年收入同降 44.31%, Q2 受海外影响降幅扩大。

太平鸟 Q2 预期，单季收入同增 25.56%，主要得益产品年轻化见效、电商高增、线下销售持续恢复。PB 女装、PB 男装、乐町、PB 童装上半年收入同比+9.86%、-11.90%、+14.60%、-5.92%，Q2 则分别同比+36.19%、+0.70%、+14.60%、+5.10%。上半年线上收入同增 25.64%至 11.24 亿元，占总收入 34.95%，同比提升 6.27pct；Q2 线上收入同比大增 35.31%。Q2 线下收入同增 12.32%，O2O 新零售带来驱动，同店实现增长。

20H1 森马服饰、海澜之家、太平鸟毛利率分别同降 1.58pct、1.62pct、4.59pct，主要受折扣率提升影响。业绩上，海澜之家因毛利率下滑、费用率提升、计提存货减值增加，H1 归母净利润同降 55%。森马服饰则受 KIDILIZ 亏损扩大拖累，其上半年净亏损 3.48 亿元，测算公司原业务 H1 归母净利润约 3.7 亿元，同降约 40%。太平鸟 Q2 单季归母净利润和扣非业绩分别 1.12 亿元、0.92 亿元，同比均转正；上半年受益有效税率下降，扣非业绩同比高增 127.68%。

图表6：大众休闲品牌 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	森马服饰	27.6	17.2	49.5	63.9	35.8	19.1	2.0	-33.5	-27.0
同比增速	海澜之家	3.3	-6.1	5.7	5.2	9.6	31.0	20.4	-36.8	-8.2
(%)	太平鸟	10.0	14.5	-0.4	-4.5	2.0	9.6	3.6	-16.7	25.6
归母净利润	森马服饰	26.0	26.4	235.2	11.1	5.7	-3.2	-42.6	-95.0	-98.9
同比增速	海澜之家	8.1	-11.7	1.1	7.0	-2.1	-12.6	-28.1	-75.6	-28.8
(%)	太平鸟	87.5	13.9	2.6	-34.9	-29.2	-12.3	19.2	-89.9	146.7
单季毛利率	森马服饰	37.7	39.3	41.4	41.7	48.0	43.6	38.5	41.1	45.2
(%)	海澜之家	41.5	52.8	35.3	43.6	39.2	42.0	34.8	34.5	45.1
	太平鸟	56.5	51.7	51.8	57.5	56.6	50.9	50.5	51.9	52.9
单季净利率	森马服饰	11.6	14.3	7.0	8.4	9.0	11.6	3.9	0.6	-0.3
(%)	海澜之家	22.1	18.6	13.7	19.8	19.5	12.1	7.9	7.5	14.8
	太平鸟	4.3	4.8	10.1	5.1	3.0	3.9	11.7	0.5	6.0
存货周转天数	森马服饰	132.6	147.9	129.3	159.2	171.1	177.7	138.1	226.8	223.1
(天)	海澜之家	262.0	333.5	286.4	249.3	263.6	298.6	250.6	319.1	319.9
	太平鸟	224.9	243.2	183.6	218.3	237.2	236.1	179.0	236.7	213.0
应收账款周转	森马服饰	37.6	41.5	38.6	40.6	38.3	43.1	36.5	62.2	53.8
天数(天)	海澜之家	9.6	15.9	12.1	9.7	12.2	14.3	11.9	19.4	18.1
	太平鸟	22.9	26.2	25.1	27.3	27.2	29.3	27.6	36.3	29.8

资料来源：WIND，中信建投

3、家纺：

罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺 20H1 总收入 50.59 亿元，同降 11.5%，Q1、Q2 分别同降 20.3%、2.9%。H1 总归母净利润 4.76 亿元，同降 18.0%，Q1、Q2 分别同比-38.8%、+15.7%。

罗莱生活 Q2 收入同比下降 2.92%，降幅环比收窄 19.02pct，销售恢复良好。若剔除美国在内的境外部分，预计国内主业收入 Q2 同比转正增长，主要来自线上销售增长可观。**富安娜**受益渠道库存清理基本完毕和电商良好表现，韧性较强，H1 营收仅同降 0.41%，电商销售规模同增约 13%。**梦洁股份** H1 收入同降 22.91%，Q2

跌幅环比收窄，公司近年来加大智慧零售和下沉市场拓展力度，但线下占比相对较高，受影响较大。水星家纺 H1 收入同降 8.53%，除 2 月外各月线上均保持较快增长，线下 Q2 跌幅明显好于 Q1。

H1 罗莱生活、富安娜、梦洁股份毛利率分别同增 0.24pct、3.36pct、1.47pct，水星家纺同降 2.04pct。业绩上，富安娜 H1 归母净利润同增 8.11%，表现最突出，反映调整到位后的韧性，其余公司业绩均双位数下跌。

图表7： 家纺板块 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入 同比增速 (%)	罗莱生活	11.0	4.5	-8.0	-2.3	1.7	-3.7	7.6	-21.9	-2.9
	富安娜	12.0	6.9	7.2	-5.5	-1.8	-7.3	-3.8	-2.0	1.0
	梦洁股份	13.2	8.7	15.8	6.9	21.9	22.5	6.2	-34.6	-12.0
	水星家纺	8.9	8.7	4.7	0.8	19.6	15.4	7.5	-20.0	1.7
归母净利润 同比增速 (%)	罗莱生活	38.3	6.6	34.2	-7.6	1.4	-4.9	19.3	-50.7	52.8
	富安娜	11.0	29.1	-0.1	-16.3	-16.1	-14.1	3.3	-5.9	23.5
	梦洁股份	20.7	113.4	44.7	12.6	-37.1	279.8	-10.9	-46.6	-41.2
	水星家纺	15.5	5.6	3.8	4.2	25.2	31.1	-3.3	-45.4	-8.5
单季毛利率 (%)	罗莱生活	47.9	40.0	50.8	43.9	44.6	42.0	44.8	43.1	45.6
	富安娜	50.4	50.4	48.7	49.8	50.8	54.6	52.3	54.0	53.4
	梦洁股份	44.6	47.4	37.1	38.4	41.4	41.4	42.4	40.4	42.1
	水星家纺	35.3	33.2	35.5	37.4	37.8	39.0	36.5	37.5	34.2
单季净利率 (%)	罗莱生活	6.5	12.8	11.7	12.8	6.4	12.8	13.1	8.1	9.9
	富安娜	14.8	17.1	21.9	15.5	12.7	15.9	23.5	14.9	15.5
	梦洁股份	8.7	0.8	-1.3	10.2	4.3	2.3	0.0	8.0	3.1
	水星家纺	8.4	9.5	11.4	12.6	8.8	10.8	10.3	8.6	7.9
存货周转天数 (天)	罗莱生活	171.2	166.8	162.3	186.3	195.1	187.0	170.5	219.7	210.8
	富安娜	244.6	266.1	189.6	280.5	257.8	276.6	222.5	322.0	300.6
	梦洁股份	245.8	279.4	204.1	205.4	202.1	210.8	176.5	288.2	231.9
	水星家纺	187.3	181.6	155.7	185.3	185.2	181.3	155.2	245.2	197.4
应收账款周转 天数(天)	罗莱生活	37.6	41.5	35.8	40.5	40.1	41.4	36.5	45.1	43.5
	富安娜	37.8	39.3	43.0	42.3	39.2	36.4	37.9	30.0	27.6
	梦洁股份	73.3	74.8	65.7	65.3	64.4	64.5	60.6	101.7	82.9
	水星家纺	19.4	20.7	19.6	24.3	22.4	24.1	21.6	31.6	26.4

资料来源：WIND，中信建投

4、运动：

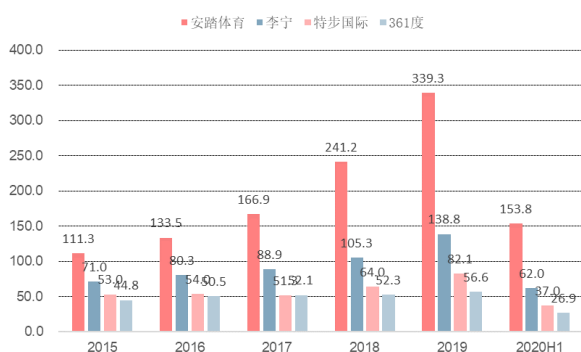
安踏体育、李宁、361 度、特步国际 20H1 总收入 279.7 亿元同比略降 0.9%；总归母净利润 28.9 亿元，同降 29.6%。

安踏体育：疫情冲击下，收入端展现强大韧性，恢复情况较好，Q2 流水实现明显反弹回暖，超公司前期预期。线上提供重要支撑，疫情后电商战略地位提升，所有品牌全面发力电商，共推 H1 整体线上收入增速超 55%。

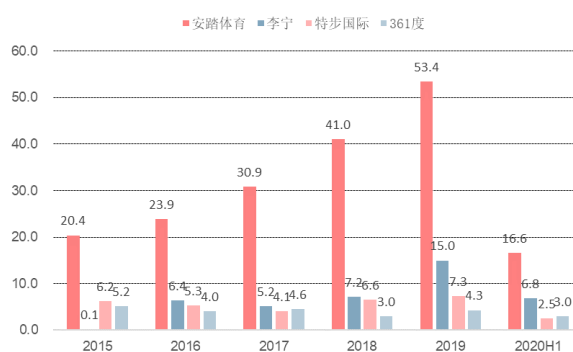
安踏品牌 H1 总流水 10%-20%低段下滑, Q2 仅下滑低单位数, H1 收入同比下降 10.7%, 主要由线上销售增长提供支撑。FILA 品牌 H1 总流水中单位数增长, Q2 实现低双位数增长, 反弹明显, H1 收入同增 9.4%, 线上收入增速超 100%。其他品牌 H1 流水同比高单位数增长, Q2 增速达 25%-30%, H1 收入同增 8.3%, 其中迪桑特获得长足进展, 收入同增近 30%, 线上收入同增超 100%; 可隆 Q2 流水增速转正, H1 线上收入亦同增超 100%。

李宁: 上半年展现强大韧性, 营收仅略降 1.18%, Q2 流水环比明显恢复。李宁主品牌 Q1 流水同比 10%-20% 高段下降, 上半年收窄至中单位数下降, 公司整体流水为 10%-20% 低段下降。直营高线城市占比大, 受影响程度大于经销, 整体经销收入 H1 同增 2.28%, 主要得益于过去几年品牌力和产品力持续提升, 助 H1 新品吊牌价低双位数增长, 抵消疫情后经销发货量下降影响。H1 电商收入同增 23%, 占总收入比例同增 5.3pct 至 27.0%, 李宁主品牌电商 Q2 同比 20%-30% 高段增长。

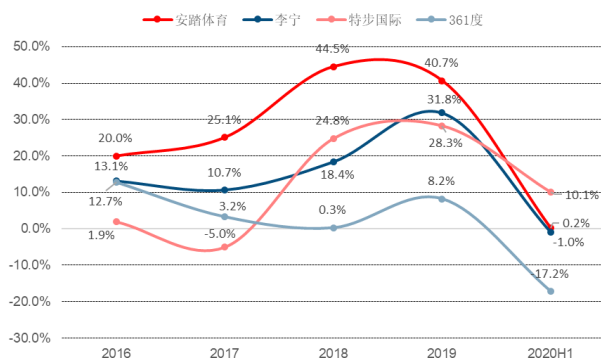
特步国际 去年开始合资代理知名跑步品牌索康尼、迈乐, 完成收购 K-Swiss、Palladium 等运动时尚品牌全球业务, 外延助上半年收入同增 10.06%。特步主品牌 H1 收入同降 4.6% 至 32.01 亿, 库存持续消化中。K-Swiss、Palladium 收入 4.59 亿元, 海外市场仍旧承压。下半年新品牌国内开店将提速, 尤其是 Palladium 直营店铺设, 以及索康尼、迈乐门店, K-Swiss 仍需时日以整合。

图表8: 运动板块重点品牌公司营收情况 (亿元)


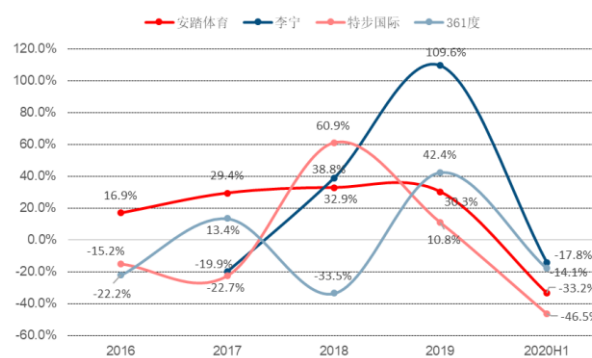
资料来源: WIND, 中信建投

图表9: 运动板块重点品牌公司归母净利润情况 (亿元)


资料来源: WIND, 中信建投

图表10: 运动板块重点品牌公司营收增速情况


资料来源: WIND, 中信建投

图表11: 运动板块重点品牌公司归母净利润增速情况


资料来源: WIND, 中信建投

图表12: 2018Q2 以来安踏主品牌及其他品牌/FILA 零售增长情况

品牌	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
安踏	低双位	中双位	10-20%	10-20%	10%-20%	10%-20%	10%-20%	20%-25%	低单位数

主品牌	数增长	数增长	中段增长	低段增长	中段增长	中段增长	中段增长	高段增长	负增长	负增长
其他	90-95%	90-95%	80-85%	65-70%	55%-60%	50%-55%	50%-55%	50%-55%	中单位数	低双位数
/FILA	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	负增长	增长

注：19Q3 以后其他品牌单指 FILA。资料来源：公司公告，中信建投

图表13： 2018Q2 以来李宁主品牌同店增长及零售流水增长情况

指标	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
同店	高单位	10%-20%	10%-20%	10%-20%	10%-20%	10%-20%	20%-30%		中单位数
	数增长	低段增长	中段增长	中段增长	中段增长	高段增长	低段增长	-	下降
流水	10%-20%	10%-20%	10%-20%	20%-30%	20%-30%	30%-40%	30%-40%	10%-20%	中单位数
	低段增长	中段增长	高段增长	低段增长	低段增长	低段增长	中段增长	高段下降	下降

资料来源：公司公告，中信建投

5、上游部分：

纱线及坯布板块：新野纺织、华孚时尚、百隆东方三家公司 20H1 总收入 106.0 亿元，同降 19.0%，Q1、Q2 分别同降 28.7%、8.9%。20H1 总归母净利润 0.62 亿元，同降 91.6%，Q1、Q2 分别同降 72%、112%。由于纱线和坯布属于中上游产品，因此对于终端需求的反应时间相对靠前，面对疫情影响，品牌商往往更提前进行减单或延迟处理，因此出口部分影响于 Q1 已经得到较大体现。Q2 则主要是国内需求恢复，海外继续承压。疫情后棉价再次急跌给公司毛利率带来压力，同时人民币升值也对出口毛利带来一定影响。

图表14： 纱线及坯布板块 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	新野纺织	30.5	23.5	-4.1	13.7	-27.4	-11.5	14.7	-28.4	-2.4
同比增速	华孚色纺	21.1	14.2	-4.1	19.8	-1.1	-5.9	35.1	-36.5	-12.5
(%)	百隆东方	-5.1	7.5	3.8	13.1	-15.9	5.5	14.8	-10.2	-5.8
归母净利润	新野纺织	11.4	37.4	26.1	47.9	-41.0	-62.4	8.6	-18.4	-31.4
同比增速	华孚色纺	22.2	8.0	-72.4	-21.5	-46.2	-68.9	-132.6	-117.7	-188.6
(%)	百隆东方	22.2	76.9	-127.5	39.8	-57.3	-48.3	104.7	-41.9	-36.1
单季毛利率	新野纺织	15.3	19.6	19.5	16.6	15.8	17.9	27.7	18.7	15.6
(%)	华孚色纺	13.4	7.4	9.7	10.4	9.3	2.9	8.6	5.9	-1.3
	百隆东方	17.4	19.0	23.5	15.7	20.6	16.1	11.2	14.8	5.5
单季净利率	新野纺织	6.7	9.0	5.4	5.2	5.1	3.5	5.7	5.9	3.5
(%)	华孚色纺	9.1	4.6	0.1	5.0	4.9	1.3	0.0	-1.5	-4.8
	百隆东方	14.9	8.6	-1.9	8.1	7.6	4.2	0.1	5.2	5.1
存货周转天数	新野纺织	136.9	144.9	179.9	198.1	200.1	213.6	215.6	281.3	227.0
(天)	华孚色纺	144.7	132.6	145.2	158.3	147.3	131.6	135.2	221.8	170.3
	百隆东方	244.1	244.4	279.5	331.7	375.5	329.0	296.0	318.8	321.8
应收账款周转	新野纺织	35.8	36.8	40.3	44.1	44.9	47.6	47.7	67.9	60.2
天数(天)	华孚色纺	21.2	20.5	20.3	21.2	19.1	19.0	18.0	30.0	23.6
	百隆东方	31.1	32.7	26.5	31.6	27.8	26.6	25.8	34.4	32.1

资料来源：WIND，中信建投

制造板块：鲁泰、联发股份、孚日股份、健盛集团 20H1 总收入 67.73 亿元，同降 19.6%，Q1、Q2 同降 10.4%、28.5%。20H1 总归母净利润 6.02 亿元，同降 38.7%，Q1、Q2 同降 22.3%、53.9%。制造板块出口比例更大，且面料和成衣产业链靠后，因此受终端影响更加实时，海外疫情影响主要反应的 Q2，整体 Q2 表现弱于 Q1。

申洲国际表现稳健，收入同比仅略降 0.45%，制造主业收入同比增长 2.3%。上半年支撑主要来自内衣类和新增量业务，H1 新增口罩销售收入 1.14 亿元，内衣类收入同增 35.7%至 6.23 亿元，亦主因口罩反响热烈，带动主打同款面料内衣销售热度。运动类收入同增 2.0%，因疫情而有所放缓。耐克仍为第一大客户，H1 其订单收入同降 7.62%至 30.10 亿元，阿迪达斯、优衣库订单收入同增 21.55%、3.40%。

图表15： 制造板块 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入 同比增速 (%)	鲁泰	2.3	6.5	4.5	1.7	-6.8	-6.7	7.2	-18.9	-36.9
	联发股份	7.2	5.8	-8.4	-8.0	-17.6	-4.9	8.2	-2.6	-12.8
	孚日股份	7.0	9.4	0.8	-4.9	1.5	0.5	-9.6	-6.3	-33.4
	健盛集团	58.1	28.9	14.9	17.9	2.2	25.0	8.2	-7.8	-15.9
归母净利润 同比增速 (%)	鲁泰	-7.6	5.3	-9.1	22.5	-0.8	-15.8	62.3	-47.0	-81.2
	联发股份	11.2	47.7	-1.0	63.5	5.2	-35.4	7.7	54.6	53.2
	孚日股份	-6.8	66.4	24.1	54.9	16.3	-15.9	-107.1	-29.3	-60.2
	健盛集团	108.3	53.8	29.1	57.2	12.3	32.7	39.6	-20.5	-99.6
单季毛利率 (%)	鲁泰	27.6	31.0	30.0	30.6	30.6	30.2	27.4	27.3	25.2
	联发股份	18.0	21.9	27.9	17.3	21.3	21.3	26.2	16.4	25.1
	孚日股份	18.6	23.2	18.4	22.0	20.9	19.4	16.2	18.6	22.2
	健盛集团	28.0	29.9	27.1	26.1	31.2	30.5	28.7	24.5	17.7
单季净利率 (%)	鲁泰	12.8	14.3	11.8	12.8	13.6	11.3	19.3	8.5	4.0
	联发股份	7.9	10.9	14.7	7.9	9.8	7.4	14.5	12.4	17.3
	孚日股份	8.4	11.2	5.5	10.9	9.6	9.5	-0.8	8.1	5.8
	健盛集团	16.1	16.3	7.6	17.0	17.6	17.2	9.7	14.7	0.1
存货周转天数 (天)	鲁泰	157.0	155.3	155.3	181.3	180.4	183.3	169.6	244.0	268.1
	联发股份	71.7	72.5	76.5	84.4	85.4	80.4	87.3	87.4	91.8
	孚日股份	166.0	179.7	154.8	143.8	128.5	125.4	121.0	120.8	141.3
	健盛集团	114.7	122.7	120.7	125.8	130.9	121.9	126.4	145.3	136.6
应收账款周转 天数(天)	鲁泰	19.0	18.7	18.5	23.5	21.4	21.2	23.6	33.0	35.7
	联发股份	40.4	37.9	36.7	38.5	41.0	43.8	36.4	42.3	41.5
	孚日股份	36.9	38.1	0.0	42.1	49.7	48.5	40.9	46.9	46.0
	健盛集团	65.0	57.0	62.3	64.3	61.2	58.5	60.7	66.9	79.5

资料来源：WIND，中信建投

（三）基金持仓分析：纺服板块重仓持股基金数下降，重仓市值提升

我们对上述 67 家 A 股公司加上港股 WIND 行业纺织品、服装与奢侈品合计共 216 家公司进行基金重仓分

析。2020Q2 全行业重仓基金数量合计 89 只，较 20Q1 减少 6 只，其中重仓基金数 TOP5 为安踏体育（20 家）、申洲国际（10 家）、星期六（7 家）、雅戈尔（7 家）、李宁（6 家），重仓基金数增加较多的是安踏体育（+9 家）、诺邦股份（+4 家）、伟星股份（+3 家），重仓基金数减少较多的是李宁（-8 家）、森马服饰（-7 家）、海澜之家（-6 家）。

20Q2 较 Q1 新入基金重仓的有伟星股份、地素时尚、七匹狼、跨境通、互太纺织、健盛集团、滔搏，而不再是基金重仓的有鲁泰 A、搜于特、中潜股份、新澳股份。

图表16： 20Q2&Q1 纺织服装重仓基金数

代码	公司名称	20Q2	20Q1	环比变动
2020.HK	安踏体育	20	11	9
2313.HK	申洲国际	10	9	1
002291.SZ	星期六	7	6	1
600177.SH	雅戈尔	7	7	0
2331.HK	李宁	6	14	-8
603238.SH	诺邦股份	6	2	4
002563.SZ	森马服饰	4	11	-7
002003.SZ	伟星股份	3	0	3
002832.SZ	比音勒芬	3	2	1
603587.SH	地素时尚	3	0	3
002042.SZ	华孚时尚	2	2	0
002327.SZ	富安娜	2	2	0
603001.SH	奥康国际	2	2	0
603839.SH	安正时尚	2	3	-1
002029.SZ	七匹狼	1	0	1
002293.SZ	罗莱生活	1	1	0
002640.SZ	跨境通	1	0	1
1234.HK	中国利郎	1	1	0
1382.HK	互太纺织	1	0	1
600070.SH	浙江富润	1	1	0
600398.SH	海澜之家	1	7	-6
600987.SH	航民股份	1	3	-2
601566.SH	九牧王	1	2	-1
603365.SH	水星家纺	1	1	0
603558.SH	健盛集团	1	0	1
6110.HK	滔搏	1	0	1
000726.SZ	鲁泰 A	0	3	-3
002503.SZ	搜于特	0	2	-2
300526.SZ	中潜股份	0	2	-2
603889.SH	新澳股份	0	1	-1

资料来源：WIND，中信建投

20Q2 纺服板块基金重仓持股总市值为 62.69 亿元,较 20Q1 提升 32.3%;占全行业基金重仓持股总市值 0.36%,较 20Q1 略降 0.02pct。重仓市值 TOP5 分别为安踏体育 (27.58 亿元)、申洲国际 (10.15 亿元)、星期六 (7.38 亿元)、森马服饰 (4.25 亿元)、诺邦股份 (3.21 亿元)。重仓持股市值增加较多的是安踏体育 (+12.51 亿元)、诺邦股份 (+2.96 亿元)、申洲国际 (+2.43 亿元),减少较多的是李宁 (-3.56 亿元)、航民股份 (-1.02 亿元)。

图表17: 20Q2&Q1 纺服板块重仓基金持股总市值 (万元)

代码	公司名称	20Q2	20Q1	环比变动
2020.HK	安踏体育	275752.4	150625.9	125126.5
2313.HK	申洲国际	101522.4	77179.5	24342.9
002291.SZ	星期六	73790.1	56810.8	16979.4
002563.SZ	森马服饰	42500.6	44243.4	-1742.8
603238.SH	诺邦股份	32056.0	2419.8	29636.2
603587.SH	地素时尚	16501.3	0.0	16501.3
603001.SH	奥康国际	15921.9	17759.4	-1837.5
603839.SH	安正时尚	15342.9	15329.4	13.6
601566.SH	九牧王	11272.2	11761.1	-488.9
2331.HK	李宁	9514.1	45134.4	-35620.4
002327.SZ	富安娜	9289.5	9647.5	-358.0
002832.SZ	比音勒芬	8553.0	5661.6	2891.3
002042.SZ	华孚时尚	3115.0	2640.0	475.0
600177.SH	雅戈尔	2894.2	5382.8	-2488.6
002293.SZ	罗莱生活	2419.3	2313.3	105.9
600987.SH	航民股份	2231.5	12383.1	-10151.7
002003.SZ	伟星股份	1487.6	0.0	1487.6
6110.HK	滔搏	766.0	0.0	766.0
603558.SH	健盛集团	603.4	0.0	603.4
1382.HK	互太纺织	500.8	0.0	500.8
600070.SH	浙江富润	342.9	374.1	-31.3
1234.HK	中国利郎	314.3	286.5	27.7
002029.SZ	七匹狼	180.4	0.0	180.4
603365.SH	水星家纺	40.7	63.2	-22.5
600398.SH	海澜之家	19.8	7654.7	-7634.9
002640.SZ	跨境通	13.0	0.0	13.0
000726.SZ	鲁泰 A	0.0	2358.7	-2358.7
002503.SZ	搜于特	0.0	63.4	-63.4
300526.SZ	中潜股份	0.0	2427.0	-2427.0
603889.SH	新澳股份	0.0	1471.9	-1471.9

资料来源: WIND, 中信建投

20Q1 纺服板块基金重仓持股数占公司总股数平均比例为 1.67%,占比 TOP5 的是地素时尚 (8.59%)、诺邦股份 (6.33%)、星期六 (5.96%)、奥康国际 (5.10%)、森马服饰 (3.27%)。占比提升较多的是地素时尚 (+8.59pct)、诺邦股份 (+5.48pct),占比下降较多的是航民股份 (-1.94pct)。

图表18： 20Q2&Q1 纺服板块重仓基金持股数占公司总股数比例（%）

代码	公司名称	20Q2	20Q1	环比变动
603587.SH	地素时尚	8.590	0.000	8.590
603238.SH	诺邦股份	6.330	0.850	5.480
002291.SZ	星期六	5.960	6.420	-0.460
603001.SH	奥康国际	5.100	5.380	-0.280
002563.SZ	森马服饰	3.270	3.370	-0.100
603839.SH	安正时尚	3.020	3.000	0.020
002327.SZ	富安娜	2.630	2.820	-0.190
601566.SH	九牧王	2.230	1.980	0.250
2020.HK	安踏体育	1.630	1.070	0.560
002832.SZ	比音勒芬	1.460	1.390	0.070
2313.HK	申洲国际	0.790	0.680	0.110
600987.SH	航民股份	0.450	2.390	-1.940
002003.SZ	伟星股份	0.430	0.000	0.430
002293.SZ	罗莱生活	0.360	0.360	0.000
002042.SZ	华孚时尚	0.330	0.330	0.000
603558.SH	健盛集团	0.180	0.000	0.180
2331.HK	李宁	0.170	0.890	-0.720
600177.SH	雅戈尔	0.100	0.170	-0.070
1382.HK	互太纺织	0.100	0.000	0.100
1234.HK	中国利郎	0.070	0.060	0.010
002029.SZ	七匹狼	0.050	0.000	0.050
600070.SH	浙江富润	0.050	0.080	-0.030
603365.SH	水星家纺	0.030	0.050	-0.020
6110.HK	滔搏	0.010	0.000	0.010
002640.SZ	跨境通	0.000	0.000	0.000
600398.SH	海澜之家	0.000	0.270	-0.270
000726.SZ	鲁泰 A	0.000	0.490	-0.490
002503.SZ	搜于特	0.000	0.010	-0.010
300526.SZ	中潜股份	0.000	0.090	-0.090
603889.SH	新澳股份	0.000	0.590	-0.590

资料来源：WIND，中信建投

二、商贸零售板块

（一）板块整体情况

以 CS 商贸零售成分标的基础，剔除部分主业改变、重组并购标的，并增加化妆品标的，对 2020H1 商贸零售板块情况进行总结。

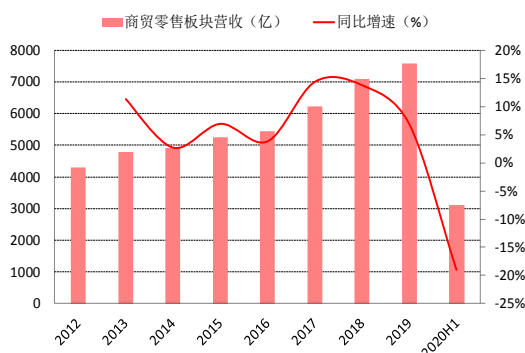
整体看，收入方面：受到疫情影响，2020H1 商贸零售板块营收同比下降 30.72%至 3768 亿元（2019 全年营收增速 6.13%），其中必选消费稳健，对应超市板块收入增速提升，20H1 超市板块收入同比增长 17.22%（2019 年增速 14.68%）。可选消费增速下滑较多，H1 百货板块营收同比下滑 47.55%至 616 亿元，其中既有疫情影响，也包括部分百货标的收入确认准则更改影响；化妆品板块成长性在可选消费中持续领先，H1 收入同比增长 3.39%。上半年零售行业受疫情影响较为明显，板块增速反映了消费市场整体较为疲弱，与社零增速放缓趋势总体一致。

分季度看，Q1 零售行业受疫情影响最为明显，Q2 起逐步复苏，线上渠道复苏情况优于线下。Q2 商贸零售板块收入增速-18%，环比单 Q1 的-21.18%改善约 3pct。其中超市板块 Q2 收入增速 9.97%，环比 Q1 的 23.42%增速有所回落，回归常态；百货板块、化妆品板块 Q2 收入增速均有较大改善。

利润方面，2020H1 商贸零售板块净利润同降 39.49%，净利润降幅超过收入，主因零售企业租金、人力成本等相对较为固定。其中子板块利润趋势与对应的收入趋势大体一致：超市板块 H1 归母净利润同比增速 21.51%，超市板块受到疫情正向促进明显；百货板块由于可选消费承压、线下人流量减少，H1 归母净利润同比下降 75.96%；H1 化妆品板块归母净利润同比下滑 23.83%，若剔除上海家化后，H1 化妆品板块归母净利润为正增长。

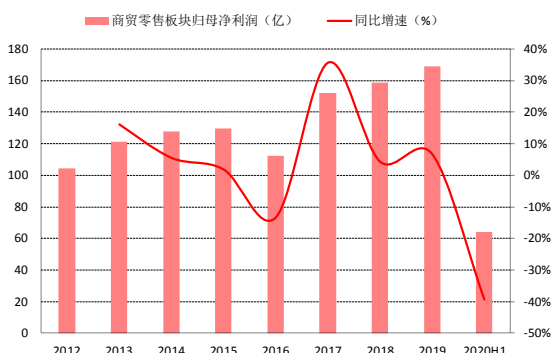
分季度看，Q2 板块归母净利润恢复情况较好。单 Q2 板块归母净利润同比下滑 11.08%，降幅环比 Q1 大幅缩窄 48pct，其中超市板块 Q2 利润持续正增长，但增幅环比 Q1 有所缩窄，环比 Q1 下滑 9pct 至 11.25%；百货板块单季度归母净利润环比 Q1 由负转正，同比减少 20.79%；化妆品板块单 Q2 利润降幅-19.03%，环比 Q1 亦有大幅改善，若剔除上海家化后，单 Q2 化妆品板块利润同比增长 27%。

图表19： 2012-20H1 商贸零售板块营收与同比增速



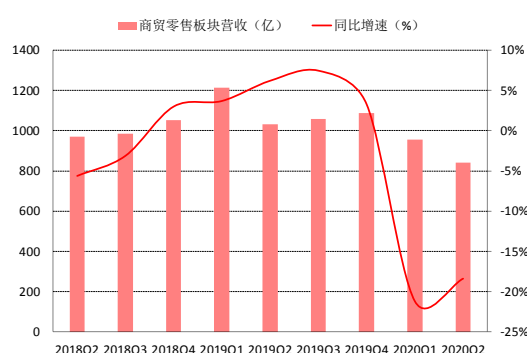
资料来源：WIND，中信建投

图表21： 2012-20H1 商贸零售板块净利润与同比增速



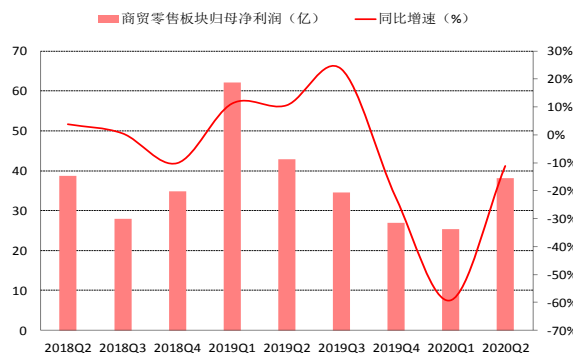
资料来源：WIND，中信建投

图表20： 18Q2-20Q2 商贸零售板块单季度营收与增速



资料来源：WIND，中信建投

图表22： 18Q2-20Q2 商贸零售板块单季度净利润与增速



资料来源：WIND，中信建投

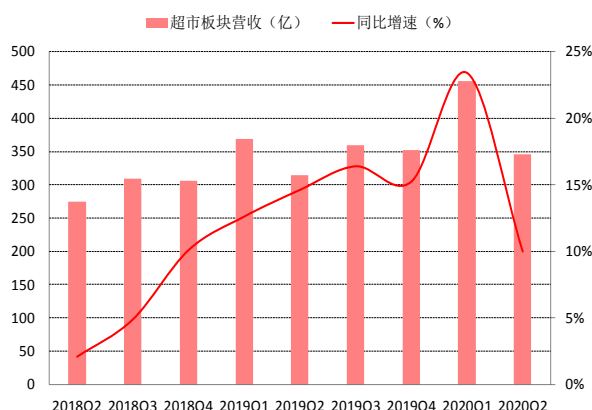
（二）各细分板块

1、超市——H1 受疫情正向促进，逐步回归常态，必选消费持续稳健

超市板块 20H1 收入同比增长 13.12%，其中 Q1/Q2 收入增速分别为 23.42%/9.97%，上半年疫情影响下，超市正常营业保障民生，并吸纳大量餐饮份额，行业 Q1 同店增速平均在双位数以上，Q2 起逐步回归常态，同时还有食品 CPI 上行带来的价格因素催化。

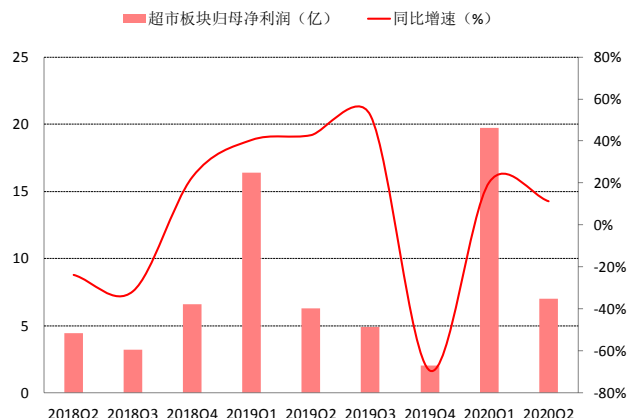
利润方面，由于租金、人力等成本相对较为固定，超市板块 H1 利润增速高于收入。H1 超市板块归母净利润同比增长 21.51%，其中单 Q1/Q2 增速分别为 20.31%/11.25%，Q1 超市板块业绩受到疫情正向促进最为明显，Q2 起随复产复工推进，超市板块业绩增速回归常态。

图表23： 2012-20H1 超市板块营收与同比增速



资料来源：WIND，中信建投

图表24： 18Q2-20Q2 超市板块单季度营收与增速



资料来源：WIND，中信建投

（1）永辉超市：H1 业绩同增 35%，到家业务快速增长

20H1 公司实现营收 505.16 亿元，同比增长 22.68%；实现归母净利润 18.54 亿元，同比增长 35.36%。单 Q2 实现营收 212.59 亿元，同比增长 12.24%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比增长 16.56%。

线上业务快速发展，云创回归上市主体。新冠疫情加速超市到家行业发展，H1 线上销售额 45.61 亿元，占主营收入比 9.71%，截止 H1 末，会员数达 3,284 万户，报告期月活数 772 万户。**永辉生活 APP 到家业务：**已覆盖 852 家门店，H1 实现销售额 22.5 亿元，同比增长 2 倍。日均单量 17.9 万单，1-6 月平均复购率为 45.63%。**京东到家：**H1 京东到家业务已覆盖 745 家门店，实现销售额 16.2 亿元，日均单量 8.8 万单。

公司以 3.8 亿元收购云创 20% 股权，持股比例达到 46.6%，重新拥有永辉云创的管理权和经营权，并成为永辉云创的控股股东。截止 2020 年 5 月 31 日永辉云创拥有永辉生活店 177 家，超级物种 54 家，永辉到家仓 46 个，永辉云创的永辉生活 app 会员总数 3000 万人以上，上半年永辉生活 APP 提供的到家服务占比接近六成。公司，此次云创回归将利于公司整合到家业务资源，提高线上业务的效率和质量。

Mini 门店进一步调整，测算上半年店均日销约 1.6 万。mini 店 2020 年上半年累计实现销售 14.51 亿元，新开门店 16 家，闭店 88 家，截止报告期末有 mini 店 458 家，经营面积 20.54 万 m²。若取期初 530 家、期末 458

家的平均数 494 家计算，H1 公司 mini 店平均单店日销 1.6 万。

（2）家家悦：H1 业绩高增符合预期，跨区域扩张多点开花

20H1 公司实现营收 92.46 亿元，同比增长 27.27%；实现归母净利润 2.87 亿元，同比增长 26.99%。单 Q2 公司实现营收 39.59 亿元，同比增长 14.4%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 30.51%。

门店持续拓展，跨区域布局加速，新进地区多点开花。H1 公司新增门店 67 家（含淮北并表的 31 家），其中大卖场 17 家，综超 50 家，同时公司关闭低效门店 6 家，H1 末门店总数 844 家。单 Q2 公司新开门店 22 家，其中包含公司在江苏省徐州市的首家门店。Q2 公司新签储备门店 34 处，其中包含安徽省蚌埠市（首家门店已开业）、铜陵市、滁州市、以及江苏省盐城市等新区域。H1 公司山东省外收入占比提升至 8.5%，公司在山东省内、张家口及周边、淮北及周边持续展店，门店跨区域布局大大加速，扩张逻辑持续获验证。

供应链建设不断推进，到家能力持续提升。上半年公司增强总部集采与区域采购的联动协调，商品组织能力进一步提升。持续推进各物流项目的建设，供应链能力不断提升。到家业务方面，公司利用“家家悦优鲜”线上平台，推动 O2O 及社区团购业务与线下实体店融合，并通过直播带货等方式，强化线上线下联动和到店到家服务，丰富顾客的购物体验。

（3）高鑫零售：H1 股东应占溢利同增 17%，加码布局中小业态

2020H1 公司实现营收 531.7 亿元，同比增长 5.1%；实现经营利益 33.5 亿元，同比增长 11%；实现股东应占溢利 20.6 亿元，同比增长 16.8%。

门店拓展、大卖场重构回归正轨。展店方面，受疫情影响 H1 展店中超 1 家（营业面积 5000 平），关闭三家亏损门店。截止 H1 末，公司大卖场门店总数 481 家，中超 3 家。大卖场重构方面，受疫情影响，公司大卖场重构计划拖延至 3 月开工，20H1 已有 20 余家门店启动开工，其中 5 家改造完成，对购物环境、商品组货进行全面升级，持续增强线下门店竞争力。疫情得到明显管控，门店拓展、大卖场重构回归正轨

B2C 业务受疫情正向促进，猫超库存共享、社区团购布局加码，C 端消费场景持续扩展。受疫情驱动，超市到家业务快速发展，单量方面：20Q1 公司线上店日均单量超 750 单，Q2 进一步升至 950 单。客单价方面：Q1 客单价 85 元，Q2 受疫情得到有效控制影响，客单价回落至常态的 68 元左右，仍超出公司此前预期。在客单量、客单价提升下，公司 B2C 业务 UE 模型进一步优化提升。目前公司 B2C 业务用户数已近 5000 万，活跃用户数达到近 1300 万。猫超共享库存：截止 20H1 公司所有门店已接入猫超 1 小时达，180 家门店接入猫超半日达，猫超共享库存单量按月持续攀升。社区团购：公司与 2019 年与菜鸟合作尝试社区团购业务，目前已在 16 城市约 3000 余家菜鸟驿站开通，为消费者提供次日达服务，消费场景获得进一步拓展。

小润发首店已开业，中小业态将成为公司未来展店主力。2020 年系公司开启多业态展店的元年，公司预期全年开设中超 2-3 家，小型超市 30 家（中超与小型超市集中在下半年展店），预计 2021 年中超、小超市开店数量将进一步提升，公司有望回归至快速展店轨道。中小业态符合商超业发展趋势，目前公司小业态首店已于南通市落地开业，未来中小业态将成为公司展店主要方向。

（3）红旗连锁：Q2 收入端同比增长 12%，毛利率有所提升

2020H1 公司实现营收 45.18 亿元，同比增长 17.98%；实现归母净利润 2.61 亿，同比增长 10.24%。单 Q2

公司实现营收 21.73 亿，同比增长 12.14%，实现归母净利润 1.18 亿，同比下滑 25.15%。

门店数量持续扩展。20H1 公司新开门店 129 家，关闭门店 10 家，门店数量净增 119 家，截至 20H1 末，公司共有门店 3189 家。公司坚持“以四川为中心、成都为核心”的战略发展方针，H1 公司展店在疫情影响下仍维持较快速度，预计下半年展店速度有望进一步提升。

受疫情影响，新网银行投资收益有所减少。20H1 公司对联营/合营企业投资收益同比下降 15.57%至 59.13 亿元，其中单 Q2 下降较大，同比下滑至 64.95%至 1525 万，预计主要受疫情影响，新网银行放款趋于谨慎、防范风险。**撇除新网银行影响后**，H1 公司主业净利润同比增长 21%至 2 亿元，单 Q2 主业净利润同比下滑 10%至 1 亿，主要受销售费用提升影响。

创新模式探索川外拓展布局，未来空间值得期待。H1 公司以信息管理系统使用权、管理团队和模式、供应链平台输出作价出资人民币 3,000 万元与兰州国资利民资产管理集团有限公司签署《战略合作协议》设立合资公司，公司以管理输出的方式正式走出四川，为公司的进一步扩张奠定良好基础。

（4）步步高：Q2 业绩大幅改善，数字化能力持续提升

20H1 公司实现营收 103.51 亿元，同比增长 2.79%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比减少 31.79%。单 Q2 公司实现营收 48.36 亿元，同比增长 8.62%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比增长 15.17%。

Q2 收入、利润增速提升显著，超市业态表现强劲。20H1 超市（含家电）/百货/批发/物流收入分别同比 +16.18%/-26.53%/-12.88%/-4.6%至 76.43/15.66/0.32/ 0.99 亿，20H1 超市+家电收入占比已达 73.84%（+8.5pct）。**疫情期间公司超市业态加大供应保障民生，同时加强线上到家业务布局，超市业态表现靓丽**，其他业态虽受到疫情影响出现短期波动，整体处于持续复苏中。

超市门店持续拓展，门店结构优化升级。20H1 公司拥有各业态门店 409 家，其中超市业态门店 357 家，百货业态门店 52 家。H1 公司新开超市门店 17 家（省内 7 家，省外 10 家），百货门店 1 家，新签约门店 25 家，同时关闭调整 10 家低效门店。

新建江西物流中心，供应链效率有望进一步提升。2020 年上半年，公司在江西省新余市新建生鲜 DC，面积 1.18 万平方米，投资总额 2027.91 万元。下半年，公司将全面有序推进各省区日配制，提升门店商品丰富度。

加码到家业务布局，O+O 模式不断升级。公司通过深度用户运营完成线上线下结合的 o+o 零售模式，下半年将深耕私域流量运营，进入全员内容运营。截至 20H1，公司到家门店 349 家、自助收银门店 348 家、扫码购门店 234 家、社群覆盖门店 346 家。公司实现数字会员 2081 万，数字化会员贡献销售占总销售 71%。20H1 线上 GMV 为 33.48 亿元。20H1 数字化运营试点由 Q1 的 3 家扩展为 Q2 的 11 家，深度赋能的经营合伙模式得到进一步推广，试点门店整体销售可比增长 26%，利润可比增长 20.5%；单 Q2 销售可比增长 29%，利润可比增长 31%。

图表25：超市板块重点标的分季度经营情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营收增速（%）	红旗连锁	4.6	3.5	2.0	2.7	9.2	11.6	10.0	24.0	12.1
	永辉超市	19.7	22.0	16.6	18.5	21.2	22.3	19.7	31.6	12.2

业绩增速 (%)	家家悦	17.0	18.1	7.8	16.7	16.7	20.1	25.9	39.0	14.4
	步步高	5.5	6.3	0.3	2.6	3.9	10.4	11.7	-1.6	8.9
	红旗连锁	69.6	172.0	128.5	45.7	56.8	67.5	64.9	80.7	-25.2
	永辉超市	-40.4	-75.0	9.0	50.3	32.2	100.3	-94.5	39.5	16.6
毛利率 (%)	家家悦	42.8	31.3	49.6	16.1	18.2	16.4	-17.6	24.9	30.5
	步步高	-14.8	16.8	-17.2	3.5	-5.1	31.2	17.5	-46.2	15.2
	红旗连锁	29.7	29.8	30.6	29.9	30.5	29.7	33.5	29.7	30.8
	永辉超市	22.0	20.7	23.1	22.7	20.8	22.0	20.6	22.8	21.7
净利率 (%)	家家悦	21.4	21.8	22.3	21.8	21.3	21.5	22.8	21.4	21.4
	步步高	23.7	22.6	23.7	23.7	25.8	23.6	23.6	22.0	23.6
	红旗连锁	5.6	5.5	3.8	4.2	8.1	8.2	5.7	6.1	5.4
	永辉超市	0.6	-0.2	1.6	5.1	1.3	0.6	-0.2	5.4	1.3
存货周转天数	家家悦	2.3	3.3	4.0	3.6	2.4	3.1	2.6	3.3	2.6
	步步高	1.2	-0.5	-0.9	3.4	1.4	-0.2	-1.3	1.9	1.4
	红旗连锁	71.4	72.5	72.2	70.8	68.1	70.1	72.0	70.5	70.9
	永辉超市	34.9	37.0	44.9	37.6	40.7	43.2	55.3	41.6	46.6
应收账款周转天数	家家悦	44.2	44.7	46.0	37.8	40.6	43.1	51.4	40.1	47.7
	步步高	45.1	48.6	54.5	43.2	47.3	50.6	58.0	46.3	48.3
	红旗连锁	1.1	1.1	1.4	1.5	1.3	1.2	1.6	1.5	1.5
	永辉超市	4.6	5.6	7.8	8.5	9.2	11.4	6.5	3.2	3.2
	家家悦	0.6	0.7	0.8	1.3	1.4	2.0	0.9	0.8	1.0
	步步高	1.6	1.9	1.5	1.3	1.6	1.9	1.8	2.3	3.0

数据来源: WIND, 中信建投

2、化妆品：去年实现高增长，今年最佳可选赛道地位不变，看好恢复弹性

上海家化、珀莱雅、丸美股份、壹网壹创四家公司 2020H1 总收入 64.21 亿元，同降 3.1%，Q1、Q2 分别同比-10.5%、+3.8%。H1 总归母净利润 7.39 亿元，同降 21.7%，Q1、Q2 分别同比-23.9%、-19.4%。

上海家化 Q2 营业收入 20.20 亿元，同比增长 2.60%，恢复至正增长。若不考虑新收入会计准则影响，同口径下上半年收入同比下降约 1.4%，Q2 收入则同比增长 9.26%，虽然 Q2 汤美星海外市场受较大影响，但国内销售有所恢复，同时电商保持较高增长。品牌上，H1 玉泽收入同比高三位数增长，六神小个位数增长，家安、C&D、启初、片仔癀均双位数增长，佰草集、高夫收入同降近 50%，美加净双位数下降。渠道看，上半年线上收入 14.26 亿元，同增 32.66%。其中电商增长超过 50%，特渠增长超过 10%。线下收入 22.56 亿元，同降 20.64%，其中百货下降 70%+、CS 下降 40%+、商超母婴微跌。业绩上，若剔除联营公司亏损和境外提前还款影响，则扣非业绩降幅约 10.5%。整体业绩上，由于去年非经常性受益较多，今年 H1 归母净利润跌幅扩大至 58.68%。

珀莱雅 Q1 线上同增 30%+，线下同降 30%+，Q2 线上同增 50%+，线下同降 30%-，线上提速增长，线下跌幅收窄，Q2 单季收入同增 13.2%。线下渠道中，H1 日化渠道营收 3.41 亿元，同比下降 34.95%；其他线下渠道营收 1.63 亿元，同比下降 15.29%。品牌上，H1 珀莱雅品牌营收 11.31 亿元，同降 3.66%；其他品牌（含跨境品牌代理业务）营收 2.51 亿元，同比增长 64.32%，占比 18.14%。品类上，护肤类营收同比下降 6.94%，占比 81.16%；洁肤类营收同比增长 15.24%，占比 6.90%；美容（彩妆）类营收 1.37 亿元，同比增长 251.76%。毛利率受新收入准则和跨境代理业务有所拉低，但销售费用率下降较多，H1 扣非业绩增速略高于收入增速。

丸美股份 Q2 单季收入 4.23 亿元，同比下降 5.93%，增速环比 Q1 下降 7.46pct，预计主因线下及线上经销模式对疫情滞后反应，于 Q2 发货收入有所影响，尤其是线下销售仍在持续恢复中。H1 眼部类产品收入 2.58 亿元，同比增长 17.92%，占总收入比例 32.54%，同比提升 5.66pct；护肤类、洁肤类产品收入分别同降 8.77%、13.30%。渠道上，H1 线上收入 4.26 亿元，同增 27.4%，占总收入 53.71%，占比同增 12.6pct，尤其是受新品带动，H1 线上直营收入大增 45.96%。线下收入同比下降 23.47%，CS 和百货下降均超过 20%，美容院微跌。费用率下降和投资收益增加助上半年业绩同增 4.6%。

壹网壹创 H1 收入同比下滑 0.23%，主要受到露得清终止合作影响，由于露得清采用线上经销模式，因此对于公司收入端影响较大，但对于利润端影响较小。继签约泡泡玛特后，H1 与圣牧、君乐宝、盐津铺子等品牌签约，品类持续拓展，并完成收购浙江上佰，成功切入家电类目，同时新增拼多多、苏宁易购、贝店（上述三平台仅与浙江上佰签订协议）等平台。20H1 归母净利润增速 55.92%，Q1/Q2 增速分别为 46%/64%，Q2 业绩增速进一步提升，公司高成长性持续获验证。

图表26： 化妆品板块 18Q2-20Q2 单季财务情况

		2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	上海家化	10.3	8.2	9.9	11.7	5.0	9.1	3.3	8.4	-14.8
	珀莱雅	10.9	41.6	36.6	40.6	27.6	27.4	45.1	30.2	-5.3
	丸美股份					8.9	14.4	21.3	13.3	1.5
	壹网壹创							44.0	35.3	-7.8
归母净利润	上海家化	35.9	45.7	31.7	42.1	54.8	26.8	-29.6	-80.8	-48.9
	珀莱雅	29.6	68.4	43.8	40.5	30.4	39.4	26.1	44.8	-14.7
	丸美股份					25.3	37.7	150.6	-13.2	-1.1
	壹网壹创							15.3	39.2	46.1
单季毛利率	上海家化	66.7	62.4	59.0	62.8	62.2	61.7	61.0	62.7	61.3
	珀莱雅	63.1	61.3	65.1	65.7	63.8	67.6	60.5	64.2	59.9
	丸美股份	66.3	70.9	66.9	68.6	66.4	70.1	67.0	68.6	65.5
	壹网壹创			46.6	42.0	41.8	37.1	42.2	46.7	44.6
单季净利率	上海家化	8.1	9.2	7.8	5.0	11.9	10.7	5.3	0.9	7.2
	珀莱雅	13.9	10.9	10.2	13.1	14.1	11.4	8.6	12.8	12.6
	丸美股份	28.6	25.1	11.7	34.4	32.9	29.9	25.8	26.4	32.1
	壹网壹创			14.4	18.1	14.0	11.4	11.5	18.6	22.1
存货周转天数	上海家化	117.7	121.0	120.2	110.1	109.1	111.4	112.5	111.9	133.7
	珀莱雅	90.7	100.1	104.2	89.1	93.6	97.4	92.2	87.4	117.7
	丸美股份				87.2	94.4	90.1	105.2	99.2	123.5
	壹网壹创						37.2	55.1	41.5	88.9
应收账款周转	上海家化	47.6	49.1	52.0	49.4	49.0	52.4	53.9	53.5	63.6
	珀莱雅	10.8	8.2	8.9	10.0	12.4	16.6	13.9	16.6	28.5
	丸美股份				1.4	1.0	0.7	0.5	0.5	0.6
	壹网壹创						28.6	30.3	33.6	62.1

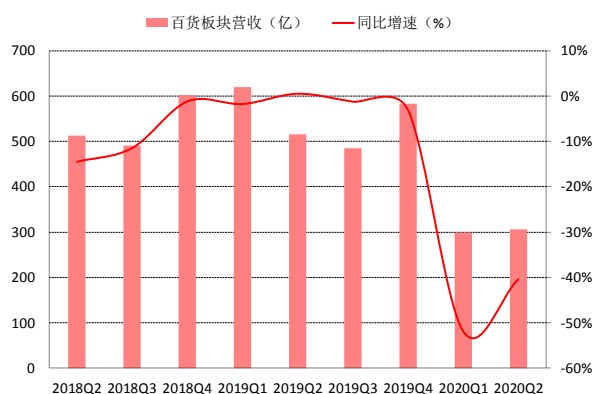
资料来源：WIND，中信建投

3、百货板块——逐季改善恢复趋势明显，免税牌照发放+内循环带来实质利好

代表可选消费的百货渠道，H1 受疫情影响最为明显，表现为商场人流量下滑、顾客购物欲望不强，Q2 起处于逐步恢复轨道。2020H1 百货板块收入同比下滑 48.19%，Q1/Q2 收入分别下滑 52%/40%，部分企业对于会计准则的改变加大了百货渠道的降幅，但百货板块收入 H1 整体承压较大，Q2 较 Q1 有明显改善。利润端方面，20H1 百货板块归母净利润同比下滑 48%，其中 Q1/Q2 分别下滑 113%/21%，Q2 降幅较 Q1 缩窄明显。

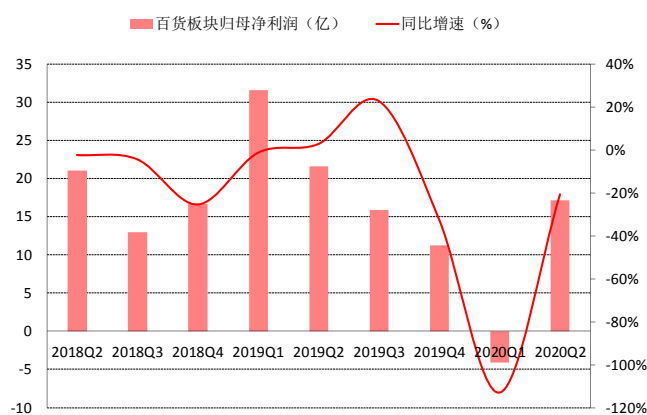
上半年百货龙头企业王府井获得免税牌照，多家百货企业纷纷申请免税资质。后续百货行业空间受益于免税牌照发放、消费内循环进一步打开。

图表27： 2012-20H1 百货板块营收与同比增速



资料来源：WIND，中信建投

图表28： 18Q2-20Q2 百货板块单季度营收与增速



资料来源：WIND，中信建投

(1) 王府井：Q2 业绩环比改善，持续推进免税业务落地

20H1 公司实现营收 34.25 亿元，同比下滑 74.48%（剔除会计准则变化影响，同比下降 24.02%）；实现归母净利润 0.05 亿元，同比下滑 99.33%。单 Q2 公司实现营收 19.05 亿元，同比下滑 69.56%；实现归母净利润 2.07 亿元，同比下滑 30.15%。

面对疫情挑战，公司创新经营模式。公司一方面加快线上运营，打造“云购物”概念，通过快速组建微信群，加大微商城运营，开拓直播平台、抖音小店运营等多种手段，形成线上流量矩阵，深度运营私域流量，积极开拓公域流量。另一方面，公司持续推进线下各业态的经营模式创新与智能化改造。从商品供给、筹划模式、营销推广等多方面入手，不断推进各经营单元的创新提升。

加紧新店筹备与项目开发，完善业态布局。公司积极推进佛山紫薇港购物中心、西宁王府井海湖购物中心、贵州安顺国贸购物中心、成都永立王府井购物中心、柳州王府井购物中心、沈阳赛特奥莱二期项目的筹备工作。同时，因租约到期，公司综合考虑当地市场情况和门店经营状况，乌鲁木齐王府井百货和福州王府井百货分别于 2020 年 2 月和 2020 年 5 月 31 日停止对外营业。

持续推进免税业务落地。公司被授予免税品经营资质，为推进免税业务尽快落地，实现公司发展战略，公司已投资设立了免税品经营公司。目前公司正积极开展相关准备工作，按照市场化、专业化、国际化方向快速组建团队，与相关方洽谈业务搭建供应链体系，在全国范围内积极推进离岛免税、口岸免税和市内免税项目。

（2）重庆百货：Q2 业绩环比改善明显，基本面持续向上

20H1 公司实现营收 153.6 亿元，同下降 15.58%；实现归母净利润 7.53 亿元，同比增长 11.62%。单 Q2 公司实现营收 77.72 亿元，同比下滑 4.94%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比增长 186.81%，单 Q2 扣非归母净利润同比增长 46.33%至 2.76 亿元。

线上+线下加速融合，数字化改造推进。百货：搭建“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台，整合资源，制定方案，输出内容，场店联动，实施资源转化，统分结合扩大市场影响力。同时，各场店建立自有社群，网上直播带货。**超市：**超市业态通过多点 APP，数字化重构人、货、场。H1 公司 173 家超市门店上线智能购业务，113 家门店开通 O2O 到家业务。线上妥投单量突破 232.47 万单，增幅达 249.98%。线上销售实现收入 2.39 亿元，同比增幅 311.49%。APP 用户数达 650 万，月活用户 177 万，电子会员 668 万，全渠道用户数增长 62%，智能购占比 31%，提升 6 个百分点，数字化能力大幅提升。**电器：**搭建直播平台，实现会员精准营销，不断提升线上销售，搭建“重百创客”、“重百世纪+”、“重百电器淘”等数字平台，吸纳粉丝 33 万，新增会员 18 万。**汽贸：**开通线上展厅 VR 看车，举办直播和线上团购活动。

混改有序深入推进，股权结构、治理层面、经营战略、业务经营、员工激励全面优化，基本面向上。**股权结构：**公司控股股东重庆商社混改完成引入物美（持股 45%）、步步高（持股 10%）后，未来三方股东将在数字化、供应链、区域资源、经营经验、场景等多方面形成协同互补。**治理层面：**公司聘任马上金融创始人、CEO 赵国庆先生为公司总经理，聘任王欢、乔红兵先生为公司副总经理，聘任王金录先生为公司财务总监。王欢先生深耕百货业多年，乔红兵先生为物美集团副总裁兼多点科技合伙人与 CIO，对超市、到家业务理解深刻。新管理团队深耕行业多年，分工合理且对科技赋能有深刻理解。**经营战略：**①**超市**—公司将超市定义为最重要、最核心利润增长点，未来与股东方下的物美、麦德龙持续发挥协同效应，并有望依托多点深化超市数字化转型；②**百货**—公司将百货定义为利润压舱石，全面推进百货的数字化进程。③**科技**—物美、多点 Dmall、步步高、马上消费金融积累大量科技成果，重百将以此为依托，有望大幅提高实体店智能化水平。④**消费金融**—重百持股马上金融 31.06%的股份，为马上金融第一大股东。2019 年马上金融为公司贡献投资收益 2.7 亿元。**员工激励：**重百已推出股份回购计划，拟回购资金总额 3.05-6.1 亿元，回购股份将全部用于后期员工持股或股权激励计划。

（3）天虹股份：超市表现靓丽，百/购逐步复苏

2020H1 公司实现营收 58.9 亿元，同比下滑 39.13%（受会计准则变化影响，同口径下同比增长 4.24%）；实现归母净利润 0.36 亿元，同比下滑 92.9%。单 Q2 公司实现营收 28.93 亿元，同比下滑 35.68%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比下滑 54.7%

战略核心商品群突显成效，销售额同比增长 49%。其中，国际直采实现销售同比增长 30%；生鲜基地战略商品销售同比增长 28%，生鲜基地数量增加 15 个；自有品牌销售同比增长 72%，销售占比达 8%；在 2R 商品的基础上新增 Ready to heat 即煮商品，3R 商品（Ready to eat、Ready to heat、Ready to cook）销售同比增长 25%。全国供应链整合 63 家，销售同比增长 16%。

百货/购物中心恢复。3 月 7 日起全面恢复营业，营业中的百货/购物中心积极开展各种线上的直播、线上种草，结合门店店庆、年中庆等营销，积极参与各地政府开展的购物节、消费券活动，购物中心开放欢乐时光项目，增强顾客到店体验。公司百货/购物中心每月客流人数不断恢复，销售恢复明显，二季度购物中心和百货营业收入环比分别增长 42%、26%。

线上运营能力快速提升。公司上半年线上销售同比增长 259%，二季度同比增长 286%。**超市：**6 月底开始同城次日达与优品全国配业务，进一步提高门店效能，拓展市场空间。上半年超市到家销售同比增长 131%，二季度同比增长 119%；销售占比达到 13%。**百货：**全国 75 家门店专柜上线企业微信导购功能；全国门店共享高端商品供应链，如兰蔻、资生堂、后、欧舒丹、戴森等；小程序直播全面上线，持续培养柜员直播技能，并逐步加大直播场次。上半年百货专柜到家销售同比增长 30 倍，二季度环比增长 107%；销售占比达 13%，客单价环比提升近一倍。

图表29： 百货板块重点标的分季度经营情况

	公司	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营收增速（%）	天虹股份	1.7	9.0	-5.2	-0.8	4.6	2.1	0.2	-42.1	-35.7
	重庆百货	3.4	3.9	-3.0	-0.4	2.3	-3.3	6.7	-24.3	-4.9
	王府井	-0.4	0.6	2.7	0.2	3.4	-0.3	-1.7	-78.8	-69.6
业绩增速（%）	天虹股份	23.3	60.8	2.0	5.3	1.1	-20.7	-10.3	-116.0	-54.7
	重庆百货	68.9	109.5	-40.0	-9.6	17.0	214.2	29.5	-63.3	186.8
	王府井	237.4	7.7	8.8	-11.3	-1.8	-36.6	-46.3	-150.2	-30.2
毛利率（%）	天虹股份	27.3	28.6	27.3	27.7	29.1	29.0	28.6	36.7	41.5
	重庆百货	18.2	17.9	18.8	18.2	18.1	18.2	17.8	17.6	17.7
	王府井	21.7	21.5	20.8	20.9	21.2	21.3	19.4	25.9	33.2
净利率（%）	天虹股份	4.4	4.4	4.4	6.1	4.2	3.4	3.9	-1.6	3.0
	重庆百货	2.4	1.1	0.8	4.8	2.6	3.2	1.1	2.3	7.5
	王府井	5.1	4.0	2.9	5.7	4.7	2.4	1.4	-14.6	10.8
存货周转天数	天虹股份	33.2	35.0	31.2	23.1	23.7	25.3	24.6	40.6	39.5
	重庆百货	29.1	31.3	32.1	26.1	28.8	30.3	33.3	38.8	35.1
	王府井	13.5	14.4	14.4	15.0	15.7	16.9	16.3	83.2	76.3
应收账款周转天数	天虹股份	1.1	1.3	1.1	1.2	1.4	1.6	1.5	2.7	3.0
	重庆百货	1.4	1.3	1.3	1.2	1.5	1.8	1.6	2.2	2.4
	王府井	3.1	2.6	3.5	3.1	3.7	3.0	3.0	8.1	7.9

数据来源：WIND，中信建投

3、电商新零售——线上成长性仍领先

（1）南极电商：成长性持续获验证，品类、品牌、渠道持续扩张

20H1 公司实现营收 16.26 亿元，同比减少 0.49%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比增长 11.51%。单 Q2 公司实现营收 9.54 亿元，同比增长 17.85%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 14.39%。

单 Q2 GMV 增速环比大幅提升显著，主要品牌、主要平台增速靓丽。2020H1 公司 GMV 同增 30.94% 至 143.78 亿元，其中单 Q2GMV 同增 48.5% 至 86.5 亿元，Q2 公司 GMV 增速环比 20Q1 大幅提升约 37 pct。**分品牌看，**南极人/卡帝乐/经典泰迪 20H1GMV 分别同比+35.49%/+1.09%/+14.74% 至 129.26/12.79/1.02 亿，测算 Q2 主品牌南极人 GMV 增速 53.5%，环比 Q1 提升 37.9pct。**分渠道看，**20H1 阿里/京东/社交电商/唯品会 GMV 分别同比+19.79%/+16.19%/+94%/+61% 至 88.19/20.47/26.38/7.03 亿。公司最大渠道阿里系 Q2 以来销售迅速回暖，单 Q2 增速较 Q1 大幅提升 40.5 pct 至 39.62%，公司阿里大盘销量恢复势头迅猛。

时间互联聚焦营运，带动现金流、应收账款向好。20H1 公司经营性现金流净额同比减少 117.2%至-0.26 亿，主要由保理放款增加以及受疫情影响上半年度公司客户回款节奏放缓所导致，单 Q2 公司经营性现金流 3.45 亿，环比 Q1 大幅改善。20H1 公司应收账款及票据同比增加 22.08%至 11.39 亿，亦主要由小贷公司净放款增加以及受疫情影响业务回款节奏放缓，导致应收账款增加所致，但环比 Q1 末的 11.9 亿规模有所缩小。

（2）苏宁易购：Q2 经营环比大幅改善，全渠道、全类目能力持续提升

20H1 公司实现营收 1184 亿元，同比下滑 12.65%；实现归母净利润-1.67 亿元，同比下滑 107.79%。单 Q2 公司实现营收 605.85 亿元，同比下滑 17.38%；实现归母净利润 3.84 亿元，同比下滑 80.82%。

Q2GMV 增速提升，零售云业务快速发展。单 Q2 公司商品销售/线上平台交易规模分别同比增长 8.34%/27.11%，增速环比 20Q1 的 2%/12.78%分别提升 6/14pct，销售规模增速环比改善明显。H1 公司商品销售/线上平台交易规模分别同比增长 5.35%/20.19%。

零售云业务快速发展，上半年苏宁易购零售云新开店 1,563 家，截至 6 月 30 日苏宁易购零售云门店数量 5,926 家，单 Q2 零售云门店净增门店 963 家，零售云业务二季度销售规模同比增长 127.57%。

家乐福深化融合，大快消类目、到家业务发挥巨大协同。H1 家乐福中国实现经营性盈利与经营性现金流转正，经营效率稳步提升。家乐福一方面持续完善到家业务，所有门店完成快拣仓改造，推进小仓发展，配送半径扩大至 3-10KM；另一方面持续在大快消供应链方面深度融合，与公司全渠道体系产生更大协同。

（3）开润股份：短期业绩受疫情波动，品类、品牌持续扩张

20H1 公司营收 9.55 亿元，同比下降 21.81%；归母净利润 0.64 亿元，同比下滑 43.46%。单 Q2 实现营收 4.18 亿元，同比下滑 32.89%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比下滑 52.55%。

出行品类受疫情短期影响较大。公司产品矩阵多集中在出行领域，Q1 国内疫情、Q2 海外疫情均对公司产生不利影响，因而上半年公司营收、利润端有所承压。

2B 业务积极拓展新客户。2B 业务国内、国外产能与订单先后受到疫情影响，公司积极拓展客户、品类，新拓展 VF 大客户，并进入女包生产制造领域，预计目前 B 端产能利用率已回升 90%以上。

2C 端持续加强 90 分品牌，拓展大嘴猴品牌授权。H1 公司 90 分品牌优势地位进一步加强，同时取得大嘴猴品牌在箱包和雨伞等品类的授权，公司 C 端业务在品类、渠道、品牌方面持续拓展。疫情虽对公司业务带来不利因素，但公司核心竞争力仍在，看好后续发展空间。

（4）三只松鼠：线上流量受直播分流影响，线下持续布局

20H1 公司实现营收 52.52 亿元，同比增长 16.42%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比下滑 29.51%。单 Q2 公司实现营收 18.40 亿元，同比增长 11.92%；Q2 归母净利润基本盈亏平衡。

收入端受线上流量入口分流影响。20 年以来，直播电商迅速发展，多流量入口对于公司的原有流量产生一定分流，导致公司收入增速有所下滑。公司正采取积极措施，通过直播、短视频等新营销工具扩大引流。

线下业务持续布局。受疫情影响，H1 公司线下新店开业速度有所放缓，H1 投食店新开 38 家至 139 家。营收同比增长 45%至 3.1 亿元；联盟小店新开 209 家至 478 家，营收同比增长 166%至 1.57 亿元。

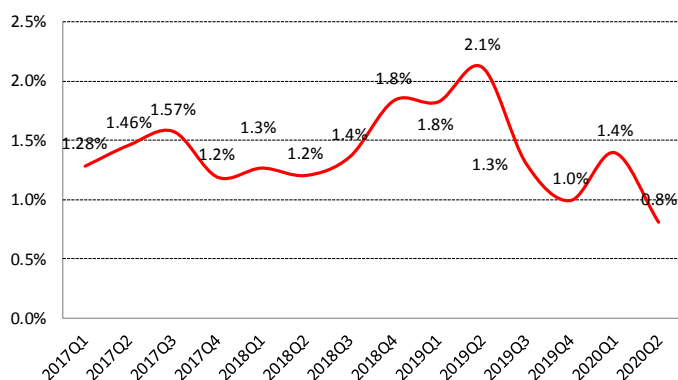
图表30： 电商新零售板块重点标的分季度经营情况

	公司	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营收增速 (%)	开润股份	64.9	92.4	64.3	44.0	37.7	27.6	22.3	-10.3	-32.9
	南极电商	301.5	441.3	123.9	63.4	11.0	24.9	-3.7	-18.5	17.8
	苏宁易购	31.7	29.4	28.4	25.4	20.1	5.1	-5.2	-7.1	-17.4
	三只松鼠	0.0	0.0	0.0	27.2	68.2	53.2	48.3	19.0	11.9
业绩增速 (%)	开润股份	50.3	34.9	13.4	31.6	39.1	38.6	10.9	-29.8	-52.5
	南极电商	77.6	52.9	50.0	36.7	30.4	36.9	38.2	5.3	14.4
	苏宁易购	2,663.0	-67.5	103.4	22.2	-66.0	7,795.9	-128.6	-505.5	-80.8
	三只松鼠	0.0	0.0	0.0	7.0	169.1	-51.0	-257.9	-24.6	-101.1
毛利率 (%)	开润股份	25.1	25.8	27.1	24.8	31.4	26.9	28.0	31.5	27.1
	南极电商	34.8	28.1	41.2	21.5	38.1	28.3	58.1	28.0	36.6
	苏宁易购	12.9	15.2	15.7	15.9	12.5	16.1	13.9	15.7	14.4
	三只松鼠	27.2	26.3	26.3	33.2	26.8	25.7	25.2	27.2	23.1
净利率 (%)	开润股份	11.4	8.4	7.7	7.9	11.4	8.6	7.6	6.3	6.6
	南极电商	27.8	19.4	33.4	14.8	32.6	21.3	48.0	19.1	31.6
	苏宁易购	9.2	-0.2	9.8	0.2	2.7	14.7	-3.5	-1.3	0.3
	三只松鼠	-2.5	4.1	1.5	8.7	1.0	1.3	-1.6	5.5	0.0
存货周转天数	开润股份	87.5	74.1	82.7	81.7	88.3	80.2	88.3	130.9	134.8
	南极电商	2.0	1.8	1.3	0.5	0.8	0.6	0.7	1.0	0.9
	苏宁易购	36.7	35.5	35.3	40.4	33.9	36.6	38.4	45.3	45.0
	三只松鼠	0.0	0.0	83.4	41.4	49.8	68.2	91.1	59.4	74.6
应收账款周转天数	开润股份	41.7	0.0	39.4	41.9	43.8	49.1	43.9	65.3	64.5
	南极电商	111.0	104.5	66.2	87.6	89.5	86.7	69.8	128.2	104.8
	苏宁易购	4.9	0.0	5.7	7.9	7.7	8.5	8.4	10.8	10.6
	三只松鼠	0.0	0.0	11.4	7.8	10.7	12.5	10.0	5.5	8.4

资料来源：WIND，中信建投

（三）基金持仓分析：零售板块重仓持股比例稳定，

我们对 CS 商贸零售板块基金重仓股进行梳理（剔除部分主业改变标的，新增化妆品标的）：2020Q2 全行业基金重仓持股总市值 1.75 万亿元，较 20Q1 大幅上升 27%；商贸零售板块 20Q2 基金重仓持股市值 236.85 亿元，较 20Q1 增长 23.27%，占基金重仓股市值比例 1.4%，环比 20Q1 小幅下滑 0.04 pct；商贸零售行业基金重仓股超配比例为-0.18%，略有低配，较 20Q1 进一步低配 0.03pct。20Q2 零售行业基金重仓持股比例基本稳定，重仓市值大幅上升，主要与权益市场整体景气度提升有关。

图表31：CS 商贸零售板块基金重仓持股占比（%）


资料来源：WIND，中信建投

整体看，重仓基金数量增多，重仓标的有所分散。528 只基金 20Q2 重仓持股零售板块，较 20Q1 增加 51 家。从集中度看，20Q2 基金重仓持股市值前 5/10/20 的公司占板块重仓持股总市值 86.63/95.59/99.87%，分别较 20Q1 变动-1.29 pct/-1.97 pct/-0.06 pct，重仓标的环比 Q1 有所分散，预计主要与重仓标的调整有关。

图表32：商贸零售板块基金重仓持股集中度

	20Q2	2020Q1	环比增减（pct）
前 5	86.63%	87.92%	-1.29%
前 10	95.59%	97.56%	-1.97%
前 20	99.87%	99.93%	-0.06%

资料来源：WIND，中信建投

从持股基金数量上看，20Q2 商贸零售板块基金持股数最多的五家公司分别为南极电商（151）、永辉超市（59）、家家悦（47）、珀莱雅（54）和壹网壹创（27）；持股基金数增加最多的前五家公司分别为南极电商（+83）、上海家化（+22）、华致酒行（+15）、王府井（+13）、丸美股份（+9）。

图表33：商贸零售板块重仓持股基金数量

代码	名称	20Q2 持有 基金数	20Q1 持有 基金数	环比 增减	代码	名称	20Q2 持有 基金数	20Q1 持有 基金数	环比 增减
002127.SZ	南极电商	151	68	83	603983.SH	丸美股份	9	0	9
601933.SH	永辉超市	59	144	-85	002251.SZ	步步高	6	2	4
603708.SH	家家悦	47	44	3	002419.SZ	天虹股份	4	4	0
603605.SH	珀莱雅	54	49	5	6808.HK	高鑫零售	2	3	-1
300792.SZ	壹网壹创	27	37	-10	600827.SH	百联股份	8	3	5
600612.SH	老凤祥	23	18	5	002818.SZ	富森美	1	2	-1
002867.SZ	周大生	22	15	7	000829.SZ	天音控股	2	1	1
002697.SZ	红旗连锁	15	22	-7	1528.HK	红星美凯龙	1	1	0
600315.SH	上海家化	22	0	22	002024.SZ	苏宁易购	3	6	-3
300785.SZ	值得买	4	3	1	600811.SH	东方集团	2	2	0
600859.SH	王府井	18	5	13	600735.SH	新华锦	1	0	1
300755.SZ	华致酒行	15	0	15	600415.SH	小商品城	1	0	1
300740.SZ	御家汇	7	0	7	603214.SH	爱婴室	1	7	-6

600729.SH	重庆百货	7	22	-15	000785.SZ	居然之家	1	0	1
600655.SH	豫园股份	10	2	8	002640.SZ	跨境通	1	0	1
000501.SZ	鄂武商 A	3	7	-4	600814.SH	杭州解百	1	1	0

资料来源: WIND, 中信建投

从持股数量看, 20Q2 基金重仓持股数量最多的五家公司分别为永辉超市 (667 百万股)、南极电商 (449 百万股)、家家悦 (37.6 百万股)、红旗连锁 (32.3 百万股) 和周大生 (21.93 百万股); 20Q2 基金重仓股数增加最多的五家公司分别为南极电商 (+14.54 百万股)、御家汇 (+12.8 百万股)、豫园股份 (+8.8 百万股)、上海家化 (+6.1 百万股) 和周大生 (+6 百万股)。

图表34: 商贸零售板块基金重仓持股数量

代码	名称	20Q2 (百万股)	20Q1 (百万股)	环比变动 (百万股)	代码	名称	20Q2 (百万股)	20Q1 (百万股)	环比变动(百万 股)
002127.SZ	南极电商	449.47	434.93	14.54	603983.SH	丸美股份	0.85	0.00	0.85
601933.SH	永辉超市	667.34	815.82	-148.48	002251.SZ	步步高	5.06	0.27	4.79
603708.SH	家家悦	37.62	34.10	3.52	002419.SZ	天虹股份	3.83	16.42	-12.58
603605.SH	珀莱雅	9.22	6.72	2.50	6808.HK	高鑫零售	0.77	1.21	-0.43
300792.SZ	壹网壹创	7.07	7.13	-0.06	600827.SH	百联股份	0.60	1.05	-0.44
600612.SH	老凤祥	16.31	12.51	3.80	002818.SZ	富森美	0.37	1.49	-1.12
002867.SZ	周大生	21.93	15.95	5.98	000829.SZ	天音控股	0.60	0.97	-0.37
002697.SZ	红旗连锁	32.32	41.67	-9.35	1528.HK	红星美凯龙	0.85	0.65	0.20
600315.SH	上海家化	6.10	0.00	6.10	002024.SZ	苏宁易购	0.37	0.88	-0.52
300785.SZ	值得买	1.64	0.95	0.69	600811.SH	东方集团	0.51	0.77	-0.27
600859.SH	王府井	4.18	2.05	2.13	600735.SH	新华锦	0.28	0.00	0.28
300755.SZ	华致酒行	5.61	0.00	5.61	600415.SH	小商品城	0.23	0.00	0.23
300740.SZ	御家汇	12.82	0.00	12.82	603214.SH	爱婴室	0.03	2.22	-2.20
600729.SH	重庆百货	3.69	7.82	-4.13	000785.SZ	居然之家	0.06	0.00	0.06
600655.SH	豫园股份	9.06	0.24	8.83	002640.SZ	跨境通	0.02	0.00	0.02
000501.SZ	鄂武商 A	5.05	38.11	-33.06	600814.SH	杭州解百	0.00	0.02	-0.02

资料来源: WIND, 中信建投

从基金重仓持股总市值看, 20Q2 排名前五公司分别为南极电商 (9515 百万)、永辉超市 (6260 百万)、家家悦 (1853 百万)、珀莱雅 (1659 百万) 和壹网壹创 (1231 百万); 基金重仓持有市值增加最多的五家公司分别为南极电商 (+4470 百万)、珀莱雅 (+886 百万)、家家悦 (+752 百万)、上海家化 (+292 百万) 和老凤祥 (+285 百万); 重仓市值降幅最多的五家公司分别为永辉超市 (-22094 百万)、壹网壹创 (-388 百万)、鄂武商 A (-358 百万)、天虹股份 (-109 百万) 和重庆百货 (-102 百万)。

从基金重仓股占流通股比例看, 20Q2 基金重仓股占流通股比例最高的五家公司分别为南极电商 (23.01%)、壹网壹创 (19.63%)、珀莱雅 (14.76%)、值得买 (8.21%) 和永辉超市 (7.05%); 20Q2 重仓股占流通股比例环比提升最多的五家公司分别为御家汇 (+6.43 pct)、华致酒行 (+4.69pct)、珀莱雅 (+4 pct)、丸美股份 (+2.07 pct)、老凤祥 (+1.2pct); 环比下降最多的五家公司分别为壹网壹创 (-16.02 pct)、鄂武商 A (-4.31 pct)、爱婴室 (-4 pct)、周大生 (-3.41 pct) 和永辉超市 (-1.57 pct)。

图表35： 商贸零售板块基金重仓持股市值与占流通股比例

代码	名称	20Q1 持股占 流通股比(%)	20Q1 持股总市 值(百万元)	19Q4 持股占流 通股比(%)	19Q4 持股总市 值(百万元)	流通股比例环 比变化 (pct)	持股市值环比增减 (百万)
002127.SZ	南极电商	23.01	9515.37	22.94	5045.22	0.07	4,470.15
601933.SH	永辉超市	7.05	6259.61	8.62	8353.98	-1.57	-2,094.38
603708.SH	家家悦	6.18	1853.11	5.60	1101.28	0.58	751.83
603605.SH	珀莱雅	14.76	1659.23	10.75	773.52	4.00	885.71
300792.SZ	壹网壹创	19.63	1230.60	35.65	1618.45	-16.02	-387.85
600612.SH	老凤祥	5.14	786.14	3.94	501.12	1.20	285.02
002867.SZ	周大生	3.03	486.24	6.45	292.21	-3.41	194.03
002697.SZ	红旗连锁	3.00	352.90	3.86	405.44	-0.87	-52.54
600315.SH	上海家化	0.91	292.43	0.00	0.00	0.91	292.43
300785.SZ	值得买	8.21	205.61	7.12	135.53	1.08	70.09
600859.SH	王府井	0.74	190.60	0.36	24.96	0.38	165.63
300755.SZ	华致酒行	4.69	181.62	0.00	0.00	4.69	181.62
300740.SZ	御家汇	6.43	176.46	0.00	0.00	6.43	176.46
600729.SH	重庆百货	0.91	115.30	1.92	217.08	-1.02	-101.78
600655.SH	豫园股份	0.57	80.31	0.01	1.72	0.55	78.59
000501.SZ	鄂武商 A	0.66	79.24	4.96	437.55	-4.31	-358.32
603983.SH	丸美股份	2.07	73.16	0.00	0.00	2.07	73.16
002251.SZ	步步高	0.59	70.71	0.03	2.53	0.55	68.18
002419.SZ	天虹股份	0.32	36.59	1.37	145.94	-1.05	-109.35
6808.HK	高鑫零售	0.01	9.33	0.01	12.66	0.00	-3.33
600827.SH	百联股份	0.04	8.74	0.07	8.16	-0.03	0.58
002818.SZ	富森美	0.12	4.54	0.49	17.93	-0.37	-13.39
000829.SZ	天音控股	0.06	3.92	0.10	5.05	-0.04	-1.13
1528.HK	红星美凯龙	0.11	3.37	0.10	2.93	0.02	0.44
002024.SZ	苏宁易购	0.00	3.21	0.01	7.98	-0.01	-4.78
600811.SH	东方集团	0.01	2.23	0.02	2.97	-0.01	-0.74
600735.SH	新华锦	0.07	1.54	0.00	0.00	0.07	1.54
600415.SH	小商品城	0.00	1.12	0.00	0.00	0.00	1.12
603214.SH	爱婴室	0.03	0.77	4.03	0.00	-4.00	0.77
000785.SZ	居然之家	0.04	0.49	0.00	0.00	0.04	0.49
002640.SZ	跨境通	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00	0.13
600814.SH	杭州解百	0.00	0.01	0.00	0.11	0.00	-0.10

资料来源：WIND，中信建投

三、投资建议

纺织服装板块：

疫情后服装品牌方面面临最大问题是终端销售丢失、刚性费用仍存所带来品牌方本身和经销商的库存、现金流等风险。此前服装行业在经过电商崛起的大背景下线下 2012-2017 年五年线下去库存大周期之后，整体供应链和库存管理能力成熟度有很大提升，尤其是度过周期地位稳固的龙头品牌已经建立相对完善的库存应急体制

和经销商管理体系。在疫情后，为避免库存高企和现金流萎缩的持续困境，品牌方针对线下销售迅速响应，采取诸如控制生产端供应、提高供应链柔性化、已下订单减单、在手货品换货、提供各项补贴等措施，尽力控制渠道库存规模并加快消化，与经销商分担库存风险，提供实质性支持以共克时艰。

疫情后线下消费转移至线上，品牌方对电商的重视程度和依赖度极大提升。除天猫、京东、唯品会等传统电商平台外，疫情后各品牌着手私域流量开发是最大亮点之一，比如发动员工利用微信群、朋友圈等带动品牌用户购买；开设或完善扩大微商城系统，对接线下门店以推进离店销售和周边客群挖掘等。除多方面促进线上销售落地外，疫情后线上流量成为品牌方最重要营销投放阵地，很多品牌强化了线上作为品牌建设、新品曝光的重要平台地位认知，给予更多网媒预算比例和相关营销团队建设，尤其是对于风口的直播流量积极合作，较过去营销体系明显多样化。

我们认为对于服装品牌商，以疫情为契机对线上进行迅速有效建设和完善，实质是实现了运营模式和商业思维的重大转变，不仅仅落地为线上销售，而是包括会员管理、数据分析、全域营销、双线融合打通等全方位线上生态的进步，对疫情影响恢复正常后的长期销售具有重要意义。

在消费恢复的大逻辑下，我们看好本身景气度高、空间大、韧性强的运动板块。运动板块疫情期间降幅小于其他品类，受益于人群扩容+消费习惯渗透的稳固逻辑，加上疫情后人们对于体育锻炼的需求提升，以及随疫情影响恢复，相关赛事有望陆续重启等，整体有望获得相对更加稳健的恢复。我们坚定认为运动板块未来3-5年将持续作为服装最佳细分赛道，龙头具备穿越周期的实力，强者恒强，行业集中度提升获验证。建议关注**安踏体育、李宁、滔搏**。

疫情影响和宏观经济放缓、消费部分降级的背景下，强性价比品牌需求强劲，大众品牌公司随主品牌品牌力提升和多品牌矩阵持续发展，龙头中长期有望收获稳健增长，尤其是电商能力在疫情后得以大幅加强的公司更具增长潜力。童装景气度相对较高，高性价比比龙头符合高品质育儿消费趋势，品牌效应更明显。建议关注**太平鸟、海澜之家、波司登、森马服饰**。

中高端女装/品牌一方面客群粘性较高，会员消费占比大，另一方面其收入在疫情中受影响相对较小，消费意愿和消费能力受损不大，因此消费仍稳定。尤其是疫情前出于消费特性仍主要依赖线下，而疫情之后明显加大电商业务推进，完善相关团队和体系建设，受到良好成效。建议关注**地素时尚、歌力思、比音勒芬**。

上游板块中，由于海外疫情尚未较好控制，出口压力较大，主要支撑来自国内和亚洲市场需求逐渐复苏。中长期看，龙头在此次疫情中交期保证、品质保证、管控成熟等优势得到更好体现，更获品牌商青睐，而诸多中小厂商面临退出风险，行业集中度提升加快。建议关注**申洲国际、健盛集团、华孚时尚、百隆东方**。

零售版块：

(1) 化妆品&电商持续高增长，线上成长性领先，电商率先恢复至同比正增长，预计下半年电商成长性仍将领先。化妆品国货加速崛起，线上玩法愈加丰富，化妆品重点推荐**丸美股份、上海家化、壹网壹创**，关注**青松股份**。电商关注**南极电商、苏宁易购、开润股份**等

(2) 20H1 超市对应的必选消费持续稳健，韧性体现，疫情促进超市同店销售快速提升，且加速到家用用户的习惯养成，长期看农改超有望持续推进，超市市占率有望随之持续提升，全渠道超市龙头发展空间大。持续关注**永辉超市、家家悦、红旗连锁、高鑫零售**等。

（3）下半年可选消费的逐步恢复将成为主基调，目前全国百货渠道客流逐月改善，且疫情影响下倒逼龙头数字化进程加速，同时全国多地发放消费券助力线下消费复苏，关注百货基本面改善机会。同时百货企业获得免税牌照带来实质性利好，未来有税+免税协同空间大，建议关注王府井、重庆百货、天虹股份等。

四、风险分析

全球疫情影响消费时间长于预期；行业折扣率持续时间较长；年底仍存库存减值风险；外贸环境局势不稳定性；线上线下销售和价格体系发生冲突等。

分析师介绍

史琨：2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017 年 7 月加入中信建投证券，拥有 4 年商贸零售和 2 年纺织服装行业研究经验。

研究助理

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告