

2019年中国消费的“虚”与“实”

——商贸零售、社服旅游及纺织服饰行业中报总结



投资摘要:

我们认为，导致今年消费整体偏弱的主要原因是就业。今年以来，事件性的冲击结合经济的压力导致企业用工需求大幅缩减，或导致工厂出现裁员或变相裁员。因此，华中、西南等传统外出打工族群偏多的地区消费下滑得尤其明显

中国上市的消费类公司，从汽车、白电和家具家装等低频次消费品，到服饰、美妆和食品等高频次消费品，其对应的消费主力都是中产阶级。中产消费力的透支也直接导致消费股整体而言的业绩表现低迷。然而，经营的转型需要时间。

我们中长期持续看好消费公司的业绩表现，虽然短期业绩阵痛期可能仍要持续，但消费公司的品牌价值、渠道价值和产品优势仍在，这些核心竞争力将确保消费企业在新一轮的业绩开拓期扩大龙头优势，我们持续看好零售、社服和纺织企业中的龙头上市公司。

我们总结 2019 年中报，发现商社纺织领域的上市公司存在如下几个特点：

- ◆ **小品类细分赛道具备较强安全边际。**在行业寒冬期，部分选择细分品类的品牌容易在增速上脱颖而出，盖因其早早选择了较易跑赢的赛道。顶级渠道商和顶级品牌商具备客群的主动筛选能力。其他企业往往需要渠道端的机遇方能实现前期品牌价值沉淀所带来的优势变现。国内上市公司如比音勒芬，非上市公司如喜茶均表现出这种特点。其中，喜茶更是实现了消费升级群体和消费透支群体的双击。在行业下行期，此类公司易表现出脱离行业压力的亮眼业绩，是当前环境下消费类配置的最优选择。
- ◆ **东风不与可选项。**在去年的居民去杠杆，和今年的居民就业难影响下，我们持续观察到消费企业经营的不及预期。受主流消费群体消费力透支的影响，预计这一经营压力将在中长期持续影响市场表现。可选消费的市场空间增长所剩无几，伴随人口老龄化和企业经营能力的分化，渠道商和品牌商在经营过程中所面临的抉择越来越多。优质企业、以及善于把握风口的管理团队极易在此期间获取超行业增长水平的业绩表现。
- ◆ **群众仍以食为天。**今年以来，餐饮业（卖月饼）的收入持续增长、喜茶丧茶啾啾茶笑傲餐饮领域、海底捞业绩持续向好、永辉和家家悦是零售研究员一致强推的两家上市公司、甚至天虹股份的业绩表现也在极大程度上受到了餐饮业务的带动。消费力的透支后，居民在餐饮等易获满足感的消费品类上表现出更强的消费倾向。伴随房价高企、收入增长不及预期、婚育率下滑、城市孤独感提升、新媒体（一条、二更、李子柒等）铺开，预计餐饮消费仍将在中长期成为居民消费中为数不多的亮点。同时相较于高端消费，客单价更低，且商家差异度更小的餐饮业相对而言更易涉足。这一现象不单意味着餐饮领域的投资机会，同时也可能对于其他消费品类产生持续的侵占，我们建议对其持续关注。

整体而言，在当前经营环境下，我们建议把握管理层优良，且定位清晰、准确和稳定的企业，并提高对于细分小品类龙头的关注力度。消费乃中国转型后的经济之本，我们看好中国消费企业和中国消费市场的潜力，并看好存在成长为消费龙头的上市公司如**永辉超市、家家悦、王府井、海澜之家、中国国旅**等。

风险提示：政策风险、大盘下行风险、居民消费不及预期

评级 增持（首次）

2019年09月01日

宋劲 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040002

songjin@shgsec.com

021-20639347

行业基本资料

股票家数	96
行业平均市盈率	7.39
市场平均市盈率	16.61

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 前言：2019 年中国消费的“虚”与“实”	5
1.1 2019 年消费下行的主要驱动力：实际一线城市及制造业中心就业难.....	5
1.2 消费的“虚”：请多怀疑“新消费”的滔天巨浪.....	6
1.3 消费的“实”：“工”字型消费结构下，上市企业如何突围？.....	6
2. 结论：东风不与可选便 群众仍以食为天	7
3. 经营分析：商社纺服企业整体经营压力依然较大	8
3.1 零售行业经营分析.....	8
3.2 社服行业营收分析.....	11
3.3 纺服行业营收分析.....	15
4. 杜邦拆解：商社 ROE 持续回升，纺服 ROE 筑底	19
4.1 零售行业杜邦拆解.....	19
4.2 社服行业杜邦拆解.....	21
4.3 纺服行业杜邦拆解.....	23
5. 重点上市公司跟踪	25
5.1 商贸零售行业重点上市公司中报点评.....	25
5.1.1 红旗连锁（002697）中报点评：金融业务超预期 食品及增值服务是最大亮点.....	25
5.1.2 家家悦（603708）中报点评：业绩表现超行业水平 拓店及业态改善持续.....	26
5.1.3 利群股份（601366）中报点评：营收增速超预期 利群时代拓店影响盈利.....	28
5.1.4 茂业商业（600828）中报点评：环比经营改善 行业下行压制营收表现.....	29
5.1.5 天虹股份（002419）中报点评：二季度经营环比改善 超市及便利店力促公司持续跑赢行业.....	30
5.1.6 永辉超市（601933）中报点评：营收高速增长 上半年同店好于预期.....	31
5.2 餐饮旅游行业重点上市公司中报点评.....	33
5.2.1 华天酒店（000428）中报点评：业绩逆市大涨 高端化+精准定位享消费红利.....	33
5.2.2 首旅酒店（600258）中报点评：房量下降影响营收增长 持续看好酒店连锁率提升.....	34
5.2.3 中青旅（600138）中报点评：财务及管理费拖累净利润 居民消费力制约行业扩张.....	35
5.3 纺织服饰行业重点上市公司中报点评.....	36
5.3.1 比音勒芬（002832）中报点评：业绩逆市大涨 高端化+精准定位享消费红利.....	36
5.3.2 海澜之家（600398）中报点评：营收增长稳定 公司长期受益行业集中度提升.....	38
5.3.3 罗莱生活（002293）中报点评：Q2 营收环比改善 品牌升级持续推进.....	39
5.3.4 美邦服饰（002269）中报点评：环比经营改善 行业下行压制营收表现.....	40
5.4 美妆行业重点上市公司中报点评.....	41
5.4.1 珀莱雅（603605）中报点评：电商渠道持续发力 多品牌贡献增长红利.....	41
5.4.2 上海家化（600315）中报点评：扣费净利润基本符合预期 关注佰草集下半年业绩表现.....	42

图表目录

图 1：零售行业营业收入同比增速	8
图 2：零售行业单季营业收入同比增速	8
图 3：零售行业净利润同比增速	8
图 4：零售行业单季净利润同比增速	8
图 5：零售行业 EBIT 同比增速	8
图 6：零售行业单季 EBIT 同比增速	8
图 7：零售行业净利润率	9
图 8：零售行业毛利润率	9

图 9: 零售行业单季毛利润率.....	9
图 10: 零售行业期间费用率.....	10
图 11: 零售行业销售费用同比增速.....	10
图 12: 零售行业管理费用同比增速.....	10
图 13: 零售行业财务费用同比增速.....	10
图 14: 零售行业存货周转天数.....	10
图 15: 零售行业应收账款周转天数.....	10
图 16: 零售行业营业周期.....	11
图 17: 社服行业营业收入同比增速.....	11
图 18: 社服行业单季营业收入同比增速.....	11
图 19: 社服行业净利润同比增速.....	12
图 20: 社服行业单季净利润同比增速.....	12
图 21: 社服行业 EBIT 同比增速.....	12
图 22: 社服行业单季 EBIT 同比增速.....	12
图 23: 社服行业净利润率.....	12
图 24: 社服行业毛利润率.....	13
图 25: 社服行业单季毛利润率.....	13
图 26: 社服行业期间费用率.....	13
图 27: 社服行业销售费用同比增速.....	13
图 28: 社服行业管理费用同比增速.....	14
图 29: 社服行业财务费用同比增速.....	14
图 30: 社服行业存货周转天数.....	14
图 31: 社服行业应收账款周转天数.....	14
图 32: 社服行业营业周期.....	14
图 33: 纺服行业营业收入同比增速.....	15
图 34: 纺服行业单季营业收入同比增速.....	15
图 35: 纺服行业净利润同比增速.....	16
图 36: 纺服行业单季净利润同比增速.....	16
图 37: 纺服行业 EBIT 同比增速.....	16
图 38: 纺服行业 EBIT 同比增速.....	16
图 39: 纺服行业净利润率.....	17
图 40: 纺服行业毛利润率.....	17
图 41: 纺服行业单季毛利润率.....	17
图 42: 纺服行业期间费用率.....	18
图 43: 纺服行业销售费用同比增速.....	18
图 44: 纺服行业管理费用同比增速.....	18
图 45: 纺服行业财务费用同比增速.....	18
图 46: 纺服行业存货周转天数.....	19
图 47: 纺服行业应收账款周转天数.....	19
图 48: 纺服行业营业周期.....	19
图 49: 零售行业 ROE(TTM).....	19
图 50: 零售行业权益乘数.....	20
图 51: 零售行业资产周转率(TTM).....	20
图 52: 零售行业负债率.....	21
图 53: 社服行业 ROE(TTM).....	21
图 54: 社服行业权益乘数.....	22

图 55: 社服行业资产周转率(TTM)	22
图 56: 社服行业负债率	23
图 57: 纺服行业 ROE(TTM)	23
图 58: 纺服行业权益乘数	24
图 59: 纺服行业资产周转率(TTM)	24
图 60: 纺服行业负债率	25
表 1: 红旗连锁财务指标预测	26
表 2: 红旗连锁单季度财务指标	26
表 3: 家家悦财务指标预测	27
表 4: 家家悦单季度财务指标	27
表 5: 利群股份财务指标预测	28
表 6: 利群股份单季度财务指标	28
表 7: 茂业商业财务指标预测	29
表 8: 茂业商业单季度财务指标	30
表 9: 天虹股份财务指标预测	31
表 10: 天虹股份单季度财务指标	31
表 11: 永辉超市财务指标预测	32
表 12: 永辉超市单季度财务指标	32
表 13: 华天酒店财务指标预测	33
表 14: 华天酒店单季度财务指标	33
表 15: 首旅酒店财务指标预测	35
表 16: 首旅酒店单季度财务指标	35
表 17: 中青旅财务指标预测	36
表 18: 中青旅单季度财务指标	36
表 19: 比音勒芬财务指标预测	37
表 20: 比音勒芬单季度财务指标	37
表 21: 海澜之家财务指标预测	38
表 22: 海澜之家单季度财务指标	38
表 23: 罗莱生活财务指标预测	39
表 24: 罗莱生活单季度财务指标	40
表 25: 美邦服饰财务指标预测	41
表 26: 美邦服饰单季度财务指标	41
表 27: 珀莱雅财务指标预测	42
表 28: 珀莱雅单季度财务指标	42
表 29: 上海家化财务指标预测	43
表 30: 上海家化单季度财务指标	43

1. 前言：2019 年中国消费的“虚”与“实”

1.1 2019 年消费下行的主要驱动力：实际一线城市及制造业中心就业难

经历过 2018 年二季度起的跌宕后，2019 年中国零售行业 A 股上市公司又迎来一轮行业下行压力。之所以特指 A 股上市公司，是因为反观美股的阿里、京东和拼多多三家共享电商狂欢，而国内同样的电商企业业绩却差之千里。高岛屋重回中国，台隆 HANDS 进驻大陆，加之上海当前火爆到摩肩接踵的 COSTCO，国内消费市场似乎一片大好。然而家乐福和麦德龙的黯然退出，以及国内众多百货上市公司非餐饮类业务收入的大幅下挫却同时发生。同一片市场，却表现出截然不同的经营特征。不少人将其定位于中国消费市场的分化，而我们则倾向于将其定位于中国消费市场的“虚”与“实”。

在研究消费变化之初，我们今年以来不断思考消费下挫的驱动因素。去年的消费下挫主因居民去杠杆，这一点已成为市场共识。但在去年四季度居民消费杠杆（不含房贷及消费贷中的首付款部分）企稳后，我们却发现今年的消费依然不断下行。一季度的时候市场大多认为今年的消费下行主因基数效应影响，这一观点当时难被证伪。然而步入二季度，消费的整体表现依然弱于市场预期，仅基数效应已无法解释消费下行的原因。我们认为，如果把居民去杠杆看做去年消费的下行驱动力的话，今年的下行驱动力应该是真实失业率。我们观察今年以来的消费存在如下几个特点：

- ◆ **内陆低线城市消费偏弱。**在百货公司的财报中，我们可以发现，原有的消费力较强的地区出现了增速的边际拐点。我们举四川为例。四川地区过往几年的消费增速一直领跑全国，造就了高杠杆、低储蓄、低房价和高汽车保有量等区域特征。然而，通过王府井和茂业商业的中报，我们可以观察到四川地区比较明显的消费增速下滑。王府井西南地区合计上半年营收下滑 2.35%、茂业则除成都地区外，南充与绵阳的消费均下滑。
- ◆ **上市公司业绩较行业增速优势减退。**传统如王府井、海澜之家、天虹商场、罗莱生活等优质消费类上市企业，其业绩增速往往超出行业增长极多。然而在今年，部分品类的产品增速与行业增速之差逐渐缩小。行业集中度似乎在下降。
- ◆ **旅游消费下增速滑，但身边出境游人数似乎未现减少。**历年的黄金周都是朋友圈晒图出游的时期。今年以来，从上市公司业绩角度看，居民旅游需求似乎出现降速。这一点不论是出境游、国内游或酒店住宿上，龙头上市公司的业绩表现基本同步。酒店及餐饮行业在商旅和卖月饼等业务的带动下表现仍良好，但景区及旅行社尤其在二季度下滑较为严重。然而，笔者身边的朋友圈晒图群众却未现明显的减少。这一观感和数据上的背离或许意味着：1) 居民出游频次未降，但客单出现下滑；2) 出境游变落地游，行业存在新海外或高端竞争对手抢食。

我们认为，导致今年消费整体偏弱的主要原因是就业。长三角与珠三角部分企业，尤其是涉外企业的订单缩减导致用工量出现下降，导致真实就业率出现波动。我们此前曾通过研究生招生和人才市场用人倍数角度阐述过为何就业是在 2017 年以来变差的。今年以来，事件性的冲击结合经济的压力导致企业用工需求大幅缩减，或导致工厂出现裁员或变相裁员。因此，华中、西南等传统外出打工族群偏多的地区消费下滑得尤其明显。

1.2 消费的“虚”：请多怀疑“新消费”的滔天巨浪

笔者近期被雕爷公众号《真别怀疑了，“新消费”滔天巨浪来啦!》所刷屏。这篇现象级文章不但详实描述了消费领域创业者在经营环节面临的诸多困惑，也把渠道端的诸多变化展示在市场眼前。破亿的阿芙品牌、抖音快手的网红带货、乃至网红婚礼带动亿元销量等事件不断冲击，让投资者直观感受到消费的强势。喜茶、COSTCO、阿芙、拼多多等“卫星田”百舸争流，同时，消费新国货低至 2-3 倍的加价倍数更是让传统零售商和我们感到巨大的冲击。

然而我们认为，这一“新消费”的滔天巨浪恰恰代表了今年消费领域的“虚”。阿芙等诸多明星企业所实现的低加价倍数，在一定程度上来自于新流量商的“未变现”。抖音快手等具备“带货”能力的新渠道商，已经成为传统零售商的直接竞争对手，但他们当前的货币化进程却远未充分反映其渠道溢价。打造网红所需成本，与传统零售及地产商的扣点率相比（例如上海机场、商超百货专柜等）微乎其微。换言之，**当前国货的低加价倍数，来自于新渠道商尚未变现的渠道红利。但是长远来看，具备议价能力的渠道商终将实现变现**，当前阶段实现的低加价倍数并非创新，且其 DCF 估值法下的折现年限还有限，通过新渠道带货而高增长的品牌，其价值不在品牌或产品本身，而在于抖音快手等新渠道。

从供需曲线看，高性价比国货、以及高补贴的瑞幸拼多多等商家必然意味着消费量的井喷。但这种“以钱换钱”的消费总量增长，并不代表居民消费力的复苏。因此，若将当前消费看作是结构性分化，那么很多增长极快的消费领域其增速并不能真实反应居民需求曲线的变化，而更多受到了补贴等因素影响下供给曲线平移的影响。

1.3 消费的“实”：“工”字型消费结构下，上市企业如何突围？

当前消费呈显著“工”字型，即高净值及低净值人群普遍表现出更强的消费增速。伴随房价的抬升及居民购房热潮的持续，有房的中产阶级变“中惨”，由于负债端的长期刚性，以及负债端与资产端的不匹配，有房阶级的消费能力在过去 4 年间被不断透支。

我们认为，中国上市的消费类公司，从汽车、白电和家具家装等低频次消费品，到服饰、美妆和食品等高频次消费品，其对应的消费主力都是中产阶级。正如受地产带动的中国经济一样，如 2000-2010 年的城市化阶段，中国催生的大量中产是带动消费上市公司业绩高增到上市到成为白马龙头受到追捧的主要驱动力。也正如地产失速对于中国经济的影响一般，中产消费力的透支也直接导致消费股整体而言的业绩表现低迷。

当前阶段，消费上市公司如何从主流客户群被掏空钱包的场景中寻求新的增长方向，是公司业绩成长性的最直接因素。我们认为，从收入结构来看，用户群开发从易到难分别为：低净值<高净值<中产阶级；从年龄结构而言：青年<婴幼儿<老年人<少年<中年；从性别结构而言：城市女性<农村男性<农村女性<城市男性。**最易开发的客户群为低净值城市青年女子，开发性价比最差的客户群为中产阶级城市中年男子。**

然而，经营的转型需要时间，但在过去几年对于主要中产阶级的竞争中，中国消费龙头均积攒了多年的经验，有助于加速其客群结构的扩容。我们中长期持续看好消费公司的业绩表现，虽然短期业绩阵痛期可能仍要持续，但消费公司的品牌价值、渠道价值和产品优势仍在，这些核心竞争力将确保消费企业在新一轮的业绩开拓期扩大龙头优势，我们持续看好零售、社服和纺服企业中的龙头上市公司。

2. 结论：东风不与可选便 群众仍以食为天

我们总结 2019 年中报，发现商社纺服领域的上市公司存在如下几个特点：

- ◆ **小品类细分赛道具备较强安全边际。**在行业寒冬期，部分选择细分品类的品牌容易在增速上脱颖而出，盖因其早早选择了较易跑赢的赛道。顶级渠道商和顶级品牌商具备客群的主动筛选能力，比如山姆会员店、COSTCO、宾利等。难以主动选择客群的企业，往往需要渠道端的机遇方能实现前期品牌价值沉淀所带来的优势变现。国内上市公司如比音勒芬，非上市公司如喜茶均表现出这种特点。其中，喜茶更是实现了消费升级群体和消费透支群体的双击。在行业下行期，此类公司易表现出脱离行业压力的亮眼业绩，是当前环境下消费类配置的最优选择。
- ◆ **东风不与可选便。**在去年的居民去杠杆，和今年的居民就业难影响下，我们持续观察到消费企业经营的不及预期。受主流消费群体消费力透支的影响，预计这一经营压力将在中长期持续影响市场表现。可选消费的市场空间增长所剩无几，伴随人口老龄化和企业经营能力的分化，渠道商和品牌商在经营过程中所面临的抉择越来越多。优质企业、以及善于把握风口的管理团队极易在此期间获取超行业增长水平的业绩表现。不论是做渠道的零售企业、卖体验的餐饮旅游企业、亦或是涉及生产的纺服企业，其最终结果都是在人员的管理、客群的吸引和团队的磨合间寻找最优选择。消费类企业很多时候也都在和人打交道，优秀的管理团队（报表所未体现的软实力）将成为左右公司经营的最重要一环。
- ◆ **群众仍以食为天。**今年以来，餐饮业（卖月饼）的收入持续增长、喜茶丧茶啾啾茶笑傲餐饮领域、海底捞业绩持续向好、永辉和家家悦是零售研究员一致强推的两家上市公司、甚至天虹股份的业绩表现也在极大程度上受到了餐饮业务的带动。消费力的透支后，居民在餐饮等易获满足感的消费品类上表现出更强的消费倾向。伴随房价高企、收入增长不及预期、婚育率下滑、城市孤独感提升、新媒体（一条、二更、李子柒等）铺开，预计餐饮消费仍将在中长期成为居民消费中为数不多的亮点。同时相较于高端消费，客单价更低，且商家差异度更小的餐饮业相对而言更易涉足。这一现象不单意味着餐饮领域的投资机会，同时也可能对于其他消费品类产生持续的侵占，我们建议对其持续关注。

对于商社纺服三大行业的经营情况和杜邦拆解，我们在 3-4 章节进行了详细的论述。整体而言，在当前经营环境下，我们建议把握管理层优良，且定位清晰、准确和稳定的企业，并提高对于细分小品类龙头的关注力度。消费乃中国转型后的经济之本，我们持续看好中国消费企业和中国消费市场的潜力，并看好存在成长为消费龙头的上市公司。

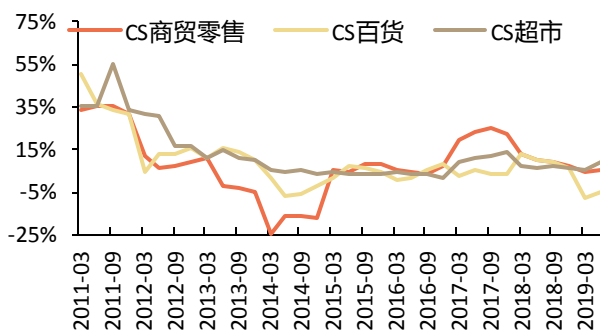
3. 经营分析：商社纺服企业整体经营压力依然较大

3.1 零售行业经营分析

2019 上半年 CS 商贸零售营业收入同比增长 4.99%，CS 百货同比下降 5.32%，CS 超市同比增长 9.16%；CS 商贸零售净利润同比下滑 24.31%，CS 百货同比下滑 3.93%，CS 超市同比下滑 0.41%；CS 商贸零售 EBIT 同比下跌 12.20%，CS 百货同比下跌 4.43%，CS 超市同比增长 9.20%。

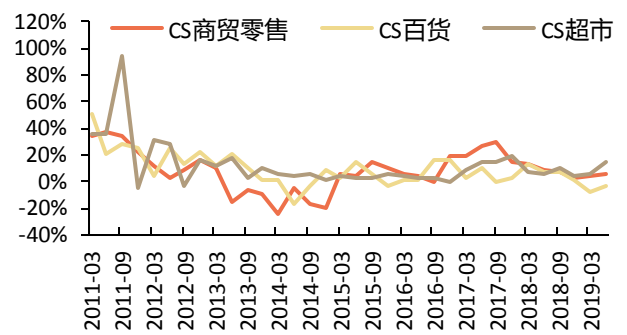
2019 年 Q2 CS 商贸零售营业收入同比增长 5.69%（环比 1.94%），CS 百货同比下降 2.68%（环比-8.28%），CS 超市同比增长 14.15%（环比-10.04%）；CS 商贸零售净利润同比下滑 37.96%（环比-8.90%），CS 百货同比下滑 6.91%（环比-10.37%），CS 超市同比下滑 35.18%（环比-63.08%）；CS 商贸零售 EBIT 同比下跌 24.41%（环比-7.49%），CS 百货同比下跌 12.23%（环比-3.05%），CS 超市同比下跌 11.86%（环比-48.57%）。

图1：零售行业营业收入同比增速



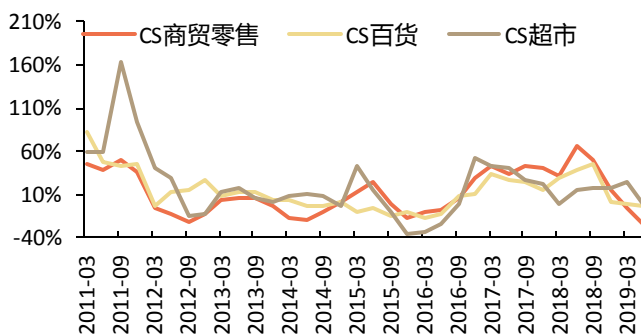
资料来源：Wind、申港证券研究所

图2：零售行业单季营业收入同比增速



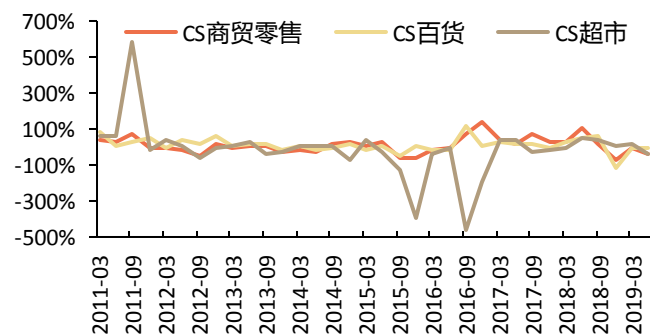
资料来源：Wind、申港证券研究所

图3：零售行业净利润同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

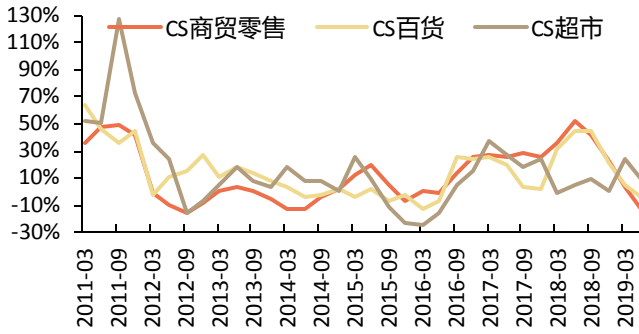
图4：零售行业单季净利润同比增速



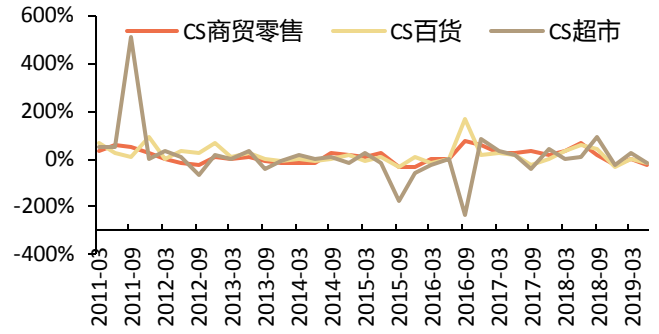
资料来源：Wind、申港证券研究所

图5：零售行业 EBIT 同比增速

图6：零售行业单季 EBIT 同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

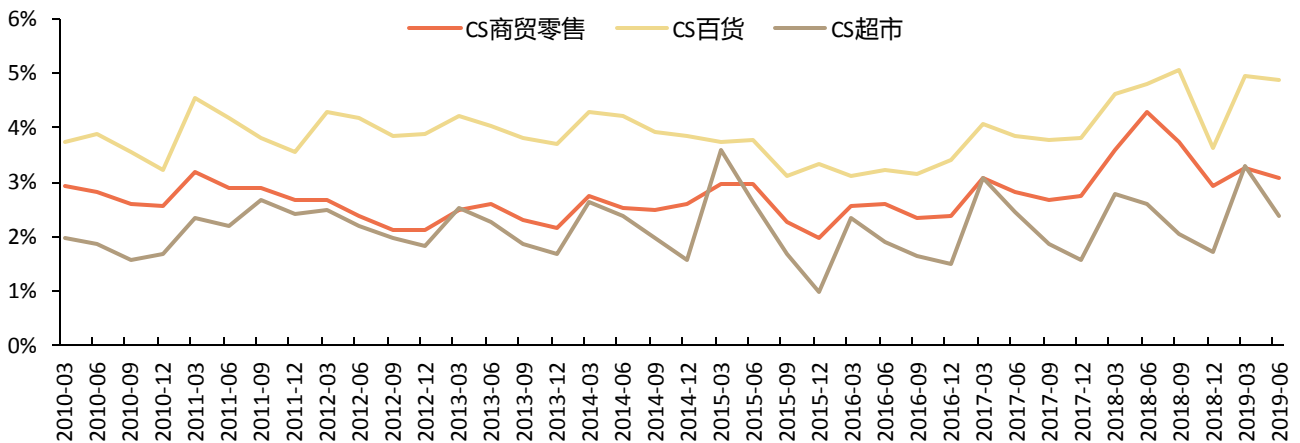


资料来源：Wind、申港证券研究所

净利润率方面，2019年上半年CS商贸零售达到3.08%，CS百货4.89%，CS超市2.39%（去年同期分别为4.28%、4.82%和2.62%）。

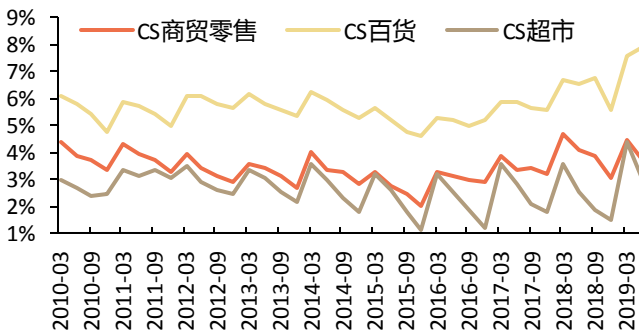
毛利润率方面，2019年上半年CS商贸零售达到3.84%，CS百货7.83%，CS超市3.12%（去年同期分别为4.09%、6.52%和2.54%）。2019年Q2商贸零售达到3.23%，CS百货8.07%，CS超市1.70%（去年同期分别为3.49%、6.32%和1.26%）。

图7：零售行业净利润率



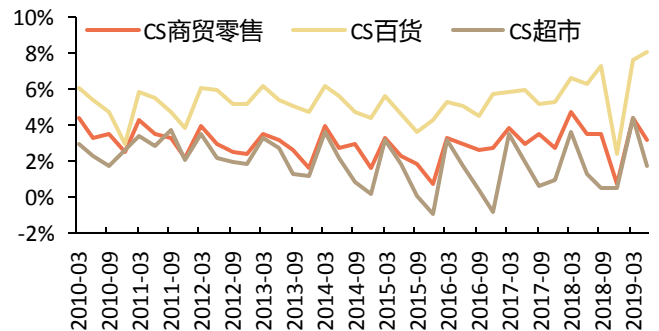
资料来源：Wind、申港证券研究所

图8：零售行业毛利润率



资料来源：Wind、申港证券研究所

图9：零售行业单季毛利润率

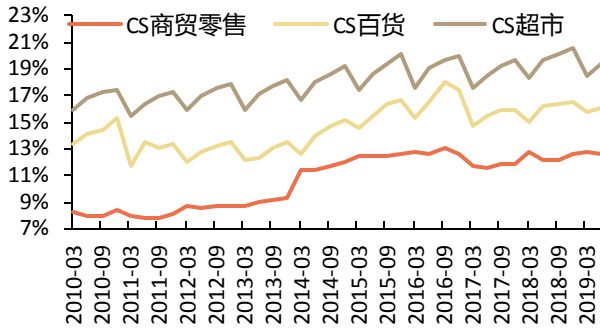


资料来源：Wind、申港证券研究所

2019年上半年CS商贸零售期间费用率12.62%，CS百货16.14%，CS超市19.43%（去年同期分别为12.13%、16.17%和19.66%）。

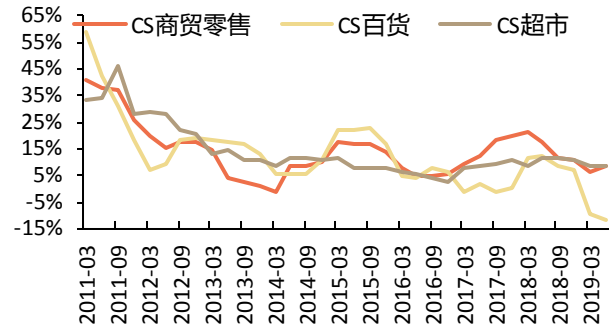
三费方面，CS商贸零售销售费用同比升高8.32%，管理费用同比升高1.02%，财务费用同比升高49.21%；CS百货销售费用同比降低11.68%，管理费用同比降低1.94%，财务费用同比升高31.05%；CS超市销售费用同比升高8.40%，管理费用同比降低2.64%，财务费用同比升高197.66%。

图10：零售行业期间费用率



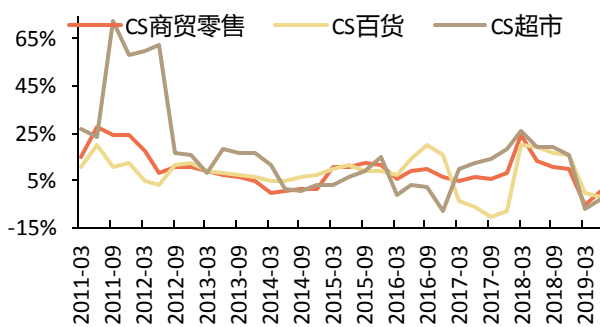
资料来源：Wind、申港证券研究所

图11：零售行业销售费用同比增速



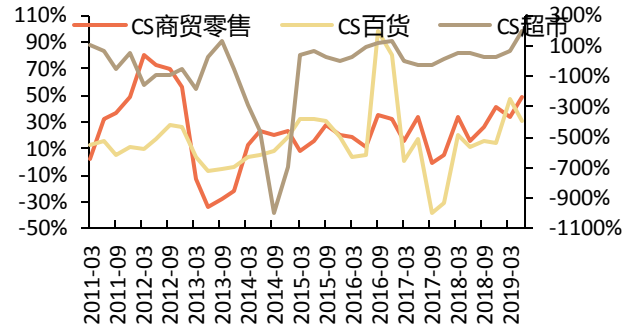
资料来源：Wind、申港证券研究所

图12：零售行业管理费用同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

图13：零售行业财务费用同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

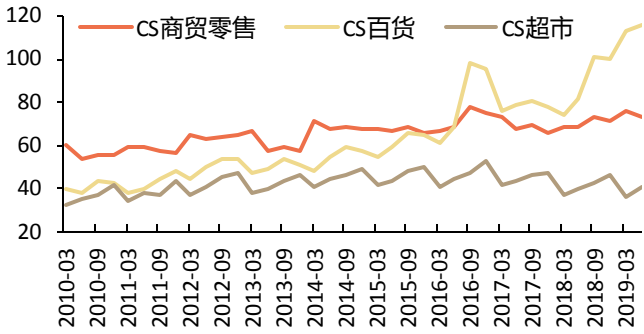
2019年上半年CS商贸零售营业周期为87.15天（去年同期82.17），存货周转天数为72.93天（去年同期69.02），应收账款周转天数为14.22（去年同期13.15）。

CS百货营业周期为124.86天（去年同期90.79），存货周转天数为116.12天（去年同期81.76），应收账款周转天数为8.74（去年同期9.03）。

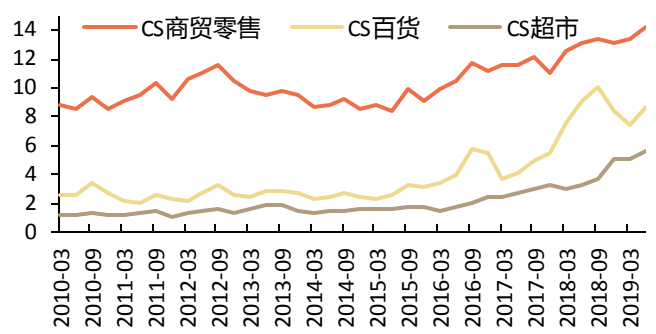
CS超市营业周期为46.17天（去年同期43.37），存货周转天数为40.61天（去年同期40.13），应收账款周转天数为5.57（去年同期3.24）。

图14：零售行业存货周转天数

图15：零售行业应收账款周转天数

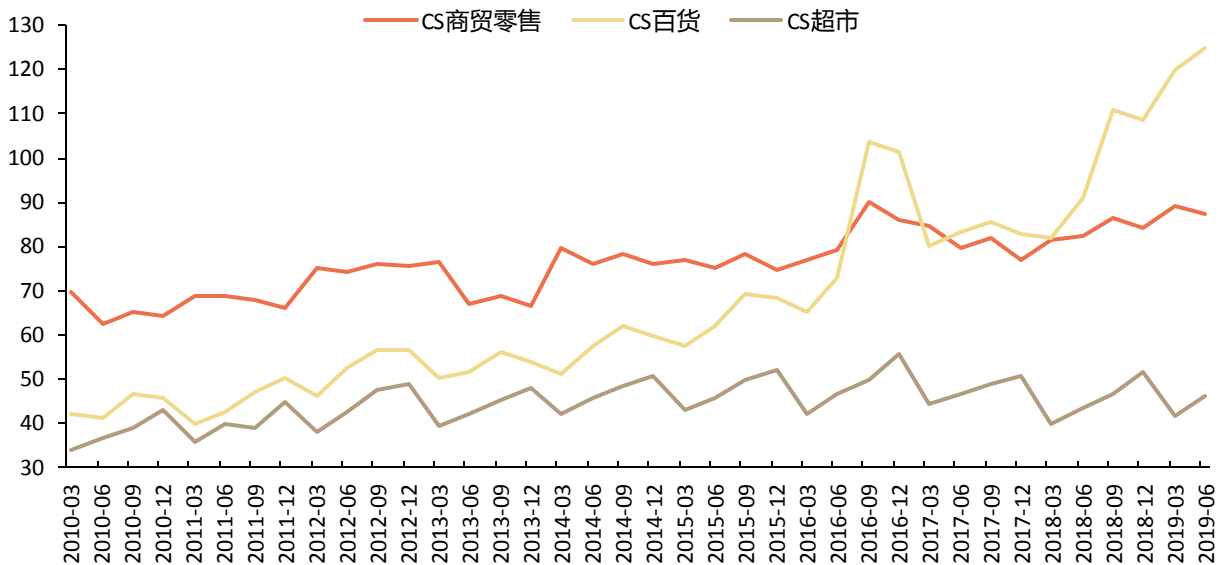


资料来源：Wind、申港证券研究所



资料来源：Wind、申港证券研究所

图 16：零售行业营业周期



资料来源：Wind、申港证券研究所

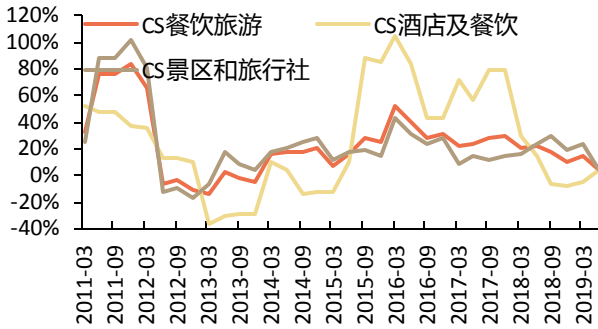
3.2 社服行业营收分析

2019 上半年 CS 餐饮旅游营业收入同比增长 3.80%，CS 酒店及餐饮同比增长 4.76%，CS 景区和旅行社同比增长 3.45%；CS 餐饮旅游净利润同比增长 19.09%，CS 酒店及餐饮同比增长 11.67%，CS 景区和旅行社同比增长 20.79%；CS 餐饮旅游 EBIT 同比增长 15.98%，CS 酒店及餐饮同比增长 5.77%，CS 景区和旅行社同比增长 18.90%。

2019 年 Q2 CS 餐饮旅游营业收入同比下跌 5.10%（环比-1.65%），CS 酒店及餐饮同比增长 15.74%（环比 3.59%），CS 景区和旅行社同比下跌 11.23%（环比-3.52%）；CS 餐饮旅游净利润同比下滑 4.77%（环比-15.25%），CS 酒店及餐饮同比增长 9.79%（环比 36.49%），CS 景区和旅行社同比下滑 8.21%（环比-23.44%）；CS 餐饮旅游 EBIT 同比下跌 8.05%（环比-8.69%），CS 酒店及餐饮同比下跌 4.86%（环比 17%），CS 景区和旅行社同比下跌 8.96%（环比-14.30%）。

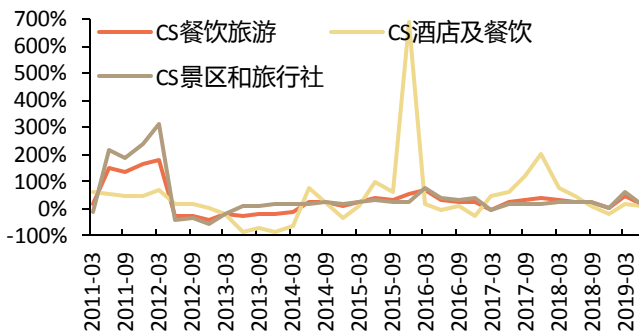
图 17：社服行业营业收入同比增速

图 18：社服行业单季营业收入同比增速



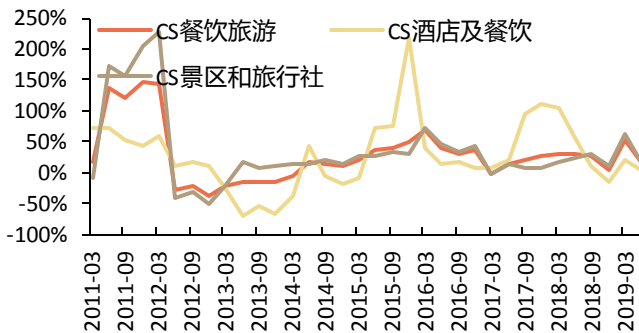
资料来源：Wind、申港证券研究所

图19：社服行业净利润同比增速



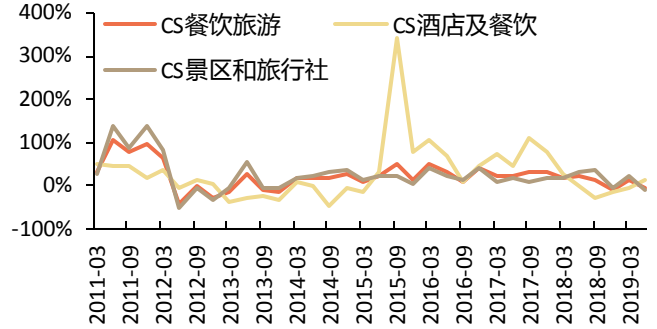
资料来源：Wind、申港证券研究所

图21：社服行业 EBIT 同比增速



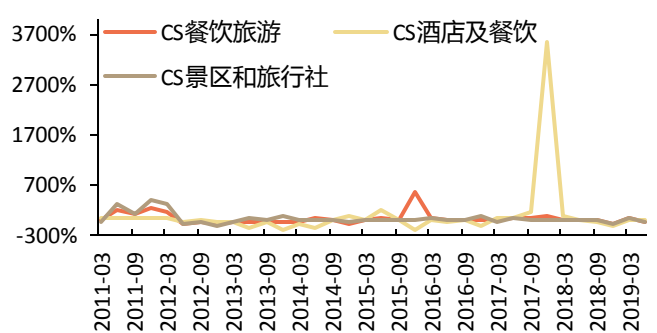
资料来源：Wind、申港证券研究所

图23：社服行业净利润率



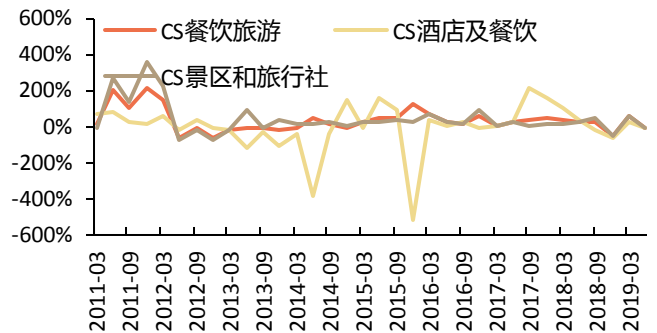
资料来源：Wind、申港证券研究所

图20：社服行业单季净利润同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

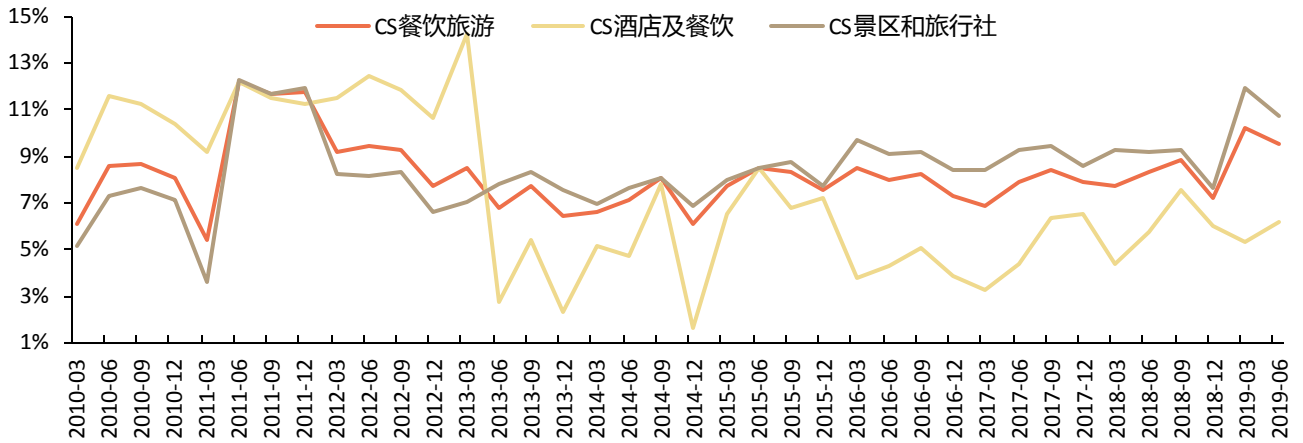
图22：社服行业单季 EBIT 同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

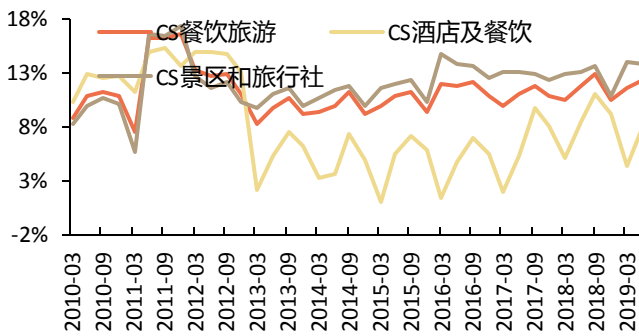
净利润率方面，2019 年上半年 CS 餐饮旅游达到 9.51%，CS 酒店及餐饮 6.16%，CS 景区和旅行社 10.76%（去年同期分别为 8.29%、5.78%和 9.21%）。

毛利润率方面，2019 年上半年 CS 餐饮旅游达到 12.31%，CS 酒店及餐饮 8.08%，CS 景区和旅行社 13.88%（去年同期分别为 11.84%、8.49%和 13.06%）。2019 年 Q2 餐饮旅游达到 13.10%，CS 酒店及餐饮 11.60%，CS 景区和旅行社 13.68%（去年同期分别为 12.97%、12.31%和 13.17%）。



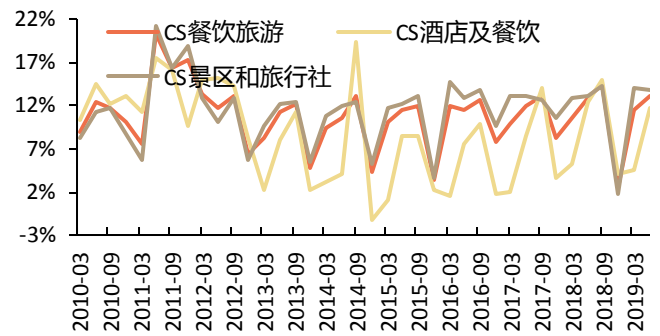
资料来源：Wind、申港证券研究所

图24: 社服行业毛利润率



资料来源：Wind、申港证券研究所

图25: 社服行业单季毛利润率

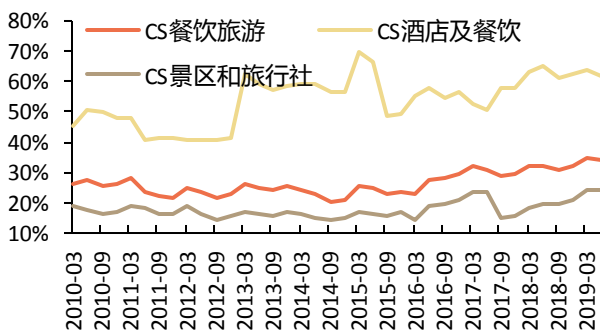


资料来源：Wind、申港证券研究所

2019年上半年CS餐饮旅游期间费用率34.41%，CS酒店及餐饮61.87%，CS景区和旅行社24.25%（去年同期分别为31.94%、64.83%和19.93%）。

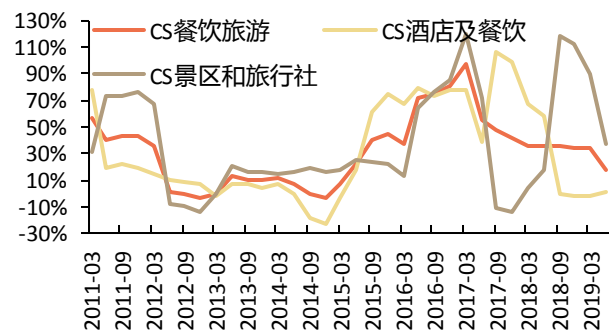
三费方面，CS餐饮旅游销售费用同比升高18.31%，管理费用同比降低3.09%，财务费用同比降低5.63%；CS酒店及餐饮销售费用同比升高0.77%，管理费用同比升高0.26%，财务费用同比降低15.92%；CS景区和旅行社销售费用同比升高37.79%，管理费用同比降低7.82%，财务费用同比升高7.70%。

图26: 社服行业期间费用率



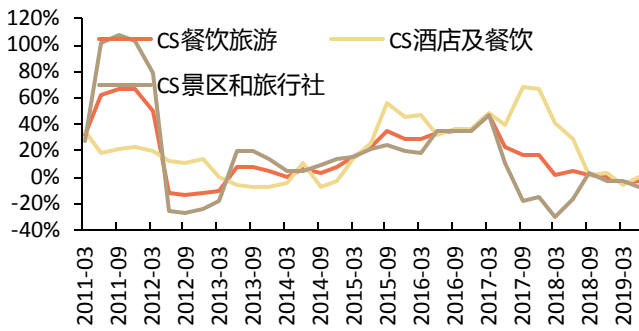
资料来源：申港证券研究所

图27: 社服行业销售费用同比增速



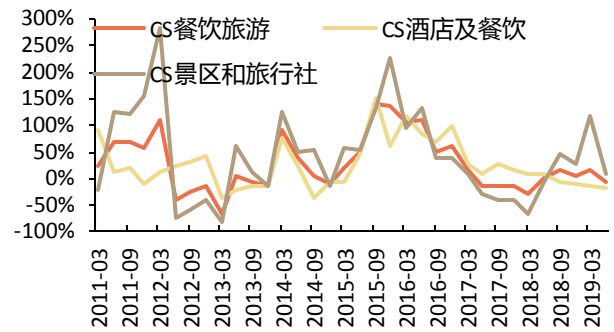
资料来源：申港证券研究所

图28: 社服行业管理费用同比增速



资料来源: 申港证券研究所

图29: 社服行业财务费用同比增速



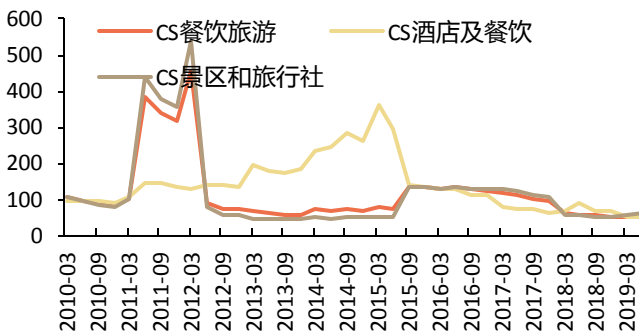
资料来源: 申港证券研究所

2019年上半年CS餐饮旅游营业周期为84.81天(去年同期87.73), 存货周转天数为59.47天(去年同期58.85), 应收账款周转天数为25.35(去年同期28.88)。

CS酒店及餐饮营业周期为72.11天(去年同期105.70), 存货周转天数为53.61天(去年同期88.00), 应收账款周转天数为18.50(去年同期17.70)。

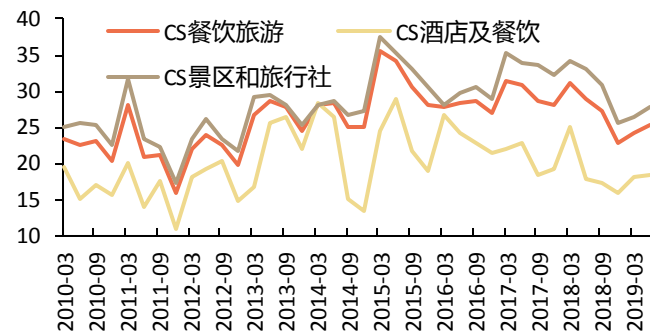
CS景区和旅行社营业周期为88.52天(去年同期86.90), 存货周转天数为60.64天(去年同期53.94), 应收账款周转天数为27.88(去年同期32.97)。

图30: 社服行业存货周转天数



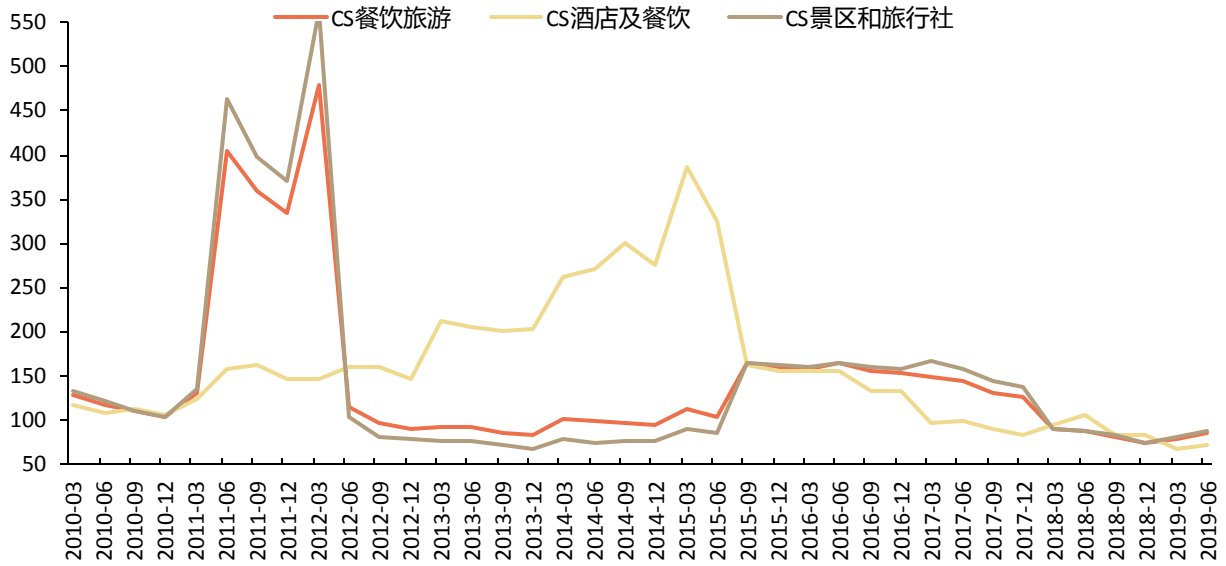
资料来源: Wind、申港证券研究所

图31: 社服行业应收账款周转天数



资料来源: Wind、申港证券研究所

图32: 社服行业营业周期



资料来源: Wind、申港证券研究所

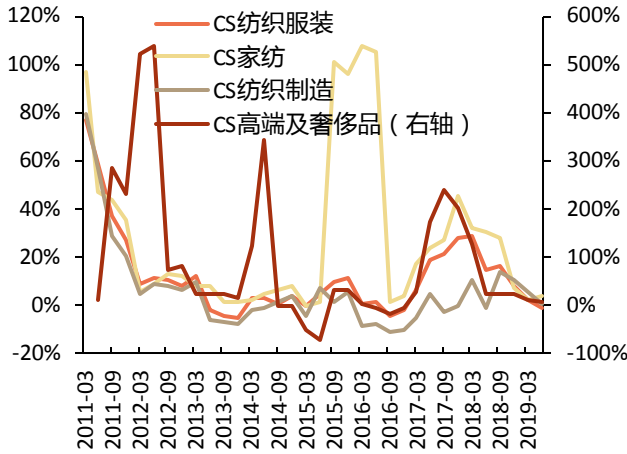
3.3 纺服行业营收分析

2019 上半年 CS 纺织服装营业收入同比下跌 0.56%，CS 家纺同比增长 3.80%，CS 高端及奢侈品同比增长 6.59%，CS 纺织制造同比增长 0.79%；CS 纺织服装净利润同比下滑 8.62%，CS 家纺同比下滑 10.88%，CS 高端及奢侈品同比增长 14.15%，CS 纺织制造同比增长 10.64%；CS 纺织服装 EBIT 同比下跌 7.44%，CS 家纺同比下跌 13.66%，CS 高端及奢侈品同比增长 12.50%，CS 纺织制造同比增长 13.20%。

2019 年 Q2 CS 纺织服装营业收入同比下跌 3.81%（环比-3.85%），CS 家纺同比增长 5.26%（环比-0.15%），CS 高端及奢侈品同比增长 3.00%（环比 4.42%），CS 纺织制造同比下跌 3.21%（环比 4.97%）；CS 纺织服装净利润同比下滑 32.30%（环比-41.30%），CS 家纺同比下滑 17.37%（环比-36.99%），CS 高端及奢侈品同比增长 14.37%（环比-3.49%），CS 纺织制造同比下滑 27.52%（环比-31.80%）；CS 纺织服装 EBIT 同比下跌 28.23%（环比-37.96%），CS 家纺同比下跌 22.44%（环比-37.65%），CS 高端及奢侈品同比增长 7.99%（环比-0.99%），CS 纺织制造同比下跌 17.21%（环比-28.29%）。

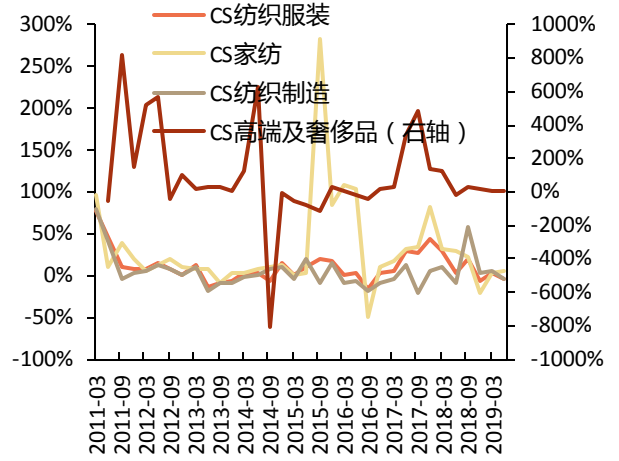
图 33: 纺服行业营业收入同比增速

图 34: 纺服行业单季营业收入同比增速



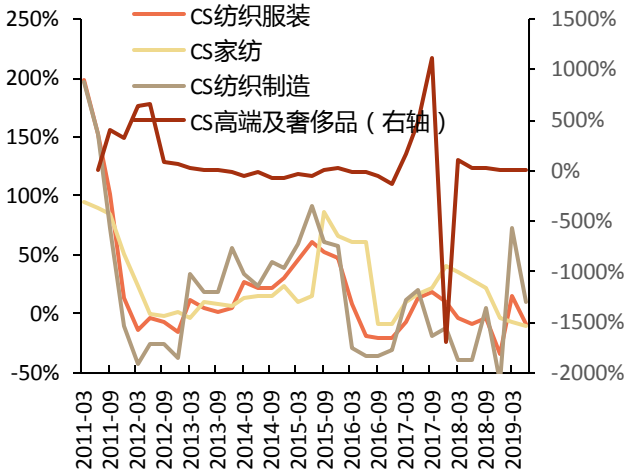
资料来源：Wind、申港证券研究所

图35：纺服行业净利润同比增速



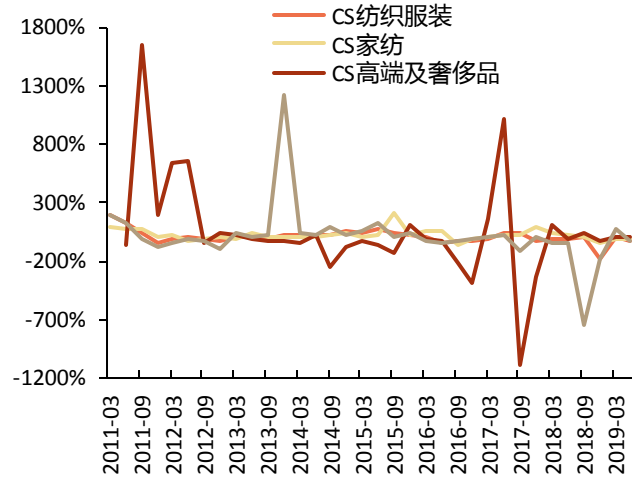
资料来源：Wind、申港证券研究所

图36：纺服行业单季净利润同比增速



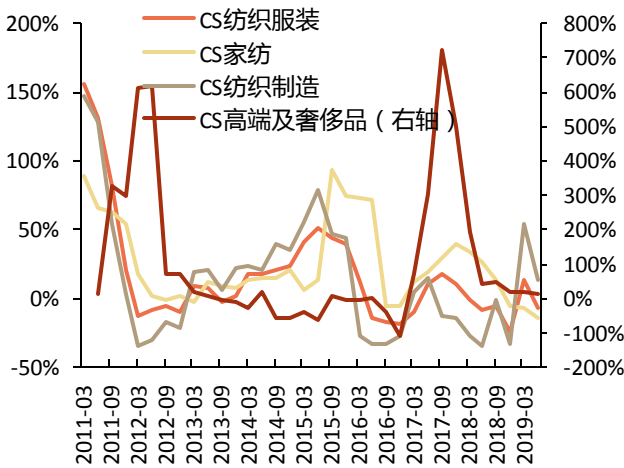
资料来源：Wind、申港证券研究所

图37：纺服行业 EBIT 同比增速

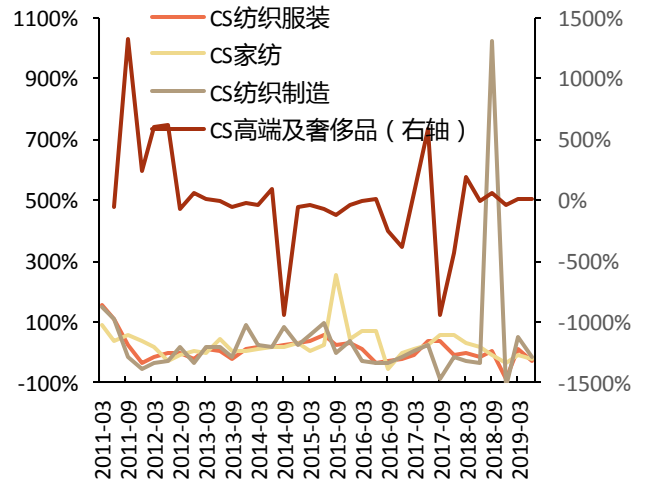


资料来源：Wind、申港证券研究所

图38：纺服行业 EBIT 同比增速



资料来源：Wind、申港证券研究所

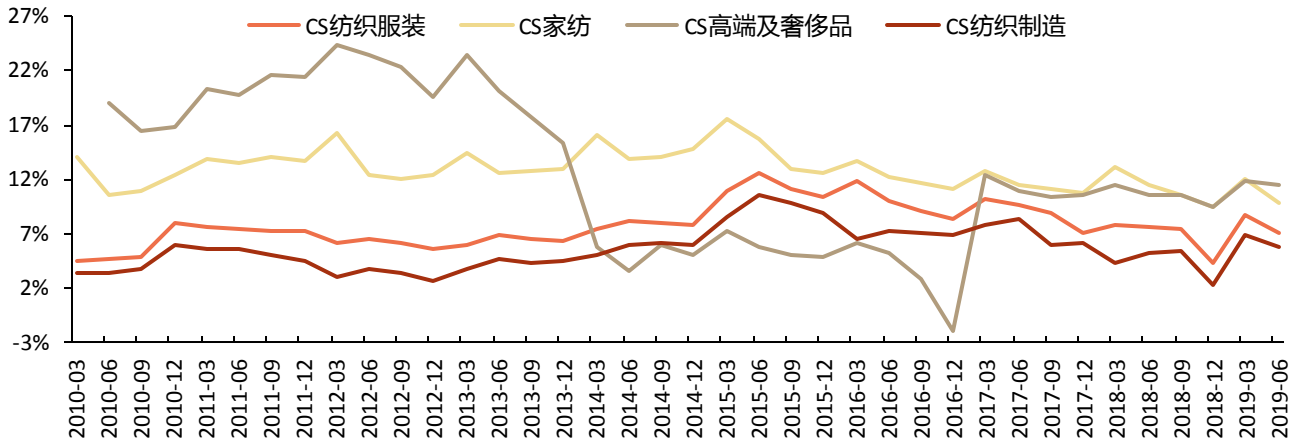


资料来源：Wind、申港证券研究所

净利润率方面，2019年上半年CS纺织服装达到7.01%，CS家纺9.84%，CS高端及奢侈品11.41%，CS纺织制造5.71%(去年同期分别为7.63%、11.46%、10.65%和5.20%)。

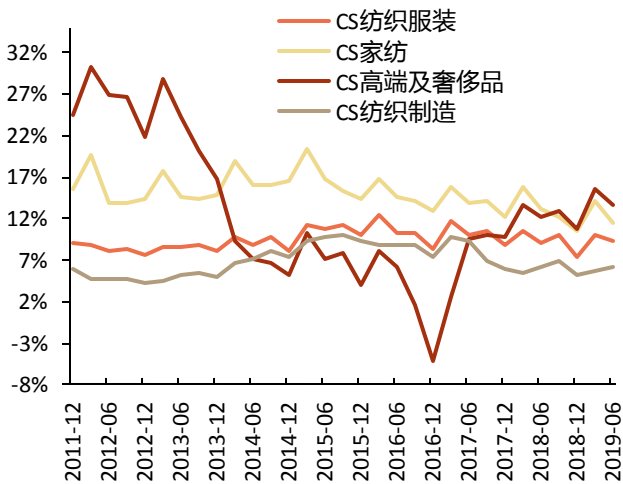
毛利润率方面，2019年上半年CS纺织服装达到9.23%，CS家纺11.41%，CS高端及奢侈品13.77%、CS纺织制造6.29%(去年同期分别为9.09%、13.06%、12.12%和6.16%)。2019年Q2纺织服装达到8.49%，CS家纺8.75%，CS高端及奢侈品12.04%，CS纺织制造6.77%(去年同期分别为7.62%、10.35%、10.71%和6.72%)。

图39: 纺服行业净利润率



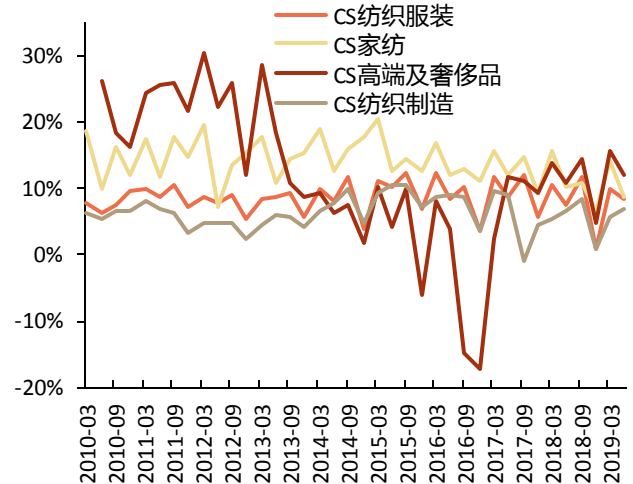
资料来源: Wind、申港证券研究所

图40: 纺服行业毛利润率



资料来源: Wind、申港证券研究所

图41: 纺服行业单季毛利润率



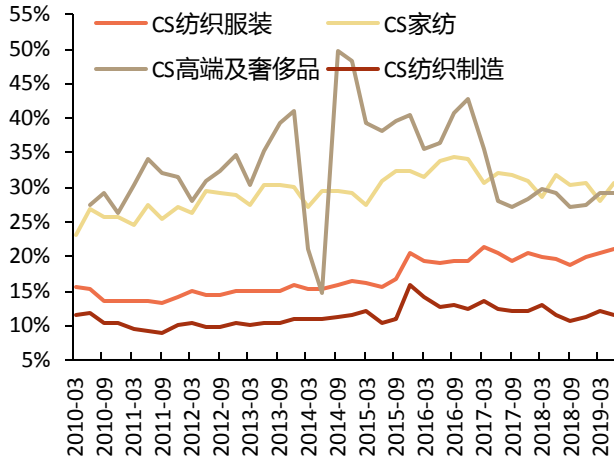
资料来源: Wind、申港证券研究所

2019年上半年CS纺织服装期间费用率21.06%，CS家纺30.54%，CS高端及奢侈品29.16%，CS纺织制造11.68%(去年同期分别为19.58%、31.68%、29.17%和11.59%)。

三费方面，CS纺织服装销售费用同比升高14.85%，管理费用同比降低11.27%，

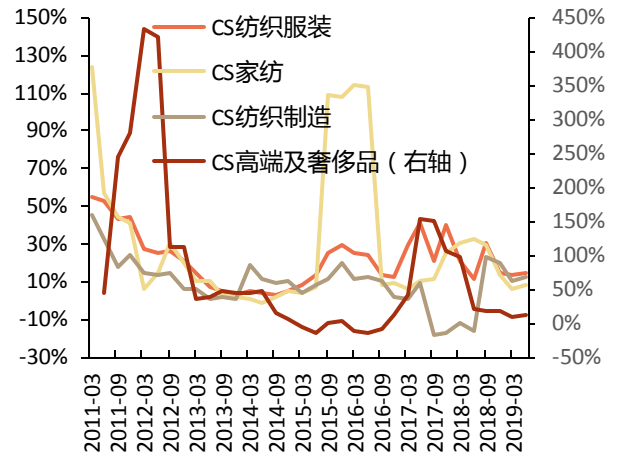
财务费用同比升高 20.25%；CS 家纺销售费用同比升高 7.76%，管理费用同比降低 20.27%，财务费用同比降低 704.15%；CS 高端及奢侈品销售费用同比升高 11.95%，管理费用同比降低 0.74%，财务费用同比降低 21.80%；CS 纺织制造销售费用同比升高 12.41%，管理费用同比降低 12.19%，财务费用同比升高 23.35%。

图 42: 纺服行业期间费用率



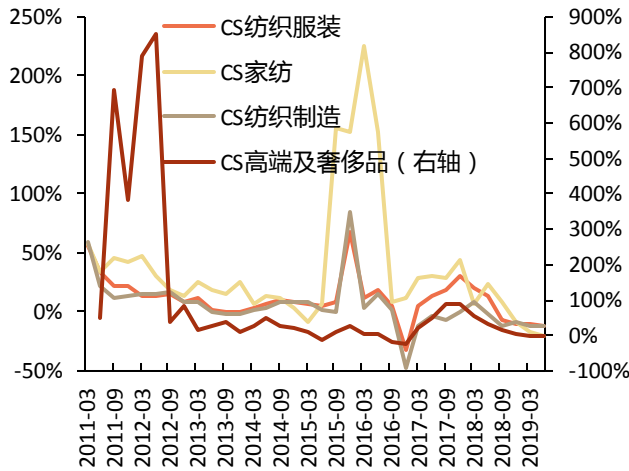
资料来源: Wind、申港证券研究所

图 43: 纺服行业销售费用同比增速



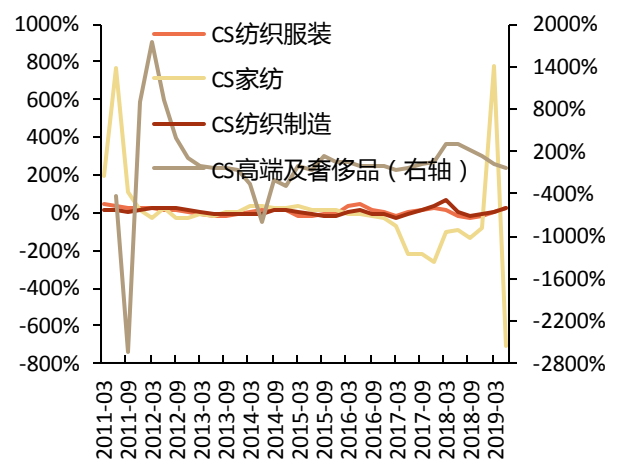
资料来源: Wind、申港证券研究所

图 44: 纺服行业管理费用同比增速



资料来源: Wind、申港证券研究所

图 45: 纺服行业财务费用同比增速



资料来源: Wind、申港证券研究所

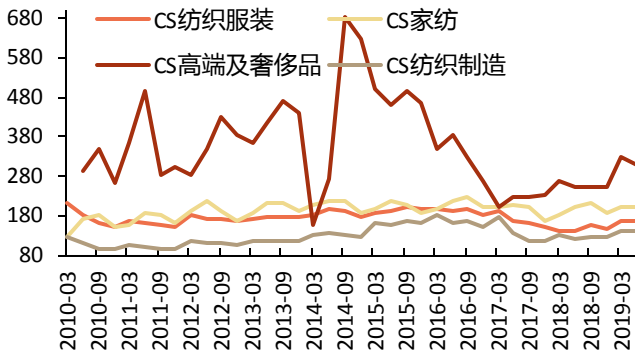
2019 年上半年 CS 纺织服装营业周期为 218.83 天(去年同期 192.10), 存货周转天数为 165.81 天(去年同期 142.88), 应收账款周转天数为 53.02(去年同期 49.23)。

CS 家纺营业周期为 256.66 天(去年同期 250.75), 存货周转天数为 204.20 天(去年同期 203.26), 应收账款周转天数为 52.46 (去年同期 47.49)。

CS 高端及奢侈品营业周期为 370.24 天(去年同期 302.26), 存货周转天数为 310.98 天(去年同期 252.37), 应收账款周转天数为 59.26 (去年同期 49.89)。

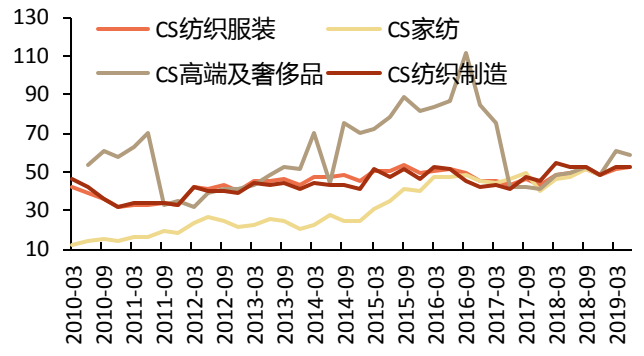
CS 纺织制造营业周期为 192.51 天(去年同期 176.21), 存货周转天数为 139.75 天(去年同期 123.87), 应收账款周转天数为 52.76 (去年同期 52.34)。

图46: 纺服行业存货周转天数



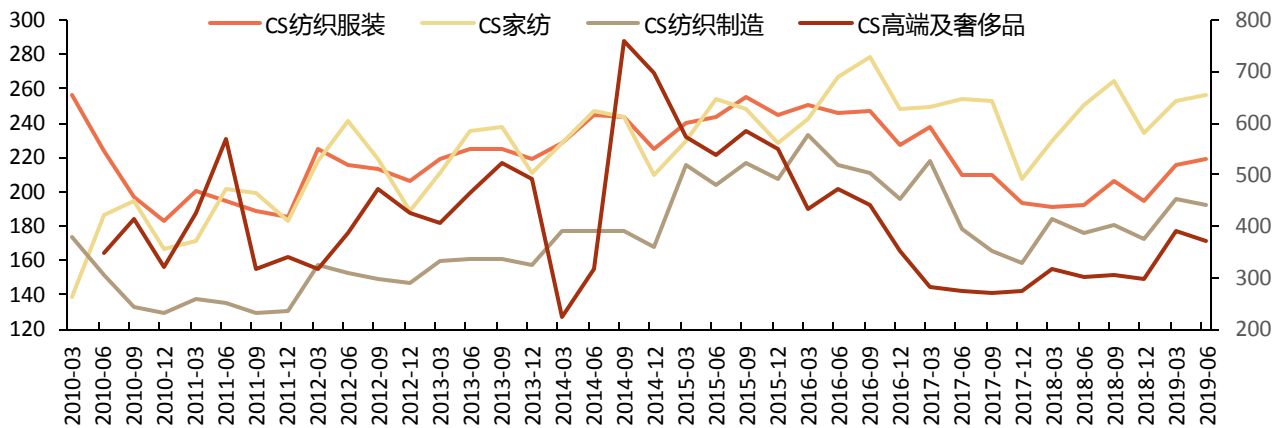
资料来源: Wind、申港证券研究所

图47: 纺服行业应收账款周转天数



资料来源: Wind、申港证券研究所

图48: 纺服行业营业周期



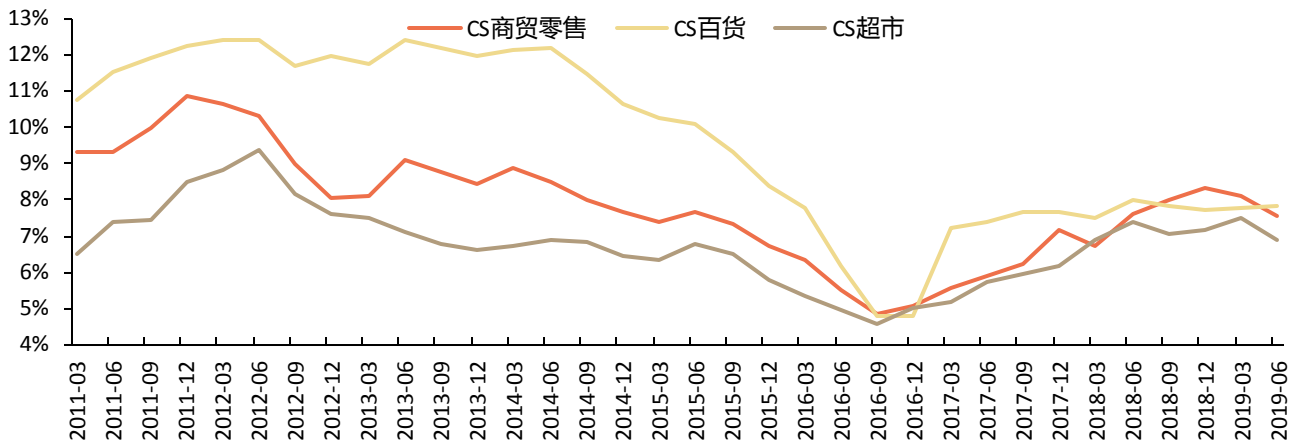
资料来源: Wind、申港证券研究所

4. 杜邦拆解: 商社 ROE 持续回升, 纺服 ROE 筑底

4.1 零售行业杜邦拆解

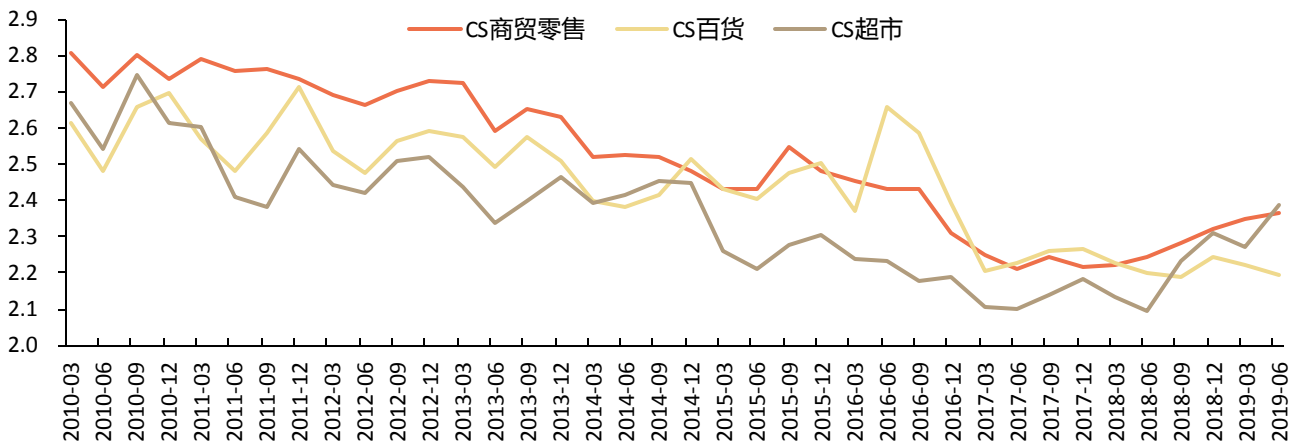
2019 年上半年 CS 商贸零售 ROE(TTM)为 7.56%, 去年同期 7.59%; 权益乘数 2.36 (去年同期 2.25)。CS 百货 ROE(TTM)为 7.84%, 去年同期 8.00%; 权益乘数 2.20 (去年同期 2.20)。CS 商贸零售 ROE(TTM)为 6.92%, 去年同期 7.36%; 权益乘数 2.39 (去年同期 2.09)。

图49: 零售行业 ROE(TTM)



资料来源: Wind、申港证券研究所

图50: 零售行业权益乘数

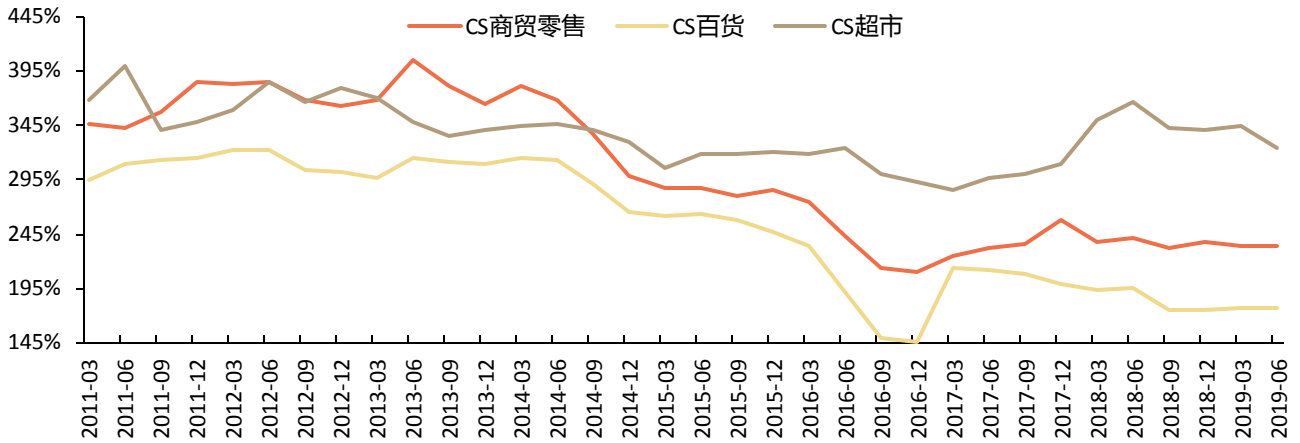


资料来源: Wind、申港证券研究所

资产周转率(TTM)方面, 2019年上半年CS 商贸零售达到 2.34(去年同期 2.42); CS 百货达到 1.77(去年同期 1.95); CS 超市达到 3.24(去年同期 3.66)。

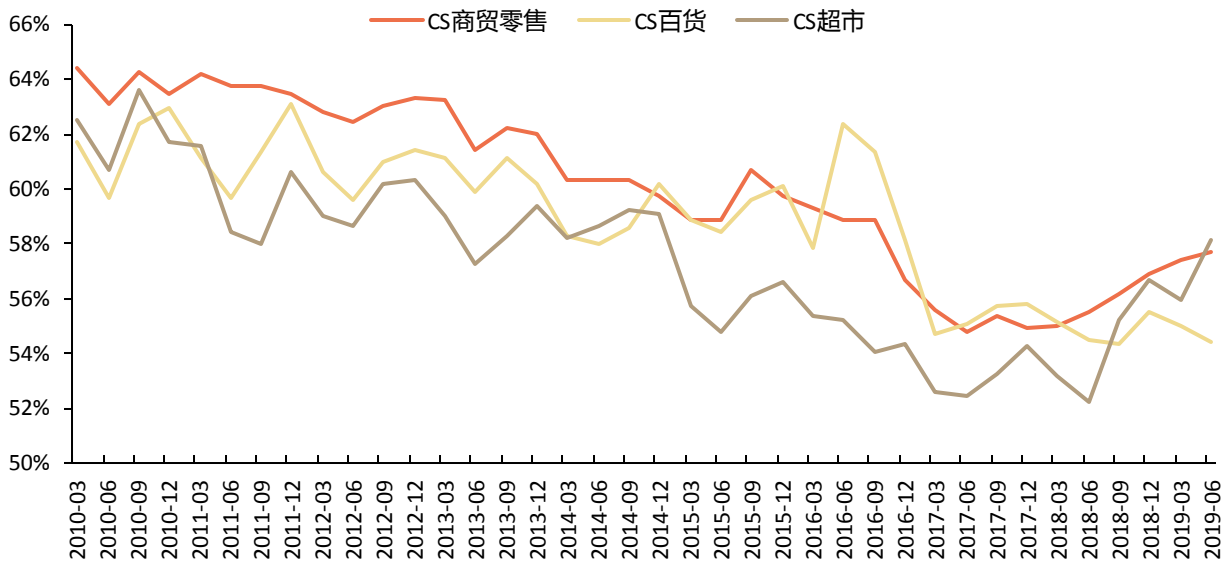
负债率方面, 2019年上半年CS 商贸零售为 57.70%(去年同期 55.48%); CS 百货为 54.45%(去年同期 54.48%); CS 超市为 58.13%(去年同期 52.24%)。

图51: 零售行业资产周转率(TTM)



资料来源: Wind、申港证券研究所

图52: 零售行业负债率

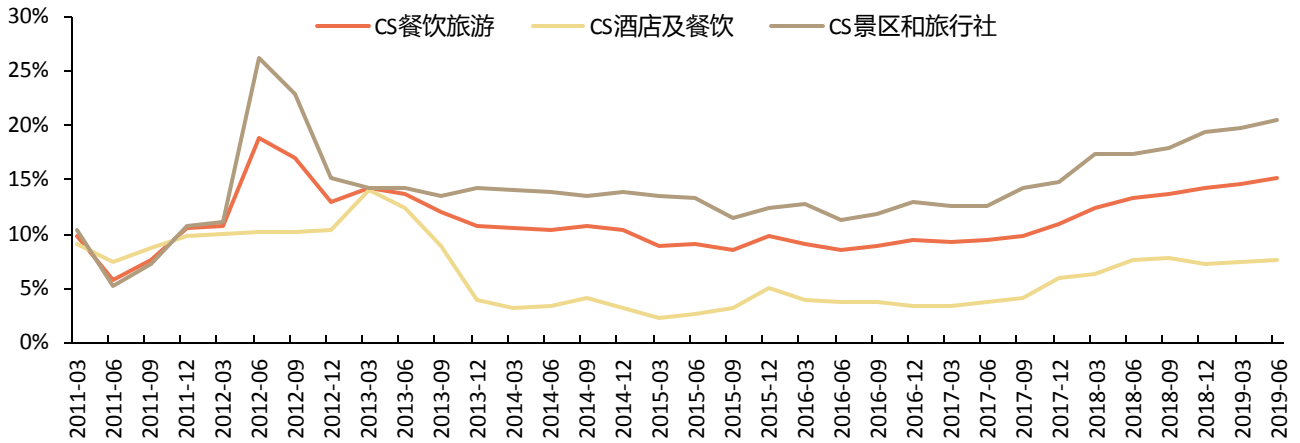


资料来源: Wind、申港证券研究所

4.2 社服行业社邦拆解

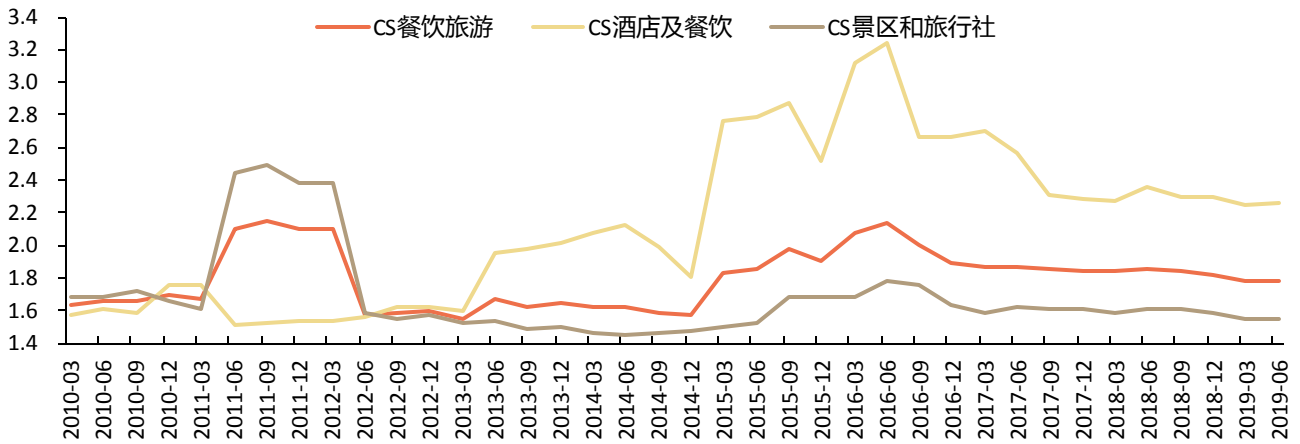
2019 年上半年 CS 餐饮旅游 ROE(TTM)为 15.24%，去年同期 13.31%；权益乘数 1.78（去年同期 1.86）。CS 酒店及餐饮 ROE(TTM)为 7.67%，去年同期 7.59%；权益乘数 2.26（去年同期 2.36）。CS 景区和旅行社 ROE(TTM)为 20.48%，去年同期 17.42%；权益乘数 1.55（去年同期 1.61）。

图53: 社服行业 ROE(TTM)



资料来源: Wind、申港证券研究所

图54: 社服行业权益乘数

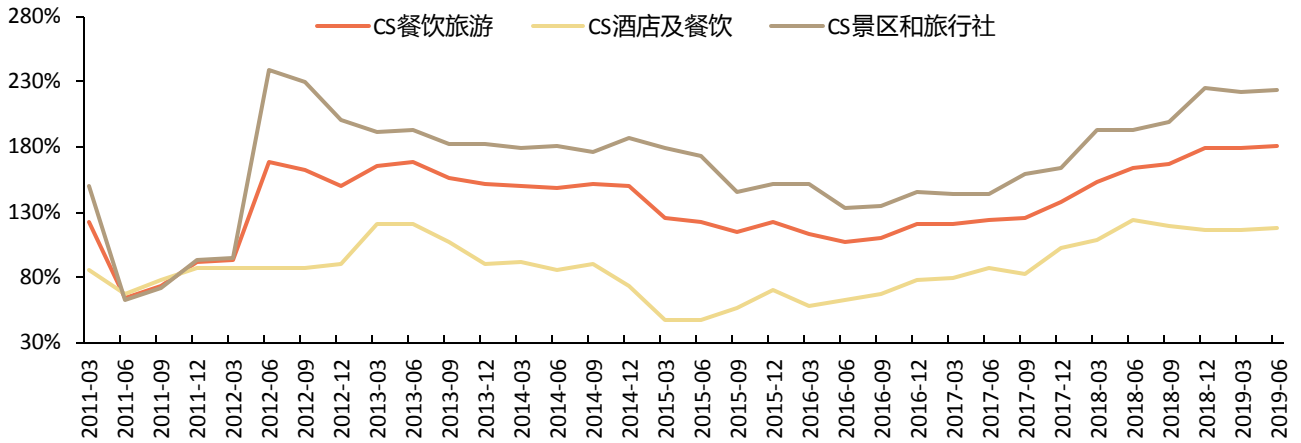


资料来源: Wind、申港证券研究所

资产周转率(TTM)方面, 2019年上半年CS餐饮旅游达到1.81(去年同期1.64); CS酒店及餐饮达到1.19(去年同期1.24); CS景区和旅行社达到2.24(去年同期1.93)。

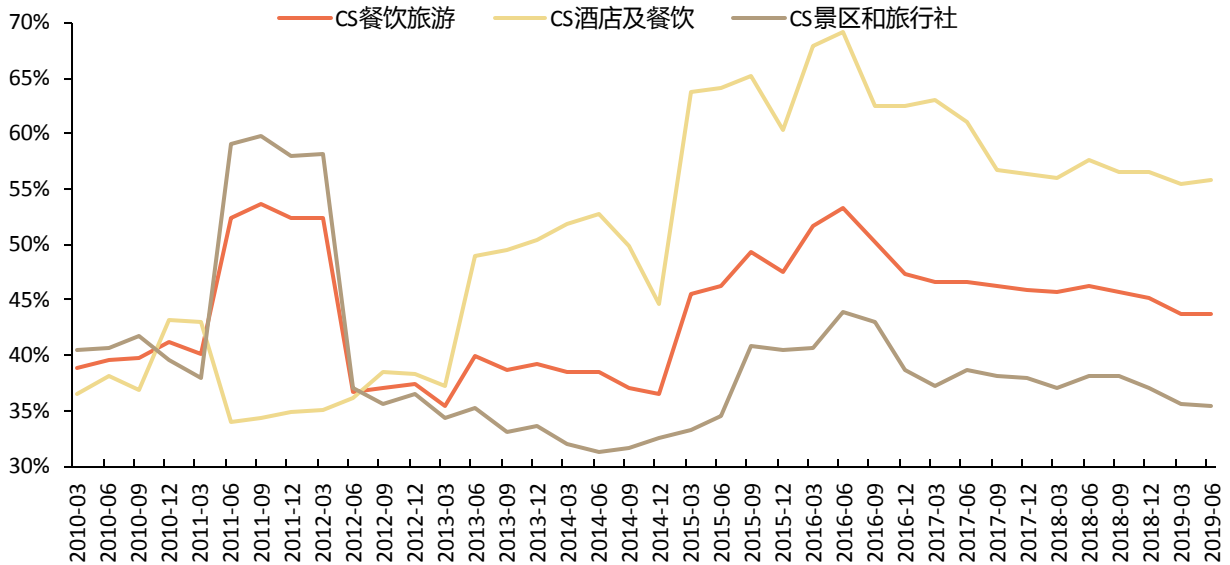
负债率方面, 2019年上半年CS餐饮旅游为43.75%(去年同期46.26%); CS酒店及餐饮为55.71%(去年同期57.67%); CS景区和旅行社为35.47%(去年同期38.04%)。

图55: 社服行业资产周转率(TTM)



资料来源: Wind、申港证券研究所

图56: 社服行业负债率

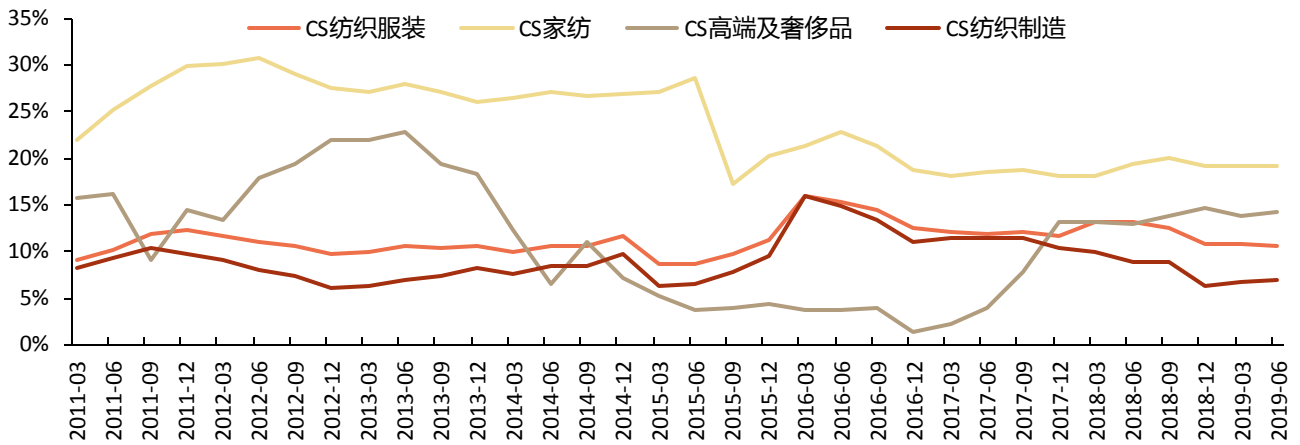


资料来源: Wind、申港证券研究所

4.3 纺织服装行业杜邦拆解

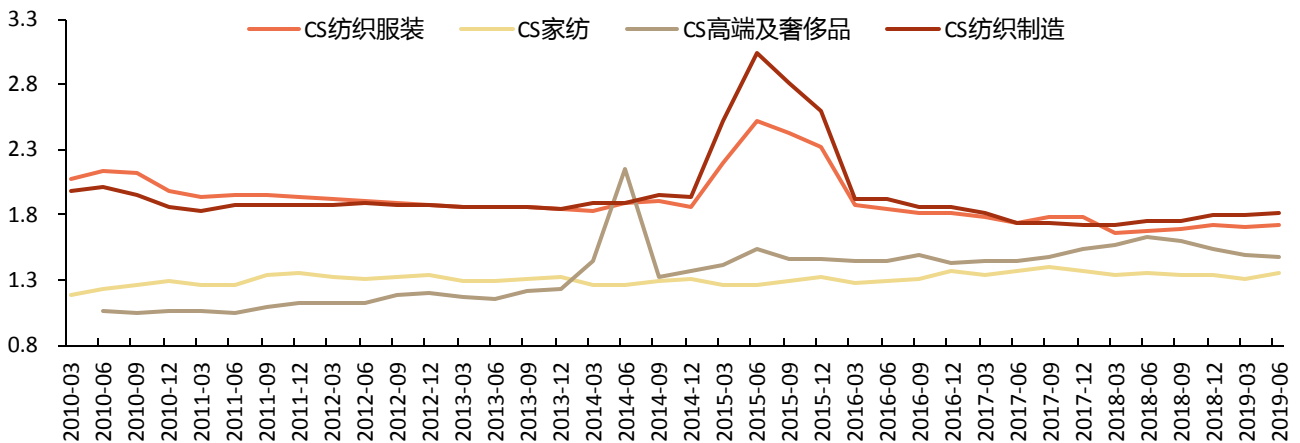
2019年上半年CS纺织服装ROE(TTM)为10.68%，去年同期13.26%；权益乘数1.73（去年同期1.67）。CS家纺ROE(TTM)为19.19%，去年同期19.30%；权益乘数1.35（去年同期1.35）。CS高端及奢侈品ROE(TTM)为14.26%，去年同期13.07%；权益乘数1.48（去年同期1.63）。CS纺织制造ROE(TTM)为7.00%，去年同期8.95%；权益乘数1.81（去年同期1.75）。

图57: 纺织服装行业ROE(TTM)



资料来源: Wind、申港证券研究所

图 58: 纺服行业权益乘数

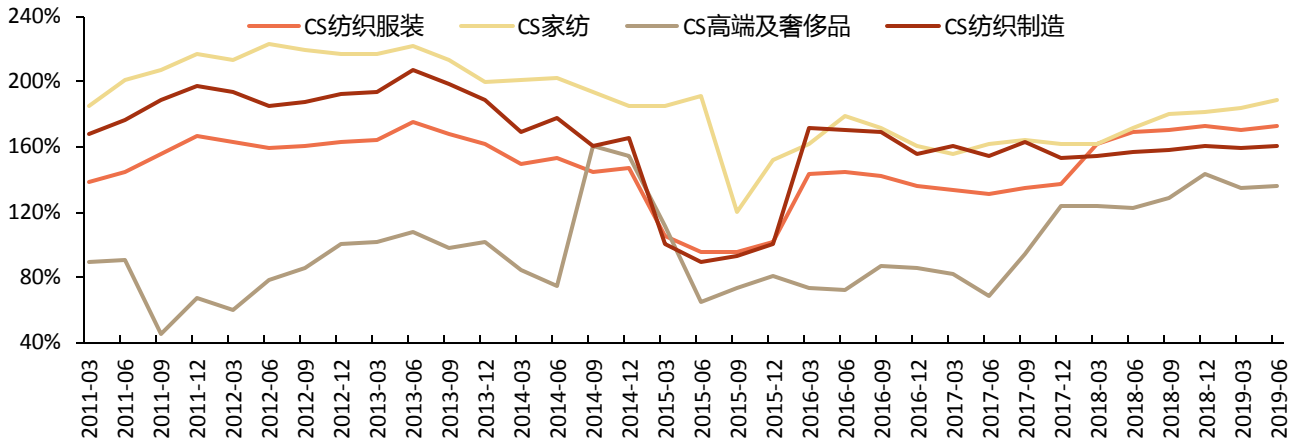


资料来源: Wind、申港证券研究所

资产周转率(TTM)方面, 2019 年上半年 CS 纺织服装达到 1.72 (去年同期 1.70); CS 家纺达到 1.89(去年同期 1.72); CS 高端及奢侈品达到 1.36(去年同期 1.23); CS 纺织制造达到 1.61 (去年同期 1.57)。

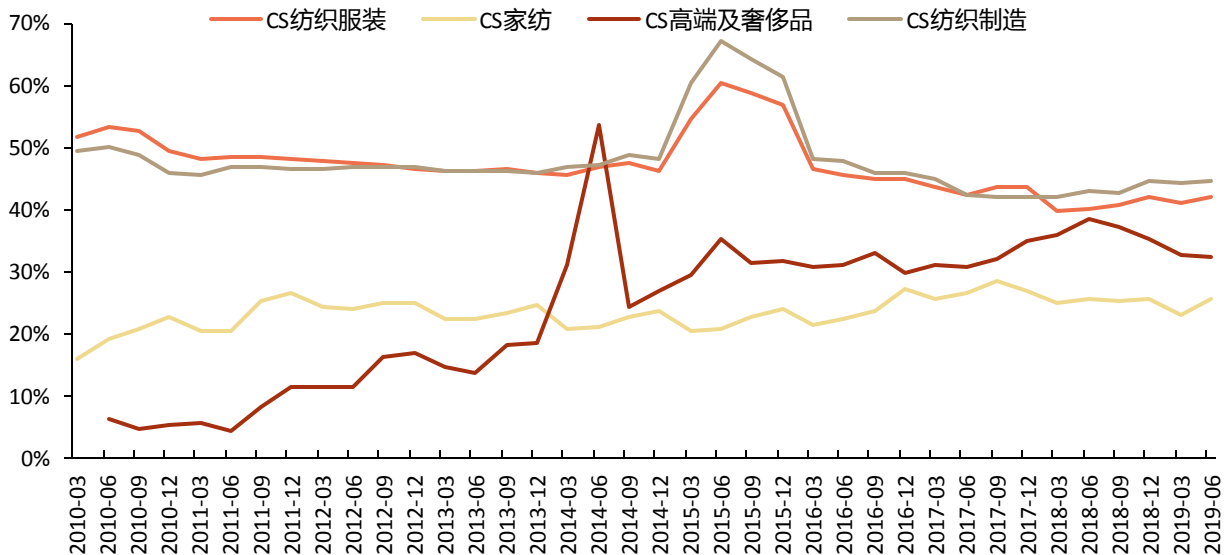
负债率方面, 2019 年上半年 CS 纺织服装为 42.16% (去年同期 40.16%); CS 家纺为 25.79%(去年同期 25.79%); CS 高端及奢侈品为 32.59%(去年同期 38.70%); CS 纺织制造为 44.77% (去年同期 42.91%)。

图 59: 纺服行业资产周转率(TTM)



资料来源：Wind、申港证券研究所

图60：纺服行业负债率



资料来源：Wind、申港证券研究所

5. 重点上市公司跟踪

5.1 商贸零售行业重点上市公司中报点评

5.1.1 红旗连锁（002697）中报点评：金融业务超预期 食品及增值服务是最大亮点

销售毛利走高 开店持续推进。公司二季度单季度毛利上升至 30.55%，同比增加 0.85pcct。然而在费率方面，上半年公司销售费用同比增长 9.01%，增速高于营收增速；同时受到宣传费（同比增加 1133 万）增加影响，公司管理费用（上半年合计 6832 万）同比增长 40.43%。公司上半年新开 168 家门店，闭店 27 家，整体开店速度持续增加，截止二季度公司合计经营门店 2958 家。

新网银行确认 7000 万投资收益 净利润增速超预期。由于公司参股 15%的新网银行确认投资收益 7000 万元，公司上半年净利润水平超预期。扣除新网银行贡献的投资收益，公司上半年实现归母净利润 1.57 亿元，同比增 18.05%（去年同期归母净利润同样扣除 2163 万新网银行投资收益）。今年上半年，新网银行占公司利润总额

额之比约 26.83%，金融业在公司整体获利比重不断提升。

“商品+服务”战略推进食品及增值业务是最大亮点。不断推进的“商品+服务”战略增强公司竞争实力。得益于强大的股东方支援，上半年公司食品营收增速 7.64%，增速远高于日用百货与烟酒。包含代缴费等生活服务在内的其他收入增速 11.48%，今年新开通的增值业务预计也将持续提升顾客粘性和营收。从区位分拆，公司上半年来自主城区（成都）的门店营收增长 6.14%，增速远高于其他地区。便利店的生活便利及温暖属性在日益孤独的大型城市需求显著强于周边地区。在把握饮食优势之余，增值服务业务的表现基本决定了公司未来的成长性。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 76.4 亿、81.01 亿和 86.85 亿元，实现归母净利润 4.03 亿、4.55 亿和 5.27 亿元，实现 EPS0.3 元、0.33 元和 0.39 元，对应当前股价的 PE 为 21.71 倍、19.23 倍和 16.6 倍。我们给与公司 6 个月目标价 7.2 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、拓店不及预期、业务发展不及预期。

表 1：红旗连锁财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,938.94	7,220.02	7,640.18	8,101.22	8,685.26
增长率(%)	9.77%	4.05%	5.82%	6.03%	7.21%
归母净利润(百万元)	164.93	322.71	402.78	454.78	526.91
增长率(%)	14.28%	95.66%	24.81%	12.91%	15.86%
净资产收益率(%)	7.11%	12.35%	13.72%	13.80%	14.19%
每股收益(元)	0.12	0.24	0.30	0.33	0.39
PE	53.58	26.79	21.71	19.23	16.60
PB	3.77	3.35	2.98	2.65	2.35

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 2：红旗连锁单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	1724.32	1842.49	1773.75	1844.65	1759.12	1892.11	1937.25
增长率(%)	7.37%	6.11%	4.56%	3.52%	2.02%	2.69%	9.22%
毛利率(%)	28.87%	27.39%	29.70%	29.84%	30.59%	29.89%	30.55%
期间费用率(%)	24.74%	23.84%	23.88%	24.06%	25.52%	26.26%	23.49%
净利润(百万元)	29.23	54.33	100.20	101.12	66.26	79.14	157.60
增长率(%)	208.99%	38.41%	69.06%	172.01%	126.67%	45.65%	57.29%
每股盈利(季度,元)	0.02	0.04	0.07	0.07	0.05	0.06	0.12
资产负债率(%)	46.18%	45.24%	44.67%	44.24%	45.46%	41.84%	39.85%
净资产收益率(%)	1.26%	2.29%	4.09%	3.97%	2.53%	2.94%	5.67%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.1.2 家家悦(603708) 中报点评：业绩表现超行业水平 拓店及业态改善持续

营收净利表现超行业 张家口并表贡献营收增长。二季度公司实现单季度营收 34.61 亿元，同比增 16.69%，实现净利润 0.83 亿元，同比增 22.4%，期间费用率维持在 17.57% 水平。得益于张家口门店的并表，公司整体增速依然维持较高水平。虽然张

家口 11 家门店整体经营弱于胶东地区强店，但未来经营改善的预期有望促使公司毛利率持续提升。

公司展店 40 家 业态改善持续超预期。报告期内公司新增门店 40 家，扣除张家口 11 家门店并表外，新增大卖场 18 家、综超 19 家、百货 1 家、其余门店 2 家，报告期内合计闭店 14 家，因经营不达预期闭店的 1 家。截止报告期末，公司总门店数 758 家，其中胶东地区综超 469 家、其他地区综超 82 家；胶东地区大卖场 97 家，其他地区大卖场 29 家。上半年公司新增储备门店 38 处。

必选消费表现亮眼 积极看待公司未来标新。报告期内公司经营持续改善，且幅度均达承诺水平。以成熟门店口径比较，上半年大卖场和综超坪效分别增 4.74% 和 4.27%，宝宝悦坪效增 6.26%。虽然便利店在业态探索期坪效未能改善，且百货坪效受宏观环境所抑制，公司整体表现仍符合预期。今年以来，伴随 CPI 中食品项高速增长带动，必选消费表现较为亮眼。在各类上市商超中，家家悦已打破规模天花板，积极进行西部和省外双向拓展。作为商超领域的成长股，公司同时受益于行业性的高价值及高安全边际，以及超行业水平的成长性。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 148.77 亿、173.62 亿和 203.08 亿元，实现归母净利润 5.01 亿、5.77 亿和 6.77 亿元，按转增后的新股本数 6.084 亿股计算，对应 EPS 为 0.82 元、0.95 元和 1.11 元，对应 8/23 收盘价的 PE 为 29.31 倍、25.47 倍和 21.71 倍。考虑到行业安全边际带来的估值溢价，我们给与公司 6 个月目标价 29 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：大盘下行风险、门店经营及开店不及预期。

表 3: 家家悦财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,330.38	12,730.71	14,876.54	17,361.66	20,308.12
增长率(%)	5.14%	12.36%	16.86%	16.70%	16.97%
归母净利润(百万元)	310.74	429.92	501.28	576.95	676.74
增长率(%)	23.68%	38.35%	16.60%	15.09%	17.30%
净资产收益率(%)	12.54%	15.80%	16.38%	17.56%	19.05%
每股收益(元)	0.66	0.92	0.82	0.95	1.11
PE	36.59	26.25	29.31	25.47	21.71
PB	4.56	4.15	4.80	4.47	4.14

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 4: 家家悦单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	2944.5	3260.91	2965.61	3329.31	3174.88	3804.72	3460.5
增长率(%)	10.13%	7.54%	16.97%	18.13%	7.82%	16.68%	16.69%
毛利率(%)	23.45%	21.54%	21.40%	21.82%	22.32%	21.78%	21.29%
期间费用率(%)	19.53%	16.60%	17.95%	17.39%	19.49%	16.99%	17.57%
净利润(百万元)	86.08	120.09	67.76	108.77	128.53	138.20	82.94
增长率(%)	18.11%	30.26%	33.88%	32.91%	49.31%	15.08%	22.40%
每股盈利(季度,元)	0.18	0.26	0.15	0.23	0.28	0.30	0.14
资产负债率(%)	60.42%	63.79%	62.45%	63.23%	60.76%	62.59%	62.09%

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
净资产收益率 (%)	3.47%	4.42%	2.69%	4.13%	4.58%	4.72%	2.92%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.1.3 利群股份 (601366) 中报点评：营收增速超预期 利群时代拓店影响盈利

营收增长超预期 利群时代拓店影响盈利。在利群时代新开店和同店增长的带动下，公司上半年实现营收 15.91% 的增长，但由于利群时代新开店投入期较大，导致今年上半年费用水平大幅上升，致使扣非后的归母净利润同比下滑 50.77%。三费中，销售费用同比增 36.48%、管理费用同比增 83.93%，两者均受利群时代门店新开业所影响。同时由于借款增加，公司上半年财务费用增加约 2700 万。二季度公司单季度营收增速 16.89%，增速环比持续改善，且毛利率水平上升至 23.4%。

原有门店经营稳健 期间费用率环比好转。若剔除利群时代影响，原有业务上半年营收增 2.34%，净利润同比增 35.26%，净利润增速优于市场预期。报告期内，公司新签 1 个购物中心和 2 个综超，且综超均已开业。在经营优势较为铭心的 O2O 和 B2B 端，利群网商实现销售 3.09 亿元，同比增 16.1%，利群采购平台实现销售 1.18 亿元，同比增 51.1%。二季度单季公司期间费用率环比下降至 18.46%，控费表现出好转的几项。

区域龙头具备较强壁垒 关注利群时代扭亏进展。受益于集团强大的供应链基础，利群具备胶东地区极强的区域经营优势，为公司提供较强的壁垒。青岛地区仍可从山东及东北地区实现人口流入，且在国家新区域建设支持下，预计利群的可选及必选消费渠道将同时受益。此外，江苏和安徽的拓展是实现公司供应链变现的重要环节，当前利群时代门店已有部分实现盈利，整体经营亏损正在逐步好转。我们建议投资者密切关注利群时代的扭亏进展。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 131.32 亿、148.07 亿和 164.21 亿元，归母净利润 2.55 亿、3.27 亿和 4.71 亿元，对应 EPS 为 0.3 元、0.38 元和 0.55 元，对应当前股价的 PE 为 19.23 倍、14.98 倍和 10.39 倍。我们给与公司 6 个月目标价 6.5 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、利群时代经营不及预期。

表 5：利群股份财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,553.77	11,413.92	13,131.54	14,807.14	16,421.49
增长率 (%)	2.54%	8.15%	15.05%	12.76%	10.90%
归母净利润 (百万) 元)	394.53	202.08	254.66	326.84	471.06
增长率 (%)	9.03%	-48.78%	26.02%	28.34%	44.13%
净资产收益率 (%)	8.70%	4.42%	5.47%	6.89%	9.64%
每股收益 (元)	0.49	0.23	0.30	0.38	0.55
PE	11.61	24.74	19.23	14.98	10.39
PB	1.08	1.07	1.05	1.03	1.00

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 6：利群股份单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	2791.75	3075.23	2548.82	2672.32	3117.54	3594.5	2924.42
增长率 (%)	2.42%	5.45%	4.01%	11.57%	11.67%	16.89%	14.74%
毛利率 (%)	18.84%	21.71%	22.22%	22.74%	23.10%	23.40%	22.86%
期间费用率 (%)	13.67%	14.11%	14.80%	19.75%	23.73%	18.46%	19.51%
净利润(百万元)	120.32	157.48	123.65	15.99	-95.06	96.99	73.15
增长率 (%)	10.85%	37.60%	31.18%	-75.58%	-179.00%	-38.41%	-40.84%
每股盈利(季度,元)	0.14	0.18	0.14	0.02	-0.11	0.11	0.09
资产负债率 (%)	41.98%	41.85%	43.37%	63.02%	64.47%	60.20%	59.77%
净资产收益率 (%)	2.65%	3.35%	2.66%	0.34%	-2.08%	2.08%	1.60%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.1.4 茂业商业 (600828) 中报点评：环比经营改善 行业下行压制营收表现

环比经营改善 期间费用率同比微降。公司二季度单季度营收同比下降 1.34%，降幅环比较一季度的-4.95%显著改善。单季度期间费用率 15.84%，同比微降 0.1pct。其中，财务费用上涨 7.73%，管理费用和销售费用分别下降 3.03%和 4.34%。财务费用的上涨主因利息支出增加 1200 万元所致。

成都门店逆势增长 低线城市拖累业绩表现。分区域而言，报告期内公司成都门店营收增加 4.5%，其余地区门店均出现下降。绵阳、深圳和珠海地区同比增速由正转负，其余地区门店增速均出现一定程度的下滑。区域门店中，南充、重庆和包头分别下滑 18.82%、10.78%和 10.49%。除成都外表现最好的三个地区为深圳、珠海和呼和浩特，分别下滑 3.14%、2.54%和 3.04%。其中呼和浩特和包头市下辖的 12 家超市门店已于三季度移交第三方，预计经营状况将有所好转。

行业下行持续 预计公司营收将持续承压。上半年社零增速持续承压，居民消费下行压力加大。在这一背景下，我们预计公司经营将在短期持续面临来自行业收缩的压力。同时，我们注意到成渝地区的低线城市消费出现了边际上的变化，绵阳地区门店营收的转负让我们开始对四川低线城市的消费力产生担忧。考虑到当地居民的较高消费及借贷偏好，若收入及杠杆率收缩，则容易进一步引发区域性的消费力衰退。然而，在不考虑质押、并购等扰动因素，公司当前估值极低，具备一定程度的抗风险能力。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 125.90 亿、124.80 亿和 127.37 亿元，实现归母净利润 12.65 亿、13.86 亿和 15.33 亿元，对应 EPS0.73、0.80 和 0.88 元，对应当前股价的 PE 值为 6.61、6.03 和 5.46 倍。我们给与公司 6 个月目标价 5.3 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、门店经营不及预期。

表 7：茂业商业财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,760.55	13,105.31	12,590.44	12,480.30	12,736.72
增长率 (%)	24.92%	11.43%	-3.93%	-0.87%	2.05%
归母净利润(百万)元)	1,034.52	1,204.54	1,264.76	1,386.20	1,532.69
增长率 (%)	82.12%	16.43%	5.00%	9.60%	10.57%

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	19.85%	21.49%	19.65%	19.02%	18.55%
每股收益(元)	0.60	0.70	0.73	0.80	0.88
PE	8.09	6.94	6.61	6.03	5.46
PB	1.61	1.49	1.30	1.15	1.01

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表8：茂业商业单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	3563.22	3570.04	2864.98	2505.85	4533.19	3393.45	2826.47
增长率 (%)	7.34%	6.63%	4.34%	2.20%	27.22%	-4.95%	-1.34%
毛利率 (%)	28.11%	26.57%	30.38%	31.32%	28.34%	29.28%	31.12%
期间费用率 (%)	13.72%	12.78%	15.94%	17.92%	11.81%	13.16%	15.84%
净利润(百万元)	489.84	335.25	273.86	212.94	505.51	368.6	321.57
增长率 (%)	335.71%	49.32%	37.51%	13.10%	3.20%	9.95%	17.42%
每股盈利(季度, 元)	0.28	0.18	0.15	0.12	0.27	0.19	0.18
资产负债率 (%)	65.44%	65.88%	65.88%	65.58%	65.88%	63.22%	61.89%
净资产收益率 (%)	7.98%	5.24%	3.98%	3.31%	7.61%	5.14%	4.41%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.1.5 天虹股份(002419) 中报点评：二季度经营环比改善 超市及便利店力促公司持续跑赢行业

二季度经营环比改善 超市与便利店贡献较多。分季度看，二季度营收和利润总额同比分别为 4.57%和 5.28%，与行业趋势不同，公司经营持续改善。我们认为公司经营改善的最核心驱动力来自超市与便利店业态。从可比店数据看，上半年公司百货、超市、购物中心和便利店营收同比增速依次为-6.11%、9.07%、-0.08%和 4.06%，可比店口径合计营收增速-0.72%。超市及便利店增速带动公司在上半年经营表现优于行业平均水平。

上半年新增购物中心 2 家 新增便利店 18 家。报告期内公司新开佛山（7.99 万平方米）及吉安城南（8.26 万平方米）两家购物中心，购物中心门店总数达 15 家；新增便利店 18 家（15 家华南 3 家东南），总数达 152 家。上半年 Space 超市关闭一家加盟店，便利店合计关闭 25 家，业态调整持续进行。

直采+自有品牌 以及“一日三餐”力促公司持续跑赢行业。在退出旧有的百货零售业态，转战“体验为王”的新业态拓展后，天虹的业绩表现持续跑赢行业。传统的百货零售业务类似 FoF 投资，其一篮子可选消费品能否跑赢基准（即社会零售消费）取决于店长和公司管理层。在当前大多数百货公司主动经营能力及主动经营意识不足的背景下，天虹的另辟蹊径已被证实是条合理的转型方向，从股价表现上，也说明其表现基本被市场所认可。

在今年上半年，尤其是二季度的零售业经营压力的背景下，天虹的增长持续优于全行业，我们认为其超市和便利店带动所致。除天虹的超市和便利店起步晚且增长基数较小的因素外，天虹所倡导的国际国际+生鲜直采，结合其自有品牌销售带动超市板块的高增长。报告期内国际直采的销售增速为 43.2%YoY，生鲜直采增 23.2%YoY，自有品牌实现增长 32.1%YoY。在便利店业务上，公司持续的开店闭店

“试错”不但促进品类和商品的不断优化，同时其“一日三餐”的针对性战略也在逐步开花结果。在零售业整体低迷的背景下，超市和便利店围绕“饮食”需求发力，为公司增厚护城河且对冲行业下行风险。与此同时，体验式购物中心在全国各地持续铺开，报告期内公司新签约 5 个购物中心及百货项目，持续扩大转型战果。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 197.53/202.78 和 208.03 亿元，实现归母净利润 9.54 亿、9.21 亿和 8.99 亿元，对应 PE 为 14.46 倍、14.98 倍二和 15.34 倍。居民消费边际走弱持续压制消费行业业绩，但考虑到公司转型的持续驱动，拓店及业态尝试必将在未来收获渠道端和休闲娱乐端具备全国话语权的企业，我们给与公司 6 个月目标价 14.4 元，首次覆盖给与“推荐”评级。

风险提示：居民消费不及预期、拓店不及预期、业务转型不及预期。

表 9：天虹股份财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,665.44	9,172.12	11,416.45	13,707.22	16,143.08
增长率(%)	39.02%	37.61%	24.47%	20.07%	17.77%
归母净利润(百万)元)	822.45	989.36	1,100.96	1,345.68	1,669.07
增长率(%)	43.02%	20.29%	11.28%	22.23%	24.03%
净资产收益率(%)	20.56%	21.15%	19.25%	20.91%	22.79%
每股收益(元)	1.99	2.36	2.56	3.13	3.88
PE	15.42	13.00	11.99	9.81	7.91
PB	3.28	2.82	2.31	2.05	1.80

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 10：天虹股份单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	5596.59	5221.24	4300.92	4311.96	5303.83	5178.43	4497.39
增长率(%)	13.84%	9.89%	1.64%	9.00%	-5.23%	-0.82%	4.57%
毛利率(%)	25.32%	26.02%	27.28%	28.66%	27.30%	27.72%	29.13%
期间费用率(%)	19.57%	18.23%	22.21%	23.15%	21.34%	19.71%	23.84%
净利润(百万元)	226.55	298.06	187.53	187.79	231.26	313.75	189.60
增长率(%)	40.53%	33.79%	23.40%	60.80%	02.08%	05.26%	01.10%
每股盈利(季度,元)	0.28	0.37	0.16	0.16	0.19	0.26	0.16
资产负债率(%)	60.88%	58.72%	57.45%	59.03%	59.57%	55.74%	55.95%
净资产收益率(%)	3.76%	4.71%	3.05%	2.96%	3.52%	4.56%	2.87%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.1.6 永辉超市(601933) 中报点评：营收高速增长 上半年同店好于预期

营收高速增长 西南、西北及华南增速极快。公司营收除持续开店外，还受到百佳并表的影响。上半年公司十大战区增速分化加剧，第一战区福建增 5.56%，主要受同店提升带动；西南地区的五和九战区增速分别为 30.75%和 30.07%；包含重庆在内的四战区增 11.66%；六战区(广东)同比增 74.83%；十战区(西北)同比增 57.75%。整体而言，西南、华南和西北增速显著优于其他战区，加速扩张的新区域表现出更强的增长动力。

开店持续 上半年同店增长好于预期。上半年公司新增 84 家门店，截至报告期末，合计开店 791 家，新签约 72 家后，储备店增厚至 249 家。受猪价及鲜菜鲜果上半年的涨价，上半年公司同店增 3.1% 好于此前预期。上半年公司 MINI 店开业 398 家，平均面积 488 平米，年化坪效 5663.56 元/平米。在业态试水成功后，我们预计 MINI 店坪效还存在进一步提升的空间。到家业务上半年 518 家门店实现 13.3 亿元销售额，月均增速 7.1%

必选消费表现亮眼 看好超市龙头扩张。在食品价格上涨的带动下，上半年必选消费较可选消费表现明显更强。由于猪价事件驱动未了，我们认为下半年 CPI 仍将维持高位，利好永辉全年业绩表现。在十大战区放权后，永辉超市化整为零，最大化避免规模过大所带来的负外部性。考虑到超市行业对于传统菜场业务的替代空间，以及当前仍有大量省份超市行业“地头蛇为首”的竞争格局，我们持续看好龙头超市的扩张之路。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 839.87 亿、1012.23 亿和 1224.60 亿元，实现归母净利润 22.19 亿、29.16 亿和 35.93 亿元，对应 EPS 为 0.23、0.30 和 0.38 元。对应当前股价的 PE 为 42.74 倍、32.52 倍和 26.40 倍。我们给与公司 6 个月目标价 12.5 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、销售不及预期。

表 11：永辉超市财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,591.34	70,516.65	83,986.72	101,223.50	122,460.15
增长率(%)	19.01%	20.35%	19.10%	20.52%	20.98%
归母净利润(百万)元)	1,816.79	1,480.35	2,218.94	2,916.22	3,593.20
增长率(%)	46.28%	-18.52%	49.89%	31.42%	23.21%
净资产收益率(%)	9.09%	7.65%	10.30%	13.05%	15.42%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.23	0.30	0.38
PE	52.16	66.07	42.74	32.52	26.40
PB	4.74	4.90	4.40	4.24	4.07

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 12：永辉超市单季度财务指标

指标	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
主营收入(百万元)	14990.96	15283.5	18767.18	15630.22	18294.8	17824.46	22235.91
增长率(%)	19.95%	25.11%	22.97%	19.72%	22.04%	16.63%	18.48%
毛利率(%)	20.06%	22.32%	22.79%	21.97%	20.72%	23.09%	22.71%
期间费用率(%)	17.52%	19.71%	18.29%	22.23%	20.73%	22.52%	16.62%
净利润(百万元)	296.28	370.70	653.25	93.51	-34.52	285.17	1128.14
增长率(%)	108.27%	-9.07%	-10.00%	-67.96%	-111.65%	-23.07%	72.70%
每股盈利(季度,元)	0.04	0.04	0.08	0.02	0.01	0.05	0.12
资产负债率(%)	34.35%	37.91%	39.81%	39.11%	48.53%	50.96%	49.07%
净资产收益率(%)	1.49%	1.82%	3.33%	0.48%	-0.18%	1.47%	5.47%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.2 餐饮旅游行业重点上市公司中报点评

5.2.1 华天酒店 (000428) 中报点评：业绩逆市大涨 高端化+精准定位享消费红利

业绩逆市大涨 毛利率同比提升。公司二季度实现带季度营收 4.71 亿元，同比增长 27.37%，毛利率 64.53%，同比多增 0.72pct。相较纺服行业的低迷，公司整体销售逆市持续释放成长红利，在代言人、渠道、新媒体等多方努力下，公司品牌护城河持续增厚。公司定位中产阶级，但若按全国消费力划分，其实际覆盖对象已涵盖资产阶级，其消费潜力远超其他群体。二季度公司单季度期间费用率 32.01%，受业务规模扩大、股权激励费等因素的影响，三费普遍出现超营收增速的增长。

网点持续铺开 全国各区域销售均增长。公司为轻资产模式，把握产业链最高毛利环节，并采取直营和加盟两种方式进行销售。报告期新增门店 34 家，截止 6 月底，公司合计 385 家直营门店，413 家加盟门店，网点覆盖商场、购物中心、专卖店、奥莱、高端酒店、机场及高铁、高尔夫球场、线上品牌店和度假村。报告期内，公司在东北、华北、华东、华南、华中、西北和西南七大区域均实现业绩正增长，增速依次为 18.31%、29.59%、23.84%、30.56%、29.36%、21.29%和 17.9%。

行业下行不影响业绩增长 高端化享消费红利。限额以上社零数据显示，上半年纺织类产品累计同比增速仅 3%，同比下滑 6.2pct。诸多纺服企业在今年均多少受行业寒冬影响而出现收入和利润的双下滑。然而，由于品牌本身高端的定位，以及受众群体（40 岁以上高净值人士）消费能力的强势，公司再今年上半年并未过多受到行业负面冲击影响。我们认为，当前中国消费市场呈现显著的“工”字型，即顶端和底端消费群体仍具备一定程度的消费潜力。相较底端消费群“消费觉醒”堆量的模式，顶端消费群“升级”表现得更为直接。在这种分化影响下，我们认为不同跑道下的企业成长差异将被最大化区分，而选择了高端化赛道的比音勒芬有望持续受益精准定位的高净值人士消费力成长。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 19.06 亿、24.47 亿和 31.41 亿元，实现归母净利润 4.08 亿、5.38 亿和 6.91 亿元，对应 EPS 为 2.25 元、2.96 元和 3.81 元。对应 8/23 收盘价的 PE 值为 11.31 倍、8.58 倍和 6.68 倍。我们给与公司未来 6 个月目标价 38 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、销售不及预期。

表 13：华天酒店财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054.43	1,475.75	1,906.18	2,446.57	3,140.89
增长率(%)	25.23%	39.96%	29.17%	28.35%	28.38%
归母净利润(百万)元)	180.22	292.26	407.89	537.53	690.97
增长率(%)	35.92%	62.16%	39.57%	31.78%	28.54%
净资产收益率(%)	12.49%	17.95%	22.02%	24.60%	26.69%
每股收益(元)	1.69	1.61	2.25	2.96	3.81
PE	15.05	15.80	11.31	8.58	6.68
PB	1.88	2.83	2.49	2.11	1.78

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 14：华天酒店单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	360.39	252.1	226.22	227.12	252.7	224.6	209.28
增长率 (%)	39.15%	10.25%	-0.45%	-7.98%	-29.88%	-10.91%	-7.49%
毛利率 (%)	44.65%	51.76%	54.47%	55.15%	54.18%	53.63%	56.69%
期间费用率 (%)	82.82%	86.83%	93.47%	90.49%	90.99%	88.46%	91.74%
净利润(百万元)	155.49	-97.51	-101.11	-85.40	-414.27	-90.84	-77.35
增长率 (%)	-164.44%	5.20%	93.47%	5.14%	-366.43%	-6.84%	-23.50%
每股盈利(季度,元)	0.25	-0.07	-0.07	-0.06	-0.27	-0.07	-0.06
资产负债率 (%)	67.70%	66.00%	66.94%	61.79%	65.90%	67.16%	67.73%
净资产收益率 (%)	5.33%	-3.46%	-3.72%	-2.98%	-16.88%	-3.84%	-3.38%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.2.2 首旅酒店(600258) 中报点评：房量下降影响营收增长 持续看好酒店连锁率提升

房量下降影响营收增长 特许管理酒店持续增长。受关店和改造影响，报告期内公司直营店的平均房量下降 4.91%，再结合上半年 RevPAR 的下滑，公司酒店运营业务营收下降 2.72%。纵然酒店管理业务伴随特许管理酒店的数量同比增加 357 家至 3206 家，且景区业务门票留存比例增长至 50%，整体营业收入仍下滑 0.3%。二季度单季公司营收下滑 1.5%，期间费用率 75.87% 基本维持稳定。

开店进展如预期 持续看好酒店连锁化率提升。二季度公司新开直营店 2 家，特许加盟 157 家。其中，经济型和中高端分别开店 28 和 43 家，云酒店新开 36 家，其他酒店新开 52 家，其中管理输出 51 家。当前公司储备门店 689 家，截止二季末，公司合计拥有酒店 4117 家，客房 398006 间，其中中高端酒店客房 91784 间，占比 23.1%；经济型酒店客房 268390 间，占比 67.43%。参照发达国家市场结构，我们持续看好酒店连锁化率提升的中长期逻辑。虽然今年以来国内终端品牌酒店增速下滑至 10%，但仍具备较强行业内部整合及行业边际拓展所带来的成长性。

居民消费压制 RevPAR 连锁龙头有望获估值提升。二季度公司全部酒店 RevPAR 同比下滑 1.5% 至 162 元，平均房价微涨 1.3%，出租率同比下降 2.3pct 至 80.2%。其中，经济型酒店的 RevPAR 下滑 3.9%，出租率和房价双降；中高端酒店 RevPAR 下降 6.7%，主要受房价下降 (-6.8%YoY) 影响；云酒店 RevPAR 下降 9.6%。从结构上来看，直营酒店的经营显著好于特许管理酒店，全口径直营酒店 RevPAR 同比微涨 0.5%，而特许经营下滑 2.4%，但成熟酒店表现显著弱于培育期酒店。整体而言，公司管理表现持续优于全行业。虽然居民消费及商务消费均受到宏观经济的压制，其中居民消费在今年可能更受到就业率变化的影响、商务活动受中美贸易预期的多变及国内商务活动的热度下滑打击，公司整体经营受到一定程度上的影响。但是，考虑到国内酒店业连锁化率的提升空间，我们认为连锁酒店龙头仍具备估值提升的机会。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入 89.53 亿、94.30 亿和 100.14 亿元，实现归母净利润 9.44 亿、10.82 亿和 11.68 亿元，对应 EPS 为 0.96 元、1.11 元和 1.19 元，对应当前股价的 PE 为 16.37 倍、14.28 倍和 13.23 倍。我们给予公司 6 个月目标价 17.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：居民出游及商务消费不及预期、大盘下行风险、均价及出租率不及预期。

表 15: 首旅酒店财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,416.65	8,538.81	8,952.81	9,430.23	10,013.63
增长率(%)	29.03%	1.45%	4.85%	5.33%	6.19%
归母净利润(百万元)	630.89	857.01	943.89	1,081.92	1,167.62
增长率(%)	199.09%	35.84%	10.14%	14.62%	7.92%
净资产收益率(%)	8.60%	10.50%	10.49%	10.87%	10.64%
每股收益(元)	0.77	0.88	0.96	1.11	1.19
PE	20.40	18.02	16.37	14.28	13.23
PB	1.75	1.89	1.72	1.55	1.41

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表 16: 首旅酒店单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	2105.06	1924.46	2077.9	2366.15	2170.3	1943.58	2046.79
增长率(%)	4.25%	0.62%	0.11%	1.84%	3.10%	0.99%	-1.50%
毛利率(%)	94.74%	94.53%	95.17%	94.06%	94.21%	93.92%	94.35%
期间费用率(%)	86.64%	86.46%	77.09%	73.11%	84.96%	85.70%	75.87%
净利润(百万元)	83.88	95.50	271.95	465.34	59.54	98.32	297.86
增长率(%)	45.77%	99.06%	28.28%	47.55%	-29.01%	2.95%	9.53%
每股盈利(季度, 元)	0.10	0.09	0.27	0.47	0.06	0.08	0.30
资产负债率(%)	54.73%	53.28%	52.17%	50.59%	49.76%	48.77%	48.39%
净资产收益率(%)	1.10%	1.24%	3.43%	5.56%	0.70%	1.15%	3.42%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

5.2.3 中青旅(600138) 中报点评: 财务及管理费拖累净利润 居民消费力制约行业扩张

业务及管理费用拖累净利润增速。上半年公司实现营业收入 58.53 亿元, 同比增 5.13%; 实现归母净利 3.82 亿元, 同比下滑 5.61%。公司上半年管理费用 2.81 亿元, 同比上升 16.60%, 其中支付薪酬 1.33 亿元, 同比增长 17.10%; 财务费用 5512 万元, 同比上升 39.26%。管理费用的变化主因用工成本的提升, 人力成本上升与利息支出的上涨作用下, 公司净利润增速小幅低于预期。

古北水镇营收下滑 酒店业务受新店拖累。分板块看, 占比最高的公司旅行社业务表现较为稳健。整合营销业务实现营收 12.01 亿元, 同比增 10.29%, 净利润 2119.32 万元, 同比增 18.37%。景区业务中, 乌镇景区营收增 2.6%达 8.55 亿元, 净利润 4.72 亿元与去年同期持平; 但古北水镇的交通压力问题报告期内未解决, 造成营业收入 8.04% 的下滑, 净利润下滑 47.23% (受投资收益影响)。上半年古北水镇接待游客 100.68 万次, 同比下降 8.81%。

受行业增速的影响, 上半年山水酒店实现营收 2.45 亿元, 同比增 9.75%; 但由于新店开业, 净利润同比下滑 14.27%, 小幅拖累整体业绩表现。

居民就业及消费力影响行业表现。与前两年的旅游潮相比, 由于居民消费力的边际下滑和国内部分热门城市的旅游接待量的接近饱和, 国内旅游市场增速出现放缓; 同时, 今年以来的境外游同样受到政策和签注的不确定性影响, 未来增长存在较大

不确定性。对于居民而言，收入水平和旅游意识较高的一二线城市居民消费力受到去杠杆和房贷的双重影响，同时，考虑到今年以来工业企业盈利的下滑、以及一线城市 CBD 商务楼空置率的变化，我们认为自 2017 年开始的居民就业端的边际恶化正在逐渐扩大其对于居民消费，尤其是可选消费的旅游行业的边际压制。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年的营业收入依次为 129.68、137.39 和 145.82 亿元，同比增速依次为 5.74%、5.94% 和 6.14%。我们认为公司古北水镇的交通问题未来的解决，山水酒店业务的开拓都将在一定程度上对冲行业不景气的风险。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.8/5.74 和 5.9 亿元，同比增速依次为 -2.91%、-1.03% 和 2.77%，对应当前股价的 PE 为 13.95 倍、14.1 倍和 13.72 倍，我们给与 6 个月目标价 12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：居民收入下滑、大盘下行风险、业绩增速不及预期。

表 17：中青旅财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,019.55	12,264.77	12,968.60	13,738.54	14,582.22
增长率(%)	6.70%	11.30%	5.74%	5.94%	6.14%
归母净利润(百万元)	571.71	597.42	580.04	574.10	590.01
增长率(%)	18.24%	4.50%	-2.91%	-1.03%	2.77%
净资产收益率(%)	10.22%	9.76%	8.79%	8.11%	7.80%
每股收益(元)	0.79	0.83	0.80	0.79	0.82
PE	14.15	13.47	13.95	14.10	13.72
PB	1.45	1.32	1.23	1.14	1.07

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 18：中青旅单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	3308.19	2507.35	3059.62	3361.84	3335.95	2542.76	3309.75
增长率(%)	27.61%	22.82%	12.50%	13.95%	0.84%	1.41%	8.17%
毛利率(%)	23.92%	23.46%	25.27%	23.40%	28.62%	23.97%	25.73%
期间费用率(%)	17.64%	16.04%	12.88%	16.66%	20.75%	18.48%	15.17%
净利润(百万元)	125.48	136.93	452.69	210.27	117.94	93.07	469.50
增长率(%)	27.90%	15.56%	13.89%	-05.03%	-06.01%	-32.03%	03.71%
每股盈利(季度,元)	0.10	0.14	0.42	0.20	0.07	0.09	0.44
资产负债率(%)	42.50%	39.62%	41.00%	43.73%	44.09%	43.89%	44.87%
净资产收益率(%)	1.68%	1.80%	5.79%	2.62%	1.45%	1.13%	5.47%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.3 纺织服饰行业重点上市公司中报点评

5.3.1 比音勒芬(002832)中报点评：业绩逆市大涨 高端化+精准定位享消费红利

业绩逆市大涨 毛利率同比提升。公司二季度实现带季度营收 4.71 亿元，同比增长 27.37%，毛利率 64.53%，同比多增 0.72pct。相较纺服行业的低迷，公司整体销售逆市持续释放成长红利，在代言人、渠道、新媒体等多方努力下，公司品牌护城河持续增厚。公司定位中产阶级，但若按全国消费力划分，其实际覆盖对象已涵盖资产阶级，其消费潜力远超其他群体。二季度公司单季度期间费用率 32.01%，受业

务规模扩大、股权激励费等因素的影响，三费普遍出现超营收增速的增长。

网点持续铺开 全国各区域销售均增长。公司为轻资产模式，把握产业链最高毛利环节，并采取直营和加盟两种方式进行销售。报告期新增门店 34 家，截止 6 月底，公司合计 385 家直营门店，413 家加盟门店，网点覆盖商场、购物中心、专卖店、奥莱、高端酒店、机场及高铁、高尔夫球场、线上品牌店和度假村。报告期内，公司在东北、华北、华东、华南、华中、西北和西南七大区域均实现业绩正增长，增速依次为 18.31%、29.59%、23.84%、30.56%、29.36%、21.29%和 17.9%。

行业下行不影响业绩增长 高端化享消费红利。限额以上社零数据显示，上半年纺织类产品累计同比增速仅 3%，同比下滑 6.2pct。诸多纺服企业在今年均多少受行业寒冬影响而出现收入和利润的双下滑。然而，由于品牌本身高端的定位，以及受众群体（40 岁以上高净值人士）消费能力的强势，公司再今年上半年并未过多受到行业负面冲击影响。我们认为，当前中国消费市场呈现显著的“工”字型，即顶端和底端消费群体仍具备一定程度的消费潜力。相较底端消费群“消费觉醒”堆量的模式，顶端消费群“升级”表现得更为直接。在这种分化影响下，我们认为不同跑道下的企业成长差异将被最大化区分，而选择了高端化赛道的比音勒芬有望持续受益精准定位的高净值人士消费力成长。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 19.06 亿、24.47 亿和 31.41 亿元，实现归母净利润 4.08 亿、5.38 亿和 6.91 亿元，对应 EPS 为 2.25 元、2.96 元和 3.81 元。对应 8/23 收盘价的 PE 值为 11.31 倍、8.58 倍和 6.68 倍。我们给与公司未来 6 个月目标价 38 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、销售不及预期。

表 19: 比音勒芬财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,054.43	1,475.75	1,906.18	2,446.57	3,140.89
增长率(%)	25.23%	39.96%	29.17%	28.35%	28.38%
归母净利润(百万)元)	180.22	292.26	407.89	537.53	690.97
增长率(%)	35.92%	62.16%	39.57%	31.78%	28.54%
净资产收益率(%)	12.49%	17.95%	22.02%	24.60%	26.69%
每股收益(元)	1.69	1.61	2.25	2.96	3.81
PE	15.05	15.80	11.31	8.58	6.68
PB	1.88	2.83	2.49	2.11	1.78

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 20: 比音勒芬单季度财务指标

指标	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
主营收入(百万元)	263.24	296.24	370.41	305.21	383.54	416.6	471.79
增长率(%)	33.64%	25.48%	30.31%	44.85%	45.70%	40.63%	27.37%
毛利率(%)	68.63%	66.44%	63.81%	63.77%	62.29%	63.35%	64.53%
期间费用率(%)	41.71%	49.66%	32.64%	45.91%	31.94%	48.32%	32.01%
净利润(百万元)	53.33	42.94	84.94	37.50	83.57	86.24	129.89
增长率(%)	47.91%	56.83%	41.55%	56.58%	56.72%	100.85%	52.91%
每股盈利(季度,元)	0.50	0.40	0.80	0.21	0.46	0.48	0.72

指标	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
资产负债率 (%)	17.74%	16.69%	19.08%	19.03%	22.49%	23.13%	22.08%
净资产收益率 (%)	3.81%	2.98%	5.56%	2.57%	5.42%	5.29%	7.59%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.3.2 海澜之家 (600398) 中报点评：营收增长稳定 公司长期受益行业集中度提升

营收增长稳定 二季度期间费用率环比下滑。公司整体营收增速符合预期，但受到长期股权损失等因素的影响，扣非后的归母净利增速低于市场预期。二季度单季毛利率提升至 43.59%，且期间费用率环比下滑 2.4pct，但同比仍小幅回升 1.06pct。相较社零数据所显示的限额以上服饰消费数据（上半年纺织类产品累计同比增速仅 3%，同比下滑 6.2pct），公司营收表现持续优于行业。

线下门店持续调整 职业装拓展顺利。报告期内公司新开店 551 家，闭店 356 家，净增 195 家。截止报告期末，公司合计门店 7740 家，其中海澜主品牌 5449 家，爱居兔 1241 家。在线上业务方面，公司实现营收 5.82 亿元，同比增 0.28%，线上渠道增速弱于线下增速，男装消费较其他品类显著表现出更为“传统”的消费模式，即对于线下渠道的更多偏好。在职业装领域，公司圣凯诺品牌实现营收 9.36 亿元，同比增长 12.88%。考虑到当前就业压力，圣凯诺表现极为优异。

行业进入整并期 看好男装行业集中度提升。对于男装行业而言，虽然迭代需求不高，但行业天花板较女装低，且外部性也同样低于女装。女装购物群常在购物时产生连带消费需求，带动周边商品消费量的增长，而男士消费却缺乏这一特点。公司在女装领域、童装和优选的发力为海澜拓展了天花板。至于存量的男装市场，则伴随渠道的优化进入到行业集中度提升的阶段。我们持续看好海澜在优势的男装领域巩固自身特点，并通过技术和产业链优势壮大女装、家纺和童装领域的市场份额。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 204.26 亿、220.60 亿和 240.46 亿元，实现归母净利润 36.66 亿、37.91 亿和 41.58 亿元，对应 EPS 为 0.83 元、0.86 元和 0.94 元。对应当前股价的 PE 为 10.224 倍、9.9 倍和 9.02 倍。我们给予公司 6 个月目标价 10 元，首次覆盖给与“增持”评级

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、销售不及预期。

表 21：海澜之家财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,200.09	19,089.73	20,426.01	22,060.09	24,045.50
增长率 (%)	7.06%	4.89%	7.00%	8.00%	9.00%
归母净利润 (百万) 元)	3,328.87	3,454.77	3,665.59	3,791.13	4,158.14
增长率 (%)	6.60%	3.78%	6.10%	3.42%	9.68%
净资产收益率 (%)	29.78%	26.66%	20.57%	19.34%	19.36%
每股收益 (元)	0.74	0.77	0.83	0.86	0.94
PE	11.47	11.03	10.24	9.90	9.02
PB	0.89	0.77	2.11	1.91	1.75

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 22：海澜之家单季度财务指标

指标	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
主营收入(百万元)	3225.52	5721.89	5786.24	4227.4	3028.79	6047.29	6088.68
增长率 (%)	-2.40%	16.01%	12.16%	3.27%	-6.10%	5.69%	5.23%
毛利率 (%)	41.37%	35.67%	39.90%	41.54%	52.79%	35.27%	43.59%
期间费用率 (%)	13.84%	18.17%	11.22%	13.14%	24.30%	16.60%	14.20%
净利润(百万元)	637.45	816.24	1130.94	935.07	562.23	827.69	1207.56
增长率 (%)	-0.66%	15.23%	11.94%	8.06%	-11.80%	1.40%	6.78%
每股盈利(季度,元)	0.14	0.18	0.25	0.21	0.13	0.18	0.27
资产负债率 (%)	55.13%	55.47%	55.26%	55.08%	56.47%	55.75%	54.15%
净资产收益率 (%)	6.15%	7.30%	9.18%	8.44%	4.50%	6.32%	8.52%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.3.3 罗莱生活 (002293) 中报点评：Q2 营收环比改善 品牌升级持续推进

二季度经营环比改善 品牌升级持续推进。二季度公司实现单季度营收 10.43 亿元，同比增 1.74%，净利润增 0.86%，净利润和营收增速双双转正。上半年在强化自身“超柔”定位之余，公司还不断针对性打造新爆款，尝试新的社群及微信营销，上半年新增会员 20 万人，活跃会员同比增 80%。LOVO 家纺“欧洲新锐设计师设计”战略持续推进，列克星敦的第三个家具系列 Malibu 推出。在品牌升级层面，公司战略推进速度符合预期。

家纺行业下行压力加大 主力销售区域华东增速稳健。限额以上社零数据显示，上半年纺织类产品累计同比增速仅 3%，同比下滑 6.2pct；家具类上半年累计增速 5.8%，同比下滑 4.4pct。结婚率和生育率的持续下降，以及居民消费力的边际下滑导致纺织品消费增速面临较大行业增长压力，同时，地产销售的趋势性稳步退坡也直接导致地产后周期的家具消费从“新购”转为“置换”，需求空间出现缩水。分区域来看，作为销售主力的华东地区同比增 4.77%，增长极为稳健，且增速远超行业水平。然而，华中、西南、东北和华北地区分别下滑 4.34%、20.26%、18.26%和 2.85%。销售占比较小的华南和西北地区分别增 7.51%和 21.69%。销售下滑的四个区域占销售之比合计为 35.35%，显著拖累公司整体业绩。

渠道融合有序进展 助力公司巩固龙头地位。报告期内公司针对 6 类线下店进行精细化和定制化的提升，在打造核心样板店之余，对可复制的加盟商模式进行推广。渠道端的改造升级，以及线上线下会员及商品信息的一体化融合预计将在未来加速销售端的增长，且逐渐降低公司费用率水平，巩固行业龙头地位。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 48.80、49.85 和 51.42 亿元，实现归母净利润 5.7/6.1 和 6.3 亿元，对应 EPS0.76/0.81 和 0.84 元，对应当前收盘价的 PE 值为 12.39、11.6 和 11.13 倍。我们给与公司 6 个月目标价 10.3 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、业务发展不及预期。

表 23：罗莱生活财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,661.85	4,812.81	4,880.38	4,985.41	5,142.30
增长率 (%)	47.89%	3.24%	1.40%	2.15%	3.15%

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
归母净利润(百万)元)	427.88	534.52	570.14	608.98	634.67
增长率 (%)	34.85%	24.92%	6.66%	6.81%	4.22%
净资产收益率 (%)	14.24%	14.12%	13.91%	13.97%	13.73%
每股收益(元)	0.61	0.72	0.76	0.81	0.84
PE	15.39	12.93	12.39	11.60	11.13
PB	2.20	1.87	1.72	1.62	1.53

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 24：罗莱生活单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	1479.18	1171.51	1025.4	1254.77	1361.13	1144.18	1043.19
增长率 (%)	48.37%	10.75%	11.01%	4.46%	-7.98%	-2.33%	1.74%
毛利率 (%)	41.75%	43.10%	47.89%	40.02%	50.83%	43.88%	44.58%
期间费用率 (%)	32.16%	27.06%	36.58%	29.86%	37.66%	28.64%	34.38%
净利润 (百万元)	121.15	159.07	66.52	160.24	159.03	146.08	67.09
增长率 (%)	76.37%	27.14%	32.59%	2.30%	31.27%	-8.17%	0.86%
每股盈利(季度, 元)	0.17	0.21	0.08	0.21	0.21	0.19	0.08
资产负债率 (%)	31.29%	26.24%	28.80%	27.15%	22.64%	22.00%	23.63%
净资产收益率 (%)	3.84%	4.27%	1.86%	4.31%	4.11%	3.64%	1.77%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.3.4 美邦服饰 (002269) 中报点评：环比经营改善 行业下行压制营收表现

环比经营改善 期间费用率同比微降。公司二季度单季度营收同比下降 1.34%，降幅环比较一季度的-4.95%显著改善。单季度期间费用率 15.84%，同比微降 0.1pct。其中，财务费用上涨 7.73%，管理费用和销售费用分别下降 3.03%和 4.34%。财务费用的上涨主因利息支出增加 1200 万元所致。

成都门店逆势增长 低线城市拖累业绩表现。分区域而言，报告期内公司成都门店营收增加 4.5%，其余地区门店均出现下降。绵阳、深圳和珠海地区同比增速由正转负，其余地区门店增速均出现一定程度的下滑。区域门店中，南充、重庆和包头分别下滑 18.82%、10.78%和 10.49%。除成都外表现最好的三个地区为深圳、珠海和呼和浩特，分别下滑 3.14%、2.54%和 3.04%。其中呼和浩特和包头市下辖的 12 家超市门店已于三季度移交第三方，预计经营状况将有所好转。

行业下行持续 预计公司营收将持续承压。上半年社零增速持续承压，居民消费下行压力加大。在这一背景下，我们预计公司经营将在短期持续面临来自行业收缩的压力。同时，我们注意到成渝地区的低线城市消费出现了边际上的变化，绵阳地区门店营收的转负让我们开始对四川低线城市的消费力产生担忧。考虑到当地居民的较高消费及借贷偏好，若收入及杠杆率收缩，则容易进一步引发区域性的消费力衰退。然而，在不考虑质押、并购等扰动因素，公司当前估值极低，具备一定程度的抗风险能力。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 125.90 亿、124.80 亿和 127.37 亿元，实现归母净利润 12.65 亿、13.86 亿和 15.33 亿元，对应 EPS0.73、0.80 和 0.88 元，对应当前股价的 PE 值为 6.61、6.03 和 5.46 倍。我们给与公司 6 个月目

标价 5.3 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、门店经营不及预期。

表 25：美邦服饰财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,760.55	13,105.31	12,590.44	12,480.30	12,736.72
增长率(%)	24.92%	11.43%	-3.93%	-0.87%	2.05%
归母净利润(百万元)	1,034.52	1,204.54	1,264.76	1,386.20	1,532.69
增长率(%)	82.12%	16.43%	5.00%	9.60%	10.57%
净资产收益率(%)	19.85%	21.49%	19.65%	19.02%	18.55%
每股收益(元)	0.60	0.70	0.73	0.80	0.88
PE	8.09	6.94	6.61	6.03	5.46
PB	1.61	1.49	1.30	1.15	1.01

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 26：美邦服饰单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	2029.77	2177.95	1760.11	1608.82	2130.49	1727.61	971.33
增长率(%)	12.22%	30.12%	43.97%	4.05%	4.96%	-20.68%	-44.81%
毛利率(%)	46.05%	44.22%	49.97%	43.21%	41.83%	42.82%	47.04%
期间费用率(%)	40.70%	37.65%	46.14%	44.75%	35.03%	36.95%	60.79%
净利润(百万元)	-180.55	50.41	2.71	-12.97	0.22	38.35	-176.24
增长率(%)	-194.93%	74.21%	-103.67%	-83.68%	-100.12%	-23.92%	-6608.65%
每股盈利(季度,元)	-0.07	0.02	0.00	-0.01	0.00	0.02	-0.07
资产负债率(%)	57.11%	55.00%	54.58%	59.84%	60.08%	59.15%	59.03%
净资产收益率(%)	-6.36%	1.75%	0.09%	-0.45%	0.01%	1.32%	-6.44%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.4 美妆行业重点上市公司中报点评

5.4.1 珀莱雅(603605)中报点评：电商渠道持续发力 多品牌贡献增长红利

电商渠道持续发力 公司成长性持续优于行业。上半年公司电商渠道销售收入 6.11 亿元,同比增长 48.08%,其他日化、商超和单品牌店同比增长分别为 11.7%、13.1% 和 10.45%。电商渠道增速持续远超其他渠道,其销售占比已达全公司的 46.01%。上半年限额以上社零中,化妆品同比增速为 13.2%,相较行业增速,公司的营收增速不但同比上升 2.56pct,且持续跑赢行业增速。

分季度来看,二季度营收增速环比基本持平,受电商销售占比提升的影响,毛利率环比增长 3.77pct。但同时由于宣传广告费等开支的增长,二季度期间费用率环比增 7.33pct 至 51.37%。

多品牌战略贡献增长红利 年轻化客群增速可期。报告期内公司主品牌实现营收 11.74 亿元,同比增长 26.28%,优资莱同比增 10.42%,其他品牌(悦芙媞、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等)营收 1 亿元,同比大增 53.85%。年轻化、多品牌的战略表现出较珀莱雅主品牌更强的增长动力,新客群和新品类开拓公司未来增长空间及客户粘性。

消费下行期美妆独领风骚 持续看好彩妆及养护市场空间。今年以来消费整体表现较为疲弱，唯独化妆品因具备必需品的刚性和可选品的弹性而在消费各品类中脱颖而出，持续独领风骚。若按照海外 80%美妆、20%养护的市场份额推算，中国彩妆领域仅踏出第一步，未来广阔的市场空间预计将在数年内维持卖方市场。同时，中产变“中惨”的背景下，仅头部与尾部的消费群里存在较强消费潜力，深耕低线城市的珀莱雅定位更为明确，其跑道较其他竞争对手更为轻松和有潜力，我们持续看好彩妆及养护市场空间。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 三年营业收入 30.22 亿、37.54 亿和 45.64 亿元，实现归母净利润 3.69 亿、5.09 亿和 5.90 亿元，对应 EPS1.83、2.53 和 2.93 元，对应当前股价的 PE 为 41.72 倍、30.24 倍和 26.1 倍。我们给与公司 6 个月目标价 83 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：居民消费不及预期、大盘下行风险、业务发展不及预期。

表 27：珀莱雅财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783.03	2,361.25	3,022.40	3,754.12	4,564.49
增长率(%)	9.83%	32.43%	28.00%	24.21%	21.59%
归母净利润(百万)元)	200.79	287.19	369.03	509.19	589.84
增长率(%)	30.70%	43.03%	28.50%	37.98%	15.84%
净资产收益率(%)	13.76%	16.95%	18.68%	21.85%	21.52%
每股收益(元)	1.30	1.44	1.83	2.53	2.93
PE	58.82	53.10	41.72	30.24	26.10
PB	10.48	9.09	7.79	6.61	5.62

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 28：珀莱雅单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	569.9	503.12	538.42	518.31	801.4	641.92	685.87
增长率(%)	-5.65%	10.93%	41.60%	36.64%	40.62%	27.59%	27.39%
毛利率(%)	59.67%	63.10%	61.32%	65.07%	65.74%	63.83%	67.60%
期间费用率(%)	42.67%	44.97%	46.46%	52.12%	43.63%	44.04%	51.37%
净利润(百万元)	75.05	69.92	58.62	52.89	105.18	90.51	78.10
增长率(%)	-4.15%	29.58%	67.35%	43.91%	40.16%	29.45%	33.21%
每股盈利(季度,元)	0.38	0.35	0.30	0.26	0.52	0.45	0.41
资产负债率(%)	36.68%	36.57%	40.83%	38.83%	40.62%	34.40%	28.70%
净资产收益率(%)	5.14%	4.57%	3.84%	3.33%	6.19%	5.02%	4.33%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5.4.2 上海家化(600315) 中报点评：扣非净利润基本符合预期 关注佰草集下半年业绩表现

扣非净利润增速基本符合预期。报告期内公司工厂搬迁处置和公允价值变动所带来的 1.8 亿非经常性损益，公司扣非后净利润 2.61 亿元，同比增 9.52%符合预期。Q2 季度营收增速 9.02%，环比有所改善。其中，618 电商线上大促对于公司营收拉动作用明显，电商是上半年业绩的最大亮点。

佰草集或为下半年业绩的关键点。冻干面膜虽毛利水平低于均值，但618大促期间，新客人数占比超70%，其“变美是最好的复仇”的话题性及点击率均超行业均值。爆款推广和下半年的太极精华将有望推升佰草集的营收表现和市场影响力。

控费得力 但毛利水平受折旧及产品结构变化冲击。报告期内，公司管理费用同比降1.31%，销售费用增6.16%低于营收增速，整体控费成果斐然。然而，由于新工厂运营及面膜等较低毛利水平的商品销售占比扩大的影响下，公司毛利率略降至61.94%（去年同期为64.6%），预计新工厂运营顺利后，且爆款面膜带动佰草集产品营收后，整体毛利率有望逐步修复。

投资建议：我们预计公司2019-2021年营收分别为76.95、86.02和96.33亿元，预计实现归母净利润7.36、6.61和7.51亿元，EPS为1.1、0.99和1.12元。对应的PE值为31.70、35.29和31.10倍。我们给与6个月目标价40元，首次覆盖给与增持评级。

风险提示：政策风险、大盘下行风险、品类营收不及预期。

表 29：上海家化财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,488.25	7,137.95	7,695.14	8,602.12	9,632.79
增长率(%)	21.93%	10.01%	7.81%	11.79%	11.98%
归母净利润(百万元)	389.80	540.38	736.44	661.48	750.72
增长率(%)	80.45%	38.63%	36.28%	-10.18%	13.49%
净资产收益率(%)	7.25%	9.30%	11.64%	9.75%	10.28%
每股收益(元)	0.58	0.81	1.10	0.99	1.12
PE	59.97	42.94	31.70	35.29	31.10
PB	4.36	4.02	3.69	3.44	3.20

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表 30：上海家化单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	1538.44	1860.3	1804.89	1755	1717.76	1953.88	1968.78
增长率(%)	-8.12%	10.33%	8.24%	9.95%	11.66%	5.03%	9.08%
毛利率(%)	63.03%	66.72%	62.41%	59.02%	62.79%	62.17%	61.70%
期间费用率(%)	56.50%	58.90%	57.71%	52.40%	54.62%	55.66%	57.84%
净利润(百万元)	60.91	150.68	166.14	136.97	86.58	233.32	210.62
增长率(%)	-126.20%	35.92%	45.73%	31.68%	42.15%	54.84%	26.77%
每股盈利(季度,元)	0.09	0.22	0.25	0.20	0.13	0.35	0.31
资产负债率(%)	44.02%	44.18%	45.49%	45.14%	42.79%	42.95%	45.58%
净资产收益率(%)	1.13%	2.69%	2.96%	2.35%	1.49%	3.84%	3.45%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

分析师简介

宋劲，英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于东兴证券、元大证券，2019 年加入申港证券研究所，从事策略及商贸零售行业研究。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上