东兴证券 DONGXING SECURITIES

面向未来看中报：环比改善显著，消费仍是构建内循环之关键

——大消费中报总结

2020 年 09 月 07 日

看好/维持

大消费 | 行业报告

报告摘要：

前言：中报季尘埃落定，虽然上半年消费整体受到了疫情的重大影响，但是上市公司交出的中期成绩仍有亮眼之处。我们将大消费分为四大板块——食品饮料、商零社服、农林牧渔、纺服轻工，进行了深入的梳理和总结（第一部分自上而下对行业进行了横向对比，第二部分自下而上对各细分板块进行了针对性分析）。除了中期业绩，我们对各行业基金持仓也进行了跟踪和对比。在对上半年进行回顾之后，我们展望后市给出了各行业的投资建议。消费是构建内循环的关键环节，我们对大消费各版块维持看好评级。

大消费行业整体在二季度呈现出业绩修复明显好于收入。食品饮料的业绩韧性最强，同时多板块二季度复苏强劲。

- **表现最优：**食品饮料上半年业绩强势，由于必须消费品的属性较强，整体营业收入同比增长 2.85%，归母净利润同比增长 6.62%，且 Q1、Q2 收入和业绩均有正向增长。
- **表现较差：**旅游酒店板块，受疫情影响严重 H1 营收同比下降 61.2%，四个子板块业绩均为亏损。
- **二季度反弹强劲：**1）免税和化妆品板块，单二季度同比增速由负转正，收入及业绩环比分别增长 52.9%和 38.4%。2）轻工制造板块，2Q2020 营业收入同比转正，上涨 1.00%，增速较 1Q2020 提升 17 个百分点。

资金面上，2020 年上半年公募基金整体增配大消费 0.61%，食品饮料和农业是配置比例最高的行业，食品饮料和休闲服务是上半年增配最多的行业。根据市场上全部存续的基金统计：20H1 食品饮料持仓比例为 9.94%，较年初增加 0.26pct；农林牧渔行业持仓比例为 1.76%，较年减少 0.02pct；轻工制造持仓比例 1.22%，较年初增加 0.02pct；休闲服务持仓比例为 1.35%，较年增加 0.2pct；商贸零售持仓比例为 1.06%，较年增加 0.18pct；纺织服装持仓比例为 0.21%，较年减少 0.03pct。

食品饮料：板块整体韧性强，饮料制造板块受冲击较大。食品饮料 A 股主要的 103 家上市公司 1H2020 营业收入同比增长 2.85%，归母净利润同比增长 6.62%，扣非归母净利润同比增长 7%，2Q2020 营业收入同比增长 12.91%，增速较 1Q2020 提高 12.7 个百分点，归母净利润同比增长 25.57%，较 1Q2020 提高 26.23 个百分点，扣非归母净利润同比增长 17.88%，增速较 1Q2020 上升 17.94 个百分点。投资方面关注三条主线：1）白酒与啤酒行业受疫情影响，2020Q1 酒企市场销量比重大的餐饮夜场等渠道基本停滞，但 Q2 由于疫情控制有效，酒类行业实现恢复性的增长。2）疫情过后，消费者对健康更为重视，看好下半年乳企业绩的增长，建议关注低温奶板块公司。3）食品行业多数公司 Q2 业绩呈现加速增长。

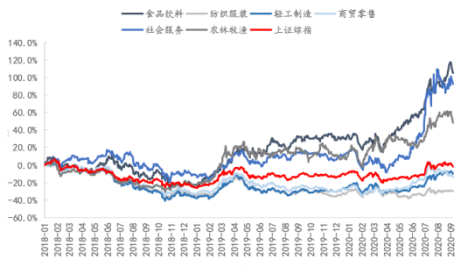
商零社服：2020 上半年商零社服多数细分板块受疫情影响较大，但 Q2 环比呈现

未来 3-6 个月行业大事

2020/09/14 泸州老窖：限售解禁

2020/09/14 中顺洁柔：股东大会召开

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518070001

分析师：孟斯硕

010-66554017 mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070004

分析师：程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050006

分析师：王习

010-66554034 wangxi @dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518010001

分析师：王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

分析师：王长龙

010-66554045 wangcl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050001

分析师：赵莹

010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070001

分析师：王洁婷

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070003

研究助理：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119010012

研究助理：常子杰

改善。2020 上半年社会消费品零售总额同比下降 11.4%，除汽车以外的消费品零售额同比下降 10.9%，其中餐饮收入同比下降 32.8%，商品零售同比下降 8.7%。Q2 同比下降 3.9%，环比 Q1 收窄 15.1pct，改善较为明显。为了更好的体现细分行业趋势，我们将行业细分为旅游酒店、免税、教育、超市、珠宝和化妆品六大板块，并对各个板块拥有可比数据且非 ST 的上市公司进行梳理：2020 年上半年六大板块整体营业收入同比下滑 15.5%，归母净利润同比下滑 69.6%。其中表现最好的是具有必选消费属性的超市板块，H1 营收同比增长 0.8%；表现最差的为旅游酒店板块，受疫情影响严重，H1 营收同比下降 61.2%。免税和化妆品板块 Q2 复苏显著，单二季度同比增速由负转正，环比分别增长 52.9%和 38.4%。后续关注两条主线：1）高景气赛道：免税、教育培训、化妆品。免税方面，政策助力下免税市场蛋糕将被不断做大。2）板块复苏：餐饮酒店、珠宝。

农林牧渔：猪价景气带动业绩高增，后周期边际向好。农业板块 A 股主要 138 家上市公司 2020H1 营业收入同比上涨 21.20%，归母净利润同比上涨 141.54%。2020Q2 营业收入同比上涨 25.13%，增速较 2020Q1 上升 8.65 个百分点，归母净利润同比上涨 99.71%，增速较 2020Q1 下降 141.56 个百分点。分版块看：畜禽显著分化，价格景气助力猪企业绩释放；后周期需求复苏，经营稳步向好；种业：业绩表现分化，持续关注粮食安全和转基因；宠物消费刚需叠加成本改善，国内市场拓展值得期待。投资方面关注三条主线：1）后周期景气赛道，推荐饲料动保龙头和替抗企业。2）中美关系不确定下的粮食安全和种植种业标的。3）大行业小公司，国内市场持续发力的宠食企业。

轻工纺服：行业景气度有望持续改善。纺服行业 A 股主要的 78 家上市公司 1H2020 营业收入同比减少 20.41%，归母净利润同比减少 52.50%。2Q 2020 营业收入同比减少 10.84%，增速较 1Q2020 下降 18.99 个百分点，归母净利润同比减少 26.55%，增速较 1Q2020 上升 46.25 个百分点。轻工制造行业主要公司 1H2020 营业收入同比下降 7.30%，净利润同比下降 20.40%；随着经济生产活动的恢复，二季度行业修复明显，2Q2020 营业收入同比上涨 1.00%，增速较 1Q2020 提升 17 个百分点，净利润同比下降 16.70%，增速较 1Q2020 提升 9.3 个百分点。后续建议关注：纺服板块港股运动服饰普遍业绩超预期，A 股中高端服饰韧性强、大众服饰修内功。造纸行业进入底部区间，需求转暖纸价有望持续提升；竣工持续回暖，工程渠道延续高增长，软体家具零售端修复，家居行业景气度有望延续；疫情催生生活用纸、海外办公产品需求，消费类轻工成长性凸显。

风险提示：疫情控制时间超预期，经济增速下行，突发性事件，超预期政策。

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070055
研究助理：张东雪
zhangdx@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070051

目录

1.消费整体：大消费二季度业绩修复明显，公募基金继续增持 5
2.食品饮料：整体业绩表现良好，Q2 增速恢复明显 6
2.1 白酒：龙头企业业绩持续增长，下半年行业恢复势头良好，行业集中度增加 7
2.2 啤酒：产品结构持续升级，二季度业绩恢复情况良好 8
2.3 乳制品：疫情尾声稳步恢复，加速布局新市场将迎新增长点 9
2.4 调味品：毛利润改善显著，费用投放效率稳步优化 10
2.5 食品：盈利能力总体向好，新增长点带来业绩加速增长 11
3.商零社服：必需消费稳健社交性承压，递延需求静待节庆催化 12
3.1 旅游酒店：疫情致出行减少拖累业绩，内循环下看好下半年餐饮酒店复苏 13
3.2 免税：Q2 环比显著改善，政策激发国内免税市场活力 14
3.3 教育：疫情下培训线下受阻、线上加速，学校类现金流优势凸显 15
3.4 超市：疫情催化行业营收稳健，展店步伐有望加速 17
3.5 化妆品：化妆品行业维持高景气，美妆全产业链高速成长 18
3.6 珠宝：业绩短期承压，下半年递延需求复苏可期 19
4.农林牧渔：猪价景气带动业绩高增，后周期边际向好 20
4.1 畜禽养殖：畜禽显著分化，价格景气助力猪企业绩释放 20
4.2 饲料动保：后周期需求复苏，经营稳步向好 22
4.3 种业：业绩表现分化，持续关注粮食安全和转基因 23
4.4 宠物：消费刚需叠加成本改善，国内市场拓展值得期待 23
5.纺服轻工：二季度改善明显，趋势有望延续 24
5.1 服装家纺：高端景气，大众筑底 25
5.2 纺织制造：订单仍待改善 26
5.3 运动服饰：收入端呈现赛道优势，利润端凸显公司能力 27
5.4 文化纸：纸价进入上行通道，需求有韧性行业景气度有望提升 28
5.5 生活用纸：企业盈利水平有望维持，人均消费量提升空间较大 29
5.6 家具：工程渠道延续高增长，软体家具零售端修复 30
6.重点标的近期重要事项提醒 32
7.风险提示 32

插图目录

图 1：社会零售总额增速及网上零售增速（单位：%） 5
图 2：分品类 1-7 月份零售额同比增速（单位：%） 5
图 3：2020H1 公募基金对大消费各行业持仓情况，及与 2019 年初持仓比较（单位：%） 6
图 4：主要白酒公司整体净利润情况（亿元） 7
图 5：主要白酒公司期间销售费用率情况（%） 7
图 6：主要啤酒公司整体毛利率情况（%） 8
图 7：主要啤酒公司销售费用率情况（%） 8
图 8：龙头乳企销售毛利率情况（%） 9

图 9：主要乳制品公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%） 9
图 10：主要调味品公司销售毛利率情况（%） 11
图 11：主要调味品公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%） 11
图 12：主要食品综合公司销售毛利率情况（%） 12
图 13：主要食品综合公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%） 12
图 14：海南全省接待旅游人次 15
图 15：海南离岛免税销售额 15
图 16：A+H 教育板块收入及同比 16
图 17：教育行业费用率与盈利能力 16
图 18：超市行业单季营收情况（亿元） 17
图 19：超市行业毛利率持续提升 17
图 20：化妆品行业单季营收及净利情况（亿元） 18
图 21：库存周转改善&盈利能力仍处于高水平 18
图 22：珠宝板块营收及同比 19
图 23：珠宝板块净利润及同比 19
图 24：22 省市生猪出栏均价（元/公斤） 21
图 25：主要生猪养殖企业生产性生物资产（百万元） 21
图 26：主要饲料企业营业收入（百万元） 22
图 27：饲料均价走势（元/公斤） 22
图 28：玉米现货价格（元/吨） 23
图 29：玉米供需格局改善 23
图 30：主要宠物企业营业收入变化（百万元） 24
图 31：主要宠物企业毛利率变化（%） 24
图 32：主要服装家纺公司整体毛利率情况 26
图 33：主要服装家纺公司三大费用率情况 26
图 34：纺织制造板块毛利率情况（%） 27
图 35：纺织制造板块费用率情况（%） 27
图 36：主要文化纸企业净资产回报率变化情况（%） 29
图 37：主要文化纸企业单季度销售毛利率变化情况（%） 29
图 38：主要生活用纸企业净资产回报率变化情况（%） 30
图 39：主要生活用纸企业销售毛利率变化情况（%） 30
图 40：主要工程渠道企业营收增速变化情况（%） 30
图 41：主要软体家居企业销售毛利率变化情况（%） 30

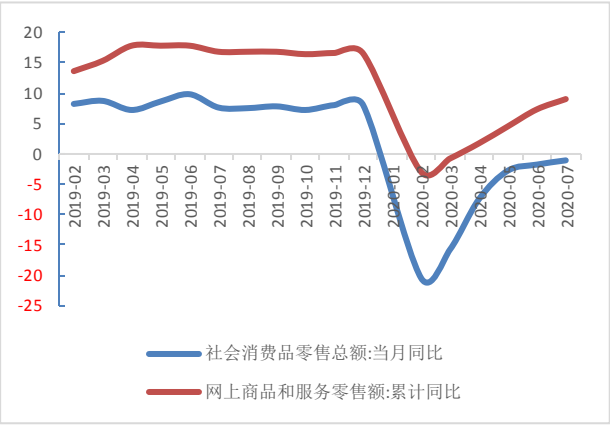
表格目录

表格 1：大消费各行业上半年及 Q2 收入、利润增速 5
表格 2：2020 上半年旅游酒店板块业绩 14
表格 3：服装家纺子版块上半年收入和业绩情况 25
表格 4：运动板块重点公司上半年收入、业绩增速 28

1. 消费整体：大消费二季度业绩修复明显，公募基金继续增持

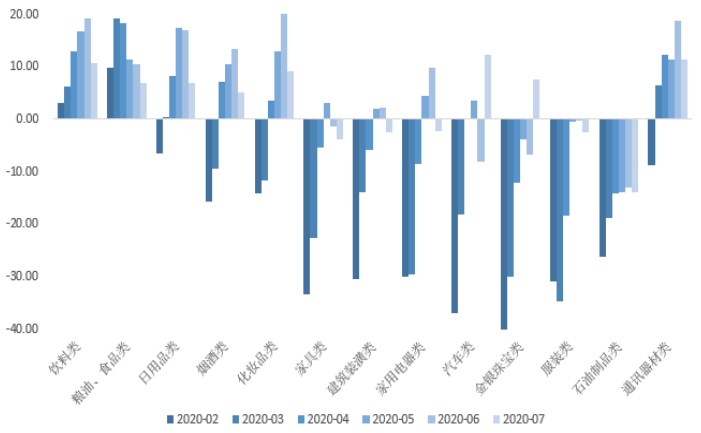
社会零售总额慢复苏，必选消费韧性强，可选消费有分化。疫情影响下 2020 年上半年社零平淡，但是网上商品和服务销售仍保持较好的增速，有效的弥补了线下消费的缺失。分品类看，食品、饮料等必需消费品在上半年表现强韧，持续有正向增长；可选消费品有分化，化妆品降幅小、反弹快，汽车、金银珠宝、服装下滑多。6、7 月份以来社零继续呈现慢复苏，同时各消费品类的反弹也有分化。7 月社会消费品零售总额同比下降 1.1%。必需消费如粮食食品、日用品等持续表现平稳，高端消费如汽车、金银珠宝等反弹显著，地产后周期包括家具、建筑装潢、家用电器及音像器材等则继续呈现负增长。

图 1：社会零售总额增速及网上零售增速（单位：%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：分品类 1-7 月份零售额同比增速（单位：%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

大消费行业整体在二季度呈现出业绩修复明显好于收入。食品饮料的业绩韧性最强，同时多板块二季度复苏强劲。

- 表现最优：食品饮料上半年业绩强势，由于必须消费品的属性较强，整体营业收入同比增长 2.85%，归母净利润同比增长 6.62%，且 Q1、Q2 收入和业绩均有正向增长。
- 表现最差：旅游酒店板块，受疫情影响严重 H1 营收同比下降 61.2%，四个子板块业绩均为亏损。
- 二季度反弹趋势较好：1）免税和化妆品板块，单二季度同比增速由负转正，收入及业绩环比分别增长 52.9%和 38.4%。2）轻工制造板块，2Q2020 营业收入同比转正，上涨 1.00%，增速较 1Q2020 提升 17 个百分点。

表格 1：大消费各行业上半年及 Q2 收入、利润增速

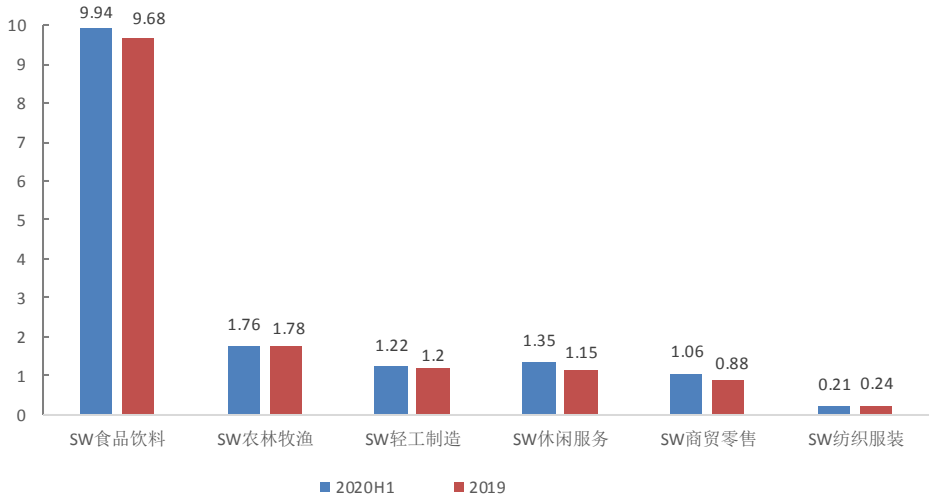
行业	2020H1 收入增速	2020Q2 收入增速	2020H1 业绩增速	2020Q2 业绩增速
食品饮料	2.85%	12.91%	6.62%	25.57%
旅游社服	-43.98%	-29.85%	-128.25%	-105.23%
商贸零售	-4.64%	-8.84%	-14.19%	-8.22%
农林牧渔	21.20%	25.13%	141.54%	99.71%
纺织服装	-20.41%	-10.84%	-52.50%	-26.55%

轻工制造	-7.30%	1.00%	-20.40%	-16.70%

资料来源：wind，东兴证券研究所

资金面上，2020 年上半年公募基金整体增配大消费 0.61%，食品饮料和农业是配置比例最高的行业，食品饮料和休闲服务是上半年增配最多的行业。根据市场上全部存续的基金统计：20H1 食品饮料持仓比例为 9.94%，较年初增加 0.26pct；农林牧渔行业持仓比例为 1.76%，较年减少 0.02pct；轻工制造持仓比例 1.22%，较年初增加 0.02pct；休闲服务持仓比例为 1.35%，较年增加 0.2pct；商贸零售持仓比例为 1.06%，较年增加 0.18pct；纺织服装持仓比例为 0.21%，较年减少 0.03pct。

图 3：2020H1 公募基金对大消费各行业持仓情况，及与 2019 年初持仓比较（单位：%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

消费白马相对受到外资青睐，其中食品饮料和农业龙头公司外股持股比例较高。截止 2020 年 6 月 30 日，大消费外资持股市值前三分别为贵州茅台、五粮液、中国中免，对应持股金额 1845.95、623.71、447.03 亿元，占总市值比例 8.36%、6.68%、10.39%。增持比例最多的前三只个股为索菲亚（+7.62pct）、生物股份（5.77pct）、洽洽食品（3.40pct）。

2. 食品饮料：整体业绩表现良好，Q2 增速恢复明显

食品饮料板块整体韧性强，饮料制造板块受冲击较大。食品饮料 A 股主要的 103 家上市公司 1H2020 营业收入同比增长 2.85%，归母净利润同比增长 6.62%，扣非归母净利润同比增长 7%，2Q2020 营业收入同比增长 12.91%，增速较 1Q2020 提高 12.7 个百分点，归母净利润同比增长 25.57%，较 1Q2020 提高 26.23 个百分点，扣非归母净利润同比增长 17.88%，增速较 1Q2020 上升 17.94 个百分点。

上半年市场表现：截止 SW 食品饮料板块上涨 60.24%，跑赢上证综指 48.65 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名第 2 位。食品饮料板块个股整体股价上涨居多。涨幅突出的个股包括：盐津铺子、千禾味业、安井食品、妙可蓝多、仙乐健康，涨幅分别为 315.63%、192.65%、189.84%、183.13%、178.24%%。而跌幅

居前的个股有：ST 椰岛、ST 科迪、ST 通葡、*ST 麦趣、惠发食品，跌幅分别为-17.40%、-20.00%、-24.34%、-34.58%、-38.93%。

下半年投资建议上我们推荐三条投资主线：

1、 白酒与啤酒行业受疫情影响，2020Q1 酒企市场销量比重大的餐饮夜场等渠道基本停滞，但 Q2 由于疫情控制有效，酒类行业实现恢复性的增长。白酒方面高端白酒逆市提价，产能加大投入。贵州茅台 2020 年上半年完成基酒产量 4.81 万吨，五粮液 2020 年高端产品产能预计达到 3 万吨。啤酒方面，华润啤酒 20H1 毛利率为 40.4%，同比增加 2.6 个百分点，青岛啤酒 20H1 同期毛利率为 41.8%，同比增加 1.7 个百分点，其中 Q2 毛利率为 42.9%，毛利率增长主要系龙头公司正在进行产品结构升级，产能优化影响。

2、 乳业 2020 第一季度同样受到疫情影响，疫情影响线下门店销售，伊利股份 2020Q1 营业收入 205.44 亿元同比减少 10.98%，光明同期营业收入为 51.34 亿元，同比减少 5.84%。Q2 大部分乳企营收增速恢复良好，主要原因为疫情环节终端网点客流量上升，叠加学生开学因素，液奶动销恢复正增长，乳企促销力度略有下降。在疫情过后，消费者对健康更为重视，看好下半年乳企业绩的增长，建议关注低温奶板块公司。

3、 食品行业多数公司 Q2 业绩呈现加速增长。克明面业 Q2 营收 10.52 亿元，同比增长 44.7%，洽洽食品 Q2 营收 11.48 亿元，同比增长 21.13%，增速较 Q1 有所提升，相对于 Q1 而言，Q2 受到疫情的负面影响降低，疫情为部分细分食品市场带来新的增长点。

推荐标的：双汇发展、今世缘、贵州茅台、五粮液、泸州老窖

建议关注：恒顺醋业

风险提示：原材料价格上涨，疫情复发情况出现。

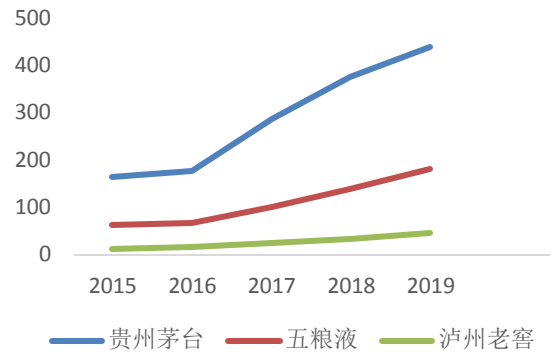
2.1 白酒：龙头企业业绩持续增长，下半年行业恢复势头良好，行业集中度增加

2020H1 白酒行业大部分企业收益下滑，受疫情影响，19 家白酒企业中，有 14 家企业营收最大下降为 52.41%，净利率最大下降为 256.2%。一季度受影响最为严重，全国规模以上白酒企业产量同比下降 15.87%，销量下降 5.67%。业绩下滑主要原因是疫情期间聚会用酒机会减少，销量下降，导致行业萎靡。整个上半年数据显示下降趋势趋于稳定，归因于疫情控制有效，第二季度白酒行业实现恢复性增长，下半年发展趋势良好。高端白酒龙头企业营收利润仍然上涨，2020 年第一季度 19 家上市白酒企业总营收为 768.28 亿元，其中茅台与五粮液总和达到了 446.43 亿元，占比达到了 58.11%。足以说明，白酒龙头依然有强大的抗风险能力，可以在逆势中保持稳定收入和业绩。

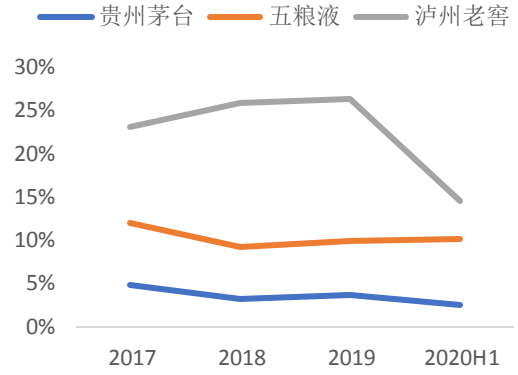
产能方面，高端白酒致力于投资加大产能。贵州茅台 2020 年上半年完成基酒产量 4.81 万吨，其中茅台基酒产量 3.67 万吨，系列基酒产量为 1.14 万吨。五粮液 2020 年高端产品产能预计达到 3 万吨。泸州老窖投资 88.77 亿元解决公司高端酒产能问题，然而国窖 1573 产能仅能达到 3000 吨。

图 4：主要白酒公司整体净利润情况（亿元）

图 5：主要白酒公司期间销售费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利方面龙头企业仍然稳步增长营收，销售费用率除泸州老窖外较为稳定。2020 年上半年高端白酒品牌仍占据市场主动地位，把握大部分市场份额。白酒行业行业集中度进一步扩大。19 家白酒上市企业中，上半年营收实现增长的五家为：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒和 ST 皇台。净利润增长的有六家，分别为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒和 ST 皇台。1）贵州茅台依然占据行业龙头地位，2020 年上半年实现营收 439.53 亿元（yoy+11.31%），其中茅台酒占收入比例高达 89%。预计 2020 年整年营业收入 985 亿元（yoy+15.29%）。2）泸州老窖 2020 年上半年营收为 76.34 亿元（yoy-4.72%），其中 63%为高端酒类销售收入。2020H1 销售费用率达 14.56%，主要是广告宣传费及市场拓展费用大幅下降所致。

2020 年高端白酒逆势提价，次高端酒业绩下降明显，恢复较慢。中低端酒业业绩保持稳定，并未受太大影响。上半年高端白酒，五粮液批价恢复，泸州老窖的高端酒类，国窖也已经实现逆势提价。而次高端白酒由于疫情影响，酒宴聚会减少，二季度仍在消耗库存，并未有提价动作。低端白酒消费人群基本为家庭饮酒，并没有受疫情过多影响。

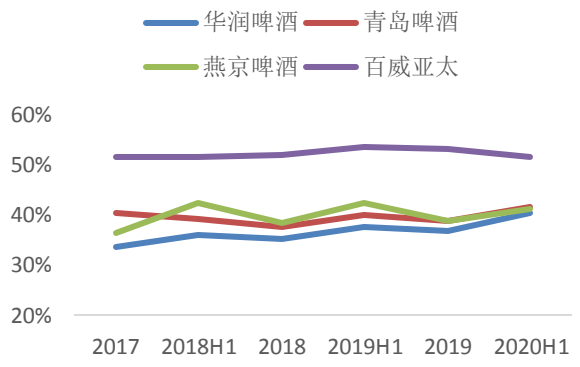
2.2 啤酒：产品结构持续升级，二季度业绩恢复情况良好

20Q2 业绩恢复情况良好，产品持续向高端化转型。我们选取了青岛啤酒和华润啤酒两家公司，来观察啤酒公司表现，数据显示整体情况与总体趋势较为一致，2020Q1 青岛啤酒实现营业收入 62.93 亿元(yoy-20.86%)，一季度业绩的下滑我们认为主要是因为疫情期间公司市场销量比重大的餐饮夜场等渠道基本停滞。公司二季度销量恢复较快，Q2 实现营收 93.86 亿，同比增长 9.15%。公司产品结构不断优化，加快高附加值产品的转型升级，2020H1 公司千斤酒价为 3559 元（yoy+1.7%）。同期华润啤酒也呈现同样快速恢复的趋势，整个上半年实现收入 174.08 亿元（yoy-7.5%），归母净利润 20.8 亿元（yoy+11.1%），中档及以上产品销量同比下降 6.2%，但次高端及以上产品销量同比增加 2.9%，疫情影响啤酒消费由瓶装转变为听装，一定程度上推动高端化进程。

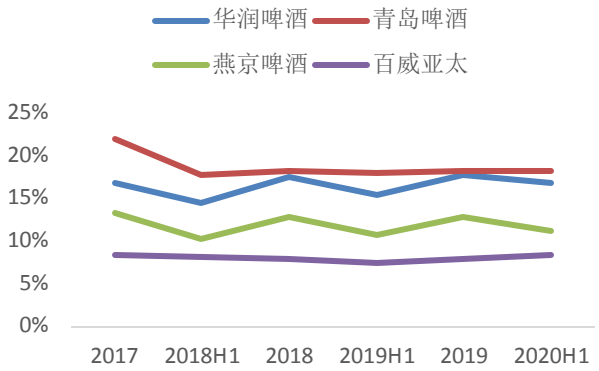
产能扩张方面，龙头酒企采取措施提升产能利用率。青岛啤酒于 2020 年 3 月 23 日发布 A 股限制性股票激励计划，激励对象约占公司 18 年底在职员工数的 1.68%，公司大概率有能力实现解锁条件，公司经营效率有望得到提升。2019 年青岛啤酒关闭两家工厂，产能利用率由 78%提升至 82%，未来关厂计划或将加速推进，进一步提升产能利用率。华润啤酒产能优化效果显现，盈利稳步提升。华润啤酒上半年上半年关闭 2 家工厂，未来关厂数量将较以往大幅减小、平均每年关闭 3 家左右，将更聚焦生产制造和人员效率的提升。

图 6：主要啤酒公司整体毛利率情况（%）

图 7：主要啤酒公司销售费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力方面，啤酒龙头公司毛利率随着自身产品结构不断优化稳中有升。2020 年上半年龙头啤酒公司毛利率普遍高于 19 年同期，销售费用率和 19 年同期持平：1）2020 年 Q1，啤酒行业实现营收 96.23 亿元（yoy-28%），净利润 3.13 亿元（yoy-70%），我们认为其主要原因是受疫情影响大所致；2）华润啤酒 20H1 毛利率为 40.4%（+2.6PCT），我们认为毛利率改善主要是因为生产效率提升，产品结构改善，原材料成本下降所致 3）青岛啤酒 20H1 同期毛利率为 41.8%（+1.7PCT），其中 Q2 毛利率为 42.9%（+2.4PCT），我们认为主要原因为产品结构升级以及原材料成本下行。

疫情并未破坏啤酒行业长期逻辑，产品结构将持续改善。2020 年上半年部分啤酒企业营业收入同比下降，主要系疫情影响，二季度随着餐饮动销的恢复，Q2 季度啤酒行业营收恢复良好，疫情并不改变啤酒行业长期逻辑，啤酒行业业绩有望继续改善。随着行业结构的不断优化，啤酒行业长期价值有望持续增长。

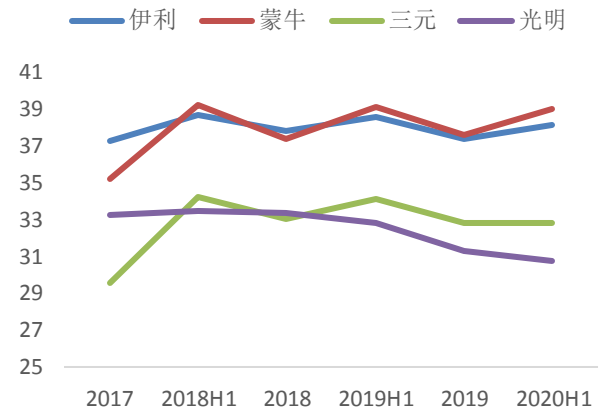
2.3 乳制品：疫情尾声稳步恢复，加速布局新市场将迎新增长点

20 年一季度受疫情影响明显，20 年二季度营收增速恢复良好。我们选取了伊利，光明两家公司，来观察乳制品表现，数据显示整体情况与总体趋势较为一致，Q1 受到疫情影响大部分乳企业绩都有不同程度的下滑。伊利股份 2020Q1 营业收入 205.44 亿元（yoy-10.98%），光明同期营业收入为 51.34 亿元（yoy-5.84%）。一季度业绩的下滑我们认为主要是因为疫情影响线下门店销售。2020Q2 乳企业绩普遍出现回暖的情况，伊利 Q2 单季度实现营收 268.75 亿元（yoy+22%），光明同期实现营业收入 70.12 亿元（yoy+24.4%），其主要原因为疫情环节终端网点客流量上升，叠加学生开学因素，液奶动销恢复正增长。乳企促销力度略有下降，库存清理结束后促销力度或将恢复正常。

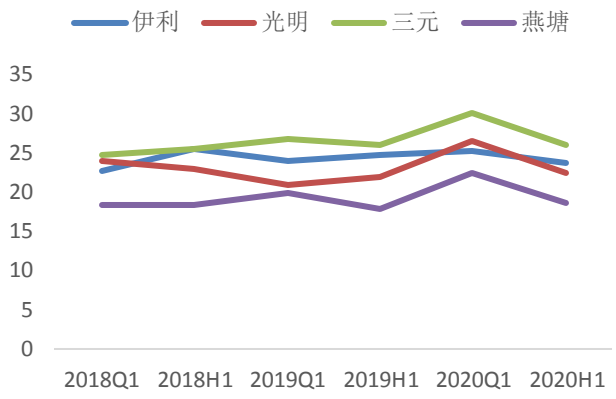
渠道拓展方面，光明伊利持续布局。截至 2020 年 6 月，伊利经销商数量达到 12790 家，其中华南地区经销商数量增长最为迅速，较上年同期增加 275 家。分地区来看，两大主营地区华北地区 2020H1 营业收入达到 133.84 亿元（yoy+4.26%），华南地区营收达 116.23 亿元（yoy+3.74%）。光明上半年公司投资多家江浙沪地区乳业企业，务实华东地区的渠道建设。目前渠道遍布上海、华东、华中、华南、华北、西南等地区，截至 2020 年 3 月，在全国范围内有 3847 个经销商，同比增长 3.61%。同时，公司海外业务稳中求进，继续保持较快增长。新西兰新莱特主营业务继续保持稳步发展，实现营业收入 31.74 亿元，同比增长 32.64%。

图 8：龙头乳企销售毛利率情况（%）

图 9：主要乳制品公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力方面，乳制品龙头公司毛利率较为稳定，主要受到原奶价格波动的影响。单季度来看，20H1 乳制品龙头、公司毛利率较去年同期普遍有所下降。我们认为毛利率的下降主要原因是国内如期 20Q1 季度受到疫情影响，公司销售费用率上升：1）主要乳企 2020Q1 销售费用率普遍高于同期，2020Q2 疫情缓解消费者需求恢复，销售费用率均有一定的下降，拉动整个 H1 季度销售费用率的下降。我们认为 H1 销售费用率较低的主要原因是疫情过后消费者对健康更加重视，对高端奶需求上涨，厂商清理一季度库存降低促销力度。2）伊利 20H1 毛利率为 38.17%（-0.41PCT），20Q2 毛利率 38.72%(+1.58PCT)，我们认为主要系 Q2 核心单品占比提升以及冷饮产品毛利率上升。3）光明 2020H1 公司毛利率为 30.80%（-2PCT），其中 Q2 毛利率 29.48%（-3.86PCT），我们认为或为二季度其他乳制品营收占比较高，产品结构变化导致的。

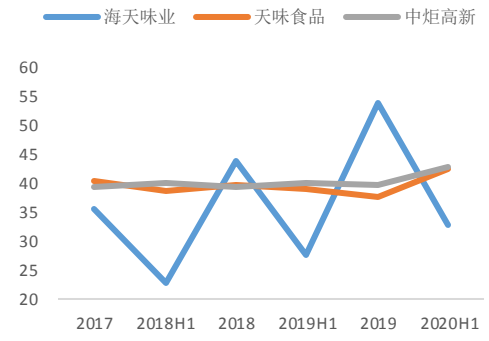
受疫情影响上半年乳企整体营收处于低位，疫情消退后业绩将出现回暖。2020 年上半年乳制品整体收入维持低个位数增长，毛利率和销售费用率有一定波动，主要影响受到疫情对销售的影响。在疫情过后，消费者对健康更为重视，看好下半年乳企业绩的增长。同时我们建议关注低温奶板块公司，预计未来整个乳制品行业中“小而美”与“大而全”将同台共舞。

2.4 调味品：毛利润改善显著，费用投放效率稳步优化

疫情加速符合调味品消费习惯培育，多家企业业绩呈高增态势。我们选取海天味业、天味食品、中炬高新三家公司，来观察调味品表现。与行业刚需属性有关，调味品抗风险能力较强，多家调味品企业业绩呈现高增态势。海天味业 H1 营收 115.95 亿元（yoy+14.12%），归母净利润 32.53 亿元（yoy+18.27%），单二季度业绩环比加速，紧抓疫情间 C 端的消费崛起，弥补 B 端损失的同时带来稳健增长。天味食品收入端超预期，Q2 收入增速 94.62%，较一季度 9.21%的增速大幅提高，原因之一是疫情加速复合调味品使用习惯培育，C 端消费表现亮眼，之二是公司一季度订单在二季度释放，需求端持续处于高涨态势。

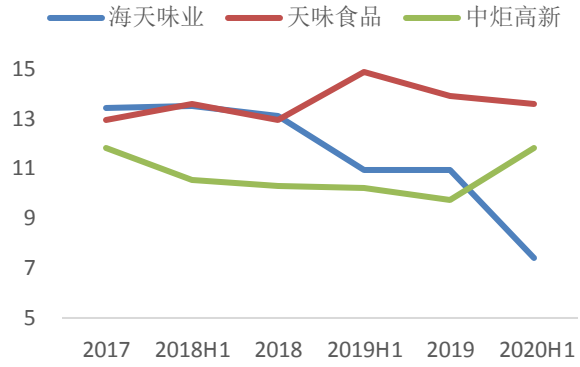
渠道方面持续下沉，分区域精耕细作。海天味业上半年持续推进销售网络下沉，加快渠道拓张，逆势攫取份额，经销商数量净增长 627 至 6433 个，加强弱势区域开发，中西部地区增速明显高于其他地区，东部、南部、中部、北部和西部地区营收分别同比+10.76%/3.14%/23.14%/11.82%/24.55%。天味食品在优势区域继续深耕细作，成熟区域上半年仍处于高增态势，西南/华中/华东上半年营收同比+48.18%/31.35%/68.22%，主因疫情带动需求高增以及渠道网络建设持续推进，我们认为公司上市后两年将通过全国化的快速布局获取市场份额，加速消费者培育，逐步释放积攒的渠道势能。

图 10：主要调味品公司销售毛利率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：主要调味品公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力提高，费用投放效率稳步提升。主要公司的盈利能力稳步提高，费用投放不断优化。1）受到疫情影响，中炬高新加大销售费用的投放，上半年销售费用率达到 11.87%，同比增加 1.61pcts。2）费用使用效率总体呈优化趋势，海天味业销售费用率（可比口径）、管理费用率（含研发费用）和财务费用率分别同比-0.50/-0.03/-0.23pcts，使用效率持续改善，下半年随着餐饮的复苏，预计 C 端消费增速下滑，导致竞争加剧，费用投放或加大。3）毛利率水平总体稳步提高，海天味业 H1 毛利率（调整至可比口径）提升 1.11pcts 至 45.97%，中炬高新毛利率 42.55%，提升 2.73pcts，我们判断提升显著的原因与增值税率降低和部分原料、包装单价降低有关。未来随着公司机制改革的持续推进，效率有望持续提升。天味食品毛利率 42.39%，提升 3.7pcts，我们判断与公司吨价上涨和促销减少有关。

复合调味品空间广阔，市场竞争将愈发激烈。上半年龙头溢价持续提升，下半年随着餐饮行业复苏，业绩有望维持高增。海天、中炬等基础调味品企业寻求品类扩张是未来公司增长的主要来源之一，凭借酱油业务的扩张和渠道的精细化布局，未来业绩有望维持稳健发展。我们认为行业未来将在渗透率提升、集中度提高的背景下持续增长，市场空间有望破千亿。

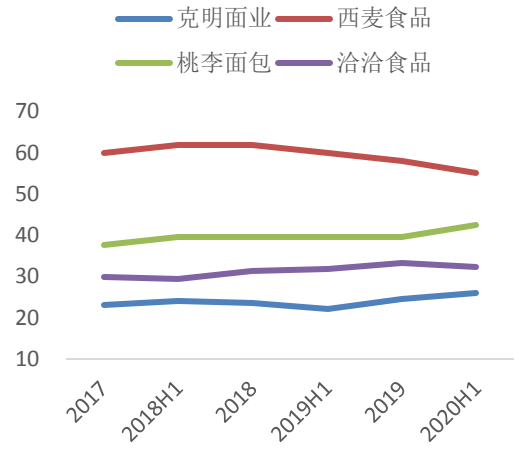
2.5 食品：盈利能力总体向好，新增长点带来业绩加速增长

Q2 增速加快，疫情触发行业新增长点。我们选取了克明面业、西麦食品、桃李面包、洽洽食品四家公司来观察综合食品表现，多数公司 Q2 业绩呈现加速增长。克明面业 H1 营收 19.38 亿元（yoy+ 27.96%），其中 Q1 营收 8.86 亿元（yoy+12.83%），Q2 营收 10.52 亿元（yoy+44.7%），我们认为 Q2 增速明显加快的原因在于受疫情影响，产品需求旺盛，消费粘性放大，消费基数扩大，同时公司及时调整产品结构，高毛利产品营收占比上升。洽洽食品 H1 营收 22.94 亿元（yoy+15.46%），归母净利润 2.95 亿元（yoy+ 33.97%），其中 Q2 营收 11.48 亿元（yoy+ 21.13%），归母净利润 1.46 亿元（+37.38%），增速较 Q1 有所提升，主要受益于在疫情居家环境中，坚果炒货类产品消费场景进一步强化，增长速度亮眼。相对于 Q1 而言，Q2 受到疫情的负面影响降低，疫情为部分细分食品市场带来新的增长点。

渠道方面，线上线下共发力，经营半径不断拓展。线下渠道方面，上半年桃李面包在成熟市场在东北、华北等成熟市场继续加快销售网络细化和下移工作，东北、华北上半年营收增速分别为 7.74%和 13.50%，营收占比分别为 46.26%和 24.80%，占比均略有增加。线上方面，洽洽食品大力建设电商渠道，2020H1 电商渠道营收占比约为 11.6%，较去年同期增长 25.28%。新零售的品牌推广模式让公司将传统产品和新型电商渠道结合，产品的年轻化、潮流化顺应了线上消费人群偏年轻化的特性，电商收入中坚果占比权重比较大，电

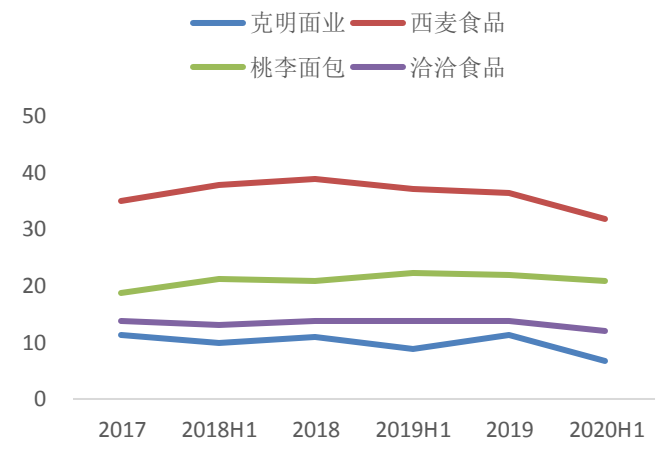
商 IP 的发布有助于整个坚果产业链的战略布局。我们预计随着电商渠道营收占比逐步提升，规模效应逐步体现，公司未来盈利能力或增强。根据商务部 2020 年 7 月 30 日公布的数据，上半年电商直播超 1000 万场，上架商品数超 2000 万，社交电商对消费方式和销售贡献的影响愈发重要。

图 12：主要食品综合公司销售毛利率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 13：主要食品综合公司 Q1 和 H1 销售费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力方面，主要公司毛利率较为稳定，总体向好。主要公司费用投放效率总体提升。桃李面包受益于规模效应，H1 期间盈利能力提升，H1 销售费用率 20.72%，同比减少 1.40pct；管理费用率 1.89%，同比减少 0.37%，费用率下降主要系疫情期间国家对社保费用推出的阶段性减免政策。Q2 毛利率 41.61%，同比+1.72pct，产品规模效应增强对利润有一定拉动，累积固定资产折旧年限加长对成本有影响，故毛利率上升。规模效应增强提升盈利能力。西麦食品 2020H1 毛利率 54.53%，同比下降 5.13pct，纯燕麦片、复合燕麦片毛利率分别下降 5.22pct、2.94pct，我们认为两类产品毛利率下滑的主要原因是公司 Q2 加大了产品促销力度，加大了给经销商的优惠，促销费用抵减了部分营业收入。公司上半年归母净利润率 18.15%，同比+1.31pct，Q2 归母净利润率 17.93%，同比增加 2.72pct。公司在采购、生产、销售各环节均具备规模化带来的综合成本优势，产品标准化程度较高，质量稳定，归母净利润稳步提升，发展向好。

疫情对食品综合行业冲击相对较小，收入增速恢复快。上半年食品综合行业毛利率和期间费用率稳中向好，疫情带来的影响正在消退，表现出较好的抗风险能力。消费升级大势下，产品升级、渠道多元化成为业绩突破的必由之路。

3. 商零社服：必需消费稳健社交性承压，递延需求静待节庆催化

2020 上半年商零社服多数细分板块受疫情影响较大，但 Q2 环比呈现改善。2020 上半年社会消费品零售总额同比下降 11.4%，除汽车以外的消费品零售额同比下降 10.9%，其中餐饮收入同比下降 32.8%，商品零售同比下降 8.7%。Q2 同比下降 3.9%，环比 Q1 收窄 15.1pct，改善较为明显。为了更好的体现细分行业趋势，我们将行业细分为旅游酒店、免税、教育、超市、珠宝和化妆品六大板块，并对各个板块拥有可比数据且非 ST 的上市公司进行梳理：2020 年上半年六大板块整体营业收入同比下滑 15.5%，归母净利润同比下滑 69.6%。其中表现最好的是具有必选消费属性的超市板块，H1 营收同比增长 0.8%；表现最差的为旅游酒店板块，受

疫情影响严重，H1 营收同比下降 61.2%。免税和化妆品板块 Q2 复苏显著，单二季度同比增速由负转正，环比分别增长 52.9%和 38.4%。

行业综合表现跑赢大盘。截至 2020 年 8 月 30 日，中信消费者服务年内涨幅 60.0%，跑赢上证综指近 50pct；中信商贸零售年内涨幅 22.2%，跑赢上证综指约 10pct。今年 1-8 月，从细分板块来看，我们将板块内个股进行筛选剔除后按算术平均法计算得到板块的整体市场表现，年内累计涨幅化妆品（+57.2%）>免税（+46.2%）>超市（+41.9）>教育（+30.3）>旅游酒店（+13.9）>珠宝（+11.7）；从公司来看，涨幅居前的公司包括王府井（+269.1%）、北京城乡（+124.5%）、中国中免（+134.6%）、紫光学大（+124.4%）、科锐国际（+117.3%）和中公教育（+105.3）。上半年政策利好免税和教育板块，下半年建议继续关注高景气板块如免税、教育、化妆品，并关注餐饮酒店、珠宝等疫情稳定后业绩有望呈现复苏反转的板块。

下半年商零社服重点关注两条主线：

1、高景气赛道：免税、教育培训、化妆品。免税方面，政策助力下免税市场蛋糕将被不断做大。离岛免税、市内店等多渠道布局已经陆续展开，适度竞争助力行业市场规模不断扩大。**教育方面，学校复课利于培训机构业务的全面开展。**职业培训受益于“稳就业”政策，各类招录考试扩招带来赛道扩容，看好龙头市占率进一步提升；民办高校板块兼具稳定现金流带来的“确定性”与内生外延带来的“成长性”，关注能够并购优质标的且有较强整合能力的民办高校；K12 课外培训随线下复课将逐步复苏，看好拥有全国性布局的培训机构。**化妆品方面，产业链各板块仍将呈现高增趋势。**上游 ODM、原料商凭借技术、规模优势，将持续享受行业成长红利；国内美妆消费延功能化、多样化升级，新品及新品牌带动香化品牌企业高增；疫情催化化妆品消费线上转移，代运营行业受益，行业集中度不断提升。

2、板块复苏：餐饮酒店、珠宝。随着疫情防控趋于稳定、全国影院陆续复工，餐饮有望迎来新一轮复苏，餐饮行业复苏将呈现两极分化，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观。国内酒店板块疫情下龙头逆势扩张，多元化品牌战略加速推进，头部企业年底有望迎经营拐点。受上半年疫情影响，珠宝消费受到抑制，下半年珠宝板块的“金九银十”将至，婚庆需求的释放，叠加“国庆”和“双十一”等节日因素的影响，递延的珠宝消费需求有望在下半年集中释放，板块营收有望显著改善，同时直播带货成为行业新亮点，网红营销助力提升品牌影响力。

3.1 旅游酒店：疫情致出行减少拖累业绩，内循环下看好下半年餐饮酒店复苏

景区&出境游在整个行业中受疫情影响最大，Q2 因境内外疫情差异业绩表现分化，境内景区复苏相对更好。上半年旅游行业受到疫情冲击，国内景区先后面临停业、限流。上半年主要公司营收同比-63.7%，归母净利润同比-156.5%。随着我国疫情趋于稳定，景区业务也逐渐迎来复苏，Q2 景区公司总体营收环比增长 80-90%，其中，中青旅与天目湖两家公司单季度净利润由负转正。海外疫情持续发酵下，出境游受到航线停飞、限飞以及签证中心关闭的影响几乎停滞。截止 3 月 2 日，我国上半年出境旅游和入境旅游的综合景气指数分别为-117 和-127，同比大幅下滑 124/129 个指数点，达历史最低。同时对下半年的景气指数展望分别为-120 和-113，整体预期仍相对悲观。

酒店入住率持续回升，龙头加速扩张。疫情防控对跨省人员流动限制，导致疫情爆发初期酒店入住率显著下滑，收入端受损严重，主要公司营收同比-45.1%，由于费用相对刚性，归母净利润同比-176.4%。其中，锦江酒店依靠处置资产维持了净利润为正，而首旅、华天则连续两个季度出现净亏损，但亏损幅度环比改善。从入住率看，中国内地酒店入住率于 2 月初跌至谷底——仅 7.4%，经历一个多月低位运行，在 3 月底回升

至 31.8%，之后稳步提升，4 月 18 日，中国内地酒店业整体单日入住率恢复至 35%。三大龙头酒店 6 月入住率恢复至 50-70%，显著优于行业整体情况。

餐饮收入有韧性，净利润环比改善。餐饮对人员流动要求较小，并且具有一定的必选属性，叠加疫情期间企业积极扩展外卖业务，餐饮主要公司营收同比降幅少于旅游酒店。不过由于费用刚性，板块归母净利润同比大幅下降，但 Q2 环比已出现改善，其中广州酒家 Q2 归母净利润由正转负，全聚德、西安饮食 H1 净利润持续为负，但亏损环比收窄。此外，疫情背景下，客流的大量减少以及员工工资和门店租金的支付给餐饮现金流带来很大挑战，现金流也成为餐饮企业能否在疫情下存活的重要因素。很多餐企选择通过外卖、线上直播等方式弥补线下客流缺失，以保证现金流稳健。

表格 2：2020 上半年旅游酒店板块业绩

2020上半年各版块业绩对比				
H1营收同比	餐饮（-28.4%）	酒店（-45.1%）	景区（-62.7%）	出境游（-78.5%）
H1归母净利润同比	景区（-156.5%）	酒店（-176.4%）	出境游（-290.3%）	餐饮（-358.6%）
Q2营收环比	景区（23.7%）	酒店（0.7%）	餐饮（-18.4%）	出境游（-85.2%）
Q2归母净利润环比	酒店（74.8%）	景区（72.7%）	餐饮（30.2%）	出境游（-70.0%）

资料来源：Wind，东兴证券研究所

回顾今年以来旅游酒店板块的市场表现，多数公司表现较好，我们统计的 28 家 A 股旅游酒店公司中，板块涨幅排序为出境游（37.3%）>餐饮（27.5%）>酒店（16.3%）>景区（5.2%），若考虑港股龙头餐饮企业海底捞、呷哺呷哺、九毛九，餐饮板块涨幅上升至 34.71%。A+H 股 31 家旅游酒店公司中，累计涨幅前五的公司分别为九毛九（70.74%）、海底捞（60.39%）、凯撒旅业（58.7%）、众信旅游（53.2%）、广州酒家（48.4%）。其中，出境游公司的高涨幅主要是由于免税概念的拉动。

旅游板块看好周边游复苏与人工景区的长期发展。海外疫情持续，国内游替代出境游成全年乃至明年的趋势，因此**总体国内景区优于出境游**。我们认为，出境游市场的主要关注海外疫情的恢复情况以及疫苗的研发投产情况，乐观预计明年下半年市场才能有所恢复。此外，跨省团队游 7 月 15 日起逐步恢复，但仍需一定过程，**当前周边游相对复苏更快**。限价令之下，国有自然景区客流、收入端依然承压，国有自然景区二次降价风险仍存，我们**相对看好人工景区与民营自然景区**。

酒店板块看好产品结构优化，龙头市占率提升。随着疫情防控趋于稳定，8 月我国大部分地区酒店整体周度入住率已在 50%以上，几个酒店龙头入住率恢复至 60%-80%，房价也恢复至往期的六到八成，酒店在暑期效应和跨省团队游恢复的带动下复苏显著。各大龙头酒店仍然在积极开店提高市场份额，锦江、首旅均表示未来展店计划不变，并积极布局中高端市场和下沉市场，反应了龙头公司对市场复苏的信心。我们认为，国内酒店市场有望在今年底至明年上半年迎来经营拐点，头部企业多元化品牌战略加速推进。

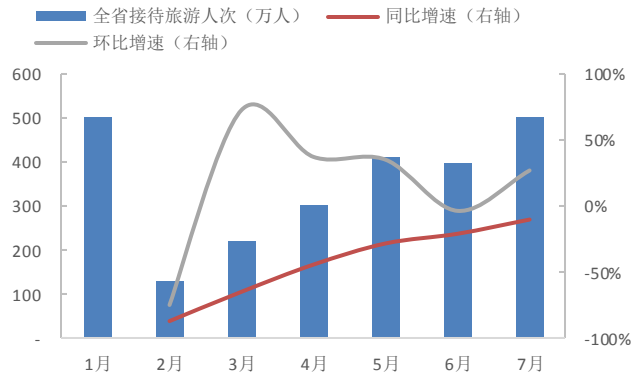
餐饮板块看好下半年持续回暖，“标签化”品牌更具复苏优势。随着疫情防控趋于稳定、全国影院陆续复工，餐饮有望迎来新一轮复苏。我们认为疫情强化了餐饮行业马太效应，餐饮行业复苏将呈现两极分化，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观，疫情之后的餐饮消费将转向“大品牌”、“好口味”、“高性价比”三者的结合。

3.2 免税：Q2 环比显著改善，政策激发国内免税市场活力

机场免税渠道受阻，政策推动离岛免税逆势增长，市内店布局正当时。疫情影响出境游，机场口岸店受影响明显，且保底租金刚性拖累业绩。离岛免税 Q1 受疫情影响严重，不过在国外疫情严峻、国内疫情稳的背景

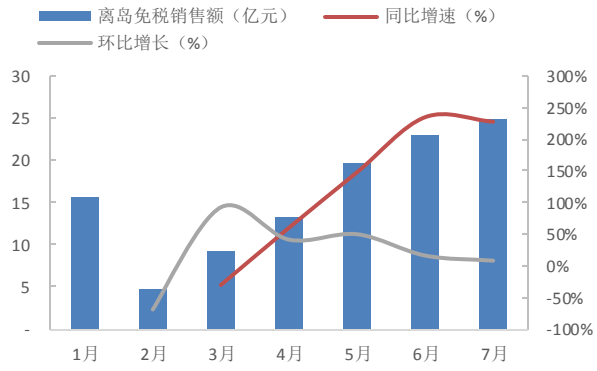
下，叠加离岛免税利好政策频出，离岛免税 Q2 快速恢复并实现同比正增长，成为免税行业的重要支撑。上半年全省离岛免税零售额 86 亿元，同比+30.7%。Q1 受疫情影响销售额同比-30.3%，疫情好转叠加海南大力折扣，5、6 月份的销售额大幅增加，达 20、23 亿元，分别同比+148%、+235%。在此背景下，中免 H1 营收同比-22%，归母净利同比-72%，但 Q2 在离岛免税拉动下显著复苏，单季度营收同比+5.4%，环比+52.9%；归母净利 10.5 亿元，同比+6.6%，Q2 环比由负转正，未来有望持续向好。公司离岛免税业务表现亮眼。三亚市内店 H1 实现营收 59.8 亿元，同比+12.16%；5 月公司完成对海免 51%股权的收购，海免 H1 营收 30.3 亿元，同比+136%，并表后约为公司增厚 1-2 亿元业绩。市内店方面，3 月发改委等 23 部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中提出健全免税业政策体系，完善市内店政策体系，坚持服务境外人士和出境居民并重。继王府井 6 月获得免税牌照后，十余家百货公司已递交免税牌照申请，拥抱免税开放新机遇；中服免税旗下重庆市内店已进场装修，预计年底开业；中免在武汉布局第六家市内店，预计明年落地，市内免税布局加快。

图 14：海南全省接待旅游人次



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15：海南离岛免税销售额



资料来源：wind，东兴证券研究所

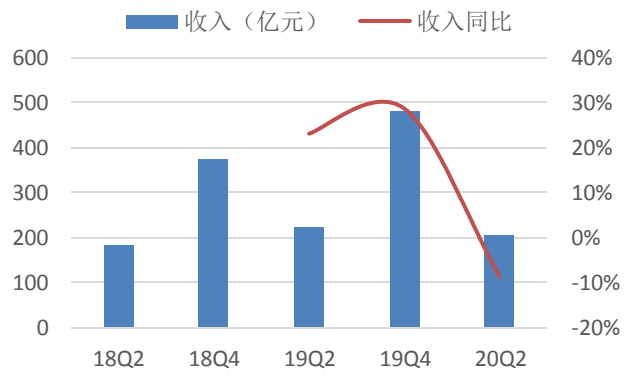
受免税政策利好影响，免税店指数高涨，整体跑赢大盘。今年 1-8 月，免税店指数涨幅 46.15%，涨幅居前的公司包括王府井（+269%）、海汽集团（+247%）、格力地产（+158%）和中国中免（+135%）。受疫情影响，板块一季度呈持续走低态势。随着疫情好转，免税政策利好频出，板块涨势迅猛，于 7 月初达到高点，随后小幅回调。

政策促进海外消费回流趋势不改，免税增量空间广阔，竞争加剧考验供应链和运营能力。离岛免税方面，七一新政大幅放开购买限制，新发两个离岛免税牌照并鼓励外省企业进入离岛免税市场，离岛免税布局步伐加快，有望进一步打开海南免税市场的发展空间。市内店方面，疫情发生后我们持续认为市内店将分步推进，首先将是具有牌照的企业在全国进行新增市内店布局，待全球疫情稳定后向国人开放政策再落地。新参与者的引入带来一定程度的有限竞争，离岛免税、市内免税等多渠道布局开启，共同引导消费回流，推动免税市场蛋糕持续做大，国内免税市场增量空间广阔。新参与者的引入导致行业竞争加剧，但强者恒强，在牌照优势逐渐弱化、竞争加剧的形势下，供应链和运营能力成为免税运营商的核心竞争力。中免长期深耕免税领域并不断扩张，具有较好的先发优势；公司已与全球 1000 多家知名品牌供应商达成合作，具有稳定的品牌资源。

3.3 教育：疫情下培训线下受阻、线上加速，学校类现金流优势凸显

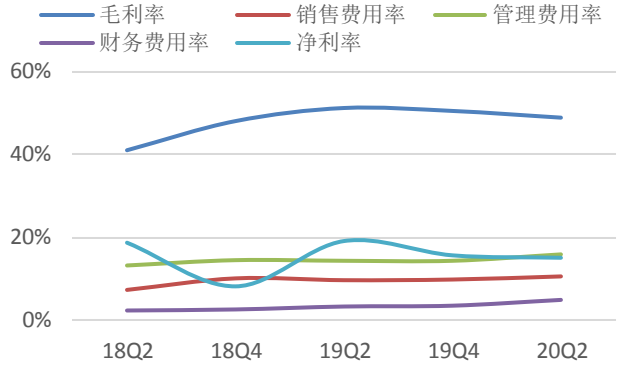
上半年学校普遍稳健，培训机构受疫情影响较大，但线上培训爆发式增长。剔除 ST 公司、财年原因尚无 2020 中报的公司以及缺少同比数据的公司，我们统计了 A 股 13 家上市公司、港股 31 家上市公司上半年的业绩情况。这 44 家公司 2020 上半年实现总体营收 209 亿元，同比减少 6.22%；总体实现净利润 32.79 亿元，同比减少 23.2%。**细分来看，收入端有 26 家公司实现同比正增长，利润端有 20 家公司净利润同比正增长，这些公司主要为民办学校板块，包括高等教育与 K12 学校。**虽然有部分学校退还住宿费，但学费仍为收入主要来源，保障公司收入稳健增长。此外，部分民办学校通过并购实现外延扩张，从而获得增量收入。**另外有 18 家公司收入同比下滑，24 家净利润同比下滑，其中 12 家出现上半年净利润亏损，这些公司主要以培训机构为主。**由于疫情原因全国各地线下培训停课数月，多数培训机构选择将部分课程转至线上，因此虽然总体收入与业绩下滑，但很多公司线上培训业务表现亮眼，呈现较大的同比增长。此外，值得注意的是思考乐教育，公司正处于高速增长阶段，在合伙人机制的激励下持续扩张，作为 K12 培训机构，公司虽受疫情影响，但在上半年仍维持了营收与净利润的同比正增长。

图 16：A+H 教育板块收入及同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 17：教育行业费用率与盈利能力



资料来源：wind，东兴证券研究所

回顾今年以来教育板块的市场表现，多数公司表现较好，中信教育指数今年 1-8 月累计上涨 38%。我们统计的 A+H 教育板块 44 家公司中，有 7 家公司在今年 1-8 月累计涨幅翻倍，累计涨幅前五的教育公司分别为天立教育（159%）、嘉宏教育（138%）、思考乐教育（126%）、紫光学大（124%）、中公教育（109%），此外教育板块有 19 家公司在今年以来创出历史新高，涉及民办学校、职业培训与 K12 培训板块。

教育板块持续看好职业培训、民办高校、K12 培训三个板块：

职业培训受益于“稳就业”政策，各类招录考试扩招带来赛道扩容，我们预计扩招趋势仍将延续。持续看好职业培训龙头中公教育、中国东方教育。中公推进职业培训领域全品类平台化发展，三大板块呈现阶梯式成长，不断打开发展天花板；并以教研为依托，实现在各地的快速复制和深度下沉，在各地市场形成了较强的品牌号召力；在业务规模不断扩大的同时，公司依靠数字化平台建设，实现高效管理，经营效率持续提升。中国东方教育不断强化市场调研，课程高度迎合社会需求，深化校企合作保障毕业生就业与薪资，此外五大区域中心建设稳步推进，美业新品类扩张布局进行中。

民办高校板块兼具稳定现金流带来的“确定性”与内生外延带来的“成长性”。高校收入受疫情等各种外部因素影响较小，同时在独立学院加速转设背景下，推动各高教集团并购与体内独立学院脱钩加速，利于公司实

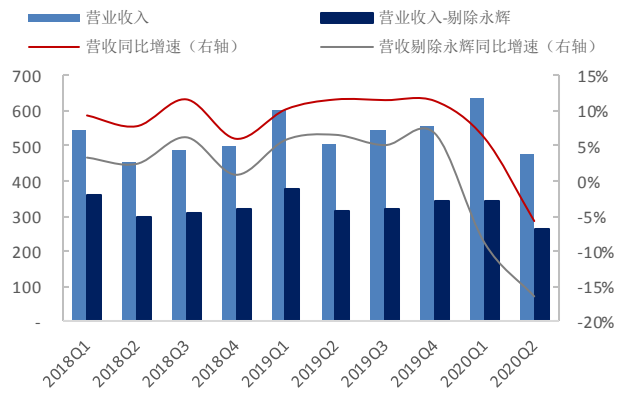
现增量收入和盈利能力提升。看好具有优秀内生增长能力的新高教集团、希望教育，另外建议关注拥有优质院校并购的宇华教育、中教控股。

K12 课外培训前期受疫情影响较大，下半年随线下复课将逐步复苏。此外，疫情期间带来的线上流量，培养部分线上教育消费习惯，有助于各公司 OMO 业务推进。持续看好具有全国化网点布局的培训机构，如新东方、好未来、紫光学大，以及具有较强品牌与教研基础的线上培训机构新东方在线。

3.4 超市：疫情催化行业营收稳健，展店步伐有望加速

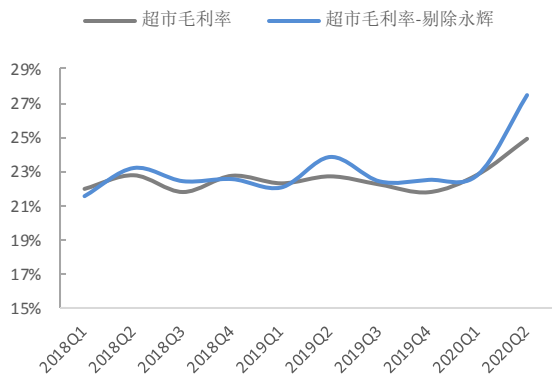
行业保持稳健增长，龙头企业盈利能力更优。2020 上半年社会消费品零售总额同比-11.4%，而粮油食品、饮料、日用品等必选消费品仍保持较强韧性，同比+13%、10.5%和 5.2%。作为必选消费品的重要流通渠道，表现出较强的增长韧性，且行业集中度有所提升。20H1 超市板块营收 1104.32 亿元，同比+0.82%。但伴随疫情逐渐影响减弱，餐饮恢复及囤货热情减退，Q2 板块营收增速放缓，环比-25.26%。盈利方面，行业盈利能力整体提升，行业龙头表现更优。2020H1 行业整体毛利率同比+1.22pct 至 23.67%，毛利率中枢持续上行。行业净利率同比+0.14pct 至 2.7%，其中永辉超市、高鑫零售、家家悦 20H1 净利率较同期+0.37pct、+0.37pct、+0.14pct。

图 18：超市行业单季营收情况（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：超市行业毛利率持续提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

上半年受疫情影响，韧性较强的超市板块具有比较优势，市场表现良好，整体跑赢大盘。且受免税利好催化，北京城乡和百联股份涨幅较高。今年 1-8 月，我们统计板块中 11 家企业，剔除特殊事件催化，涨幅居前的公司包括家家悦（+80.14%）、步步高（+48.24%）和安德利（+46.05%）。板块整体走势较为一致，疫情爆发初期为股价低点，随后呈现大幅上涨态势。6、7 月份随着疫情基本控制，板块出现小幅回调。

线上业务、省外展店和 mini 店的布局成为上半年行业发展的三大趋势。

（1）线上业务增速较快，占比提升，是疫情期间支撑收入的重要来源。其中永辉超市 H1 线上销售额同比+243%，占比提升至 9.7%（较同期+6.7pct.），表现亮眼。随着线上消费习惯的养成，叠加各公司线上业务运营能力的提升，线上业务有望在下半年继续发力。

（2）行业龙头展店步伐持续推进，省外打开新发展空间。今年以来，龙头企业加速省外扩张步伐，板块扩张打开新市场空间。永辉超市扩展山东、新疆区域；红旗连锁以管理输出的方式打开甘肃市场；家家悦走出

山东，积极拓展安徽、江苏、河北等地市场，省外营收同比+342.6%。同时，疫情防控限制放宽，下半年展店步伐有望提速。永辉超市、家家悦等上半年经营现金流表现良好，助力下半年加速展店。

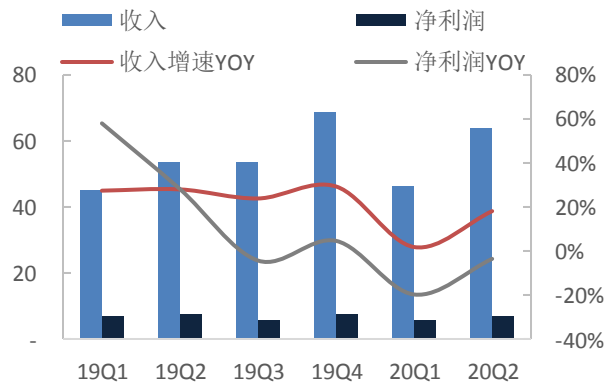
（3）后疫情时代，消费习惯改变以及疫情常态化的影响，大型商超相继布局 mini 店。Mini 店销售收入高增，营收占比提高，盈利能力也在不断强化。高鑫零售还表示中小型超市成为公司未来主要展店方向。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。疫情期间展店持续推进，为疫后增长奠定了基础。

3.5 化妆品：化妆品行业维持高景气，美妆全产业链高速成长

化妆品消费呈现增长韧性，线下渠道承压线上地位凸显。社零化妆品上半年累积增长-0.2%，相较于可选消费品表现较强的增长韧性。20H1 化妆品板块实现营收 109.81 亿元，同比增长 10.75%；归母净利 13.13 亿元，同比下降 11.2%；其中，Q1 受疫情影响，线下商超、百货门店客流显著减少，叠加物流影响拖累线上交易，实现营收 46 亿元，环比下滑 21.22pct.；Q2 实现营收 63.63 亿元，环比提升 8.83pct.,收入端降幅显著收窄。受疫情影响线下收入承压，而线上渠道地位凸显。各公司加强线上渠道投入，线上渠道地位凸显。龙头公司调整线上渠道运营组织架构、加大线上渠道投入、积极与直播平台合作，拓展线上渠道。珀莱雅、丸美股份、上海家化线下营收分别-29.7%、-23.5%、-26.4%；而线上营收同比+43.85%、+27.4%、+32.7%，占比分别提升至 63.55%、54%、38.8%。

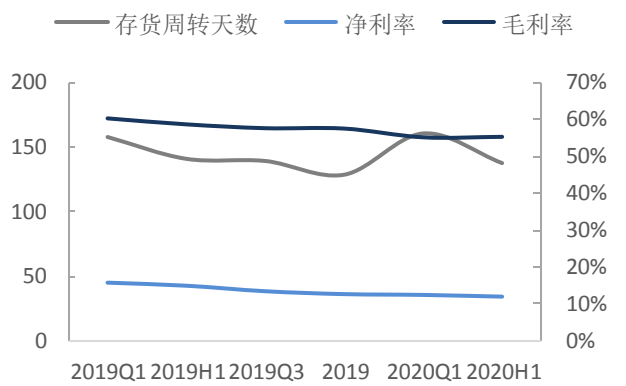
盈利能力稳健，Q2 存货周转显著改善。然而上半年疫情未影响行业推新节奏，珀莱雅、完美等头部企业纷纷推出高功效精华、眼霜产品，产品结构升级下行业毛利率仍处于高位。产品结构优化叠加费用率管控良好，行业盈利能力仍处于较高水平，行业毛利率、净利率分别达 55.25%、11.96%。此外，Q2 下游需求转暖、及线上渠道拓展拉升，化妆品板块存货周转天数下降 23 天，库存周转显著改善，较同期差距缩小。

图 20：化妆品行业单季营收及净利情况（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 21：库存周转改善&盈利能力仍处于高水平



资料来源：wind，东兴证券研究所

下游需求回暖带动板块二季度股价修复。今年 1-8 月，我们统计化妆品产业链中 8 家企业，股价涨幅翻倍的有三家，分别为御家汇、青松股份、珀莱雅，115%、112%、106%。Q1 受疫情影响，整体板块表现出调整态势，但美妆品牌珀莱雅、及代运营龙头壹网壹创分别上涨 31%、23%；Q2 季度在生产和销售修复下，化妆品板块各公司整体出现大幅上涨。其中，御家汇、华熙生物、青松股份上涨居前分别上涨 92%、91%、86%。

行业高景气下，化妆品产业链各板块仍将有呈现高增趋势：

上游 ODM、原料商呈现高确定性。今年上半年，青松股份、华熙生物营收同比增长 71%、17%，拉动板块营收表现。我们认为，伴随下游消费需求的回升，上游企业凭借技术、规模优势，将持续享受行业成长带来的红利。

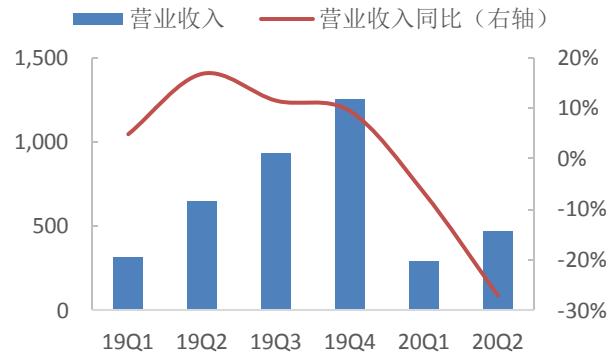
新品及新品牌带动香化品牌企业高增长。国内美妆消费延功能化、多样化升级，打开美妆消费市场天花板。国产美妆企业凭借累积的产品、渠道优势，不断优化产品结构，同时凭借品牌运营和管理优势打造新品牌，带动营收高增长。建议关注运营管理、渠道体系、研发合作等方面行业领先的**珀莱雅**，以及管理层调整带来渠道、运营边际提升的**上海家化**。

美妆线上渠道地位凸显，品牌代运营行业保持高成长。疫情催化化妆品消费线上转移，代运营行业受益于线上消费高增及上游品牌商对线上渠道投入加大，行业保持高增长态势。而头部企业凭借品牌运营经验、积累的客户数据信息赢得上游品牌商青睐，行业集中度不断提升。

3.6 珠宝：业绩短期承压，下半年递延需求复苏可期

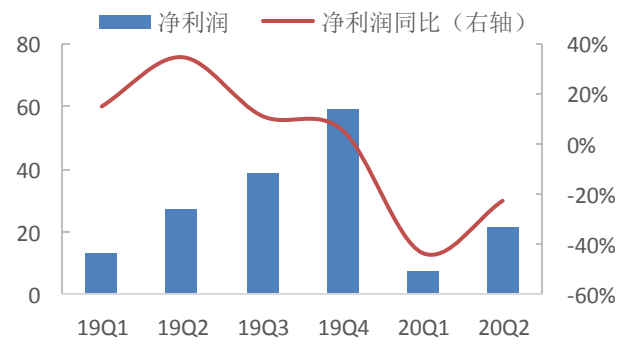
珠宝业绩短期承压，金价催化叠加费用管控盈利能力提升。疫情影响下，珠宝的婚庆和佩戴需求大幅减少，叠加疫情防控下部分百货闭店及门店暂停营业，珠宝板块营收短期承压。2020H1 珠宝板块营收达 565.2 亿元（同比-12.1%）；其中，Q2 营收为 269.8 亿元（同比-17.1%），环比下降-6.8%。二季度营收持续下滑主要由于老凤祥、老庙黄金等公司年初订货会销量反应良好拉高一季度收入，但下游加盟商库存水平提高，疫情影响下销售承压，导致二季度订货动机不强，公司销售收入下降。盈利方面，金价的高增带动黄金饰品企业毛利提升，H1 板块毛利率 17.51%。上半年金价持续上涨，8 月初攀升至 441 元/克，较年初上涨 28.6%。黄金主业品牌老凤祥毛利率达到 8.47%，较去年同期+0.24pct.。同时，毛利率提升叠加费用率管控净利率环比改善，20H1 珠宝板块归母净利润 21.39 亿元（yoy-22.5%）；其中 Q2 为 13.87 亿元（yoy-3.3%），环比+84.5pct。

图 22：珠宝板块营收及同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 23：珠宝板块净利润及同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

回顾今年以来珠宝板块的市场表现，多数公司表现较好，CS 珠宝首饰及钟表指数今年 1-8 月累计上涨 10.7%。我们统计的 10 家珠宝板块公司中，累计涨幅前五的公司分别为飞亚达（51.64%）、周大生（39.89%）、豫园股份（30.73%）、老凤祥（15.16%）、萃华珠宝（6.84%）。

我们认为，在疫情防控常态化的大背景下，珠宝板块主要逻辑如下。

递延的珠宝需求有望在下半年集中释放。受经济及地缘政治影响金价中短期仍将处于高位，持续激发下游消费回暖。同时考虑到疫情期间婚庆、外出活动的削减导致珠宝消费递延，推迟的珠宝需求有望在三四季度得到弥补，推动下半年板块营收增长。7 月限额以上珠宝同比增长 7.5%，环比+14.3pct，下游消费增速拐点已现。同时，金价走高、消费复苏背景下加盟商开店意愿较强，下半年网点拓展有望进一步提速。

直播带货成为行业新亮点。疫情使消费需求加速向线上转移，珠宝品牌相继开拓电商直播渠道。老凤祥开展云游博物馆、云直播业务，豫园积极试水私域、直播领域，周大生得益于两年前对直播带货的提前布局，抓住直播带货风口，打造珠宝 IP 产品，实现品牌和销售的双丰收。我们认为，直播带货将成为珠宝销量增长新亮点，网红营销助力提升品牌影响力。

4. 农林牧渔：猪价景气带动业绩高增，后周期边际向好

一、版块整体中报分析：

农业板块 A 股主要 138 家上市公司 2020H1 营业收入同比上涨 21.20%，归母净利润同比上涨 141.54%。2020Q2 营业收入同比上涨 25.13%，增速较 2020Q1 上升 8.65 个百分点，归母净利润同比上涨 99.71%，增速较 2020Q1 下降 141.56 个百分点。

二、版块整体行情回顾：

截至 8 月 30 日，SW 农林牧渔板块本年度上涨 53.83%，跑赢上证综指 42.82 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。其中畜禽养殖板块上涨 44.28%，饲料板块上涨 62.22%，动保板块上涨 48.11%，种子板块上涨 67.00%。

农林牧渔板块个股整体股价上涨居多。涨幅居前的前五个个股包括：金健米业、金丹科技、天山生物、湘佳股份、保龄宝，涨幅分别为 240.65%、221.98%、195.59%、193.10%、185.10%。而跌幅居前的个股有*ST 东洋、立华股份、民和股份、*ST 敦种、福建金森，跌幅分别为-49.19%、-23.90%、-23.07%、-22.35%、-22.13%。

三、版块整体策略展望：

下半年投资建议上我们推荐三条投资主线：

1、 后周期景气赛道，推荐饲料动保龙头和替抗企业。我们看好饲料动保行业需求持续复苏，板块景气度持续抬升。并且在养殖头部化趋势加速下，优质饲料和动保产品需求复苏弹性更大。推荐标的为经营稳健的饲料龙头海大集团，替抗产品矩阵完善的溢多利以及具备综合平台优势的动保龙头**生物股份**。

2、 **中美关系不确定下的粮食安全和种植种业标的。**中美关系不确定性因素较多，下半年粮食安全主题有望持续引发市场关注。三大主粮中，我们看好玉米供需格局向好，未来转基因商用落地带来玉米种子行业提质扩容。推荐具备转基因技术储备的**隆平高科、大北农**。

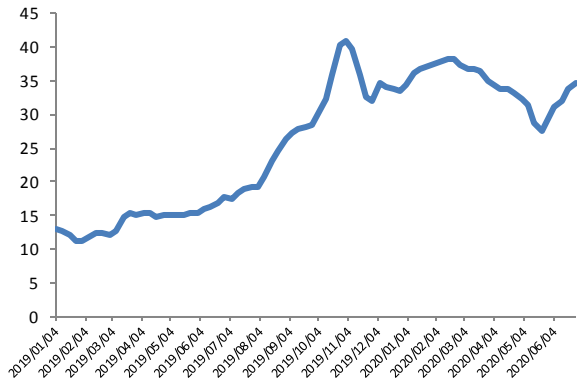
3、**大行业小公司，国内市场持续发力的宠食企业。**疫情下宠物食品刚需属性凸显，成本改善叠加关税影响减弱，公司业绩持续高增。未来宠物食品企业的广阔市场在国内，具备产品力、营销力和品牌力的企业能够充分享受市场红利，树立自有品牌。推荐标的**中宠股份**、**佩蒂股份**。

4.1 畜禽养殖：畜禽显著分化，价格景气助力猪企业绩释放

分化明显，生猪养殖持续释放业绩，肉禽短期承压。畜禽养殖板块上半年整体上涨 7.59%。2020H1 主要生猪养殖企业共实现营业收入 1416.48 亿元，同比增长 40.01%。实现归母净利润 238.74 亿元，同比增长 960.20%。毛利率 26.58%，较去年同期上涨 16.94pct。销售费用率 1.48%，管理费用率 5.11%，财务费用率 0.99%，较去年同期分别变化-0.85pct、0.78pct、-0.04pct。经营活动净现金流入 171.92 亿元，同比增长 212.31%。主要肉禽养殖企业共实现营业收入 142.22 亿元，同比减少 21.44%。实现归母净利润 15.60 亿元，同比减少 64.39%。毛利率 17.94%，较去年同期下降 12.20pct。销售费用率 3.27%，管理费用率 3.02%，财务费用率 0.79%，较去年同期分别变化+0.74pct、+0.66pct、-0.14pct。经营活动净现金流入 27.46 亿元，同比增长 168.25%。

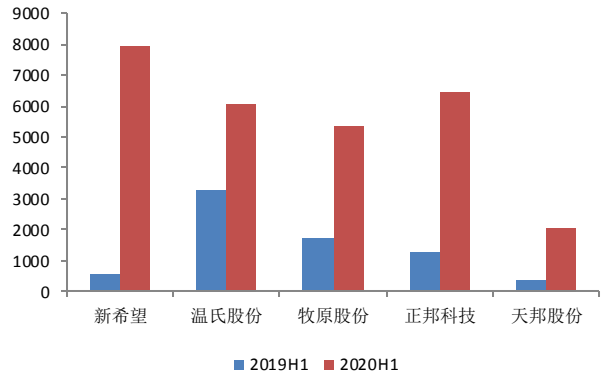
价格景气助力猪企业绩释放。受非洲猪瘟影响，猪肉价格持续景气，上半年 22 省市生猪出栏均价为 34.35 元/公斤，同比上涨 139.71%。上半年全国生猪存栏 3.4 亿头，头部企业扩张提速。从主要养殖企业看，牧原股份生猪出栏保持较快增长，2020H1 实现出栏量 678.1 万头，同比增长 16.61%。目前，全国生猪产能逐步恢复，6 月末能繁母猪存栏达 3629 万头，同比增长 5.4%。主要养殖企业纷纷加大种猪选留力度，生产性生物资产同比均有较大涨幅，为后期出栏增长奠定基础。

图 24：22 省市生猪出栏均价（元/公斤）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 25：主要生猪养殖企业生产性生物资产（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

肉禽养殖短期承压。上半年因新冠疫情导致居民消费需求大幅萎缩，以及活禽市场暂时关闭等影响，鸡肉产品价格同比下降了 11%,禽类养殖短期承压。主要肉禽养殖企业上半年毛利率水平较去年同期下降了 6.39pct。从主要公司看，圣农发展 2020H1 鸡肉板块实现营业收入 41.45 亿元，同比下降了 6.25%，毛利率较去年同期也下降了 6.41 个百分点。

投资策略：肉禽养殖板块：肉禽存出栏均处于高位，供给增加较为明显，终端禽肉和制品价格相比活禽更为坚挺，波动较小。下半年消费恢复和猪价高位支撑下，禽肉价格有望保持相对景气，我们看好能将产业链延伸至肉品端的全产业链企业圣农发展。生猪养殖板块：短期来看，年中的雨水天气造成南方地区非瘟复发，行业产能缓慢复苏，预计下半年生猪均价有望保持在景气高位，预计全年均价在 32 元/以上，企业盈利持续释放。中期来看，2021 年仍会是艰难中复苏的恢复期，猪价下行但均价仍保持相对景气，头部企业成本逐步恢复正常，盈利依然可观。长期来看，未来 3-5 年将会是生猪养殖行业集中度迅速提升的红利期，头部企业不进则退，扩大规模和提升市占率是企业的共同目标。行业格局演化将持续考验企业的完全成本控制能力和出栏成长能力，具备这两方面优势的企业有望脱颖而出，实现市占率的显著提升，从而在行业内具备更强的

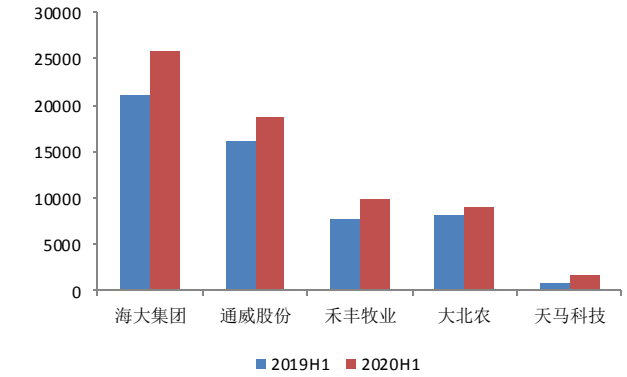
话语权。我们看好，出栏高增成本优化的牧原股份，管理优化重振旗鼓的温氏股份，走出低谷经营改善的正邦科技，具备天然区位优势的天康生物等。

4.2 饲料动保：后周期需求复苏，经营稳步向好

后周期发力，饲料动保稳步增长。饲料板块上半年上涨 28.58%，动保板块上涨 33.70%。2020H1 主要饲料企业共实现营业收入 703.42 亿元，同比增长 18.44%。实现归母净利润 45.59 亿元，同比增长 44.72%。毛利率 16.82%，较去年同期下降 0.27pct。销售费用率 2.98%，管理费用率 3.44%，财务费用率 0.90%，较去年同期分别变化-1.03pct、-0.15pct、-0.29pct。经营活动净现金流入 39.33 亿元，同比增长 25.55%。主要动保企业共实现营业收入 66.76 亿元，同比增长 15.77%。实现归母净利润 12.63 亿元，同比增长 43.79%。毛利率 43.49%，较去年同期下降 0.41pct。销售费用率 12.47%，管理费用率 8.97%，财务费用率 0.55%，较去年同期分别变化-0.83pct、-1.05pct、-0.62pct。经营活动净现金流入 6.16 亿元。

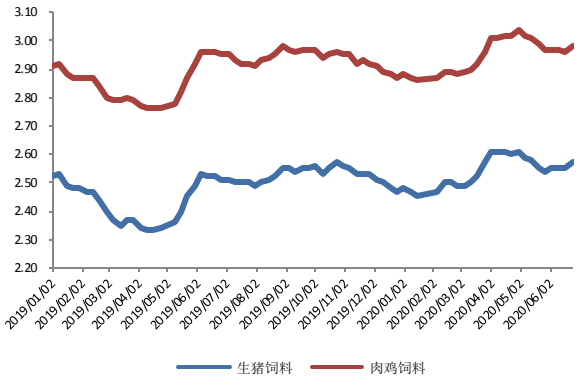
饲料方面，主要饲料企业均实现收入业绩稳步增长。从主要公司看，海大集团 2020H1 实现营业收入 258.86 亿元，同比增长 22.89%，大北农 2020H1 实现营业收入 81.42 亿元，同比增长 10.43%。分季度看，2020Q1、Q2 主要饲料企业营业收入同比分别增长 17.56%、19.11%，Q2 环比增速为 33.84% ，呈现加速复苏趋势。我们认为增长动力在于玉米等原料成本上升导致饲料价格上涨，养殖行业复苏推动了饲料需求上涨，饲料销售量价齐升，此外饲料企业参与养殖业务也为公司带来较高的收入业绩增长动力。

图 26：主要饲料企业营业收入（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 27：饲料均价走势（元/公斤）



资料来源：wind，东兴证券研究所

动保方面，行业逐步回暖，非瘟疫苗将带来市场扩容。从主要公司看，中牧股份 2020H1 实现营业收入 22.70 亿元，同比增长 23.69%，生物股份实现营业收入 624.36 亿元，同比增长 22.13%，均实现稳步增长。分产品看，禽用疫苗景气度较高，猪用疫苗随生猪养殖恢复逐步回暖。由哈兽研研发的非瘟疫苗即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段，后续落地将带来市场显著扩容。

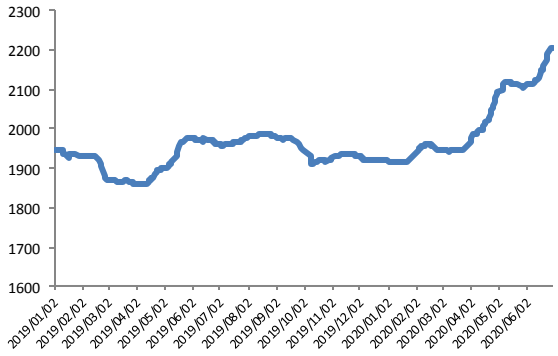
投资策略：饲料动保行业同为养殖后周期板块，与养殖量关联性较高，在生猪存栏逐步复苏，禽养殖量维持高位的情况下，行业需求持续复苏，板块景气度持续抬升，而养殖头部化趋势加速下，优质饲料和动保产品需求复苏弹性更大。具体来看，饲料板块在禁抗政策实施后，对企业的配方能力和成本控制提出了更高要求，相关替抗产品企业迎来需求高速增长，推荐标的为经营稳健的饲料龙头海大集团，替抗产品矩阵完善的溢多利。动保板块，行业有望迎来非洲猪瘟大单品商用落地带来的显著市场扩容，推荐标的为具备综合平台优势的动保龙头生物股份。

4.3 种业：业绩表现分化，持续关注粮食安全和转基因

板块收入盈利稳中有升。上半年种业板块上涨 16.09%。2020H1 主要种子企业共实现营业收入 39.32 亿元，同比增长 7.86%。实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 88.10%。毛利率 25.76%，较去年同期下降 2.85pct。销售费用率 8.86%，管理费用率 9.10%，财务费用率 5.19%，较去年同期分别变化-1.74pct、-1.79pct、+1.03pct。经营活动净现金流出 4.29 亿元，同比减少-61.81%。

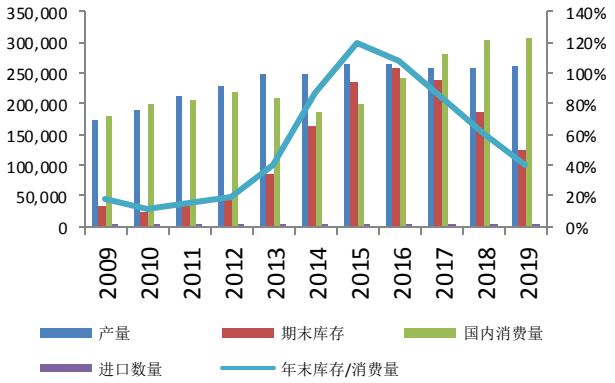
重点企业收入稳定，盈利能力分化明显。从收入端看，丰乐种业 2020H1 实现营业收入 12.26 亿元，同比增长 3.27%，隆平高科实现营业收入 11.32 亿元，同比减少 9.00%，登海种业实现营业收入 3.38 亿元，同比增长 10.01%，业绩均较稳定。但从盈利端看，由于经营品种不同，行业内公司盈利能力分化趋势明显。受益于玉米价格上涨，玉米需种量快速增加，登海种业盈利大幅增长，2020H1 实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 84.08%。而受传统杂交种子需求不振影响，隆平高科 2020H1 实现归母净利润-0.74 亿元，同比减少 207.43%。

图 28：玉米现货价格（元/吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 29：玉米供需格局改善



资料来源：wind，东兴证券研究所

投资策略：中美关系不确定性因素较多，下半年粮食安全主题有望持续引发市场关注。三大主粮中，我们看好玉米供需格局向好，转基因带来行业提质扩容。玉米面积调减及去库存卓有成效，后市饲用需求有望持续带动玉米消费改善，供需缺口扩大，我们认为玉米价格短期有下降风险，但有望在中长期保持景气上涨行情。在价格上涨、潜在虫害威胁和粮食安全关注度提升的背景下，转基因玉米商用落地有望获得政策支持加速推进，未来转基因玉米商用落地将带来行业提质增效，预计远期带来玉米种子市场空间翻倍。目前具备转基因生物安全证书的企业具备先发优势，推荐标的为隆平高科、大北农。

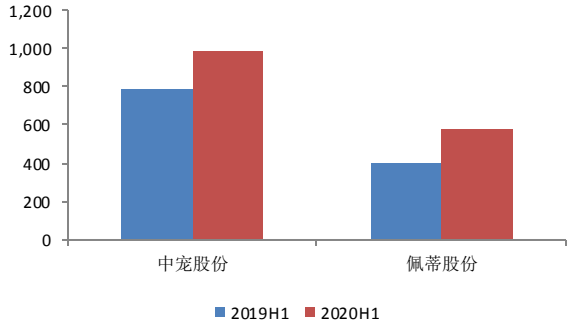
4.4 宠物：消费刚需叠加成本改善，国内市场拓展值得期待

疫情影响较小，业绩持续高增。上半年宠物板块上涨 44.22%。2020H1 主要宠物企业共实现营业收入 15.70 亿元，同比增长 32.24%。实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 129.00%。毛利率 24.83%，较去年同期上涨 0.43pct。销售费用率 8.90%，管理费用率 5.01%，财务费用率 0.85%，较去年同期分别变化+0.58pct、-2.17pct、-0.07pct。经营活动净现金流出 0.73 亿元，同比减少 28.21%。

成本关税影响减弱，宠物板块业绩持续增长。从板块主要公司看，中宠股份和佩蒂股份 2020H1 分别实现营业收入 9.88 亿元和 5.82 亿元，同比分别增长 25.58%、45.35%，均实现大幅增长，疫情对业务影响不大。

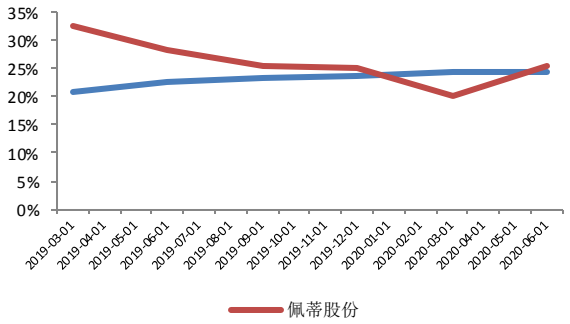
从利润端看，两家公司 2020H1 分别实现归母净利润 0.46 亿元和 0.43 亿元，同比分别增长 186.31%、88.74%，毛利率分别为 24.51%、25.38%，较去年同期分别变化+2.07pct、-2.89pct。从区域发展看，两家公司国内市场持续发力收入高增，中宠股份、佩蒂股份国内业务分别实现营收同比增长 55.05%和 67.84%。

图 30：主要宠物企业营业收入变化（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 31：主要宠物企业毛利率变化（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

投资策略：疫情下宠物食品刚需属性凸显，成本改善叠加关税影响减弱，公司业绩高增。预计下半年鸡肉价格不存在大幅上涨的基础，成本同比改善更为明显，持续支撑业绩释放。未来宠物食品企业的广阔市场在国内，具备产品力、营销力和品牌力的企业能够在充分享受市场红利，树立自有品牌。持续看好宠物食品企业盈利改善叠加自有品牌持续拓展，推荐标的中宠股份、佩蒂股份。

5. 纺服轻工：二季度改善明显，趋势有望延续

整体来看，轻工和纺服行业景气度有望持续改善。纺服板块港股运动服饰普遍业绩超预期，A 股中高端服饰韧性强、大众服饰修内功。造纸行业进入底部区间，需求转暖纸价有望持续提升；竣工持续回暖，工程渠道延续高增长，软体家具零售端修复，家居行业景气度有望延续；疫情催生生活用纸、海外办公产品需求，消费类轻工成长性凸显。

纺服行业 A 股主要的 78 家上市公司 1H2020 营业收入同比减少 20.41%，归母净利润同比减少 52.50%。2Q2020 营业收入同比减少 10.84%，增速较 1Q2020 下降 18.99 个百分点，归母净利润同比减少 26.55%，增速较 1Q2020 上升 46.25 个百分点。截止 2020 年 6 月末基金持仓历史地位，估值修复有望持续。港股四家运动品牌，上半年收入合计仅下滑 0.89%，归母净利润下滑 29.62%，表现好于 A 股公司。

轻工制造行业主要公司 1H2020 营业收入同比下降 7.30%，净利润同比下降 20.40%；随着经济生产活动的恢复，二季度行业修复明显，2Q2020 营业收入同比上涨 1.00%，增速较 1Q2020 提升 17 个百分点，净利润同比下降 16.70%，增速较 1Q2020 提升 9.3 个百分点。

纺织服装和轻工制造板块年初至今的市场表现都比较疲弱：SW 纺织服装板块上涨 0.87%，跑输上证综指 10.73 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名第 24 位。SW 轻工制造板块上涨 2.20%，跑赢上证综指 4.35 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名第 16 位。

下半年纺织服装和轻工制造分别别建议关注三条投资主线：

纺织服装：1）港股运动服饰：中期业绩强势，品牌和制造端各有亮点。整体港股运动服饰好于 A 股服装家纺及制造。长期看，疫情强化了大众的健身意识，运动行业增速有望提升。继续推荐单品牌&内循环模式的李宁，ODM 能力突出长期逻辑得到强化的申洲国际，以及零售转型先驱安踏体育。**2）A 股服装家纺板块：**中高端品牌韧性强，大众品牌修炼内功。上半年中高端定位的品牌韧性更强，业绩下滑幅度明显较小，尤其追求内生增长的高端女装；大众品牌在疫情之下趁机修炼内功，补足短板，在公司运营层面显示出积极的改善。**3）纺织制造板块等待三季度订单改善：**海外品牌三季度库存水平有望大幅转好，订单有望恢复从海外服装公司公布的业绩看，二季度压力较大，但是三季度趋势良好。另一方面，疫情也加速了供应商的整合，疫情之下品牌方对供应链的反应能力要求更高，垂直一体化和有成本优势的企业健盛集团等将受益于行业整合。

推荐标的：地素时尚、海澜之家、太平鸟、李宁、安踏体育、申洲国际

风险提示：海外疫情控制较慢出口受限等，国内消费复苏不及预期。

轻工制造：1）文化纸需求有韧性，纸价进入上行通道。随着全国范围的学校开学，以及传统两节的临近，文化纸将进入传统旺季；同时，明年是建党 100 周年，党建书籍需求具备充分韧性。6 月以来，文化纸已经先后两次提价，行业景气度有望持续修复。今年受疫情影响，中小产能持续出清，行业格局持续改善。近年来龙头企业持续产能扩张，浆纸一体化布局优势凸显。**2）疫情提升居民卫生防护意识，生活用纸人均消费量提升空间较大。**当前生活用纸的品类更加完善，此次疫情的发展将再次提升居民卫生防护意识，促进居民进行纸巾、湿纸巾等相关产品的消费。当前木浆价格进入底部区间，由于供给端持续扩张，库存高居不下，需求端依旧疲软，预计下半年木浆价格仍将维持低位震荡，生活用纸企业盈利水平有望延续。**3）工程渠道延续高增长，软体家具零售端修复。**随着经济活动逐步恢复，竣工情况持续改善，有望带来地产后周期回暖。上半年工程渠道受疫情影响较小，同时随着精装房渗透率的提升，木门、卫浴、五金件等企业表现亮眼。下半年随着居民装修进度的推进和线下零售端的恢复，软体家具同样将迎来景气度提升。

推荐标的：维达国际、梦百合、太阳纸业、公牛集团。

风险提示：国内消费复苏不及预期、原材料价格波动风险。

5.1 服装家纺：高端景气，大众筑底

2020 上半年疫情影响下服装家纺行业表现平淡，二季度较一季度趋势大为好转，高端品牌好于大众品牌。为了更好的体现细分行业趋势，我们对服装家纺（申万分类）进行了个别公司的剔除，调整后的数据显示：2020H1 服装家纺行业收入下滑 23.09%，净利润下滑 64.32%；二季度版块收入下滑 11.60%，净利润下滑 45.20%，都有大幅的收窄。

子行业来看，大众消费筑底，中高端服装显示出韧性。1）高端女装 Q1 收入受疫情冲击，但 Q2 实现迅速复苏，业绩韧性强。板块内部也体现出分化，其中地素时尚表现最好，二季度收入和业绩均实现了正增长；会员管理和门店管理的精细化是关键。2）大众服饰继续筑底，大众市场消费信心仍待回升。大众休闲服装收入和业绩下滑幅度较大。3）男装品牌在二季度恢复状况较好，行业降幅已收窄到个位数，在二季度大部分男装公司基本实现了收入的正增长。4）家纺四家重点公司 2020H1 合计收入同比下降 11.51%，控制折扣较好使得业绩下滑幅度并不大，仅下滑 17.97%。

表格 3：服装家纺子版块上半年收入和业绩情况

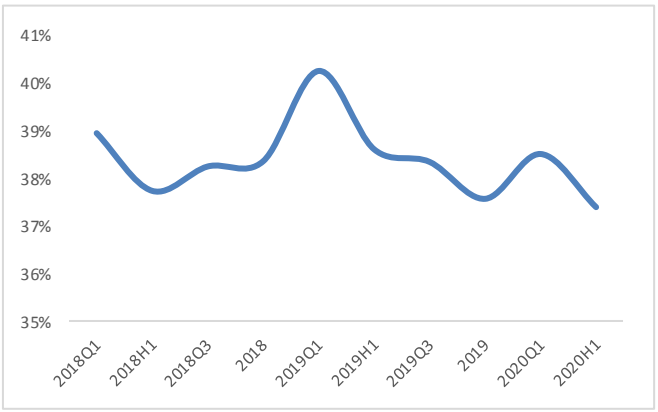
行业/项目	2020Q1	2020Q2	2020H1

男装	收入增速	-34.35%	-8.25%	-22.98%
	业绩增速	-75.87%	-18.87%	-53.01%
女装	收入增速	**-20.88%**	**-7.87%**	**-14.58%**
	业绩增速	-7.13%	-66.22%	-33.31%
休闲	收入增速	-40.26%	-14.40%	-28.23%
	业绩增速	-133.33%	-93.45%	-119.06%
家纺	收入增速	-20.33%	-2.92%	-11.51%
	业绩增速	-38.79%	15.74%	-17.97%

资料来源：wind，东兴证券研究所

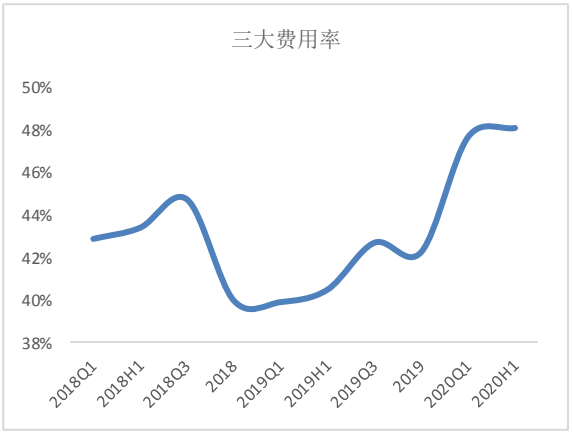
服装家纺的盈利能力主要受到费用端拖累。1）服装家纺毛利率整体能维持平稳，后续关注库存情况。2020H1下游服装家纺毛利率为37.40%，同比下降1.21pct。其中Q1/Q2分别为38.51%/36.47%，同比下降1.74pct/0.33pct。2）**费用方面销售费用上升明显，二季度的费用较一季度略有缓解，主要是两方面原因，**一是收入大幅好转，带来的门店租金、销售人员成分分摊的压力大幅好转；二是，一季度商场等物业方提出的租金优惠，多在二季度实际落地，费用冲减体现在了二季度。

图 32：主要服装家纺公司整体毛利率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 33：主要服装家纺公司三大费用率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

库存水位同比情况不高，好于预期。受到疫情的印象存货周转放缓，但整体平稳可控。1）从存货绝对额看，板块整体库存水位较去年同期仅上升4.29%。3）但周转率有明显放缓，上半年存货周转天数为247天，比去年同期增加了52天。预计下半年随着双十一等活动的开展，服装家纺上市公司的库存水平能得到缓解，我们预计行业库存将在2021Q1回到正常水平。

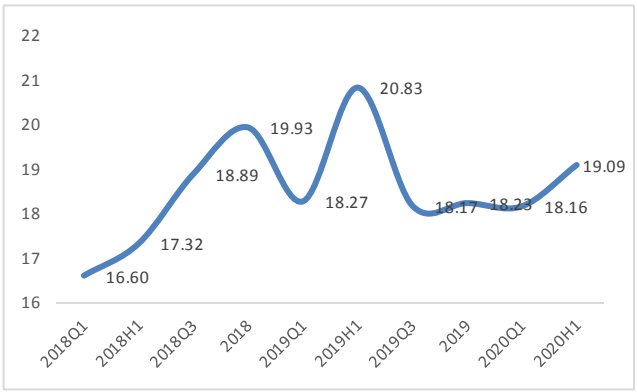
市场回顾及投资策略：年初至8月30日，服装家纺板块仅上涨1.68%，龙头公司的PE水平处在历史较低位置上。建议关注疫情下具备韧性，且持续提升自己运营能力的品牌公司。重点标的：地素时尚、海澜之家、太平鸟。

5.2 纺织制造：订单仍待改善

上游纺织方面，受到海外疫情加重的影响，二季度收入改善仍不明显。2020H1 纺织制造行业收入下滑 17.55%，下滑幅度小于下游服装家纺；净利润下滑 29.85%，下滑幅度亦小于下游品牌服饰。二季度版块收入下滑 12.45%，净利润下滑 25.38%，整体改善幅度没有下游改善幅度大。但是，随着 Q3 以来海外复工复产的推进，上游纺织制造业收入有望持续恢复。

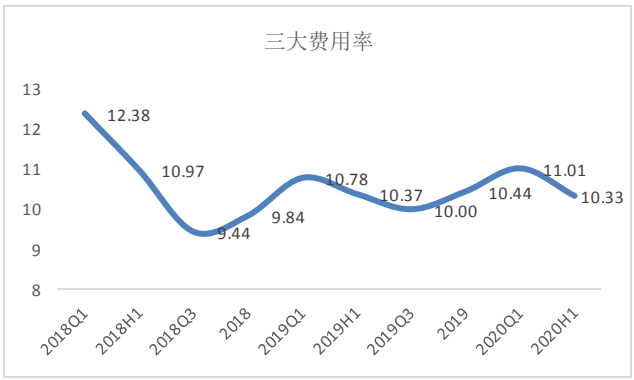
开工率不足导致纺织公司毛利率下滑。上半年板块的毛利率为 19.09%，较去年同期下降了 1.74pct。疫情在海外持续扩散导致海外需求持续低迷，工厂开工率不足使得摊销及人工成本压力提升，拖累了毛利率水平。重点公司方面，健盛集团定位偏高端的无缝业务承压，导致了毛利下滑至 20.41%。

图 34：纺织制造板块毛利率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 35：纺织制造板块费用率情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

重点公司费用管控得当，控费能力不断提升。纺织制造板块 2020H1 三大用率为 10.33%，同比减少 0.04pct。其中销售费用率为 3.54%，同比增加 0.4pct；管理费用率为 4.88%，同比增加 0.26pct。费用的变动情况较小，相对维持在健康水平。

库存周转健康，运营质量稳健。上半年上游纺织的整体库存保持在健康水平，同比去年同期仅增长 4.83%。2）从周转天数看，板块周转天数减少 22 天至 171 天。表明库存仍是比较健康的水平，预计下游的复苏能较快的传到至上游工厂。

市场回顾及投资策略：纺织制造板块年初至 8 月 30 日下跌了 0.67%。由于海外疫情不确定性因素较大，仍在在影响纺织行业发展前景，但是行业危险与机遇并存，龙头公司存在着提升份额的机会。22020H2 对于纺织公司而言，有望实现一定的生产及销售恢复。我们建议关注处在优势赛道上，且产能规划比较清晰的纺织制造公司，重点标的：健盛集团。

5.3 运动服饰：收入端呈现赛道优势，利润端凸显公司能力

运动品牌收入韧性强，显示出赛道的优势；上游制造龙头订单下滑幅度小，成本控制能力强。港股四家运动品牌，上半年收入合计仅下滑 0.89%，归母净利润下滑 29.62%。申洲国际上半年收入同比减少 0.45%，归母净利润同比增加 4%，业绩表现突出。分公司看，安踏、李宁、特步、361 度上半年的收入增速分别为 0.20%、-0.97%、10.06%、-17.21%，收入增长情况显著优于其他子版块。

利润端表现整体良好，品牌双龙头表现优秀。2020H1 安踏体育净利润 16.6 亿元，同比下滑 33.22%；李宁净利润 6.8 亿元，同比下降 14.05%；特步国际净利润 2.5 亿元，同比大幅下降 46.45%。双龙头安踏、李宁的控成本和降费用能力更为突出。

表格 4：运动板块重点公司上半年收入、业绩增速

板块	公司	2020H1 收入增速	2020H1 业绩增速
运动品牌	安踏体育	-1.00%	-28.60%
	李宁	-1.20%	21.70%
	特步国际	10.06%	-46.45%
	361 度	-17.21%	-22.75%
运动制造	申洲国际	-0.45%	3.99%
	裕元集团	-19.47%	-182%

资料来源：wind，东兴证券研究所

注：李宁业绩为扣除一次性损益；特步国际收入增速含并购，特步主品牌的收入为下滑4.6%

运动品牌整体毛利率保持稳定。分公司看，2020H1 安踏毛利率为 56.85%，同比增加 0.8pct，系高毛利率的 FILA 分部贡献增加。李宁毛利率为 49.46%，同比小幅下降 0.23pct，系促销零售环境下增加折扣所致。特步国际毛利率同比下降 4.12pct 至 40.48%，是计入并购品牌及主品牌折扣增加合力所致。

申洲国际在运动服饰制造领域体现出绝对优势。公司上半年收入下滑 0.45%，但是制造业的收入增长 2.3%。我们认为上半年公司的收入虽然没有明显增长，但是公司在修炼内功方面有所成效，公司在产品开发和自动化水平方面的优势更加强化，为未来长远发展做好了准备。公司成本结构优秀和较强的议价能力保证毛利率稳定，费用控制出色，使得上半年归母净利润逆势增长 4%。尤其在毛利率方面，超出市场预期，公司在疫情压力下毛利率依旧保持稳健，同比仅略微下降 0.03pct 至 30.86%，成本控制能力优秀。

市场回顾和投资建议：我们覆盖的重点公司李宁、安踏体育、申洲国际均已收复疫情后的跌幅，股价创出新高，基于对运动行业的长期看好，以及公司质地的看好，维持推荐。

重点标的：申洲国际，中期业绩超预期且维持中期派息力度，公司的长逻辑仍在强化：产能稳步建设，垂直一体化布局，面料创新&自动化，领先的 ESG 理念。李宁，单品牌&内循环模式，国内品牌里专业运动和运动潮流的典范。公司持续续打造可持续增长业务模式，公司商品经营、库存管理、店铺运营、全渠道发展、成本管理以及组织架构方面的效率都有提升空间。安踏体育，零售先行者再变革，DTC 有望为安踏品牌赋予新活力。

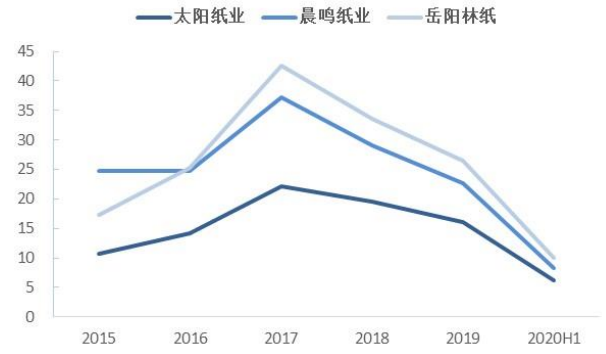
5.4 文化纸：纸价进入上行通道，需求有韧性行业景气度有望提升

学期缩水+居家办公，上半年文化纸企业受冲击明显。受疫情影响，上半年学期大幅缩短，叠加企业大多采取居家办公，文化纸的需求疲软。太阳纸业、晨鸣纸业、岳阳纸业 2020H1 营业收入同比增速分别为-3.2%、1.9%、-2.7%。而由于需求的疲软，二季度文化纸价格大幅下跌，双胶纸和铜版纸价格均下调 1000 元左右。单季度企业盈利大幅下滑，太阳纸业、晨鸣纸业、岳阳纸业、博汇纸业 2020Q2 归母净利增速分别下降 20.9%、33.5%、13.5%；二季度毛利率分别实现 22.7%、22.6%、17.5%，分别较一季度下滑了 1.87、5.66、4.37 个百分点。

需求回暖，文化纸价格进入上行通道。随着全国范围的学校开学，以及传统两节的临近，文化纸将进入传统旺季；同时，明年是建党 100 周年，党建书籍需求具备充分韧性。6 月以来，文化纸已经先后两次提价，行业景气度持续修复。纸价有望进入上行通道，叠加原材料价格维持低位震荡，文化纸企业盈利水平将持续改善。

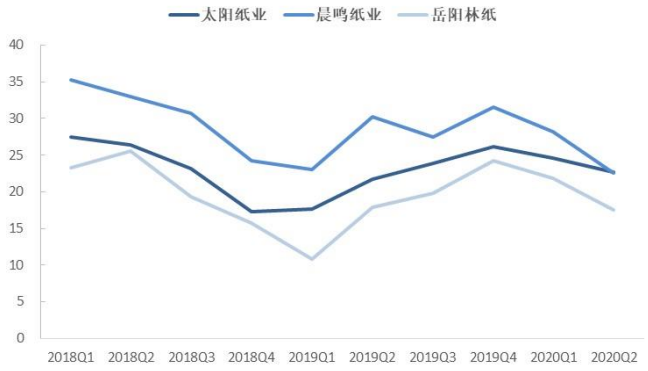
行业集中度不断提升，马太效应强者恒强。当前文化纸行业格局相对较优，双胶纸 CR4 为 56%，铜版纸 CR4 高达 81%。一方面，龙头企业在逆市中仍然有产能投放计划，太阳纸业的 45 万吨文化纸项目即将投产，博汇纸业拟投产 45 万吨静电复印纸。随着环保政策的持续收紧，文化用纸行业结构有望进一步分化，大厂商将进一步吞噬小厂商份额。另一方面，以太阳纸业、晨鸣纸业为代表的龙头公司，通过林浆纸一体化布局打造企业原材料供应体系，不断强化成本优势，提升企业竞争力和可持续发展能力。

图 36：主要文化纸企业净资产回报率变化情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 37：主要文化纸企业单季度销售毛利率变化情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

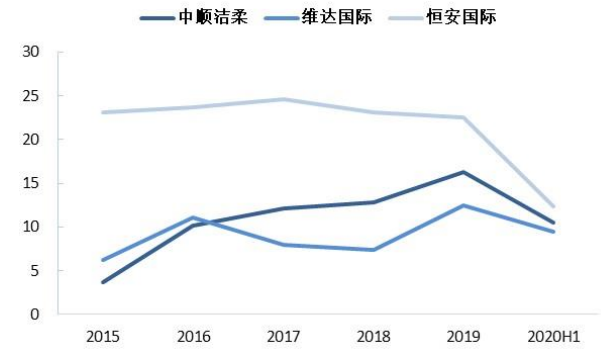
5.5 生活用纸：企业盈利水平有望维持，人均消费量提升空间较大

受益于木浆价格持续走低，生活用纸企业表现亮眼。上半年，三家生活用纸企业都交出了优异的中报成绩，维达国际、中顺洁柔、恒安国际 2020H1 归母净利润同比增速分别为 108%、65%、20%。年初至今，木浆价格持续下行，上半年外盘针叶浆、阔叶浆价格分别下滑 8.06%、8.65%。木浆的低位运行，极大程度的提升了生活用纸企业的盈利水平，维达国际、中顺洁柔、恒安国际的销售毛利率分别实现 38.5%、46.6%、44.1%，较去年同期分别提升 10.4、9.9、6.8 个百分点。

浆价不具备大幅反弹条件，企业有望维持当前盈利水平。从供给端来看，目前国际浆厂生产正产，疫情对产能影响很小，供应充足，浆厂库存均处于高位，且明年底有 100-200 万吨的新增产能投放。从需求端来看，海内外经济需求恢复相对缓慢。因此木浆价格不具备大幅提升的条件。且当前生活用纸企业木浆库存较为充足，基本维持在 6 个月左右水平，成本优势至少维持到明年一季度。

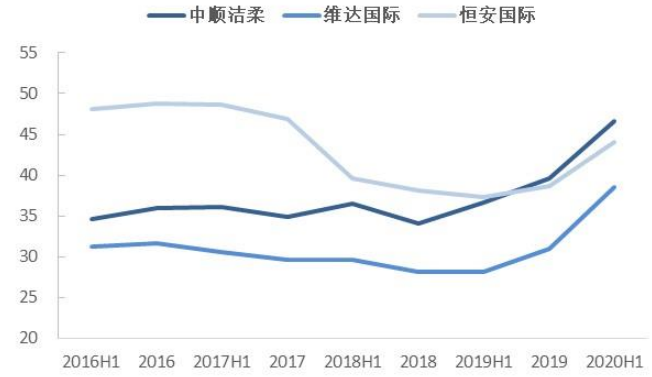
生活用纸人均消费量提升空间较大，产品结构升级提升产业价值。短期来看，受疫情影响，消费者的生活卫生习惯有了很大程度的改善，生活用纸及湿纸巾的使用量、渗透率均有提升。长期来看，当前我国人均生活用纸消费量仍然较低，与欧美地区相比仍有翻倍提升空间。当前国内生活用纸市场 CR4 仅为 33%，与美国生活用纸市场 CR4 高达 75%相比，上升空间也同样较大。近年来，环保政策不断趋严，同时在消费升级的背景下，品牌升级和品类扩张的压力使得中小厂商出清加速，头部集团通过产品结构升级和品类扩展，不断提升市场份额。

图 38：主要生活用纸企业净资产回报率变化情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 39：主要生活用纸企业销售毛利率变化情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

5.6 家具：工程渠道延续高增长，软体家具零售端修复

精装房渗透率提升+竣工修复，工程渠道延续高增长。上半年来看，一季度本身为开工淡季，家居企业工程渠道受到冲击较弱。随着二季度的复产复工，工程渠道也延续了高增长趋势，叠加精装房渗透率的不断提升，木门、卫浴、五金件、地板等企业表现亮眼。江山欧派、海鸥住工、坚朗五金、大亚圣象 2020H1 营收同比增速分别为 45.39%、10.71%、24.36%、-17.61%，其中大亚圣象单季度业绩提升较大，二季度同比增速较一季度提升 53.5 个百分点。

软体家居零售端回暖，盈利水平维持景气。二季度随着居民经济活动的回暖，软体家居企业也开始出现零售端的修复。顾家家居、喜临门、梦百合二季度营收同比增速分别为 0.91%、3.98%、71.22%，分别较一季度提升了 7.9、17.6、36.8 个百分点。同时软体家居企业都维持了较高的盈利水平，三家企业 2020H1 毛利率分别为 35.6%、29.9%、39.5%，敏华控股 2019 年毛利率为 36.4%。

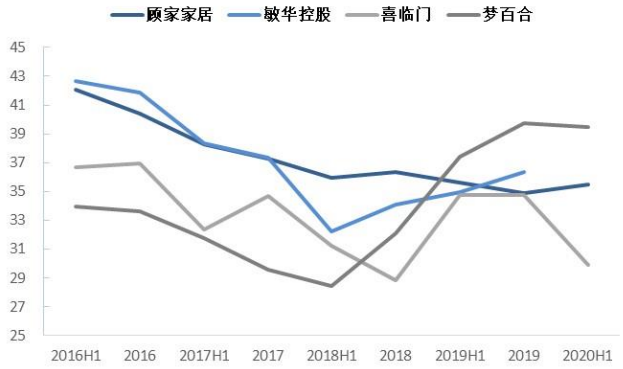
竣工回暖趋势依旧，家居企业将迎来业绩修复。年初至今，房地产竣工增速持续改善，与销售面积缺口持续缩窄。同时，精装房渗透率的提升推动了工程渠道的放量增长。目前，家居子行业普遍 B 端市场集中度高于 C 端市场，工程渠道的放量有望持续改善行业竞争格局，龙头企业马太效应强者恒强。软体家具方面，随着消费升级和宅经济的兴起，沙发和床垫市场同样有望迎来高速增长。海外方面，随着反倾销二轮的即将落地和中美贸易摩擦的持续，具有海外产能布局的梦百合、顾家家居、敏华控股等龙头企业有望持续获益。

图 40：主要工程渠道企业营收增速变化情况（%）

图 41：主要软体家居企业销售毛利率变化情况（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 重点标的近期重要事项提醒

表 1：重点标的近期重要事项提醒

公司代码	公司名称	时间	事项
食品饮料			
000568.SZ	泸州老窖	2020/9/14	限售解禁
轻工制造			
002511.SZ	中顺洁柔	2020/9/14	股东大会

资料来源：Wind，东兴证券研究所

7. 风险提示

疫情控制时间超预期，经济增速下行，突发性事件，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	珀莱雅（603605.SH）:线上渠道缓解业绩压力,新品牌孵化加速	2020-08-28
公司	广州酒家（603043.SH）:推进全渠道建设,生产蓄力旺季可期	2020-08-28
公司	太平鸟（603877.SH）：二季度业绩亮眼，公司变革效果有望持续释放	2020-08-28
公司	地素时尚（603587.SH）：中期业绩强韧，电商发力有望维持收入快增长	2020-08-27
公司	海底捞（6862.HK）：门店加速加密,翻台率已恢复八成	2020-08-27
公司	安踏体育（2020.HK）：中报彰显公司优秀运营，零售先行者再次变革	2020-08-27
公司	申洲国际（2313.HK）：稳健成长的典范，创新能力保证未来份额提升	2020-08-27
公司	科锐国际（300662.SZ）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司	紫光学大（000526.SZ）：疫情推动线上快速发展，中高考延期至收入小幅错位	2020-08-26
公司	红旗连锁（002697.SZ）：拓店步伐持续，省外布局打开新空间	2020-08-26
公司	海澜之家（600398.SH）：新零售发力、新品牌显效，老牌男装更加与时俱进	2020-08-24
公司	梦百合（603313.SH）：产能全球化护航海外市场，渠道扩张内销持续放量	2020-08-26
公司	爱婴室:线上渠道为支撑,盈利能力环比改善	2020-08-21
公司	高鑫零售:线上 B2C 业务拉动营收增长,双品牌整合盈利能力显著改善	2020-08-21
行业	免税行业:离岛免税牌照放开助力蛋糕做大,供应链和运营能力成为核心竞争力	2020-08-20
公司	温氏股份（300498.SZ）：模式升级修内功，产业链延伸打造食品平台	2020-08-20
公司	李宁（2331.HK）：中报业绩逆势而上，继续打造可持续增长业务模式	2020-08-18
公司	溢多利（300381.SZ）："替抗"业务有望迎来快速增长期	2020-08-18
公司	生物股份（600201.SH）：复苏趋势持续，股权激励彰显发展信心	2020-08-17
行业	东兴证券食品饮料行业报告：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业	疫情强化马太效应,"标签化"品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司	天虹股份:多业态布局支撑业绩,全渠道融合助力增长	2020-08-11
行业	纺织服装：Adidas 短期亏损不掩优秀运营，三季度有望带动产业链复苏	2020-08-07
公司	露露柠檬（LULU.O）：全球服装零售观察，疫情之下公司股价缘何逆流而上？	2020-08-06
公司	永辉超市(601933):云创回归,公司加码全渠道发展	2020-08-04
行业	东兴证券食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06
公司	苏宁易购（002024）：线上规模高速增长，公司转型"零售服务商"	2020-07-31
公司	贵州茅台（600519）：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长	2020-07-30
公司	健盛集团（603558）：Q2 业绩承压，适时调整朝远期规划迈进中	2020-07-30
行业	整装卫浴：行业春风已至，传统卫浴企业后来居上	2020-07-24
公司	紫光学大（000526）：定增预案落地，创始人将成实控	2020-07-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳
香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师：孟斯硕
工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

分析师：程诗月
美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师：王习
香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券、长城证券，2017 年加入东兴证券，目前覆盖军工和零售行业。

分析师：王棠
对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师：王长龙
美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018 年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

分析师：赵莹
澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师：王洁婷
美国俄亥俄州立大学学士，普渡大学硕士，四年证券研究经验，曾研究过策略，家电等行业，2020 年加入东兴证券，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

额
研究助理：刘田田
对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加

入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

研究助理：常子杰
中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理：张东雪
南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526