

美股一周总结 08.13-08.24

证券研究报告

2019年08月24日

奢侈品牌表现分化；沃尔玛与梅西百货的零售业荣辱互现；工业大麻热度暂退，龙头公司仍待市场机会

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070001
mahe@tfzq.com

奢侈品高端消费未减速，但各品牌表现分化明显

各大奢侈品巨头先后发布财报，由于产品组合、经营策略的不同，各家公司的基本面也表现分化，LVMH 表现出越发强大的产品组合协同和稳定性，Hermes 则依靠稀缺性维系品牌价值，我们也较为看好两者的价值韧性。而 Kering 在经历 Gucci 过去两年的热潮退却后亟待新品牌接力，Burberry 仍处在品牌转型阵痛期，加拿大鹅的中国扩张步伐伴随高投入和亏损，Tapestry 旗下 Coach 表现平平。

几乎所有奢侈品公司都提到中国顾客的回流趋势，与此同时，逐鹿中国内地的奢侈品牌将更直面中国消费者。中国市场向年轻化和电商化的趋势，和易变的消费者偏好意味着需要花费更大精力投入培养用户粘性。基本所有奢侈品商均提到在中国市场向社交媒体和电商渠道渗透的努力。Bain 预测到 2025 年，中国顾客消费体量会占到全球奢侈品市场 45% 份额（2018 年为 32%），而国内消费比例则会从当前的约四分之一提升至约一半。作为消费主力的中国顾客进一步消费回流国内，我们认为由于国内关税和增值税较高，奢侈品公司需补贴一部分税费来保证全球同价策略，结合对中国市场的线上线下营销，有可能会对公司利润率带来一定压力。但面对其他地区销售疲软，奢侈品公司面对中国顾客的“回国”之势，能否顺势而为以量补价，值得进一步关注。近两年来奢侈品潮牌化的趋势，增加了大众营销的同时有可能降低品牌稀缺性，也成为一把双刃剑。中国人对于奢侈品的购买能力有目共睹，但如何更接近中国消费者和迎合其审美品味，是奢侈品牌要长期思考的课题。

美国后周期零售业“WATCH”与“Macy's 们”的荣辱互现

我们此前报告指出美国零售业面临着外忧内困的局面。此前纽约联储预计今年 5 月的关税加征会为美国家庭带来每年 831 美元的额外成本，而市场预计 9 月和年底的第三轮加征有可能将成本提升至 1000 美元每年，美国消费者成为关税转嫁的真实受害者。近期特朗普宣布推迟关税，希望尽量避免在年底消费旺季的贸易摩擦成本转嫁国内消费者。我们认为美国 7 月零售数据虽向好，但 8 月消费者信心指数滑落至年初以来最低，而以低油价、低失业率支撑的美国零售，或随着消费者越发显著的低价偏好，也从内部令零售需求承压。美国零售股板块呈现更加明显的分化：“低价+电商”成为零售公司依托的命门，甚至衍生出以沃尔玛(WMT)、亚马逊(AMZN)、Target(TGT)、Costco(COST)、Home Depot(HD)为代表的“WATCH”零售股组合。

以“低价+电商”成为主线：TJX、Costco、Walmart、Dollar General、Target 发挥规模效应获得采购折扣，并坚持低价策略优势，成为年初至今涨幅均跑赢 S&P500 的“防御性标的”；同时亚马逊开启的电商时代对线下零售业的冲击，沃尔玛、Target 等及时转型发力电商的公司顺势而为开始享受消费者购买习惯转型红利，但 J.C. Penney、Sears、Macy's 为代表的传统百货商场却在冲击下转型迟缓而日薄西山。此外 Home Depot 如果能在地产后周期保持低价和服务质量，也有望享受家装升级消费趋势。

工业大麻热度暂退，龙头公司仍在亏损中等待市场机会

Canopy Growth 和 Tilray 作为工业大麻的龙头公司，经历去年市场热潮后热度退却，今年面临早期需求波动和投入扩张的问题，板块表现不佳，Canopy Growth 相对最高点股价跌 50%，Tilray 跌 85%；目前 Canopy Growth 市值约 95 亿美元，Tilray 市值约 30 亿美元。我们认为，当前仍处在工业大麻市场发展初期，FDA 此前也对 CBD 市场持保守态度，直指三大问题：1) CBD 实际效用的进一步科学支撑，2) 监管标准待完善，3) 市场和用户认知仍待普及。我们认为下一个市场催化有可能是今年 12 月或明年 3 月的联合国 CND 会议，将对把 CBD 从 1961 公约毒品管制名单里删除进行表决。

风险提示：公司业绩披露不达预期，贸易摩擦影响市场情绪

1.1. 高端消费未减速，各品牌也分化

上周加拿大鹅和 Coach 母公司 Tapestry 发布财报，我们也回顾此前奢侈品行业巨头 LVMH、Burberry、Hermès、Kering 先后发布的财报，中国顾客的奢侈品消费体量在全球奢侈品市场的重要地位凸显。

由于各家公司产品组合、经营策略的不同，基本面也表现分化，LVMH 表现出越发强大的产品组合协同和稳定性，Hermès 则依靠稀缺性维系品牌价值，我们也较为看好两者的价值韧性。而 Kering 在经历 Gucci 过去两年的热潮退却后亟待新品牌接力，Burberry 仍处在品牌转型的阵痛期，加拿大鹅的中国扩张步伐伴随高投入和亏损，Tapestry 旗下 Coach 表现平平。

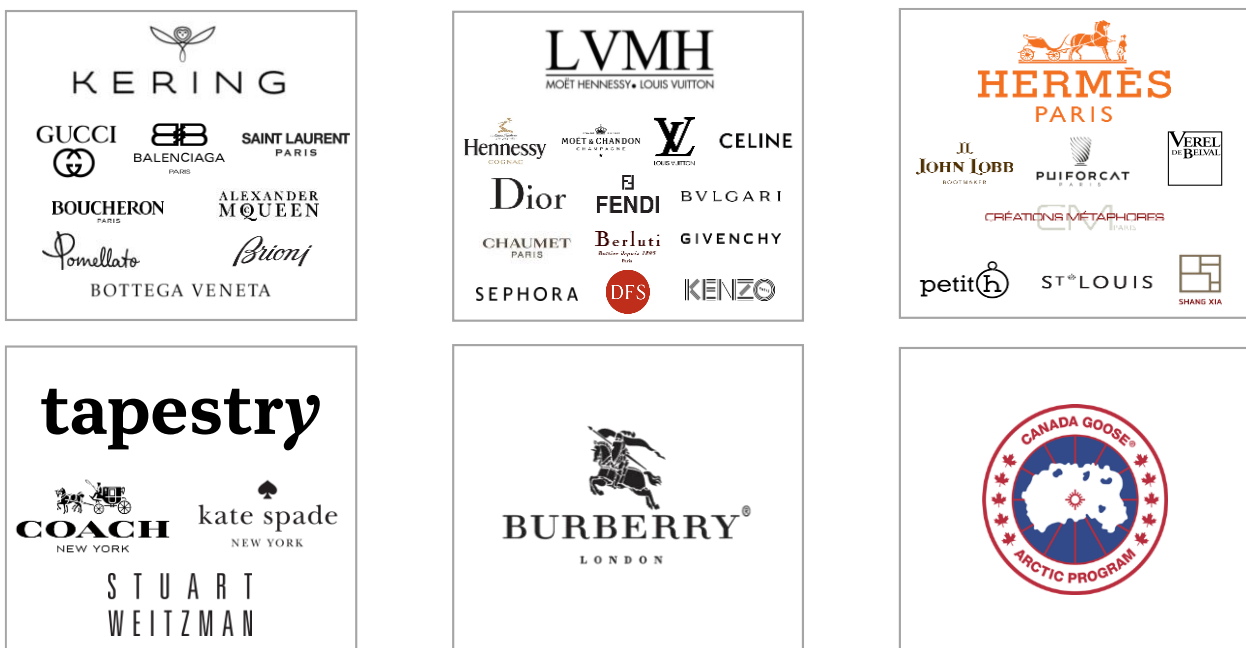
在经济增速放缓及贸易摩擦的背景下，此前市场一直对于中国消费动力放缓报以担忧。不过中国顾客，尤其是 23-38 岁的千禧一代仍然展现对奢侈品的强大消费活力，各品牌也加大中国市场营销投入，利用社交媒体增加曝光度，扩大零售及电商等分销网络。自 7 月起，部分服装鞋帽等进口关税下调，亦将降低奢侈品大牌引入成本，带动国内消费，6 月底 Louis Vuitton 中国官网销售的部分商品价格已经有所下调。

Bain 预测到 2025 年，中国顾客消费体量会占到全球奢侈品市场 45% 份额(2018 年为 32%)，而国内消费比例则会从当前的约四分之一提升至约一半。但作为消费主力的中国顾客进一步消费回流国内，我们认为由于国内关税和增值税较高，奢侈品公司需补贴一部分税费来保证全球同价策略，结合对中国市场的线上线下营销，有可能会对公司利润率带来一定压力。但面对其他地区销售疲软，奢侈品公司面对中国顾客的“回国”之势，能否顺势而为以量补价，值得进一步关注。

几乎所有奢侈品公司都提到中国顾客的回流趋势，与此同时，逐鹿中国内地的奢侈品牌将更为直面中国消费者。中国市场向年轻化和电商化的趋势，和易变的消费者偏好意味着需要花费更大精力投入培养用户粘性。包括爱马仕推出.cn 网站，Richemont 旗下电商 YNAP 与阿里合作，基本所有奢侈品商均提到在中国市场向社交媒体和电商渠道渗透的努力。

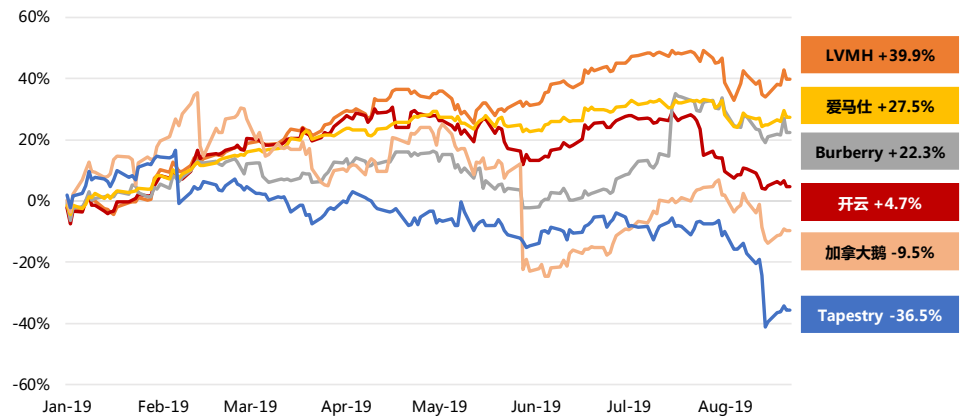
受益于网购、KOL 带货、数字化营销等本地线上体系的搭建，近两年来奢侈品潮牌化的趋势，需要增加流量和曝光度，但增加了大众营销同时有可能降低品牌稀缺性，也是一把双刃剑。中国人对于奢侈品的购买能力有目共睹，但如何更接近中国消费者和迎合其审美品味，是奢侈品牌需要长期思考的课题。

图 1：6 家奢侈品公司主要品牌一览



资料来源：各公司官网，Wikipedia，天风证券研究所

图 2：6 家奢侈品公司年初至今股价涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

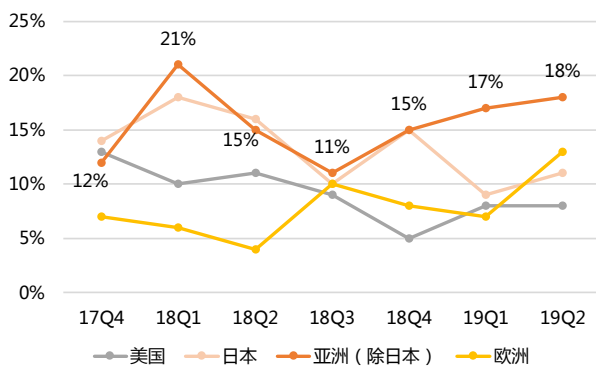
1.1.1. LVMH：多拳出击的全品类“防御型”奢侈巨头

LVMH 19Q2 销售额同比增长 12%至 125 亿欧元，高于预期的 123 亿欧元。得益于亚洲地区（除日本）的销售增长 18%，延续 Q1 17%的增速，部分缓解市场对这一关键地区经济放缓抑制奢侈品消费的担忧。其他地区，随着巴黎黄背心抗议活动减弱，法国本土市场的销售反弹，带动欧洲市场展现良好增长势头，同比增长 13%（Q1 增长 7%）；日本增速恢复两位数，但美国市场在部分高基数影响下表现平缓。

按产品分类，各产品线收入表现差异化趋势，时装皮革制品收入的增长势头强劲，增速升至 20%；其余产品类别增速趋稳，基本在 4-9%的增长区间内。随着对零售网络营销和电商的营销费用增加，公司 Q2 利润率仍然保持稳定。

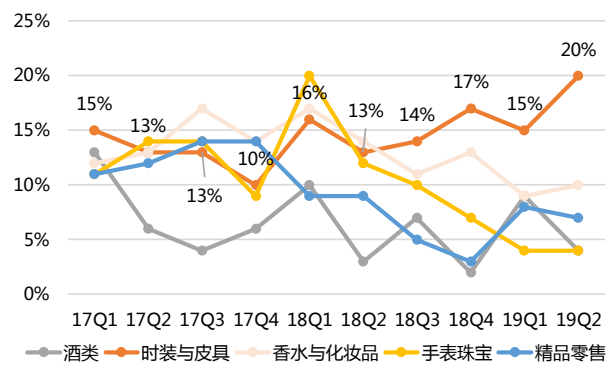
针对中国消费情况，LVMH 表示：中国时装皮革制品销售额从去年 Q4 开始加速上涨，此势头一直保持到现在，其中国内消费相对大于游客消费。电商方面，中国线上购物比例明显高于其他国家，公司注重把市场营销投资转移至数字媒体平台，以迎合中国消费者的消费习惯。另外，由于中国进口关税自今年 7 月 1 日下调，LVMH 在中国实施新的定价政策，将于 7、8 两月将产品降价 4%。我们认为 LVMH 拥有强大的国际市场份额，其作为中高端服饰、化妆品、珠宝、酒类全覆盖的巨头，多元化产品线分布，在高基数的增速放缓压力下，拥有较强的防御性。

图 3：LVMH 分地区销售收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：LVMH 分品类销售收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

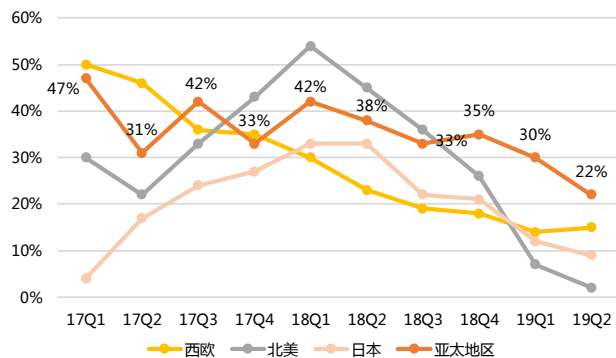
1.1.2. 开云集团：Gucci 热度不再，开云增速乏力

跟 LVMH 一样同样属于多品牌的欧洲奢侈品巨头开云集团 Q2 收入达 38.53 亿欧元，同比增长 13.2%，基本达到市场预期。但开云跟 LVMH 不一样，在产品种类上较单一，主要以衣服和皮具为主。旗下第一大品牌 Gucci Q2 营收达到 22.91 亿欧元，增速大幅下滑至 12.7%，环比下降 7.3%。经历过去两年“枯木逢春”式的全球热卖，Gucci 陷入高基数和创新乏力的阶段，若无新爆款接力，其品牌销售增速可能进一步放缓。旗下第二大品牌 Yves Saint Laurent 仍维持接近 20%的增速，但以 Balenciaga 和 Alexander McQueen 为代表的其他品牌也呈现增速回落状态。Bottega Veneta 由于低基数及品牌高管调整，Q2 销售增速转正至 0.8%，仍未明显增进，今年新款 Arco 手袋特别受中国消费者欢迎。

按地区来看，1) 亚太市场表现优异引领销售增长，营收同比增长 22%，其中中国大陆和韩国是主要驱动力；2) 西欧地区增长 15%，19 年上半年欧洲地区免税店消费游客数同比增长近 10%，其中中国和美国游客消费成为主要贡献驱动力；3) 北美市场表现疲软，同比增幅仅 2%，开云认为高基数和疲软的市场环境，同时美国消费者被分流至欧洲，均加剧了北美疲软。开云还表示北美消费者对营销投放不敏感，公司此前削减了北美营销投放。

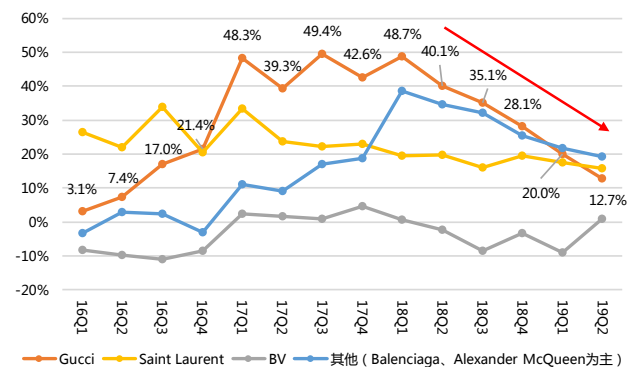
开云表示中国消费者购买意愿并未明显受到贸易摩擦影响，虽然消费者开始大量至国内回流，在国内的消费约占 50%，包括日本在内的亚洲其他地区为 30%，其余在欧洲，中国游客的海外购买继续提振公司其他市场的表现。中国成为 Gucci 继美国及英国之后的第三大电商市场，不过面对口味刁钻、风格多样的中国年轻消费群体，如何制造持续的话题性和吸引力仍将考验开云旗下各大品牌。

图 5：Kering 分地区销售收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：Kering 分品牌销售收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.1.3. Burberry：新设计总监会否带领走出转型阵痛期？

新任设计总监 Riccardo Tisci 的设计系列使 Burberry 19Q2 的营收同比增长 4%，超预期的 2%。Tisci 系列在主线商店的覆盖率由 Q1 的不到 15% 上升至 50%，Burberry 计划在年底提升至 75%。Burberry 在 Instagram、微信、抖音等社交媒体强化品牌知名度以吸引年轻消费者，专属标志设计尤其受到中国千禧一代的追捧。分地区看，亚太地区在中国大陆的推动下增长约 10%，欧洲、中东、印度和非洲(EMEIA)受旅游消费带动实现低个位数增长，美洲同比持平，主要由于加拿大市场降价导致的业绩负增长抵消了美国的小幅上升。中国顾客贡献四成收入，其中一半来自海外消费。

Burberry 属于近年表现稍逊的奢侈品商之一，过去 3 年利润持续下滑，没有抓住保守与变革的平衡点使得 Burberry 进入转型的阵痛期，17、18 年在全球面临关店潮。不过随着新任 CEO 提前入主，公司自 17 年末开展五年转型战略计划，包括削减成本及品牌定位升级，新任设计总监 Riccardo Tisci 在去年 9 月的首秀后获得热烈反馈。但市场一直观察如何将流量转化为实质销量，今年以来股价承压，不过随着 Q2 业绩超出预期，执行力和转型初显成效，股价反映正面，7 月以来涨幅超 20%。

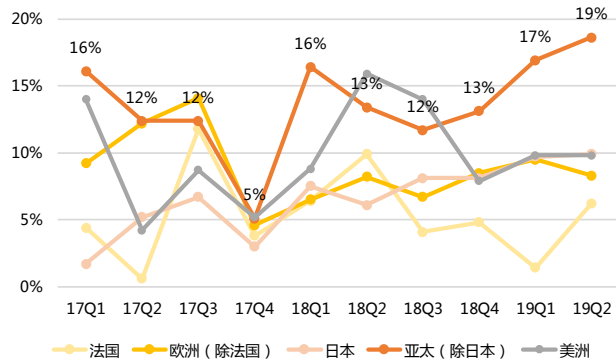
Burberry 表示将加快对分销网络的调整方案，零售方面，截至本季度末，全球已有 23 家店铺完成创意改造升级，包括位于上海静安嘉里中心的旗舰店，公司预计 FY2020 完成对 80 家门店的改造升级。

另外本季度关闭 12 家门店，同时新开 9 家门店，包括中国新开 3 家，包括上海国金中心、环贸 IAPM 和北京国贸；Burberry 目前处于持续转型过程，调整品牌定位仍然面临处理库存积压问题，加之投资新设计为利润率带来压力，公司对 FY2020 全年指引持保守态度，计划维持稳定的销售额和利润率。

1.1.4. Hermes：稀缺性与刚需属性维系品牌

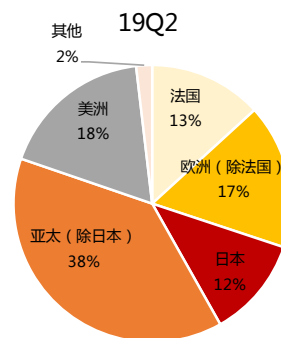
爱马仕在奢侈品牌中相对于 LV、Gucci 等大众奢侈品，属于级别更高的半顶极品类别，有更高的稀缺性和品牌溢价，也对于客户群体拥有相对应的刚需属性和不可替代性。公司 19Q2 收入 16.745 亿欧元，扣除汇率因素同比增长 12%。延续了 Q1 11.6% 的增长势头。分地区看，亚太地区（除日本外）受中国需求拉动表现优异，营收同比增长 18.6%，美洲地区增长 9.8%，欧洲地区增长 8.3%，均维持增速。随着巴黎黄背心抗议活动的减弱，法国本土市场也由 Q1 的 1.4% 显著改善至 Q2 的 6.2%。公司表示尽管去年同比基数较高，今年上半年增长势头维持强劲。按销售部门来看，包含珠宝和家居业务的其他系列部门收入增长最高，达到 20.8%，Q2 营收达到 1.3 亿欧元首次在规模上超越近期表现滞后的丝巾部门。两大支柱部门成衣和皮具部门也分别有增长 16.9% 和 12.2% 的良好表现。手表部门收入同比上涨 7.6%，较 Q1 的 22.3% 大幅回落。

图 7：爱马仕分地区销售收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：爱马仕分地区销售收入占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.1.5. 加拿大鹅中国高投入扩张，但未来三年营收增速将减半

加拿大鹅 19Q2 收入同比增长 59.1% 至 7110 万加元，远超预期的 4110 万加元。按地区看，加拿大鹅 Q2 全球各地区表现强劲，公司表示受中国及日本市场的 DTC 业务带动，亚洲地区 Q2 收入同比增长近三倍，达 1810 万加元，基于去年北京和香港开设分店以及天猫电商的成功，加拿大鹅上周在沈阳开设新店，并预计今年在内地新增两家门店；北美地区加拿大收入同比增长 40.4%，美国增长 15.8%；欧洲及其他地区收入同比增长 79.7%。公司去年收购的鞋履品牌 Baffin 的良好表现亦带动公司 Q2 业绩。

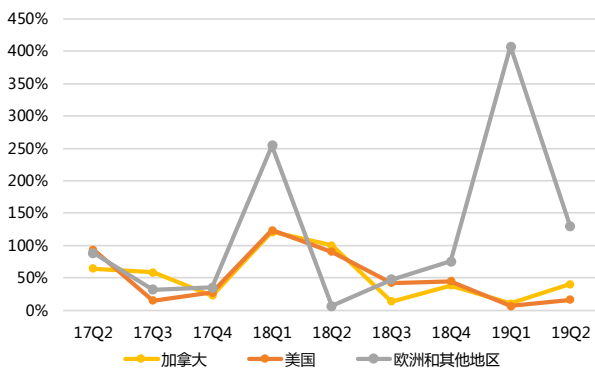
但加拿大鹅 Q2 毛利率从去年同期的 64% 降至 57.5%，未达预期的 61.6%，主要由于为满足顾客季节性需求，Q2 销售大量轻质夹克及针织衫等服装，毛利率低于其主打冬季羽绒产品。另外，公司 Q2 净亏损由去年同期的 1870 万加元扩大至 2940 万加元，每股亏损 0.21 加元，超过预期的 0.15 加元。加拿大鹅此前就预计在中国的投资和开店扩张会带来更大的经营亏损，并预计未来三年的销售额增速将放缓至每年 20% 左右，相较过去两个财年每年超过 40% 的增速减半。

1.1.6. Tapestry 难挽救 Kate Spade 颓势

Tapestry 公布 19Q2 营收为 15.14 亿美元, 低于分析师估计的 15.33 亿美元, 股价暴跌 22.6%, 至十年来最低。旗下最大品牌 Coach 收入为 11 亿美元, 与上年同期持平, 作为美国系轻奢品牌定位也较尴尬, 难享品牌溢价。毛利率为 69.7%, 同比持平。最近 Coach 陷入因“问题 T 恤”而遭中国代言人刘雯解约的尴尬。17 年收购的品牌 Kate Spade 仍表现低迷, 同店销售跌 6%, 超过 1.39% 降幅的预期。鞋履品牌 Stuart Weitzman 收入为 8520 万美元, 同比增 17%, 但毛利率由 18Q2 的 50.3% 下滑至 33.7%。

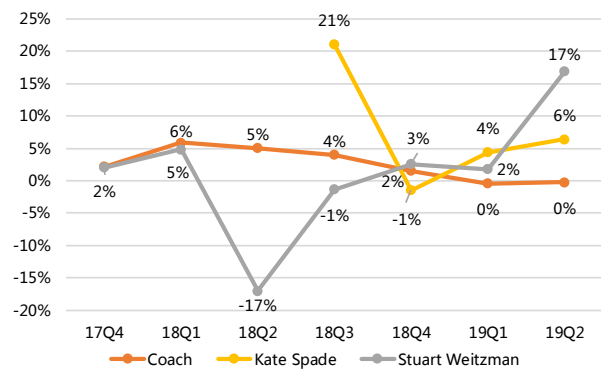
Tapestry 表示 Kate Spade 销售额的下降是由于缺乏吸引消费者的产品系列以及同档次竞争品牌的大幅折扣, 重新上线其经典系列以挽回销售额的策略并未奏效。Tapestry 将削减新开店数量转而专注于提高利润率以挽救 Kate Spade 的销售额。Tapestry 指引 Q3 收入和盈利都会下降, 预期 FY20 EPS 仅能维持持平, 低于之前预期的两位数增长, 实际净利润则按年下跌, 收入预期则维持个位数增幅。

图 9: 加拿大鹅分地区销售收入同比增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 10: Tapestry 分地区销售收入同比增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

1.2. 美国后周期零售业“WATCH”的稳定表现与“Macy's 们”的日薄西山

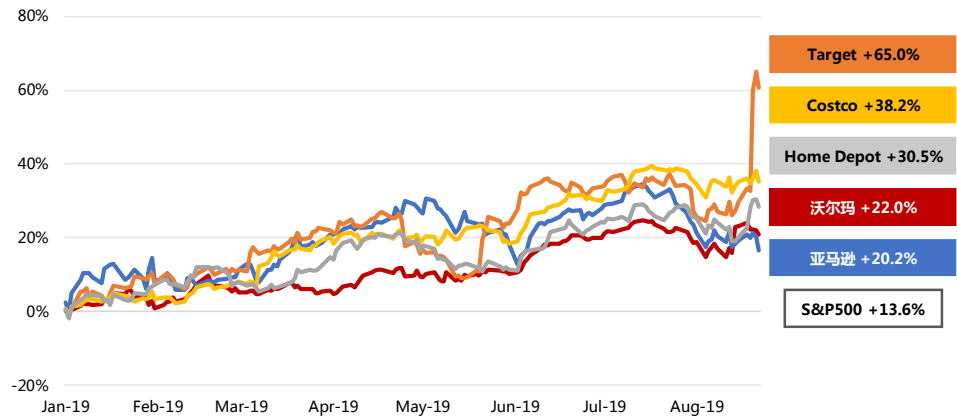
我们此前报告指出美国零售业面临着外忧内困的局面。此前纽约联储预计今年 5 月的关税加征会为美国家庭带来每年 831 美元的额外成本, 而市场预计 9 月和年底的第三轮加征有可能将成本提升至 1000 美元每年, 美国消费者成为关税转嫁的真实受害者。近期特朗普宣布推迟关税, 尽量避免在感恩节、圣诞节消费旺季的时候贸易摩擦成本进一步转嫁国内消费者, 直接影响到消费者的购买信心和购买力。

我们认为美国 7 月零售数据虽向好, 但 8 月消费者信心指数滑落至年初以来最低, 而以低油价、低失业率支撑的美国零售, 或随着消费者越发显著的低价偏好, 也从内部令零售需求承压。美国零售股板块呈现更加明显的分化: “低价+电商”成为零售公司依托的命门, 甚至衍生出以沃尔玛(WMT)、亚马逊(AMZN)、Target(TGT)、Costco(COST)、Home Depot(HD)为代表的“WATCH”零售股组合。

以“低价+电商”成为主线: TJX、Costco、Walmart、Dollar General、Target 发挥规模效应获得采购折扣, 并坚持低价策略优势, 成为年初至今涨幅均跑赢 S&P500 的“防御性标的”; 同时亚马逊开启的电商时代对线下零售业的冲击, 沃尔玛、Target 等及时转型发力电商的公司顺势而为开始享受消费者购买习惯转型红利, 但 J.C. Penney、Sears、Macy's 为代表的传统百货商场却在冲击下转型迟缓而日薄西山。此外 Home Depot 如果能在地产后周期保持低价和服务质量, 也有望享受家装升级消费趋势。

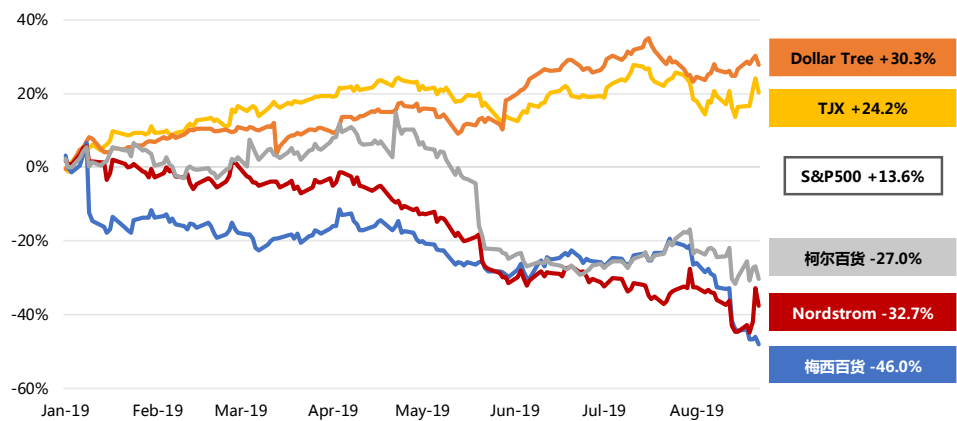
因此我们也看到“沃尔玛们”与“Macy's 们”表现越发荣辱互现, 上周三零售股崩盘, Macy's 单日下跌 13.2%, 上周累计跌 17.8%; Kohl's 和 Nordstrom 单日均跌超 10%。而沃尔玛仅跌 1.1%, 且是近期唯一调高盈利预期的零售商, 周四公布业绩后涨 6.1%。本周 Target 业绩指引均超预期更单日大涨 20%。

图 11：“WATCH”零售股组合年初至今股价涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：部分零售股年初至今股价涨跌幅的“荣辱互现”



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.1. 沃尔玛表现超预期，电商业务延续强劲势头

美国零售巨头沃尔玛 FY20 Q2 收入 1304 亿美元，同比增 1.8%，超预期的 1301 亿美元；EPS 1.27 美元，超预期的 1.22 美元。其表现使市场对零售消费将萎缩、美国经济将陷入衰退的担忧有所减轻。今年以来，公司电商平台所售品牌新增 1200 余种，使得电商业务连续两季保持高增速，本季收入同比增 37%，为收入增长重要推力，但亏损由 14 亿美元扩大至 17 亿美元；美国门店收入同比增 2.8%，高于预期的 2.07%。预期方面，公司维持 FY20 全年收入增 2.5%至 3%、电商业务增 35%的预测，并将 EPS 预期从“低个位数轻微下滑”调高为“轻微下降或轻微上升”（该预测包含收购印度电商 Flipkart 的影响），是近期唯一调高盈利预期的零售商。上周业绩公布后，沃尔玛涨 6.2%。

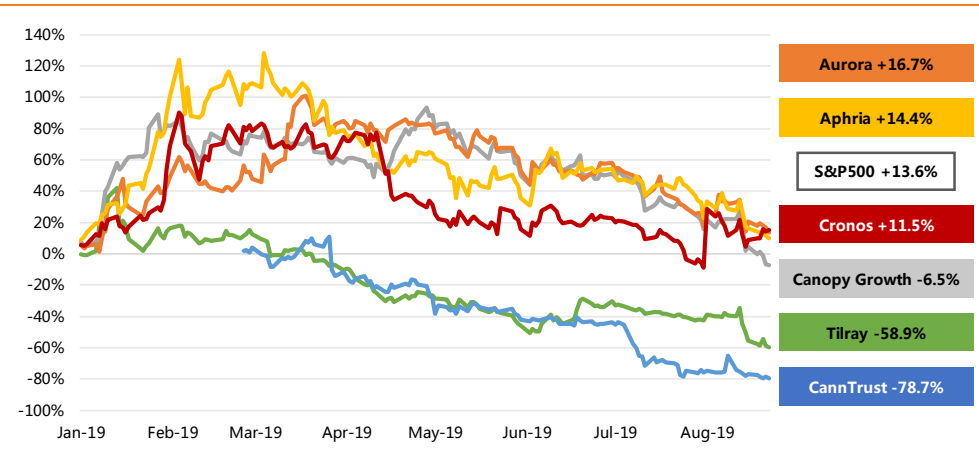
1.2.2. Macy's 表现不及预期，外忧内困双重压力

Macy's 为代表的传统零售公司表现疲软，不达预期且下调指引。Q2 收入同比降 0.47%至 55.46 亿美元，与预期持平；调整后 EPS 0.28 美元，远逊于预期的 0.45 美元。公司下调 FY19 调整后 EPS 至 2.85 至 3.05 美元。毛利率跌至 38.8%，为近年来最低。面临女装运动服自主品牌时尚失误、春装因天气偏暖滞销、以及国际游客客流持续减少三大挑战，公司割价促销清理剩余库存，加上新会员计划的在线业务产生额外的配送费用，Q2 业绩面临许多内部压力。开店超 12 个月的同时店销售额增长 0.3%，虽连续七个季度实现增长，但过去三个季度增速都不到 1%。鉴于顾客对之前因关税带来的提价接受程度不高，公司表示新一轮 10%的关税调整后不会将关税转嫁给消费者，但会对公司 EPS 造成 0.05 美元的负面影响。Macy's 上周跌 17.76%。

1.3. 工业大麻热度暂退，龙头公司仍在亏损中等待市场机会

Canopy Growth 和 Tilray 作为工业大麻的龙头公司，经历去年市场热潮后热度退却，今年面临早期需求波动和投入扩张的问题，板块表现不佳，Canopy Growth 相对最高点股价跌 50%，Tilray 跌 85%；目前 Canopy Growth 市值约 95 亿美元，Tilray 市值约 30 亿美元。我们认为，当前仍处在工业大麻市场发展初期，FDA 此前也对 CBD 市场持保守态度，直指三大问题：1) CBD 实际效用的进一步科学支撑，2) 监管标准待完善，3) 市场和用户认知仍待普及。我们认为下一个市场催化有可能是今年 12 月或明年 3 月的联合国 CND 会议，将对把 CBD 从 1961 公约毒品管制名单里删除进行表决。

图 13：部分工业大麻公司年初至今股价涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.1. Canopy Growth

加拿大市值最大的工业大麻种植商 Canopy Growth FY20Q1 收入 0.905 亿加元，同比增 249%，环比降 4%，不及预期的 1.11 亿加元；净亏损为 12.8 亿加元，主要来自 Constellation Brands 所持的认股权证相关的 11.8 亿加元非现金费用，扣除后则亏损约 1 亿加元，好于预期的亏损 1.72 亿加元，和去年同期的 0.91 亿加元基本持平。毛利率为 15%，去年同期为 43%，主要由于公司目前投资的大麻种植工厂暂未有产出和开发大麻衍生品例如 CBD、电子烟、食品和饮料的投入。公司 FY20 Q1 大麻总收入 0.84 亿加元，其中娱乐用大麻收入为 0.61 亿美元，占 72%，环比降 12.6%，医用大麻收入为 0.236 亿美元，占 28%，同比降 4.5%，环比增 76.1%。

公司收入下滑主要由于高估娱乐大麻市场对油和胶囊的需求，去年四季度加拿大宣布娱乐用大麻合法化，油和胶囊去年四季度和今年一季度出货量约为 5800 万加元，在本季度出货量骤降至 820 万加元，预计产生 800 万加元的退货损失，税后损失约 640 万加元。由于上季度财务表现不佳，占董事会席位 40% 的 Constellation Brands 决定罢免公司创始人兼 CEO Bruce Linton，目前正寻找新的 CEO。Canopy Growth 在美国 CBD 市场已落后竞争对手 Tilray 一步，公司预计于今年年底上线 CBD 产品，而 Tilray 已建立起美国的 CBD 业务，在网上和 1000 家门店销售 CBD 产品。

1.3.2. Tilray

Tilray Q2 营收 4590 万美元，同比增长 371%，超出市场预期 4024 万美元，调整后的 EPS -0.32 美元低于市场预期的 -0.27 美元。公司表示亏损超出预期，主要是 Manitoba Harvest 的收购、国际业务的扩张等运营支出的增加以及可转换票据的利息支出。Q2 毛利润率 27%，对比 Q1 23%，去年同期为 43%。毛利率的下降主要受到成本增加和培育设施增加以及高成本第三方供应的影响。

从用途上看，娱乐用途产品的销售额为 1504 万美元，营收占比 32.7%；直接提供患者的医用产品收入 908 万，营收占比 19.8%；收购 Manitoba Harvest 带来的工业大麻食品收入 1990 万美元，营收占比 43%。销售公斤数由去年同期 1514 公斤同比增长至 5,588 公斤，但每克平均售价同比下降 27.7%至 4.61 美元，主要是因为高价格提取物产品减少以及娱乐用途产品的增加。

Tilray 作为整个工业大麻热潮兴起的带动者，目前仍处在亏损的过程中，自 18 年 7 月上市以来，到最高点时涨了 7 倍，随着市场热度褪去，今年以来跌了逾 50%。也代表市场从主题炒作进入业绩兑现的阶段，但 Tilray 目前市值 30 亿美元，对应 19 年 PS 仍有接近 17x。

1.4. 思科受中美贸易摩擦冲击

思科 FY19Q4 收入 134.3 亿美元，同比增长 4.5%，高于市场预期的 133.9 亿美元；GAAP 净利润为 22 亿美元，同比减少 42.1%；去除特殊项目的 EPS 为 0.83，略好于市场预期的 0.82 美元；毛利率为 63.9%，净利率为 16.4%。思科基础设施平台（Infrastructure Platforms）部门主要销售数据中心网络相关产品，营收 78.8 亿美元，同比增长 5.8%，高于市场预计的 78.4 亿美元；应用程序（Applications）部门营收 14.9 亿美元，符合市场预期；安全业务部门营收 7.14 亿美元，同比增长 14%，低于市场预计的 7.4 亿美元。

虽然中国销售收入贡献仅占思科不到 4%，但 FY19Q4 思科在中国的销售收入仍下降了 25%，公司还预计美国对中国制造商品的关税会拖累其 FY20Q1 利润率。特朗普近期将部分商品关税征收时间推迟到 12 月，但思科大部分进口商品并不在其中。且中国企业正在逐步减少对思科设备的采购，转向国产替代，中国国有企业甚至不再接受思科的竞标。

为进一步顺应云计算、物联网和网络安全等增长领域，思科计划以 26 亿美元收购光模块供应商 Acacia Communications，后者同时也是思科的光器件供应商。公司指引 FY20Q1 收入将为 130.7-133.3 亿美元，同比增长 0%-2%，低于市场预期的 134.0 亿美元；经调整 EPS 将为 80-82 美分，低于市场预期的 83 美分；经调整毛利率将为 63%-64%。上周 Cisco 下跌 10.43%，年初至今仅涨不足 10%，目前从今年 7 月高点下跌近 20%。

图 14：近期财报关注

19Q2 季报时间预告 (以下为美东时间)			
		美股盘前	美股盘后
Jul.-Aug. 季报季	8月19日 周一	Estee Lauder、微博	百度、爱奇艺
	8月20日 周二	The Home Depot、TJX、Sea	
	8月21日 周三	ADI、Target、Jumia、拼多多	L Brands
	8月22日 周四		Salesforce、VMware
	8月23日 周五	Foot Locker	
	8月26日 周一		哔哩哔哩
	8月27日 周二	Anaplan、陌陌	Autodesk
	8月28日 周三	Tiffany	Okta、PVH Corp.
	8月29日 周四	Dollar General、Dollar Tree、Best Buy	Workday
	8月30日 周五		
数据来源：Bloomberg、NASDAQ、公司官网等			
季报电话会议由上市公司举办，参会对象为卖方分析师			

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com