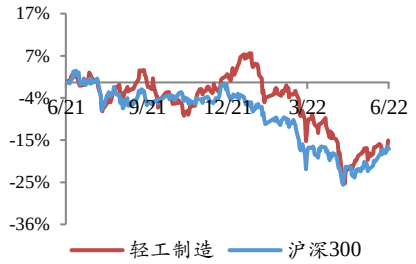
轻纺中期策略：关注制造的弹性和消费的韧性

行业评级：增持

报告日期：2022-06-17

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1.一次性小烟 NJOY Daily 首次获 PMTA；看好黄金珠宝终端修复 2022-06-13

2.延续特种纸压力逐步松动观点，关注户外高景气板块 2022-06-06

3.惠丰钻石招股书拆解 2022-05-29

主要观点：

- **回顾：轻工纺服上半年业绩承压。**年初至今沪深 300 指数-14.5%，SW 轻工板块涨跌幅-22.43%， SW 纺服板块涨跌幅为-12.38%。
- **家居：疫后需求回补，看好家居消费反弹。**地产政策宽松延续，H2 预期边际改善，看好家居板块估值修复；疫情导致消费需求延后释放，对标 2020 年软体业绩有望率先恢复，同时看好定制龙头经营韧性，持续巩固零售渠道优势，逆势加速提升份额。**推荐欧派家居、索菲亚、顾家家居，志邦家居，建议关注喜临门。**
- **造纸：成本压力松动，关注特纸及生活用纸需求刚性与利润反弹。当前供需双弱，浆价高位震荡，聚焦后期成品纸纸价及产量变动：**参考去年同期浆纸价格走势，浆价在趋势转弱前，成品纸纸价已经大幅回落且伴随开工率和产量下降。站在当前时点，木浆供应短期难以恢复，故下游需求大幅走弱是浆价出现拐点的关键。建议重视特纸及生活用纸需求刚性与浆价拐点后的利润反弹。**特种纸首推五洲特纸，建议关注仙鹤股份、华旺科技；生活用纸推荐中顺洁柔，关注维达国际。**
- **纺织制造：细分龙头经营稳健。纺织制造板块细分龙头 Q1 业绩延续高增长**，全球疫情下供应链稳定成核心竞争要素，纺织制造出口景气。板块主要标的 22 年估值波动稳定，我们认为当前板块具备性价比，是较好的布局时间点，**建议关注华利集团、伟星股份。**
- **新型烟草：至暗时刻已过，国内政策正名+海外趋势向好，行业高质量增长、龙头价值凸显。**行业当前仍处于低渗透、高成长的增量竞争阶段，当前处于政策过渡期，龙头估值低位，6-8 月行业牌照密集发放、行业迎来短期催化。**推荐思摩尔国际。**
- **培育钻：关注具备高质量产能及扩产能力强的生产商，22 年中美市场景气度有望延续。**培育钻受疫情影响较小，预计随下游需求增长，拥有大口径压机、具备快速扩产能力、大克拉工艺突破的生产商或率先受益。**建议关注力量钻石、黄河旋风、中兵红箭。**
- **户外运动：2022 年内外销景区度有望延续，相关产业链订单趋势性高增长。**疫情常态化，露营有望成为居民生活方式，行业景气度延续，业绩增长确定性强。**推荐浙江自然、哈尔斯，关注牧高笛、嘉益股份。**
- **黄金珠宝：关注 22Q3 龙头业绩复苏弹性，以及疫情、珠宝品牌化带来行业集中度提升。**预计珠宝公司 22Q2 业绩仍承压，看好疫情冲击边际弱化、珠宝递延需求回补驱动下，珠宝线下门店经营及业绩或于 22Q3 迎来复苏。同时在市场预期好转驱动下，珠宝板块估值修复有望领先于业绩复苏。**建议关注周大生、潮宏基、周大福。**
- **运动鞋服：线下业绩短期承压，看好疫后消费复苏。**上半年疫情反复，5 月服装鞋帽针纺织品零售额同比减少 16.2%，运动鞋服上半年业绩承压。国内运动鞋服市场具备较大扩容空间，龙头品牌发力渠道端和产品端，市占率持续提升。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。**建议关注安踏、李宁、特步。**
- **风险提示**

疫情反复，原材料价格波动，消费增长不及预期，行业竞争加剧等。

正文目录

1 板块回顾：轻工纺服上半年业绩承压 7

2 家居：格局优化，看好需求反补业绩兑现 10

3 造纸：关注特纸及生活用纸需求刚性与利润反弹 17

3.1 下游浆纸系进入淡季，开工率低位、库存压力上涨 17
3.2 供应面扰动下木浆供给偏紧，进口量、港口库存下降 20
3.3 当前供需双弱、博弈仍存，聚焦后期成品纸价及产量变动 22
3.4 未来浆价拐点预期下，建议重视特纸、生活用纸板块盈利弹性 24

4 纺织制造：出口景气度延续，细分龙头经营稳定 26

4.1 板块回顾：Q1 业绩延续高增长，上半年估值基本稳定 26
4.2 出口：上半年出口景气度提升，中高端面辅料具备国际竞争力 28
4.3 原材料：价格处于历史高位，上涨空间有限 30

5 新型烟草：至暗时刻已过，国内政策正名+海外趋势向好，行业高质量增长、龙头价值凸显 31

5.1 国内市场：预计年内能够实现平稳过渡，终端门店经营或已逐渐度过至暗时刻 32
5.2 海外市场：22Q1 烟草龙头无烟转型趋势向好，持续验证新型烟草替烟减害职能 37
5.3 生产商：符合新国标的新品将于 9 月底前逐步面市，看好行业头部效应持续凸显 40

6 培育钻：关注具备高质量产能及扩产能力的生产商，22 年中、美景气度有望延续 42

6.1 上游生产商定增募资加速扩产，预计年内新增产能持续释放 42
6.2 中游印度进出口持续验证行业景气度，美对俄天然钻制裁升级或加速培育钻渗透 44
6.3 下游 22 年美国培育钻婚恋需求增加，中国品牌商扎堆入局或拉动渗透率加速提升 46

7 户外运动：2022 年内外销景气度有望延续，相关产业链订单趋势性高增长 50

7.1 2021&22Q1 户外休闲运动高景气，相关产业链订单趋势性高增长 50
7.2 内外销景气度：22 年国内天猫五一、京东 618 销售同比高增，出口景气维持高位 52
7.3 中国露营渗透率较美、日仍处低位，看好中长期户外运动及其衍生产业需求量提升 53

8 黄金珠宝：关注 22Q3 龙头业绩复苏弹性，以及疫情、珠宝品牌化带来行业集中度提升 56

8.1 看好珠宝递延需求回补，品牌商线下门店经营改善，业绩于 22Q3 迎来复苏 56
8.2 疫情冲击边际弱化、市场预期好转，珠宝板块估值修复有望领先于业绩复苏 59
8.3 金价上涨有利于金饰消费，中长期看工艺升级提振销售、疫情加速行业集中度提升 61

9 运动鞋服：线下业绩短期承压，看好疫后消费复苏 64

风险提示： 69

图表目录

图表 1 轻工、纺服板块和沪深 300 年初至今走势 7
图表 2 SW31 个一级行业年初至今涨跌幅 7
图表 3 轻工子板块区间涨跌幅 8
图表 4 轻工子板块年初至今行情走势 8
图表 5 轻工制造板块年初至今个股涨跌幅 TOP20 8
图表 6 纺服子板块区间涨跌幅 9
图表 7 纺服子板块年初至今行情走势 9
图表 8 纺织服饰板块年初至今个股涨跌幅 TOP20 9
图表 9 全国商品房住宅销售面积累计值及同比 10
图 10 全国商品房住宅销售面积当月值及同比 10
图表 11 全国住宅竣工面积累计值及同比 10
图表 12 全国住宅竣工面积当月值及同比 10
图表 13 21Q4 以来地产端政策梳理 11
图表 14 家具类月度零售额 11
图表 15 家居制造业营收累计值及同比 11
图表 16 2020 年至今疫情感染人数与家具月度销售额同比增速 12
图表 17 2020 年至今家居企业季度营收及增速 13
图表 18 2020 年至今家居企业季度净利润及增速 13
图表 19 各公司 2015 年至今第二品类营收占比 14
图表 20 各公司 2021 年橱衣木营收增速及占比 14
图表 21 各公司 2018 年至今零售渠道营收及增速 14
图表 22 定制家居各公司 2018 年至今大宗渠道营收及占比 14
图表 23 定制家居历年门店数量 15
图表 24 软体家居线下门店数量 15
图表 25 欧派/索菲亚/志邦 2018 年至今开店明细 15
图表 26 家居企业 2018-2021 年单店营收情况 16
图表 27 家居企业 2018 年以来整业务推进情况 16
图表 28 各公司一致预期 EPS 计算 PE 17
图表 29 2017 年至今浆纸系原纸纸价（元/吨） 18
图表 30 22 年 4 月各纸种月度需求量近 5 年分位 18
图表 31 2021 年至今各纸种月度需求量环比 18
图表 32 22 年 5 月各纸种开工率近 5 年分位 19
图表 33 2017 年至今文化纸月度开工率 19
图表 34 2017 年至今白卡纸月度开工率 19
图表 35 2017 年至今生活用纸月度开工率 19
图表 36 各纸种 5 月企业库存近 5 年分位 20
图表 37 2017 年以来各纸种月度企业库存（万吨） 20
图表 38 2017 年至今国内木浆均价走势 20
图表 39 21Q4 至今全球纸浆供应面扰动 21
图表 40 欧洲月度港口木浆库存（万吨） 22

图表 41 国内四大港口月度木浆库存（万吨）.....22
图表 42 2021 至今国内月度纸浆进口数量（万吨）.....22
图表 43 国内月度针叶浆、阔叶浆进口数量（万吨）.....22
图表 44 复盘 21 年浆纸价格走势，纸价走弱先于浆价回调.....23
图表 45 复盘 21 年浆价与纸种月度产量，浆价略滞后于产量波动.....23
图表 46 2021-2023 年已知商品浆产能规划.....24
图表 47 2020 年以来特纸企业各季度营收及增速.....25
图表 48 2020 年以来特纸企业各季度净利润及增速.....25
图表 49 2020 年末至今三家特纸企业 PE-TTM.....25
图表 50 2020 年以来中顺洁柔各季度业绩及增速.....26
图表 51 2018 年以来三家生活用纸企业 PE-TTM.....26
图表 52 纺织制造标的分季度营收和利润情况（百万元，%）.....27
图表 53 纺织制造标的年初以来估值变动情况.....28
图表 54 纺织纱线、织物及制品出口金额及增速（亿美金，%）.....28
图表 55 服装及衣着附件出口金额及增速（亿美金，%）.....28
图表 56 全球纺织品出口份额（%）.....29
图表 57 全球拉链出口份额（%）.....29
图表 58 波罗的海货运指数.....29
图表 59 泰慕士成本构成（%）.....30
图表 60 泰慕士原材料采购占比（%）.....30
图表 61 棉花 328 价格走势（元/吨）.....30
图表 62 纱线 C32S 价格走势（元/吨）.....30
图表 63 涤纶价格走势（元/吨）.....31
图表 64 氨纶价格走势（元/吨）.....31
图表 65 全球雾化设备未来市场规模预测（百万美元）.....32
图表 66 2021 年国内及全球电子烟市场规模及增速.....32
图表 67 2022 年电子烟监管时间线.....32
图表 68 全球雾化设备未来市场规模预测.....33
图表 69 2021 年中国电子烟出口类别占比（%）.....34
图表 70 2021 年电子烟出口国家或地区份额（%）.....34
图表 71 2021 年 12 月以来新型烟草终端门店中月收入小于 3 万元比重下降（%）.....34
图表 72 国内电子烟终端门店经营情况跟踪.....35
图表 73 2021 年中国电子烟渗透率较欧美国家仍有较大差距（%）.....36
图表 74 2018-2024 中国电子烟用户规模及渗透率.....36
图表 75 菲莫国际 IQOS 使用人数及转化率.....37
图表 76 菲莫国际主要地区 HNB 市占率变化.....37
图表 77 2022Q1 菲莫国际 IQOS 产品在欧洲各国家市占率继续提升.....38
图表 78 菲莫国际 2022Q1HNB 烟弹出货量占比持续增长.....38
图表 79 菲莫国际 2021 年无烟产品营收占比同比提升 5.3PCT.....38
图表 80 英美烟草 2021 年各类型新型烟草产品市占率持续提升.....39
图表 81 英美烟草用户数持续增长.....39
图表 82 欧洲和北非地区烟草产量占主导地位.....39
图表 83 美国地区烟草营收占主导地位.....39
图表 84 英美烟草新型烟草烟弹营收及销量拆分.....40

图表 85 2022Q1 国内核心电子烟生产商与海外烟草龙头业绩变化 41
图表 86 雾芯科技 22Q1 营收环比回落 41
图表 87 雾芯科技 22Q1 毛利率略有下滑，净利率大幅提升 41
图表 88 悦刻连续六季度心智占有率遥遥领先 42
图表 89 悦刻封闭式雾化烟市占率持续提升（销售额口径） 42
图表 90 培育钻上游厂商各季度营业收入（万元） 43
图表 91 培育钻上游厂商各季度归母净利润（万元） 43
图表 92 培育钻上游厂商各季度毛利率（%） 43
图表 93 培育钻上游厂商各季度净利率（%） 43
图表 94 培育钻龙头公司未来扩产计划 44
图表 95 IDEX 价格指数 45
图表 96 RAPAPORT 6 月 10 日钻石最新报价 45
图表 97 美国通货膨胀率持续上升 45
图表 98 印度 3、4 月天然钻石进口量出现下滑 45
图表 99 2022 年 1-5 月培育钻进出口额渗透率持续提升 46
图表 100 2022 年 1-5 月印度培育钻进口额维持高增长 46
图表 101 2022 年 1-5 月印度培育钻出口额维持高增长 46
图表 102 印度培育钻出口国家与地区的占比情况 47
图表 103 美国培育钻自印度进口额及同比 47
图表 104 美国培育钻进口渗透率（%） 47
图表 105 2022 年 1-5 月美国培育钻订婚戒指销量持续上升 48
图表 106 2022 年 1-5 月美国天然钻订婚戒指销量下滑 48
图表 107 中国培育钻自印度进口额及同比 48
图表 108 中国培育钻进口渗透率 48
图表 109 中国品牌商于 2021、22 年扎堆布局培育钻 49
图表 110 钢材综合价格指数（CSPI）近年高位运行 50
图表 111 培育钻石生产商压机设备持有量头部效应明显 50
图表 112 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现 51
图表 113 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现 51
图表 114 户外休闲板块总营收及增速 51
图表 115 户外休闲板块净利润及增速 51
图表 116 天猫 4 月 20 日-5 月 4 日户外用品销售额同比增幅 52
图表 117 京东 4 月份户外用品销售额同比增幅 52
图表 118 2022Q1 帐篷类出口数据同比维持高增长 53
图表 119 2022Q1 睡袋类出口数据同比维持高增长 53
图表 120 2022 年 1-4 月山地自行车出口同比减少 1.5% 53
图表 121 2022 年初以来滑雪靴类出口景气度维持高位 53
图表 122 2021 中美日三国露营人口渗透率 54
图表 123 2019-2025 全球户外用品行业营收规模及增速 55
图表 124 2019-2025 我国户外用品行业营收及增速 55
图表 125 2014-2025 中国露营营地市场规模及增速 55
图表 126 2014-2025 中国露营经济核心市场规模、带动市场规模及其增速 55
图表 127 国家政策支持体育产业发展 56
图表 128 预计 2020-2025 年全国体育产业总规模 CAGR 达 12.8% 56

图表 129 2010 年 1 月至 2022 年 5 月珠宝销售情况.....57
图表 130 2022 年 6 月新增本土确诊已大幅减少（例）.....57
图表 131 龙头珠宝品牌商 2020-2022Q1 经营状况.....57
图表 132 2020H1-2022Q 周大生同店销售增长.....58
图表 133 2020Q1-2022Q1 周大福同店销售增长.....58
图表 134 2020Q1-2021 老凤祥同店销售增长.....58
图表 135 2019-2021 迪阿股份同店销售增长.....58
图表 136 2020-2021 潮宏基福同店销售增长.....59
图表 137 2020 年社零自 3 月触底后开始复苏（亿元）.....59
图表 138 2020 年金银珠宝类商品零售类值自 3 月触底后开始复苏（亿元）.....59
图表 139 2020 年周大福股价自 3 月底触底后开始反弹.....60
图表 140 2020 年周大生股价自 4 月底触底后开始反弹.....60
图表 141 2020 年老凤祥股价自 3 月底触底后开始反弹.....60
图表 142 2020 年潮宏基股价自 4 月底触底后开始反弹.....60
图表 143 2019 年 12 月至 2022 年 6 月珠宝板块 PE-TTM 变化.....61
图表 144 周大生、老凤祥、潮宏基 2020Q1-2022Q1 净利润同比增速.....61
图表 145 2011 年-2022 年黄金价格与中国黄金总消费需求对比.....62
图表 146 2021 年古法黄金在零售商黄金产品库存中占比排名第三（按价值口径计算，%）.....62
图表 147 2017-2020 年中国普通黄金饰品市场份额持续下滑（%）.....63
图表 148 2024 年古法黄金市场规模预测达到 1000 亿元（亿元）.....63
图表 149 2010-2021 结婚登记对数（万对）.....63
图表 150 中国珠宝市场集中度 2016 年以来持续提升（%）.....63
图表 151 内地及香港珠宝品牌中国市场市占率（销售额口径）.....64
图表 152 海外珠宝品牌中国市场市占率变化（销售额口径）.....64
图表 153 中国服装类零售额同比增速（%）.....64
图表 154 中美运动服饰占服装市场比例（%）.....65
图表 155 国内运动鞋服市场 TOP4 国内龙头市占率（%）.....65
图表 156 运动鞋服市占率挤压明显（%）.....65
图表 157 国内运动鞋服市场 TOP2 国外品牌市占率（%）.....66
图表 158 国内运动鞋服市场部分头部海外品牌市占率（%）.....66
图表 159 李宁各季度分渠道收入增速.....67
图表 160 安踏各季度分品牌收入增速.....67
图表 161 特步主品牌各季度经营情况.....68
图表 162 361 各季度分品牌收入增速.....69

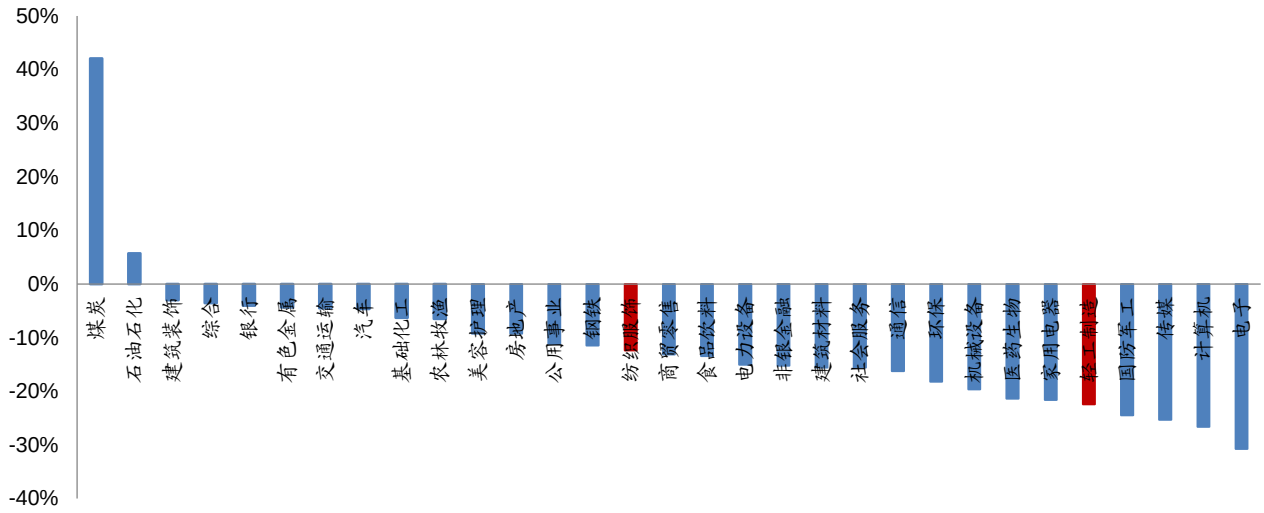
1 板块回顾：轻工纺服上半年业绩承压

年初至今轻工纺服板块承压。截至 2022 年 6 月 14 日，上证综指-6.84%、深证成指-19.07%、沪深 300 指数-14.53%。SW 轻工制造指数板块内涨跌幅为-22.43%，在 SW31 个行业板块中排名第 27；SW 纺织服饰指数板块内涨跌幅为-12.38%。在 SW31 个行业板块中排名第 15。

图表 1 轻工、纺服板块和沪深 300 年初至今走势

资料来源：Wind，华安证券研究所

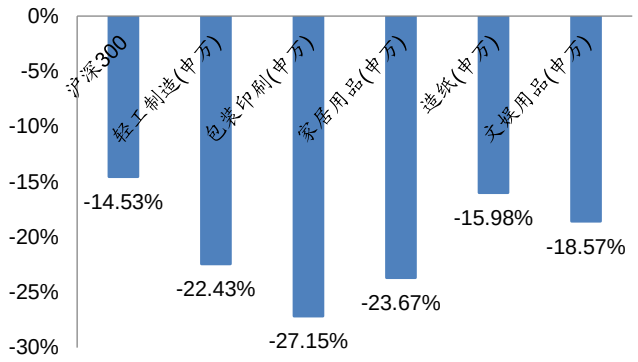
图表 2 SW31 个一级行业年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

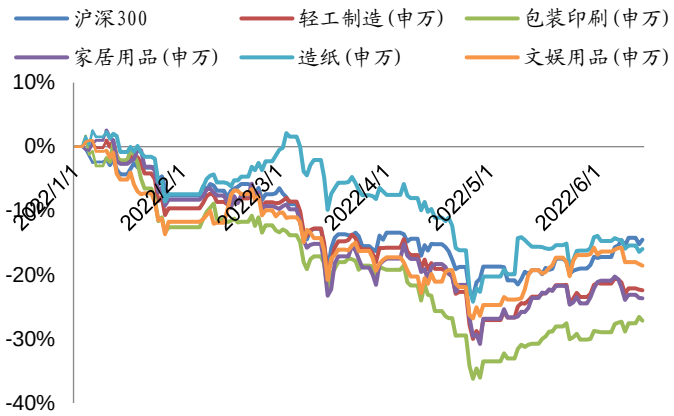
轻工制造：子板块走势分化，包装印刷成本压力较大。轻工板块行业细分涨跌幅排序依次为造纸（-15.98%）、文娱用品（-18.57%）、家居用品（-23.67%）、包装印刷（-27.15%）。包装印刷板块上半年由于原材料几轮提价，成本压力较大，整体指数下降。

图表 3 轻工子板块区间涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

图表 4 轻工子板块年初至今行情走势



资料来源：wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

年初至今从轻工板块个股表现来看，涨幅前五分别为美利云（+44.79%）、沪江材料（+36.2%）、沐邦高科（+27.4%）、浙江永强（+19.4%）、上海易连（+14.8%）。

图表 5 轻工制造板块年初至今个股涨跌幅 TOP20

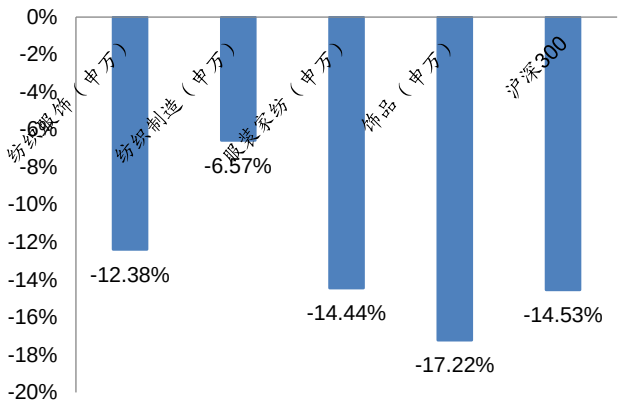
公司	%	公司	%
美利云	44.79	中锐股份	-62.66
沪江材料	36.19	蒙娜丽莎	-51.73
沐邦高科	27.40	仙鹤股份	-46.14
浙江永强	19.41	舒华体育	-45.17
上海易连	14.83	乐歌股份	-43.46
群兴玩具	11.90	海象新材	-42.78
嘉益股份	11.03	美之高	-42.11
联翔股份	8.91	尚品宅配	-41.97
王子新材	7.26	东鹏控股	-41.00
好太太	4.91	盛通股份	-38.69
太阳纸业	2.79	陕西金叶	-38.49
德力股份	1.59	梦百合	-38.47
恒林股份	1.52	梦天家居	-38.14
新宏泽	0.93	上海艾录	-36.71
哈尔斯	0.92	匠心家居	-36.65
永新股份	-0.92	帝欧家居	-36.65
鸿博股份	-4.67	皮阿诺	-36.12
山东华鹏	-4.84	麒盛科技	-35.86
亚振家居	-5.18	宝钢包装	-35.83
合兴包装	-5.75	昇兴股份	-34.07

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

纺织服饰：纺织制造凸显业绩韧性，饰品板块承压。纺织服饰行业细分涨跌幅

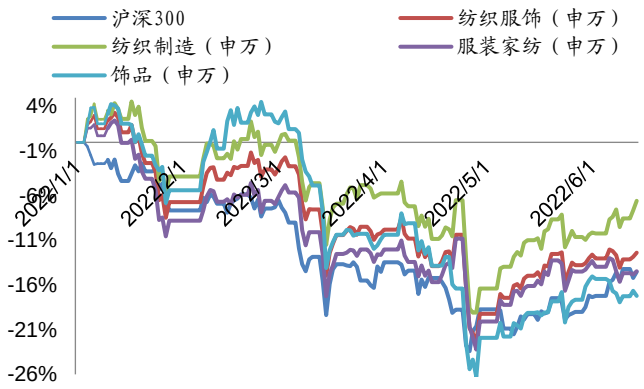
排序依次为纺织制造（-6.57%）、服装家纺（-14.4%）、饰品（-17.2%）。服装制造上半年出口持续增长，布局海外产能和销售提升业绩；疫情影响线下消费，以内销为主的服装家纺和饰品板块承压。

图表 6 纺服子板块区间涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

图表 7 纺服子板块年初至今行情走势



资料来源：wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

年初至今从纺服板块个股表现来看，涨幅前五分别为牧高笛（+137.9%）、康隆达（+55.1%）、贵人鸟（+45.7%）、萃华珠宝（+40.8%）、上海三毛（+27.1%）。

图表 8 纺织服饰板块年初至今个股涨跌幅 TOP20

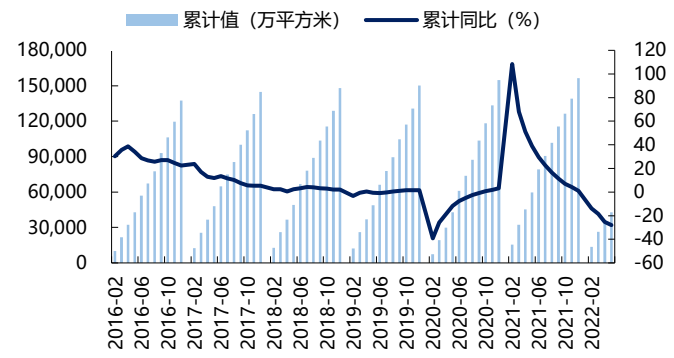
公司	%	公司	%
牧高笛	137.92	退市环球	-93.33
康隆达	55.05	*ST中潜	-63.63
贵人鸟	45.68	迪阿股份	-44.76
萃华珠宝	40.79	*ST雪发	-41.76
上海三毛	27.07	三夫户外	-35.86
华纺股份	22.42	金春股份	-35.43
ST摩登	21.30	歌力思	-34.34
江苏阳光	19.92	锦泓集团	-33.80
三房巷	19.90	金发拉比	-31.63
泰慕士	16.22	天创时尚	-31.29
鲁泰A	13.95	ST起步	-30.00
兴业科技	13.16	九牧王	-28.91
金一文化	13.15	ST爱迪尔	-28.73
伟星股份	12.57	汇洁股份	-28.63
三毛B股	11.34	中胤时尚	-28.53
华升股份	10.95	开润股份	-28.26
新澳股份	7.99	美邦服饰	-28.06
龙头股份	7.50	爱慕股份	-27.91
际华集团	7.05	曼卡龙	-27.60
健盛集团	6.88	华生科技	-27.48

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：截至 2022/06/14 收盘价

2 家居：格局优化，看好需求反补业绩兑现

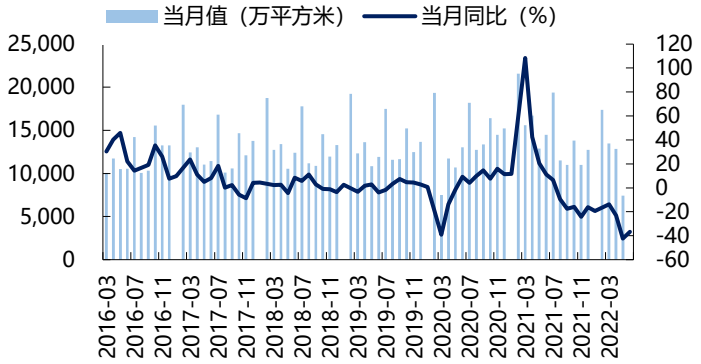
地产政策宽松，上半年疫情拖累地产修复节奏，看好 H2 基本面改善。自 21Q4 以来，地产端宽松信号不断释放，多轮降息、降准措施落地提振信心，但受疫情影响截至 4 月地产端数据仍处于底部。2022 年 1-5 月全国住宅销售面积累计值较 2021 年同期下降 28.1%至 429.3 万平方米，地产销售增速延续下滑。1-5 月全国住宅竣工面积累计下滑 14.2%至 17050 万平方米。我们认为地产长期稳健良性发展目标明确，看好下半年疫情修复地产端数据回暖。

图表 9 全国商品房住宅销售面积累计值及同比



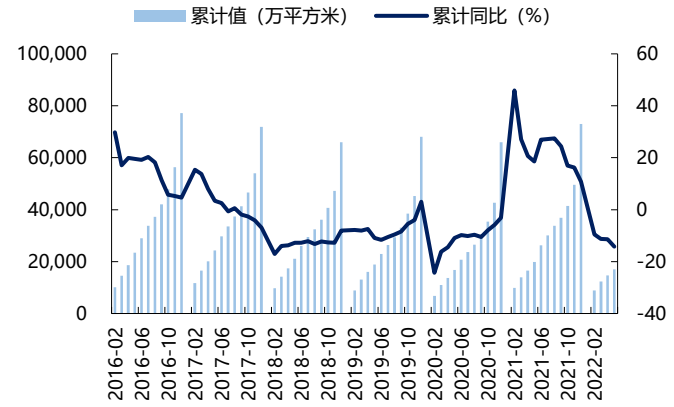
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图 10 全国商品房住宅销售面积当月值及同比



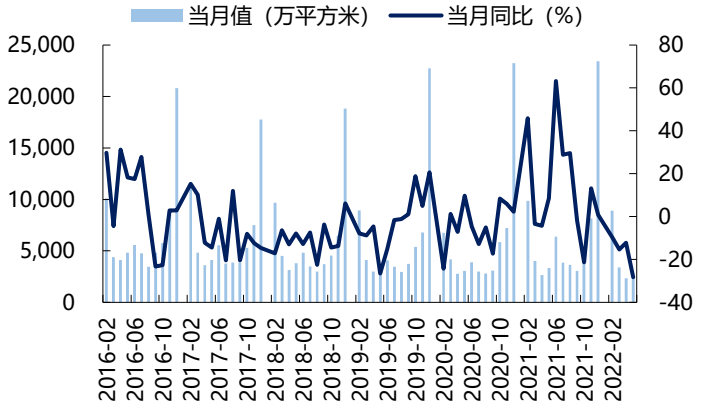
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 11 全国住宅竣工面积累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 12 全国住宅竣工面积当月值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

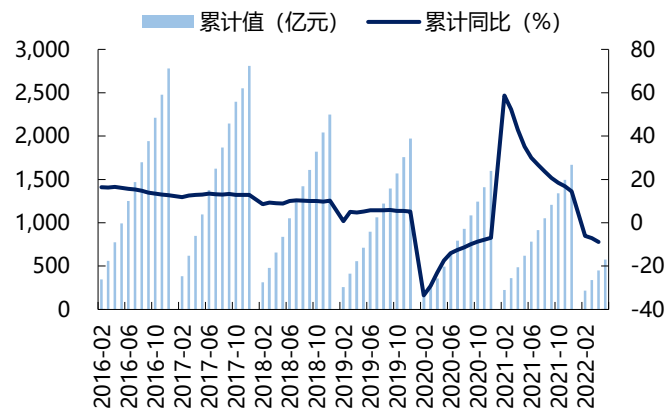
图表 13 21Q4 以来地产端政策梳理

时间	地产相关政策梳理
10月15日	10月15日央行第三季度金融统计数据新闻发布会：房贷政策收紧造成对部分刚需及合理改善型住房需求的误伤，预计四季度房价回稳的城市**房贷利率及放款速度等信贷政策将迎来实质性改善。**
10月20日	金融街论坛年会上，国务院副总理刘鹤表示房地产市场合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”，中国人民银行副行长潘功胜指出“对于房地产市场，**金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正**”。
11月9日	11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，**部分房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具**，地产融资政策释放边际宽松信号。
12月3日	广东省人民政府、央行、银保监会、证监会、住建部五部门同时表态：恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张。**短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。**
12月3日	示将指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，**合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度**；3）证监会表示将支持房地产企业合理正常融资，**支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购**。中央政治局召开会议指出：**支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求**，提出促进房地产业健康发展和良性循环目标。
12月4日	中央经济工作会议指出：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，**支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求**，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
12月5日	12月8日，国新办举行国务院政策例行吹风会上，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，要推动农村居民消费梯次升级，实施农村消费促进行动，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，**实施家具家装下乡补贴**和新一轮汽车下乡。
12月6日	中国银行间市场交易商协会举行房地产企业代表座谈会提出：**重点支持符合房地产调控政策的企业注册发行中长期限的债务融资**工具，优先支持注册发行债券用于并购及项目建设，支持保交楼、保民生、保稳定，积极满足房地产合理融资需求。
12月7日	近日，央行、银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，**鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务**，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。
12月8日	央行宣布下调5年期以上LPR5个基点，为21个月以来首次下调。
12月9日	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，指出对房地产行业要“研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，会议还要求有关部门要积极出台对市场有利的政策、慎重出台收缩性政策。
12月10日	央行通知将首套房按揭贷款利率下限调整为LPR-20bp
12月11日	央行公布5年加以上LPR下调15bp

资料来源：中国人民银行，银保监会、住建部、中国政府网，华安证券研究所

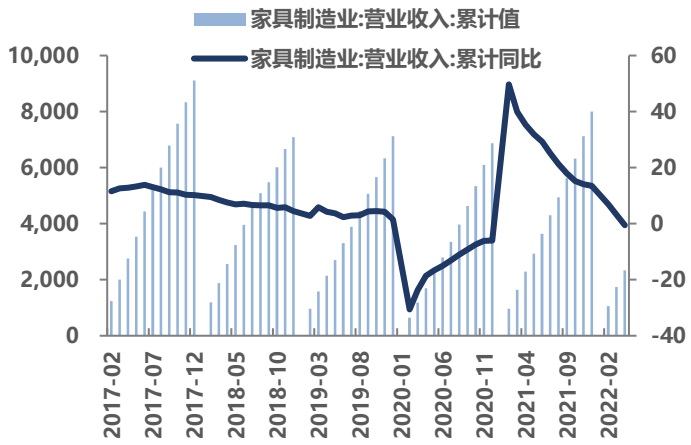
家居消费依赖线下场景，疫情导致需求延后释放。家居消费依赖线下场景，年初至今华南、华东等多地疫情反复，较长时间的居家隔离和商场停业对消费需求形成压制。根据国家统计局数据，22 年 1-5 月家具类累计零售额同比 21 年下滑 9.6%纸 575 亿元，5 月单月销售额同比下滑 12.2%至 122 亿元；从家具制造业营收表现来看，1-4 月规模以上家具制造业企业营业收入同比下降 0.5%至 2335.6 亿元。

图表 14 家具类月度零售额



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

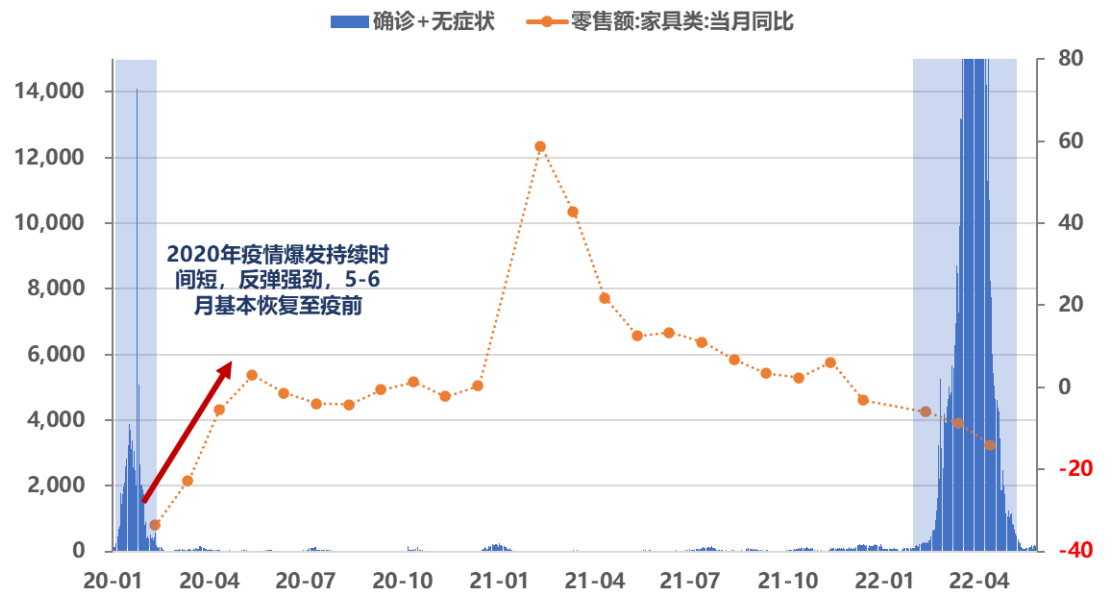
图表 15 家居制造业营收累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

相比 2020 年，今年疫情对家居行业的影响程度相对较小，但影响时间较长。2020 年疫情全国爆发，2 月达到峰值，自 3 月起逐渐好转。本轮疫情与 2020 年相比，呈现出区域性散发，虽然辐射范围缩小，但所在城市及地区均为消费能力较强区域，且管控时长显著增加。故我们认为 2022 年疫情对家居行业的影响程度小于 2020 年，但恢复时间存在延长的可能性。6 月起上海、北京等多地陆续复工复产，利好下半年家居消费需求回暖，但此轮需求回弹预计较为温和。

图表 16 2020 年至今疫情感染人数与家具月度销售额同比增速



资料来源：国家卫健委、国家统计局，华安证券研究所

从业绩表现来看，软体优于定制，龙头韧性凸显。从疫情影响程度来看，软体家居业绩受损幅度小于定制，20Q1 顾家季度销售同比下滑 7%，而欧派下滑 35.1%。从疫后业绩恢复表现来看，软体家居复苏早于定制，得益于软体家具品类销售与交付相比定制更加快捷方便；定制家居由于消费与验收周期长于软体，业绩恢复普遍延后至 20Q3，但部分定制头部企业自 Q2 起业绩便开始复苏，如欧派、志邦等，彰显龙头经营韧性。故参考 2020 年业绩表现，我们同样看好 2022 年疫后软体家居龙头业绩率先恢复，定制家居则看好龙头韧性。

图表 17 2020 年至今家居企业季度营收及增速

定制家居									
公司营收（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
欧派家居	14.3	35.4	47.7	50.1	33.0	49.0	62.0	60.4	41.4
yoy	-35.1%	6.9%	18.4%	25.3%	130.7%	38.6%	30.1%	20.6%	25.6%
索菲亚	7.6	17.9	25.4	32.6	17.6	25.4	29.4	31.6	20.0
yoy	-35.6%	-8.5%	17.1%	37.2%	130.6%	41.8%	15.9%	-2.9%	13.5%
尚品宅配	6.7	16.0	21.2	21.3	14.1	17.7	19.9	21.5	10.9
yoy	-47.5%	-14.3%	10.2%	-3.2%	110.3%	10.8%	-6.1%	0.7%	-22.9%
志邦家居	3.3	9.0	11.5	14.7	6.8	12.3	14.1	18.3	7.6
yoy	-21.2%	22.2%	41.9%	46.2%	109.1%	36.5%	23.2%	24.7%	11.2%
金牌厨柜	2.7	5.6	7.9	10.2	4.9	8.4	8.9	12.3	5.7
yoy	-3.9%	10.7%	30.7%	38.7%	81.5%	49.9%	13.5%	19.9%	17.2%
软体家居									
公司营收（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
顾家家居	22.9	25.7	36.8	41.2	37.8	42.3	52.1	51.2	45.4
yoy	-7.0%	0.9%	33.2%	24.2%	65.3%	64.5%	41.4%	24.2%	20.0%
喜临门	7.2	12.5	14.8	21.7	12.5	18.6	19.4	27.3	14.0
yoy	-13.6%	4.0%	12.8%	42.8%	72.5%	48.4%	31.1%	25.7%	12.4%
梦百合	10.6	13.6	21.1	20.0	18.9	20.1	22.1	20.3	21.4
yoy	34.4%	71.2%	99.4%	68.0%	78.5%	48.1%	4.7%	1.2%	13.5%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 2020 年至今家居企业季度净利润及增速

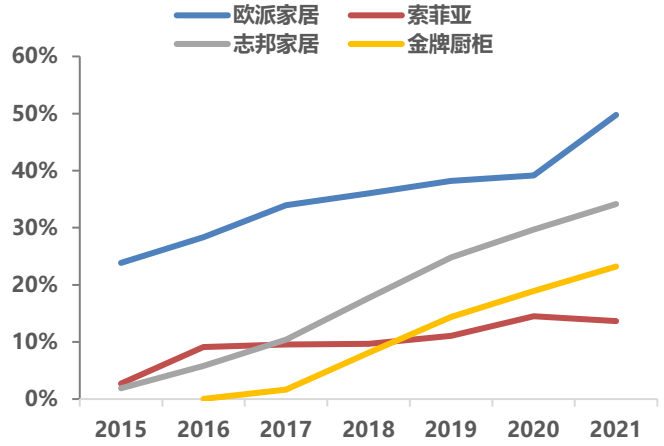
归母净利润（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
欧派家居	-1.0	5.9	9.6	6.1	2.4	7.7	11.0	5.5	2.5
yoy	-210.3%	9.2%	28.9%	32.8%	-340.0%	30.1%	14.6%	9.8%	3.9%
索菲亚	-0.2	3.6	3.5	5.0	1.2	3.3	4.0	-7.3	1.1
yoy	-115.5%	26.5%	7.7%	38.5%	-812.3%	-8.7%	13.7%	-246.7%	-2.9%
尚品宅配	-1.6	0.3	1.8	0.4	0.1	0.3	0.4	0.0	-1.0
yoy	589.3%	-82.3%	5.1%	-77.4%	-105.1%	5.7%	-75.4%	-93.9%	-1366.8%
志邦家居	-0.4	1.0	1.5	2.0	0.5	1.0	1.5	2.1	0.5
yoy	-241.3%	21.4%	19.8%	104.9%	-213.2%	6.1%	0.9%	-3.9%	1.4%
金牌厨柜	0.1	0.6	0.9	1.4	0.4	0.4	0.7	1.8	0.3
yoy	-66.5%	8.6%	40.1%	30.4%	587.8%	-22.3%	-18.1%	-24.9%	-31.2%
顾家家居	3.1	2.7	4.3	-1.6	3.9	3.9	4.7	4.3	4.4
yoy	3.8%	2.2%	21.1%	-167.3%	25.6%	43.9%	7.2%	-359.6%	15.1%
喜临门	-0.5	1.0	1.4	1.3	0.8	1.3	1.6	1.8	0.5
yoy	-331.4%	-25.3%	2.5%	43.3%	-255.5%	37.5%	13.4%	38.8%	-36.2%
梦百合	0.8	0.7	1.9	0.3	0.6	-0.5	-1.9	-1.0	0.3
yoy	6.5%	-0.8%	73.4%	-70.8%	-31.2%	-162.3%	-199.0%	-388.9%	-44.2%

资料来源：wind，华安证券研究所

零售重回增长核心驱动，品类融合+整家销售提升客单值。

产品端，推进多品类协同，第二曲线增长势头强劲。定制家居企业不断增强品类间协同效应，借助核心品类与优势渠道为其他品类引流，推进多品类套系销售。以欧派家居为例，公司 2021 年非橱柜类业务增速迅猛，占比超 60%，5 年 CAGR 高达 36.6%，其中衣柜及配套营收突破百亿，同比增长 76.2%，木门营收 12.36 亿元，同比增长 60.36%。索菲亚 21 年衣柜及配套/橱柜/木门营收分别为 82.7/14.2/4.58 亿元，同比分别+23%/+17.3%/+56.9%，木门增速亮眼，衣柜、橱柜稳健发力。志邦家居 21 年整体橱柜/定制衣柜/木门营收分别为 29.3/17.6/1.7 亿元，同比分别+17.43%/54.25%/291.53%。

图表 19 各公司 2015 年至今第二品类营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 各公司 2021 年橱衣木营收增速及占比

	橱柜		衣柜		木门	
	21A收入增速	占比	21A收入增速	占比	21A收入增速	占比
欧派家居	36.42%	36.83%	76.24%	49.76%	60.36%	6.05%
索菲亚	17.25%	13.64%	23.38%	79.46%	56.86%	4.40%
志邦家居	17.43%	56.94%	54.25%	34.15%	291.53%	3.30%
金牌厨柜	19.62%	71.94%	60.33%	23.21%	242.17%	2.44%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

渠道端，零售重回增长核心驱动，大宗注重风险控制。2021 年各公司营收分渠道来看，零售渠道仍为最核心的营收来源，2021 年欧派/索菲亚/志邦零售渠道增速分别为 40.4%/+28%/+28%。软体方面，顾家家居、喜临门 2021 年内销营收同比增速分别为 40%/35.9%。大宗渠道更加重视风险控制，不断优化客户结构，收入占比及增速均下滑，2021 年欧派/索菲亚/志邦大宗渠道营收分别为 36.7/16/16.5 亿元，同比分别+36.9%/7%/40.6%，22Q1 三家公司大宗渠道营收分别为 6.7/3.3/1.3 亿元，同比-7%/-9%/-1.5%。

图表 21 各公司 2018 年至今零售渠道营收及增速

	营收	2018	2019	2020	2021	增速	2018	2019	2020	2021
定制家居	零售渠道营收					增速				
	欧派家居	95.53	109.03	115.83	162.67	欧派家居	15.1%	14.1%	6.2%	40.4%
	索菲亚	58.31	57.79	67.82	87.03	索菲亚	13.7%	-0.9%	17.4%	28.3%
	志邦家具	18.61	21.31	24.62	31.52	志邦家具	13.2%	14.5%	15.5%	28.0%
	金牌厨柜	14.21	15.35	16	20.7	金牌厨柜	16.6%	8.0%	4.2%	29.4%
软体家居	内销营收					增速				
	顾家家居	52.1	60.97	76.49	107.12	顾家家居	29.1%	17.0%	25.5%	40.0%
	喜临门	31.3	37.79	47.74	64.88	喜临门	26.26%	20.8%	26.3%	35.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 定制家居各公司 2018 年至今大宗渠道营收及占比

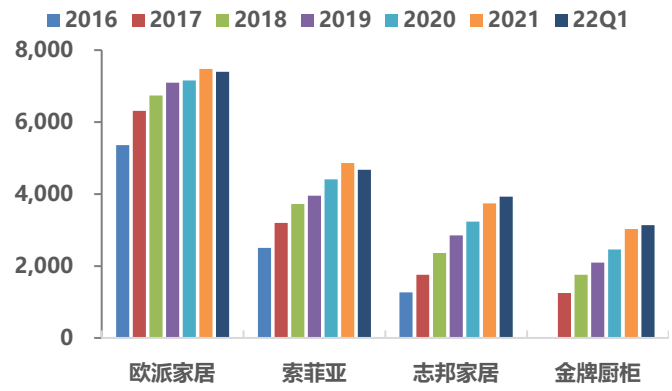
	2018		2019		2020		2021	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
欧派家居	14.2	12.3%	21.6	16.0%	26.8	18.2%	36.7	18.0%
索菲亚	5.8	8.0%	9.4	12.2%	15.0	18.0%	16.0	15.4%
志邦家居	3.9	16.1%	6.9	21.6%	11.8	30.6%	16.5	32.0%
尚品宅配	1.9	11.1%	4.7	22.2%	8.1	30.6%	11.5	33.2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

门店持续扩张，店态优化升级。2021 年欧派/索菲亚/志邦线下门店数量分别为 8135/4863/3310 家，净增加 597/454/368 家门店，家居企业零售渠道下沉加速，门

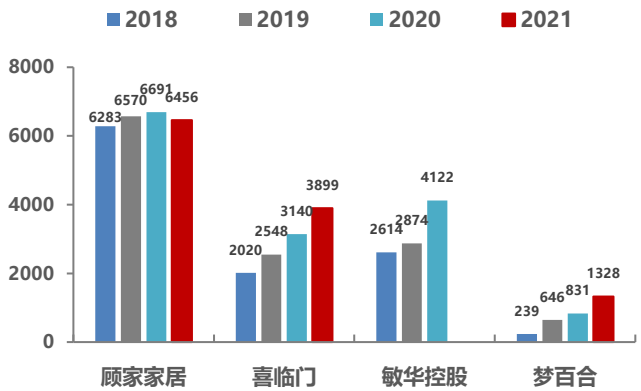
店数量显著提升。**从店态来看，大店、整装店的占比逐渐提升**，欧派 2021 年净新增门店中整装大家居门店为 364 家，占净新增门店总数的 61%；截至 2021 年末，公司整装大家居门店数量约 790 家，其中欧派和星之家品牌占比分别 60%/40%。索菲亚则积极推进门店转型整家定制，同时加强米兰纳开店进度，2021 年米兰纳门店数量达 212 家。顾家家居渠道端坚持 1+N+X 战略，加快势能店、融合大店布局，2021 年公司门店数量 6456 家，大店及综合店占比 39%。**店态升级有效带动套系销售，提升客单值与店效。**

图表 23 定制家居历年门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 软体家居线下门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 欧派/索菲亚/志邦 2018 年至今开店明细

门店数量	2018	2019	2020	2021	净新增开店数	2019	2020	2021
欧派家居								
橱柜	3211	3322	3335	3318	橱柜	111	13	-17
衣柜	2113	2144	2124	2201	衣柜	31	-20	77
木门	825	985	1065	805	木门	160	80	-260
卫浴	559	611	588	1021	卫浴	52	-23	433
整装大家居			426	790	整装大家居		426	364
索菲亚								
定制衣柜	2600	2501	2719	2730	定制衣柜	-99	218	11
整体橱柜	822	845	1108	1122	整体橱柜	23	263	14
定制木门	288	377	582	799	定制木门	89	205	217
米兰纳				212	米兰纳			212
志邦家居								
橱柜	1487	1514	1576	1691	橱柜	27	62	115
衣柜	726	1207	1366	1619	衣柜	481	159	253

资料来源：公司公告，华安证券研究所

整家销售+门店优化升级，带动客单值提升，同店表现亮眼。家居企业推动品类融合，“整家”趋势确立，同时对店态不断升级优化，单店表现亮眼。2021 年欧派/索菲亚/志邦/顾家单店营收同比分别+28.9%/16.5%/31.4%/38.5%。

图表 26 家居企业 2018-2021 年单店营收情况

定制家居					软体家居				
零售收入（亿元）	2018	2019	2020	2021	国内营收（亿元）	2018	2019	2020	2021
欧派家居	100.92	113.71	120.57	167.69	顾家家居	52.1	60.97	76.49	107.12
门店（家）	6708	7062	7538	8135	物理店（家）	4222	4850	5190	5247
单店营收（万元/家）	150.44	161.02	159.95	206.13	单店营收（万元/家）	123.4	125.71	147.38	204.16
yoy		7.0%	-0.7%	28.9%	yoy		1.9%	17.2%	38.5%
索菲亚	67.27	67.46	68.49	88.03	喜临门	31.3	37.79	47.74	64.88
门店（家）	3558	3723	4409	4863	门店（家）	2020	2548	3140	3899
单店营收（万元/家）	189.06	181.2	155.34	181.02	单店营收（万元/家）	155.0	148.3	152.0	166.4
yoy		-4.2%	-14.3%	16.5%	yoy		-4.3%	2.5%	9.4%
志邦家居	20.42	23.23	26.66	35.02					
门店（家）	2213	2857	3232	3742					
单店营收（万元/家）	92.28	81.3	82.48	93.58					
yoy		13.7%	14.8%	31.4%					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

加速整装布局，打开长期发展空间。定制家居企业自 2018 年起陆续布局整装赛道，与全国装企合作前置流量入口，提升客单值。**欧派家居** 2021 年为整装大家居“破局立新”之年，接单同比+90%，推出“星之家”，以双品牌切入整装赛道。此外，公司积极探索大家居新模式，于 4 月初提出由集团与经销商共同出资在核心城市成立合资公司，负责开设立体引流的大家居展示中心，把握流量入口主动权。**索菲亚** 2021 年整装实现营收 5.29 亿元，较 20 年实现约 3 倍增长，公司与星艺装饰、圣都家装等头部装修企业进行深度合作，同时推动经销商和当地小型整装公司等合作，进一步发力整装渠道建设；此外公司于 12 月提出整家定制战略，推出七大品类与 8 大空间整体解决方案，品类从定制家居进一步延伸至软体与家电品类。

图表 27 家居企业 2018 年以来整业务推进情况

公司	整装业务推进情况
欧派家居	2018年开始布局整装大家居，与当地头部家装公司合作，赋能头部装企。2019年整装大家居开店效果显著，19年开店约288家，2020年开店约426家，**截至2021年底，整装大家居门店近790家**，年度接单同比超90%。
索菲亚	公司2018年开始布局整装业务，20年底**已签约500家整装企业，21年深化客户合作、提高提货额**，整装业务经销商合作企业超过1700家，21年整装业务实现营收5.29亿元，同比2020年增长3倍。
尚品宅配	2017年下半年开始推行整装云平台，**目前公司HOMKOO整装云已有3000户装企加入，21年6月引进京东战投、开启互联网整装合作。21年整装业务收入11.09亿元。**
志邦家居	公司2018年布局整装渠道，采取双品牌运营；公司和全国大型整装公司合作，区域性整装公司由公司赋能当期经销商加盟合作，**公司19年启用IK新品牌**，为整装渠道构建独有产品线与标准化门店。
金牌厨柜	19年开始推出整装业务，公司通过直营与经销方式联合推进，**整装店截止22Q1拥有42家门店。**公司积极推进原有家装、整装业务模式升级，激活零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部装企业开展业务合作，进一步强化零售渠道覆盖，增强市场竞争力。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议：地产稳增长背景下首选具备强α属性的龙头企业，看好疫后需求恢复带来的业绩反弹。从地产端数据来看，短期内受疫情影响仍处于下行区间，疫情可控后有望迎来复苏，但整个地产行业未来“稳增长”基调不改，建议首选各细分赛

道中具备强α属性的龙头企业，具备渠道、品牌力、供应链、管理等全方位优势，经营韧性凸显。

图表 28 各公司一致预期 EPS 计算 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
欧派家居	126.47	4.38	5.10	6.01	7.04	33.71	24.78	21.06	17.97
索菲亚	22.14	0.13	1.53	1.83	2.17	165.24	14.52	12.09	10.21
尚品宅配	25.65	0.45	1.07	1.51	1.97	94.99	23.89	17.01	13.03
志邦家居	22.99	1.62	1.94	2.35	2.82	18.79	11.83	9.77	8.15
金牌厨柜	27.69	2.19	2.71	3.33	4.03	17.59	10.23	8.31	6.88
顾家家居	65.61	2.63	3.28	4.02	4.84	29.31	19.98	16.32	13.56
喜临门	30.88	1.44	1.86	2.41	3.11	27.06	16.61	12.80	9.93
梦百合	11.39	-0.57	0.83	1.29	1.76	-30.57	13.77	8.86	6.48
匠心家居	31.04	3.73	2.72	3.47	4.31	21.12	11.40	8.95	7.20
麒盛科技	13.17	1.28	1.21	1.45	1.71	20.28	10.91	9.11	7.70

资料来源：wind，华安证券研究所；注：股价为最新收盘价，EPS 为 wind 一致预期

定制家居推荐**【欧派家居】**，公司作为规模体量最大、增速最高的定制家居龙头企业，具备全渠道多品类的领先优势，坚定推行整装大家居战略，把握战略级流量入口，多品类协同发展提升客单值，持续强化产品力与全渠道优势。推荐**【索菲亚】**，公司 2022 年轻装上阵，持续深化整家定制战略，改革成效可期。建议关注【志邦家居】。

软体家居推荐**【顾家家居】**，公司软体龙头地位稳固，全品类多渠道推行大家居战略，改革成效逐步兑现至业绩；疫情加速行业出清，格局持续优化，公司市占率有望稳步提升。建议关注【敏华控股】、【喜临门】、【梦百合】

3 造纸：关注特纸及生活用纸需求刚性与利润反弹

3.1 下游浆纸系进入淡季，开工率低位、库存压力上涨

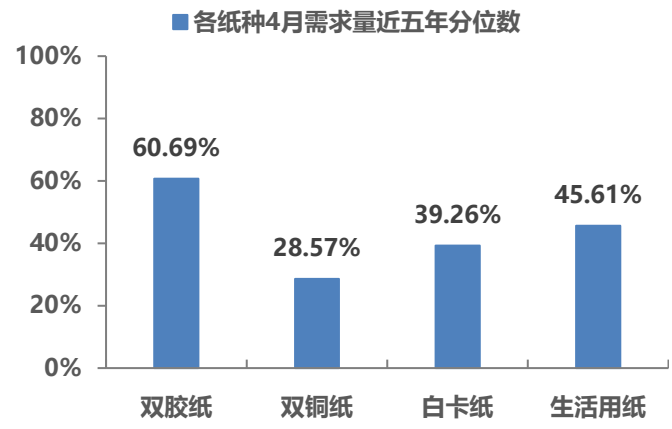
进入 5 月，浆纸系纸价开始松动。5 月以来浆纸系逐渐进入淡季，纸价开始松动。根据卓创资讯，当前文化纸（双胶纸、双铜纸）相比今年以来最高价分别下滑 162.5、100 元/吨；白卡纸当前纸价相比 4 月中旬高点下滑 135 元/吨；生活用纸纸价相对坚挺，6 月初纸价达到新高 7800 元/吨。

图表 29 2017 年至今浆纸系原纸纸价（元/吨）

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

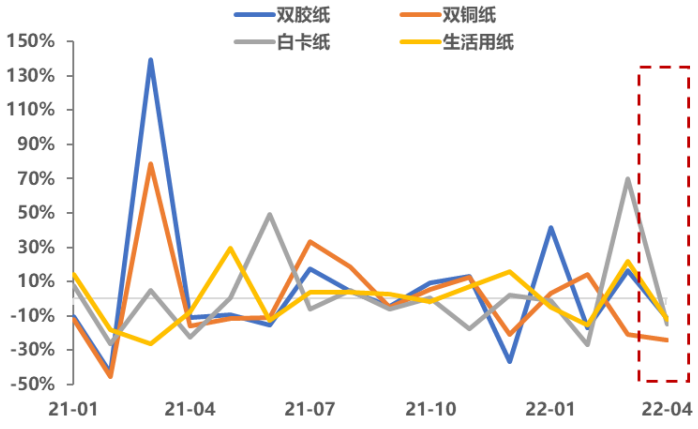
淡季来临，4 月木浆系月度需求量环比下滑，且处于近五年较低分位。根据卓创资讯，4 月双胶纸、双铜纸、白卡纸、生活用纸月度需求量分别为 68.9/23.0/56.8/78.5 万吨，环比分别-12%/-24%/-15%/-12%，分别处于近 5 年 60.7%/28.6%/39.3%/45.6%分位。

图表 30 22 年 4 月各纸种月度需求量近 5 年分位



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

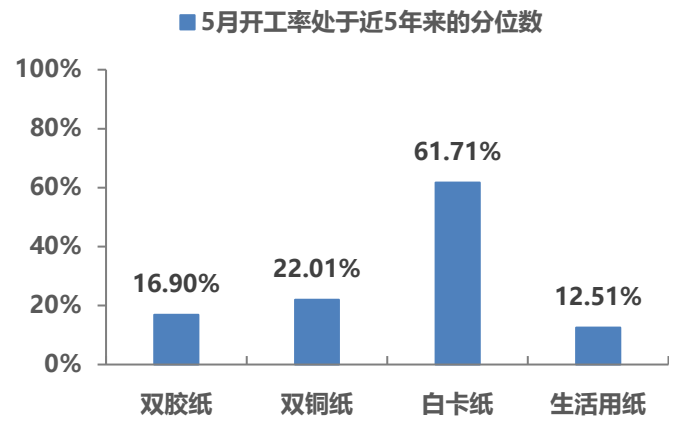
图表 31 2021 年至今各纸种月度需求量环比



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

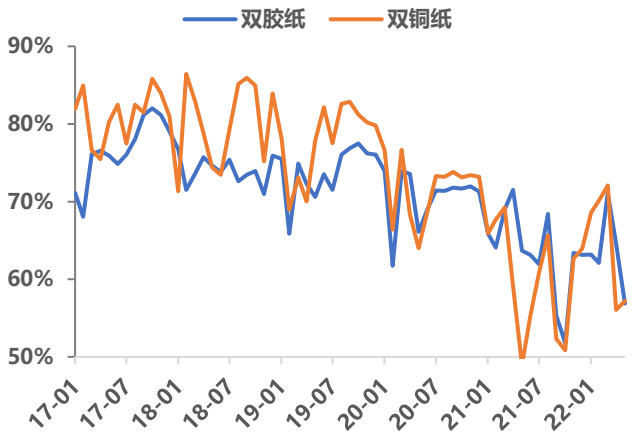
淡季叠加成本上涨，当前下游原纸开工率处于近 5 年低位水平。根据卓创资讯，5 月双胶纸、双铜纸、白卡纸、生活用纸月度开工率分别为 56.9%、57.2%、77%和 50.1%；分别位于近 5 年来 16.9%、22.01%、61.71%和 12.51%分位。文化纸和生活用纸开工率降至低位，白卡纸受益于外需拉动，开工率较好，但环比 4 月仍下滑 1.5pct。

图表 32 22 年 5 月各纸种开工率近 5 年分位



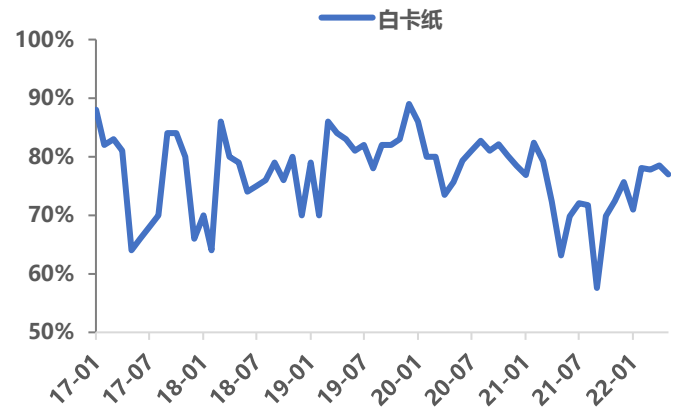
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 33 2017 年至今文化纸月度开工率



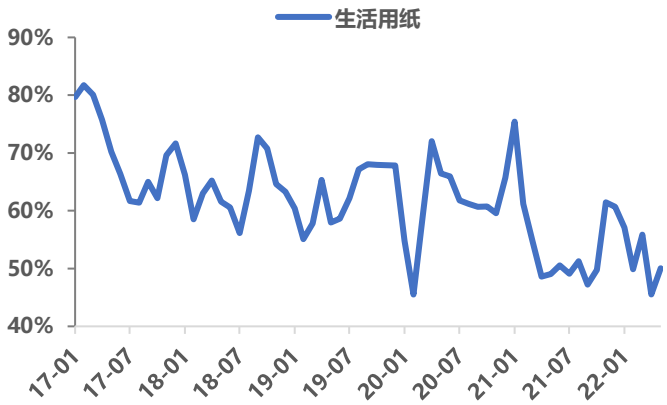
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 34 2017 年至今白卡纸月度开工率



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

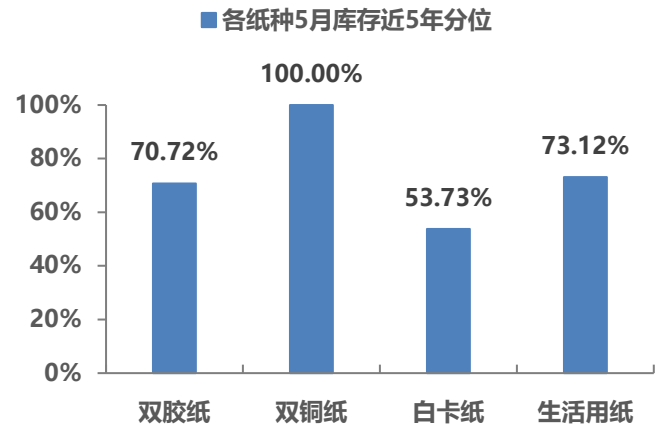
图表 35 2017 年至今生活用纸月度开工率



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

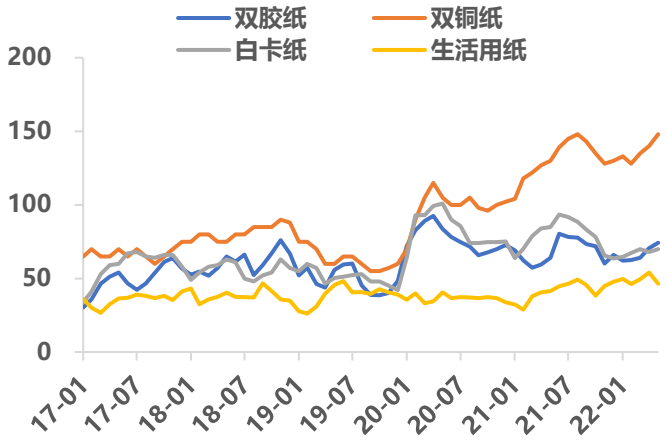
开工率低位+需求不振，纸企库存压力上涨。根据卓创资讯，2022 年 5 月双胶纸、双铜纸、白卡纸和生活用纸月度企业库存分别为 74.3、148、69.9 和 46.5 万吨，同比分别+16%/+14%/-16%/+12%；环比分别+5.3%/+5.7%/+2.9%/-13.9%。其中铜板纸 5 月企业库存达到 2017 年至今最高位，双胶纸、生活用纸分别处于近 5 年 70.72%/73.12%分位；白卡纸库存情况相对较好，处于近 5 年来 53.73%分位，但环比 4 月仍有小幅上涨。

图表 36 各纸种 5 月企业库存近 5 年分位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 2017 年以来各纸种月度企业库存（万吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 供应面扰动下木浆供给偏紧，进口量、港口库存下降

年初至今受供应面消息扰动，全球木浆供应偏紧，浆价高位。自去年 Q4 以来，受天气、罢工、地缘冲突等因素影响，全球木浆产量下降，且部分新增产能延后投产。受供应面扰动，浆价一路走高，当前处于近 5 年历史高位。根据 PPPC 数据，2022 年 4 月，世界前 20 主要产浆国出货量同比下降 0.6%，1-4 月累计下降 1.5%，4 月漂针浆出口量同比下降 5.4%，其中发运至中国的出货量同比减少 23.3%，1-4 月累计同比下降 16.2%。

图表 38 2017 年至今国内木浆均价走势

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 39 21Q4 至今全球纸浆供应面扰动

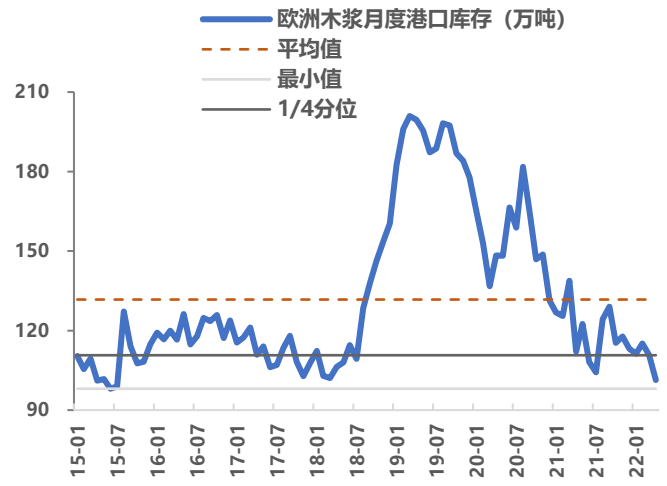
针叶浆		
国家/地区	时间	供应链扰动
加拿大	21Q4以来	不列颠哥伦比亚省**供应链中断**影响纸浆、纸张交付；极端天气和洪水导致BC省铁路、卡车运输受阻，Canfor减少旗下两浆厂针叶浆、化机浆生产，**预计影响NBSK产量6.8-8wt；影响化机浆产量约2.5wt**
芬兰	年初至5月	UPM浆厂罢工从年初持续至4月下旬和解，**恢复至正常生产仍需时间**，且欧洲普遍面临俄乌冲突等因素引发的原料短缺、能源成本上涨等现状
	6月	芬宝宣布旗下AKI浆厂因碱炉故障被迫停产，预计**6月对中国减少50%供应量**
俄罗斯	22Q1以来	俄乌冲突导致木片、木浆出口受限，自5月起俄罗斯针叶浆对中国发运量下降；其中**Ilim预计7月份无针叶浆量对中国市场供应**
阔叶浆		
国家/地区	时间	供应链扰动
印尼	21Q4	受东南亚港口堵塞、物流拥堵等因素影响，APP集团宣布**暂停外售**商品阔叶浆
巴西	5月	全球最大的最大的纸浆贸易商Suzano表示，由于俄乌冲突的影响，全球纸浆供应将进一步紧张，**纸浆库存一直在减少**
智利	22H1	智利**MAPA156万吨**阔叶浆项目原计划于2022年6月中旬投产，但据最新消息又将**延期至第三季度才能投产**
乌拉圭	22H1	UPM乌拉圭浆厂210万吨阔叶浆项目**延期至23Q1投产**

资料来源：卓创资讯，中华纸网，华安证券研究所

供应链不畅，欧洲港口木浆库存延续低位。除浆厂供应减量外，全球海运物流不畅也进一步加剧短期木浆供应短缺。根据卓创资讯， 22 年 4 月欧洲港口月度木浆库存为 101.37 万吨，同比-9.6%，环比-8.5%，延续低库存状态。

国内港口自 18H2 起显性库存高位成为新常态，20Q2 以来港口库存明显去化，当前港口库存处于 15 年来近 3/4 分位。18 年起全球纸浆供需格局失衡，库存急剧累积至历史新高，国内港口也进入被动累库阶段，此后去库过程反复，至 21H2 港口库存有明显下降，但仍处于 2015 年以来平均数以上。在显性库存高位成为新常态的同时，国内纸浆进口渠道逐渐多元化（一带一路、多式联运等），越来越多纸浆被运至非传统港口货站或中西部内陆地区，这些库存未被统计从而形成隐形库存。如 2020 年末，多数纸企木浆库存显著提升。隐形库存的规模提升，一定程度弱化了显性库存的指标观测价值。根据卓创资讯与产业内调研信息，当前国内可外售木浆数量有限，供应偏紧。

图表 40 欧洲月度港口木浆库存（万吨）



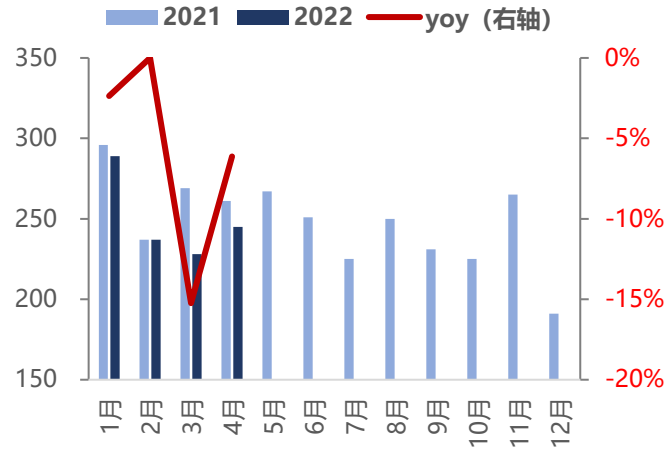
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 41 国内四大港口月度木浆库存（万吨）

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

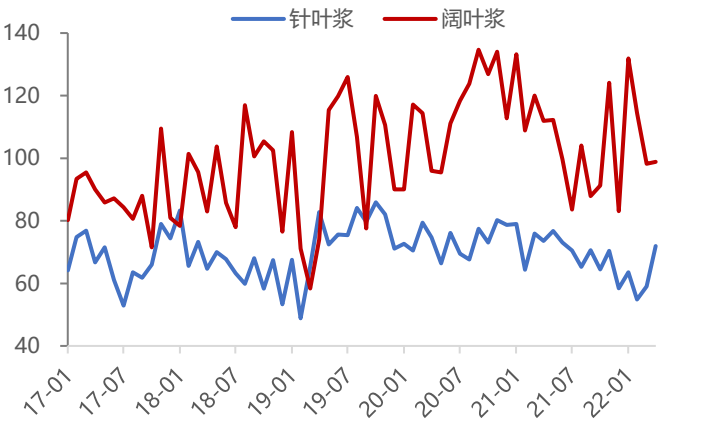
年初至今月度纸浆进口数量同比下滑，4 月针、阔叶浆进口量处于近 5 年 50%-60%分位。发运量减少、运输不畅反应至木浆月度进口量下滑，根据海关总署数据，2022 年 1-4 月我国纸浆累计进口量 999 万吨，同比下降 6%；其中 3 月进口量同比下滑最多，下降幅度达 15.2%；**进口结构来看，年初至今针叶浆累计进口量下滑较多。**前 4 个月针叶浆（HS：47032100）、阔叶浆（HS：47032900）累计进口量分别为 249.39、443.44 万吨，同比分别-14.9%/6.5%,；其中 4 月针叶浆、阔叶浆月度进口量分别为 71.94、98.80 万吨，分别位于近五年来 62.3%/53%分位。

图表 42 2021 至今国内月度纸浆进口数量（万吨）



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 43 国内月度针叶浆、阔叶浆进口数量（万吨）



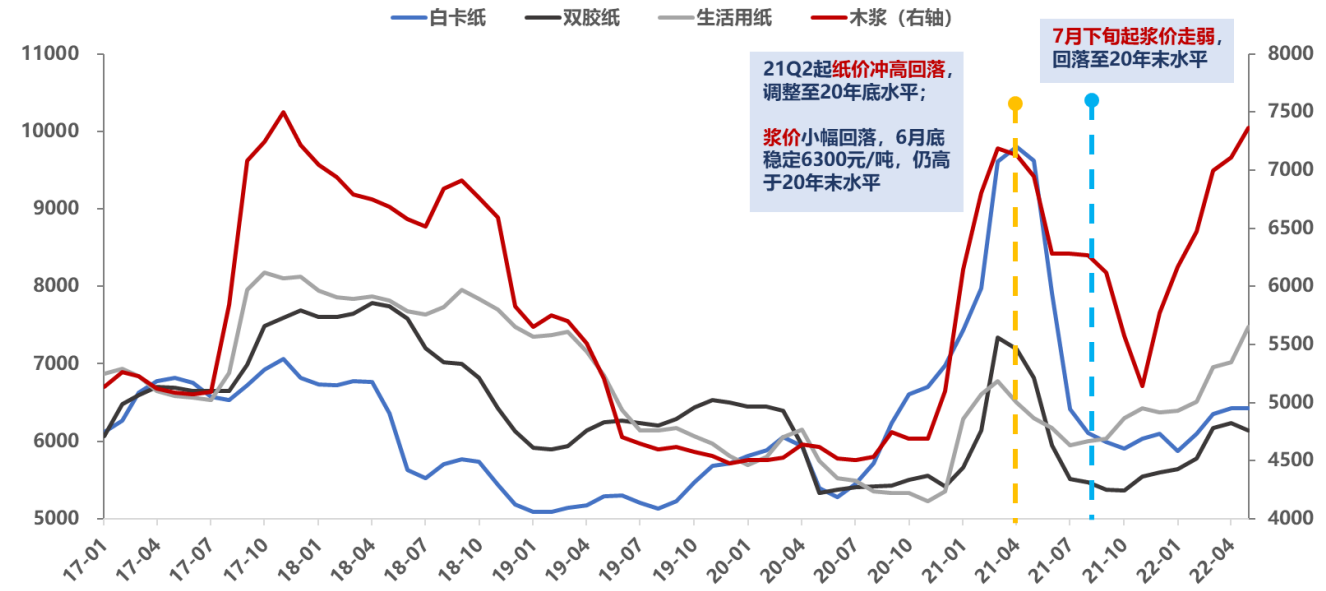
资料来源：海关总署，华安证券研究所；注：针叶浆 HS47032100，阔叶浆 HS47032900

3.3 当前供需双弱、博弈仍存，聚焦后期成品纸价及产量变动

当前浆价高位震荡，供需博弈仍存，我们认为后期成品纸产量及纸价走势将成为关键点。参考去年同期浆价、纸价以及成品纸产量变动趋势，可以看出在去年浆价趋势转弱（21Q3）前，成品纸纸价已经大幅回落至 2020 年年末水平，且产量也随之下滑，其中文化纸、生活用纸价格自 3 月末开始松动，白卡 4 月纸价冲高后迅

速回落，故浆价下行趋势滞后于纸价。

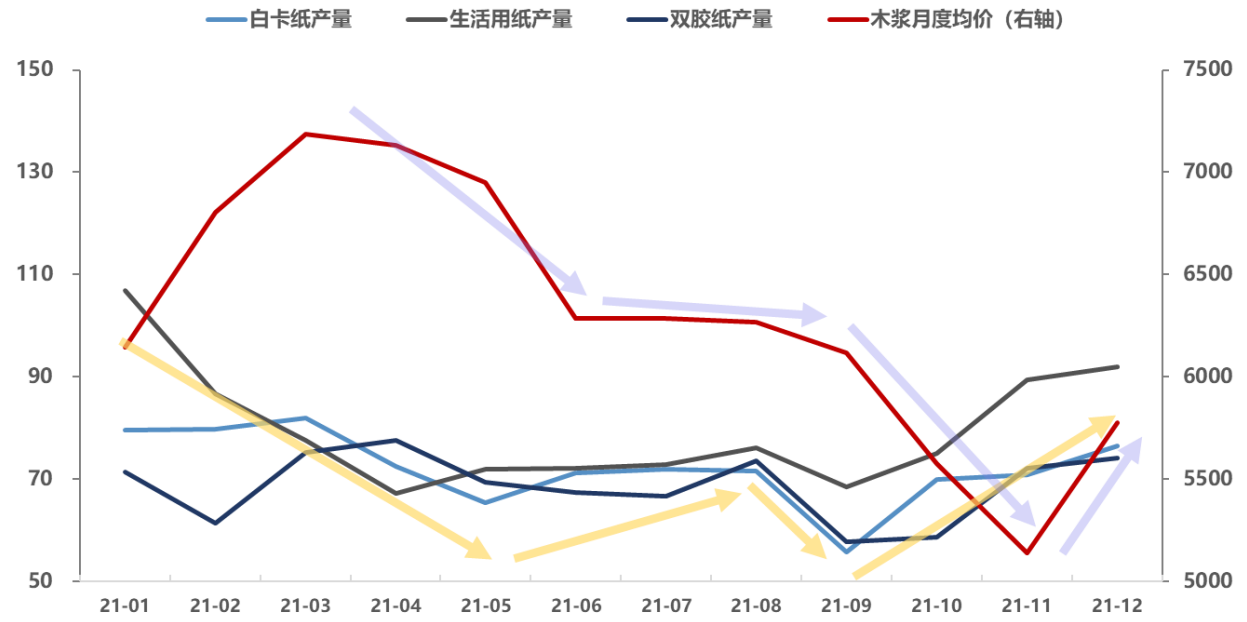
图表 44 复盘 21 年浆纸价格走势，纸价走弱先于浆价回调



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

21 年 9 月成品纸受需求不振、能耗双控等因素影响，单月产量下降至年内最低。与此同时，木浆月度均价也自 9 月起大幅回落，11 月均价为年内低点（9-11 月均价下降幅度约 1000 元/吨）。

图表 45 复盘 21 年浆价与纸种月度产量，浆价略滞后于产量波动



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

当前木浆供应偏紧，且短期难以恢复，故后期浆价走弱前提是下游成品纸纸价

持续下降，继而带动开工率和产量下滑：

从纸价角度，截至 6 月上旬，生活用纸纸价坚挺，国内白卡纸、文化纸纸价已出现松动，但幅度较小；从下游纸厂利润角度，部分规模纸企木浆库存储备较充裕，且全球运力放缓，预计高价浆对规模纸企利润的影响可能在 22H2 显现，纸企利润空间压缩将导致开工率和产量下降，推动浆价走弱。

故下游需求大幅走弱是浆价出现拐点的关键，当前下游成品纸已进入淡季，但疫后纸张需求预计有小幅反弹，故短期内纸价大幅下降可能性较小，木浆预计仍在高位震荡。

22Q3 起，木浆供需格局或迎来转机，浆价有望迎来拐点。需求方面，随着高价浆的使用纸企成本压力增长，将进一步侵蚀利润，行业开工率下滑；供给方面，MAPA156 万吨产能预计将于 22Q3 投产，一定程度缓解供应压力；届时木浆供需格局或迎来转机，浆价有望迎来拐点。

图表 46 2021-2023 年已知商品浆产能规划

阔叶浆新增产能规划					
时间	国家	浆厂	产能（万吨）	浆种	预计/投产时间
2021年	巴西	Bracell	260-280 或150	漂阔浆 或溶解浆	2021年9月
2022年	智利	Arauco	156	漂桉浆	2022年三季度末
	巴拉圭	Paracel	150	漂桉浆	22Q4
2023年	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	23Q1
	巴西	SUZANO	220	阔叶浆	2023年
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	23Q4
其他	巴西	Eldorado	230	阔叶浆	未披露
针叶浆新增产能规划					
时间	国家	浆厂	产能（万吨）	浆种	预计投产时间
2023年	芬兰	Metsa Group	约80	针叶浆	23H2

资料来源：中国纸网，纸业联讯，华安证券研究所

3.4 未来浆价拐点预期下，建议重视特纸、生活用纸板块盈利弹性

特种纸：供需良好，压力逐步松动，首推五洲特纸。高景气纸种产销旺盛，龙头业绩随产能规模增长而逐季攀升，良好的供需结构使得提价落地更为顺畅；若浆价迎来拐点则存在明显利润反弹。当前特纸龙头估值较低，五洲特纸、华旺科技、仙鹤股份 PE-TTM 分别为 17.26X、11.38X 和 18.08X，具备较高安全边际。**其中首推五洲特纸**，公司估值处于历史低位，短中期盈利攀升逐季兑现，远期浆纸一体化生态为公司未来发展打开远景。**建议关注华旺科技、仙鹤股份**。

图表 47 2020 年以来特纸企业各季度营收及增速

公司营收（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
五洲特纸	5.4	6.1	8.2	6.6	7.6	8.7	10.5	10.1	13.3
yoy			45.9%	-5.3%	40.9%	42.1%	27.5%	53.0%	74.8%
仙鹤股份	9.0	11.3	13.1	15.1	15.3	13.6	14.8	16.5	16.8
yoy	-10.8%	3.6%	10.2%	17.6%	68.9%	20.5%	13.1%	9.9%	10.0%
华旺科技	2.8	3.9	4.3	5.1	6.3	7.0	6.7	9.4	7.6
yoy			-3.8%	29.7%	126.9%	78.0%	57.6%	82.2%	19.4%
齐峰新材	5.1	7.4	8.0	7.6	8.8	10.4	9.4	8.4	8.4
yoy	-33.5%	-17.4%	-4.8%	1.8%	74.1%	40.0%	17.6%	10.4%	-5.0%
冠豪高新	4.7	6.3	6.3	7.2	6.4	6.1	42.0	19.5	17.2
yoy	-23.5%	-4.4%	3.4%	-0.5%	37.7%	-3.4%	567.7%	172.1%	168.4%
民丰特纸	3.1	3.3	3.4	3.7	3.7	3.6	3.6	4.4	3.9
yoy	-17.7%	-1.2%	-4.5%	12.3%	21.4%	8.2%	4.1%	17.6%	3.6%

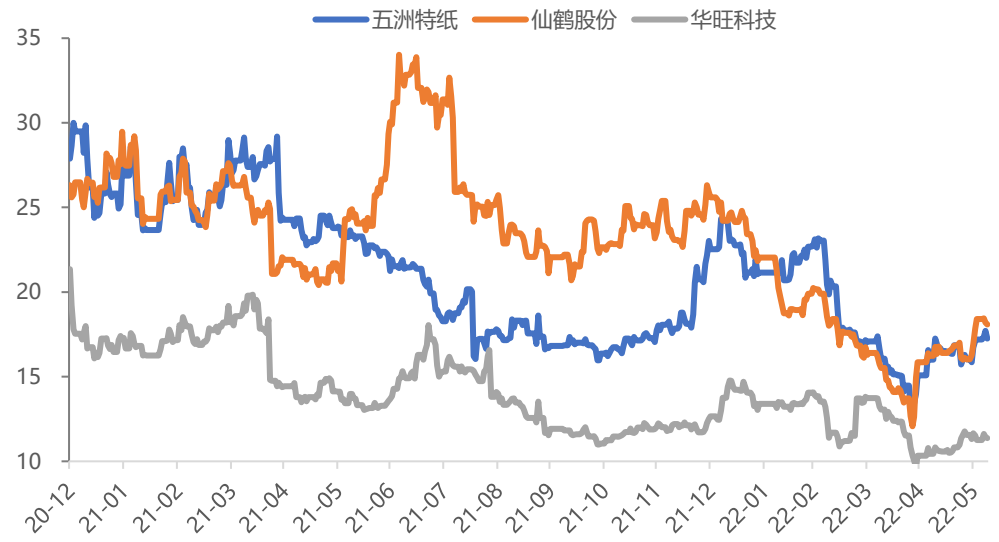
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 48 2020 年以来特纸企业各季度净利润及增速

归母净利润（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
五洲特纸	1.0	0.7	0.8	0.9	1.1	1.5	0.5	0.8	1.0
yoy			39.6%	12.4%	16.4%	112.9%	-31.6%	19.5%	-8.7%
仙鹤股份	1.0	1.8	2.1	2.2	2.8	3.3	2.9	1.1	1.5
yoy	193.2%	87.0%	54.4%	29.6%	167.5%	85.1%	38.8%	-49.0%	-47.8%
华旺科技	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2	1.0	1.3	1.1
yoy			41.1%	46.8%	174.2%	108.3%	27.9%	47.5%	14.6%
齐峰新材	0.1	0.3	0.6	0.5	0.9	0.6	0.1	0.1	0.2
yoy	586.4%	-21.3%	22.0%	35.2%	559.3%	87.2%	-89.5%	88.7%	-77.2%
冠豪高新	0.2	0.4	0.4	0.8	0.3	0.5	1.2	-0.5	0.4
yoy	48.2%	0.1%	7.1%	-2.8%	18.3%	20.0%	192.3%	171.6%	37.0%
民丰特纸	0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2
yoy	346.8%	6663.4%	329.9%	-45.7%	98.9%	-8.5%	19.3%	-8.6%	1.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 2020 年末至今三家特纸企业 PE-TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

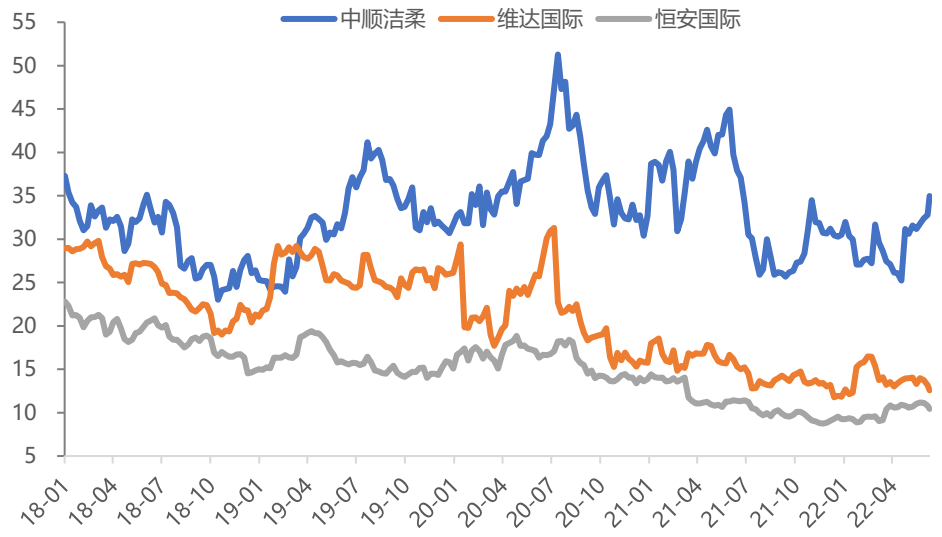
生活用纸：必选属性+疫情常态化带动需求高增，浆价下行将显著利好板块。生活用纸具备必选属性，且消费意识的提升与疫情常态化将带动中高端生活用纸需求高增。**推荐中顺洁柔**，公司产品矩阵定位中高端，不断推进全渠道发展与下沉；公司管理制度向职业经理人转变，持续优化管理效率，当前**建议关注维达国际。**

图表 50 2020 年以来中顺洁柔各季度业绩及增速

中顺洁柔	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入（亿元）	16.7	19.5	19.4	22.7	21.0	21.5	20.3	28.8	18.8
yoy	8.5%	19.2%	17.7%	25.0%	25.8%	10.3%	4.5%	26.8%	-10.4%
归母净利润（亿元）	1.8	2.7	2.2	2.3	2.7	1.4	0.8	1.0	1.3
yoy	48.7%	77.7%	34.4%	41.1%	47.8%	-49.5%	-64.7%	58.7%	-50.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 51 2018 年以来三家生活用纸企业 PE-TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

4 纺织制造：细分龙头经营稳健

4.1 板块回顾：Q1 业绩延续高增长，上半年估值基本稳定

Q1 营收增长亮眼，得益于常态化管理+产能释放。纺织制造板块 2022Q1 在 2021 的高基数上维持营收高增长，和 2020 年对比明显提升。20 年新冠疫情突发，生产、物流等环节受挫，营收及利润承压，21 年以来疫情防控常态化，海外产能逐步释放，制造业细分龙头订单增长稳定，在 20 年的低基数下实现较高增长。22 年各公司已具备疫情期间协调生产的管理经验，叠加产能持续释放，延续增长态势。

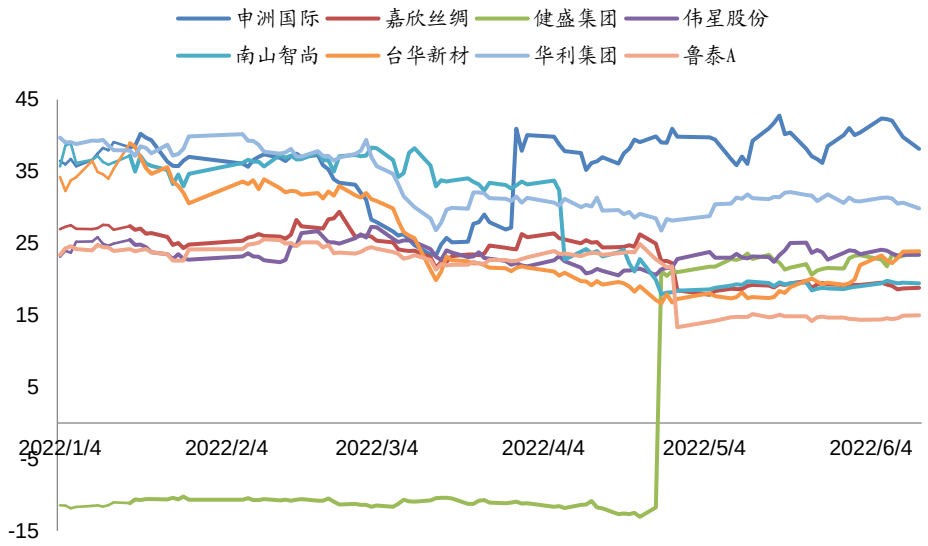
图表 52 纺织制造标的分季度营收和利润情况（百万元，%）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
华利集团									
营业收入（百万元）	3435.71	3495.09	3377.29	3623.05	3702.5	4492.03	4439.76	4835.29	4124.14
yoy					7.77%	28.52%	31.46%	33.46%	11.39%
归母净利润（百万元）	405.3	369.41	542.87	561.01	576.71	713.84	706.53	770.77	648.21
yoy					42.29%	93.24%	30.15%	37.39%	12.40%
伟星股份									
营业收入（百万元）	405.66	722.73	687.75	679.98	541.4	941.35	888.08	984.84	723.19
yoy	-20.96%	-9.87%	-6.62%	-0.14%	33.46%	30.25%	29.13%	44.83%	33.58%
归母净利润（百万元）	22.91	224.31	98.31	50.73	44.94	191.72	162.61	49.38	65.22
yoy	18.60%	52.94%	-13.83%	380.12%	96.12%	-14.53%	65.40%	-2.67%	45.13%
台华新材									
营业收入（百万元）	468	596.7	605.24	831.18	738.94	1099.55	1229.28	1188.8	945.28
yoy	-15.25%	-19.13%	-11.68%	16.22%	57.89%	84.27%	103.10%	43.03%	27.92%
归母净利润（百万元）	17.54	33.09	41.85	27.25	97.92	163.31	115.97	86.5	114.76
yoy	-67.76%	-63.37%	-13.41%	869.92%	458.10%	393.49%	177.09%	217.46%	17.20%
南山智尚									
营业收入（百万元）	277.52	368.61	352.11	359.55	297.78	360.1	361.48	472.64	321.7
yoy					7.30%	-2.31%	2.66%	31.45%	8.03%
归母净利润（百万元）	20.79	28.31	27.89	10.52	24.02	35.93	36.41	56.06	28.27
yoy					15.54%	26.92%	30.55%	432.89%	17.69%
健盛集团									
营业收入（百万元）	371.77	356.36	422.39	431.94	413.64	497.25	610.34	530.45	531.71
yoy	-7.79%	-15.91%	-12.90%	-7.80%	11.26%	39.54%	44.50%	22.81%	28.54%
归母净利润（百万元）	45.07	-5.98	5.68	-592.05	47.22	52.75	72.1	-18.68	66.46
yoy	-0.05%	-1.08%	-0.93%	-24.58%	0.05%	9.82%	11.70%	0.97%	0.41%
嘉欣丝绸									
营业收入（百万元）	618.14	649.57	641.62	693.49	744.63	882.96	989.35	1080.32	1055.8
yoy	-31.55%	-22.87%	-25.63%	-16.50%	20.46%	35.93%	54.20%	55.78%	41.79%
归母净利润（百万元）	27.78	31.74	90.12	45.15	-8.59	74.48	15.95	48.91	27.43
yoy	-0.31%	-0.17%	1.26%	0.14%	-1.31%	1.35%	-0.82%	0.08%	4.19%
鲁泰A									
营业收入（百万元）	1252.43	1034.32	1083.51	1380.96	993.49	1226.83	1346.37	1671.58	1580.09
yoy	-18.94%	-36.94%	-33.37%	-30.60%	-20.68%	18.61%	24.26%	21.04%	59.05%
归母净利润（百万元）	103.52	40.6	-48.46	1.64	74.53	78.97	93.67	100.45	159.38
yoy	-0.47%	-0.81%	-1.27%	-1.00%	-0.28%	0.95%	2.93%	60.10%	1.14%

资料来源：Wind，华安证券研究所

估值基本稳定，部分标的上半年估值回落。从纺织制造标的年初以来的 PE-TTM 走势来看，除健盛集团由于 20Q4 商誉减值导致归母净利润为负之外，其余公司变动相对稳定：申洲国际和伟星股份相对年初估值略有上升，台华新材、嘉欣丝绸、南山智尚、华利集团、鲁泰 A 等标的呈现估值震荡下行。

图表 53 纺织制造标的年初以来估值变动情况

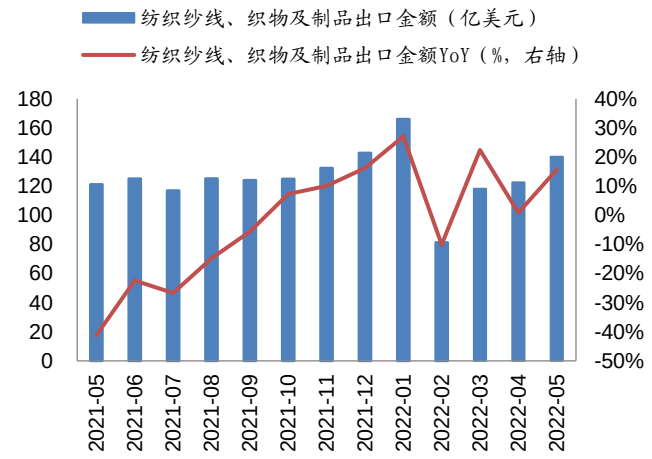


资料来源：Wind，华安证券研究所；注：截至 2022/6/13 收盘价

4.2 出口：出口景气度同比提升，中高端面辅料具备国际竞争力

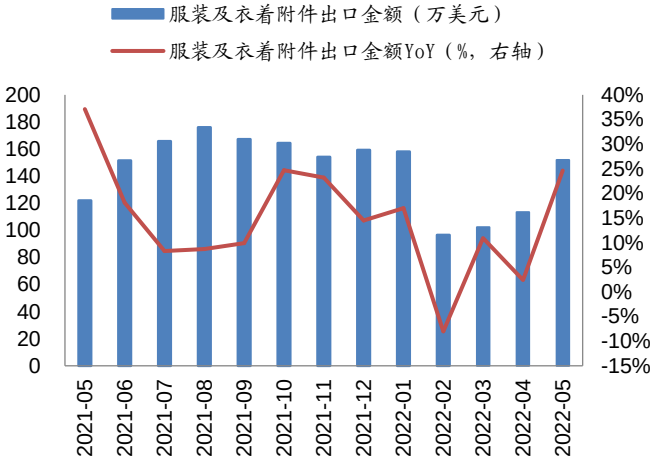
根据 5 月出口数据，纺织制造出口景气度延续。根据海关总署的数据，5 月纺织纱线、织物及制品出口金额 140.28 亿美元，同比+15.71%；服装及衣着附件出口金额 151.99 亿美元，同比+24.61%。出口数据环比 4 月和同比 21 年同期均有提升。在全球疫情影响下，我国服装产业链配套完善、快反能力提升，纺织制造业出口景气度延续。

图表 54 纺织纱线、织物及制品出口金额及增速（亿美金，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 55 服装及衣着附件出口金额及增速（亿美金，%）

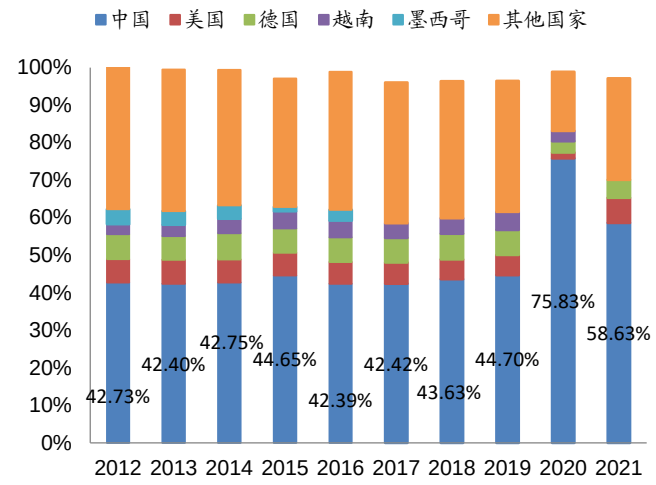


资料来源：Wind，华安证券研究所

回顾过往十年数据，国产面辅料出口份额增加。2021 年中国纺织品和拉链辅料的出口份额分别占全球出口的 58.63%和 48.42%，纵向对比：纺织制品 2020 年之前出口份额稳定，2020 年受全球疫情影响供应链优势突出因而订单回流，2021 年

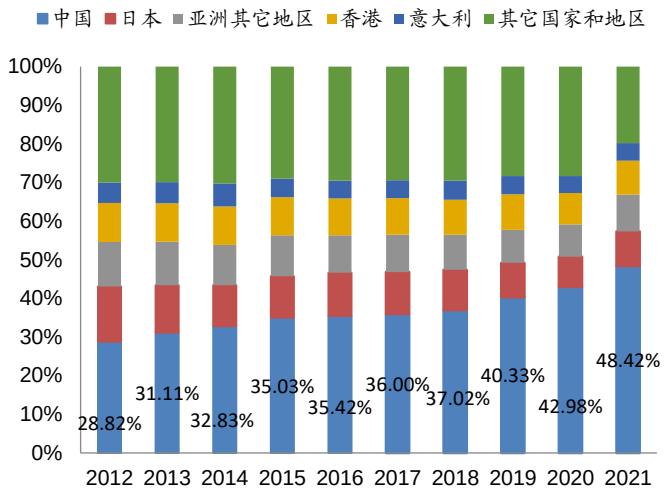
同比疫情之前份额提升明显。拉链出口从 2012 年 28.82%提升 19.6pcts 至 2021 年的 48.42%，整体呈现逐年递增状态。我们认为出口份额增加的主要原因有：1）国内服装产业链集聚形成规模效益，供应链稳定且生产效率提升；2）面辅料龙头中高端战略实施效果良好，工艺技术水平提升，中国产品相对于日韩、欧美等地区具备价格优势，质量优于东南亚产品。在疫情扰动之下优质渠道的重要性凸显，大客户更倾向于供应链稳定的龙头制造企业，

图表 56 全球纺织品出口份额（%）



资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

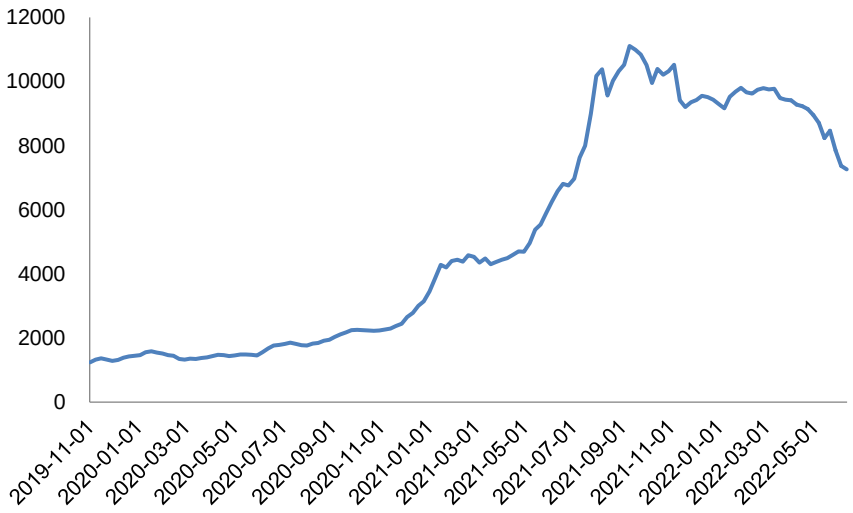
图表 57 全球拉链出口份额（%）



资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

海运费回落，出口企业具备业绩提升的机会。2021 年下半年以来高昂的海运货运费用近期有所缓解，22 年 3 月至今波罗的海货运指数持续走低至 6 月 10 日的 7369.91，低于历史一年四分之一分位 8998.9，但相比于 21 年之前 3000 以下的指数仍然具有下降空间。21 年下半年由于海运费高企出现订单减少、库存积压和利润降低的情况，我们认为后续海运费若持续下降，对于纺织服装出口金额提升和利润增长有积极作用。

图表 58 波罗的海货运指数

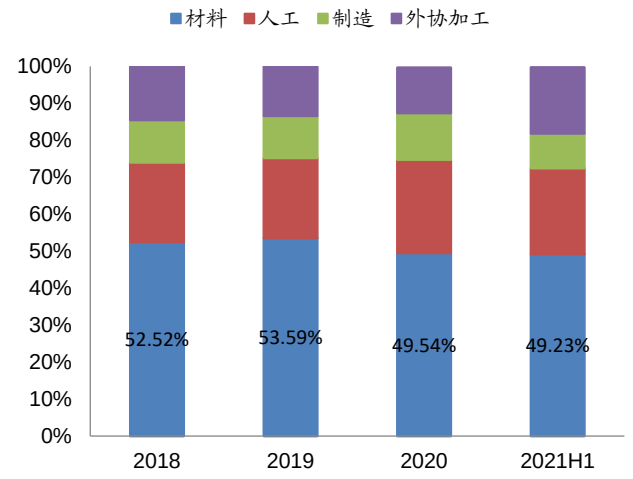


资料来源：Wind，华安证券研究所

4.3 原材料：价格处于历史高位，上涨空间有限

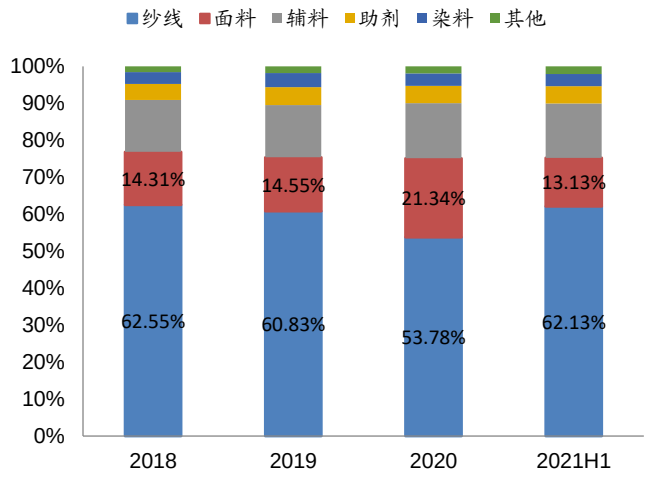
原材料采购占纺织制造成本约五成。根据针织面料及服饰制造企业泰慕士的招股说明书，原材料成本占总成本的 50%左右，原材料采购以纱线、面料为主。纺织制造一般采用成本加成的定价方式，在一定周期内可以通过向下游客户提价的方式消化原材料价格波动，但短期剧烈波动对公司利润率产生影响。

图表 59 泰慕士成本构成（%）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 60 泰慕士原材料采购占比（%）



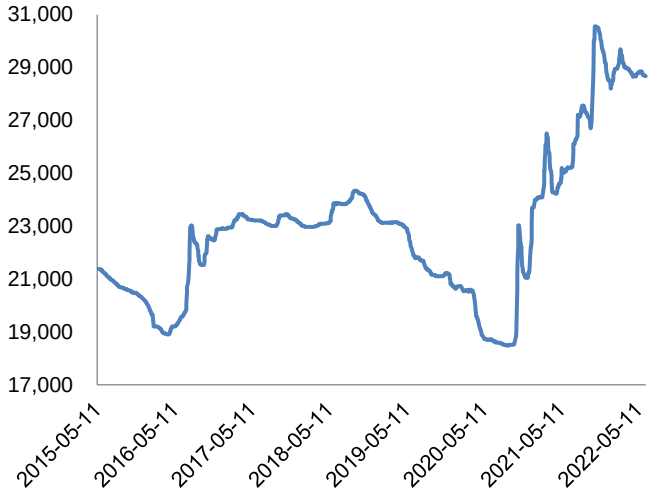
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

棉花纱线价格回落但仍处于历史高位。截至 2022 年 6 月 13 日，棉花价格约为 2.12 万元/吨，低于 2022 年开年以来平均值 2.25 万元/吨，但高于 2021 年同期均值 1.57 万元/吨。全棉纱线价格波动同棉花类似，在 21 年下半年以来价格直线上升，22Q2 出现缓和，我们认为近期棉花价格已经处于历史高位，考虑到下游接受程度，以及棉价上涨后全球棉区扩种供给增加，后续上涨空间有限，棉花及纱线价格下滑后纺织制造企业有毛利率提升的机会。

图表 61 棉花 328 价格走势（元/吨）

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 62 纱线 C32S 价格走势（元/吨）

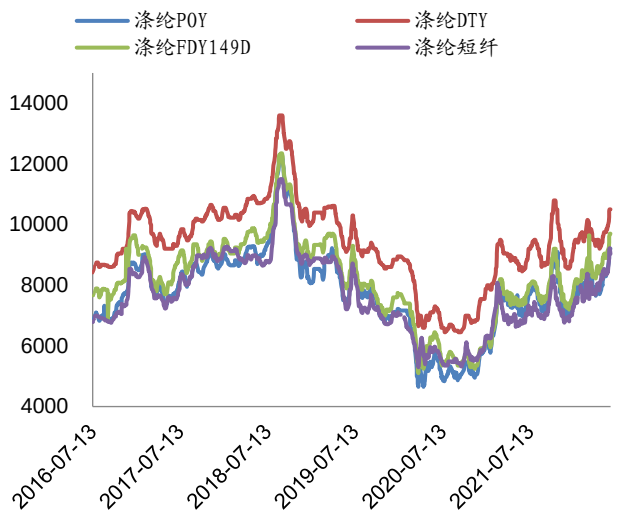


资料来源：Wind，华安证券研究所

化纤材料：涤纶价格窄幅震荡，氨纶价格持续下降。由于国际原油价格高位窄

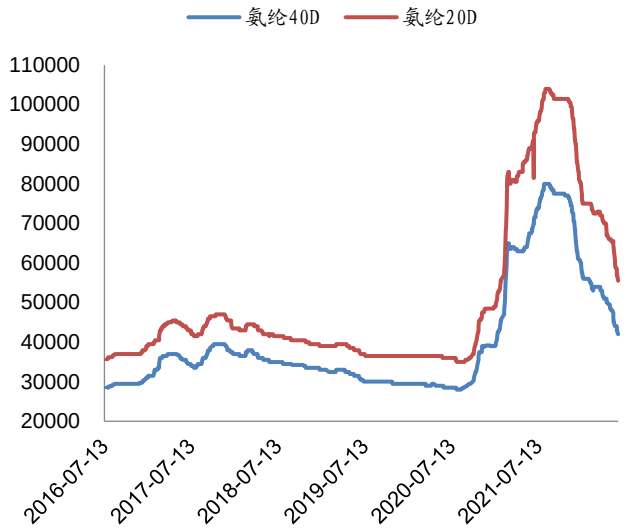
幅波动导致生产成本较高，叠加华东地区疫情影响物流紧张，年初以来涤纶价格呈现窄幅震荡。21 年由于原料 PTMEG、MDI 价格上涨，以及下游运动服需求回升，氨纶价格涨幅较大，22 年年初至今持续下滑，目前来看相比于 20 年的价格水平仍有下降空间。

图表 63 涤纶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 64 氨纶价格走势（元/吨）



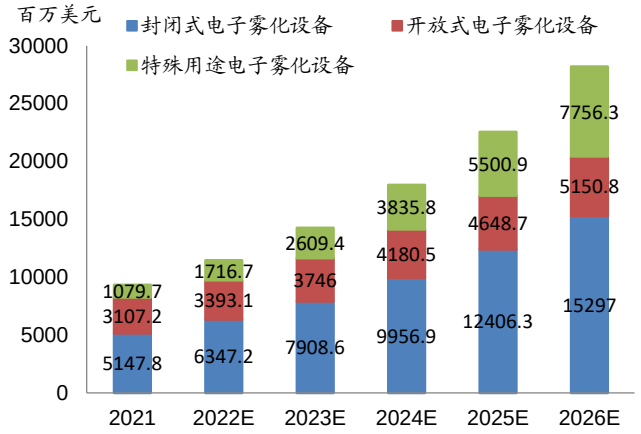
资料来源：Wind，华安证券研究所

5 新型烟草：至暗时刻已过，国内政策正名+海外趋势向好，行业高质量增长、龙头价值凸显

2021 年国内、全球市场同比增长 36%、120%，未来一次性小烟成为增长新引擎。根据《2021 电子烟产业蓝皮书》，2021 年全球新型烟草市场规模达到 800 亿美元，同比增长 120%，三年 CAGR 为 35%，随着各国电子烟规范政策出台，行业规模有望继续增长。国内新型烟草市场规模达到 197 亿元，同比增长 36%。

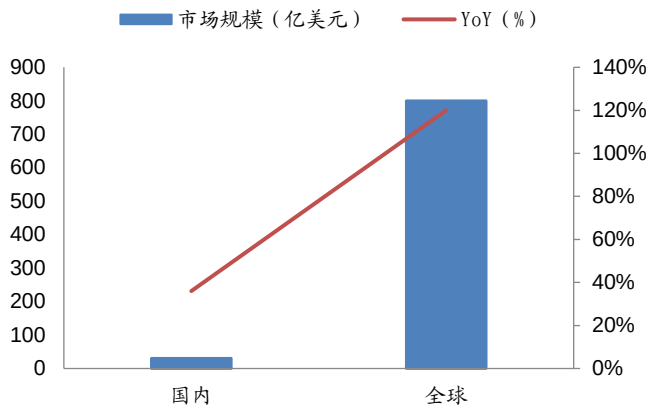
2022 年 3 月 15 日国内颁布法律使得 FDA 可以对含有任何来源的尼古丁烟草产品进行监管，标志着一次性电子烟产品也进入了监管范围。此前由于监管漏洞，一次性电子烟的市场份额在过去快速提升。据美国 CDC 的数据，一次性电子烟的销量占比由 2019 年 1 月的 10.5%提升到 2022 年 1 月的 38.9%。预计一次小烟未来将保持高速增长。价格低廉、高口味还原度、具有社交属性是一次性电子烟崛起的重要原因。据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球一次性小烟市场规模约为 21 亿美元，在全球电子烟设备市场、封闭式电子雾化设备市场中占比分别 40.8%、22.5%。预计 2022 年市场规模将增加至 27 亿美元，在封闭式电子烟雾化设备市场份额中占比 42.5%。预计 2022-26 年一次性电子烟的市场规模将保持 28%以上的复合增长率。

图表 65 全球雾化设备未来市场规模预测（百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所 注：此数据按出厂价划分收益计，封闭式电子雾化设备包括一次性产品与换弹式产品

图表 66 2021 年国内及全球电子烟市场规模及增速



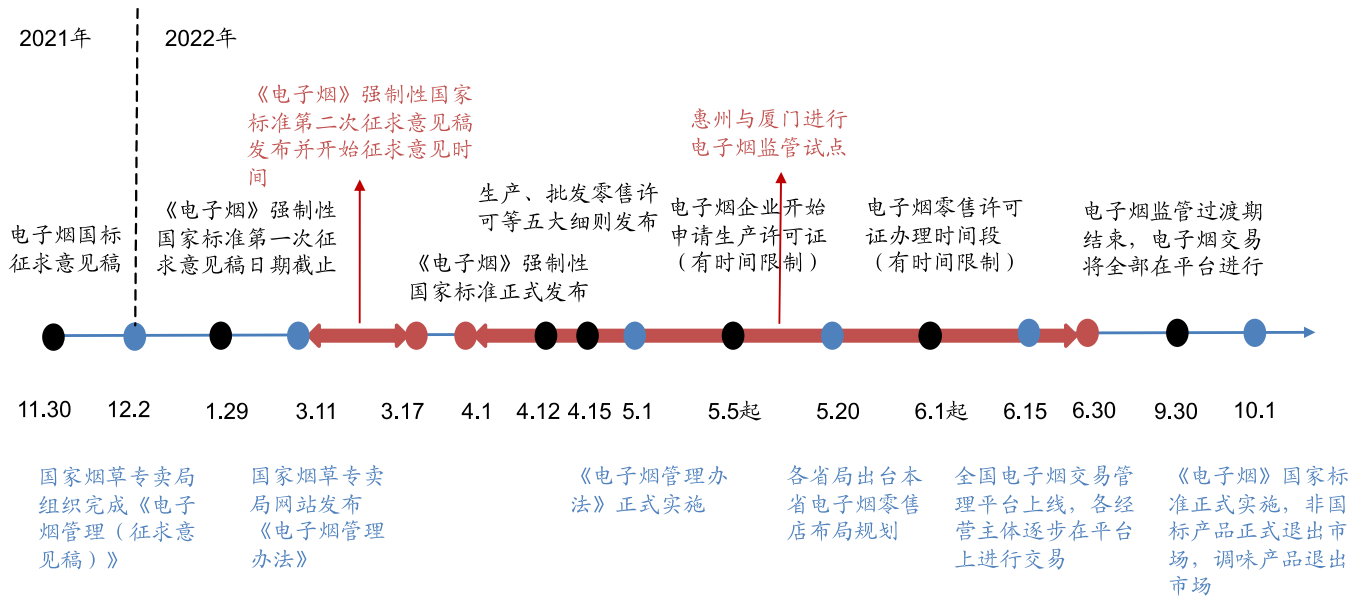
资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》，华安证券研究所

5.1 国内市场：预计年内能够实现平稳过渡，终端门店经营或已逐渐度过至暗时刻

国内市场处于向全面有序监管的过渡阶段，预计年内各环节能够实现平稳过渡。《电子烟管理办法》已于 5 月 1 日正式生效，行业步入监管时代。由于政策过渡期的存在，9 月 30 日前口味烟弹仍可生产，代理商、零售店可正常运营，过渡期结束后，《电子烟国标》将于 10 月 1 日起实施。政策过渡期较先前市场预期的 5 月 1 日后全面禁止口味烟更加宽松，为企业留足申请相关许可证，以及对尚未合规产品完成合规性设计、改造的时间，预计年内能够实现各环节的平稳过渡。该阶段行业的有序过渡主要体现在：（1）自 5 月 5 日率先开始生产许可申请，预计牌照将于 6、7 月发放，全流程办证带来的生产经营有序；（2）全国电子烟交易管理平台预计于 6 月 15 日上线，取得烟草专卖许可证的生产、批发和零售主体逐步在平台上进行交易。全流程可追溯带来的责权利划分明确；（3）10 月 1 日电子烟强制国标生效后，严格技术评审带来的产品质量提升。

尽管由于过渡期品牌、渠道备货策略改变以及调味电子烟被禁，短期行业增速中枢或下移。但随着行业从无序向有序过渡：（1）准入门槛提升、小企业出清带来的头部效应加剧；（2）政策正名，媒体对电子烟负面报道或迎来全面转向，加速消费者对电子烟认知的提升；（3）零售端内卷有望结束，终端门店经营向好；（4）通配、串货、乱价等问题得到解决，消费体验提升。电子烟税收政策细则是后续关注的重点。

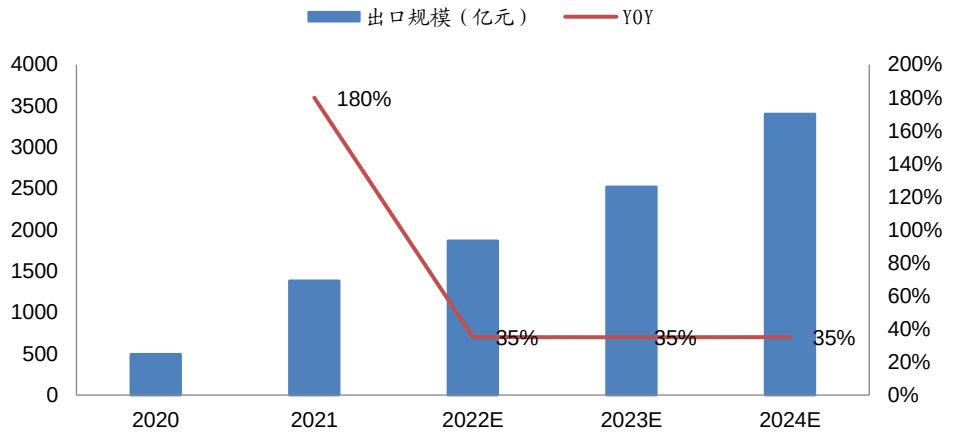
图表 67 2022 年电子烟监管时间线



资料来源：国家烟草专卖局，蓝洞新消费，华安证券研究所整理

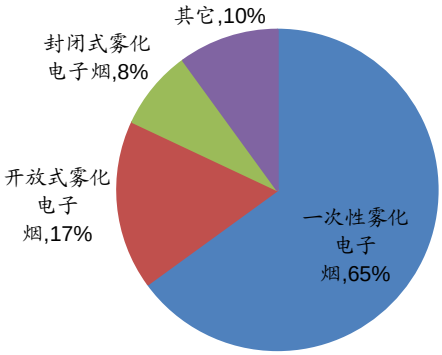
2021 年国内品牌出口提速，《管理办法》出台后出口格局并未改变，预计未来出口仍为重要方向。中国具备集原材料、研发、生产、销售、包装、出口于一体的完整电子烟产业链，是电子烟生产链的核心国家。在强国制造战略背景下，龙头企业有望长期得到扶持出口海外。据《蓝皮书》数据，中国 2021 电子烟出口总额为 1383 亿元，同比增长 180%，其中美国为主要出口国家，占比达到 53%，主要出口产品类别为一次性小烟，占比达 65%。由于政策鼓励外销，预计电子烟出口规模未来将保持平稳增长，2024 年预计达到 3402 亿规模，CAGR 达 35%。2022 年 3 月 17 日发布的《电子烟管理办法》规定出口型企业需要符合出口国家法律法规和标准要求。我们认为监管对专供出口产品除包装外没有做其他要求，有利于强化新型烟草“全产业链创新”以及民营企业的海外地区市场扩张，电子烟出口格局并未改变。《管理办法》已于 5 月 1 日起开始实施，预计未来电子烟出口仍为重要方向。

图表 68 全球雾化设备未来市场规模预测



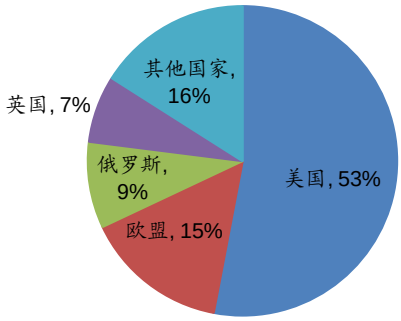
资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》，华安证券研究所

图表 69 2021 年中国电子烟出口类别占比（%）



资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》，华安证券研究所

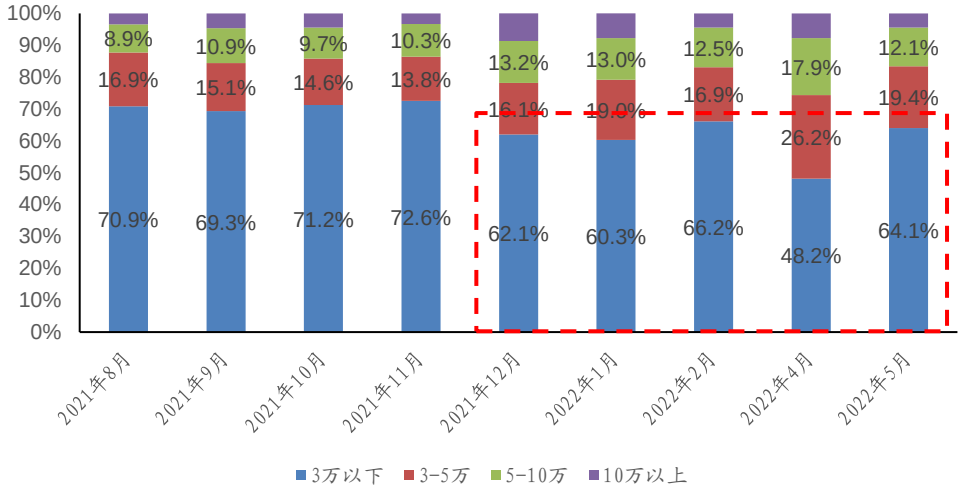
图表 70 2021 年电子烟出口国家或地区份额（%）



资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》，华安证券研究所

终端市场：电子烟终端门店经营或已逐渐度过至暗时刻。据蓝洞新消费对电子烟门店店主调研数据，3 月 22 日《烟草专卖法（征求意见稿）》发布之后，4-10 月受品牌商加速渠道扩张，门店密度加大渠道内卷影响，国内电子烟终端门店经营情况环比持续下滑，Q3 门店下滑趋势略有放缓，但仍未出现明显改善。同时据蓝洞的单店经营情况调研，2021 年 12 月以来月收入 3 万元以下的电子烟门店占比中枢由 70%左右下滑至 60%-65%，而腰部月收入 3-5 万元的门店占比显著提升。我们认为电子烟门店经营情况或已度过至暗时刻。展望未来，我们预计随着 5 月以来《管理办法》的正式实施，以及 10 月之后《强制国标》的生效，监管规范化有助于减少产品质量层次不齐、通配、串货、价格体系混乱等行业乱象。牌照制度有望使得结束零售端的内卷，行业从无序向有序过渡，后续终端门店经营情况有望好转。

图表 71 2021 年 12 月以来新型烟草终端门店中月收入小于 3 万元比重下降（%）



资料来源：蓝洞新消费，华安证券研究所；注：根据电子烟终端门店店主调研所得（3 月数据未统计）

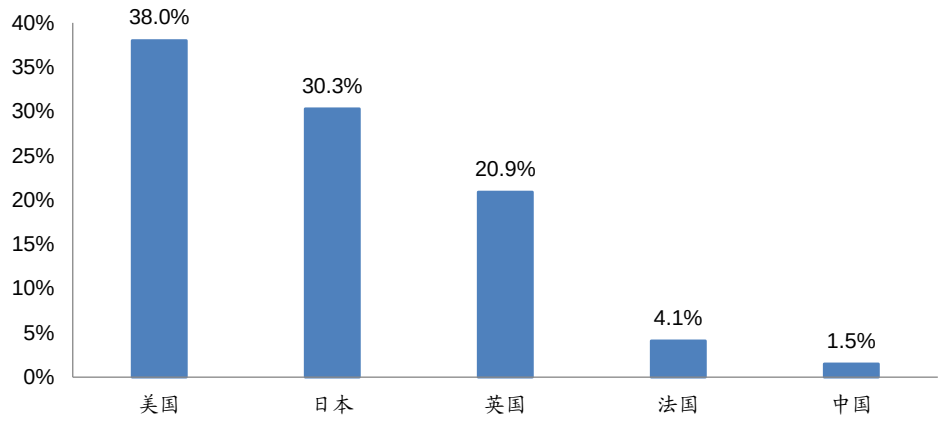
图表 72 国内电子烟终端门店经营情况跟踪

时间	行业环境		指标	门店环比经营情况			
2021.04	↓	业绩下滑	情景	上升	持平	下降	
			门店样本占比（%）	7.27%	7.27%	85.45%	
			门店环境	受监管政策和负面新闻影响，各电子烟门店业绩普遍下滑，仅7%门店实现销售增长，电子烟行业悲观情绪开始蔓延。			
2021.05/06	↓	业绩下滑	情景	上升	0到-20%	-20%到-50%	-50%到-80%
			门店样本占比（%）	6.09%	19.08%	52.53%	22.30%
			门店环境	行业持续萎靡，仅6%门店实现收入增长。其中，受5月26日国家卫健委报告影响，各门店收入遭遇断崖式下跌，53%门店较4月下跌超20%，悲观情绪持续扩散。多数店家认为业绩下滑或与门店数快速增长，假货、微商、通配泛滥，大量的负面新闻有关。			
2021.07	↓	继续下滑	情景	持续上升	小幅回暖	下降	
			门店样本占比（%）	3.12%	22.40%	67.02%	
			门店环境	受暑假（大学生放假回家，抽得少了）、天气（夏天北方地区可以在室外抽卷烟，而冬天往往只能选择在室内抽电子烟）以及负面消息的持续性影响，电子烟行业各门店业绩仍处于低位，仅3%门店实现业绩持续增长，25%门店业绩环比略有提升。许多店家期待业绩触底反弹，乐观情绪上升。			
2021.08	↓	继续下滑	情景	比上个月好	持平	下降	
			门店样本占比（%）	12.26%	37.48%	50.27%	
			门店环境	电子烟行业持续低迷，仅12%门店业绩环比有所提升，71%门店8月销售额在3万元以下。38.37%店家期待9月业绩向好。			
2021.09	↗	略有改善	情景	+50%以上	+30%到+50%	+10%到+30%	0到+10%
			门店样本占比（%）	1.11%	0.89%	12.22%	15.56%
			情景	-10%到0	-30%到-10%	-50%到-30%	-50%以上
			门店样本占比（%）	21.11%	37.11%	6.89%	5.11%
			门店环境	行业环境略有改善，29.78%门店业绩环比上升，月销售额在5万元以上的门店占比由8月份的12.25%提升到9月份的15.55%。			
2021.10	↘	略有下滑	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	1.75%	1.56%	9.34%	31.71%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	32.10%	12.84%	10.70%	
			门店环境	国庆假期电子烟销量略有下滑，8到10月电子烟月销售额在3万元以上的门店占比分别为29.13%/30.67%/28.79%。			
2021.11	↘	略有下滑	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	0.92%	0.92%	9.01%	32.17%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	38.24%	10.11%	8.64%	
			门店环境	行业环境恶劣依旧，仅20.59%门店本月实现盈利，环比增长门店占比由10月的12.65%降至10.85%，月销售额3万以上门店占比由28.79%降至27.39%，均有所下滑。			
2021.12	↗	略有改善	情景	上升	持平	下降	
			门店样本占比（%）	30.00%	19.32%	50.68%	
			全年利润	20万以上	10-20万	0-10万	亏损
			门店样本占比（%）	12.96%	12.73%	36.59%	37.73%
			门店环境	12月行业缓环境略有改善，月销售额3万以上门店占比由11月的27.39%升至37.95%。全年看来行业整体低迷，37.73%门店亏损，36.59%门店实现0-10万微利，仅12.96%门店实现20万以上较高利润。			
2022.1	↗	略有改善	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	2.60%	6.23%	19.22%	29.61%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	23.38%	7.79%	11.17%	
			门店环境	行业环境略有改善，28%门店业绩上升，38.5%的门店1月销售业绩比12月好，月销售额3万以上门店占40%，比12月略有上升。			
2022.2	↘	略有下滑	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	1.48%	1.78%	9.20%	25.22%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	39.17%	13.35%	9.79%	
			门店环境	受春节假期影响，2月门店销售业绩下滑，仅有12.5%门店2月销售业绩上升，62.31%门店2月业绩较1月有所下滑，33.8%门店2月业绩处于亏损状态。			
2022.3	↗	略有改善	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	12.57%	13.32%	20.60%	29.78%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	11.66%	5.62%	6.45%	
			门店环境	行业环境改善，监管确定导致用户疯狂囤货，3月门店业绩上升，46.5%的门店业绩上升，13%门店业绩增幅达50%以上。			
2022.4	↘	略有下滑	情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	1.75%	1.17%	6.41%	22.33%
			情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
			门店样本占比（%）	33.79%	17.86%	16.70%	
			门店环境	3月用户囤货致使4月消费停滞，门店业绩有所回落，68%的门店业绩下滑，下跌50%门店达到17%，4万以下销售额的门店占比59%，经营亏损居多。			
2022.5	↘	略有下滑	情景	+30%以上	+20%到+30%	增长20%以下	不增不减
			门店样本占比（%）	2.09%	2.39%	5.99%	22.28%
			情景	下降20%以下	-30%到-20%	-30%以上	
			门店样本占比（%）	22.42%	17.13%	27.72%	
			门店环境	5月的业绩继续下滑，66%的店主不如4月，25%的店主基本稳住，仅有9%的店主比4月好。销售收入在3万元以下的店铺达64%，经营亏损居多。			

资料来源：蓝洞新消费，华安证券研究所；注：根据蓝洞新消费对电子烟终端门店店主调研所得

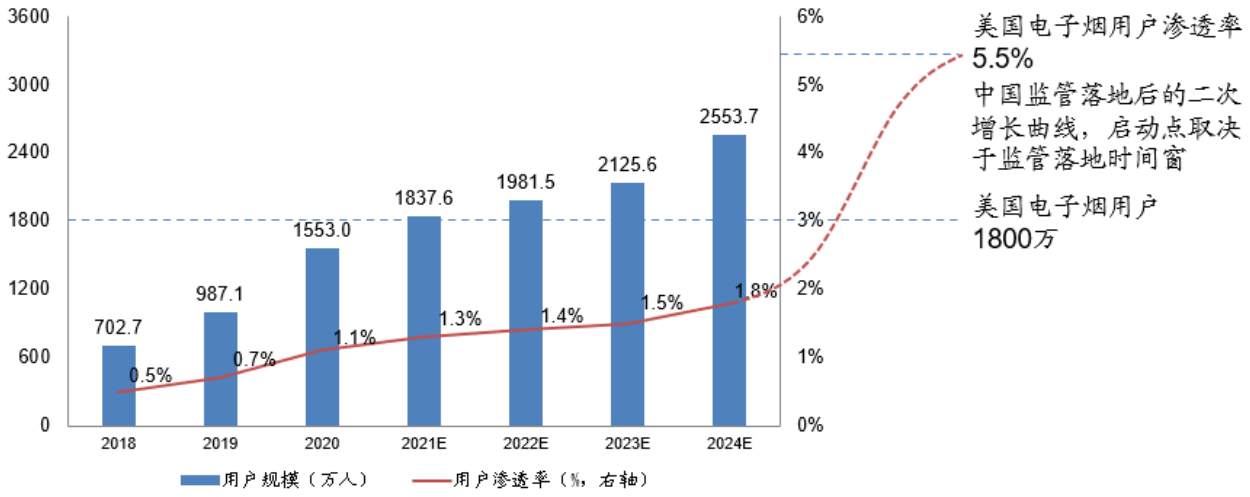
长期空间：2021 年中国电子烟及其用户渗透率较欧美国家仍存在较大差距。据灼鼎咨询数据，2021 年中国电子烟渗透率约为 1.5%，较美国、日本、英国的 38.0%、30.3%、20.9%存在较大差距。同时据艾瑞咨询数据显示，2020 年中国电子烟用户数在总人口中的渗透率仅为 1.8%。而美国从 2005 年开始计算至 2020 年，电子烟用户渗透率由 0%上升至 5.5%。而中国从 2013 年算起，至 2020 年经过 7 年发展用户渗透率于 2020 年达到了 1.1%。从时间上看来，中美电子烟产业发展历程并无较大区别，若参照美国发展路径，预计经过 8 年左右的时间，中国有望达到当前美国一般的成熟电子烟市场。我们认为渗透率前期增长缓慢主要由于相应行业监管政策尚未出台（尤其是监管主体未明确），行业长期处于粗放式增长阶段，同时媒体负面宣传阻碍消费者培育。随着 2022 年电子烟《强制国标》、《管理办法》及细则的落地，监管主体明确。政策正名+减害定调共同发力，后续中国电子烟用户渗透率有望稳步增长。

图表 73 2021 年中国电子烟渗透率较欧美国家仍有较大差距（%）



资料来源：灼鼎咨询，华安证券研究所

图表 74 2018-2024 中国电子烟用户规模及渗透率



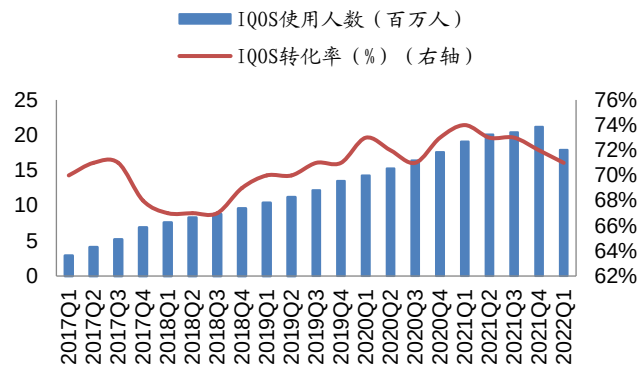
资料来源：中国国家统计局，中国烟草总公司，世界卫生组织，艾瑞咨询，华安证券研究所；注：用户渗透率根据中国电子烟用户总数除以中国总人数 14.05 亿测算

5.2 海外市场：22Q1 烟草龙头无烟转型趋势向好，持续验证新型烟草替烟减害职能

2021 年以来海外烟草龙头加速无烟转型，彰显新型烟草长期发展信心，海外市场数据持续验证新型烟草的发展趋势。2021 年 5 月烟草巨头 PMI 新任 CEO Jecek Olczak 表示，公司计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售，并预计十年内在日本将率先实现，率先转型为无烟社会。7 月公司宣布，称将在英国停售其标志性产品—万宝路香烟，并在未来 10 年内停售所有卷烟，以引导烟民改用危害更低的电子烟，助英国实现“在 2030 年前成为无烟国家”的控烟目标。

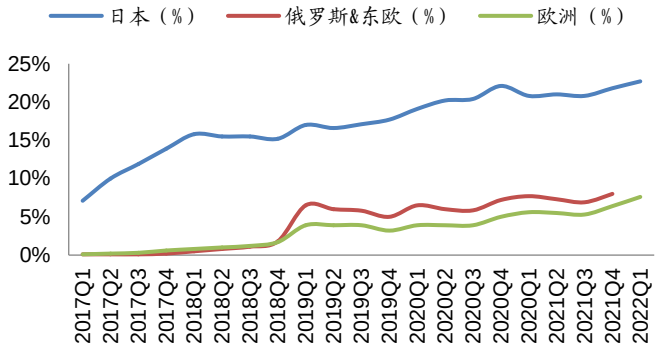
菲莫国际：2021&22Q1 IQOS 主要地区市占率延续增长趋势。2021 年 5 月烟草巨头 PMI 新任 CEO Jecek Olczak 表示，公司计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售，并预计十年内在日本将率先实现，率先转型为无烟社会。7 月公司宣布，称将在英国停售其标志性产品—万宝路香烟，并在未来 10 年内停售所有卷烟，以引导烟民改用危害更低的电子烟，助英国实现“在 2030 年前成为无烟国家”的控烟目标。菲莫国际凭借 IQOS 优秀的产品力以及持续完善的渠道布局，其 IQOS 使用人数及其转化率 2017 年以来整体呈现上升趋势。其主要电子烟产品 HNB 在日本、东欧以及西欧的市占率均呈现出上升的趋势，22Q1 在日本、欧洲市占率分别达到 22.7%、7.6%，同比增长 1.9pct、2.0pct。IQOS 产品 22Q1 在欧洲各国市占率均有提升。

图表 75 菲莫国际 IQOS 使用人数及转化率



资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：IQOS 转化率=使用 IQOS 后不再抽卷烟的人数/使用 IQOS 的烟民人数

图表 76 菲莫国际主要地区 HNB 市占率变化



资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所

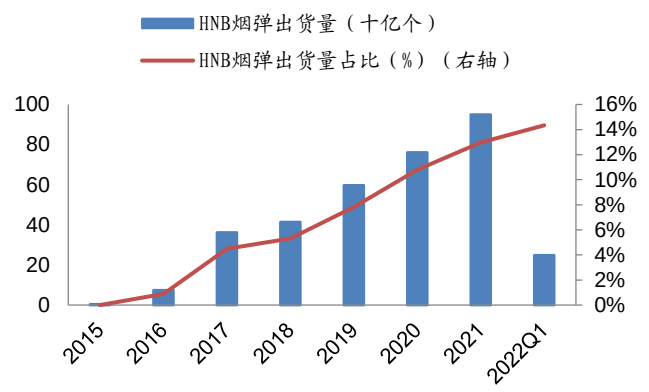
图表 77 2022Q1 菲莫国际 IQOS 产品在欧洲各国家市占率继续提升

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
克罗地亚	2.7%	3.6%	2.9%	4.0%	4.3%	4.6%	4.4%	5.8%	6.1%	6.0%	5.7%	6.5%	6.7%
捷克	4.9%	5.7%	5.8%	7.2%	9.4%	9.6%	8.0%	10.2%	13.8%	10.1%	9.9%	11.8%	12.5%
德国	1.0%	1.1%	1.1%	1.6%	2.4%	2.0%	1.9%	2.6%	3.6%	2.7%	2.8%	3.5%	5.9%
希腊	8.7%	8.1%	7.8%	10.5%	11.5%	-16.5%	10.4%	13.1%	15.1%	13.9%	12.1%	15.8%	17.2%
匈牙利	0.0%	1.0%	2.2%	4.3%	7.4%	8.7%	9.5%	13.3%	17.0%	17.6%	16.9%	20.1%	25.6%
意大利	3.7%	4.6%	4.6%	6.1%	7.4%	7.7%	7.8%	9.6%	11.3%	11.2%	10.8%	12.7%	14.8%
拉脱维亚	3.2%	4.6%	5.9%	7.7%	10.9%	10.5%	10.3%	14.7%	9.3%	11.0%	9.7%	11.8%	10.4%
立陶宛	11.8%	12.1%	14.9%	17.5%	20.7%	19.6%	20.0%	22.8%	24.0%	22.8%	22.3%	25.9%	26.5%
波兰	1.8%	2.0%	2.4%	3.8%	4.3%	4.4%	4.7%	7.4%	5.4%	6.3%	6.0%	7.4%	7.6%
葡萄牙	5.6%	5.9%	6.2%	7.3%	7.8%	8.0%	8.9%	10.9%	12.2%	11.8%	11.5%	13.7%	15.3%
罗马尼亚	2.5%	2.2%	2.0%	2.4%	3.0%	2.6%	2.8%	3.3%	4.4%	4.3%	3.4%	4.6%	5.7%
斯洛伐克	5.2%	7.2%	7.0%	7.5%	9.4%	8.7%	9.1%	10.2%	12.5%	11.7%	10.7%	14.0%	14.4%
斯洛文尼亚	2.7%	3.1%	2.9%	3.7%	4.7%	4.7%	4.5%	6.3%	7.1%	7.0%	7.2%	9.1%	10.3%
瑞士	2.5%	2.6%	2.5%	2.9%	3.7%	4.0%	3.6%	4.6%	5.5%	5.7%	5.7%	7.4%	9.0%
英国	-	-	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.8%	2.0%	2.1%	1.9%	2.7%	2.6%

资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：标红区域为市占率超过 10%

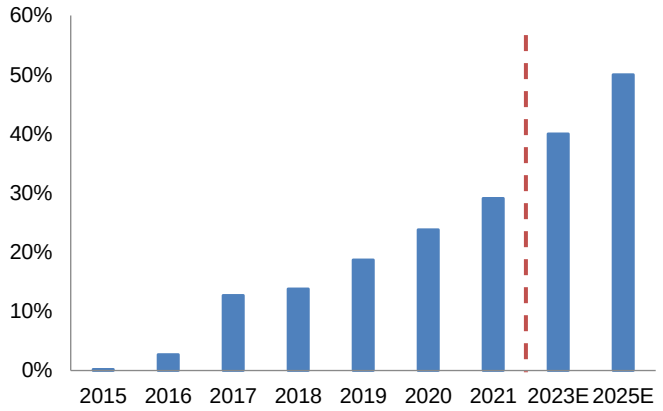
22Q1 菲莫国际 HNB 烟弹出货量及其占比持续提升，无烟转型趋势向好。菲莫国际的 2021 年&22Q1 HNB 产品的出货量及在所有烟草产品出货量中的占比持续上升。22Q1 HNB 烟弹出货量在包含卷烟出货量中占比达到 14.3%，较 2021 增长 1.4pct。无烟产品的营收占比也呈上升趋势。菲莫国际 2021 年无烟产品营收占比达到 29.1%，同比增长 5.3pct，公司无烟转型趋势向好，预计 2023、2025 年无烟产品营收占比分别达到 40%、50%。

图表 78 菲莫国际 2022Q1HNB 烟弹出货量占比持续增长



资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：占比=HNB 出货量/（HNB 出货量+卷烟出货量）

图表 79 菲莫国际 2021 年无烟产品营收占比同比提升 5.3pct

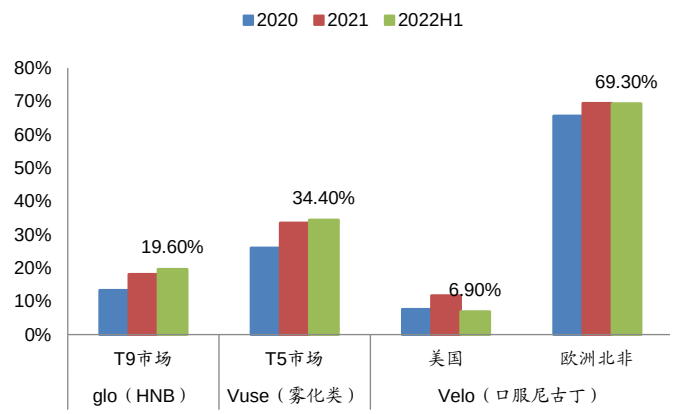


资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：2023、2025 年为公司远期规划

英美烟草：2021 & 22H1 财年各品类新型烟草全球主要市场市占率延续提升，用户数群体持续扩大。英美烟草 2021 财年 HNB 产品 Glo 在 Top9 市场、雾化类产品 Vuse 在 Top5 市场、以及口服尼古丁产品 Velo 在美国市场、欧洲北非市场市占率达分别达到 18.1%、33.5%、11.7%、69.4%，同比增长 4.8%、0.9%、4.1%、3.8%，22H1 除 Velo 在美国市场市占率有下降外，其余市场市占率均保持增长或稳定。雾

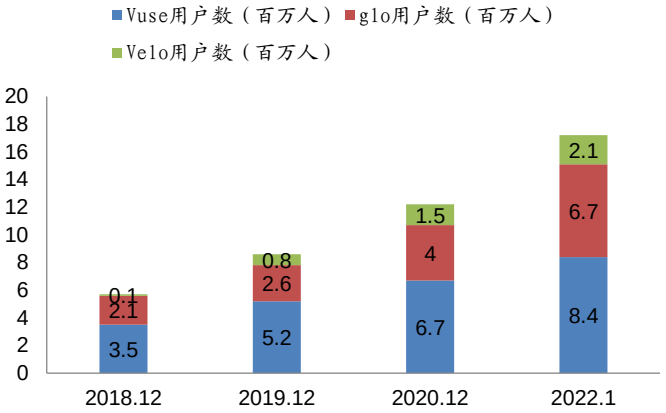
化烟品牌 Vuse 在 2022 年 4 月在美国市场市占率首次超过竞争对手 JUUL，成为美国第一大电子烟品牌。另一方面，自 2018 年以来英美烟草总用户数持续增长，总用户数从 2018 年 12 月的 570 万人增至 2022 年 1 月的 1720 万人，且各不同品类都实现不同程度的增长，用户群体持续扩大。

图表 80 英美烟草 2021 年各类型新型烟草产品市占率持续提升



资料来源：英美烟草年报，华安证券研究所；注：时间为英美烟草财年

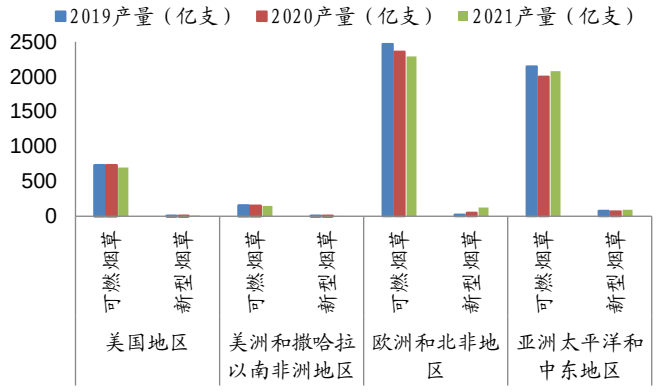
图表 81 英美烟草用户数持续增长



资料来源：英美烟草年报，华安证券研究所

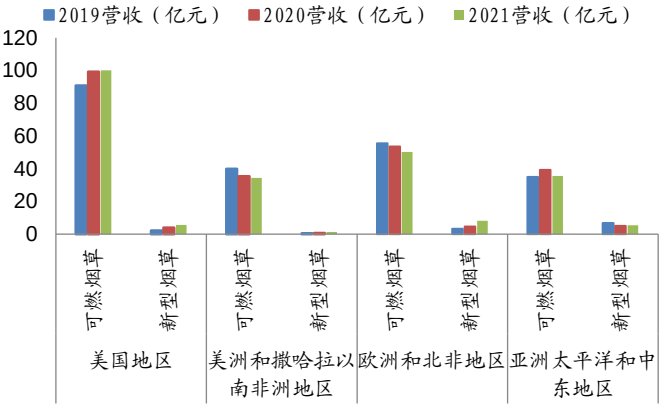
2021 年英美烟草的新型烟草产品替代卷烟趋势延续。产量上，英美烟草的新型烟草产品 2021 年在美国地区、美洲和撒哈拉以南非洲地区、欧洲和北非地区、亚洲太平洋和中东地区分别实现烟草产量 8.9 亿支、0.6 亿支、124.1 亿支、92.6 亿支，同比分别增长 165.8%、100.0%、143.4%、30.6%，而其卷烟产品在这些地区产量同比分别-4.1%、-0.7%、-3.0%、+4.0%；**营收上**，2021 年英美烟草新型烟草在美国地区、美洲和撒哈拉以南非洲地区、欧洲和北非地区、亚洲太平洋和中东地区分别实现营收 5.6 亿元、1.4 亿元、8.1 亿元、5.1 亿元，同比分别增长 43.1%、113.6%、73.6%、4.1%。而其卷烟产品在这些地区营收同比分别+0.9%、-2.8%、-6.2%、-9.7%。2021 年英美烟草的新型烟草产品替代卷烟趋势延续。

图表 82 欧洲和北非地区烟草产量占主导地位



资料来源：英美烟草半年报，华安证券研究所

图表 83 美国地区烟草营收占主导地位



资料来源：英美烟草半年报，华安证券研究所

2021 年英美烟草各品类新型烟草烟弹增长向好。对英美烟草雾化类烟弹、HNB 烟弹以及尼古丁袋的营收和销量进行拆分。**销量上**，英美烟草 2021 年 Vuse/Glo/Velo 烟弹销量分别增长 55.5%、73.6%、71.0%；**营收上，**英美烟草 2021 年 Vuse/Glo/Velo 烟弹营收分别增长 51.7%、34.5%、38.4%，雾化类增长最快。

图表 84 英美烟草新型烟草烟弹营收及销量拆分

烟弹营收（百万英镑）			
	2019	2020	2021
Vuse（雾化类）烟弹	401	611	927
glo（HNB）烟弹	728	634	853
Velo（口服尼古丁）尼古丁袋	126	198	274
烟弹营收环比增速（%）			
Vuse（雾化类）烟弹	-	49.60%	51.70%
glo（HNB）烟弹	-	-12.90%	34.50%
Velo（口服尼古丁）尼古丁袋	-	57.10%	38.40%
烟弹销量			
	2019	2020	2021
Vuse烟弹（百万个）	226	344	535
glo烟弹（十亿支）	9	11	19
Velo尼古丁袋（百万个）	1194	1934	3307
烟弹销量环比增速（%）			
Vuse（雾化类）烟弹	-	51.90%	55.50%
glo（HNB）烟弹	-	18.90%	73.60%
Velo（口服尼古丁）尼古丁袋	-	62.00%	71.00%

资料来源：英美烟草年报，华安证券研究所

5.3 生产商：符合新国标的新品将于 9 月底前逐步面市，看好行业头部效应持续凸显

生产商符合新国标新品预计于 9 月底前逐步面市，预计年内能够实现平稳过渡，看好。当前国内市场《电子烟国标》10 月正式生效前有一定的过渡期。整体来看，留给生产商较为充足的时间去研发生产对应产品，以及留给国内消费者过渡时间。思摩尔国际为首的生产商在当前过渡期内聚焦于研发和生产符合新国标口味及烟杆的新品，预计在 9 月底过渡期结束前将逐步面市，可开始观察消费者对于新品的接受程度，年内能够实现平稳过渡。思摩尔国际自动化水平提升+规模效应显现，2021 年盈利水平大幅提升。从国内电子烟制造商看，思摩尔国际 2021 毛利率为 53.63%，同比增长 0.72pct，主因公司新一代自动化生产线投入运营，单线生产效率创纪录达 7200 个标准雾化器/小时，材料损耗率减小，成本结构改善。叠加中国区放量规模效应凸显，盈利能力有所改善，公司原材料成本占比有所下降。

看好电子烟《国标》生效后生产商核心竞争力转变，行业头部效应持续凸显。我们认为政策生效后生产商核心竞争力发生转变，产品端的口味限制（强制国标规定仅能使用白名单中的 101 种添加剂）+渠道端专卖店向集合店转变（非排他性），

生产商之间的竞争由基于渠道力+产品力竞争向单一产品力的竞争过渡。因此生产商需要聚焦产品力提升（替烟减害+消费体验），消费体验分为感官体验和外观设计。其中感官体验需要产品研发方面提升口感还原度、抽吸体验、以及基于既定白名单添加剂对于烟草衍生口味的研发能力。行业准入门槛提升预计带来行业集中度提升。

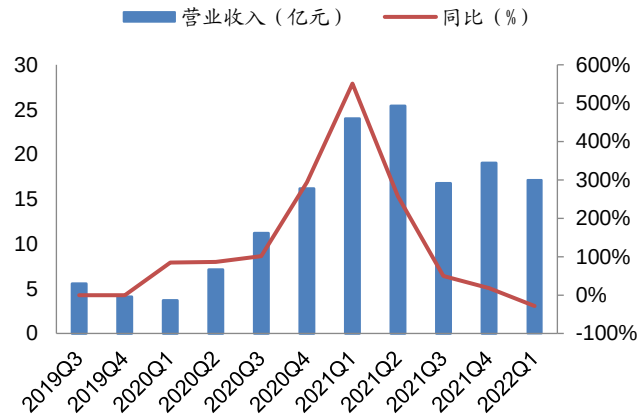
图表 85 2022Q1 国内核心电子烟生产商与海外烟草龙头业绩变化

	营业收入同比/%			归母净利润同比/%			毛利率/%			毛利率同比/pct		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
国内电子烟公司（部分）												
思摩尔国际	31.5%	37.4%	-	10.4%	120.3%	-	52.9%	53.6%	-	-	0.7	-
华宝国际	-9.1%	0.7%	-	-62.4%	61.4%	-	63.4%	59.2%	-	-1.3	-4.2	-
劲嘉股份	5.1%	21.2%	15.4%	-6.1%	23.8%	20.8%	34.0%	31.5%	33.5%	-7.3	-2.5	2.0
盈趣科技	38.3%	32.8%	-20.5%	5.3%	6.7%	-39.0%	33.5%	27.6%	27.3%	-5.9	-5.8	-0.3
润都股份	-7.9%	-5.1%	-0.5%	14.3%	2.9%	8.8%	62.9%	61.0%	56.9%	-8.9	-1.8	-4.1
金城医药	6.1%	6.2%	56.7%	-340.5%	122.1%	121.2%	57.6%	52.1%	42.6%	-0.3	-5.5	-9.5
东风股份	-3.1%	24.0%	7.7%	32.9%	43.4%	-50.7%	36.5%	31.0%	31.5%	-3.4	-5.5	0.5
顺灏股份	-7.8%	-3.1%	-20.4%	103.9%	-461.2%	-349.2%	23.9%	18.9%	20.0%	-2.4	-5.0	1.1
海外烟草龙头												
菲莫国际	-3.7%	9.4%	2.1%	12.1%	13.1%	-3.6%	66.7%	68.1%	66.3%	2.0	1.4	-1.7
英美烟草	-0.4%	-0.4%	-	12.2%	6.3%	-	-	-	-	-	-	-
日本烟草	-3.8%	11.1%	-	-10.9%	9.1%	-	57.1%	58.8%	-	0.4	1.8	-
帝国烟草	3.1%	0.7%	-	48.0%	89.6%	-	19.0%	18.4%	-	-0.8	-0.6	-

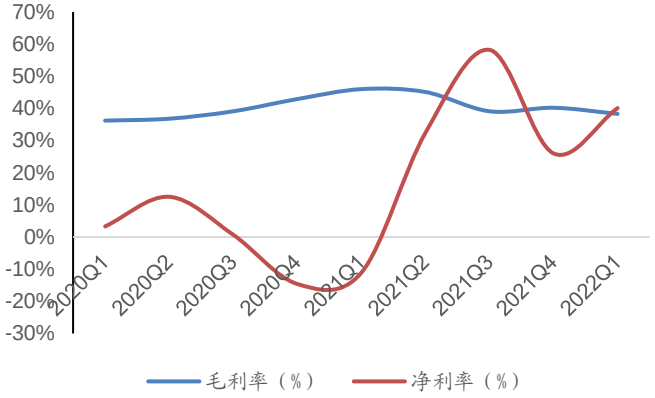
资料来源：Wind，华安证券研究所

雾芯科技 22Q1 营收下滑，净利率略有改善。我们选择雾芯科技作为财务指标季度分析的目标，因为雾芯科技作为国内电子烟生产及品牌龙头，且是思摩尔国际的大客户，其财务指标具有一定的代表性。**营收方面，**雾芯科技 21 年营收达 85.21 亿元，同比增加 123%，22 年 Q1 营收达 17.15 亿元，同比下降 28.5%，主因政策过渡期备货、生产策略改变导致。随着未来电子烟《国标》正式生效，营收预计逐渐改善。**盈利方面，**公司 21 年净利率为 23.8%，同比增加 27.1pct，22 年 Q1 净利率为 38.2%，同比增长 45.2pct。公司盈利能力增强主因规模效应+非经营性股权激励因素导致。预计未来自动化生产、节约部分设计将带来行业成本结构优化。

图表 86 雾芯科技 22Q1 营收环比回落



图表 87 雾芯科技 22Q1 毛利率略有下滑，净利率大幅提升

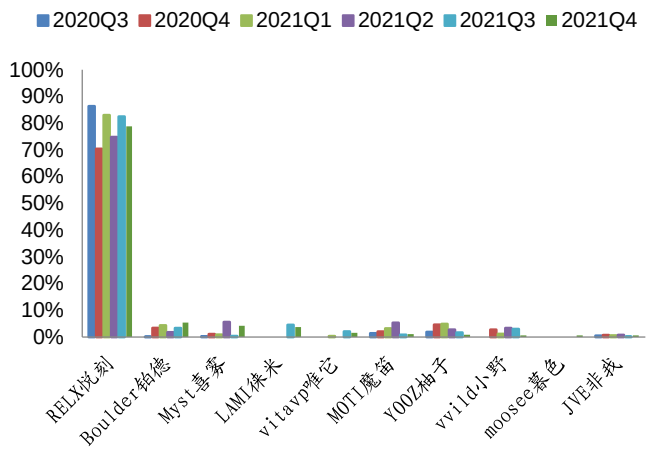


资料来源：雾芯科技季报，华安证券研究所

资料来源：雾芯科技季报，华安证券研究所

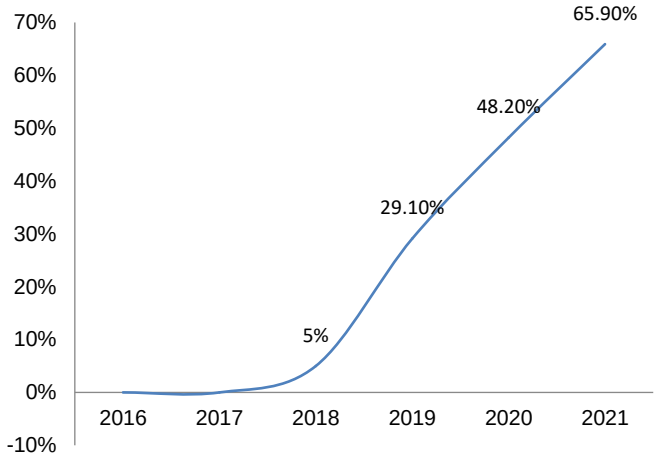
看好牌照监管、平台化管理、技术审查背景下头部生产商产品技术优势凸显，行业集中度提升。监管落地后进行生产经营必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准获取生产许可证。15 年至 21 年悦刻封闭式雾化烟市占率持续提升，截至 20 年悦刻雾化烟市场占有率已达到 45%，消费者心智占有率也远超其他品牌，主要是品牌在长期经营中积累了产品技术和品牌力优势。我们认为电子烟进行分环节颁发牌照进行监管之后，专卖店转型集合店，中烟介入批发环节，国代、省代转型服务商，例如雾芯科技等生产、品牌商的渠道优势削弱，或聚焦于前端品牌或后端的技术优势，以悦刻为代表的行业龙头市占率有望持续提升。

图表 88 悦刻连续六季度心智占有率遥遥领先



资料来源：蓝洞新消费，华安证券研究所；注：心智占有率基于 FEAT 模型，计算品牌的数字价值（该品牌相关的每一篇文章的“传播度×参与度×好感度×时效度”的乘积之和）

图表 89 悦刻封闭式雾化烟市占率持续提升（销售额口径）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

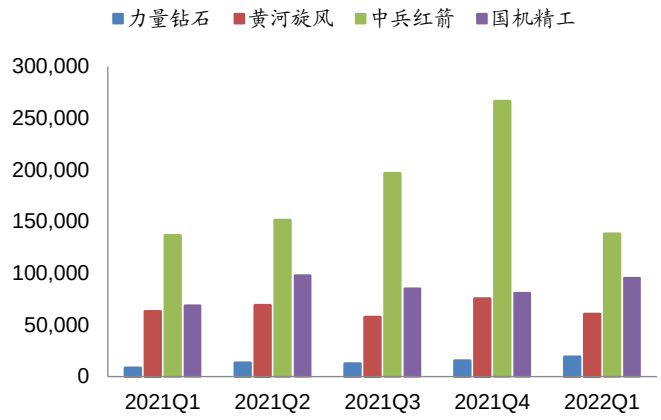
6 培育钻：关注具备高质量产能及扩产能力的生产商，22 年中、美景气度有望延续

6.1 上游生产商定增募资加速扩产，预计年内新增产能持续释放

培育钻上游生产高景气，预计新增产能年内持续释放。力量钻石、黄河旋风、中兵红箭受益于 2021 年以来工业钻、培育钻需求旺盛以及大克拉、高品级工艺突破，各家均加速产能扩张，收入、盈利向好。**力量钻石**营收增长强劲，2021 年-22Q1 各季度营收持续高涨，22Q1 实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 126.9%，毛利率自 21Q3 的 59.3%增至 22Q1 的 69.17%，22Q1 实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 147.8%。**黄河旋风**毛利率自 21Q1 的 27.7%增至 22Q1 的 32.53%，22Q1 实现归母净利润 2871.74 万元，同比增长 179.05%。**中兵红箭**毛利率自 21Q1 的 20.7%增至 22Q1 的 36.8%，22Q1 归母净利润扭亏为盈达 2.8 亿元，同比增长 191.03%。**国机精工** 22Q1 营收增至 9.6 亿元，同比增长 38.7%，归母净利润扭亏为盈增至 5281.1

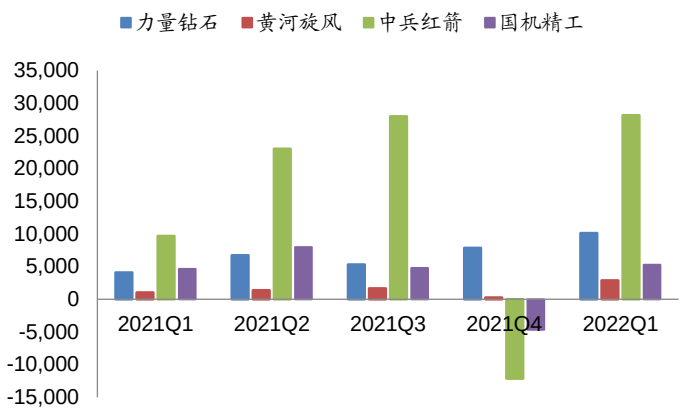
万元，同比增长 14.1%。各生产商 22Q1 总体表现亮眼，需求景气度持续验证，生产商加速扩产，行业新增产能预计于 2022 年持续放量。

图表 90 培育钻上游厂商各季度营业收入（万元）



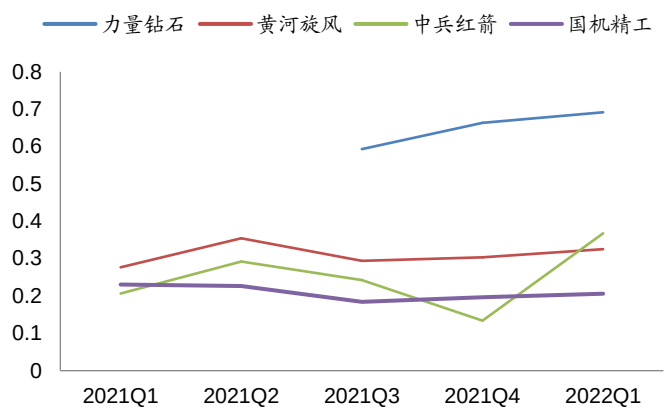
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 91 培育钻上游厂商各季度归母净利润（万元）



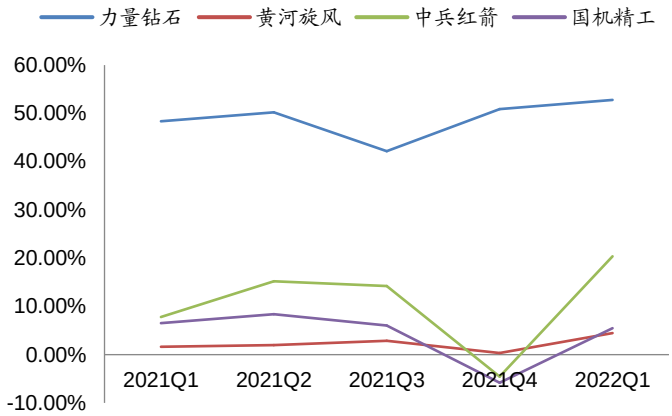
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 92 培育钻上游厂商各季度毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 93 培育钻上游厂商各季度净利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

头部生产商定增募资加速产能扩张。2022 年 3 月，力量钻石发布定增公告，募集约 40 亿人民币，用于研发与扩充产能。预购买 1800 台压机，项目分三年建成，项目建成后，预计每年可增加 12.5 亿利润。据公告披露，工业金刚石单机利润较难大幅提高，且由于未来 3 年培育钻市场将保持高速增长，所以计划将部分原有工业金刚石产能转为培育钻。2022 年 4 月，黄河旋风发布定增公告，计划募集资金 8-10.5 亿，同时加上自有资金共 12.4 亿。预购买 500 台压机扩产培育钻。项目预计 2024 年建成，建成后每年可增加 58.7 万克拉培育钻产能与 2.4 亿利润。而中南钻石 12 万克拉培育钻一期项目已于 2021 年完成，在政府鼓励下加码培育钻。根据河南《2022 年补短板“982”工程实施方案》，中南钻石将投资 11.5 亿建设高品级工业金刚石与培育钻生产线，预计今年将投资 5 亿元。假设新项目资金使用方向与效率和一期项目接近，则新项目建成后每年培育钻产量可增加 125 万克拉。公司产能扩张资金投入及扩产设备数量较可比公司幅度较大。

图表 94 培育钻龙头公司未来扩产计划

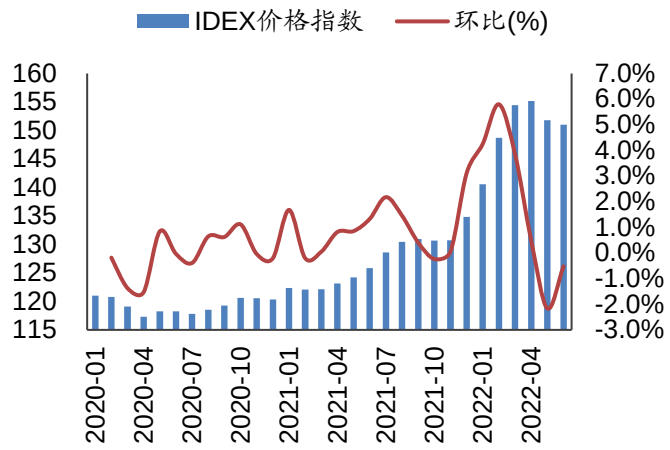
公司名称	投资总金额	时间规划	扩产设备数量	新增产量	新项目收益	备注
惠丰钻石	1.5亿（其中5200万用于购买设备）	2年内完成	生产设备683台，检测设备19台，公辅设备8台用于金刚石微粉	金刚石微粉7.5亿克拉/年 碎整形料4000万克拉/年	-	资金来源为IPO
富耐克	4.5亿	预计2022年投资1.3亿	-	-	-	项目进入“河南省982工程”
力量钻石	40亿（其中约30亿用于购买设备）	3年内完成	300台顶压机用于工业金刚石，1500台顶压机用于培育钻	-	预计12.5亿/年	资金来源为定向增发增
黄河旋风	12.4亿（其中约9.1亿用于购买设备）	2024年年末前完成	500台顶压机用于培育钻	培育钻59万克拉/年	预计2.4亿/年	资金来源为定向增发增
中南钻石	11.5亿	预计2022年投资5亿	-	（预计）培育钻125万克拉/年	-	项目进入“河南省982工程”

资料来源：力量钻石定增公告，黄河旋风定增公告，力量钻石定增资金使用可行性分析报告，中兵红箭年报，惠丰钻石招股说明书，河南省《2022 年补短板“982”工程实施方案》，华安证券研究所；注：富耐克和惠丰钻石仅有工业金刚石业务，生产设备主要为抽料机、离心机

6.2 中游印度进出口持续验证行业景气度，美对俄天然钻制裁升级或加速培育钻渗透

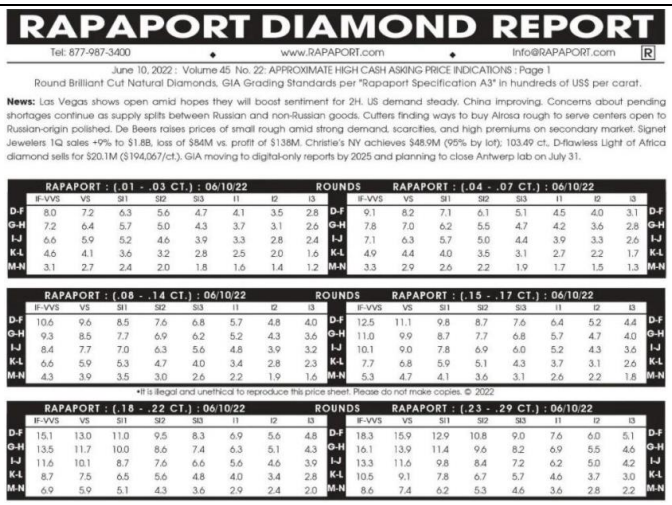
多重因素使得天然钻石市场面临不确定性，年内或致培育钻加速渗透。2020 年疫情后天然钻市场经历由供过于求到再平衡，再到供不应求的转变，IDEX 天然钻成品钻价格指数一路上涨，截至 2022 年 6 月，IDEX 指数仍处于高位，达到 151.01，同比增长 20%。5 月以来环比略有下滑主因美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级、俄乌危机、中国疫情封控导致的不确定性增加。据 GJEPC，印度天然钻石毛坯进口量 4 月大幅度下滑，同比减少 63%，环比下降 51.5%，5 月天然钻石毛坯进口量虽环比有所上升，但同比依旧下降 15.8%，总体低于去年同期，印度天然钻石毛坯进口量的明显下滑或因天然钻石产量第一的 Alrosa 集团的天然钻石出口受阻所致。天然钻市场不确定性增加、价格波动或促使生产厂商涉猎培育钻，叠加美国高通胀预期抑制消费需求，或致年内培育钻加速渗透。

图表 95 IDEX 价格指数



资料来源：IDEX，华安证券研究所

图表 96 Rapaport 6 月 10 日钻石最新报价



RAPAPORT DIAMOND REPORT

Tel: 877-987-3400 ◆ www.RAPAPORT.com ◆ info@RAPAPORT.com

June 10, 2022 : Volume 45 No. 22: APPROXIMATE HIGH CASH ASKING PRICE INDICATIONS : Page 1

Round Brilliant Cut Natural Diamonds, GIA Grading Standards per "Rapaport Specification A3" in hundreds of US$ per carat.

News: Las Vegas shows open amid hopes they will boost sentiment for 2H. US demand steady. China improving. Concerns about pending shortages continue as supply splits between Russian and non-Russian goods. Cutters finding ways to buy Alrosa rough to serve centers open to Russian-origin polished. De Beers raises prices of small rough amid strong demand, scarcities, and high premiums on secondary market. Signet Jewelers 1Q sales +9% to $1.8B, loss of $84M vs. profit of $138M. Christie's NY achieves $48.9M (95% by lot); 103.49 ct., D-flawless Light of Africa diamond sells for $20.1M ($194,067/ct.). GIA moving to digital-only reports by 2025 and planning to close Antwerp lab on July 31.

RAPAPORT : (.01 - .03 CT.) : 06/10/22 ROUNDS RAPAPORT : (.04 - .07 CT.) : 06/10/22

	IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3	
D-F	8.0	7.2	6.3	5.6	4.7	4.1	3.5	2.8	D-F	9.1	8.2	7.1	6.1	5.1	4.5	4.0	3.1	D-F
G-H	7.2	6.4	5.7	5.0	4.3	3.7	3.1	2.6	G-H	7.8	7.0	6.2	5.5	4.7	4.2	3.6	2.8	G-H
I-J	6.6	5.9	5.2	4.6	3.9	3.3	2.8	2.4	I-J	7.1	6.3	5.7	5.0	4.4	3.9	3.3	2.6	I-J
K-L	4.6	4.1	3.6	3.2	2.8	2.5	2.0	1.6	K-L	4.9	4.4	4.0	3.5	3.1	2.7	2.2	1.7	K-L
M-N	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	M-N	3.3	2.9	2.6	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3	M-N

RAPAPORT : (.08 - .14 CT.) : 06/10/22 ROUNDS RAPAPORT : (.15 - .17 CT.) : 06/10/22

	IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3	
D-F	10.6	9.6	8.5	7.6	6.8	5.7	4.8	4.0	D-F	12.5	11.1	9.8	8.7	7.6	6.4	5.2	4.4	D-F
G-H	9.3	8.5	7.7	6.9	6.2	5.2	4.3	3.6	G-H	11.0	9.9	8.7	7.7	6.8	5.7	4.7	4.0	G-H
I-J	8.4	7.7	7.0	6.3	5.6	4.8	3.9	3.2	I-J	10.1	9.0	7.8	6.9	6.0	5.2	4.3	3.6	I-J
K-L	6.6	5.9	5.3	4.7	4.0	3.4	2.8	2.3	K-L	7.7	6.8	5.9	5.1	4.3	3.7	3.1	2.6	K-L
M-N	4.3	3.9	3.5	3.0	2.6	2.2	1.9	1.6	M-N	5.3	4.7	4.1	3.6	3.1	2.6	2.2	1.8	M-N

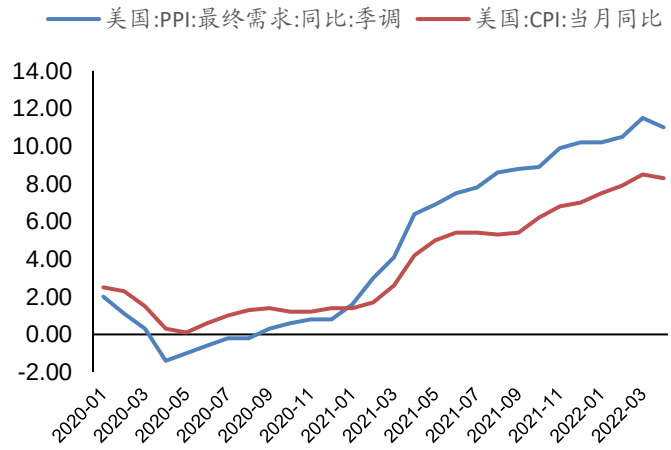
•It is illegal and unethical to reproduce this price sheet. Please do not make copies. © 2022

RAPAPORT : (.18 - .22 CT.) : 06/10/22 ROUNDS RAPAPORT : (.23 - .29 CT.) : 06/10/22

	IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3	
D-F	15.1	13.0	11.0	9.5	8.3	6.9	5.6	4.8	D-F	18.3	15.9	12.9	10.8	9.0	7.6	6.0	5.1	D-F
G-H	13.5	11.7	10.0	8.6	7.4	6.3	5.1	4.3	G-H	16.1	13.9	11.4	9.6	8.2	6.9	5.5	4.6	G-H
I-J	11.6	10.1	8.7	7.6	6.6	5.6	4.6	3.9	I-J	13.3	11.6	9.8	8.4	7.2	6.2	5.0	4.2	I-J
K-L	8.7	7.5	6.5	5.6	4.8	4.0	3.4	2.8	K-L	10.5	9.1	7.8	6.7	5.7	4.6	3.7	3.0	K-L
M-N	6.9	5.9	5.1	4.3	3.6	2.9	2.4	2.0	M-N	8.6	7.4	6.2	5.3	4.6	3.6	2.8	2.2	M-N

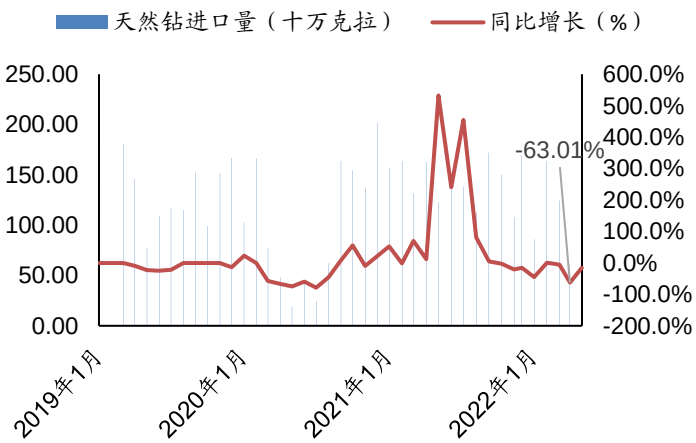
资料来源：我爱钻石网，华安证券研究所

图表 97 美国通货膨胀率持续上升



资料来源：wind，华安证券研究所

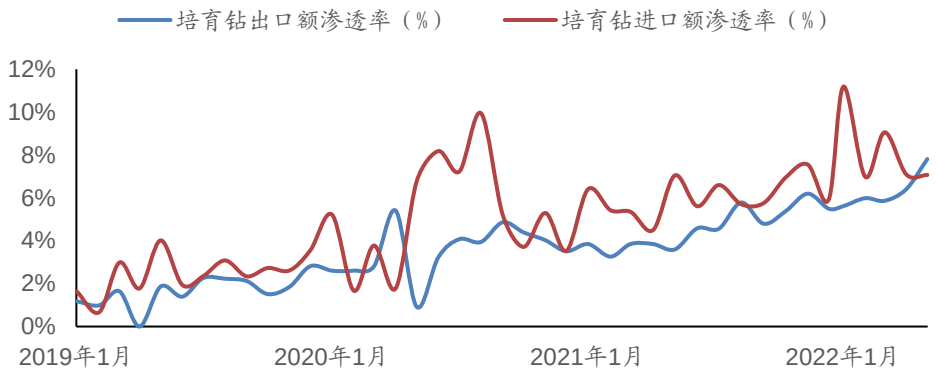
图表 98 印度 3、4 月天然钻石进口量出现下滑



资料来源：GJEPC，华安证券研究所

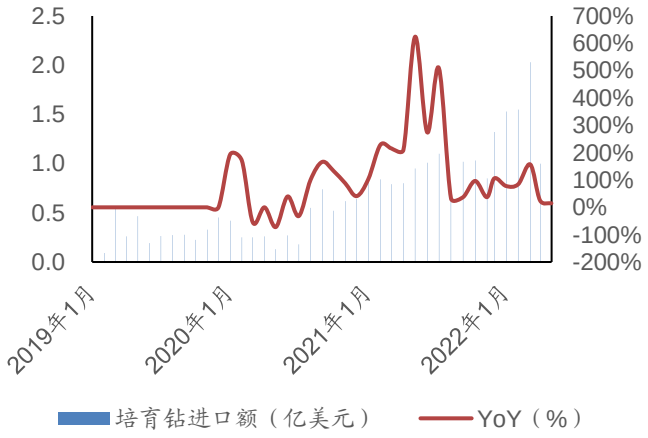
2022 年 1-5 月培育钻中游印度进出口数据持续验证行业景气度。印度为培育钻主要中游生产国，据 GJEPC，印度培育钻中游渗透率整体呈上升趋势。**进口端看，**21 年印度培育钻进口额 11.3 亿元，同比增长 134%，22 年培育钻进口额从 1 月的 1.53 亿元增至 3 月的 2.03 亿元，4 月培育钻进口额下降至 1 亿元，或由于 3 月补库存及我国上游生产商受疫情封锁影响所致，5 月培育钻进口额增至 1.09 亿元，同比增长 14.74%，环比增长 9%，总体趋势向好。**出口端看，**21 年印度培育钻出口额 11.44 亿元，同比增长 117.3%，22 年 5 月培育钻出口额及渗透率再创新高，达 1.77 亿元，同比增长 136%，环比增长 19.59%。或由下游零售市场旺盛需求所致。

图表 99 2022 年 1-5 月培育钻进出口额渗透率持续提升



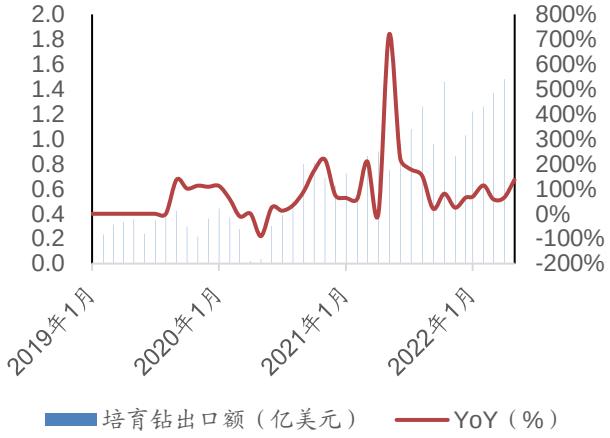
资料来源：GJEPC，华安证券研究所

图表 100 2022 年 1-5 月印度培育钻进口额维持高增长



资料来源：GJEPC，华安证券研究所

图表 101 2022 年 1-5 月印度培育钻出口额维持高增长

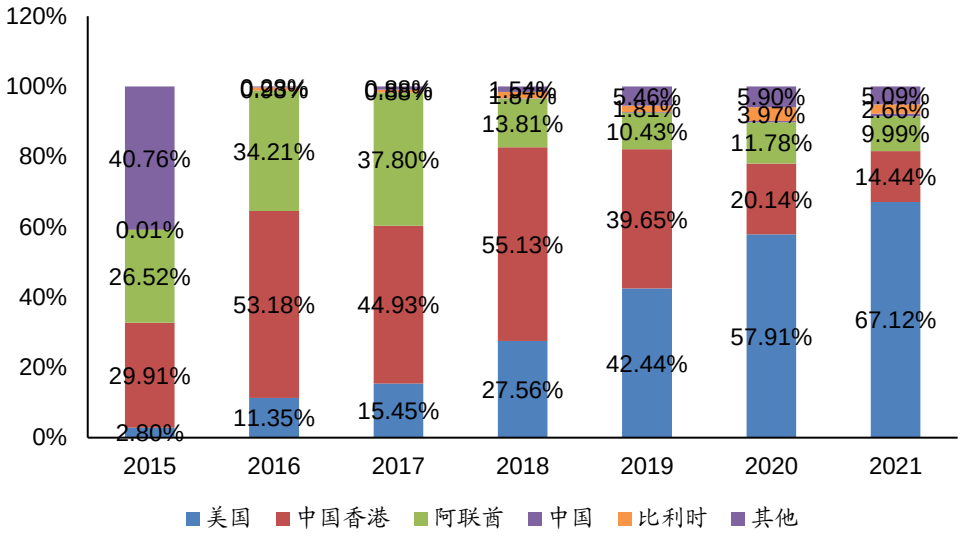


资料来源：GJEPC，华安证券研究所

6.3 下游 22 年美国培育钻婚恋需求增加，中国品牌商扎堆入局或拉动渗透率加速提升

2021 年印度出口至美国培育钻成品钻占比提升 9.2pct。2015 到 2021 年，印度出口至美国培育钻的占比逐年上升，由 2015 年的 2.8%增至 2021 年 67.1%，与此同时印度培育钻出口至我国占比也呈现上升趋势，但中国地区占比仍然较小。部分地区的高增长使得印度培育钻出口至中国香港占比呈现下降趋势，由 2016 年占比最高的 53.18%下降至 2021 年的 14.44%，印度培育钻出口至阿联酋占比也同样呈下降趋势。

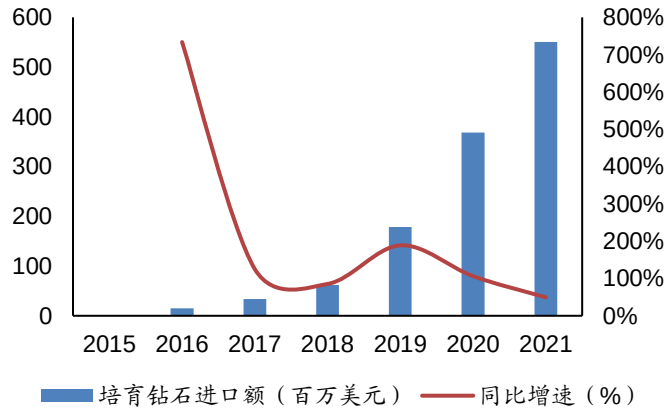
图表 102 印度培育钻出口国家与地区的占比情况



资料来源：GJEPC，华安证券研究所

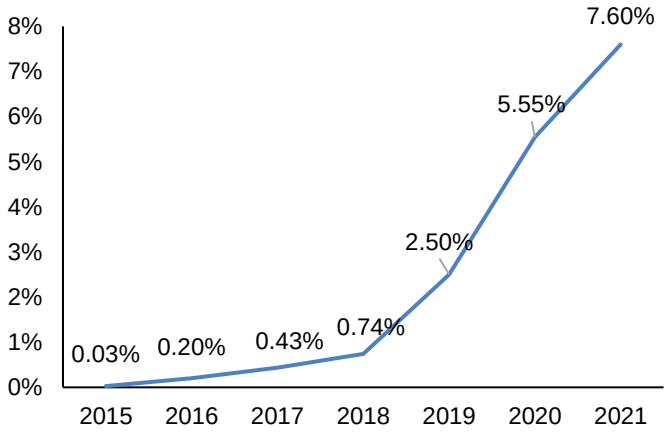
2021 年美国培育钻市场延续高景气，进口额同比增长 49.3%。美国为培育钻石第一大零售市场，占据全球约 80%的培育钻石市场份额。自 2019 年以 Signet 为首的全球珠宝龙头入局带来示范效应，美国品牌商加速布局培育钻带来大面积铺货需求，行业进入大规模商业化阶段。2021 年美国培育钻进口额达 5.5 亿美元，同比增长 49.3%，2021 年美国培育钻进口渗透率高达 7.6%，同比增长 2.1pct，2021 年美国培育钻石下游零售市场延续高景气度。

图表 103 美国培育钻自印度进口额及同比



资料来源：GJEPC，华安证券研究所

图表 104 美国培育钻进口渗透率（%）

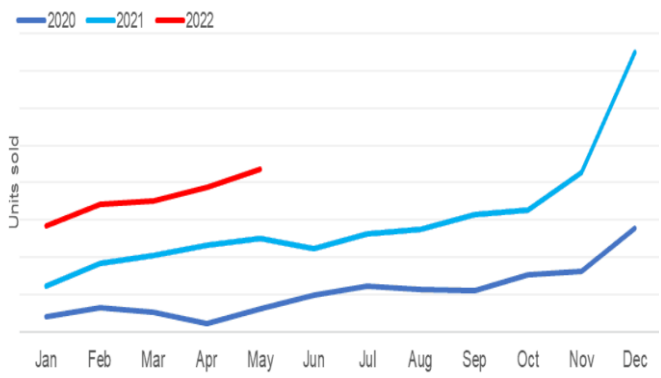


资料来源：GJEPC，华安证券研究所

2022 年 1-5 月美国培育钻婚戒销量增长迅速，婚恋需求或驱动 2022 年景气度延续。根据 Tenoris 和 Edahn Golan，22 年 5 月美国消费者对培育钻石的支出增加了 32.7%，其中婚恋需求为培育钻石销售增长的一大重要因素，20 年与 21 年美国培育钻石订婚戒指的销量呈上升趋势，21 年销售额增长近 3 倍，22 年美国培育钻石订婚戒指销量一路高涨，截止 22 年 5 月美国培育钻石订婚戒指销量同比增长超过 73%。而培育钻石订婚戒指的旺盛需求背后是天然钻石订婚戒指销量的下滑，22 年美国天然钻的销量失去增长动力，截至 22 年 5 月，美国天然钻石订婚戒指的销量同

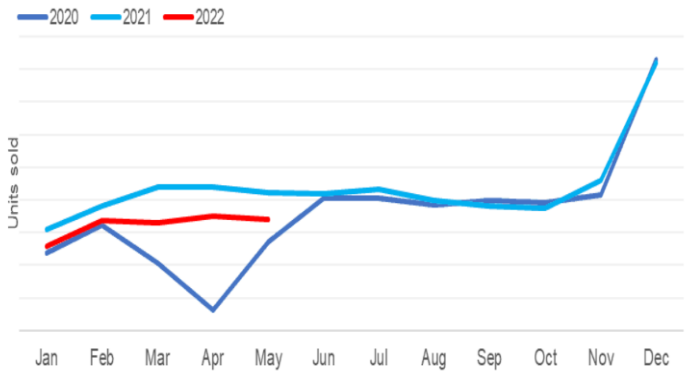
比下降 19.7%。

图表 105 2022 年 1-5 月美国培育钻订婚戒指销量持续上升



资料来源：Tenoris，Edahn Golan，华安证券研究所

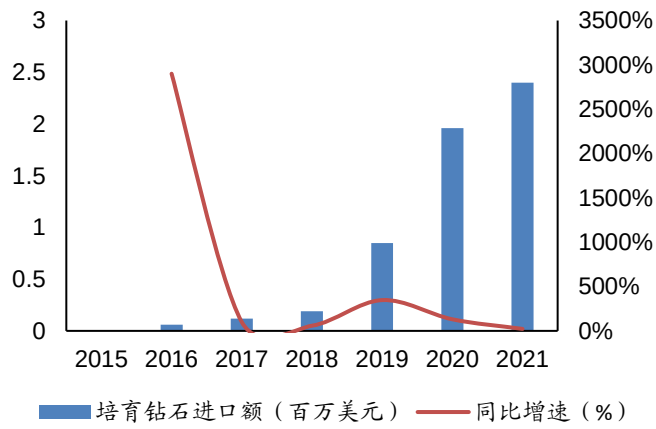
图表 106 2022 年 1-5 月美国天然钻订婚戒指销量下滑



资料来源：Tenoris，Edahn Golan，华安证券研究所

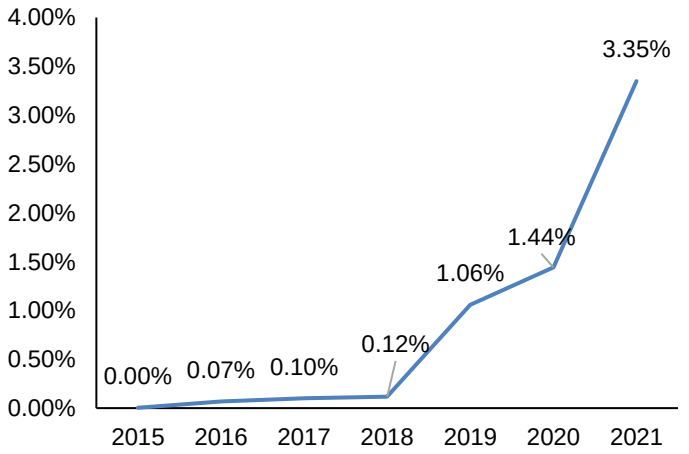
2021 年中国培育钻进口额同增 22.5%，长期具备较大增长潜力。中国虽然上游生产在全球最大，且垄断 HPHT 产能，但培育钻下游终端市场处于导入期，2020 年小白光等品牌商成立后才开始消费者培育，进程相对滞后。虽然我国培育钻成品钻自印度进口额基数较低，但呈现逐年上升趋势。2021 年进口额增至 240 万美元，同比增长 22.5%，印度进口培育钻渗透率从 2020 年的 1.44%增至 2021 年的 3.35%，渗透率增长迅速，未来中国培育钻市场具备较大增长潜力。

图表 107 中国培育钻自印度进口额及同比



资料来源：GJEPC，华安证券研究所

图表 108 中国培育钻进口渗透率

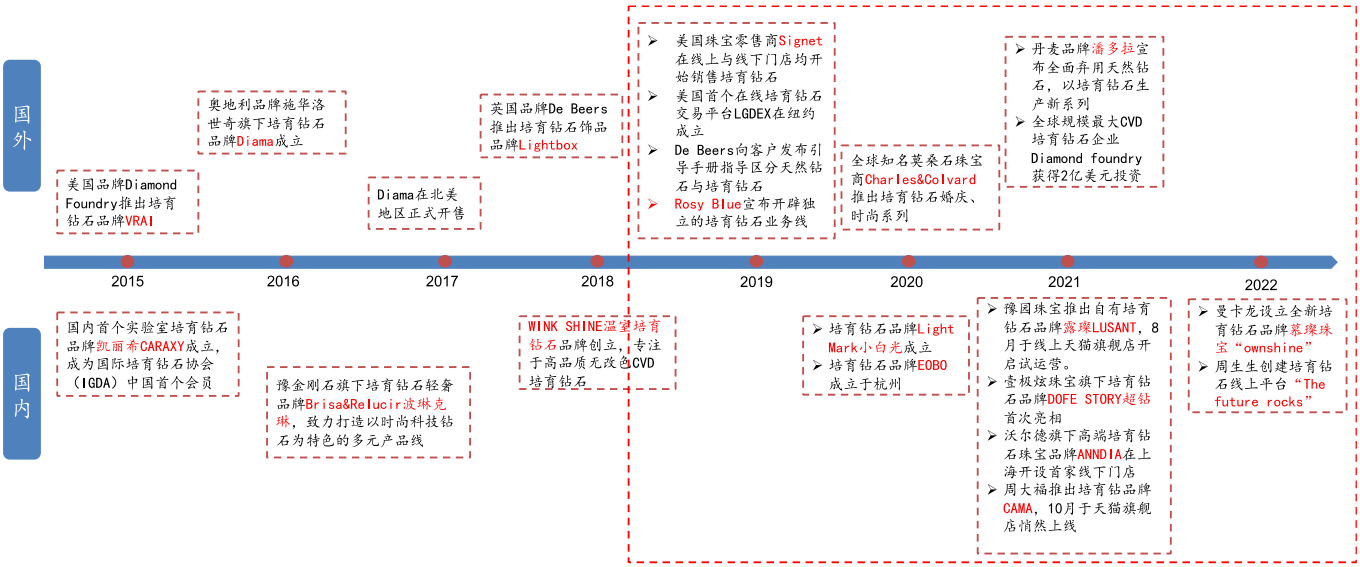


资料来源：GJEPC，华安证券研究所

中国品牌商于 2021、22 年扎堆入局培育钻，或拉动年内渗透率加速提升。自 2018 年美国联邦贸易委员会(FTC)重新修改钻石的定义，将培育钻纳入钻石大类，培育钻石市场认可度提升。2019 年 Signet 等全球珠宝零售商龙头入局带来示范效应，叠加被下游终端零售环节高毛利率吸引，国内外珠宝商、品牌商纷纷布局培育钻石产业链终端，带来大量铺货需求。整体看来，国际品牌布局稍早于国内品牌。施华洛世奇、De beers 等全球珠宝巨头早在 2016-18 年就开始销售培育钻。且 2018 年 FTC 为培育钻正名后，2019 年品牌商布局明显加速。国内市场则在 2020 年小白光成立后，豫园珠宝、周大福、曼卡龙、周生生等珠宝公司于 2021-22 年陆续推出

培育钻子品牌或成立线上平台。我们认为中国培育钻品牌商在 2021、22 年扎堆入局培育钻，或加速消费者培育，拉动渗透率提升。

图表 109 中国品牌商于 2021、22 年扎堆布局培育钻

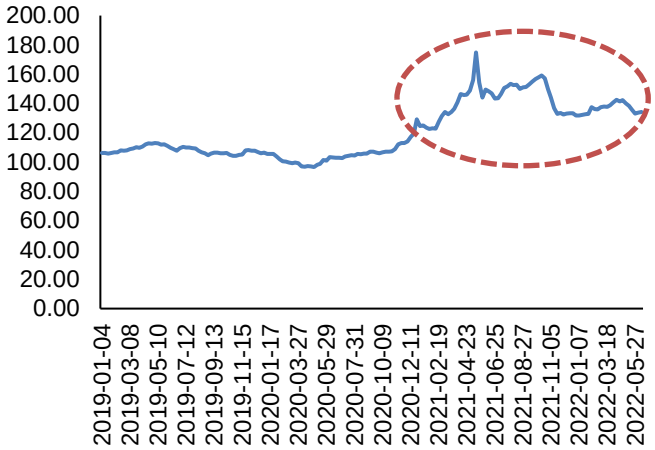


资料来源：前瞻产业研究院，培育钻石网，各公司官网，华安证券研究所

预计中期内培育钻下游需求维持高景气，上游高质量产能扩张能力或仍是关键要素。目前培育钻下游零售高景气，2021 年美国培育钻零售市场需求旺盛，2022 年有望在婚戒等婚恋需求增加的驱动下维持高景气。而我国培育钻零售市场处于引入期，具有较大发展潜力，由于品牌商在 2021、22 年扎堆入局，加速消费者培育有望加速培育钻渗透。在下游需求旺盛的背景下，上游产能扩张或仍是关键要素，而上游 HPHT 产能扩充的核心在于增加压机设备数量。压机设备的数量直接影响 HTHP 法人造金刚石的产能，而核心部件如铰链梁的供给短缺、满足军工需求后外供产能有限。以及六面顶压机原材料钢材价格处于高位运行，叠加能耗双控、限电等政策对钢铁生产的制约，压机设备的供给受限，设备持有量头部效应明显。

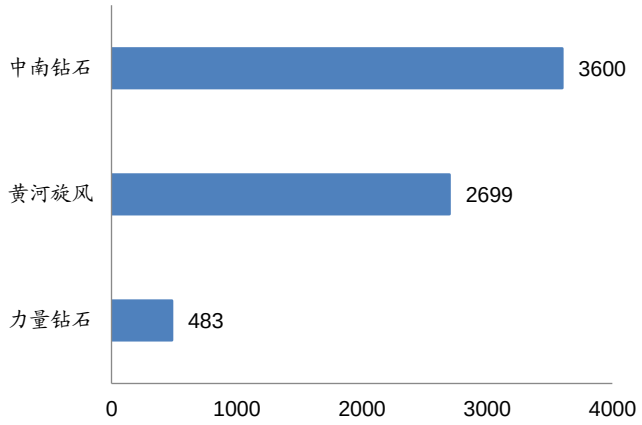
由于 HPHT 产能扩张存在瓶颈，未来随着培育钻下游零售的进一步增长，预计上游压机设备短缺加剧，拥有大口径压机、具备快速扩产能力、以及进入克拉大小主流消费区间的大克拉工艺突破的生产商或率先受益。中南钻石、黄河旋风、力量钻石等头部生产商压机数量规模行业领先，黄河旋风截至 2021Q3 末压机存量约 2699 台，仅此于中兵红箭。截止 2021 年中中兵红箭子公司中南钻石存量压机约 3600 台（具体压机存量测算请见报告《培育钻石：大克拉工艺突破是最大的 α》）。而据力量钻石招股书披露，截至 2021 年中，公司具有六面体压机数量 483 台。

图表 110 钢材综合价格指数（CSPI）近年高位运行



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 111 培育钻石生产商压机设备持有量头部效应明显



资料来源：力量钻石招股书，公司公告，Wind，华安证券研究所测算；中南钻石与黄河旋风压机规模为测算数，力量钻石为公司公告数；中南钻石、力量钻石为截至 2021 年中，黄河旋风为截至 2021Q3 末。

7 户外运动：2022 年内外销景气度有望延续，相关产业链订单趋势性高增长

7.1 2021&22Q1 户外休闲运动高景气，相关产业链订单趋势性高增长

后疫情时代全球范围户外休闲活动需求高增长，相关产业链内外销高景气。全球疫情反复下，大型聚集性户外活动和出境游受限，但出游、运动、社交需求仍然存在，故后疫情时代，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐，以野营、徒步等代表的户外休闲运动在全球范围内迅速流行。

户外休闲需求具备长期的延续性，2021 & 22Q1 相关产品内外销同时高增。户外休闲活动参与门槛低，面向全年龄段，满足社交和情感需求，有益人们的身心健康，将成为一种长期的、全球性的流行趋势。这种流行趋势将有力推动相关产品需求增长，以露营和徒步为例，水壶、帐篷、户外小家具（便携桌椅）、遮阳伞等产品内外销增长显著。我们跟踪了 6 家户外用品标的公司业绩表现，可以看出自 20H2 起，随全球疫情逐渐可控后，公司业绩都迎来了高速增长，且趋势延续至今。

图表 112 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现

公司营收（亿元）	2020A	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2021A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
哈尔斯	14.9	2.4	3.0	4.7	4.9	23.9	4.9	5.8	5.9	7.3	5.7
yoy	-17%	-40%	-34%	-5%	6%	60%	105%	96%	25%	50%	16%
牧高笛	6.4	1.7	2.1	1.4	1.3	9.2	2.1	3.3	1.9	2.0	3.3
yoy	21%	19%	11%	18%	53%	44%	26%	58%	36%	51%	56%
浙江自然	5.8	1.5	2.0	1.1	1.3	8.4	2.3	2.7	1.7	1.8	3.3
yoy	7%	-	-	-	-	45%	55%	37%	53%	38%	47%
华生科技	3.7	0.5	0.9	1.0	1.3	6.4	1.5	1.8	1.6	1.5	0.8
yoy	16%	-	-	-	-	74%	229%	112%	55%	11%	-47%
浙江永强	49.5	20.2	9.2	3.4	16.7	81.5	27.4	14.7	8.7	30.7	31.5
yoy	6%	8%	3%	28%	1%	65%	35%	59%	156%	84%	15%
嘉益股份	3.6	0.7	0.7	0.8	1.3	5.9	0.8	1.4	1.8	1.9	1.8
yoy	-12%	-	-	-	-	65%	8%	90%	116%	50%	131%

资料来源：wind，华安证券研究所

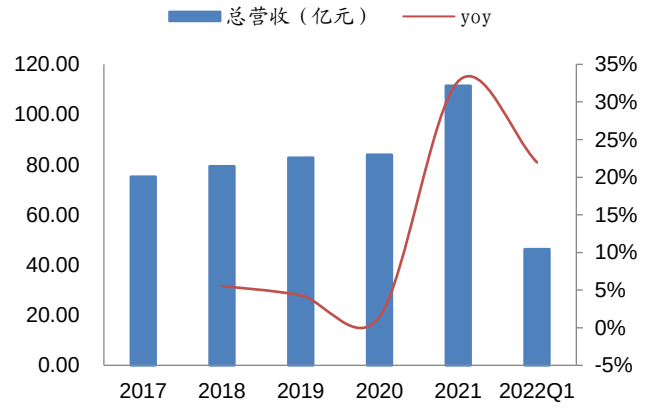
图表 113 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现

归母净利润（亿元）	2020A	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2021A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
哈尔斯	-0.28	-0.23	-0.09	0.17	-0.14	1.36	0.26	0.31	0.35	0.44	0.31
yoy	-151%	-277%	-121%	-54%	60%	579%	213%	462%	103%	403%	20%
牧高笛	0.46	0.12	0.25	0.12	-0.04	0.79	0.21	0.32	0.18	0.07	0.37
yoy	13%	-2%	3%	125%	112%	71%	70%	28%	52%	-301%	73%
浙江自然	1.60	0.39	0.56	0.33	0.32	2.20	0.62	0.76	0.46	0.36	0.85
yoy	21%	-	-	-	-	38%	60%	34%	39%	14%	38%
华生科技	1.08	0.12	0.27	0.32	0.37	1.80	0.45	0.57	0.48	0.30	0.21
yoy	24%	-	-	-	-	68%	279%	113%	51%	-19%	-53%
浙江永强	5.30	3.27	2.80	-1.24	0.46	1.25	2.35	2.24	-1.13	-2.20	1.37
yoy	6%	26%	194%	-12403%	-68%	-76%	-28%	-20%	-9%	-574%	-42%
嘉益股份	0.65	0.14	0.16	0.11	0.25	0.82	0.12	0.21	0.29	0.21	0.33
yoy	-10%	-	-	-	-	27%	-13%	32%	170%	-17%	178%

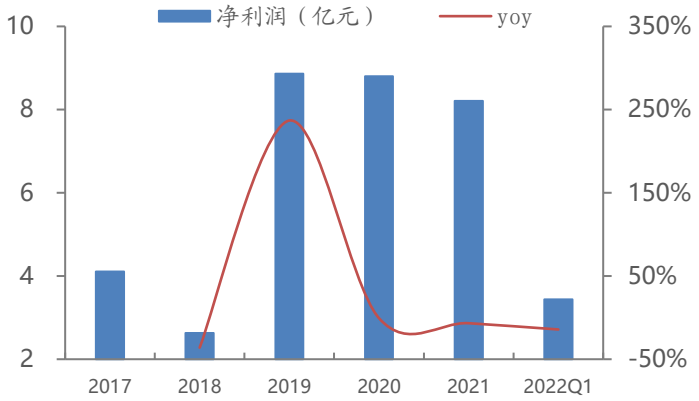
资料来源：wind，华安证券研究所

复盘 2017 年至今户外休闲板块业绩，**收入方面**：2020 年受到疫情压制增长放缓，2021 年营收迅速攀升，同比增长 61.2%，进一步验证板块高景气度。**盈利方面**：所选公司均为在细分行业具备一定领先优势的企业，凭借多年大牌代工经验掌握前沿技术，客户资源优质丰富，盈利能力在行业强 β 催化下增长势头先于收入端，自 2019 年便出现了倍数增长，2018-2021 年利润 CAGR 为 18.9%，高于收入端的 15.8%。（盈利在 2020-2021 略有下滑主因受疫情、原料成本上涨等因素干扰）

图表 114 户外休闲板块总营收及增速



图表 115 户外休闲板块净利润及增速



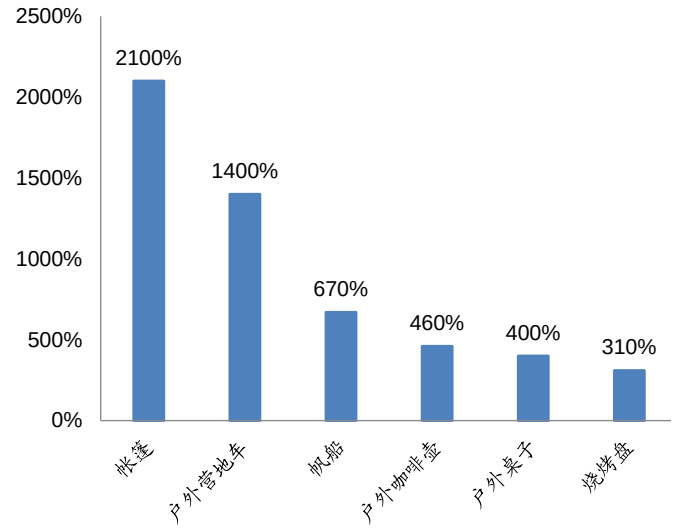
资料来源：wind，华安证券研究所；注：公司包括哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技、浙江永强、嘉益股份

资料来源：wind，华安证券研究所；注：公司包括哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技、浙江永强、嘉益股份

7.2 内外销景气度：22 年国内天猫五一、京东 618 销售同比高增，出口景气维持高位

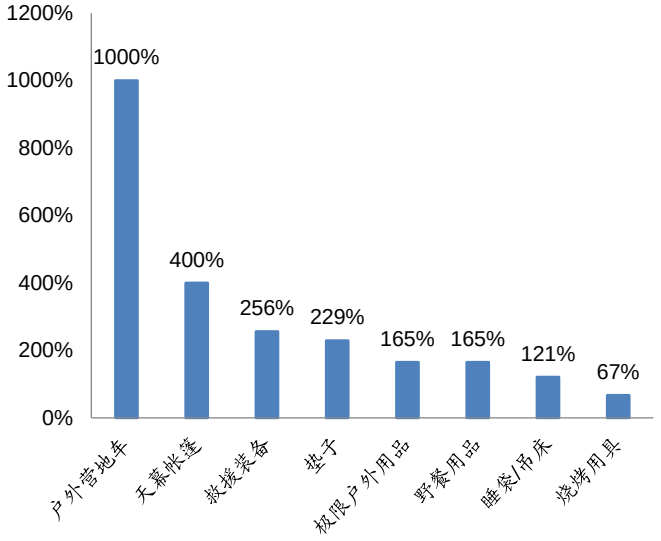
2022 年天猫五一、京东 618 户外露营产品销售额同比大幅增长验证高景气度。自疫情爆发以来，长途旅游的难度得到了大幅增加，户外运动逐渐成为了人们的选择。随着上海疫情逐渐得到控制，叠加 618 促销活动和暑期的到来，能充分接触自然，同时能保持安全的社交距离的户外露营活动有望成为短途出行的优先选择。根据《天猫 2022 年五一消费趋势报告》，4 月 20 日至 5 月 4 日，帐篷类产品在天猫商城的销售额同比增长超 2100%。而在京东商城，天幕帐篷成交额同比增长了 4 倍，户外营地车成交额同比增长了 10 倍，其他与露营有关的商品如烧烤架子，垫子等户外用品销量也在持续走高。天猫及京东商城的数据反映了大量群众正在积极加入户外露营的休闲活动中。

图表 116 天猫 4 月 20 日-5 月 4 日户外用品销售额同比增幅



资料来源：《天猫 2022 年五一消费趋势报告》，华安证券研究所

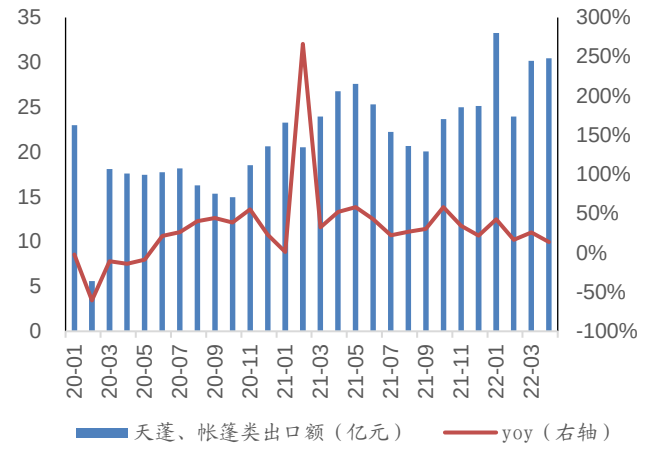
图表 117 京东 4 月份户外用品销售额同比增幅



资料来源：京东消费及产业发展研究院《春夏户外露营消费趋势报告》，华安证券研究所

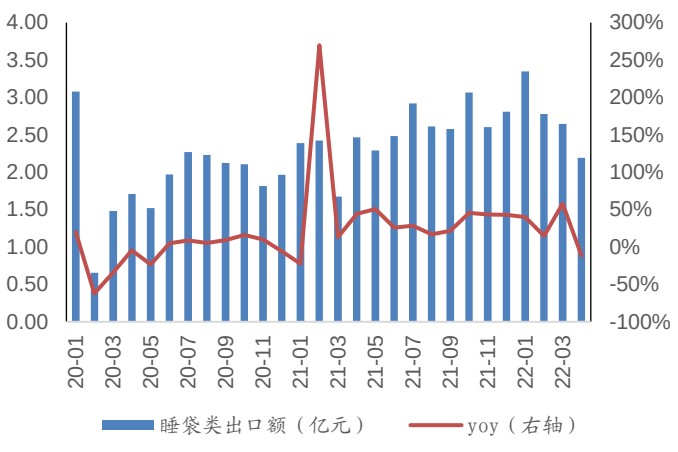
2022 年 1-4 月露营类用品出口景气度维持高位。2021 年帐篷出口同比增长 39.7%，睡袋同比增长 32.3%，受欧美国家疫情防控宽松，露营累出口景气度显著提升。2022 年帐篷类出口额于 1 月达到高点，4 月出口仍维持高位，2022 年 1-4 月，帐篷出口额同比增长 24.7%。且 2022 年 1-4 月睡袋出口同比增长 22.6%，同样于 1 月出口额达到高点，22Q1 海外露营出口景气度延续，4 月出口有所下滑我们猜测主要由疫情反复对国内供应链及物流有所影响导致。

图表 118 2022Q1 帐篷类出口数据同比维持高增长



资料来源：海关总署，华安证券研究所

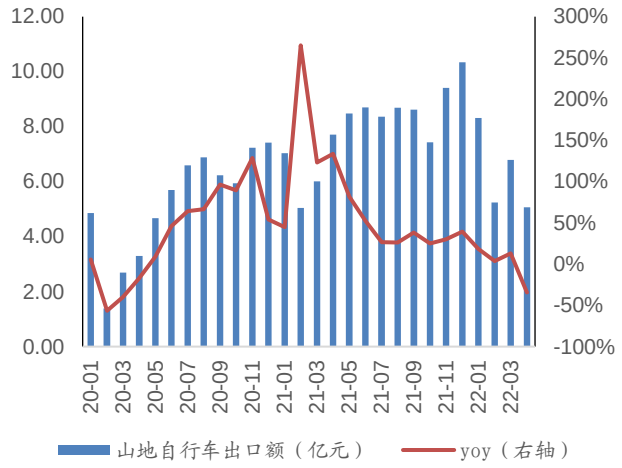
图表 119 2022Q1 睡袋类出口数据同比维持高增长



资料来源：海关总署，华安证券研究所

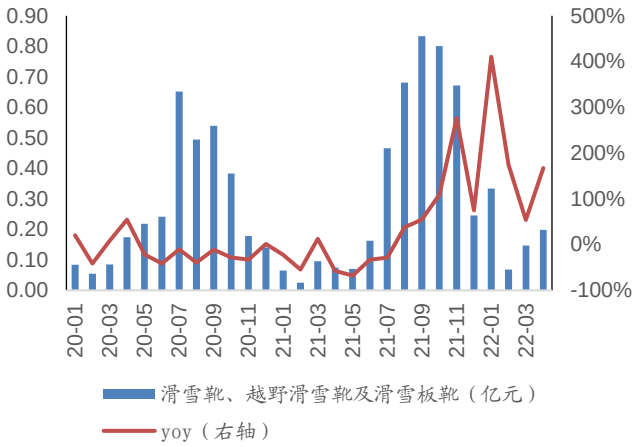
2022 年 1-4 月非露营类户外产品出口额表现分化。2021 年海外户外运动景气度提升带动山地车出口同比增加 52.4%，滑雪靴出口同比增长 29.2%。2022 年 1-4 月山地自行车的出口额同比有所下滑，山地车出口同比-1.5%，增速近几个月呈下降趋势，猜测主要由疫情反复对国内供应链及物流有所影响导致。而滑雪靴由于受 2022 年冬奥会催化，2021 年冬季出口额非常高。由于季节性因素影响，2022 年开春之后出口额有一定幅度下滑，但出口景气同比仍维持高位，2022 年 1-4 月滑雪靴出口同比增长 187%。

图表 120 2022 年 1-4 月山地自行车出口同比减少 1.5%



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 121 2022 年初以来滑雪靴类出口景气度维持高位



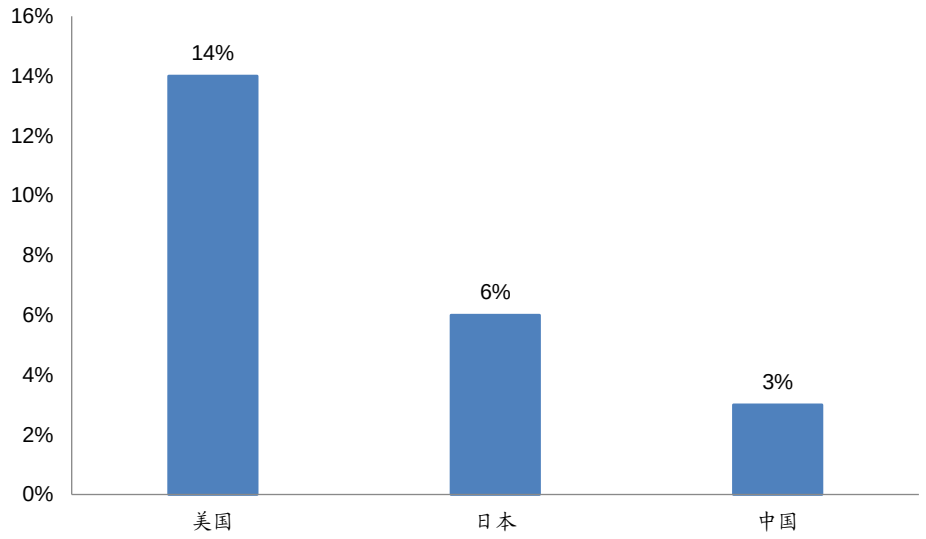
资料来源：海关总署，华安证券研究所

7.3 中国露营渗透率较美、日仍处低位，看好中长期户外运动及其衍生产业需求量提升

长期空间：中国与美国、日本露营渗透率差距较大，经济增长及疫情常态化背景下，露营人口渗透率有望保持长期增长。户外露营作为传统旅游的替代方式，可能短期会受到传统旅游需求回补的影响，从而导致露营人口渗透率下降。但疫情爆

发以来，我国一直采取稳健的动态清零政策，长期看，这有利于露营渗透率的增长。而人均收入水平的提高同样也有利于户外露营渗透率的增长。目前中国的露营人口渗透率约为 3%，而美国露营人口渗透率为 14%，日本露营渗透率为 6%。尽管中美日三国处于不完全相同的文化背景之下，国内发展状况不会完全复制外国情况。我们认为国内的露营人口渗透率增长空间仍较大，在经济增长及疫情常态化背景下，露营人口渗透率长期提高的趋势不会改变。

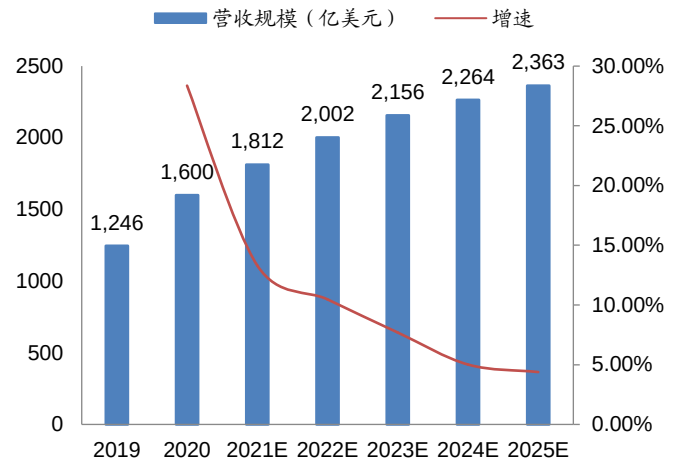
图表 122 2021 中美日三国露营人口渗透率



资料来源：智妍咨询，华安证券研究所

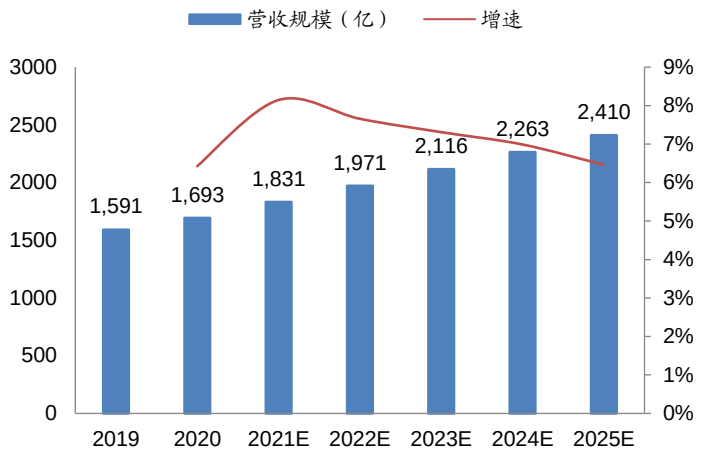
看好户外运动热潮下国内外户外用品需求量有望稳步上涨。与普通运动或传统旅游相比，户外运动需要额外的专业的设备，例如帐篷、睡袋、防潮垫、登山包等。而在户外运动热潮在全球蔓延的背景下，户外用品销量有望稳步上涨。华经产业研究院预计 2021-2025 年 CAGR 约为 6.9%，到 2025 年全球户外装备市场规模将达 2363 亿美元。根据中国钓鱼网数据显示，我国 2020 年户外用品行业营收规模接近 1700 亿元，2021-2025 年 CAGR 约为 7.3%，到 2025 年我国户外用品市场规模将达 2410 亿元。我们仍看好未来国内外的户外用品销量稳步提升。

图表 123 2019-2025 全球户外用品行业营收规模及增速



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

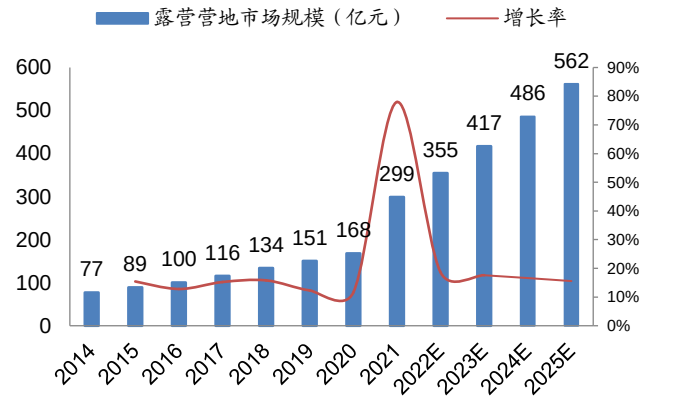
图表 124 2019-2025 我国户外用品行业营收及增速



资料来源：中国钓鱼网，华安证券研究所

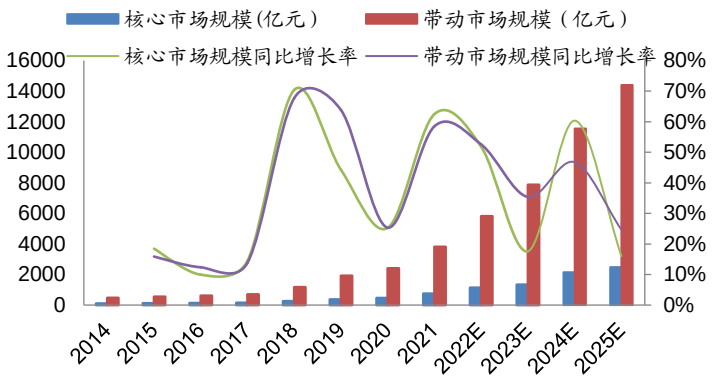
看好露营热潮热直接或间接撬动大量相关产业快速发展。除了户外装备，我国其他相关的产业也会在户外运动热潮下受益。其中营地产业直接受益于露营热潮。根据艾媒咨询数据，2021 年中国露营营地市场规模为 299 亿元，预计 2022-2025 年 CAGR 为 17%，2025 年露营营地市场规模将达到 562 亿元。另一方面，未来露营热潮有望撬动上亿元的相关市场规模，据艾媒咨询数据，2021 年中国露营核心市场规模为 747.5 亿，带动的相关市场总规模为 2405 亿，预计二者 2022-2025 年 CAGR 分别为 35%与 39%，预计在 2025 年露营核心市场规模与相关市场总规模分别为 2483 亿元与 1.44 万亿。在露营热潮的带领下，与露营活动直接或间接相关的产业都有望迎来快速的发展。

图表 125 2014-2025 中国露营营地市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 126 2014-2025 中国露营经济核心市场规模、带动市场规模及其增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

体育政策提供底层支持，预计中长期基础设施完善带动户外运动参与度提升。随着经济发水平发展，国家对体育产业重视程度提高，大力支持户外运动及相关产业的发展，发布多项支持政策，推动户外运动高速发展。在国家政策保驾护航之下，户外运动发展的底层逻辑得到强化。2021 年 8 月国务院提出《全民健身计划（2021-2025）》，对 2016 年《全民健身计划（2016—2020 年）》中的目标做以更新。并提出

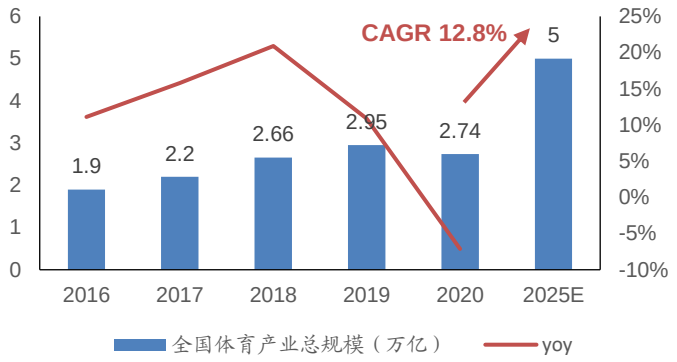
未来将持续推进健身设施的建设，新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、数字化升级改造 1000 个以上公共体育场馆等。预计未来各运动项目参与人数持续提升，2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县、镇、村三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社体指导员 2.16 名，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。2020-2025 年全国体育产业总规模预计达 12.8%。

图表 127 国家政策支持体育产业发展

发布时间	政策名称
2010年	《关于加快发展体育产业的指导意见》
2011年	《体育产业"十二五"计划》
2014年10月	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2016年6月	《全民健身计划（2016-2020年）》
2016年7月	《体育产业发展十三五规划》
2016年8月	《轻工业发展规划（2016-2020年）》
2016年10月	《山地户外运动产业发展规划》
2016年10月	《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》
2016年11月	《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》
2019年6月	《冰雪装备器材产业发展行动计划（2019-2022）》
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》
2021年8月	《全民健身计划（2021-2025）》

资料来源：Outdoor Foundation、Outdoor Industry Association，华安证券研究所

图表 128 预计 2020-2025 年全国体育产业总规模 CAGR 达 12.8%



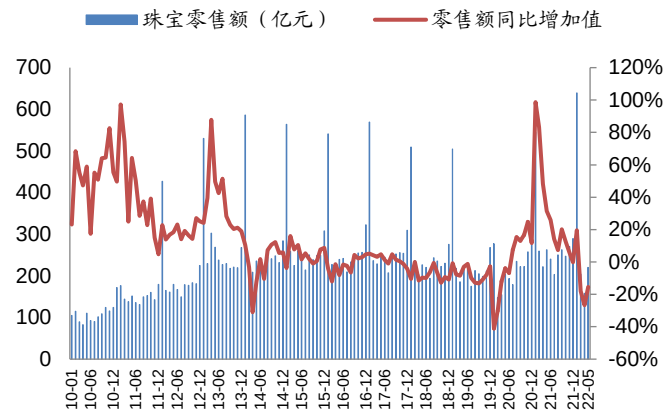
资料来源：国家统计局，国家体育总局，华安证券研究所；2025 年数据为《全民健身计划（2021-2025）》政策提出目标值

8 黄金珠宝：关注 22Q3 龙头业绩复苏弹性，以及疫情、珠宝品牌化带来行业集中度提升

8.1 看好珠宝递延需求回补，品牌商线下门店经营改善，业绩于 22Q3 迎来复苏

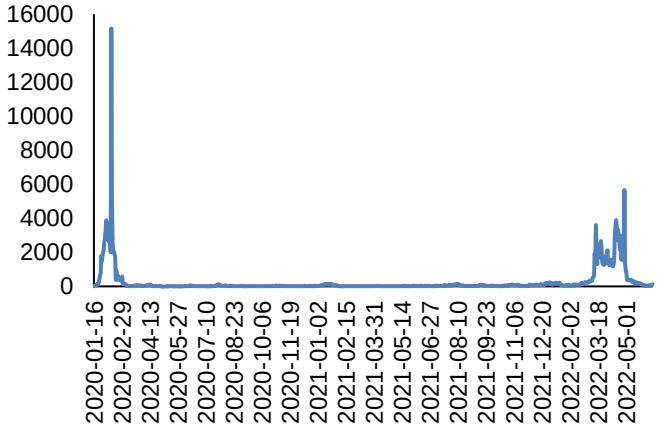
本轮疫情即将接近尾声，看好 22Q3 珠宝递延需求释放带来的消费回补。由于新冠疫情造成居民生活消费及短期收入受到影响，在 2022 年 3-5 月，金银珠宝类消费品零售总额为 205 亿/158 亿/220 亿，同比增速分别为-17.9%/-26.7%/-15.5%。参考 2020 年疫情首次爆发导致珠宝行业需求短期承压，但部分婚庆刚需不会消失，递延至疫情后释放。2022 年 3-5 月疫情反复影响线下客流。但据国家卫健委统计数据，5 月疫情感染人数有明显下降。截至 6 月 11 日，新增本土确诊病例 122 例，较 4 月份有明显下降。6 月 1 日上海市宣布进入第三阶段，加快复工复产；6 月 3 日北京市转入动态清零阶段，疫情政策逐步放宽，标志着本轮疫情即将接近尾声，预计 6 月份疫情将全面恢复正常生产生活秩序。我们看好疫情疫情对线下门店冲击边际弱化，22Q3 递延需求释放，珠宝零售额有望边际改善。

图表 129 2010 年 1 月至 2022 年 5 月珠宝销售情况



资料来源：国家统计局，华安证券研究所 注：每年 2 月统计值指的是 1 至 2 月的总量情况，所以统计图会在 2 月呈脉冲形态

图表 130 2022 年 6 月新增本土确诊已大幅减少（例）



资料来源：国家卫健委，华安证券研究所

珠宝品牌商龙头业绩有望于 22Q3 迎来改善。整体来看，2020 年疫情爆发之后，周大福、周大生和潮宏基 2020 全年营收出现略微下滑，净利润方面，只有周大福 2020 年出现了下降。在 2022 年 Q1，周大生、老凤祥、潮宏基、迪阿股份四家珠宝商营收均保持正增长。周大生由于积极推进黄金产品的展销计划，公司整体经营情况较为良好，一季度营收增幅高达 138%。预计 22Q2 由于疫情的因素，珠宝商业绩可能会受到一定影响。预计在递延需求回补的驱动下，珠宝品牌商龙头龙头珠宝商业绩有望于 22Q3 迎来改善。

图表 131 龙头珠宝品牌商 2020-2022Q1 经营状况

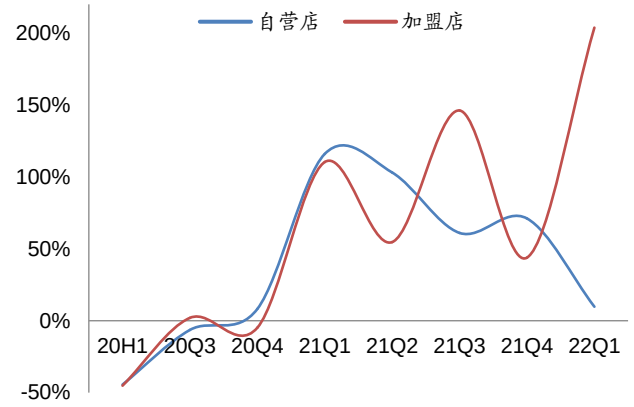
老凤祥	2020	2021	2022Q1	迪阿股份	2020	2021	2022Q1
营收同比增幅	13%	13%	72%	营收同比增幅	48%	88%	13%
净利润同比增幅	13%	18%	-37%	净利润同比增幅	113%	131%	17%
毛利率同比/pct	-0.29	-0.41	0.23	毛利率同比/pct	-0.84	1.04	0.71
净利率同比/pct	0.32	0.18	-1.62	净利率同比/pct	6.99	5.31	1.10
周大生	2020	2021	2022Q1	潮宏基	2020	2021	2022Q1
营收同比增幅	-6.50%	80%	138%	营收同比增幅	-9%	44%	12%
净利润同比增幅	2.50%	20%	23.40%	净利润同比增幅	78%	149%	-9%
毛利率同比/pct	5.05	-13.72	-20.25	毛利率同比/pct	-1.85	-2.44	-4.69
净利率同比/pct	1.70	-6.58	-9.83	净利率同比/pct	2.19	3.21	-1.73
周大福	2020	2021	2022				
营收同比增幅	-15%	24%	41%				
净利润同比增幅	-37%	108%	11%				
毛利率同比/pct	0.45	0.25	-6.03				
净利率同比/pct	-1.76	3.50	-1.80				

资料来源：各公司财报，华安证券研究所 注：周大福财务状况每半年公布一次，所以无法统计 2022 年一季度数据。且 2022 年财年统计时间为 2021 年 3 月-2022 年 3 月。

在疫情冲击边际弱化，珠宝需求回补驱动下，珠宝线下门店经营有望得到改善。

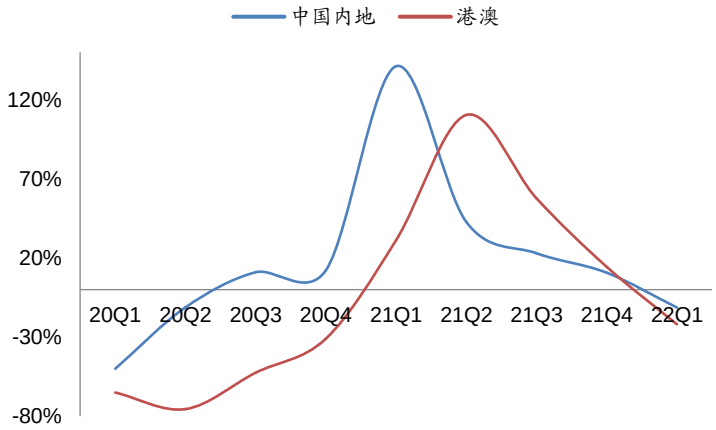
第一次疫情爆发时，周大福，周大生，潮宏基，老凤祥的同店销售额均受到短期影响，但随疫情于 2020 年 3 月得到有效控制后，同店销售额均开始于 20Q2、20Q3 逐渐恢复。在 2022Q1，周大福中国内地同店销售额同比下滑 11.3%，港澳地区同店销售额同比下降 21.9%。而周大生自营店同店销售额同比增长 9.75%，加盟店同店销售额同比增长 203.79%。其余公司未披露一季度线下门店经营情况。预计 22Q2 珠宝线下门店或因为上海等地的疫情管制措施而遭受短期影响，且随着 2022 年 6 月以来疫情得到有效控制，珠宝线下门店的经营状况有望于 22Q3 迎来改善。

图表 132 2020H1-2022Q 周大生同店销售增长



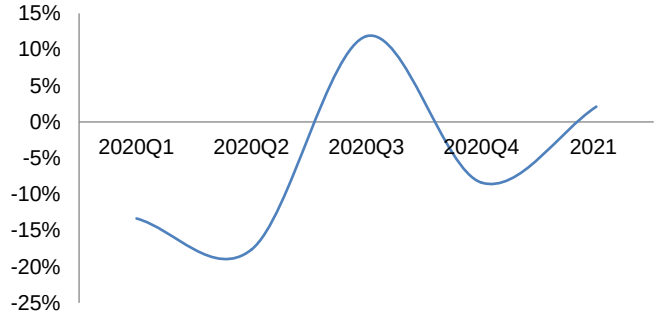
资料来源：周大生财务报告，华安证券研究所 注：2019 年及之前公司只在半年报披露同店增长相关信息，故 2020 年二季度前以半年为单位进行绘图。

图表 133 2020Q1-2022Q1 周大福同店销售增长



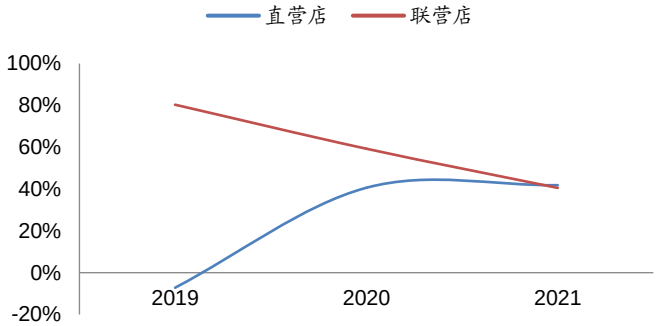
资料来源：周大福财务报告，华安证券研究所

图表 134 2020Q1-2021 老凤祥同店销售增长



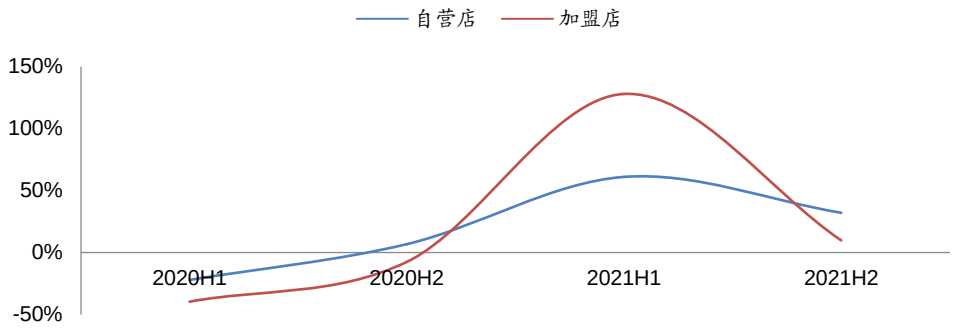
资料来源：老凤祥财务报表及公司公告，华安证券研究所 注：老凤祥 2021 年开始不再披露每季度同店增长相关情况，只在 2021 年年报披露了总体同店增长相关情况

图表 135 2019-2021 迪阿股份同店销售增长



资料来源：迪阿股份招股说明书与 2021 年财务报告，华安证券研究所

图表 136 2020-2021 潮宏基福同店销售增长

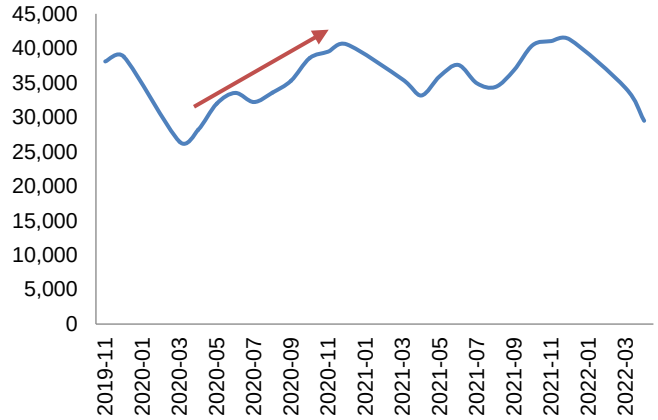


资料来源：潮宏基财务报告，华安证券研究所

8.2 疫情冲击边际弱化、市场预期好转，珠宝板块估值修复有望领先于业绩复苏

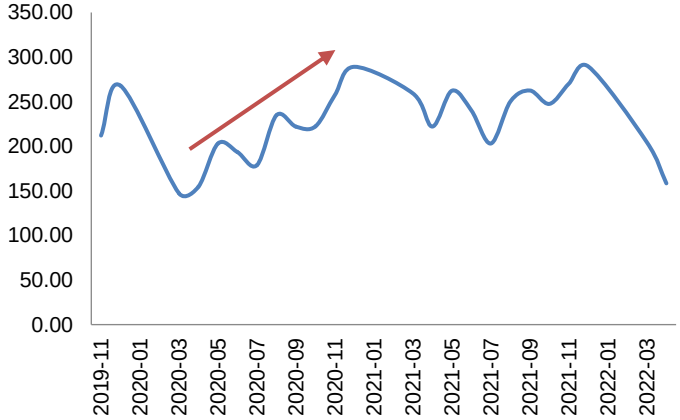
2020 年金银珠宝零售自 3 月触底后开始复苏。2019 年年底，新冠疫情爆发致社零售总额大幅减少，2020 年 3 月社会消费品零售总额为 2.6 万亿元，同比下降 15.8%，2020 年 3 月社零触底后开始反弹。4 月社零为 2.8 万亿元，同比下降 7.5%，此后总体呈上升趋势。2020 年 3 月我国金银珠宝类商品零售值为 147.2 亿元，同比下降 30.1%。与整体社零呈现相同趋势，金银珠宝商品零售自 2020 年 3 月触底后也逐渐复苏，4 月金银珠宝类商品零售值为 154.7 亿元，同比下降 12.1%，此后也呈现波动上升趋势。

图表 137 2020 年社零自 3 月触底后开始复苏（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 138 2020 年金银珠宝类商品零售类值自 3 月触底后开始复苏（亿元）

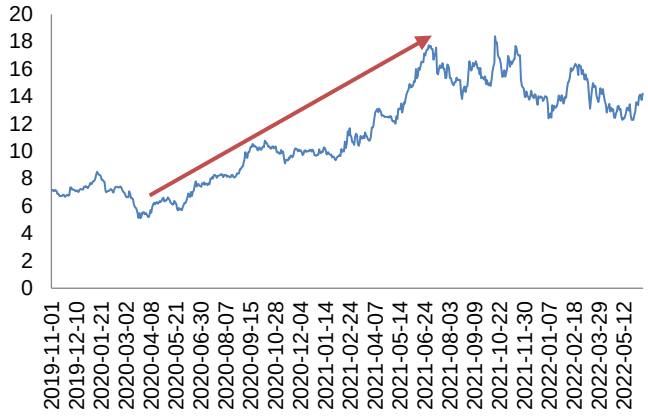


资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

2020 年金银珠宝消费复苏，市场预期好转使得股价反弹领先于业绩改善。随着 2020 年疫情影响逐渐消退，3 月以来金银珠宝消费触底反弹。各黄金珠宝品牌商均呈现出股价反弹领先于业绩改善的态势。具体来看，**周大福**股价于 3 月 23 日触底，此后延续长达约 15 个月的上涨趋势；**周大生**股价于 4 月 28 日触底，此后延续长达约 12 个月的上涨趋势；**老凤祥**股价于 3 月 19 日触底，此后延续长达约 4 个月的上涨趋势；**潮宏基**股价于 4 月 28 日触底，此后延续长达约 14 个月的上涨趋势。金银

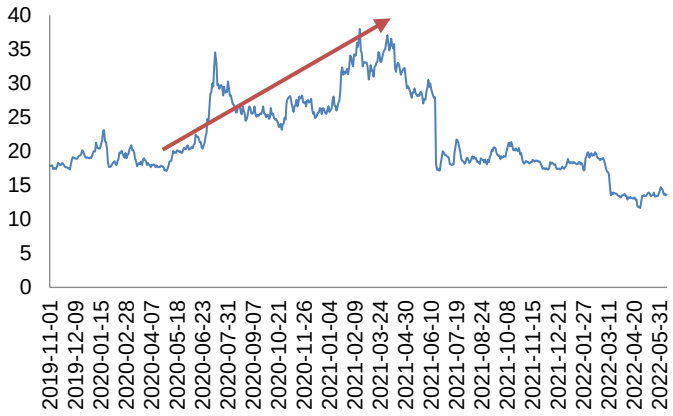
珠宝商品零售于 3 月开始复苏好转，市场预期转向使得股价反弹领先于基本面改善，各黄金珠宝企业股价大致在 3 月末、4 月末开始反弹，两者存在约 1-2 月的时滞。且此轮上涨中受益标的上涨持续时间约 4-15 个月

图表 139 2020 年周大福股价自 3 月底触底后开始反弹



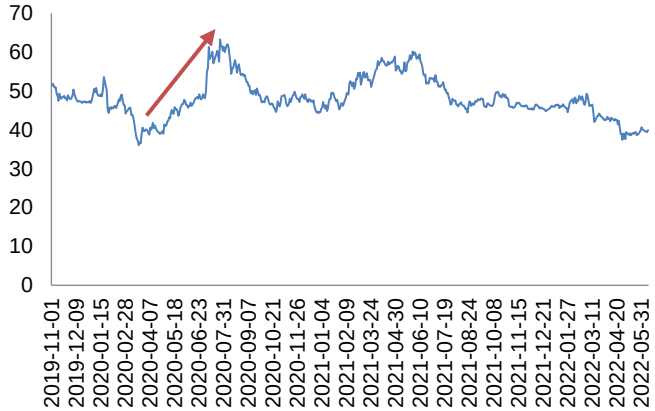
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 140 2020 年周大生股价自 4 月底触底后开始反弹



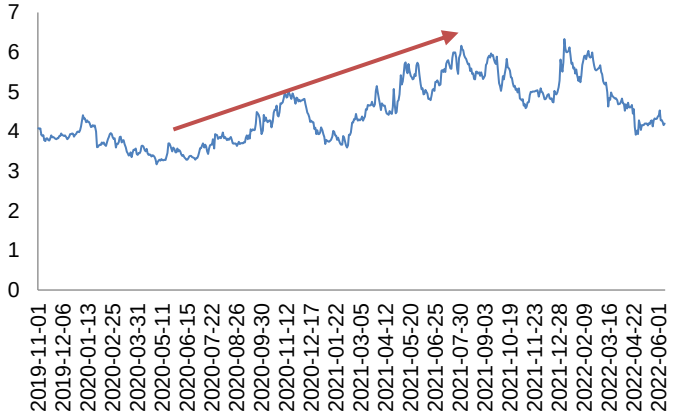
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 141 2020 年老凤祥股价自 3 月底触底后开始反弹



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

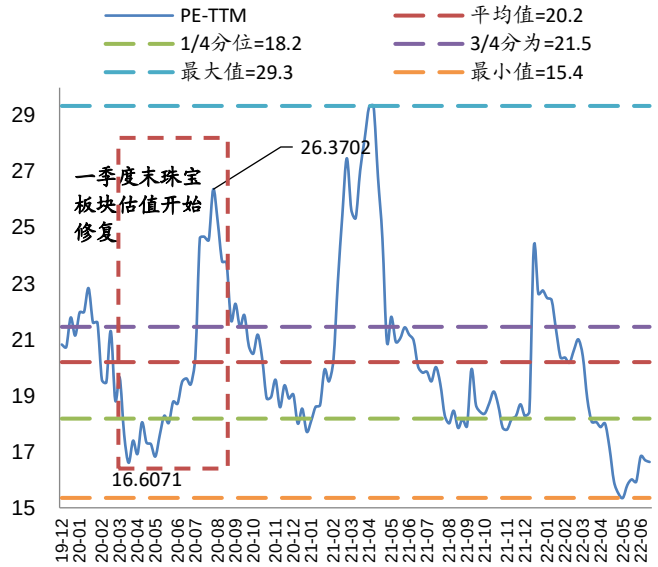
图表 142 2020 年潮宏基股价自 4 月底触底后开始反弹



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

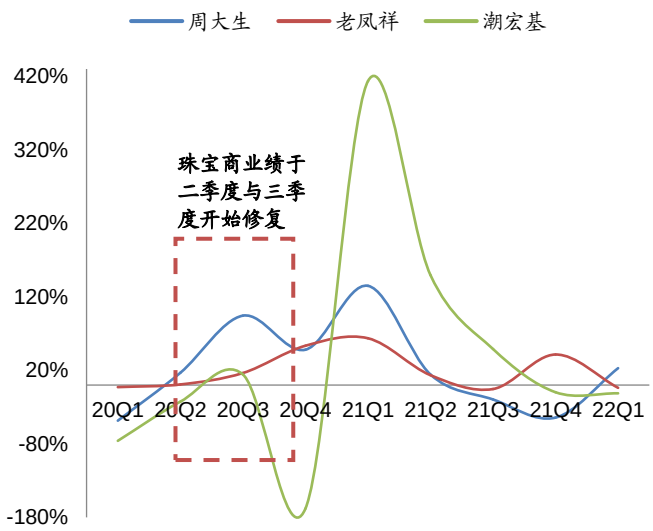
疫情冲击边际弱化、市场预期好转，珠宝板块估值有望领先于业绩修复。2020 年新冠疫情爆发时，申万珠宝板块市盈率（PE-TTM）从 2020 年 1 月的 21 倍下行至 3 月的 16.6 倍。随着 3 月疫情有效控制后，珠宝板块估值率先修复，至 2020 年 8 月上涨至 26.4 倍，与 3 月相比增长幅度为 59%。同时，公司业绩的修复总体慢于估值。周大生，老凤祥的净利润增速于 2020 年二季度转正，而潮宏基净利润增速于 2020 年三季度转正，业绩拐点落后估值拐点 1-2 季度。而本轮疫情从 2022 年 3 月开始蔓延，6 月上海全面复工复产，新增感染人数大幅下滑，本轮疫情或接近尾声。预计珠宝公司 22Q2 业绩仍然承压，并于 Q3 开始业绩逐渐复苏。参考上轮疫情的经验，珠宝板块估值修复有望领先于公司业绩复苏。

图表 143 2019 年 12 月至 2022 年 6 月珠宝板块 PE-TTM 变化



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：该指标为申万珠宝指数 TTM 市盈率，且剔除了 ST 个股

图表 144 周大生、老凤祥、潮宏基 2020Q1-2022Q1 净利润同比增速

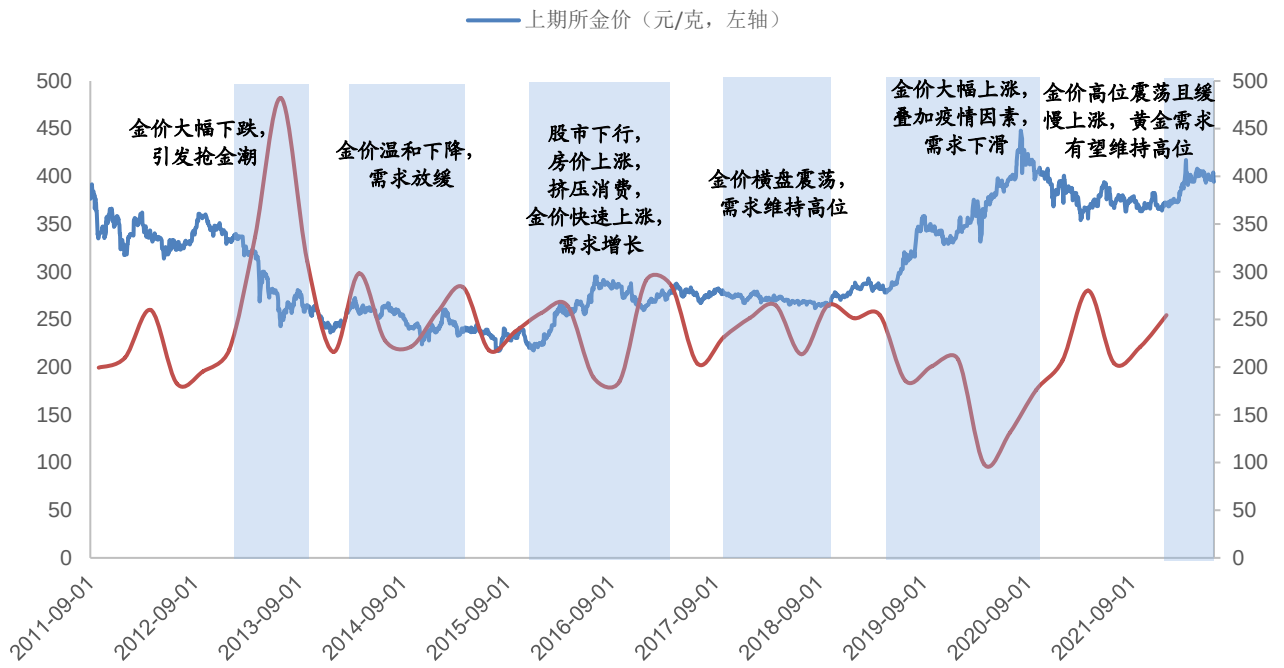


资料来源：各公司财报，华安证券研究所 注：因为周大福每半年公布一次数据，迪阿股份在 2021 年末上市，导致相关数据缺失，所以这两家公司没有参与统计当中。

8.3 金价上涨有利于金饰消费，中长期看工艺升级提振销售、疫情加速行业集中度提升

金价高位震荡+具备向上支撑逻辑，利于刺激黄金消费需求，增厚品牌商利润。黄金饰品是一种特殊的消费品，同时具有避险、抗通胀性、保值的功能，因此也存在相当程度的投资需求成分。从金价对于黄金消费需求的影响看，黄金消费一定程度上与未来黄金价格的预期走势相关。通过复盘过去的历史可以发现，金价缓慢上涨和大幅下降时利好黄金消费。从 2021 年 3 月份以来，金价总体处于高位震荡且由于美联储处于加息周期，具备向上动能，金价波动向上时期有利于刺激黄金的消费需求。同时品牌商对黄金饰品的克重报价锚定上金所的实时报价，品牌商通过衍生品等多种手段提前锁定黄金采购成本，因此黄金价格上涨有利于增厚金饰品牌商毛利率。

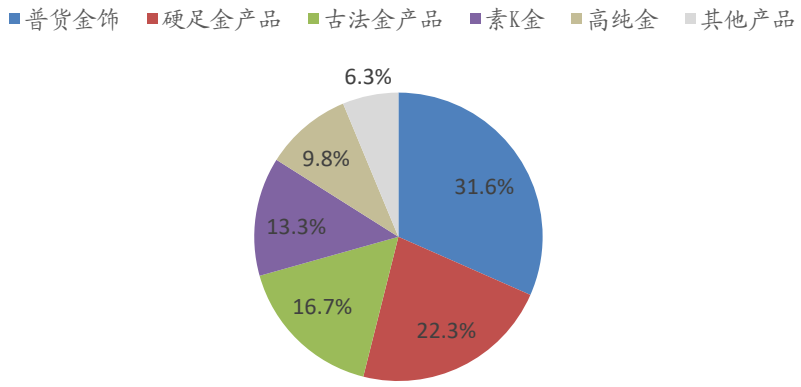
图表 145 2011 年-2022 年黄金价格与中国黄金总消费需求对比



资料来源：Wind，华安证券研所

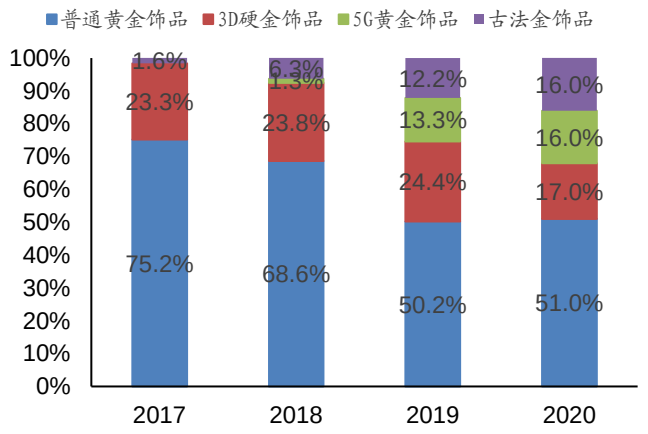
工艺升级：看好黄金饰品结构优化趋势延续，黄金饰品消费属性增强。随着年轻一代民族自信心的提升，“国潮商品”的受欢迎程度也在逐渐增加。而古法黄金拥有复古的外观，精良的工艺以及传承、高雅等精神理念，受到消费者的广泛喜爱。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，古法黄金的市场份额从 2017 年的 4.6%提升至 2020 年的 16%，且预计在 2024 年古法黄金饰品的市场规模会接近 1000 亿元。黄金饰品工艺升级有利于增强金饰的消费属性，从而提振销售。同时因为古法黄金的单品重量与加工费用比普通黄金更具优势，古法黄金销量占比的提升有利于提高珠宝商的盈利能力。

图表 146　2021 年古法黄金在零售商黄金产品库存中占比排名第三（按价值口径计算，%）



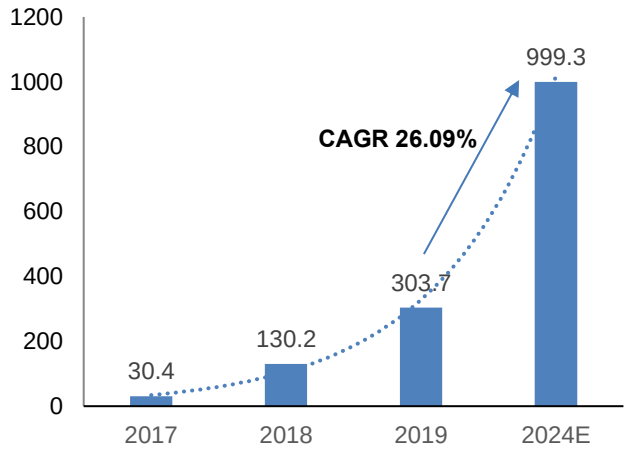
资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

图表 147 2017-2020 年中国普通黄金饰品市场份额持续下滑（%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，华安证券研究所

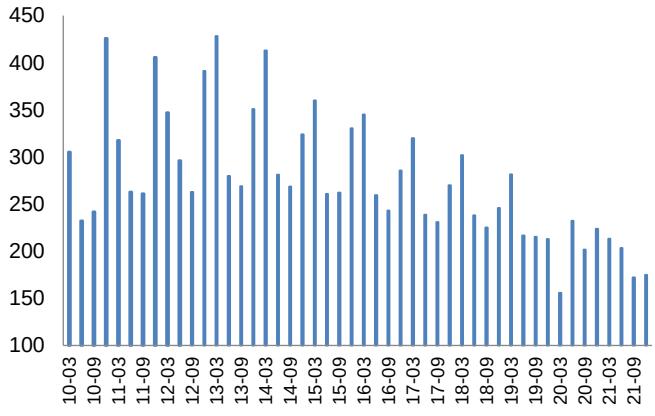
图表 148 2024 年古法黄金市场规模预测达到 1000 亿元（亿元）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，华安证券研究所

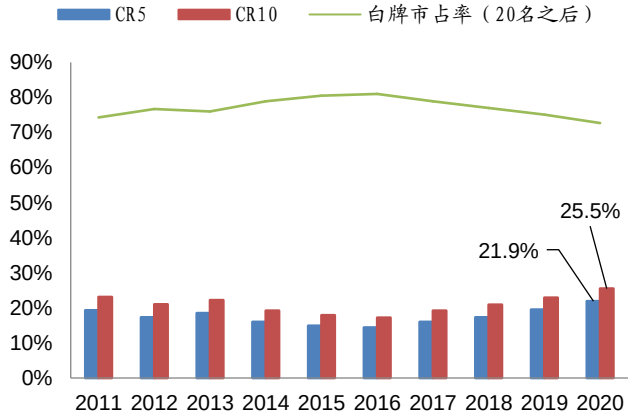
后疫情时代珠宝行业机遇与挑战并存，外在条件扰动不改行业集中度提升趋势。我们认为，虽然珠宝行业的短期发展遭到了某些因素的干扰，例如疫情反复、外部经济变化、人口基数以及结婚人群的减少。但珠宝行业同样存在着机遇-短期疫情加速行业供给出清以及长期珠宝品牌化趋势延续使得行业集中度在不断提升，龙头市占率有望持续提升。根据欧睿的数据显示，从 2016 年开始，中国珠宝市场 CR5 与 CR10 不断提高，同时白牌市占率逐渐下滑。珠宝行业集中度的提高能优化参与者的竞争格局。长期看，在珠宝行业集中度不断提高的背景下，普通珠宝商会逐渐遭到市场淘汰，龙头珠宝商有望从此过程中受益。

图表 149 2010-2021 结婚登记对数（万对）



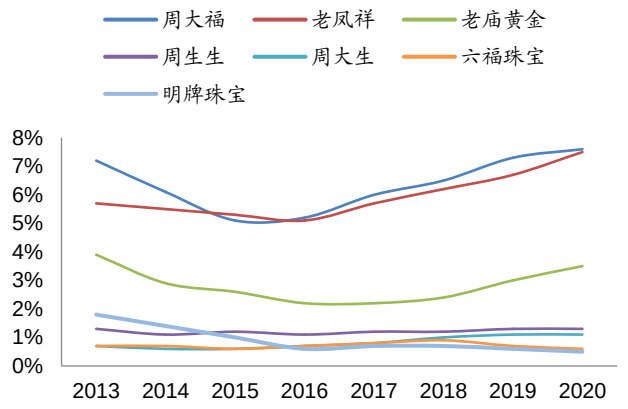
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 150 中国珠宝市场集中度 2016 年以来持续提升（%）



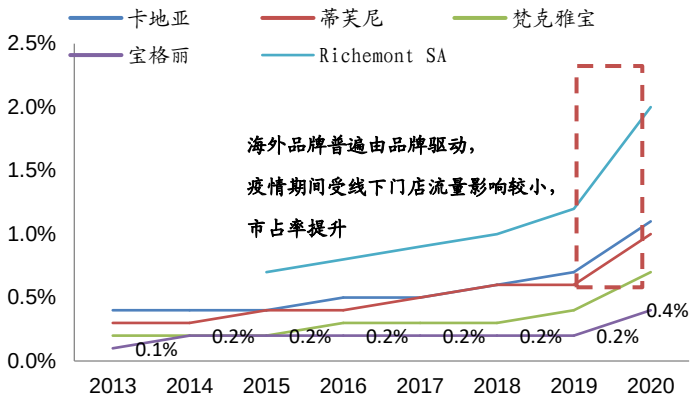
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 151 内地及香港珠宝品牌中国市场市占率（销售额口径）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 152 海外珠宝品牌中国市场市占率变化（销售额口径）

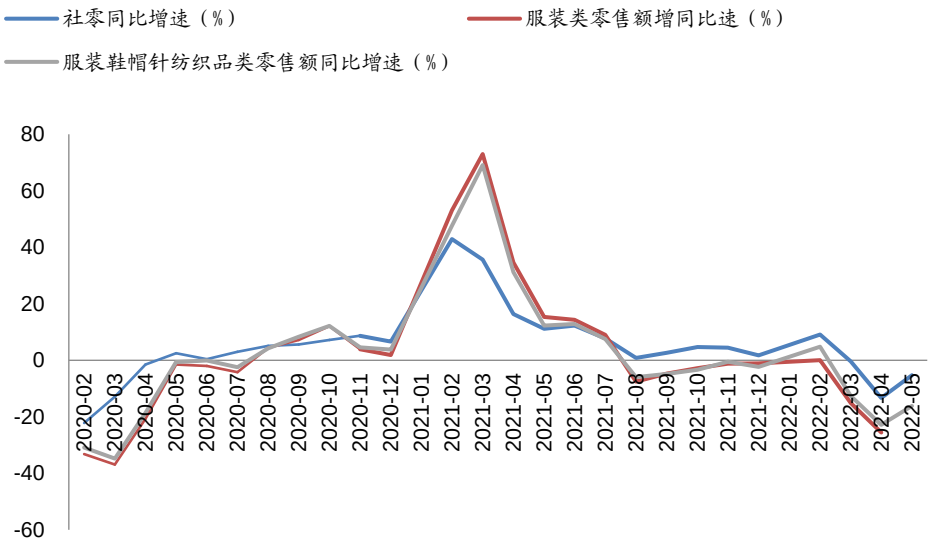


资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

9 运动鞋服：线下业绩短期承压，看好疫后消费复苏

22H1 疫情反复致服装消费短期承压。由于 2022 年 3 月以来上海等地区疫情反复，社区封闭管理，关闭堂食以及大型购物场所等疫情管控措施，一方面导致线下门店的客流量减少，另一方面导致线上消费的物流不通畅，对服装类零售业造成一定的冲击，销售额有一定程度的下滑。5 月社零同比减少 5.3%，服装鞋帽针纺织品零售额同比减少 16.2%，较整体社零下滑幅度较大。

图表 153 中国服装类零售额同比增速（%）

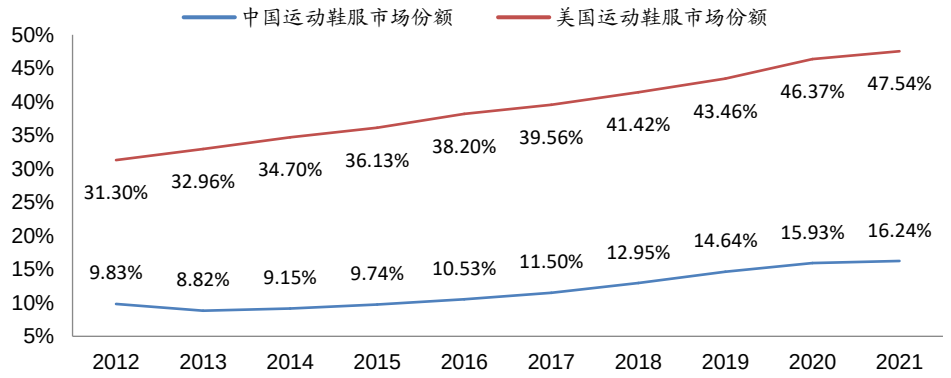


资料来源：Wind，华安证券研究所

长期扩容：美国运动鞋服市场结构性增长延续，国内市场仍具备较大扩容空间。中国 2021 年运动鞋服品类占服装市场整体规模比重达 16.24%，同比增长 0.3pct。但较美国仍具备一定的差距。美国 2021 年运动鞋服品类市占率达到 47.5%，同比

提升 1.2pct，运动鞋服品类性增长持续，国内市场较海外仍有较大提升空间。

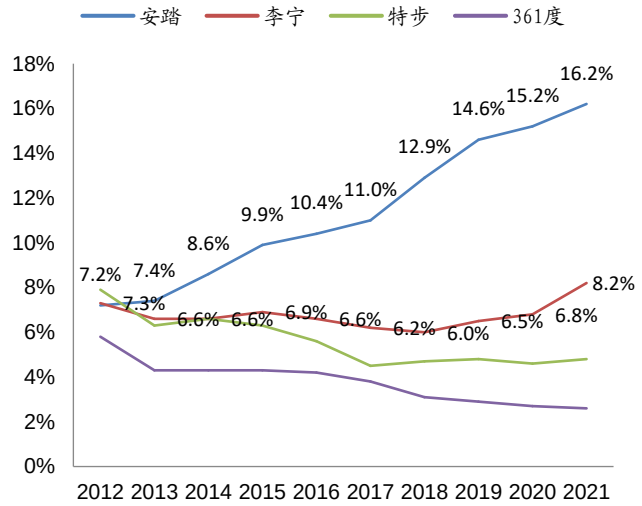
图表 154 中美运动服饰占服装市场比例（%）



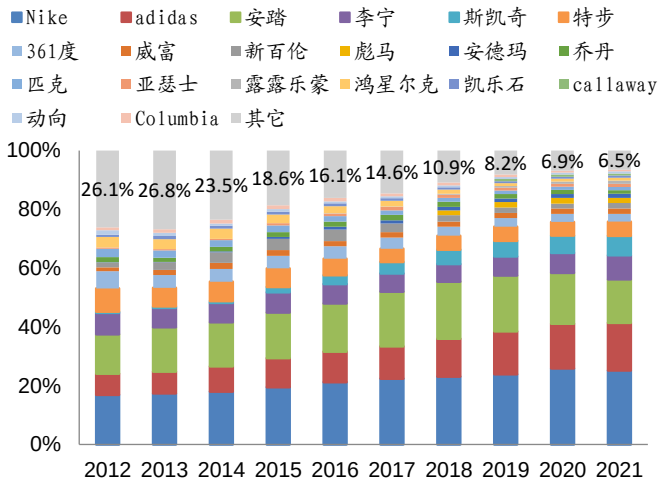
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所；注：根据 Euromonitor 运动服饰市场规模与服饰市场规模比值计算

国内品牌：龙头市占率持续提升，长尾品牌逐步出清。国内市场份额前二十之后的长尾企业市占率由 2012 年的 26.1%降低到 6.5%，伴随长尾品牌出清，头部企业竞争激烈，国内龙头凭借“国潮”趋势和大店模式抢占市场份额，安踏、李宁、特步 21 年市场占有率同比分别+1.0、+0.4、+0.2pct，361 度市占率略有下滑。

图表 155 国内运动鞋服市场 Top4 国内龙头市占率(%）



图表 156 运动鞋服市占率挤压明显（%）

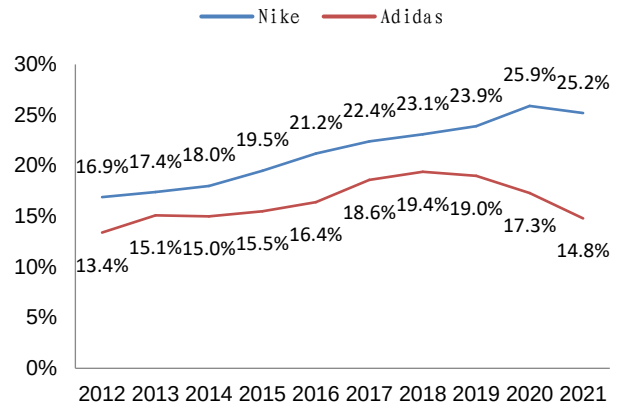


资料来源：Euromonitor，华安证券研究所；注：包含各公司旗下所有品牌　资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

海外品牌：“新疆棉”事件影响头部品牌份额，部分新锐品牌借势增长。受 2021 年 3 月“新疆棉”事件影响，2021 年 Adidas 国内运动鞋服市场市占率延续下滑趋势。Nike 则相对稳健，市占率小幅下滑 0.7pct。行业龙头的增长放缓给新锐品牌带来了发展机遇。斯凯奇作为海外品牌的又一代表，爆款产品老爹鞋和熊猫鞋具备性价比深受年轻人喜爱，同时又在江苏太仓的中国物流中心、东莞落成的亚太研发中心等开发中国市场。2021 年国内市场市占率占延续增长，提升至 6.6%，远高于其他海外新锐品牌。同时呈上升趋势的还有 lululemon，因为消费升级及健康消费观念的持续深入，以及产品较好的满足都市白领对运动舒适及健康的追求，lululemon 国

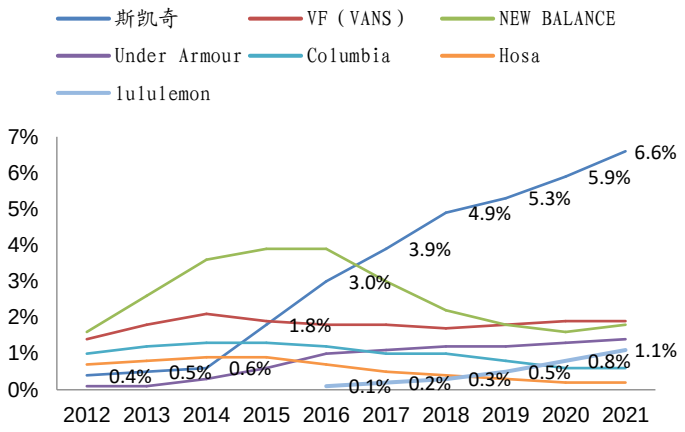
内市场市占率由 2020 年的 0.8%提升至 2021 年的 1.1%。

图表 157 国内运动鞋服市场 Top2 国外品牌市占率(%)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所；注：包含各公司旗下所有品牌

图表 158 国内运动鞋服市场部分头部海外品牌市占率(%)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所；注：包含各公司旗下所有品牌

李宁：22Q1 线下整体增长，精简渠道提升单店店效。2020 年 Q3 疫情有效控制后至 2022 年 3 月疫情反复前，李宁 Q1 线下门店流水总体呈增长趋势。而 3 月上海等地疫情反复，疫情防控对华东高线城市线下门店客流量影响较大，以及线下门店运营成本提升等因素，预计 22Q2 线下渠道处于 2022 年底部。考虑到 6 月 1 日上海全面复工复产，新增确诊人数显著下降，预计 Q3 呈现恢复态势。在疫情影响下，公司为了降低渠道成本和运营成本精简渠道数量提升单店运营效率，Q1 销售点减少，并采取打折促销等手段提升销售额。

李宁线上连续四个季度保持 30%以上同比增速，且 22Q1 显著提升，预计在疫情反复的背景下线上销售保持高速增长。

图表 159 李宁各季度分渠道收入增速

李宁各季度分渠道收入增速				
渠道	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
零售流水	**20%-30%低段增长**	**10-20%高段增长**	**30%-40%中段增长**	**10%-20%高段下降**
线下整体	**20%-30%低段增长**	**10%-20%低段增长**	**30%-40%中段增长**	**20%-30%低段下降**
零售渠道	20%-30%中段增长	10%-20%低段增长	10%-20%高段增长	30%-40%中段下降
批发渠道	20%-30%中段增长	10%-20%低段增长	30%-40%中段增长	10%-20%高段下降
销售点数	6433	6564	6449	6225
同店增长	10%-20%中段增长	10%-20%高段增长	20%-30%低段增长	-
电子商务	**20%-30%高段增长**	**40%-50%低段增长**	**30%-40%中段增长**	**约100%增长**
渠道	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
零售流水	**中单位数下降**	**中位数增长**	**10%-20%中段增长**	**80%-90%高段增长**
线下整体	**10%-20%低段下降**	**低位数下降**	**10%-20%低段增长**	**80%-90%低段增长**
零售渠道	10%-20%低段增长	持平	中单位数增长	90%-100%低段增长
批发渠道	高单位数下降	低位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长
销售点数	5973	6052	5912	5784
同店增长	中单位数下降	低单位数增长	10%-20%低段增长	-
电子商务	**20%-30%高段增长**	**50%-60%高段增长**	**40%-50%低段增长**	**10%-20%低段增长**
渠道	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
零售流水	**90%-100%低段增长**	**40%-50%低段增长**	**30%-40%低段增长**	**20%-30%高段增长**
线下整体	**90%-100%低段增长**	**30%-40%高段增长**	**20%-30%低段增长**	**20%-30%中段增长**
零售渠道	90%-100%低段增长	30%-40%中段增长	20%-30%中段增长	30%-40%中段增长
批发渠道	70%-80%低段增长	30%-40%高段增长	10%-20%高段增长	20%-30%低段增长
销售点数	5704	5803	5935	5872
同店增长	80%-90%低段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	20%-30%低段增长
电子商务	**80%-90%高段增长**	**50%-60%中段增长**	**40%-50%低段增长**	**30%-40%中段增长**

资料来源：公司公告，华安证券研究所

安踏：FILA 品牌短期承压，DTC 整改成果逐渐释放。22Q1FILA 整体增长的趋势延续，但是增长幅度减缓。疫情影响下，线下门店客流量减少以及运营成本的提高可能导致线下门店缩减，经营状况困难，造成 FILA 品牌短期承压。同时线上直营门店通过对销售模式、进货渠道、服务方式等整改增加销售量，安踏 2021Q1 零售以高段增长，线下消费复苏后增势有望延续。

图表 160 安踏各季度分品牌收入增速

安踏分品牌分季度零售表现（零售价值口径）				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
安踏品牌	10-20%中段增长	10-20%中段增长	10-20%高段增长	20-25%负增长
FILA	-	50-55%增长	50-55%增长	中单位数负增长
其他品牌	55-60%增长	30-35%增长	25-30%增长	高单位数负增长
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
安踏品牌	低单位数负增长	低单位数增长	低单位数增长	40-45%增长
FILA	10-20%增长	20-25%增长	25-30%增长	75-80%增长
其他品牌	25-30%增长	50-55%增长	55-60%增长	115-120%增长
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
安踏品牌	35-40%增长	10-20%低段增长	10-20%中段增长	10-20%高段增长
FILA	30-35%增长	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长
其他品牌	70-75%增长	35%-40%增长	30%-35%增长	40%-45%增长

资料来源：公司公告，华安证券研究所

特步：Q1 主品牌保持高增，持续发力专业跑鞋。特步近年经营状况明显提高，22Q1 零售销售维持保持高速增长，并且 Q1 折扣比例和库存周转同比略有改善。公司主品牌 160X 专业跑鞋系列新品市场反馈较好，专业运动品牌索康尼渠道 21 年由 32 家直营店拓展至 44 家，预计 22 年持续拓店。公司专业运动跑鞋定位高端，毛利率高，后续为公司业绩和盈利能力的提升助力。

图表 161 特步主品牌各季度经营情况

特步主品牌分季度经营状况				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
零售销售增长	超过20%增长	约20%增长	超过20%	20%-25%跌幅
零售折扣水平	7.5-8.0折	7.5-7.8折	7.5-8.0折	6.5-7.0折
零售库存周转	约4个月	约4个月	约4个月	约5.5月
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
零售销售增长	低单位数跌幅	中单位数增长	高单位数增长	约55%增长
零售折扣水平	6.5-7.0折	6.5-7.0折	6.5-7.0折	7.0-7.5折
零售库存周转	5-5.5个月	约5个月	5个月以下	约4.5个月
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
零售销售增长	30%-35%增长	中双位数增长	20%-25%增长	30%-35%增长
零售折扣水平	7.5-8.0折	7.5-8.0折	7.5-8.0折	7.5折
零售库存周转	约4个月	约4个月	约4个月	约4个月

资料来源：公司公告，华安证券研究所

361 度：Q1 主品牌高双位数增长，深入低线市场疫情影响有限。361 度 22Q1 主品牌维持高双位数增长，童装品牌增速稳定。361 度主力渠道所在的三线及以下城市疫情防控较为稳定，因此上半年疫情反复对公司线下销售影响有限。公司线上线下营销持续发力，下半年作为杭州亚运会官方合作伙伴，品牌曝光率和知名度将持续提升。

图表 162 361 各季度分品牌收入增速

361度各季度分品牌收入增速				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
主品牌	低单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	25%-30%跌幅
童装	高单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	25%-30%跌幅
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
主品牌	低双位数跌幅	高单位数跌幅	低单位数增长	高双位数增长
童装	低双位数跌幅	高单位数跌幅	中单位数增长	20%-30%低段增长
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
主品牌	15%-20%增长	低双位数增长	高双位数增长	高双位数增长
童装	30-35%增长	15%-20%增长	25%-30%增长	20%-25%增长

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

疫情反复，原材料价格波动，消费增长不及预期，行业竞争加剧等。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方 新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020 年新财富轻工纺服第 4 名团队。2021 年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

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