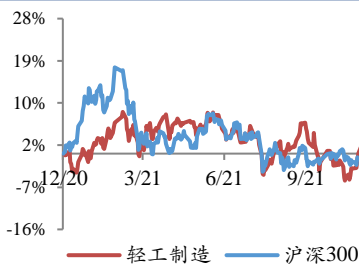


培育钻石：产能过剩了吗？

行业评级：增持

报告日期：2021-12-12

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

主要观点：

● 本周专题：总量视角下培育钻石当前产量与市场空间测算。

力量钻石发布2021年业绩预告，Q4归母净利润环比增长33%-57%。

12月9日力量钻石发布业绩预告，预计Q4归母净利润同比增速区间为138%-182%，环比增速区间为33-57%，Q4业绩增速延续高增长，公司业绩提升主因：（1）技术突破，培育钻石销量提升；（2）募投项目投产，产能提升；（3）金刚石市场供不应求价格提升。

总量视角下，测算2021年全球培育钻毛坯产量有望超1700万克拉。

渗透率16%。（1）供给量，10月印度培育钻石进口环比维持高景气，

同比增长96.5%，环比增长1.0%，我们猜测十月印度法定节假日（占10月天数20%）拖累环比增速略有减缓，按相同天数口径环比增速可以达约26.2%。

展望年末，年末感恩节、圣诞、新年等节日推动消费旺季，2019年培育钻11月、12月需求环比有望保持高景气，

培育钻进口额有望保持强劲增长态势。通过测算，预计2021年全年印度培育钻进口额为12.88亿美元，同比增长201.6%，

培育钻渗透率预计达到6.32%，同比提升2.08pcts；

（2）定价方式上，目前培育钻石批发价以天然钻石为锚，疫情期间天然钻石上游开采和加工量降低，2020年7月以来PolishedPrice指数价格持续上涨。

大钻、好钻趋势下，随着培育钻石的合成技术改进，以力量钻石为例，公司3克拉以上钻石占比持续提升，2018-2020年占比分别为0%、8.7%、

28.3%。同时，大钻占比提升引领培育钻毛坯钻价格/毛利率上涨，公司2020年培育钻销售均价同比增长19.39%；

长期看，技术进步+产能优化等慢变量影响下，或驱动批发价下降，而零售价受品牌商调控或相对稳定。

（3）全球产量测算，延续前文结论以及假设2021年印度钻石加工占全球比重仍为95%，我们测算得到2021年全球培育钻

毛坯产量预计达到1727万克拉，YoY+139.8%。假设2021年全球天然钻毛坯产量同比下滑2%，

全年培育钻渗透率有望超13%（产量口径）。

培育钻石真实市场空间受存量替代与增量需求两方面影响，或存在预期差。

市场对于培育钻石的市场空间普遍通过相对钻石总产量的渗透率（产量口径）进行测算，

与市场观点不同的是，我们认为培育钻石的市场空间应通过相对钻石消费人次的渗透率（人次口径）。

两者差别主要在于我们认为同等价位消费者会购买更大克拉钻石→因此带来人均培育钻消费克拉增长。

以产量口径计算渗透率，本质上忽略了消费者在购买培育钻时倾向于购买大克拉（大克拉趋势），

所带来钻石整体产量的增加，使得在测算培育钻石市场空间时存在偏差。

我们采取人次口径测算培育钻存量空间有望超9000万克拉。除此之外，

我们认为培育钻石可以从两种需求上带来增量市场：（1）婚恋增量，

回顾日本与美国钻石婚戒发展历程，人均GDP突破5000美元时期

相关报告

1. 电子烟：解读管理办法七大要点
2021-12-03

2. 华安证券_行业研究_行业周专题_轻工制造：电子烟：长坡厚雪，监管规范后行业迎高质量发展
2021-11-29

是钻石婚戒快速渗透期，中国在 2019 年人均 GDP 突破万元美金，但据政府工作报告提到仍有 6.1 亿人月收入不足 1000 元，目前中国 47% 的钻石婚戒渗透率相比于美国和日本的 55% 以上仍有成长空间。我们认为未来新增钻石婚恋珠宝需求来自于低线城市中产阶级加速崛起。麦肯锡预计 2002-2022 年间中国三四线城市中产占比由 17% 增长至 39%，未来共同富裕背景下低线城市中产阶级持续崛起伴随消费升级，叠加培育钻性价比优势，有望驱动低线市场钻石渗透率提升；（2）**悦己增量**，消费者代际更替，Z 世代新消费群体占比增加，其追求个性时尚的消费偏好引领钻石悦己需求，日常佩戴钻石饰品存在需求在 2018 年的 32% 的基础上还有提升空间。若培育钻零售价未来进一步降低，或激发潜在市场需求。

● 本周观点。

家居板块：12 月 8 日发改委提出鼓励实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12 月 10 日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，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。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

造纸板块：（1）**文化纸：**近期文化纸纸价稳中略涨。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；纸浆价格高位震荡，成本面支撑尚存。（2）**箱瓦纸：**箱瓦纸价格表现稳定，市场对传统消费旺季仍有预期，规模纸厂倾向挺价；但下游包装厂备货意愿一般，终端订单表现不及预期；此外，废纸价格局部上行，成本面支撑作用尚存。

纺织服装：（1）**纺织制造：**在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的品牌服饰，龙头公司 Q3 订单高景气延续。板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点。（2）**运动鞋服：**近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。（3）**羽绒服：**从线上数据看，今年 Q4 羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬有望提振羽绒服销售。（4）**户外运动：**海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼，行业景气度向上。

● 投资建议

建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头**欧派家居**，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新渠道的商业模式逐步捋顺。软体家居持续推荐**顾家家居**，建议关注敏

华控股。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

持续推荐木浆系造纸龙头**太阳纸业**，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局和国废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

重点推荐**万顺新材**，锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。培育钻石行业竞争加剧导致价格波动，行业渗透率提升不及预期。

正文目录

1 力量钻石发布业绩预告：Q4 业绩超预期.....	6
2 总量视角下，当前全球培育钻供给量几何？	6
2.1 供给量：全年印度进口同比有望超 200%，渗透率+2PCT	6
2.2 毛坯价格：大钻趋势下价格上涨，长期批发端价格有望下降	8
2.3 全球产量：测算全年培育钻毛坯产量有望超 1700 万克拉，渗透率 13%.....	12
3 存量+增量，培育钻真实市场空间几何？	12
3.1 存量替代：人次口径测算下，存量替代空间有望超 9000 万克拉	13
3.2 婚恋增量：低线市场消费升级有望驱动钻石渗透率提升	14
3.3 悦己增量：消费者代际更替催生钻石珠宝悦己需求	16
4 本周观点	17
4.1 家居板块	17
4.2 造纸板块	17
4.3 必选及其他轻工板块	18
4.4 纺织服装板块	18
5.本周轻工制造板块走势	18
6.本周纺织服装板块走势	20
7.本周重要公告	22
风险提示：	23

图表目录

图表 1 力量钻石财务数据分季度拆分	6
图表 2 测算 2021 年全年印度培育钻石进口及渗透率	7
图表 3 全球培育钻石产量及品类市占率快速提升	8
图表 4 2020 年疫情影响下印度毛坯钻石净进口量约占全球的 95%	8
图表 5 中国宝石级培育钻石毛坯产量达 300 万克拉	8
图表 6 全球各国培育钻石消费分布 (%)	8
图表 7 RAPAPORT 钻石报价表	9
图表 8 POLISHEDPRICE 全球钻石价格指数	9
图表 9 POLISHEDPRICE 全球钻石价格指数 (近三年)	9
图表 10 力量钻石培育钻石毛坯钻分品种/尺寸数据拆分	10
图表 11 力量钻石培育钻石分品种、分尺寸销售均价、毛利率拆分	11
图表 12 培育钻石价格/天然钻石价格持续下降	11
图表 13 克拉以上钻石产值占比达到 40%-45%	11
图表 14 2021 年全球培育钻石产量测算	12
图表 15 培育钻石市场空间测算逻辑导图	13
图表 16 存量市场培育钻替代空间对于渗透率及人均消费成品钻的敏感性分析	14
图表 17 低线城市钻石渗透率较低 (%)	15
图表 18 主要国家新婚夫妇钻戒购买比例	15
图表 19 中国、美国、日本人均 GDP 变化趋势对比 (万美元)	15
图表 20 中国内陆城市中产阶级占比提升	16
图表 21 三线城市中产阶级占比提升	16
图表 22 犒劳自己逐渐成为中、美两国钻石消费的主要原因	17
图表 23 培育钻石的日常佩戴需求占比达到 32%	17
图表 24 轻工制造指数周涨跌幅	19
图表 25 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10	19
图表 26 轻工制造指数年走势	19
图表 27 轻工重点公司估值	20
图表 28 纺织服装指数周涨跌幅	21
图表 29 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10	21
图表 30 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅	21
图表 31 纺服重点公司估值	22
图表 32 上市公司重要公告	22

1 力量钻石发布业绩预告：Q4 业绩超预期

力量钻石发布 2021 年业绩预告，Q4 归母净利润环比增长 33%-57%。2021 年 12 月 9 日力量钻石发布 2021 年业绩预告，公司预计 2021 全年归母净利润 2.32-2.45 亿元，同比增长 217.14%-234.95%，业绩增长超预期（参考 Wind 一致预期），EPS 区间为 4.72-4.98。预计 2021 年非经常性损益对归母净利润影响金额 850-950 万，扣非归母净利润预计实现 2.23-2.36 亿元。公司业绩提升得益于：1) 技术突破，培育钻石销量提升；2) 募投项目投产，产能显著提升；3) 金刚石单晶市场供不应求，销售价格提升。

拆分来看，Q4 归母净利润预计环增 33%-57%。分季度看，公司 2021 前三季度归母净利润 1.61 亿，Q4 预计 0.70-0.83 亿元，同比增长 137.89%-181.80%，环比增长 33%-57%。2021 年下半年度归母净利润 1.24-1.37 亿元，同比增长 15.04%-186.32%，环比上半年度增长 14.35%-26.39%。

图表 1 力量钻石财务数据分季度拆分

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
归母净利润(亿元)	0.10	0.16	0.18	0.30	0.41	0.67	0.53	0.70-0.83
QoQ	-	63%	15%	64%	38%	65%	-21%	33%-57%
YoY	-	-	-	-	324%	328%	194%	138%-182%
营业收入(亿元)	0.42	0.55	0.69	0.79	0.84	1.34	1.26	-
QoQ	-	32%	26%	13%	7%	59%	-6%	-
YoY	-	-	-	-	102%	143%	81%	-
利润总额(亿元)	0.11	0.18	0.21	0.34	0.46	0.80	0.60	-
QoQ	-	63%	16%	64%	35%	72%	-24%	-
YoY	-	-	-	-	317%	340%	188%	-
毛利率	27%	33%	30%	44%	55%	60%	48%	-

资料来源：力量钻石招股书，力量钻石业绩预告，华安证券研究所

2 总量视角下，当前全球培育钻供给量几何？

2.1 供给量：全年印度进口同比有望超 200%，渗透率+2pct

10 月印度培育钻石进口环比维持高景气，全年同比有望超过 200%。10 月印度培育钻石进口额 1.03 亿美元，同比增长 96.5%，环比增长 1.0%。2021 年前 10 月累计培育钻石进口额 9.13 亿美元，同比增长 203.3%。十月印度法定节日甘地诞辰、杜尔迦女神节和十胜节共有为期 6 天的休假，占全月总天数的 20%。我们认为印度十月节假日一定程度拖累环比增速减缓，按相同天数口径环比增速可以达到 26.2%，维持高景气。考虑去年同期基数较高，10 月份同比增长率实际保持高水平。

展望年末，由于年末感恩节、圣诞节、新年等消费旺季，参照 2019 年培育钻 11 月、12 月需求环比有望保持高景气，培育钻进口额有望保持强劲增长态势。同时参照 2019、2020 年培育钻进口额前十月占全年比重分别为 71.3%和 70.5%，我们取平均值 70.9%进行测算，预计 2021 年全年培育钻进口额为 12.88 亿美元，同比增长 201.6%，培育钻渗透率预计达到 6.32%，同比提升 2.08pcts。

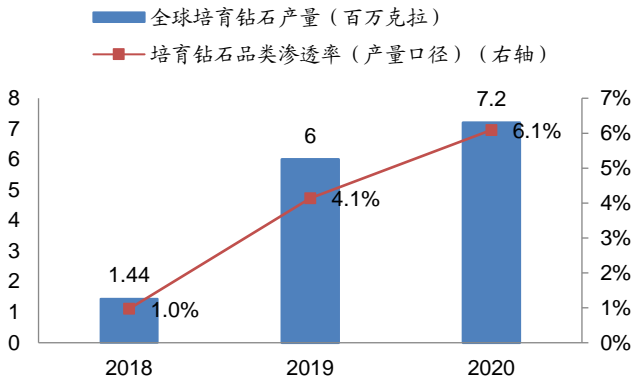
图表 2 测算 2021 年全年印度培育钻石进口及渗透率

印度培育钻石进口										
日期	培育钻进口额 亿美元	同比 %	环比 %	天然钻进口额 亿美元	同比 %	环比 %	天然钻石进口量 十万克拉	同比 %	环比 %	培育钻进口额渗透率 %
2021年	12.88	201.6%	-	190.95	98.1%	-	1977.12	71.1%	-	6.32%
2021年1-10月	9.13	203.3%	-	145.78	115.0%	-	1461.72	79.1%	-	5.89%
2021年10月	1.03	96.5%	1.0%	13.75	1.6%	-17.7%	150.1	-2.9%	-12.8%	6.97%
2021年9月	1.02	37.1%	39.7%	16.70	24.0%	38.4%	172.1	5.1%	51.8%	5.76%
2021年8月	0.73	32.5%	-33.6%	12.07	142.7%	-22.5%	113.3	81.2%	-17.9%	5.70%
2021年7月	1.10	509.1%	8.9%	15.57	574.2%	-8.4%	138.0	454.9%	-8.3%	6.60%
2021年6月	1.01	274.2%	6.3%	16.99	460.6%	35.6%	150.6	240.6%	22.5%	5.61%
2021年5月	0.95	624.2%	18.8%	12.53	600.0%	-26.2%	122.9	532.5%	-24.6%	7.05%
2021年4月	0.80	210.3%	1.3%	16.97	18.2%	21.3%	163.0	11.8%	23.7%	4.50%
2021年3月	0.79	215.6%	-6.0%	13.99	119.6%	-4.4%	131.8	69.9%	-19.4%	5.35%
2021年2月	0.84	228.7%	-2.3%	14.64	-0.3%	16.5%	163.4	-1.9%	4.3%	5.43%
2021年1月	0.86	103.2%	34.4%	12.57	64.7%	-28.2%	156.6	52.4%	-22.5%	6.40%
2020年	4.27	56.4%	-	96.38	-30.9%	-	1155.40	-17.4%	-	4.24%
2020年12月	0.64	41.0%	3.2%	17.50	9.1%	57.8%	202.1	21.3%	47.1%	3.53%
2020年11月	0.62	87.7%	19.2%	11.09	-9.9%	-18.0%	137.4	-9.4%	-11.1%	5.29%
2020年10月	0.52	133.0%	-29.7%	13.53	69.5%	0.4%	154.6	56.0%	-5.6%	3.70%
2020年9月	0.74	166.3%	34.5%	13.47	16.2%	170.5%	163.7	7.5%	161.9%	5.21%
2020年8月	0.55	100.6%	205.6%	4.98	-42.2%	115.6%	62.5	-45.7%	151.4%	9.95%
2020年7月	0.18	-31.8%	-33.3%	2.31	-78.9%	-23.8%	24.9	-78.8%	-43.7%	7.23%
2020年6月	0.27	39.7%	800.0%	3.03	-69.0%	69.3%	44.2	-59.5%	127.5%	8.18%
2020年5月	0.03	-72.1%	-	1.79	-83.9%	-	19.4	-74.9%	-	1.65%
2020年4月	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020年3月	0.05	-55.1%	-80.0%	6.37	-64.8%	-56.6%	77.3	-57.3%	-53.6%	0.78%
2020年2月	0.25	170.9%	-40.5%	14.68	6.3%	92.4%	166.6	-	62.1%	1.67%
2020年1月	0.42	193.7%	-7.4%	7.63	-11.0%	-38.0%	102.8	22.8%	-38.3%	5.22%
2019年	2.73	-	-	139.53	-	-	1398.82	-	-	1.92%
2019年12月	0.45	-	37.4%	12.31	-7.6%	0.0%	166.6	-13.6%	9.8%	3.56%
2019年11月	0.33	-	48.0%	12.31	-17.2%	54.2%	151.7	-	53.1%	2.61%
2019年10月	0.22	-	-19.7%	7.98	-22.2%	-31.2%	99.1	-	-34.9%	2.72%
2019年9月	0.28	-	1.4%	11.59	-22.5%	34.5%	152.2	-	32.2%	2.34%
2019年8月	0.27	-	3.9%	8.62	-25.1%	-21.3%	115.1	-	-1.9%	3.08%
2019年7月	0.26	-	36.6%	10.95	-28.0%	12.1%	117.4	-21.7%	7.6%	2.35%
2019年6月	0.19	-	79.4%	9.77	-25.8%	-12.4%	109.1	-25.0%	41.2%	1.94%
2019年5月	0.11	-	-58.6%	11.15	-20.3%	-22.4%	77.3	-22.9%	-47.0%	0.96%
2019年4月	0.26	-	133.4%	14.36	-14.8%	-20.7%	145.8	-10.1%	-19.4%	1.78%
2019年3月	0.11	-	20.7%	18.10	-	31.1%	180.8	-	-	0.61%
2019年2月	0.09	-	-35.5%	13.80	-	60.9%	-	-	-	0.66%
2019年1月	0.14	-	-	8.58	-	-	83.7	-	-	1.64%

资料来源：GJEPC，华安证券研究所；注：2021年4月培育钻 YOY 和天然钻 YOY 均为同比 2019 年 4 月；2020 年合计数不包含 2020 年 4 月；标黄全年数据为测算值，测算方法：2021 年 1-10 月数据/2020 年以及 2019 年 1-10 月数据占全年比重的平均值

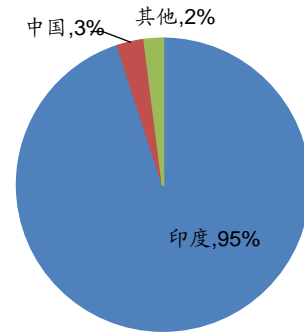
2020 年全球培育钻石产量 720 万克拉，印度钻石加工约占全球 95%。（1）从生产端看：2020 年全球培育钻石总产量达到 720 万克拉，较 2018 年提升 400%，培育钻石占钻石总产量的比重也由 1%提升至 6.1%。毛坯钻石生产，中国是培育钻石上游毛坯钻石的主要生产国，宝石级培育钻石毛坯产量达 300 万克拉，约占全球产能的 41.7%。其中，中国生产商普遍采用高温高压法（HTHP）生产的培育钻石，高温高压法生产培育钻石占全球比重 90%以上，且在价格方面具有明显竞争优势；**钻石加工**：印度是培育钻石的主要加工地，毛坯钻石进口量约占全球的 95%。印度、美国、新加坡、欧洲一般采用化学气相沉淀法（CVD），占比分别约为 38%、25%、25%、12%。（2）从消费端看：据华经产业研究院数据显示，美国和中国位列当前培育钻石消费市场的前两名，分别约占全球市场的 80%、10%。

图表 3 全球培育钻石产量及品类市占率快速提升



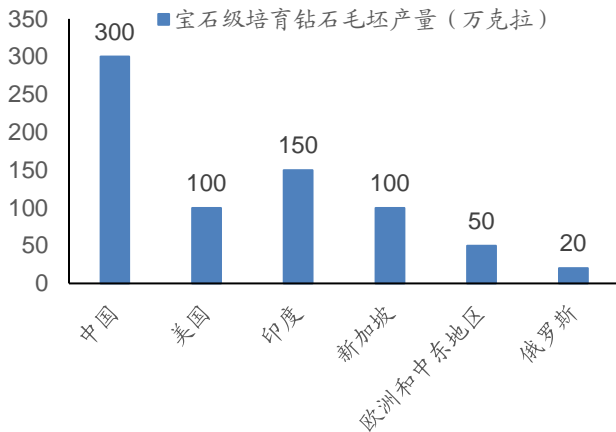
资料来源：贝恩咨询，智研咨询，华安证券研究所；注：培育钻石品类渗透率=（培育钻石产量/培育钻石产量+天然钻石产量）

图表 4 2020 年疫情影响下印度毛坯钻石净进口量约占全球的 95%



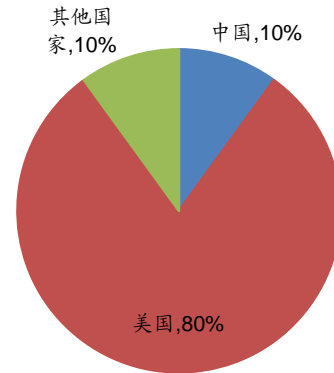
资料来源：贝恩咨询《The Global Diamond Industry 2020-21》，华安证券研究所

图表 5 中国宝石级培育钻石毛坯产量达 300 万克拉



资料来源：贝恩咨询《全球钻石报告》，华安证券研究所；注：数据为 2020 年

图表 6 全球各国培育钻石消费分布 (%)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

2.2 毛坯价格：大钻趋势下价格上涨，长期批发端价格有望下降

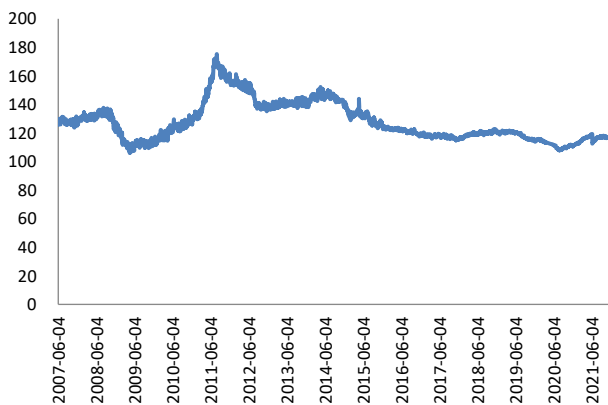
批发&零售价格体系：批发端价格以天然钻石为锚，零售端价格有望维持稳定。目前批发商对培育钻石的定价方式仍然以 Rapaport 的天然钻石价格表为基础进行定价。据 PolishedPrice 全球总指数，**长期看**，天然钻石价格指数自 2011 年 9 月以来，整体呈下降趋势。**短期看**，全球钻石价格指数在 2020 年 7 月前呈下降趋势。2020 年受疫情影响，天然钻石上游开采和加工量不断降低，导致天然钻石价格于 2020 年 7 月后持续走高。

图表 7 rapaport 钻石报价表

RAPAPORT DIAMOND REPORT																	
Tel: 877-987-3400				www.RAPAPORT.com				Info@RAPAPORT.com									
December 10, 2021 : Volume 44 No. 49: 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: Polished trading driven by last-minute US holiday orders and preparations for Chinese New Year. Retail emphasis on omni-channel, using digital to drive store traffic. Diamantaires satisfied with Dec. orders and overall 2021 results. Polished prices firm: 1 ct. RAPI +0.9% in Nov. Supply shortages in larger sizes. Sotheby's NY Magnificent Jewels achieves \$57M (84% by lot), with 6.11 ct., fancy intense blue, VS2 diamond ring selling for \$8M (\$1.3M/ct.). Christie's NY garners \$55M (91% by lot). Rough market robust during De Beers sight. Alrosa trims 2022 long-term client list. Angola hoping to grow into important diamond hub and seeking investment in mining and manufacturing.																	
RAPAPORT : (.01 - .03 CT.) : 12/10/21					ROUNDS				RAPAPORT : (.04 - .07 CT.) : 12/10/21								
IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3	IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3		
D-F	6.6	6.3	5.3	4.8	3.9	3.5	3.0	2.4	D-F	7.5	7.0	5.9	5.2	4.3	3.9	3.5	2.6
G-H	6.0	5.6	4.9	4.4	3.6	3.2	2.7	2.2	G-H	6.5	6.0	5.3	4.7	4.0	3.6	3.2	2.4
I-J	5.5	5.0	4.5	4.0	3.3	2.8	2.4	2.0	I-J	5.8	5.4	4.8	4.3	3.7	3.3	2.8	2.2
K-L	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8	1.4	K-L	4.1	3.8	3.4	3.0	2.7	2.3	1.9	1.4
M-N	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	M-N	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
RAPAPORT : (.08 - .14 CT.) : 12/10/21					ROUNDS				RAPAPORT : (.15 - .17 CT.) : 12/10/21								
IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3	IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3		
D-F	8.5	8.0	7.1	6.2	5.6	5.0	4.1	3.5	D-F	10.9	9.8	8.3	7.5	6.7	5.5	4.3	3.7
G-H	7.6	7.2	6.5	5.7	5.2	4.6	3.7	3.2	G-H	9.5	8.8	7.4	6.7	5.9	4.9	3.9	3.3
I-J	7.0	6.5	5.9	5.3	4.7	4.2	3.4	2.9	I-J	8.6	8.0	6.7	6.0	5.3	4.4	3.6	3.0
K-L	5.7	5.3	4.6	4.0	3.4	2.9	2.5	2.0	K-L	6.7	6.0	5.0	4.4	3.8	3.2	2.7	2.2
M-N	3.9	3.6	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7	1.3	M-N	4.6	4.0	3.5	3.1	2.7	2.2	1.8	1.5
RAPAPORT : (.18 - .22 CT.) : 12/10/21					ROUNDS				RAPAPORT : (.23 - .29 CT.) : 12/10/21								
IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3	IF-VVS	VS	S1	S2	S3	I1	I2	I3		
D-F	13.0	11.5	9.4	8.1	7.1	5.9	4.6	3.9	D-F	15.5	13.9	10.5	9.2	7.6	6.3	4.9	4.1
G-H	11.7	10.2	8.6	7.4	6.3	5.3	4.2	3.5	G-H	13.8	12.1	9.5	8.3	6.8	5.6	4.4	3.7
I-J	9.8	8.6	7.5	6.5	5.7	4.8	3.8	3.2	I-J	11.2	10.0	8.1	6.9	6.0	5.0	4.0	3.4
K-L	7.5	6.4	5.5	4.7	4.1	3.5	2.9	2.4	K-L	8.9	8.0	6.5	5.6	4.9	3.8	3.1	2.6
M-N	6.3	5.2	4.5	3.8	3.1	2.5	2.0	1.6	M-N	7.6	6.7	5.5	4.7	4.0	3.0	2.2	1.8

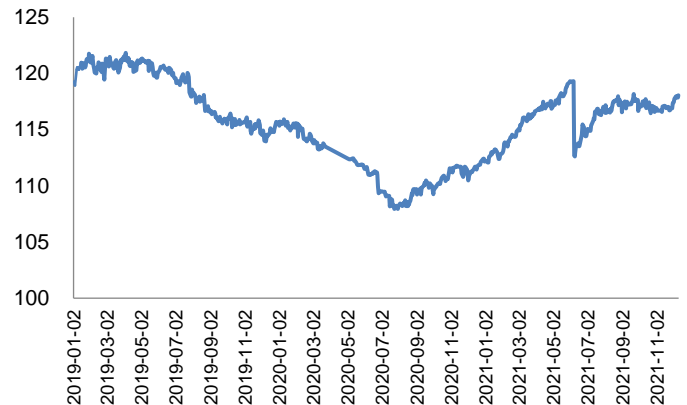
资料来源: rapaport, 华安证券研究所

图表 8 PolishedPrice 全球钻石价格指数



资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 数据为 2020 年

图表 9 PolishedPrice 全球钻石价格指数 (近三年)



资料来源: wind, 华安证券研究所

毛坯钻价格: 大钻趋势引领培育钻毛坯钻价格上涨。目前培育钻石市场需求快速崛起, 销量持续增多, 3 克拉、4 克拉、5 克拉及以上大颗粒培育钻石的产量、销量占比有显著提升。以力量钻石为例, 不同品级的培育钻石价格差异较大, 2020 年公司特等品培育钻石、一等品培育钻石、其他品级培育钻石销售价格分别为 792.7 元/克拉、533.8 元/克拉和 129.2 元/克拉。培育钻石销售价格持续上涨, 2020 年力量钻石培育钻石销售价格相比较 2019 年整体上升 19.39%, 主因随着研发投入和技术积累, 培育钻石的合成技术得到改进, 同时 3 克拉、4 克拉、5 克拉及以上大颗粒培育钻石产销量占比增加, 大颗粒培育钻石销售价格相对较高, 从而培育钻石销售价格上升。

培育钻石合成方式是将固态石墨气通过温度控制慢慢沉积到基座晶种上, 在技术可实现的情况下, 单柱合成时间越长、沉积作用越充分, 培育钻石粒度越大, 投入产出率越高。不同尺寸培育钻合成时间差距较大, 以力量钻石为例, 0.5 克拉以下、0.5-1 克拉、1-3 克拉、3 克拉以上的培育钻石合成时间分别为 1-3 天、3-5 天、5-10

天及 10-18 天。大钻趋势下，力量钻石 3 克拉以上钻石占比持续提升，2018-2020 年占比分别为 0%、8.7%、28.3%。

图表 10 力量钻石培育钻石毛坯钻分品种/尺寸数据拆分

销售额 (分品种)					销售量 (分品种)				
指标	单位	2018	2019	2020	指标	单位	2018	2019	2020
特等	万元	640.8	872.6	428.0	特等	万克拉	1.73	1.98	0.54
YoY %		-	36.2%	-50.9%	YoY %		-	14.4%	-72.7%
占比 %		49.2%	24.9%	11.5%	占比 %		32.0%	12.8%	3.9%
一等	万元	510.5	1837.3	2119.1	一等	万克拉	1.70	6.07	3.97
YoY %		-	259.9%	15.3%	YoY %		-	256.3%	-34.6%
占比 %		39.2%	52.3%	56.8%	占比 %		31.6%	39.5%	29.0%
其他	万元	151.4	801.2	1186.9	其他	万克拉	1.96	7.34	9.19
YoY %		-	429.3%	48.1%	YoY %		-	274.1%	25.3%
占比 %		11.6%	22.8%	31.8%	占比 %		36.4%	47.7%	67.1%
合计	万元	1,302.6	3,511.1	3,734.1	合计	万克拉	5.39	15.38	13.70
YoY %		-	169.5%	6.4%	YoY %		-	185.3%	-10.9%
占比 %		100.0%	100.0%	100.0%	占比 %		100.0%	100.0%	100.0%

销售均价 (分品种)					销售额 (分尺寸)				
指标	单位	2018	2019	2020	指标	单位	2018	2019	2020
特等	元/克拉	371.2	441.7	792.7	3克拉以上	万元	0.0	304.8	1058.2
YoY %		-	19.0%	79.5%	YoY %		-	-	247.2%
一等	元/克拉	299.7	302.8	533.8	占比 %		0.0%	8.7%	28.3%
YoY %		-	1.0%	76.3%	3克拉以下	万元	1,302.6	3,206.4	2,675.9
其他	元/克拉	77.2	109.2	129.2	YoY %		-	146.1%	-16.5%
YoY %		-	41.5%	18.3%	占比 %		100.0%	91.3%	71.7%
合计	元/克拉	241.7	228.3	272.6					
YoY %		-	-5.5%	19.4%					

资料来源：力量钻石招股书，华安证券研究所

不同品种、尺寸培育钻单价差异较大，大钻趋势下整体毛利率提升。从品种角度看，3 克拉以上钻石特等品/一等品/其他等品的销售均价分别为 2402/904/300 元/克拉，特等品和一等品的销售均价分别为其他等品的 8 倍和 3 倍。3 克拉以下钻石特等品/一等品/其他等品的销售均价分别为 519/349/76 元/克拉，特等品和一等品的销售均价分别为其他等品的 6.8 倍和 4.6 倍。从尺寸角度看，特等品/一等品/其他等品中 3 克拉以上与 3 克拉以下培育钻石的价格比分别为 4.6/2.6/3.9 倍。从毛利率角度看，大钻毛利率更高，据力量钻石公布，2020H2 所有品种 3 克拉以上培育钻石毛利率均高于 3 克拉以下钻石，其中除特等品、一等品外的其他等品 3 克拉以上培育钻石毛利率是 3 克拉以下培育钻石毛利率的 6.8 倍。从增幅角度看，据公布数据，2020H2 3 克拉以上培育钻石的销售金额增幅为 61%，远高于 3 克拉以下培育钻石 39% 的增长率。大钻毛利率高+大钻销额占比提升促使行业综合毛利率得到提高。

图表 11 力量钻石培育钻石分品种、分尺寸销售均价、毛利率拆分

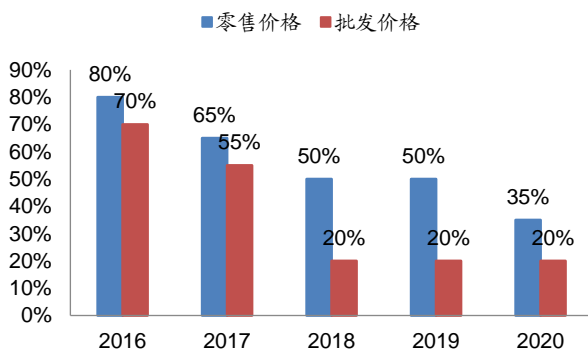
品种	尺寸	销售金额 (万元)		销量 (万克拉)		销售均价 (元/克拉)		毛利率 (%)	
		2020H1	2020H2	2020H1	2020H2	2020H1	2020H2	2020H1	2020H2
特等品	>3克拉	0%	4%	0%	1%	122	2402	95%	95%
	<3克拉	18%	5%	5%	3%	769	519	5%	81%
一等品	>3克拉	11%	37%	5%	12%	548	904	37%	87%
	<3克拉	37%	22%	20%	19%	397	349	22%	70%
其他等品	>3克拉	11%	19%	14%	19%	178	300	19%	61%
	<3克拉	22%	12%	56%	47%	87	76	12%	9%
合计	>3克拉	22%	61%	18%	32%	268	567	61%	79%
	<3克拉	78%	39%	82%	68%	207	169	39%	53%

资料来源：力量钻石招股书问询函，华安证券研究所

长期：技术进步+产能优化未来批发价格有望下降，零售价可能不会大幅降低。据贝恩咨询 2016 年以来，培育钻石与天然钻石的零售价格之比和批发价格之比持续下降。零售价格从 2016 年的 80% 下降至 2020 年的 35%，批发价格由 2016 年的 70% 下降至 2020 年的 20%。长期来看，随着技术进步、产能优化等慢变量的不断变化，培育钻石的生产成本进一步降低，批发价格或将进一步下降。培育钻石与天然钻石的零售价格百分比受终端品牌商设计、营销等影响，因此未来价格短期内可能不会有明显降低。

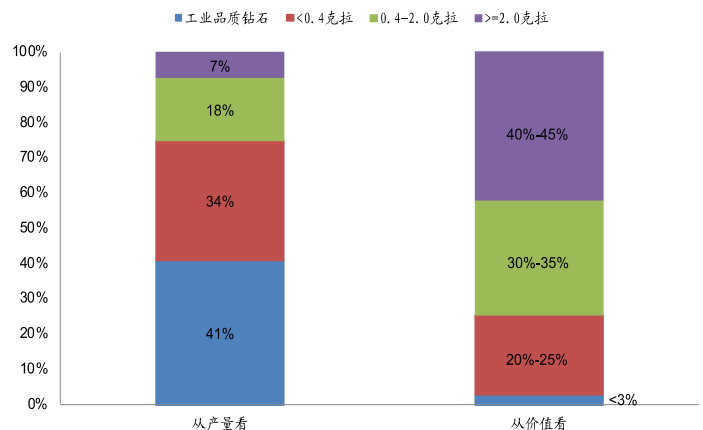
参考天然钻市场，大尺寸培育钻产量占比小但产值占比大。据天然钻市场中 2 克拉以上的大尺寸钻石产量占比仅为 7%，但产值占比却达到 40%-45%，0.4-2.0 克拉的钻石产量占比为 18%，而产值占比也达到 30%-35%。目前培育钻石市场呈现出大钻占比不断提高的趋势，且培育钻石均价低于天然钻石，或将促使消费者购买培育钻石的平均尺寸大于天然钻石。参考天然钻石市场 2 克拉以上钻石占比 40%-45%，未来培育钻石市场中 2 克拉以上大钻的产值占比或将超过 50%。

图表 12 培育钻石价格/天然钻石价格持续下降



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 13 2 克拉以上钻石产值占比达到 40%-45%



资料来源：贝恩咨询《The Global Diamond Industry 2020-21》，华安证券研究所；

2.3 全球产量：测算全年培育钻毛坯产量有望超 1700 万克拉，渗透率 13%

测算得 2020 年全球培育钻毛坯产量有望超 1700 万克拉，同比增长 140%，渗透率 13%。延续前文测算，2021 全年印度培育钻石进口额约为 82.02 亿元；在大尺寸及优品种培育钻趋势下，印度培育钻进口单价有望持续提升，假设 2021 年印度培育钻毛坯钻进口单价为 500 元/克拉，估算得到 2021 年印度培育钻进口量约 1640 万克拉。（1）从产量看，通过假设 2021 年印度钻石加工量占全球比重仍为 95%，全球培育钻毛坯产量预计达到 1727 万克拉，同比增长 139.8%。（2）从渗透率看，假设 2021 年全球天然钻毛坯产量同比下滑 2%，全年培育钻渗透率有望超 13%（产量口径）。

图表 14 2021 年全球培育钻石产量测算

指标	单位	2018	2019	2020	2021E
全球培育钻毛坯产量	万克拉	144	600	720	1727
YoY	%	-	316.7%	20.0%	139.8%
全球天然钻毛坯产量	万克拉	14700	13900	11100	10878
YoY	%	-3.3%	-5.4%	-20.1%	-2%
培育钻品类渗透率	%	1.0%	4.1%	6.1%	13.7%
印度培育钻进口量	万克拉	130	540	684	1640
印度钻石进口量全球占比	%	90%	90%	95%	95%
印度培育钻进口额	亿元	-	17.39	27.19	82.02
印度培育钻进口单价	元/克拉	-	322	398	500

注：（1）采用美元兑人名币汇率 6.3685 换算；（2）印度培育钻进口量=全球培育产量*印度钻石进口量全球占比；（3）印度培育钻进口额根据前文测算得到；（4）印度培育钻进口单价通过倒算得到，即印度培育钻进口额/印度培育钻进口量；（5）全球培育钻品类渗透率=全球培育钻毛坯产量/（全球培育钻毛坯产量+全球天然钻毛坯产量）

核心假设：
（1）假设大钻趋势下 2021 年印度培育钻进口单价约 500 元/克拉

资料来源：贝恩咨询《The Global Diamond Industry 2020-21》，华经产业研究院，GJEPC，华安证券研究所；注：黄色区域为假设值，灰色区域为公式计算值

3 存量+增量，培育钻真实市场空间几何？

培育钻石市场空间的测算是否存在预期差？

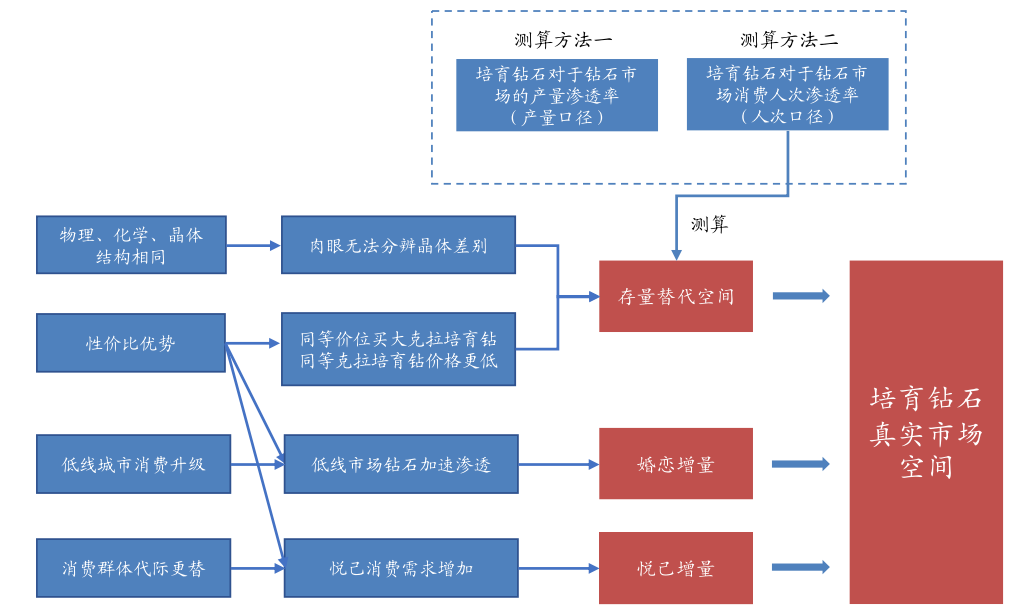
与市场的差异：市场对于培育钻石的市场空间普遍通过相对钻石总产量的渗透率（产量口径）进行测算，与市场观点不同的是，我们认为培育钻石的市场空间应通过相对钻石消费人次的渗透率（人次口径）计算而不是相对于钻石总产量的渗透率（产量口径）计算。

➤ **存量市场预期差：**同等价位购买更大克拉钻石→人均培育钻消费克拉增长。因为以产量口径计算渗透率，本质上忽略了消费者在购买培育钻时倾向于购买大克拉（大克拉趋势），所带来钻石整体产量的增加，使得在测算培育钻石市场空间时存在偏差。

从培育钻石的本质出发，培育钻的发展对于存在两大增长点（1）对天然钻存量市场的替代需求；（2）性价比优势及消费升级背景下衍生出的增量需求。展望未来，我们认为培育钻石能够在价格带以及宝石级大克拉领域对天然钻形成有效补充（不仅仅是对存量市场的替代），在未来在行业技术进步、规模效应的推动下，钻石市场

有望进一步增长。

图表 15 培育钻石市场空间测算逻辑导图



资料来源：华安证券研究所整理

3.1 存量替代：人次口径测算下，存量替代空间有望超 9000 万克拉

替代需求：同等价位购买更大克拉培育钻>同等克拉购买更便宜培育钻。

首先我们探讨培育钻对当前天然钻存量市场的**替代需求**，考虑到培育钻石较天然钻石存在物、化、晶体结构一致性（肉眼无法分辨）的前提下，培育钻由于具备性价比优势，能够对天然钻的产生一定的替代需求，具体体现为两种选择：（1）同等价位购买跟大克拉培育钻，以及（2）同等克拉购买更便宜的培育钻。由于钻石消费主要以婚恋需求为主（eg.婚戒，对戒等），其消费较为刚性。在消费者钻石购买预算不变的假设下，我们认为消费者对于培育钻石购买时的两种选择中我们倾向于在同等价位买更大克拉的培育钻石。

存量空间测算：30%人次渗透率&人均消费 0.4 克拉天然钻情景下，培育钻存量市场空间有望接近 1 亿克拉。延续上文结论，考虑到通过产量渗透率测算空间存在偏差，因此我们采用消费人次的渗透率测算。据华经产业研究院数据，2020 年全球毛坯钻产量为 1.11 万克拉，在人均成品钻消费量 0.3-0.5 克拉/人次的区间，成品钻 2020 年钻石购买人次区间为 0.888-1.48 亿人次。同时，在 20%-40%培育钻消费人次渗透率区间，培育钻消费人次区间为 1776-5920 人次。**进而**，假设未来培育钻价格仍为天然钻价格的 1/3，在消费者钻石购买预算不变的假设下，未来培育钻消费量为天然钻的 3 倍，进而得到培育钻消费量范围为 6660-13320 万克拉。**其中**，在 30%人次渗透率及人均消费 0.4 克拉情境下，培育钻存量市场空间有望超 9000 万克拉。

➤ **存量市场超预期因素：**培育钻石价格进一步下降→消费者消费更大尺寸培育钻

图表 16 存量市场培育钻替代空间对于渗透率及人均消费成品钻的敏感性分析

培育钻消费人次空间测算 (万人)														
购买成品钻人次 万人	人均消费培育钻 克拉	人均消费毛坯钻 克拉	人均消费成品钻 克拉	培育钻消费人次渗透率 (人次口径)										
				20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%
14800	2.25	0.75	0.30	2960	3256	3552	3848	4144	4440	4736	5032	5328	5624	5920
13875	2.4	0.8	0.32	2775	3053	3330	3608	3885	4163	4440	4718	4995	5273	5550
13059	2.55	0.85	0.34	2612	2873	3134	3395	3656	3918	4179	4440	4701	4962	5224
12333	2.7	0.9	0.36	2467	2713	2960	3207	3453	3700	3947	4193	4440	4687	4933
11684	2.85	0.95	0.38	2337	2571	2804	3038	3272	3505	3739	3973	4206	4440	4674
11100	3	1	0.40	2220	2442	2664	2886	3108	3330	3552	3774	3996	4218	4440
10571	3.15	1.05	0.42	2114	2326	2537	2749	2960	3171	3383	3594	3806	4017	4229
10091	3.3	1.1	0.44	2018	2220	2422	2624	2825	3027	3229	3431	3633	3835	4036
9652	3.45	1.15	0.46	1930	2123	2317	2510	2703	2896	3089	3282	3475	3668	3861
9250	3.6	1.2	0.48	1850	2035	2220	2405	2590	2775	2960	3145	3330	3515	3700
8880	3.75	1.25	0.50	1776	1954	2131	2309	2486	2664	2842	3019	3197	3374	3552
存量市场中培育钻的替代空间测算 (万克拉)				6660	7326	7992	8658	9324	9990	10656	11322	11988	12654	13320

核心假设:

- (1) 考虑存量市场超预期因素, 假设存量市场中人均钻石消费预算不变, 消费者在培育钻对天然钻替代的购买决策中, 较同克拉更便宜的培育钻更倾向于同等价位购买更大克拉钻石;
- (2) 假设人均购买培育钻大小较当前人均消费成品钻大小的倍数=天然钻价格/培育钻价格;
- (3) 假设培育钻未来价格为天然钻的1/3;
- (4) 假设未来钻石消费人次与2020年末保持不变 (仅考虑存量市场)
- (5) 假设成品钻: 毛坯钻=1: 2.5

资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所测算; 注: 购买成品钻人次根据测算得到, 购买成品钻人次=全球天然钻石毛坯产量/人均消费毛坯钻, 2020 年全球天然钻石毛坯产量根据华经产业研究院数据为 1.11 亿克拉

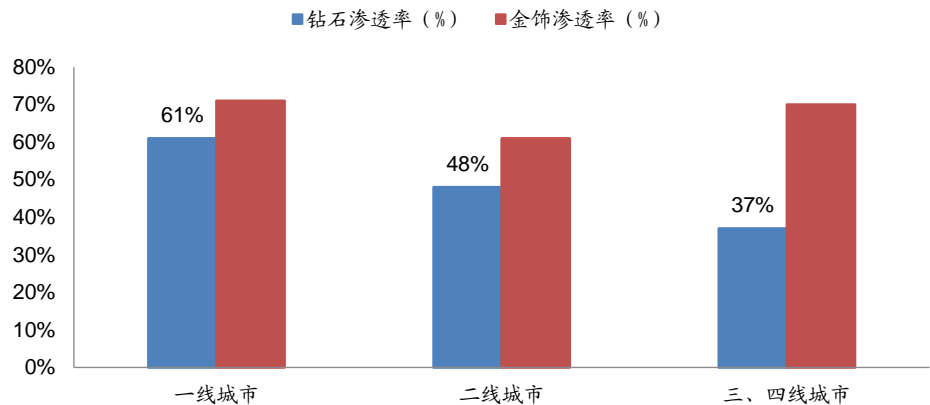
3.2 婚恋增量: 低线市场消费升级有望驱动钻石渗透率提升

中国婚恋钻石珠宝是否仍有新增需求?

中国的钻石婚戒渗透率相比美、日存在上升空间。戴比尔斯发布的《2018 钻石行业洞察报告》显示, 中国婚庆饰品的钻饰渗透率不断上升, 从 2005 年的 31% 上升至 2017 年的 47% 并将继续保持上升趋势。同期美国和日本均稳定在 55% 以上, 预期中国的结婚钻饰渗透率仍存在较大增长空间和上升动力。2010 年至 2013 年中国钻石渗透率快速提升, 从 32.11% 增长至 43.32%, 平均每年增长 3.08pcts。2010 年至 2013 年人均 GDP 从 4550 美元增长至 7051 美元。回顾日本与美国的钻石婚戒发展历程, 日本钻石渗透率快速提升期出现在 1975 年前后, 期间渗透率由 1970 年的 15.83% 增长至 1975 年的 44.77%, 并且持续高增, 在 1980 年达到 61.96%。期间日本人均 GDP 也持续高增, 1970/1975/1980 分别为 2056/4674/9463 美元。而美国的情况略有不同, 在更早的时期就实现了钻石的高速渗透, 1970 年人均 GDP 突破 5000 美元时渗透率达到了 51.72%。我们认为美国在求婚等文化方面较亚洲国家具备一定差异性, 因此相比美国, 日本较中国更具可比性。参考日本, 国家人均 GDP 突破 5000 美元左右的时期是钻石婚戒快速渗透期, 之后随着人均 GDP 的持续提升, 钻石婚戒的渗透率继续提升, 且在 1990 年 (人均 GDP 2.54 万美元) 达到顶峰, 尽管中国在 2019 年人均 GDP 超过万元美金, 但 95% 的中国居民收入不足 6 万人民币, 达不到万元美金的标准。政府工作报告中也提到 6.1 亿人月收入不足 1000 元, 中国钻石婚戒渗透率仍存在较大提升空间。

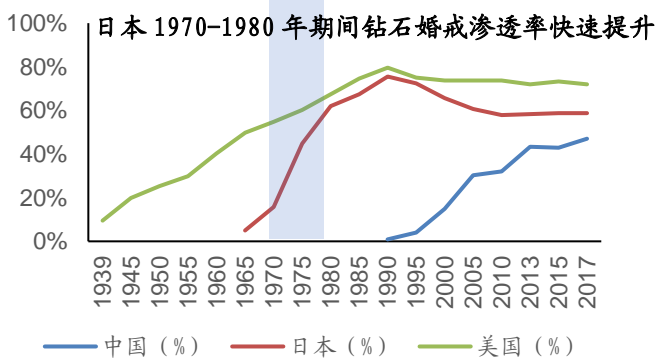
➤ **增量市场超预期因素:** 培育钻石价格进一步下降+低线市场消费加速升级→激发低线培育钻石市场潜在需求

图表 17 低线城市钻石渗透率较低 (%)

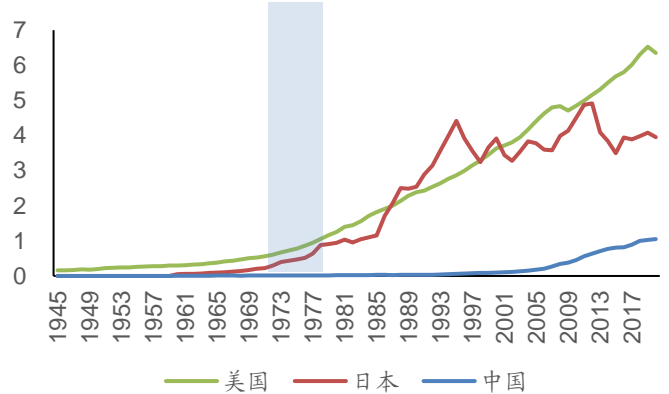


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表18 主要国家新婚夫妇钻戒购买比例



图表19 中国、美国、日本人均GDP变化趋势对比 (万美元)



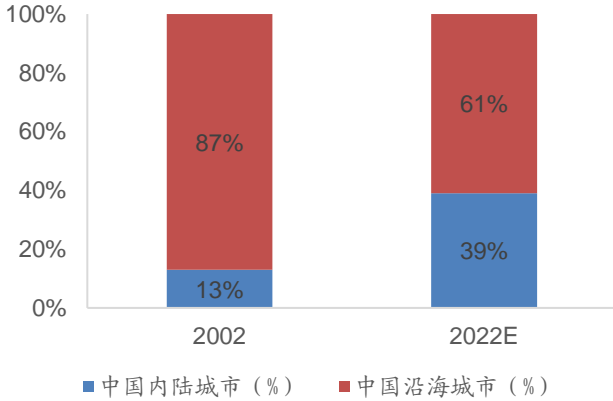
资料来源：Debeers《2018 钻石行业洞察报告》，华安证券研究所
资料来源：世界银行，华安证券研究所

中国未来的新增婚恋钻石珠宝需求来自哪里？

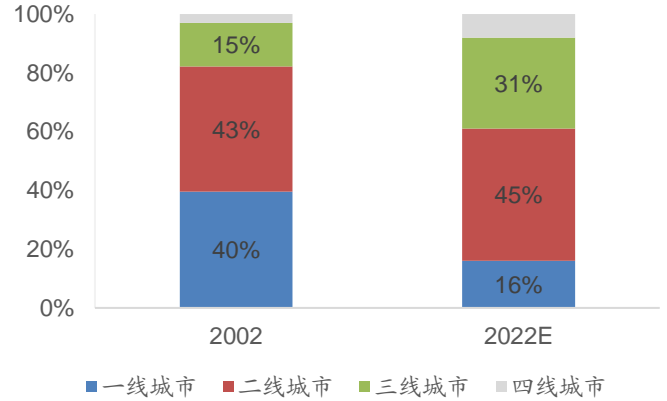
低线城市中产阶级加速崛起，有望驱动低线市场钻石渗透提升。我们认为在共同富裕的大背景下，内陆城市中产阶级的持续崛起以及品牌在低线渠道的持续扩张有望拉动低线城市钻石渗透率提升，同时对冲整体结婚人数下降的不利影响。**(1)分地区钻石渗透率：**低线城市钻石渗透率提升空间较大。目前三、四线城市 48%、37% 的钻石渗透率相比一线城市的 61% 差距较大，其主要原因为目前钻石市场高线城市设立专柜较多（供给端），且高线城市居民消费水平较高（需求端）。未来随着头部品牌在低线市场渠道持续扩张，低线城市钻石渗透率具备提升空间；**(2)分地区人群划分：**内陆小城市中产阶级（家庭年收入介于 6-22.9 万元之间）正在崛起迅速，据麦肯锡报告显示，在规模没有萎缩的前提下，中产阶级中一线城市占比从 2002 年的 40% 下降至 2022 年的 16%，其主要得益于三线城市中产阶级的迅速崛起，三线城市在中产阶级中占比从 2002 年的 15% 增长至 2022 年的 31%，而内陆城市占比也从 2002 年的 13% 增长至 2022 年的 39%。三线城市中产阶级的崛起有望驱动我国整体钻石

渗透率的提升。

图表 20 中国内陆城市中产阶级占比提升



图表 21 三线城市中产阶级占比提升



资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: 中产阶级定义为家庭年收入介于 6-22.9 万元之间

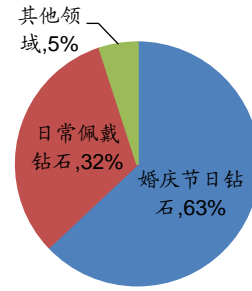
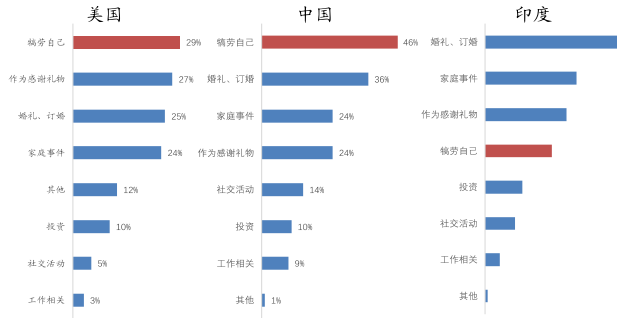
资料来源: McKinsey&Company 《“会面”2020 中国消费者》, 华安证券研究所; 注: (1) 一线城市样本来自北京、上海、广州、深圳; 二线城市样本来自武汉、重庆、佛山、成都; 三线城市样本来自乐山、紫阳、永州、榆林; 四线城市样本来自昭通、眉山、柳安、临汾、公主岭; (2) 中产阶级定义为家庭年收入介于 6-22.9 万元之间

3.3 悦己增量: 消费者代际更替催生钻石珠宝悦己需求

悦己消费催生钻石新增需求。钻石被赋予时尚以及象征爱情永恒等意义, 分别对应消费者的悦己需求、婚恋需求。除了婚恋需求外, 近年来随着千禧一代、Z 世代等新消费群体的崛起, 其个性化、注重颜值、时尚性等消费特征逐渐使得钻石行业非婚恋场景的悦己型需求持续增长。有望在婚恋需求之后持续驱动行业高景气。据贝恩咨询调研数据显示, 中、美两国钻石消费者中“犒赏自己”已成为钻石消费第一大原因, 占比分别达到 29%、46%; 从消费群体看, 钻石消费群体大体可分为以婚庆需求为典型的传统人群以及以悦己为代表的消费群体。近年来随着 90 后新消费人群的崛起, 由此带动钻石悦己型消费需求的提升。

➤ **增量市场超预期因素: 技术进步+规模效应下培育钻石价格进一步下降→激发小克拉培育钻石市场潜在需求。**考虑到用于时尚首饰的钻石尺寸通常为小于 1 克拉的小克拉钻石。一方面其消费频次高于钻戒、对戒等婚恋钻石珠宝, 另一方面由于缺少承诺、象征爱情等内在价值, 消费者对于价格敏感程度更高, 因此我们认为价格下降所激发需求的弹性或更大。

图表 22 犒劳自己逐渐成为中、美两国钻石消费的主要原因 图表 23 培育钻石的日常佩戴需求占比达到 32%



资料来源：贝恩咨询，智研咨询，华安证券研究所

资料来源：培育钻石网，华安证券研究所；

注：数据为 2014-2018 年中国宝石级培育市场需求表现

4 本周观点

4.1 家居板块

家居板块：

12 月 8 日发改委提出鼓励实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12 月 10 日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，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健康发展。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

投资建议：建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头【欧派家居】，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新渠道的商业模式逐步捋顺。软体家居持续推荐【顾家家居】，建议关注【敏华控股】。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

4.2 造纸板块

造纸板块：

(1)文化纸：近期文化纸纸价稳中略涨。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；纸浆价格高位震荡，成本面支撑尚存。(2)箱瓦纸：箱瓦纸价格表现稳定，市场对传统消费旺季仍有预期，规模纸厂倾向挺价；但下游包装厂备货意愿一般，终端订单表现不及预期；此外，废纸价格局部上行，成本面支撑作用尚存。

投资建议：持续推荐木浆系造纸龙头【**太阳纸业**】，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局 and 固废渠道建设的箱板纸龙头【**山鹰国际**】。

4.3 必选及其他轻工板块

10月文化办公用品零售额为323.9亿元，与2020年同期相比增长11.5%；与2019年同期相比增长20.5%。双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头p晨光文具。

重点推荐【**万顺新材**】，锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

4.4 纺织服装板块

投资建议：

纺织制造板块：在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的品牌服饰，龙头公司Q3订单高景气延续。受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，龙头代工厂由于疫情控制良好，生产经营首受影响较少，其产能具备稀缺性及比较优势。考虑到板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点，建议关注运动鞋产业制造龙头【**华利集团**】。

功能性鞋服赛道：（1）运动鞋服：近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。建议关注确定性较强的运动鞋服赛道，建议关注【**安踏**】、【**李宁**】、【**特步**】；**（2）羽绒服：**从线上数据看，今年Q4羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬有望提振羽绒服销售，波司登推出新款风衣羽绒服奠定羽绒服龙头领先地位。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【**波司登**】。

户外运动：海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩2020年以来表现亮眼。建议关注【**哈尔斯**】、【**牧高笛**】、【**浙江自然**】、【**华生科技**】等相关细分户外休闲体育运动场景产品供应商。

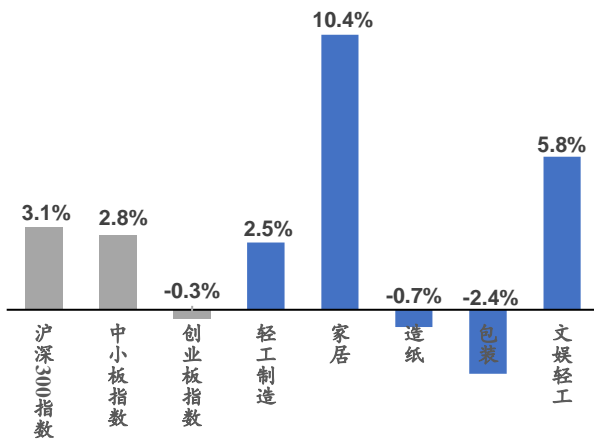
5.本周轻工制造板块走势

本周沪深300指数上涨3.14%，中小板指数上涨2.82%，创业板指数下跌0.34%，轻工制造板块上涨2.55%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为10.45%、-0.65%、-2.43%、5.81%。

个股来看，本周涨幅前三分别为志邦家居、喜临门、瑞尔特，涨幅分别为

29.40%/26.10%/21.20%; 本周跌幅前三的个股分别为洁雅股份、喜悦智行、新宏泽, 跌幅分别为-23.86%/-18.62%/-13.29%。

图表 24 轻工制造指数周涨跌幅



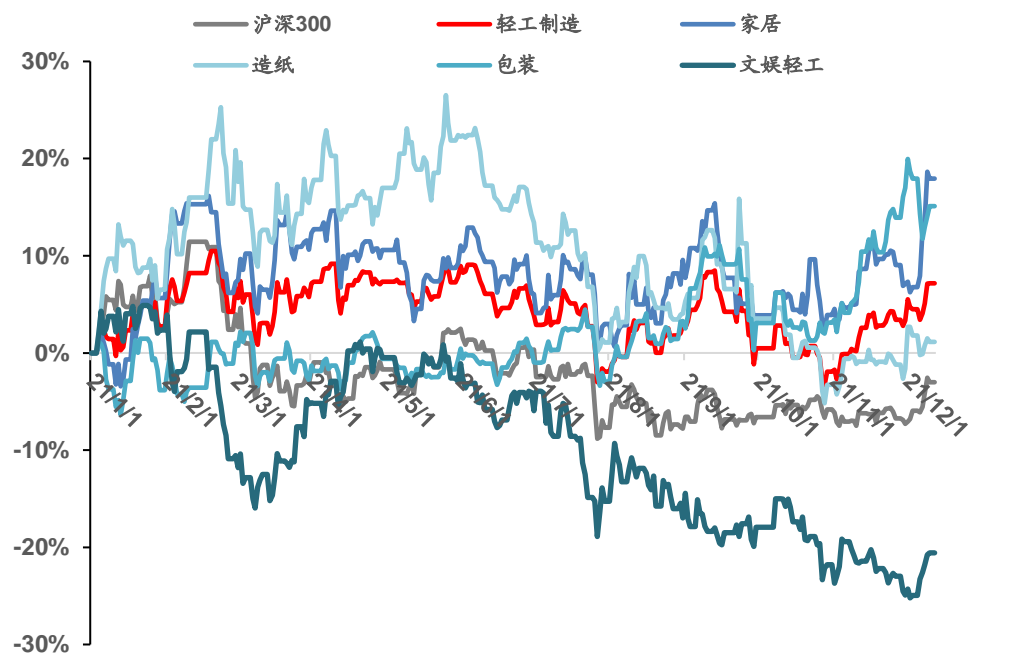
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
志邦家居	29.40	洁雅股份	-23.86
喜临门	26.10	喜悦智行	-18.62
瑞尔特	21.20	新宏泽	-13.29
顶固集创	19.59	C家联	-12.04
江山欧派	18.46	集友股份	-11.95
欧派家居	16.87	曼卡龙	-11.23
索菲亚	15.54	东风股份	-11.11
惠达卫浴	15.47	吉宏股份	-10.96
狮头股份	12.81	萃华珠宝	-10.54
晨光文具	12.33	乐歌股份	-10.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 26 轻工制造指数年走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 轻工重点公司估值

【华安轻工】轻工重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
家居	欧派家居	853	16.9%	4.9%	3.5	4.5	5.5	6.5	43.6	31.0	25.6	21.4	20.4	6.9
	索菲亚	180	15.9%	-2.3%	1.3	1.5	2.0	2.4	23.2	122.4	9.8	8.4	6.6	3.0
	尚品宅配	90	6.4%	-3.2%	0.5	1.8	2.2	2.7	88.6	25.5	20.2	16.8	17.7	2.5
	金牌厨柜	56	11.5%	2.3%	3.1	2.2	2.8	3.5	23.3	16.9	12.3	9.2	13.7	2.6
	志邦家居	85	29.4%	1.7%	1.8	1.6	2.0	2.4	15.3	14.6	11.8	10.0	7.1	3.8
	顾家家居	467	9.3%	3.9%	1.4	2.7	3.3	4.1	59.2	30.9	25.0	20.1	11.0	6.7
	喜临门	133	26.1%	79.5%	0.8	1.3	1.7	2.2	42.9	25.7	20.1	15.9	7.9	4.4
	梦百合	88	5.6%	-26.4%	1.1	0.4	1.2	1.7	16.3	46.2	15.0	10.6	7.0	2.6
	江山欧派	66	18.5%	-9.1%	4.1	4.8	5.9	7.4	15.5	13.2	10.6	8.5	17.6	3.6
	公牛集团	1,015	9.0%	-6.9%	3.9	4.9	5.7	6.6	43.4	34.5	29.4	25.4	15.6	10.8
	造纸	中顺洁柔	224	1.8%	-7.7%	0.7	0.6	0.9	1.1	24.5	26.8	22.4	18.3	3.7
太阳纸业		310	-0.8%	-9.3%	0.8	1.3	1.6	1.8	15.4	9.2	8.3	7.5	6.7	1.7
文教	晨光文具	582	12.3%	-8.7%	1.4	1.6	2.2	2.8	68.0	42.2	33.1	25.8	5.6	11.2
电子	思摩尔国际	2,717	-6.8%	-3.7%	0.4	0.8	1.1	1.5	120.3	56.7	41.2	30.9	3.6	15.9

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

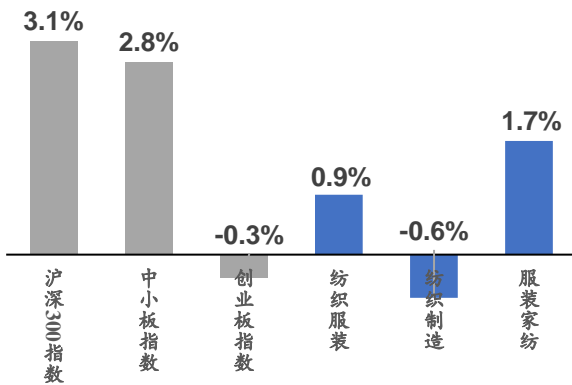
注：其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

6. 本周纺织服装板块走势

本周沪深 300 指数上涨 3.14%，中小板指数上涨 2.82%，创业板指数下跌 0.34%，纺织服装板块上涨 0.88%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为-0.64%、+1.67%。

个股来看，本周涨幅前三分别为*ST 拉夏、*ST 环球、众望布艺，涨幅分别为 15.90%/11.99%/10.88%；本周跌幅前三的个股分别为维珍妮、慕尚集团控股、中银绒业，跌幅分别为-7.43%/-6.21%/-5.50%。

图表 28 纺织服装指数周涨跌幅



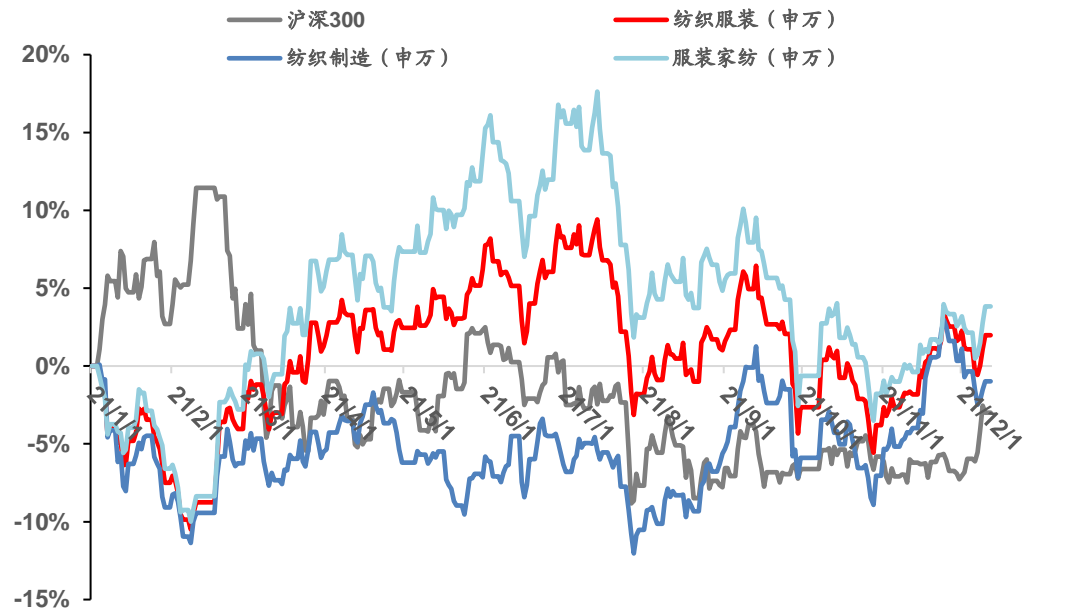
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
*ST拉夏	15.90	维珍妮	-7.43
*ST环球	11.99	慕尚集团控股	-6.21
众望布艺	10.88	中银绒业	-5.50
超盈国际控股	10.29	棒杰股份	-5.50
比音勒芬	8.38	开润股份	-5.47
奥康国际	8.08	如意集团	-5.27
李宁	7.20	红豆股份	-4.39
汇洁股份	7.07	华茂股份	-4.38
伟星股份	6.27	江南布衣	-4.02
富安娜	6.26	互太纺织	-4.02

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 纺服重点公司估值

【华安轻工】纺服重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
运动鞋服	安踏体育	3,487	1.4%	5.7%	2.3	3.5	4.5	5.6	56.6	36.6	28.6	22.9	11.9	10.8
	李宁	2,453	7.2%	76.5%	0.8	1.4	1.7	2.2	114.0	67.5	54.0	43.4	5.0	18.8
	特步国际	277	3.5%	177.4%	0.2	0.3	0.4	0.5	42.5	32.4	25.5	20.1	3.5	3.0
纺织制造	中洲国际	2,378	2.6%	5.3%	4.0	###	4.5	5.3	39.2	43.9	35.2	29.8	22.4	7.1
	华利集团	1,073	6.2%	-7.0%	1.8	2.3	2.9	3.6	51.4	39.5	31.3	25.6	9.1	10.1
	健盛集团	47	0.3%	49.0%	-1.3	0.6	0.8	1.0	-9.1	20.0	15.0	11.8	5.8	2.1
	伟星股份	99	6.3%	97.1%	0.5	0.6	0.7	0.8	24.5	21.5	18.3	15.5	3.2	4.0
大众休闲	森马服饰	205	5.8%	-19.8%	0.3	0.6	0.7	0.8	25.4	13.2	11.1	9.5	4.3	1.8
	海澜之家	282	3.8%	5.4%	0.4	0.7	0.8	0.9	15.9	9.7	8.3	7.3	3.2	2.1
	太平鸟	159	2.4%	12.8%	1.5	2.2	2.7	3.2	22.1	15.3	12.5	10.3	8.2	4.0
高端服饰	地素时尚	90	3.1%	1.8%	1.3	1.5	1.8	2.1	14.3	12.4	10.6	9.1	7.9	2.4
	欣贺股份	46	-1.1%	15.6%	0.5	0.8	1.0	1.3	20.0	13.1	10.4	8.4	6.8	1.6
	歌力思	56	0.9%	17.4%	1.3	1.0	1.2	1.4	11.3	15.7	13.1	11.1	6.2	2.5
	比音勒芬	137	8.4%	54.7%	0.9	1.1	1.4	1.7	27.3	22.4	17.7	14.3	5.0	5.0
男装	九牧王	75	1.9%	19.5%	0.6	0.5	0.6	0.7	20.4	26.4	20.9	17.5	7.0	1.9
	七匹狼	44	-2.0%	13.4%	0.3	0.4	-	-	21.0	16.6	-	-	7.8	0.8
家纺	水星家纺	42	1.0%	22.5%	1.0	1.4	1.6	1.8	15.3	11.6	9.9	8.7	9.1	1.8
	罗莱生活	114	2.0%	18.7%	0.7	0.9	1.0	1.2	19.2	15.8	13.5	11.7	4.9	2.8
	富安娜	77	6.3%	29.0%	0.6	0.7	0.9	1.0	15.0	12.7	10.6	9.2	4.0	2.3

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

注: 盈利预测为 Wind 一致预期; 其中港股公司 EPS 单位为港元

7. 本周重要公告

图表 32 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2021-12-06	乐歌股份	关于“乐歌智慧大健康西部产业园项目”进展情况的公告: 公司已与广西兴地建设工程有限公司签订《建设工程施工合同》, 合同内容为线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目建设。计划开工日期为 2021 年 12 月 15 日, 计划竣工日期为 2022 年 12 月 10 日, 总工期 360 天。
2021-12-07	顾家家居	关于投资建设新增 100 万套软体家居及配套产业项目的进展公告: 子公司顾家梅林于 2021 年 12 月 7 日使用人民币 7,994 万元取得 105,177 平方米土地使用权, 用于投资建设新增 100 万套软体家居及配套产业项目。
2021-12-09	喜临门	2021 年股票期权激励计划(草案)公告: 拟授予 167 名员工股票期权 400 万份, 约占公司总股本的 1.03%。本次激励计划 22-24 年的收入考核目标分别为 93.35/116.96/146.21 亿, 利润考核目标分别为 7.14/9.25/12.07 亿, 每期考核需满足收入/利润两个条件中的一个。行权价格为每股 31.16 元。
2021-12-12	盛泰集团	2021 年前三季度权益分派实施公告: 本次利润分配以方案实施前的公司总股本 555,560,000 股为基数, 每股派发现金红利 0.108 元(含税), 共计派发现金红利

60,000,480 元。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。培育钻石行业竞争加剧导致价格波动，行业渗透率提升不及预期。

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15%；
- 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。