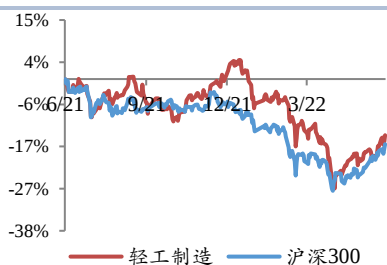


## 防晒服龙头蕉下招股书拆解，具备 DTC 品牌的典型优势

行业评级：增持

报告日期：2022-06-26

### 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

- 1.5月印度培育钻进口环比提升，出口渗透率创新高 2022-06-20
- 2.轻纺中期策略：关注制造的弹性和消费的韧性 2022-06-17
- 3.一次性小烟 NJOY Daily 首次获 PMTA；看好黄金珠宝终端修复 2022-06-13

### 主要观点：

#### ● 周专题：防晒服龙头蕉下招股书拆解，具备 DTC 品牌的典型优势

蕉下创立于 2013 年，是主打轻型防晒产品的城市户外品牌。公司从拳头产品“防晒双层小黑伞”扩展到更多防晒、非防晒品类。公司防晒伞产品价格带 70-600 元定价高于天堂伞的 30-300 元，产品定位差异化，带来价值感的消费体验，其 UFP50+防晒技术及凉感 Airloop 面料广泛运用于不同品类的产品。2021 年公司线上店铺、电商平台的线上收入合计占比提升至 80.9%。公司通过丰富产品组合、加大营销推广、扩展销售及分销网络，驱动营收呈现加速增长。2019-21 年营收和经调整净利润 CAGR 分别 150.1%、162.6%。同时产品结构优化，品牌力、供应链管理能力提升使得毛利率中枢上移。公司创始团队为连续创业者，合作稳定且经验及资源丰富。

**行业情况：**据灼识咨询数据，2021 年中国鞋服市场规模约 3.0 万亿元，CAGR 5 约 5.5%，其中线上鞋服市场 CAGR 5 达 14.3%（蕉下线上市营收占比超过 80%），抖、快、红等内容电商平台规模约 1667 亿元。格局上，中国鞋服市场 CR20 仅 15.1%，新兴品牌具备较大发展空间。近年来防晒服线上市场呈现快速增长，据灼识咨询数据，中国防晒服饰 2021 年市场规模约 611 亿元，CAGR 5 约 5.9%，在服装品类中的市占率达 2.03%，其中防晒服饰线上市场规模约 23.2 亿元，CAGR 5 达 13.3%。未来在防晒抗衰意识提升、使用场景趋于多样化、电商平台等基础设施完善、功能性和时尚感改进的驱动下，行业 2021-26 年预计以 9.4% 的 CAGR 增长，2026 年市场规模达到 958 亿元（灼识咨询预测）。格局上，防晒服饰市场 CR5 为 14.6%。由于电商基础设施完备+人口基数带来广阔市场空间，DTC 品牌能够快速切入防晒细分市场。蕉下是中国第一大防晒服饰品牌，2021 年公司总零售及线上零售额市占率分别为 5.0%、12.9%。

**竞争优势：**公司是在移动互联网时代快速成长起来的 DTC 品牌，具备 DTC 品牌几个典型的特征及优势：以消费者为导向的产品开发流程、以 DTC 为主的全渠道销售模式、以及多平台内容营销能力。共同为公司带来了较好的产品消费体验、广泛的消费者触达、高流量转化率（2021 年天猫平台付费客户数量增长 150%）、强用户粘性（2021 年复购率 46.5%）、和优秀的品牌塑造能力。公司成长初期通过注重营销出圈，但预计公司在上市募资后将持续完善线下渠道建设，加强供应链管理，提升产品质量的稳定性，以提升自身长期可持续增长能力。

#### ● 本周观点

##### 【珠宝钻石】

**培育钻：**5 月印度培育钻进口环比提升，出口创新高验证对天然钻替代。5 月培育钻进口额 1.09 亿美元，同比/环比分别+14.7%/+9%，进口数据符合钻石消费进入淡季的特征；5 月培育钻出口额 1.77 亿美元，同比/环比分别+136%/+19.6%，出口额品类渗透 7.81%，同比/环比分别+4.2pct/+1.4pct，出口额及渗透率均创自 2019 年以来新高，验证下游需求旺盛以及对天然钻替代。5 月印度天然钻进口均价同比增长持续验证我们对俄乌危机加剧天然钻供给短缺致天然钻毛坯涨价的判断。5 月 IDEX 成品钻价格指数均值达 151.3，同比/环比分

别+21.1%/-1.3%。预计6月之后制裁影响逐步传递至成品钻。5月以来美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级影响逐渐显现，天然钻供给不足+高通胀预期影响终端消费，或加速培育钻渗透。

**黄金珠宝：疫情反复或致黄金珠宝婚庆需求递延释放，疫情、市场预期好转驱动下股价反弹或领先于基本面复苏。**据国家统计局数据，5月金银珠宝零售额220.5亿元，同比下滑15.5%，在可选消费品中下滑幅度较大，主因珠宝较为依赖线下场景试戴，疫情影响线下门店客流、同时珠宝作为可选消费品受冲击较大。预计对一线市场直营门店占比大的品牌受疫情影响较大。6月1日上海宣布加快复工复产，本轮疫情即将接近尾声。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。

**【造纸板块】：延续我们在5月16日《造纸21A&22Q1复盘及展望：木浆上行一体化企业受益，特纸压力逐步松动》核心观点：特纸压力逐步松动，首推五洲特纸。**受短期供应面扰动浆价仍处高位，但浆纸系逐渐步入淡季，预计难以支撑浆价再次大幅上涨，且海外阔叶浆产能将在下半年陆续恢复或投产，供给端压力逐步缓解，故22H2起浆价下行可能性较大。建议关注特种纸板块当前高性价比优势，高景气纸种产销旺盛，良好的供需结构使得提价落地顺畅，且后期若浆价下行存在明显的利润反弹。当前特纸龙头估值较低（五洲特纸PE-TTM仅为17.2X），结合公司投产节奏、生产及销售端壁垒来看，具备较高安全边际。

**【家居板块】：估值进入安全区间，白马进入价值配置区间。**当前整体板块估值反应了对房地产竣工、销售下滑现状及预期，但就个体企业基本面而言，龙头白马在近三年体现基本面韧性。近端来看，头部定制、软体家居企业同期增速普遍高于社零家具类增速，中长期，软体家具具备较大渗透率提升空间，定制龙头持续拓宽整装等渠道。两会政府工作报告提及房地产支柱及托底作用，潜在政策催化有望提振行业预期，我们认为当前家居龙头白马进入长期配置价值区间。

**【新型烟草】：至暗时刻或已过，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，龙头采取扩张性政策，短期不聚焦利润、定价，而是增加研发投入，强化消费者基于减害诉求+消费体验的产品力，通过提升感官体验、及外观设计创新提升消费体验。国内市场政策过渡期较市场预期更加宽松，留足申请许可证、对产品完成合规性设计、改造的时间，预计年内能够实现平稳过渡。终端市场电子烟门店经营或已度过至暗时刻，预计随着10月《强制国标》生效，终端门店经营情况有望好转；海外市场菲莫国际与英美烟草22Q1用户人数、新型烟草营收及烟弹销量同比维持增长，验证全球无烟转型趋势向好。思摩尔等生产商聚焦研发和生产符合新国标口味及烟杆的新品，预计在9月底过渡期结束前逐步面市。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。

**【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。**海外的户外运动需求稳健和国内户外运动增长空间广阔带动了相应产品出口和内销的双向提升。22年景气度延续订单稳定，在汇率和海运费回稳后具备利润提升机会。建议关注相关产品（露营用品、杯壶等）受海内外需求拉动，同时OBM业务同步高速发展的企业。

**【纺织制造】：6月以来伴随上海复工复产、线下消费逐步恢复，内需具备复苏机会。**疫情之下纺织制造产业链优势凸显，上半年出口景气，但由于近期欧美通胀压力，市场对于外需持谨慎态度。中美贸易摩擦有缓和迹象，关税回落利好出口，后续板块景气度需关注全球经

济形式和政策变动。

**【功能性鞋服】：运动鞋服：**伴随线下消费逐步恢复出现估值回升趋势，消费复苏+经济催化后具备结构性机会，当前可适当左侧布局；**羽绒服：**Q2 是羽绒服传统销售淡季，受疫情影响相对较小。头部品牌波司登线上线下渠道升级，21/22 财年各品牌收入增速较快。

#### ● 投资建议

**造纸板块：**浆价短期坚挺利好具备自有浆线或木浆库存管理能力较强的规模纸企，行业格局有望进一步优化。推荐**【太阳纸业】**，建议关注**【博汇纸业】**、**【晨鸣纸业】**。建议关注若浆价后期松动后特纸板块盈利反弹，推荐**【五洲特纸】**，建议关注**【华旺科技】**、**【仙鹤股份】**。

**家居板块：**建议关注整装收入持续高增的**【欧派家居】**；22 年轻装上阵深化管理制度改革的**【索菲亚】**；多渠道布局成果初现的**【志邦家居】**；渠道改革逐步兑现至业绩，基于原有的强势沙发渠道发力新品类并逐渐放量**【顾家家居】**；聚焦主业，自主品牌发力强劲，加速渠道拓展的**【喜临门】**；继续发力床垫打造第二增长曲线，市场份额和业绩处于较强的上升通道的**【敏华控股】**。

**珠宝钻石：**建议关注大克拉工艺突破，新增产能带来业绩稳定释放的培育钻石制造商**【力量钻石】**，**【黄河旋风】**，**【中兵红箭】**。建议关注黄金饰品在高线市场具备品牌及产品优势且低线市场加速扩店的**【周大福】**；以及在 2021Q3 推出省代模式后加速开店的**【周大生】**；打造国潮时尚创新设计品牌力，渠道端加速发力加盟门店的**【潮宏基】**。

**新型烟草：**建议关注过渡期受影响较小且当前估值极低的生产龙头**【思摩尔国际】**。

**户外运动：**推荐充气床垫细分龙头**【浙江自然】**，公司供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长；以及国内最大的保温杯制造商**【哈尔斯】**，公司持续深化管理改革、品牌改革，股权激励凝聚整体意志，自有品牌重点发力，占比有望持续提升。建议关注出口高景气、内销品牌业务高增长的高性能户外露营设备企业**【牧高笛】**。

#### ● 风险提示

疫情反复且影响超预期、原材料价格波动、可选消费增长不及预期。

# 正文目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 1 蕉下：防晒服饰龙头品牌，从防晒伞向其他防晒、非防晒场景拓宽 .....              | 7  |
| 1.1 由防晒伞起家品类持续拓宽，主打城市户外场景的轻型防晒产品 .....             | 7  |
| 1.2 线上营收呈现加速增长，创始团队连续创业具备丰富经验及资源 .....             | 11 |
| 2 行业情况：防晒抗衰需求、场景多样化带来近年来防晒服饰市场快速发展 .....           | 13 |
| 2.1 中国鞋服市场：行业 CR20 仅为 15.1%，新兴品牌具备较大发展空间 .....     | 13 |
| 2.2 多因素驱动防晒服饰市场快速发展，行业规模达 611 亿元，CR5 为 14.6% ..... | 15 |
| 3 竞争优势：具备 DTC 品牌的典型优势，后续将完善线下渠道建设、提升供应链管理能力 .....  | 18 |
| 3.1 亮点一：以消费者为导向的产品开发流程 .....                       | 19 |
| 3.2 亮点二：以 DTC 为主的全渠道营销能力 .....                     | 20 |
| 3.3 亮点三：通过多平台内容营销能力 .....                          | 21 |
| 3.4 可持续增长：完善线下渠道布局，提升供应链管理能力 .....                 | 22 |
| 4 本周观点 .....                                       | 24 |
| 4.1 新型烟草 .....                                     | 24 |
| 4.2 珠宝钻石 .....                                     | 26 |
| 4.3 户外运动 .....                                     | 27 |
| 4.4 家居板块 .....                                     | 28 |
| 4.5 造纸板块 .....                                     | 28 |
| 4.6 纺织服装板块 .....                                   | 29 |
| 5.本周轻工制造板块走势 .....                                 | 30 |
| 6.本周纺织服饰板块走势 .....                                 | 31 |
| 7.本周重要公告 .....                                     | 34 |
| 风险提示： .....                                        | 34 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1 蕉下以防晒伞起家后扩展到更多品类              | 7  |
| 图表 2 蕉下拳头产品防晒双层小黑伞                 | 8  |
| 图表 3 蕉下伞具与天堂伞具价格带对比                | 8  |
| 图表 4 公司主营服装、伞具、帽子、配饰等户外产品          | 9  |
| 图表 5 各户外运动品牌主要销售商品品类拆分             | 10 |
| 图表 6 蕉下营业收入及同比增长                   | 11 |
| 图表 7 蕉下经调整净利润及同比增长                 | 11 |
| 图表 8 2021 年蕉下线上营收占比合计超过 80% (%)    | 12 |
| 图表 9 蕉下分渠道营收增速 (%)                 | 12 |
| 图表 10 蕉下毛利率与经调整净利率 (%)             | 12 |
| 图表 11 蕉下分产品毛利率 (%)                 | 12 |
| 图表 12 公司主要董事及高级管理层介绍               | 13 |
| 图表 13 中国鞋服行业的市场规模 (万亿元)            | 14 |
| 图表 14 按类别划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)        | 14 |
| 图表 15 按风格划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)        | 14 |
| 图表 16 按销售渠道划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)      | 15 |
| 图表 17 按风格划分的中国线上鞋服行业的市场规模 (%)      | 15 |
| 图表 18 全年零售额超过 10 亿元的新兴品牌市场规模 (亿元)  | 15 |
| 图表 19 中国鞋服行业五大新兴品牌零售额 (十亿元)        | 15 |
| 图表 20 中国防晒服饰行业的市场规模 (十亿元)          | 16 |
| 图表 21 中国防晒服饰品牌行业的市占率 (%)           | 16 |
| 图表 22 需求场景趋于多样化 (%)                | 17 |
| 图表 23 防晒的需求与触达                     | 17 |
| 图表 24 2021 年功能时尚产品销售额同比增速 (%)      | 17 |
| 图表 25 2021 年中国防晒服饰品牌市场格局 (%)       | 18 |
| 图表 26 2021 年中国防晒服饰品牌线上市场格局 (%)     | 18 |
| 图表 27 蕉下运营体系                       | 19 |
| 图表 28 公司产品开发流程                     | 19 |
| 图表 29 蕉下前 30 款热销精选单品产生的收入占比下降 (%)  | 19 |
| 图表 30 蕉下分产品营收结构占比 (%)              | 20 |
| 图表 31 蕉下非防晒产品营收占比持续提升 (%)          | 20 |
| 图表 32 2021 公司自营/分销的销售额占比情况 (%)     | 21 |
| 图表 33 2019-2021 公司线上营收情况 (亿元, %)   | 21 |
| 图表 34 公司付费客户数量及复购率持续提升 (百万人, %)    | 21 |
| 图表 35 公司未来品牌建设计划                   | 21 |
| 图表 36 公司分销及销售开支占收入比重较高             | 22 |
| 图表 37 公司销售与营销人员占比最高                | 22 |
| 图表 38 2019-2021 公司线下零售门店加速扩张 (家)   | 23 |
| 图表 39 公司渠道扩张计划及目标                  | 23 |
| 图表 40 公司对制造商的筛选流程                  | 23 |
| 图表 41 公司目前采用的数字化管理系统               | 24 |
| 图表 42 存货周转天数、应收账款周转天数及应付账款周转天数 (天) | 24 |

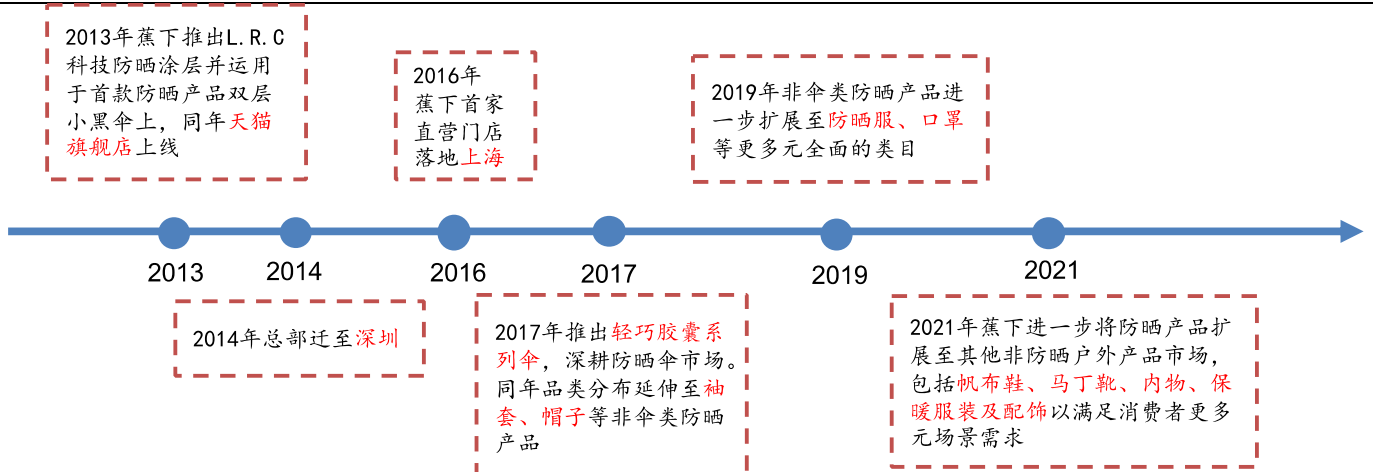
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 43 2022 年电子烟监管时间线 .....       | 25 |
| 图表 44 轻工制造指数周涨跌幅 .....           | 30 |
| 图表 45 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10 .....  | 30 |
| 图表 46 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势 ..... | 31 |
| 图表 47 轻工重点公司估值 .....             | 31 |
| 图表 48 纺织服饰指数周涨跌幅 .....           | 32 |
| 图表 49 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 TOP10 .....  | 32 |
| 图表 50 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅 ..... | 32 |
| 图表 51 纺服重点公司估值 .....             | 33 |
| 图表 52 上市公司重要公告 .....             | 34 |

# 1 蕉下：防晒服饰龙头品牌，从防晒伞向其他防晒、非防晒场景拓宽

## 1.1 由防晒伞起家品类持续拓宽，主打城市户外场景的轻型防晒产品

行业内领先的城市户外品牌，以防晒伞起家后扩展到更多防晒、非防晒品类。蕉下集团创立于 2013 年，致力于提供兼具创新科技和美学设计的户外功能产品。公司从防晒伞做起，品类逐步增加，从防晒产品逐步扩展至非防晒品类，目前产品覆盖服装、伞具、帽子、其他配饰、鞋履等品类。2013 年推出首款防晒产品双层小黑伞，同年天猫旗舰店上线。2017 年深耕防晒伞市场，推出胶囊系列伞，并于同年将品类从伞具延伸至袖套、帽子等非伞类防晒产品。2019 年将其非伞类防晒产品进一步扩展至防晒服、口罩等配饰类目。2021 年蕉下进一步将防晒产品扩展至其他非防晒产品市场，包括帆布鞋、马丁靴、内物、保暖服装及配饰等，产品组合全面化。

图表 1 蕉下以防晒伞起家后扩展到更多品类



资料来源：蕉下官网，华安证券研究所

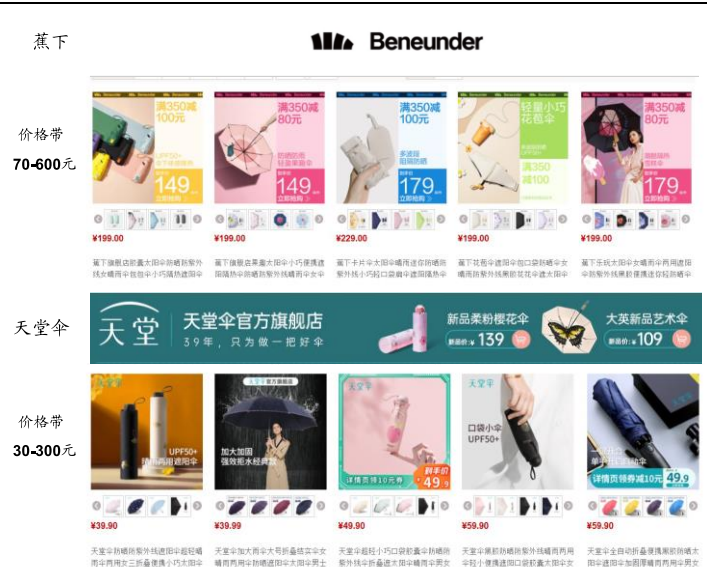
公司防晒小黑伞以差异化的产品定位，带来价值感消费体验。蕉下伞具在功能、款式偏好和产品定位上选择了一条差异化的路，其防晒小黑伞以科技方面的特殊 L.R.C 涂层，款式上的外观加分项和小资的一个定价为特色，以“高科技”、“高颜值”和“高端化”抢占市场。小黑伞更多的是指向了一种“精致”，“好看”，“仙女”和“小资”的感觉，其“精致”感尤其吸引女性消费群体，为此消费者愿意抛弃不过百元的其他品牌伞来购买蕉下 200 元左右的伞。据天猫官方旗舰店数据，蕉下与天堂伞产品价格带分别为 70-600 元、30-300 元。

图表 2 蕉下拳头产品防晒双层小黑伞



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

图表 3 蕉下伞具与天堂伞具价格带对比



资料来源：天猫官方旗舰店，华安证券研究所

**UPF50+防晒技术及凉感 Airloop 面料广泛运用于不同品类的户外产品。**具体来看，蕉下以满足户外活动爱好者的多样化功能需求及质量生活追求者对精致生活方式的追求，为客户提供兼具防护及舒适性的户外产品，其产品种类包括：（1）**伞具**：采用 L.R.C 涂层、全向推拉蜂巢技术及静音蜂巢技术等科技，给客户带来更好的遮阳、耐用性及流畅使用体验；（2）**防晒服系列**：采用 AirLoop 面料，加速散热，确保透气性，具备清凉触感，高达 UPF50+ 的防晒效果，并可有效阻隔超过 95% 的紫外线。（3）**保暖服装系列**：采用弹性面料，质地柔软，保形性好，突显红外保暖、吸湿排汗、防静电特性，可在寒冷天气保持高度温暖舒适。（4）**帽子**：采用轻薄透气的 AirLoop 面料，具备高达 UPF50+ 的防晒效果，并可有效阻隔超过 95% 的紫外线。（5）**其他配饰**：提供一系列防晒配饰，包括墨镜、口罩、披肩、袖套及手套，采用 AirLoop 面料，不仅确保产品轻薄透气，同时提供 UPF50+ 防晒。

**产品矩阵覆盖多元户外场景、广泛的年龄和收入跨度人群。**公司产品能够满足消费者在城市生活、休闲运动、旅行度假、踏青远足、露营等不同户外场景的功能需求，包括防晒、凉感、干爽、保暖、防水、轻便及运动防护等。蕉下各产品的普适实用性及多种风格设计已使其将客户群体从年轻现代女性拓展到涵盖不同年龄段及不同性别的广泛群体。公司防晒服装的售价约在 90-500 元之间，保暖服装的零售价约在 100-700 元之间，伞具的售价约在 70-600 元之间，帽子的售价约在 100-400 元之间，可以满足不同年龄和收入跨度的人群需要。

图表 4 公司主营服装、伞具、帽子、配饰等户外产品

| 主要产品 | 产品展示          | 功能及特色                                                                                                                                                                                                                                     | 价格   |
|------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 防晒服  | 冰薄系列披肩防晒服     | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用Airloop面料，有效防晒同时实现快速降温</li> <li>创新性多功能披肩散热透气结构，实现头颈全面防护</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景</li> </ul>                                                                       | 299元 |
|      | 冰的系列风铃防晒服     | <ul style="list-style-type: none"> <li>专为夏日运动人群设计，通过特殊编织工艺以及大面积透气孔设计，提高散热</li> <li>强效速干，保持凉爽，不惧汗水，畅快运动</li> <li>采用Airloop面料，有效防晒同时实现快速降温</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> <li>适用运动、出游等场景</li> </ul>                                    | 349元 |
|      | 冰触系列长颈防晒服     | <ul style="list-style-type: none"> <li>定制衣长匹配亚洲人身高，有效实现从脸部至腿部的大面积防晒</li> <li>采用原纱防晒技术，久洗常新，保持稳定紫外线阻隔能力</li> <li>采用Airloop面料，有效防晒同时实现快速降温</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率约99%</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景</li> </ul>                               | 429元 |
|      | 冰触系列沁风防晒阔腿裤   | <ul style="list-style-type: none"> <li>改进夏日裤装的穿著体验，采用凉感Airloop面料</li> <li>宽松裤型设计，满足腿部散热透气需求，全腿防晒同时冰凉舒爽</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景</li> </ul>                                                                 | 199元 |
|      | 随塑系列打底裤（夏）    | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用凉感防晒纤维，以强力导热层结构迅速降温，防晒同时解决夏日裤装闷热黏腻的困扰</li> <li>定制液体氨纶带稳固支撑臀腿肌肉，有效提拉塑形</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> <li>适用瑜伽、慢跑、球类训练、骑行、登山等场景</li> </ul>                                                   | 219元 |
| 保暖服装 | 挚暖系列打底衣       | <ul style="list-style-type: none"> <li>面料柔润亲肤，如面霜触感，不拘束</li> <li>持久蓄热保暖功能</li> <li>添加氨基酸、角鲨烷等多种微小分子，缓解秋冬皮肤干燥紧绷感</li> <li>修身显瘦，内外百搭</li> <li>适用秋冬通勤、运动等场景</li> </ul>                                                                       | 229元 |
|      | 畅型系列打底裤（冬）    | <ul style="list-style-type: none"> <li>持久蓄热保暖功能</li> <li>添加高比例弹性纤维，四面延展不紧绷，满足户外灵活活动需求</li> <li>弹压塑型，内外百搭</li> <li>适用秋冬通勤、运动等场景</li> </ul>                                                                                                 | 159元 |
|      | 春暖系列摇粒绒外套     | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用双面绒感材质，外层抗风、内层锁温</li> <li>简约立体剪裁，轻便美观</li> <li>持久蓄热保暖功能</li> <li>适用秋冬通勤、逛街、出游等场景</li> </ul>                                                                                                      | 149元 |
|      | 暖霁系列羽绒服（厚款）   | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用保暖技术，防止跑绒钻绒，持久蓄热</li> <li>经特殊工艺处理，强效防水</li> <li>整衣含绒量达90%</li> <li>休闲百搭</li> <li>适用秋冬通勤、逛街、出游等场景</li> </ul>                                                                                      | 699元 |
| 伞具   | 胶囊系列伞         | <ul style="list-style-type: none"> <li>收伞仅有掌心大小的伞面，轻巧便携</li> <li>采用4层复合L.R.C黑胶结合微米级防晒钛粒子，实现波段日光防护</li> <li>采用全向推拉蜂巢技术，便于伸缩开合</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔≥99%</li> <li>超40种缤纷色彩</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景，晴雨两用</li> </ul>                     | 299元 |
|      | 果趣系列伞         | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用双层伞布结构和L.R.C黑胶涂层，实现中空循环散热</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔≥99%</li> <li>伞内外温差10.5℃，实现户外出行全身降温</li> <li>采用全向推拉蜂巢技术和静音蜂巢技术，实现无噪音伸缩开合</li> <li>原创IP伞面，提供20种果趣风格伞面</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景，晴雨两用</li> </ul> | 349元 |
| 帽子   | 经纬系列贝壳防晒帽     | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用仿贝壳立体的超大帽檐设计，满足全脸防晒需求，保持稳定抗风</li> <li>空顶透气结构满足极致透气需要，快速收卷，变身发箍，一帽两用，满足不同户外穿戴需求</li> <li>柔软易收纳</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> </ul>                                                          | 269元 |
|      | 穹顶系列双面防晒渔夫帽   | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用凉感Airloop面料，结合防晒与凉感降温功能</li> <li>双面双色双面料，兼具舒适感和设计感</li> <li>360度超大帽檐设计，实现头颈一体防晒，及修饰脸型</li> <li>UPF50+防晒技术，紫外线阻隔率≥95%</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景</li> </ul>                                         | 249元 |
|      | 松元系列保暖防晒双面针织帽 | <ul style="list-style-type: none"> <li>结合保暖与防晒功能于一体，解决冬天日晒和寒冷的痛点</li> <li>采用导热纤维，高效锁住热量，实现持久蓄温</li> <li>双面可戴，防静电</li> <li>适用秋冬出游、日常通勤等场景</li> </ul>                                                                                       | 99元  |

|      |              |                                                                                   |                                                                                                                                                                                                       |      |
|------|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 防晒配饰 | 登望系列墨镜       |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>全镜重量仅19克</li> <li>简单折叠后变为鸡蛋大小，厚度仅3.5cm，便于收纳</li> <li>UV400，有效阻隔紫外线</li> <li>同时实现防晒护眼和高清防眩光效果</li> <li>适用逛街、驾驶、出游等场景</li> </ul>                                 | 329元 |
|      | 冰薄系列护眼防晒口罩   |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>别致造型，保护面部和眼周</li> <li>采用Airloop面料，兼顾凉感防晒需求</li> <li>薄至0.35mm的纤维结构，能迅速散热</li> <li>立体剪裁，有效满足口鼻透气需求</li> <li>UPF50+防晒技术，有效阻隔紫外线</li> <li>适用出游、通勤、度假等场景</li> </ul> | 99元  |
|      | 冰薄系列防晒袖套     |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用Airloop面料，提供全手臂凉感降温体验，解决夏日闷热、黏腻难题</li> <li>防护范围触达到手掌</li> <li>UPF50+防晒技术，有效阻隔紫外线</li> <li>适用出游、日常通勤、度假等场景</li> </ul>                                         | 128元 |
| 保暖配饰 | 暖窝系列智能发热保暖围巾 |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>能快速发热并持久蓄暖</li> <li>一物多用，同时护颈、暖腰、暖腹</li> <li>重量仅250g</li> <li>适用办公、日常通勤等场景</li> </ul>                                                                          | 269元 |
| 其他产品 | 街旅系列厚底帆布鞋    |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用FlexCore轻量鞋底技术结合缓震鞋垫，长时间行走不易累</li> <li>配合云感耐磨系统，为户外行走提供全包裹贴脚防护，带来轻、软、弹的舒适体验</li> <li>防泼水，增高塑形</li> <li>适用逛街、日常通勤、出游等场景</li> </ul>                            | 359元 |
|      | 丘郊系列轻型马丁靴    |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>采用FlexCore轻量鞋底技术，重量仅282g，长时间行走舒适</li> <li>轻量反绒超纤鞋面，柔软富有韧性，伸缩自如耐弯折</li> <li>增高塑形</li> <li>适用逛街、日常通勤、出游等场景</li> </ul>                                            | 399元 |

资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

公司主打专为城市户外场景设计的轻型防晒产品。相比于骆驼、北面、Naturehike、原始人、探险者、迪卡侬、牧高笛、可隆等户外品牌推出了专业的户外装备（露营装备、登山装备）作为其产品品类之一，以及汉鼎和化氏聚焦于渔具装备，蕉下的主要销售产品为防晒服、防晒帽、伞具、防晒配件、鞋履等，并未在专业露营装备方面有过多布局，而是集中于服装鞋帽伞具等轻型防晒用品，其产品专为具备休闲社交属性的非竞技运动及户外活动场景而设计，在满足消费者在不同城市户外场景下功能需求的同时，也旨在激励消费者追求健康及充满活力的城市户外生活方式。

图表 5 各户外运动品牌主要销售商品品类拆分

| 品牌         | 主要销售商品品类拆分                            |                          |                                     |                                      |                            |                                        |                           |      |
|------------|---------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------|---------------------------|------|
| 蕉下         | 防晒服                                   | 防晒帽                      | 伞具                                  | 防晒配件（防晒面罩/袖套/水壶）                     | 鞋履                         |                                        |                           |      |
| 骆驼         | 冲锋衣                                   | 防晒衣                      | 露营装备（包括：帐篷/睡袋/枕头/防水垫/登山拐杖/折叠桌椅/营地车） |                                      |                            | 运动鞋                                    | 运动服                       | 瑜伽装备 |
| 北面         | 上装<br>（包括夹克/卫衣/短袖/羽绒）                 |                          | 下装（包括针织裤/紧身裤/保暖裤）                   |                                      | 登山鞋/越野跑步鞋/保暖鞋              | 双肩包/遮阳帽/帐篷                             |                           |      |
| naturehike | 露营装备（帐篷/睡袋/充气床垫/折叠桌椅/餐具/照明灯/折叠水桶/收纳盒） |                          |                                     |                                      | 登山装备<br>（背包/登山拐杖/雨衣登山鞋）    | 户外服饰（手套/帽子/羽绒服）                        |                           |      |
| 原始人        | 帐篷/天幕                                 | 充气床垫/睡袋                  | 烧烤配件                                | 野外炊具/餐具                              | 户外照明灯具                     | 户外收纳装置<br>（收纳盒/露营推车）                   |                           |      |
| 始祖鸟        | 男装/女装（短袖/外套/下装）                       |                          | 鞋子（登山鞋/越野跑鞋）                        | 配件<br>（遮阳帽/保暖帽/腰包/背包/腰带/手套/围巾）       |                            |                                        |                           |      |
| 探险者        | 帐篷/天幕                                 | 充气产品（充气床垫/充气枕头/充气泵）      |                                     | 户外垫类（防水垫）                            | 保暖睡袋                       | 户外桌椅<br>（折叠桌/折叠椅/收纳柜）                  | 其他装备<br>（露营推车/遮阳伞/照明灯）    |      |
| 蕉内         | 男士/女士内裤                               | 女士内衣                     | 居家服                                 | 保暖衣物                                 | 防晒配件<br>（防晒衣/遮阳帽/袖套/防晒面罩）  |                                        |                           |      |
| 迪卡侬        | 跑步运动（上衣/下装/运动内衣/鞋子袜子）                 |                          |                                     | 户外运动<br>（防晒服背包/登山鞋/袖套/登山拐杖折叠桌椅/充气床垫） |                            | 运动器械<br>（弹力带/毛巾/跳绳/折叠椅/护膝/登山拐杖/瑜伽垫/水壶） |                           |      |
| ohsunny    | 防晒衣                                   | 防晒帽                      | 防晒口罩/面罩                             | 其他配件（防水包/绳子/袖套）                      |                            |                                        |                           |      |
| 牧高笛        | 露营装备（帐篷/睡袋/充气床垫/露营灯/桌子椅子/餐具具/露营推车/收纳箱 |                          |                                     |                                      | 徒步装备<br>（帐篷/睡袋/背包/马扎/登山拐杖） |                                        | 其他装备<br>（求生工具/吊床/风扇/移动电源） |      |
| 宽檐         | 防晒装备（防晒衣/防晒裤/遮阳帽/袖套/防晒面罩）             |                          |                                     | 保暖服装（袜子）                             |                            |                                        |                           |      |
| 可隆         | 男士/女士服装                               | 露营装备（折叠椅/帐篷/拐杖/睡袋/茶杯/餐具） |                                     |                                      | 其他装备（手套/袜子/背包/登山鞋）         |                                        |                           |      |
| 汉鼎（渔具专卖店）  | 鱼线                                    | 鱼饵                       | 钓鱼竿                                 | 鱼钩                                   | 鱼漂                         | 钓鱼竿支架                                  | 渔具包                       | 网兜   |
| 化氏（渔具专卖店）  | 鱼线                                    | 鱼饵                       | 钓鱼竿                                 | 鱼钩                                   | 鱼漂                         | 钓鱼竿支架                                  | 渔具包                       | 网兜   |

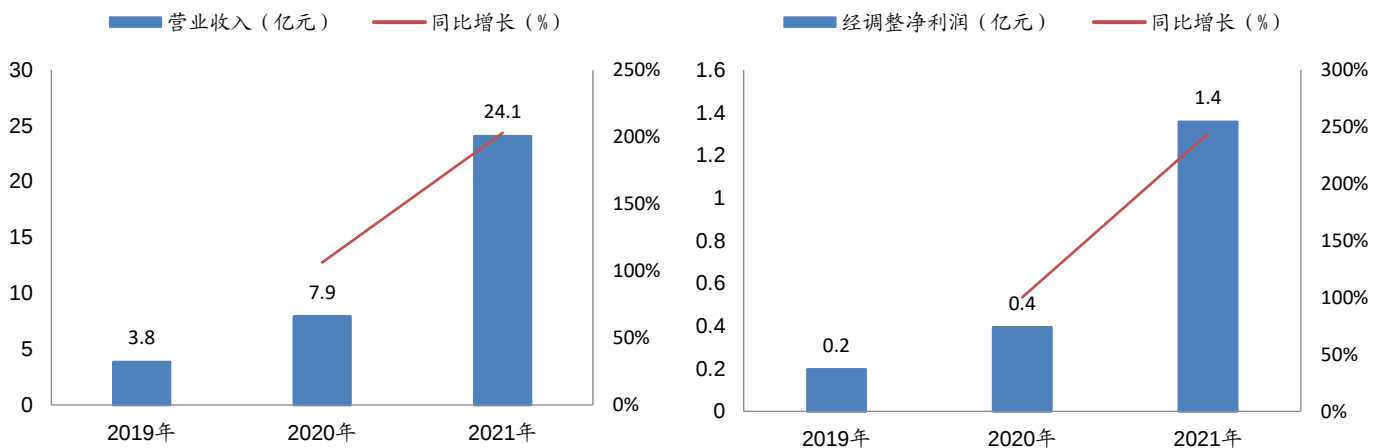
资料来源：各公司官网，华安证券研究所

## 1.2 线上营收呈现加速增长，创始团队连续创业具备丰富经验及资源

通过丰富产品组合、加大营销推广、扩展销售及分销网络驱动营收呈现加速增长。2019-21 年公司营收和经调整净利润持续增长，CAGR 分别达 150.1%、162.6%。2021 年营收 24.1 亿元，同比增长 203.2%，经调整净利润 1.4 亿元，同比增长 244.3%。经调整净利润远低于收入主因可转换可赎回优先股的公允价值增加导致流动负债增加。据公司招股书，公司营收强劲增长的驱动因素主要为：1) **丰富产品组合**：公司不断努力升级迭代现有产品并扩大产品组合及城市户外场景覆盖范围，使现有产品收入持续增长，并能推出广受市场欢迎的新产品；2) **加大营销推广**：公司成功的营销及推广活动令品牌声誉及知名度提高；3) **拓展销售及分销网络**：公司不断扩展销售及分销网络，从而触及更多客户。

图表 6 蕉下营业收入及同比增长

图表 7 蕉下经调整净利润及同比增长



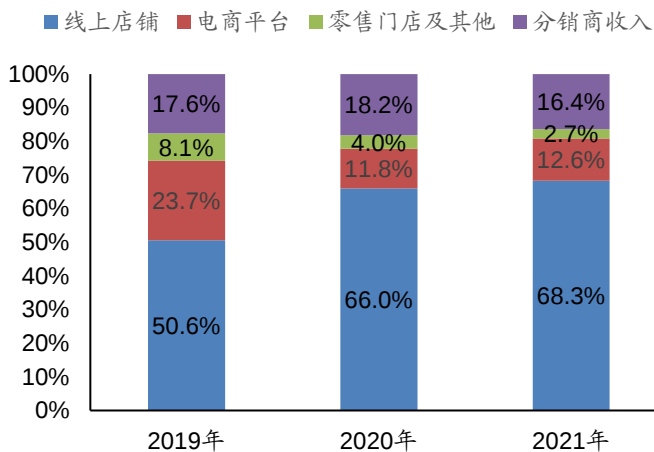
资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

**线上营收加速增长，占比提升至 80.9%。**蕉下线上店铺营收占比由 2019 年的 50.6%持续增至 2021 年的 68.3%，2021 年线上店铺、电商平台的线上收入合计占比达到 80.9%。分销商营收占比总体稳定在 16%-17%之间。

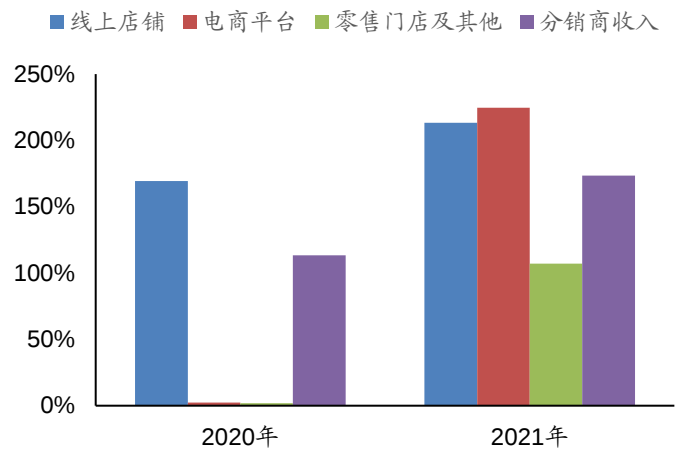
- **线上店铺** 2021 年实现营业收入 16.4 亿元，同比增长 213.3%。据公司招股书，线上店铺的销售增长的主要原因有：1) **品牌**：蕉下品牌知名度提高及持续扩展的产品组合令客户对其产品需求增加；2) **营销**：蕉下成功的营销及推广活动吸引了客户光顾其在线店铺，天猫旗舰店的期内付费客户总数由 2020 年的 3.0 百万人增加至 2021 年的 7.5 百万人；3) **较高的复购率**：蕉下成功留住现有客户并促进现有客户在其在线店铺复购，天猫旗舰店的复购率由 2020 年的 32.9% 上升至 2021 年的 46.5%。
- **电商平台** 2021 年实现营业收入 3 亿元，同比增长 224.7%，增长主要源于蕉下多元化产品组合、品牌知名度的提高和电商平台的合作增加。
- **零售门店** 2021 年实现营收 6578.9 万元，同比增长 107.1%。增长主要源于零售门店数量的增加及大客户收入增加。
- **分销商** 2021 年实现营业收入 4 亿元，同比增长 173.5%，主要源于蕉下分销商合作意愿的增强和分销网络的扩大。

图表 8 2021 年蕉下线上营收占比合计超过 80% (%)



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

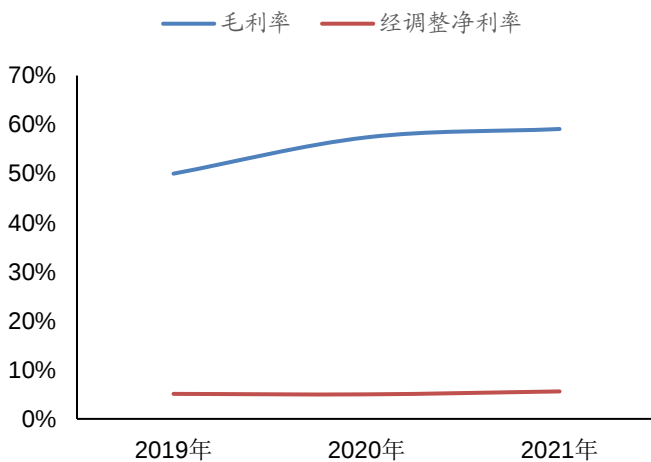
图表 9 蕉下分渠道营收增速 (%)



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

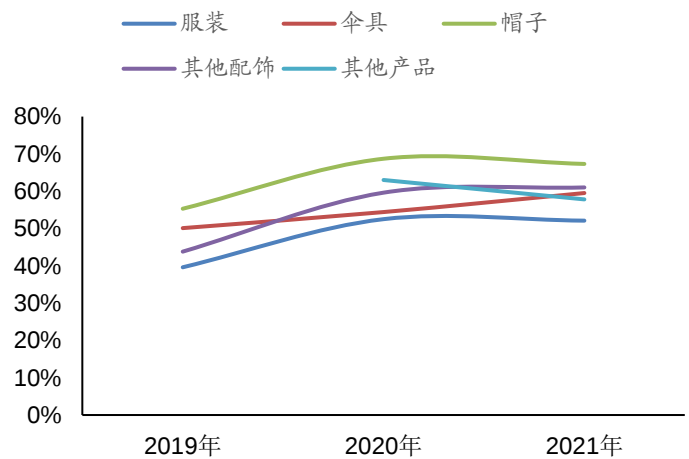
**产品结构优化，品牌力、供应链管理能力提升使得毛利率中枢上移。**公司的经调整净利率自 2019 年的 5.1% 小幅下降至 2020 年的 5%，2021 年小幅提升至 5.6%。公司产品整体毛利率从 2019 年的 50% 提升至 2021 年的 59.1%，其中服装、伞具、帽子、配饰、其他产品的毛利率都呈现不同程度的上升。毛利率增长主要原因为：**1) 产品：**蕉下的产品组合优化，毛利率更高的产品销量增加；**2) 品牌：**蕉下的品牌声誉和知名度提高，使其产品处于更有利的定价地位，议价能力提升；**3) 供应链：**蕉下供应链管理能力的提高，采取了更有效的成本管理措施。

图表 10 蕉下毛利率与经调整净利率 (%)



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

图表 11 蕉下分产品毛利率 (%)



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

**创始团队为连续创业者，合作稳定且经验及资源丰富。**公司创始人马龙先生和林泽先生均为连续创业者，合作时间已超过 10 年。在产品研发和品牌塑造方面积累了丰富的经验。截至 2021 年，公司的核心管理团队平均年龄约为 39 岁，平均拥有约 15 年相关从业经验，多数曾就职于体育用品、快消品、科技及互联网行业，拥有较为丰富的跨行业资源。而研发团队与销售团队也汇集了众多年轻优秀、富有创意的成员。

**图表 12 公司主要董事及高级管理层介绍**

| 姓名  | 职位             | 介绍                                                                                                 |
|-----|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 马龙  | 董事会主席<br>首席执行官 | 马先生，华东理工大学高分子材料与工程学士，于2013年与林泽先生共同创立蕉下控股，目前负责制定公司发展战略以及监督公司日常营运。                                   |
| 林泽  | 执行董事<br>总裁     | 林先生，西安电子科技大学探测制导与控制技术学士，浙江大学信息与通信工程硕士，曾任职于诺基亚西门子通信系统技术有限公司，于2013与马先生共同创立公司，目前负责制定公司发展战略以及监督公司日常营运。 |
| 伍斯睿 | 首席运营官          | 伍先生，华南理工大学国际经济与贸易学士，中山大学工商管理硕士，曾任宝洁（中国）营销有限公司广州分公司高级总监，于2019年加入公司，目前负责销售运营相关业务。                    |
| 黄梓荣 | 首席技术官          | 黄先生，浙江大学电子信息工程学士及信息与通信工程硕士，曾任职于飞思卡尔半导体（中国）有限公司上海分公司，于2014年加入公司，目前负责管理公司的研发团队与研发工作。                 |
| 吴珺  | 人力资源副<br>总裁    | 吴女士，浙江工业大学环境工程学士，于2014年加入公司，目前负责公司人力资源管理。                                                          |
| 陈建平 | 线下零售业务<br>副总裁  | 陈先生，上海理工大学市场营销学士，曾在多个优秀的零售公司任职，于2021年加入公司，目前负责公司的线下零售业务管理。                                         |
| 常欣  | 非执行董事          | 常女士，上海外国语大学韩语学士，英国谢菲尔德大学杂志新闻学硕士，曾任职于多家基金公司，担任投资经理职位，于2021年加入公司，目前负责向董事会提供专业策略意见。                   |
| 郑庆生 | 非执行董事          | 郑先生，复旦国际金融学士，曾在多家公司上市公司担任董事/监事职位，于2015年加入公司，目前负责向董事会提供专业策略意见。                                      |

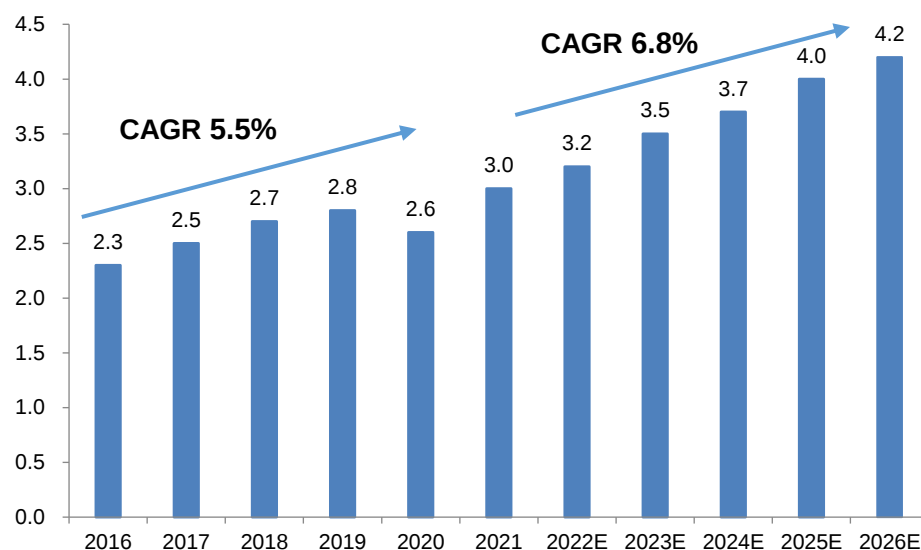
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 2 行业情况：防晒抗衰需求、场景多样化带来近年来防晒服饰市场快速发展

### 2.1 中国鞋服市场：行业 CR20 仅为 15.1%，新兴品牌具备较大发展空间

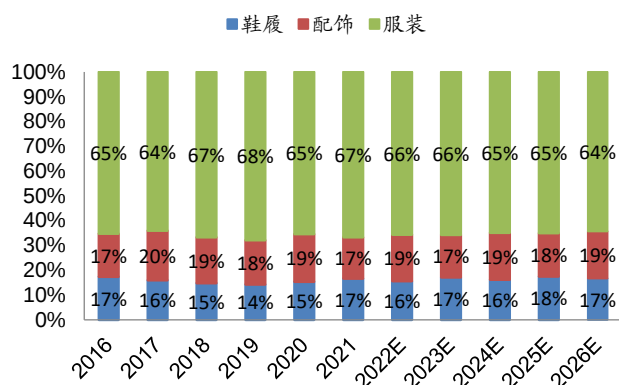
中国鞋服市场 2016-21 年 CAGR 达 5.5%，休闲及运动鞋服结构性增长突出。中国是全球最大的鞋服市场，2021 年市场规模达 3 万亿元。2016-21 年中国鞋服市场规模年复合增长率达到 5.5%。两大细分市场休闲及运动鞋服近年来增速高于行业平均水平，2021 年休闲及运动鞋服的市场规模分别达到 1.1 及 0.3 万亿元。据灼识咨询预测，休闲及运动鞋服的市场 2021-26 年 CAGR 将分别达到 9.3%及 10.7%，远超同期整个行业 6.8%的增长率。同时由于中国持续的消费升级，以及疫情催生的对健康及活力的生活方式的追求，具备休闲、社交属性的非竞技类运动和户外活动日益受到大众的欢迎。受益于电商平台、DTC 模式、内容营销，并转向以用户为中心，生产商越发追求先进的面料技术、结构设计及生产工艺，采用以功能为导向的开发方式。而对于消费者，深层次的品牌价值成为关注点。同时随着技术及研发能力的增强以及民族自豪感的不断提升，消费者对国产鞋服品牌的接受度显著提高。

图表 13 中国鞋服行业的市场规模（万亿元）



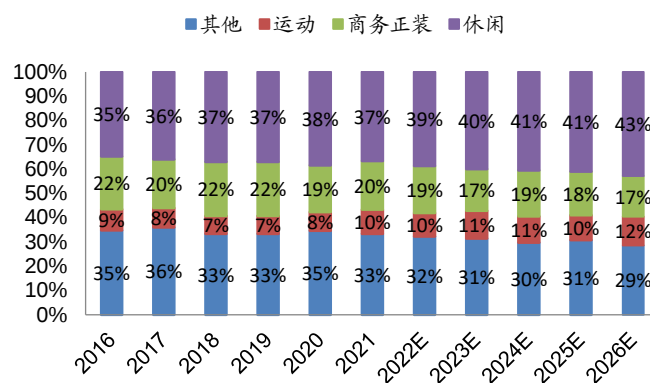
资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值

图表 14 按类别划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值

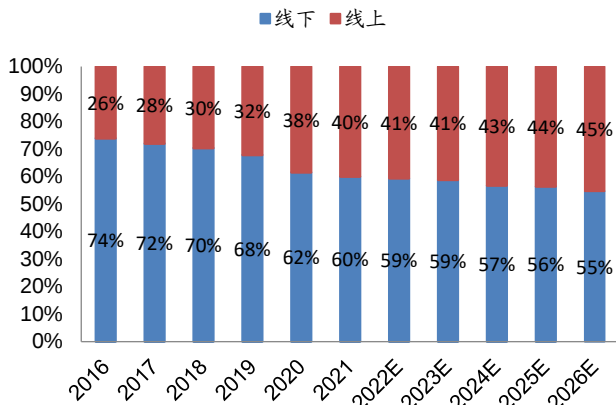
图表 15 按风格划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值

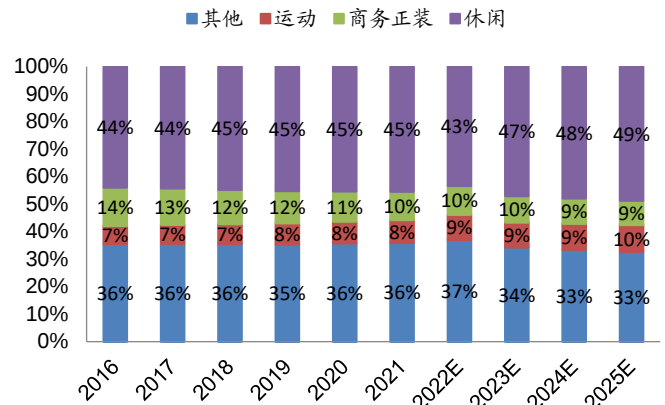
**鞋服市场线上渠道快速增长，内容电商份额快速增加。**由于消费习惯的改变、内容电商的涌现、电商基础设施不断完善以及近年疫情的催化，中国鞋服线上市场较线下市场增长更快，据灼识咨询数据，2016-21 年 CAGR 达 14.3%，预计 2021 年至 2026 年将继续以 9.6% 的 CAGR 增长。其中以抖音及快手等直播电商及短视频电商为代表的内容电商平台零售额由 2018 年的 107 亿元大幅增长至 2021 年的 1667 亿元，占中国线上鞋服市场比重由 1.34% 提升至 13.89%，预计 2021-26 年将以 20.5% 的 CAGR 增长至 4235 亿元。此外，在线上鞋服市场中，2016-21 年休闲、运动鞋服市场 CAGR 达到 15.1%、20.1%，结构性增长显著。

图表 16 按销售渠道划分的中国鞋服行业的市场规模 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值

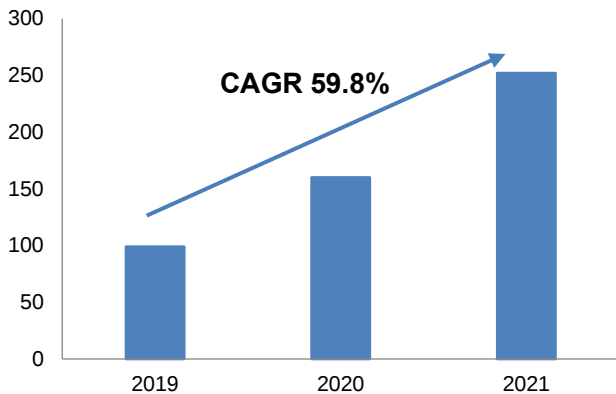
图表 17 按风格划分的中国线上鞋服行业的市场规模 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值

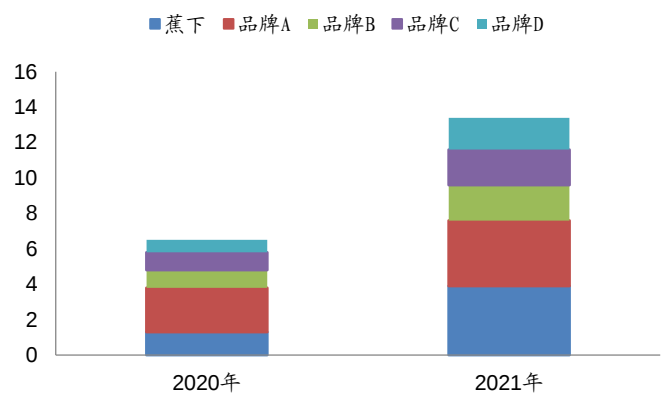
**中国鞋服市场 CR20 仅 15.1%，新兴品牌具备较大发展空间。**中国鞋服市场高度分散，据灼识咨询数据，2021 年中国前 20 大鞋服品牌的总零售额仅占整体市场的 15.1%，为新兴品牌提供较大发展空间。2019-21 年全年零售额超过 10 亿元的中国鞋服行业新兴品牌市场规模年复合增长率为 59.8%，高增长的背后是品牌理念的成功传递、对消费者反馈和复购的重视、功能性和时尚感的创新、销售及分销网络的运营、营销的高效以及与供应链合作伙伴的合作。

图表 18 全年零售额超过 10 亿元的新兴品牌市场规模 (亿元)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：新兴品牌指 2010 年及之后成立的鞋服品牌

图表 19 中国鞋服行业五大新兴品牌零售额 (十亿元)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：新兴品牌指 2010 年及之后成立的鞋服品牌

## 2.2 多因素驱动防晒服饰市场快速发展，行业规模达 611 亿元，CR5 为 14.6%

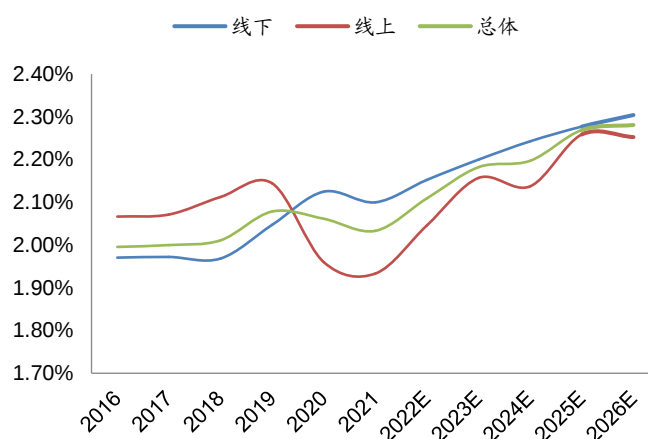
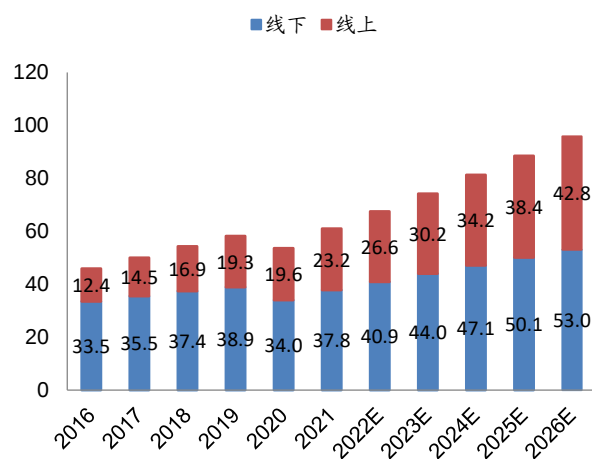
**防晒抗衰意识提升、使用场景多样化带来防晒服饰市场的快速发展。**随着人们对抗衰老和保护皮肤的意识逐渐提高，以及防晒场景多样化的背景下行业需求快速增长。据灼识咨询数据，防晒服饰的市场规模由 2016 年的 459 亿元增至 2021 年的 611 亿元，CAGR 达到 5.9%，在服装品类中的市占率由 2% 提升至 2.03%。2016-21 年防晒服饰线上市场规模以 CAGR 13.3% 由 12.4 亿元升至 23.2 亿元，在线上服

装品类中的市占率由 2016 年的 2.07% 下降至 2021 年的 1.93%，我们猜测主要因为一方面鞋服市场线上规模扩容迅猛，另一方面在借助流量抢跑线上渠道后，防晒服饰品牌持续扩展线下渠道。灼识咨询预计 2021-26 年，防晒服饰行业预计以 9.4% 的 CAGR 增长，2026 年市场规模将达到 958 亿元，对应品类市占率提升至 2.28%。同期，该行业的线上销售将以 13.0% 的 CAGR 增长，2026 年将达到 428 亿元。

**电商基础设施完备+人口基数带来广阔市场空间，DTC 品牌快速切入防晒细分市场。**一方面，中国具备完善的电商平台基础设施，以及近年来短视频、直播等新线上渠道进入大众视野并获得青睐，微信、微博等社交媒体的活跃用户数持续攀升，小红书的内容种草、抖音的短视频热度居高不下，借助这些社交媒体与内容运营平台，品牌方可以直接与消费者沟通，拉近与消费者的距离并为之建立密切关系，减少流量获取成本的同时有效提升营销效率。另一方面，基于中国人口的高基数带来广阔市场空间，以及社交媒体和内容平台的发展带来流量红利，DTC 驱动的全渠道销售及分销网络令品牌可以迅速触达庞大客户群体，借助优质的内容营销实现精细化运营，在防晒细分市场抢跑，实现数据驱动业务增长。

图表 20 中国防晒服饰行业的市场规模（十亿元）

图表 21 中国防晒服饰品牌行业的市占率（%）

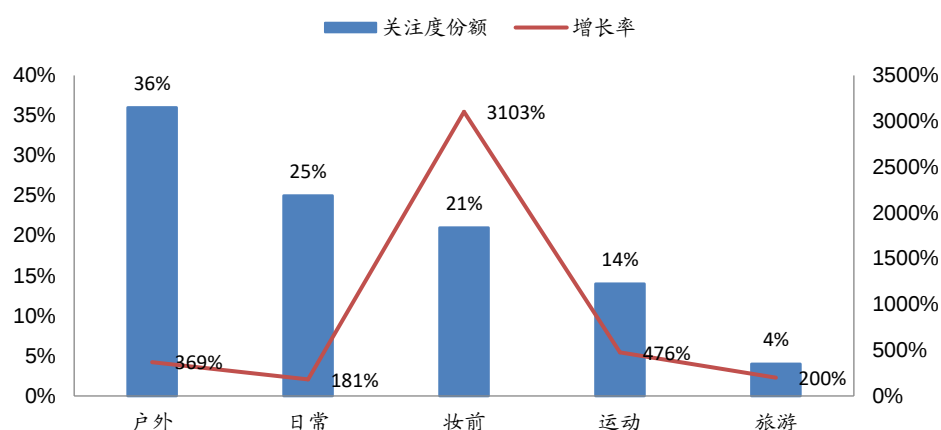


资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：2022-2026 年为预测值，中国的防晒服饰市场主要包括具有防晒功能的衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩、披肩、袖套及手套等产品

资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所

**增长驱动力：多重因素驱动防晒服饰市场发展。**1) 防晒抗衰意识提升，2021 年防晒衣淘宝天猫销售额同比增长 54.5%，可见中国消费者对日常防晒、追求抗衰老和皮肤美白的注重，越来越习惯于全年和在不同场合的防晒措施；由于防晒服饰可提供全方位、全天候的物理防晒，且不含可能伤害皮肤的化学品，近年来消费者越来越习惯穿着防晒服饰，以及防晒化妆品与防晒服饰的结合来保护皮肤；2) 使用场景趋于多样化。防晒已经渗透到各类生活场景，涉及户外、日常、运动、旅行等，而且各场景下防晒的热度均在明显提升。这些将继续推动防晒服饰市场扩张。

图表 22 需求场景趋于多样化 (%)



资料来源：巨量算数，华安证券研究所；注：关注度份额为 2020.1-2021.5 月抖音平台防晒场景播放量分布，增长率指 2021 年 1-5 月 vs 2020 年 1-5 月

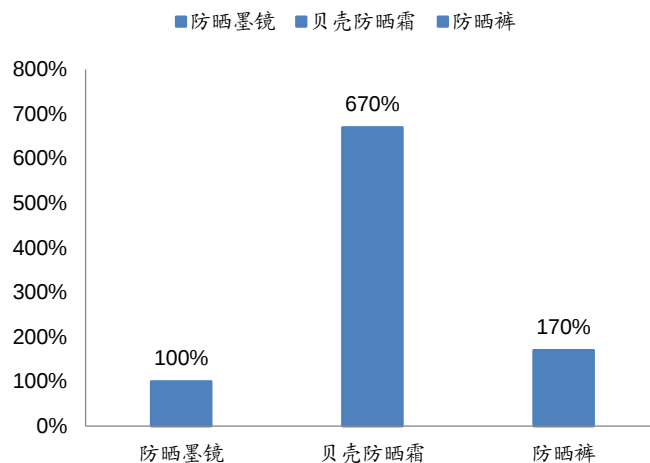
**3) 电商、内容平台等基础设施完善**，随着社交媒体和小红书等内容平台崛起，中国电商平台及内容运营平台等基础设施趋于完备，为 DTC 中小品牌的快速生长提供土壤条件，使得中小新零售品牌可以凭借内容营销快速出圈，实现低成本的消费者触达、流量的低成本转化和品牌的成功塑造，在潜移默化中达成消费者培育；  
**4) 功能性和时尚感改进**。随着面料和材料技术的不断改进，防晒服饰产品着眼于实现舒适性和防晒性能的平衡，并注重设计和美学，以满足消费者的需求；

图表 23 防晒的需求与触达



资料来源：魔镜市场情报，巨量算数，华安证券研究所；注：商家数与商品数为微博、抖音、小红书平台合计数据，内容播放量与视频发布量为抖音平台数据

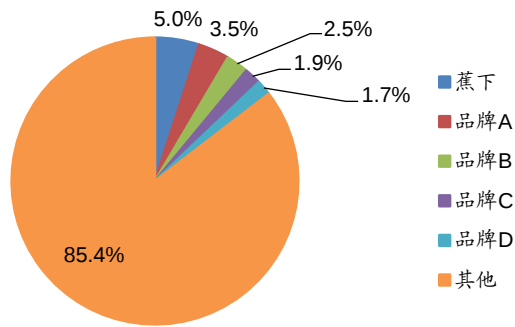
图表 24 2021 年功能时尚产品销售额同比增速 (%)



资料来源：京东数据研究院，华安证券研究所

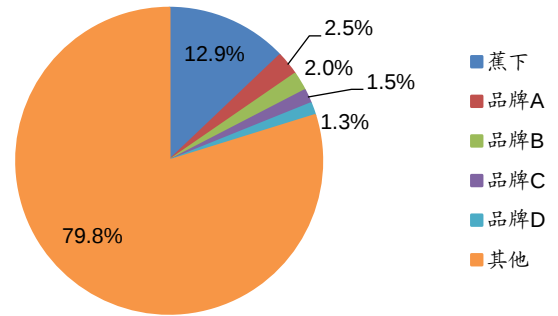
**防晒服饰市场 CR5 为 14.6%，蕉下是中国第一大防晒服饰品牌。**根据灼识咨询估计，2021 年中国防晒服饰品牌总零售额 CR5 为 14.6%，其中蕉下市场份额为 5.0%；线上零售额 CR5 为 20.2%，其中蕉下市场份额为 12.9%。以 2021 年总零售额及线上零售额计，公司分别拥有 5.0%和 12.9%的市场份额，已成为中国第一大防晒服饰品牌。

图表 25 2021 年中国防晒服饰品牌市场格局 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：按总零售额计

图表 26 2021 年中国防晒服饰品牌线上市场格局 (%)



资料来源：灼识咨询，招股说明书，华安证券研究所；注：按线上零售计

### 3 竞争优势：具备 DTC 品牌的典型优势，后续将完善线下渠道建设、提升供应链管理能力和

公司作为 2013 年成立，在移动互联网时代快速成长起来的 DTC 品牌，具备 DTC 品牌几个典型的特征及优势：以消费者为导向的产品开发流程、以 DTC 为主的全渠道销售模式、以及多平台内容营销能力。共同为公司带来了较好的产品消费体验、广泛的消费者触达、高流量转化率（2021 年天猫平台付费客户数量增长 150%）、强用户粘性（2021 年复购率 46.5%）、和优秀的品牌塑造能力。公司成长初期通过注重营销出圈，但预计公司在上市募资后将持续完善线下渠道建设，加强供应链管理能力和提升产品质量的稳定性，以提升自身长期可持续增长能力。

**完善整合的运营体系是蕉下实现各业务环节有效联动和高效运转的关键。**主要包含三大亮点：（1）**以消费者为导向的产品开发流程**：公司会将客户反馈融入产品开发流程，以迎合消费者的需求，通过 DTC 渠道吸取消费者反馈并进行快速的产品迭代，并将成功经验快速应用于其他领域中。（2）**以 DTC 为主的全渠道营销能力**：公司较早在线上销售渠道布局，开设线上店铺，并且大力投入短视频以及直播带货等新零售方式，以内容为中心，把产品介绍与营销活动相结合，加强与用户的互动，提高客户的购物体验感。（3）**通过多平台内容营销能力**：公司营销体系覆盖线上线下，构建了覆盖天猫、抖音、小红书等线上平台营销矩阵，充分利用电商平台、社交媒体进行内容营销，而线下门店负责提供户外产品使用教育、选购建议与直接购物体验，通过多平台内容营销塑造品牌形象，加强流量转化及提升用户粘性。

图表 27 蕉下运营体系

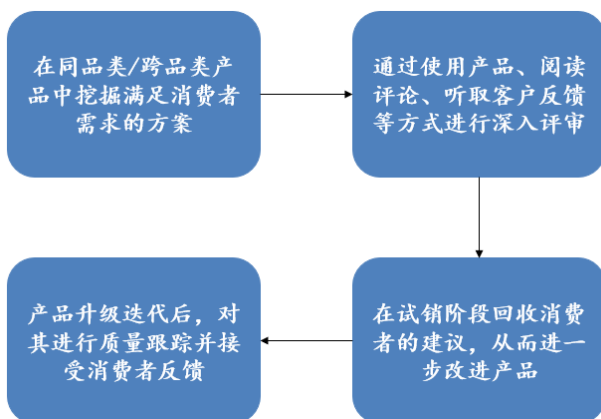


资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

### 3.1 亮点一：以消费者为导向的产品开发流程

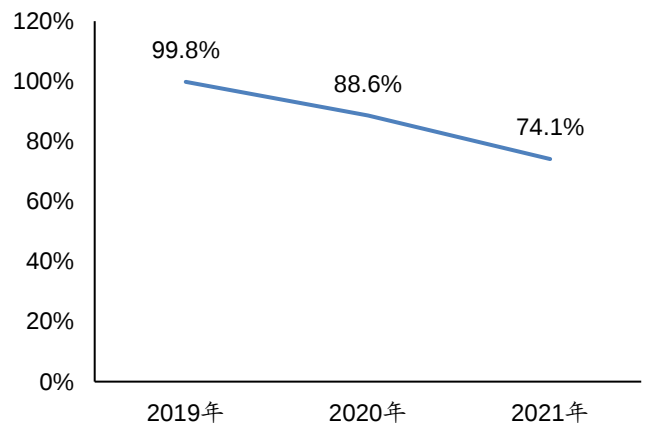
**亮点一：以消费者为导向的产品开发流程，带来较好的消费体验。**公司会将客户反馈融入产品开发流程，以迎合消费者的需求。首先，公司会在同品类产品中，挖掘能够满足消费者需求的方案。然后通过试用产品、阅读评论、听取客户反馈等方式进行深入评审。接着在试销阶段，公司会回收消费者的建议与评估，从而进一步改进产品。在产品升级迭代后，公司也会持续进行质量跟踪并接受反馈。当公司在伞具领域取得成功，开始往鞋服等其他领域拓展。公司具备以消费者为导向的产品开发流程，通过 DTC 渠道吸取消费者反馈并进行快速的产品迭代，并将成功经验快速应用于其他领域中。

图表 28 公司产品开发流程



资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

图表 29 蕉下前 30 款热销精选单品产生的收入占比下降 (%)

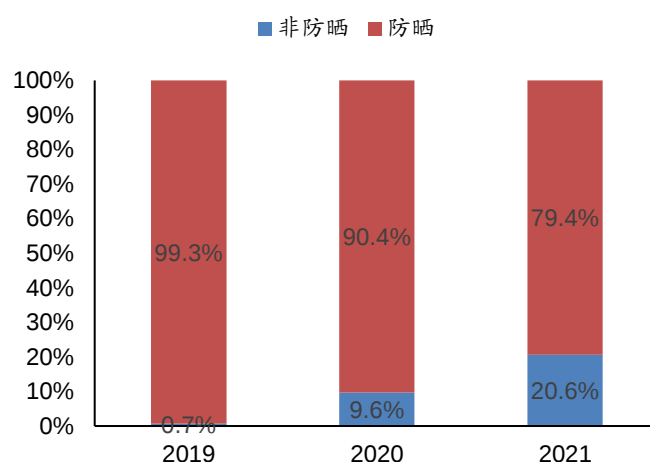
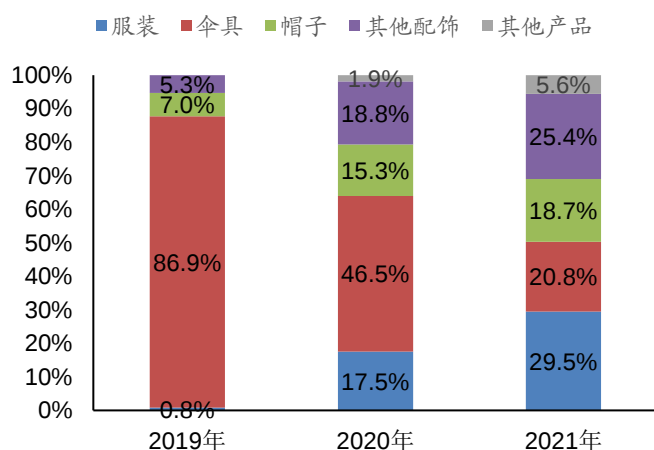


资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

营收结构逐渐多元化，非防晒产品贡献营收增加。2019年公司主要营收来自爆款单品，但随着公司新品的持续开发以及品类拓宽，头部单品贡献营收占比呈下降趋势，2019-21年Top30款热销精选单品营收占比分别为99.8%、88.6%及74.1%。同时随着公司产品品类逐渐拓宽，服贸配饰类、服装类、帽子类、配饰类营收占比逐渐提升。此外，公司还将业务拓展至非防晒市场，非防晒类产品占比自2019年的0.7%提升至2021年的20.6%。

图表 30 蕉下分产品营收结构占比 (%)

图表 31 蕉下非防晒产品营收占比持续提升 (%)



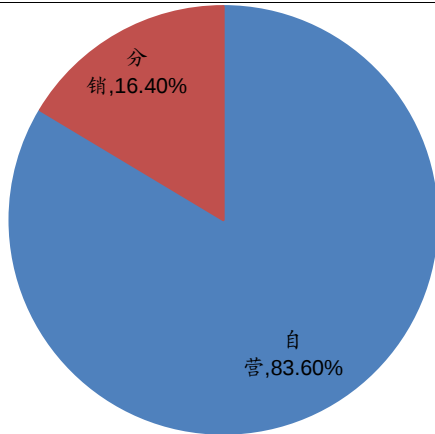
资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

资料来源：蕉下招股说明书，华安证券研究所

## 3.2 亮点二：以 DTC 为主的全渠道营销能力

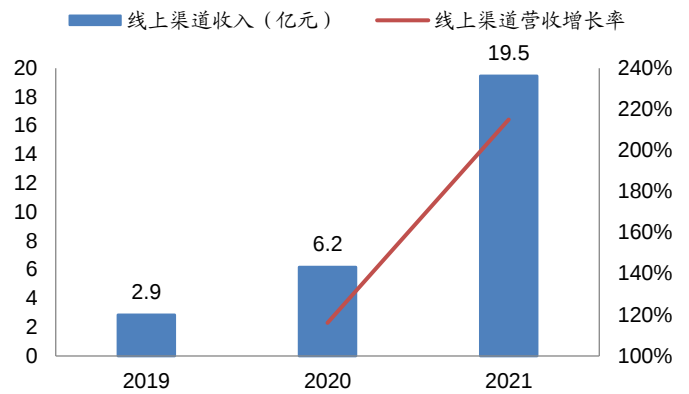
**亮点二：以 DTC 为主、分销为辅的全渠道销售模式实现广泛的消费者触达。**公司作为近十年快速成长起来的 DTC 品牌，直营渠道收入占比较高，近三年一直维持在 80% 以上。公司布局线上销售渠道较早，早在 2013 年成立时就在天猫与京东开设线上店铺，2015 年在唯品会开设线上店铺。同时，公司积极把握消费者消费趋势，大力投入短视频以及直播带货等新零售方式，与头部主播（如李佳琦、罗永浩）和明星（如赵露思）达成合作关系，在抖音、快手、小红书等平台直播带货，以内容为中心，把产品介绍与营销活动相结合，加强与用户的互动，提高客户的购物体验感。2019-21 年线上收入分别为 2.86/6.18/19.47 亿元，复合增长率为 160.9%。公司未来计划将进一步加强全渠道销售及分销网络，提高产品的市场渗透率，增加市场份额。

图表 32 2021 公司自营/分销的销售额占比情况 (%)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 33 2019-2021 公司线上营收情况 (亿元, %)

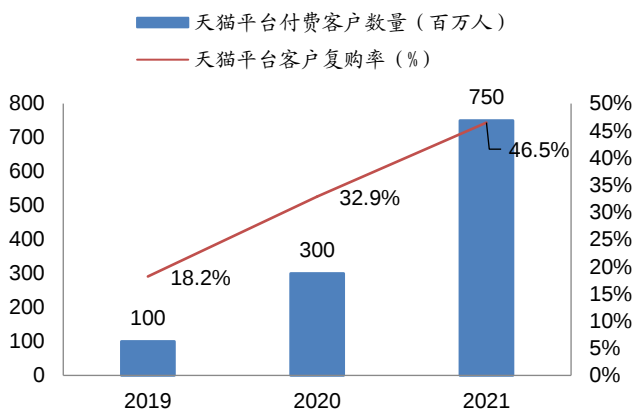


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

### 3.3 亮点三：通过多平台内容营销能力

**亮点三：通过多平台内容营销塑造品牌形象，加强流量转化以及提升用户粘性。**  
公司擅长充分利用电商平台、社交媒体进行内容营销，一方面能够通过优质内容传递品牌理念，有效塑造品牌形象；另一方面，能够加强流量转化，增加付费用户数。以及提升用户粘性，增加复购率。同时，内容营销也能够与消费者进行良性互动，从而在客户交流过程中获取有效信息，并用于指导产品开发及营销流程。公司营销体系覆盖线上线下，构建了覆盖天猫、抖音、小红书等线上平台营销矩阵，而线下门店负责提供户外产品使用教育、选购建议与直接购物体验。具体来看，公司通过举办活动，培养客户对户外活动的兴趣。同时根据使用场景，展示产品独特的设计与功能，提高消费者购买兴趣。公司会与知名 KOL 建立合作关系，制作传播优质内容，传递“妙享户外”的品牌理念。凭借优质的营销内容，公司树立了良好的品牌形象。根据灼识咨询，公司消费者满意度在国内防晒服品牌中排名第一，且 70% 客户在购买后会向别人分享购买经历。公司 2019-2021 天猫旗舰店付费客户数分别为 100/300/750 万人，复购率分别为 18.2%/32.9%/46.5%，忠实消费者数量逐渐增加。

图表 34 公司付费客户数量及复购率持续提升 (百万人, %)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

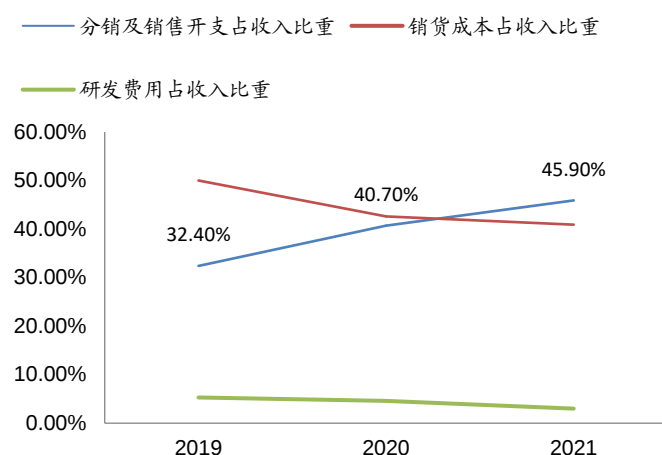
图表 35 公司未来品牌建设计划

| 举措                                                 | 目标                                                                |
|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 开展更多线下品牌活动，与消费者进行互动                                | 强化品牌认同感                                                           |
| 开设线下旗舰店，营造沉浸式户外活动空间                                | 吸引消费者到店探索并在此过程中得到放松                                               |
| 举办赞助露天音乐节、新品发布会等主题活动                               | 为消费者提供健康愉快的户外活动感受                                                 |
| 划邀请户外运动、旅行、时尚穿搭及生活类 KOL 参与营销团队，加大在电商平台与社交媒体平台的营销投入 | 将“妙享户外”的品牌理念广泛传播，实现更多人群的覆盖<br>制作传播优质营销内容，与消费者建立情感连接，驱动消费者主动分享公司产品 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

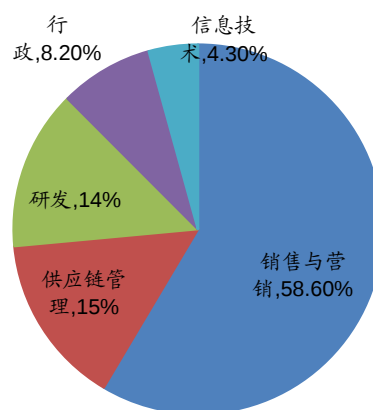
**成长初期注重营销投入，营销费用率逐年提升。**目前营销费用是公司最大的支出方向，2021年高达11亿元，超过了公司年9.7亿的销货成本。2019-21年公司分销及销售开支占收入比重分别为32.4%/40.7%/45.9%，比重逐年增加。而2019-21年销货成本占收入比重分别为49.3%/42%/40.3%。在产品的销售和营销上，公司投入了大量人力。截至2021年末，公司共有1410名全职员工，其中销售与营销/供应链管理/研发/行政/信息技术人员占比分别为58.6%/15%/14%/8.2%/4.3%。作为DTC起家的户外品牌，公司深知营销投放在公司成长初期对于品牌塑造以及流量转化能够起到较大作用。根据招股说明书，公司认为大量的营销投入具有必要性，若无法吸引受欢迎KOL或保持与现有KOL的合作推广，公司影响目标消费者购买决策的能力可能会受到损害。

图表 36 公司分销及销售开支占收入比重较高



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 37 公司销售与营销人员占比最高

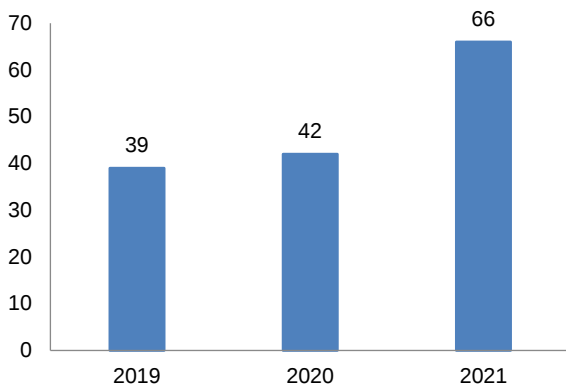


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

### 3.4 可持续增长：完善线下渠道布局，提升供应链管理能力和

**后续预计加速完善线下渠道建设。**作为DTC品牌，公司通过营销完成品牌的出圈，预计后续将加速完善线下渠道建设。公司线下零售门店数由2019年末的39家增加至2021年末的66家。公司计划未来将持续通过与国内知名商超、便利店、百货商店进行合作，在各地建立广泛的线下零售终端网络。同时在海外招聘员工，拓展公司海外渠道以及品牌推广。在线下渠道加速扩张下，公司线下的营收逐渐增加，2019-21年线下收入分别为3.12/3.18/6.58亿，CAGR达45.2%。

图表 38 2019-2021 公司线下零售门店加速扩张（家）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

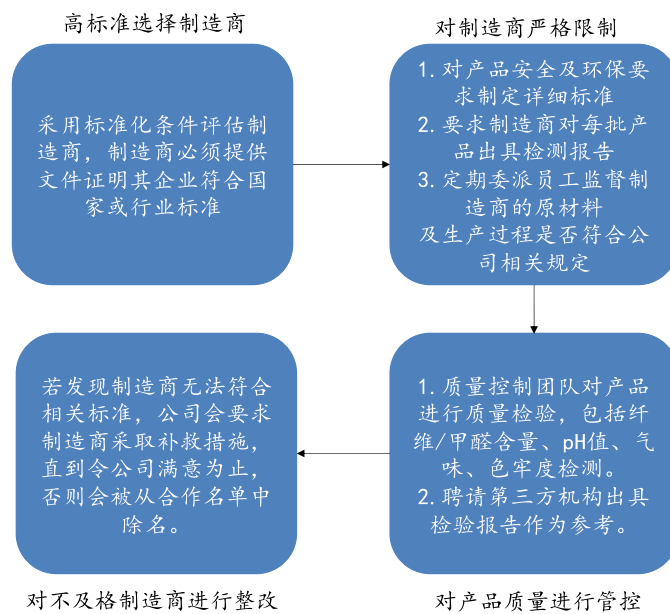
图表 39 公司渠道扩张计划及目标

| 渠道种类                              | 拓展方法                             |
|-----------------------------------|----------------------------------|
| 国内线上销售渠道                          | 壮大成熟电商平台的线上店铺运营团队                |
|                                   | 拓宽新兴电商平台（如抖音、快手）的销售渠道，发力直播带货     |
|                                   | 扩充分销网络的销售团队及客户运营团队，负责客户互动及服务     |
| 国内线下渠道及海外渠道                       | 在国内大城市的大型商业中心和购物广场开设新零售门店及合作零售门店 |
|                                   | 在海外招聘员工推广公司品牌                    |
| 渠道拓展目标                            |                                  |
| 加强公司的全渠道销售及分销网络，提高产品市场渗透率，增加市场份额。 |                                  |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**采取外包生产模式，供应链管理能力和产品质量稳定性存在提升空间。**据公司招股书，公司将所有生产外包予合约制造商，由其加工自行购买原材料并向公司提供成品。据公司对制造商的筛选流程，首先公司会对潜在制造商进行评估，并制定产品的生产标准。其次在生产过程中，公司会要求制造商对产品出具检测报告，并派出员工进行监督。当产品生产后，公司的质量控制团队和第三方机构会对产品进行检测，若发现不及格情况则会勒令制造商整改。公司生产端供应链掌握在合作方手中，在产品质量稳定性以及供应链管理上存在一定的提升空间。预计公司后续将持续加强供应链管理能力和提升产品质量的稳定性。通过对供应链进行数字化改造提升效率，进一步提升竞争优势和自身壁垒。

图表 40 公司对制造商的筛选流程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**提升生产交付及存货管理环节的数字化水平，存货周转率显著提升。**据公司招股书，公司目前在生产订单下达与追踪、存货管理与调拨、产品交付等环节实现了数字化管理。近年来盈利能力与管理效率不断提高，2019-21 年公司毛利率分别为

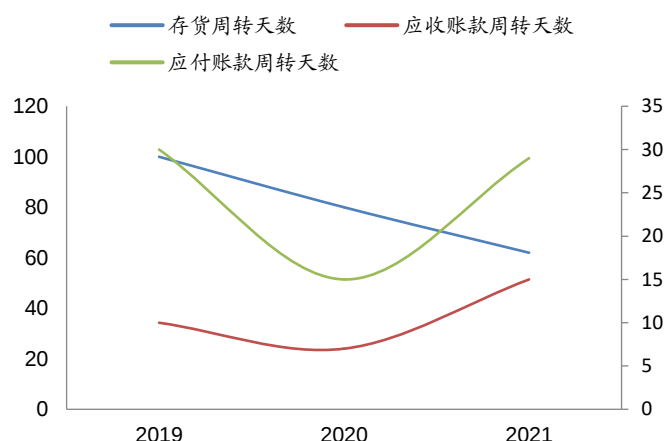
50%/57.4%/59.1%，存货周转天数分别为110/80/62天。2021年存货周转天数缩短至62天，原因是公司提高存货管理能力，方便预测销售需求并快速响应市场，以及市场对产品的需求增加，能够更快地售罄存货。应收账款周转天数2020年的下降主要由于相关期间的收入增加及贸易应收款项占收入的比例下降，2021年上升主因在授予公司信用期的电商和分销商销售额增加导致贸易应收款项结余增加。应付账款周转天数2020年的减少主因销售成本随业务快速增长，2021年的下降主因基于产品组合的拓展和收入的大幅增长提高了与合约制造商的采购额。

图表 41 公司目前采用的数字化管理系统

| 信息系统名称        | 功能                                                    |
|---------------|-------------------------------------------------------|
| 企业资源规划系统(ERP) | 用于处理和管理财务信息，帮助管理层深入分析运营情况，加强各部门的信息交流。                 |
| 订单管理系统(OMS)   | 由订单处理系统、线上订单管理系统和微信订单处理系统组成。该系统自动集中不同电商平台的线上订单接收处理流程。 |
| 分销商管理(DM)     | 集中管理分销商网络的各方面                                         |
| 人力资源管理系统(HRM) | 用于招聘和员工表现评估                                           |
| 办公自动化系统(OA)   | 用于预算控制，工作流程审批和支出                                      |
| 内部通信软件(钉钉)    | 用作内部通讯工具                                              |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 42 存货周转天数、应收账款周转天数及应付账款周转天数(天)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 4 本周观点

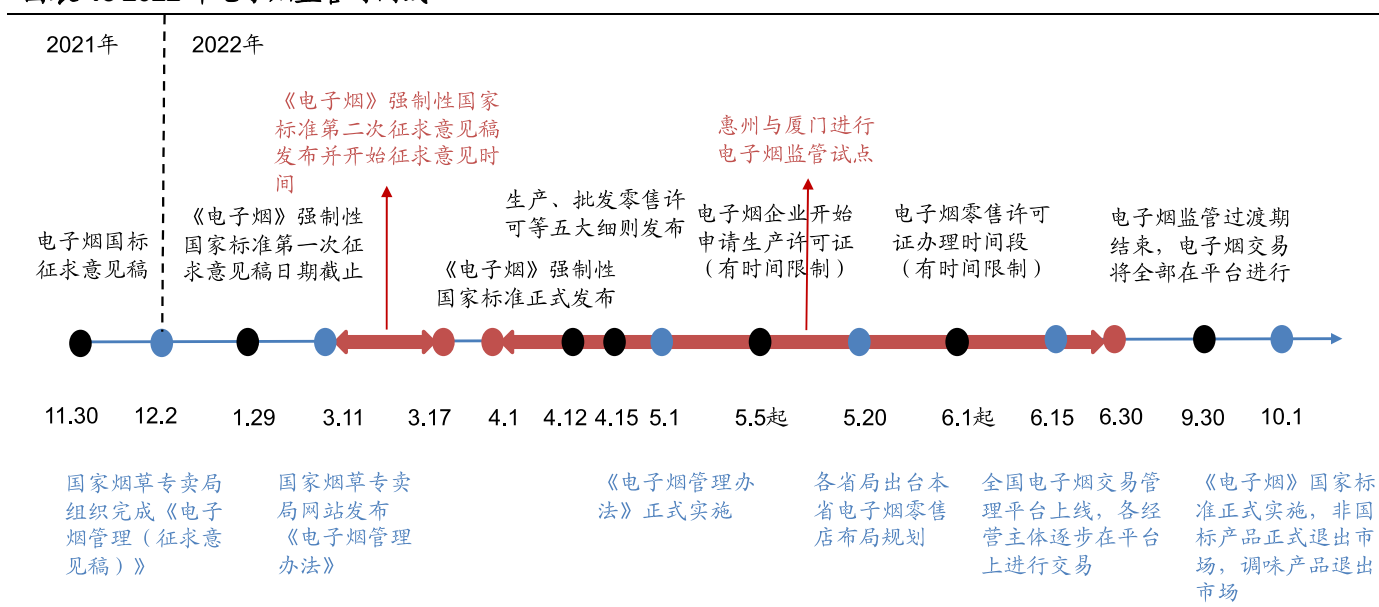
### 4.1 新型烟草

至暗时刻或已过，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，龙头采取扩张性政策，短期不聚焦利润、定价，而是增加研发投入，强化消费者基于减害诉求+消费体验的产品力，通过提升感官体验、及外观设计创新提升消费体验。**国内市场展望：**政策过渡期较市场预期更加宽松，留足申请许可证、对产品完成合规性设计、改造的时间，预计年内能够实现平稳过渡。2021年电子烟出口提速，《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。终端市场电子烟门店经营或已度过至暗时刻，我们预计随着10月《强制国标》生效，终端门店经营情况有望好转；**海外市场跟踪：**1) 菲莫国际 22Q1 在日本、欧洲市占率增长趋势向好，欧洲各国市占率均有提升。HNB 烟弹出货量占比达 14.3%，较 2021 增长 1.4pct。无烟产品的营收占比也呈上升趋势，无烟转型趋势向好；2) 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。新型烟草产品各地区销量、营收均呈现出与卷烟产品下滑相对的占比提升，替代卷烟趋势延续。且 Vuse、Glo、Velo 等品类烟弹增长向好；**生产商展望：**过渡期留给生产商较为充足的时间，思摩尔国际等生产商在过渡期内聚焦研发和生产符合新国标口味及烟杆的新品，预计在 9 月底过渡期结束前逐步面市，年内能够实现平稳过渡。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。

国内市场正处于向全面有序监管的过渡阶段。《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有序；（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有序。

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 43 2022 年电子烟监管 timeline



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

**生产端：14 家电子烟企业生产许可证核发申请处于已受理状态。**自 5 月 5 日起，于 2021 年 11 月 10 日前既存的生产企业可向所在地的省级烟草专卖行政主管部门提出许可证申请。不受理生产企业扩大产能及过渡期违规新设的生产企业或生产点许可申请，优先审批出海企业。生产许可证分为提取尼古丁原材料生产许可、烟油雾化物生产许可、烟具生产及品牌产品生产许可。截至 5 月 27 日，国家烟草专卖局官网进入 5 月以来的办事公示信息显示，已有 14 家电子烟企业申请烟草专卖生产许可证的核发，且状态均为已受理（尼古丁类 4 家、电子烟产品类 3 家、烟

油类申请 8 家)。预计牌照将在 6、7 月发放。

**渠道端：各省发布零售牌照规划，规划数预计能够较好地实现消费者触达。**截至 2022 年 6 月 12 日，全国 31 个地区，包括广东，江苏，河南等电子烟牌照数量规划较多地区，发布了电子烟零售点布局规划及牌照规划数量，电子烟牌照规划总量达 48740 张，而山东与上海仍未公布具体的电子烟牌照数量规划。总体上看，各省发布的电子烟零售许可证数量规划与各地区人口，经济发展水平高度相关。我们认为电子烟牌照规划数量总体符合预期。据《2021 电子烟产业蓝皮书》，截至 2021 年末，全国电子烟零售店数量约 19 万家，其中授权店 13.8 万家，专卖店 4.7 万家，集合店在 5000-7000 家。按截止 6 月 5 日的 4.87 万张牌照数量估算，当前牌照规划约覆盖 92% 的专卖店与集合店（按 6000 家计算）。预计牌照规划能够较好地实现消费者触达，实现政策平稳过渡。

**建议关注低估值+高成长的生产商龙头【思摩尔国际】的底部布局机遇。**政策影响或低于预期，行业平稳过渡后有望迎来高质量发展，龙头夯实长期壁垒，份额有望长期提升。公司 Feelm Air、Feelm Max 等新技术持续发布彰显可持续创新能力，2022 年有望凭借出色产品性能抢占一次性电子烟市场。CBD、医疗雾化、HNB 多平台布局，技术迭代空间较大。22 年预加大研发投入，较菲莫国际处于合理区间。此外公司较菲莫国际盈利质量接近、在手现金更充裕。研发布局具备前瞻性，有望复制菲莫国际的成功路径。

## 4.2 珠宝钻石

**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。**天然钻市场面临美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级、俄乌危机、中国疫情封控带来的不确定性增加、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，或致年内培育钻加速渗透。**上游：**2022 年以来培育钻上游头部生产商定增募资加速产能扩张，预计新增产能年内持续释放；**中游：**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；**下游：**2021 年美国培育钻市场延续高景气，进口额同比增长 49.3%。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 22 年景区度延续。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。行业当前低渗透、高成长，HPHT 生产商龙头具备较高工艺壁垒。2022 年美国高通胀+美对俄天然钻制裁有望加速培育钻渗透。

**5 月印度培育钻进口环比提升，出口创新高验证需求景气度。**5 月培育钻进口额 1.09 亿美元，同比/环比分别+14.7%/+9%，进口数据符合钻石消费进入淡季的特征；5 月培育钻出口额 1.77 亿美元，同比/环比分别+136%/+19.6%，出口额品类渗透 7.81%，同比/环比分别+4.2pct/+1.4pct，出口额及渗透率均创自 2019 年以来新高，验证下游需求旺盛以及对天然钻替代。5 月印度天然钻进口均价同比增长持续验证我们对俄乌危机加剧天然钻供给短缺致天然钻毛坯涨价的判断。5 月 IDEX 成品钻价格指数均值达 151.3，同比/环比分别+21.1%/-1.3%。预计 6 月之后制裁影响逐步传递至成品钻。5 月以来美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级影响逐渐显现，天然钻供给不足+高通胀预期影响终端消费，或加速培育钻渗透。

在下游需求旺盛的背景下，上游产能扩张或仍是关键要素。由于 HPHT 产能扩张存在瓶颈，预计随下游需求增长，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、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。行业增量阶段战略看多具备高质量产能及扩产能力强的生产商龙头，建议关注【力量钻石】，【黄河旋风】，【中兵红箭】。

**黄金珠宝：疫情反复或致黄金珠宝婚庆需求递延释放，疫情、市场预期好转驱动下股价反弹或领先于基本面复苏。**据国家统计局数据，5 月金银珠宝零售额 220.5 亿元，同比下滑 15.5%，在可选消费品中下滑幅度较大，主因珠宝较为依赖线下场景试戴，疫情影响线下门店客流、同时珠宝作为可选消费品受冲击较大。预计对一线市场直营门店占比大的品牌受疫情影响较大，而低线市场经销商占比大的品牌影响相对较小。通过复盘 2020 年珠宝板块行情启动时点，2020 年疫情于 3 月得到有效控制，同时金银珠宝零售额触底后开始反弹。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 2020 年 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。珠宝品牌商门店经营普遍于 20Q2-Q3 开始改善。6 月 1 日上海宣布加快复工复产，本轮疫情即将接近尾声。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。

建议关注的黄金饰品在高线市场具备品牌及产品优势且低线市场加速扩店的【周大福】；以及在 2021Q3 推出省代模式后加速开店的【周大生】；打造国潮时尚创新设计品牌力，渠道端加速发力加盟门店的【潮宏基】。

### 4.3 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。**后疫情时代全球户外休闲活动需求高增长且具备长期的延续性，2021 & 22Q1 相关产品内外销同时高增，相关产业链维持高景气。22 年天猫五一、京东 618 户外露营产品销售同比高增验证高景气度。22 年 1-4 月帐篷、睡袋等露营类用品出口景气度维持高位，滑雪靴、山地自行车等非露营类户外产品出口表现分化。中国 2021 年露营渗透率仅 3%，与美国的 14%、日本的 6%相比差距较大。经济增长及疫情常态化背景下，露营人口渗透率有望长期增长。户外运动热潮下国内外户外用品需求量有望稳步提升，露营热潮热直接或间接撬动相关产业快速发展。国内体育政策提供底层支持，预计中长期基础设施完善带动国内户外运动参与度提升。疫情常态化，户外运动/露营有望成为居民生活方式，行业景气度延续。生产商在手订单充裕，业绩增长确定性较强。

推荐充气床垫细分龙头【浙江自然】，公司供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长；以及国内最大的保温杯制造商【哈尔斯】，公司持续深化改革、品牌改革，股权激励凝聚整体意志，自有品牌重点发力，占比有望持续提升。建议关注出口高景气、内销品牌业务高增长的高

性能户外露营设备企业【牧高笛】。

## 4.4 家居板块

家居板块：

**估值进入安全区间，白马进入价值配置区间。**当前整体板块估值反应了对房地产竣工、销售下滑现状及预期，但就个体企业基本面而言，龙头白马在近三年体现基本面韧性。近端来看，头部定制、软体家居企业同期增速普遍高于社零家具类增速，中长期，软体家具具备较大渗透率提升空间，定制龙头持续拓宽整装等渠道。两会政府工作报告提及房地产支柱及托底作用，潜在政策催化有望提振行业预期，我们认为当前家居龙头白马进入长期配置价值区间。

**家居板块建议关注【欧派家居】：**公司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；**【索菲亚】：**公司 22 年轻装上阵深化管理制度改革，持续推进全渠道多品牌全品类发展；**【志邦家居】：**公司以橱柜衣柜为核心进行多品类延伸，多渠道布局成果初现，看好未来持续提升市场份额；**【顾家家居】：**渠道改革逐步兑现至业绩，基于原有的强势沙发渠道发力新品类并逐渐放量；**【喜临门】：**公司聚焦主业，自主品牌发力强劲，加速渠道拓展；**【敏华控股】：**国内功能沙发绝对龙头，继续发力床垫打造第二增长曲线，市场份额和业绩处于较强的上升通道。

## 4.5 造纸板块

**纸浆：**本周进口浆价基本保持稳定，阔叶浆价格小幅上扬 150 元/吨。浆价变动主因：根据卓创资讯，1）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，消息面支撑浆市；2）下游生活用纸企业发布 200-300 元/吨原纸涨价函，白卡纸企业发布 200 元/吨原纸涨价函，继续提振市场信心。

**【木浆系】文化纸：**近期文化纸纸价基本稳定，双胶纸、铜版纸纸价略有下滑。规模纸厂报价维稳，部分产线开工率不足；需求方面，下游经销商交投平平，订单略有恢复，但对整体需求提振力度较弱。上游纸浆价格高位震荡，成本利好。生产方面，根据卓创资讯，文化纸开工负荷率基本保持稳定，开工情况有所回升，受部分订单恢复影响，库存水平略有下降。

**白卡纸：**近期白卡纸价格弱势下行调整，主流市场参考价 6200-6400 元/吨，受局部地区疫情及运输影响，市场出货缓慢，运营压力提升；出口订单持续景气，缓解内需压力；木浆成本维持坚挺，规模纸厂计划 6 月提涨 200 元/吨，个别中小企业则下调 100 元/吨，纸厂价格政策分化。根据卓创资讯，当前多数纸厂维持正常开工，整体产量略有收窄，随内需持续疲软，纸企库存有增加压力。

**【废纸系】**近期箱板纸纸价维稳，瓦楞纸纸价承压下行，根据卓创资讯，箱板纸龙头月初发布限时政策，低端级别普遍优惠 50 元/吨，个别基地高端牛卡上调 100 元/

吨，高端箱板纸价格依旧坚挺。而瓦楞纸也执行限期优惠政策，价格中枢下移；其次，原料废纸价格下滑，成本面支撑偏弱，但一定程度缓解纸企成本压力；需求端来看，终端消费依旧偏弱，下游包装厂订单略有好转但增量有限，纸企库存压力较大。

浆纸系逐渐步入淡季，在疫情扰动下内需增长乏力，叠加浆价短期高位坚挺，成本压力上涨，行业景气度下行。不同纸种间供需格局略有分化，其中文化纸供需双弱，5月开工率下滑+库存抬升，应对成本压力虽有提价但落地不畅，纸企盈利承压。白卡纸内需疲弱，库存压力增加，但出口需求景气度延续，一定程度上缓解内需压力。

当前成本高位下，纸企陆续发布新一轮涨价函，但考虑需求下行，预计纸企价格传导有限，行业成本压力抬升将进一步压缩利润空间。此外，原纸开工率下滑也降低浆价后期再次大幅上涨的可能性。我们预计浆价短期内仍将保持坚挺，但再次大幅上涨可能性较小，随全球木浆产能逐渐恢复，浆价或有边际松动可能。

**延续特纸压力逐步松动观点，其中五洲业绩弹性最大。**受短期供应面扰动浆价仍处高位，但浆纸系逐渐步入淡季，预计难以支撑浆价再次大幅上涨，且海外阔叶浆产能将在下半年陆续恢复或投产，供给端压力逐步缓解，故22H2起浆价下行可能性较大。建议关注特种纸板块当前高性价比优势，高景气纸种产销旺盛，良好的供需结构使得提价落地顺畅，且后期若浆价下行存在明显的利润反弹。当前特纸龙头企业估值较低（其中五洲特纸PE-TTM仅为17.2X），结合公司投产节奏、生产及销售端壁垒来看，具备较高安全边际。

浆价短期坚挺利好具备自有浆线或木浆库存管理能力较强的规模纸企，行业格局有望进一步优化。推荐具备自有浆线，且多元化发展的综合性龙头纸企【**太阳纸业**】，建议关注【**博汇纸业**】，白卡业务占比最高，有望充分受益此轮外需拉动。

此外，建议关注若浆价后期松动后特纸板块盈利反弹，推荐供需持续旺盛，提价顺畅，成本管控能力强的食品卡龙头企业【**五洲特纸**】。建议关注【**华旺科技**】，短期提价落地盈利改善可期，中长期看好出口业务持续高增；【**仙鹤股份**】，多元化产品矩阵+柔性化生产构筑壁垒，产能加速释放，中长期成长动能充足。

## 4.6 纺织服装板块

**纺织制造板块：**在疫情的影响下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%，6月以来伴随上海复产复工、线下消费逐步恢复，我们认为内需具备复苏机会。上半年在全球疫情影响下国内纺织制造产业链优势凸显，5月纺织物及制品出口额同比+15.7%，服装及衣着附件出口额同比+24.6%，但由于近期欧美通胀压力，市场对于外需持谨慎态度。中美贸易摩擦有缓和迹象，关税回落利好出口，后续板块景气度需关注全球经济形式和政策变动。考虑到目前板块估值回落具备性价比，我们认为可适当左侧布局，建议关注代工制造龙头【**华利集团**】。

**功能性鞋服赛道：（1）运动鞋服：**品牌服饰近期估值出现回升趋势，我们认为随着消费持续复苏，国潮崛起为国内龙头品牌带来行业机会，从22Q1业绩来看，

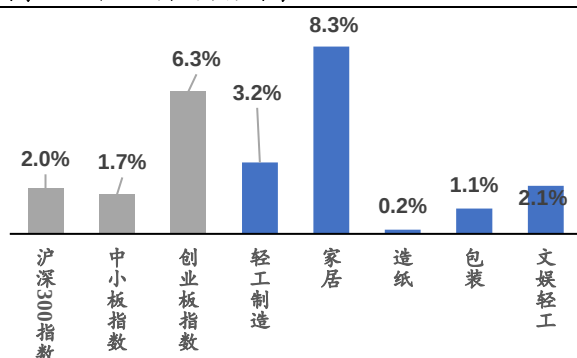
体育服饰龙头收入和利润持续增长，有集中度持续提升的机会。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。建议关注【安踏】、【李宁】、【特步】；（2）**羽绒服**：Q2 是羽绒服传统销售淡季，受 4 月以来疫情扩散的影响相对较小，业绩具备韧性。根据波司登 21/22 财年业绩公告，公司线上线下渠道升级，高单价产品占比提升，各品牌收入增速较快。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【波司登】。

## 5.本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数上涨 2.0%，中小板指数上涨 1.7%，创业板指数上涨 6.3%，轻工制造板块上涨 3.2%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为+8.3%、+0.2%、+1.1%、+2.1%。

个股来看，本周涨幅前三分别为索菲亚、海象新材、滨海能源，涨幅分别为 19.21%/18.75%/18.05%；本周跌幅前三分别为新宏泽、顺灏股份、明月镜片，跌幅分别为-9.34%/-7.93%/-7.57%。

图表 44 轻工制造指数周涨跌幅



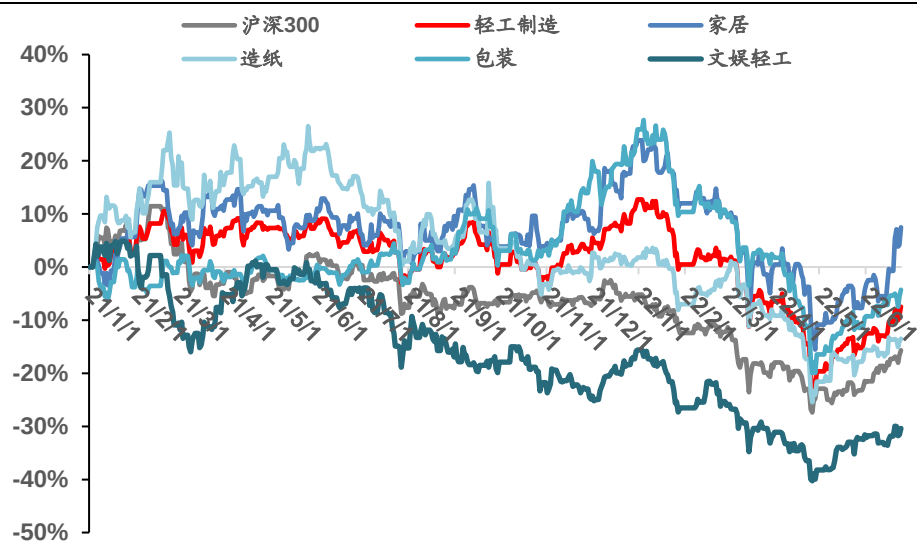
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | %     | 跌幅TOP10 | %     |
|---------|-------|---------|-------|
| 索菲亚     | 19.21 | 新宏泽     | -9.34 |
| 海象新材    | 18.75 | 顺灏股份    | -7.93 |
| 滨海能源    | 18.05 | 明月镜片    | -7.57 |
| 蒙娜丽莎    | 16.96 | 上海易连    | -6.76 |
| 五洲特纸    | 15.85 | 龙竹科技    | -6.30 |
| 志邦家居    | 14.71 | 中锐股份    | -4.48 |
| 喜临门     | 14.53 | 陕西金叶    | -4.38 |
| 顾家家居    | 10.75 | 帝欧家居    | -4.38 |
| 江山欧派    | 10.17 | 永艺股份    | -4.12 |
| 嘉益股份    | 9.58  | 岳阳林纸    | -3.95 |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 47 轻工重点公司估值

| 【华安轻工】轻工重点公司估值 |       |            |       |             |      |     |     |     |       |      |      |      |      |      |
|----------------|-------|------------|-------|-------------|------|-----|-----|-----|-------|------|------|------|------|------|
|                | 公司    | 市值<br>(亿元) | 周涨跌幅  | 年初至今<br>涨跌幅 | EPS  |     |     |     | PE    |      |      |      | BVPS | PB   |
|                |       |            |       |             | 21A  | 22E | 23E | 24E | 21A   | 22E  | 23E  | 24E  |      |      |
| 家居             | 欧派家居  | 840        | 9.4%  | -6.5%       | 4.4  | 5.1 | 6.0 | 7.0 | 31.4  | 27.0 | 23.0 | 19.6 | 23.7 | 5.8  |
|                | 索菲亚   | 242        | 19.2% | 23.1%       | 0.1  | 1.5 | 1.8 | 2.2 | 204.3 | 17.4 | 14.5 | 12.3 | 6.2  | 4.3  |
|                | 尚品宅配  | 52         | 2.6%  | -38.8%      | 0.5  | 1.1 | 1.5 | 2.0 | 58.0  | 24.3 | 17.3 | 13.3 | 18.0 | 1.4  |
|                | 金牌厨柜  | 46         | 7.7%  | -19.3%      | 2.3  | 2.7 | 3.3 | 4.0 | 12.9  | 11.0 | 8.9  | 7.4  | 15.6 | 1.9  |
|                | 志邦家居  | 84         | 14.7% | -9.8%       | 1.6  | 1.9 | 2.4 | 2.8 | 16.6  | 13.8 | 11.4 | 9.5  | 8.3  | 3.2  |
|                | 顾家家居  | 455        | 10.8% | -6.7%       | 2.7  | 3.3 | 4.0 | 4.8 | 27.2  | 21.9 | 17.9 | 14.9 | 12.7 | 5.7  |
|                | 喜临门   | 138        | 14.5% | -8.5%       | 1.5  | 1.9 | 2.4 | 3.1 | 24.6  | 19.2 | 14.8 | 11.5 | 8.3  | 4.3  |
|                | 梦百合   | 58         | 2.6%  | -30.4%      | -0.6 | 0.8 | 1.3 | 1.7 | -21.1 | 14.9 | 9.6  | 7.0  | 6.0  | 2.0  |
|                | 江山欧派  | 62         | 10.2% | -6.2%       | 2.5  | 4.3 | 5.5 | 6.7 | 24.1  | 13.7 | 10.8 | 8.8  | 17.2 | 3.4  |
|                | 公牛集团  | 908        | 3.8%  | -8.2%       | 4.6  | 5.3 | 6.2 | 7.1 | 32.6  | 28.4 | 24.4 | 21.2 | 17.9 | 8.4  |
| 造纸             | 中顺洁柔  | 161        | 4.0%  | -25.9%      | 0.5  | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 27.2  | 24.2 | 20.3 | 17.3 | 3.7  | 3.3  |
|                | 太阳纸业  | 322        | -0.8% | 4.4%        | 1.1  | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 10.7  | 10.4 | 9.3  | 8.6  | 6.9  | 1.7  |
| 文娱             | 晨光股份  | 471        | -0.4% | -20.3%      | 1.6  | 1.9 | 2.3 | 2.7 | 30.9  | 26.5 | 22.0 | 18.5 | 6.7  | 7.6  |
| 电子             | 思摩尔国际 | 1,401      | 14.2% | -40.7%      | 0.5  | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 51.9  | 30.2 | 23.8 | 20.0 | 3.9  | 15.9 |

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

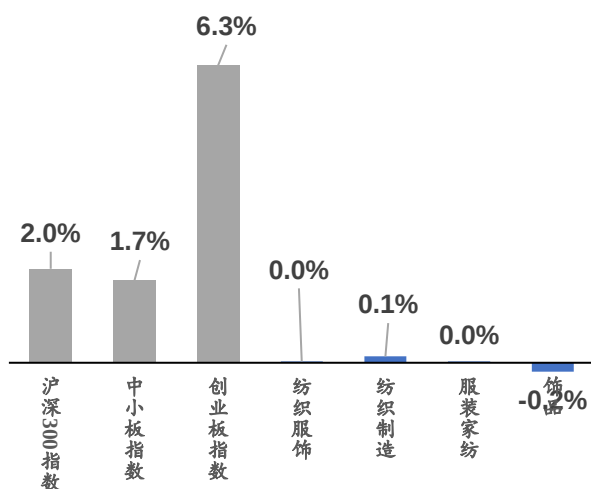
## 6. 本周纺织服饰板块走势

本周沪深 300 指数上涨 2.0%，中小板指数上涨 1.7%，创业板指数上涨 6.3%，纺织服装板块上涨 0.03%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺、饰品涨跌幅分别为 +0.1%、+0.03%、-0.2%。

个股来看，本周涨幅前三分别为红豆股份、航民股份、兴业科技，涨幅分别为

21.45%/9.96%/9.14%、%；本周跌幅前三分别为\*ST 中潜、富春染织、慕思股份，跌幅分别为-13.21%/-11.78%/-8.97%。

图表 48 纺织服装指数周涨跌幅



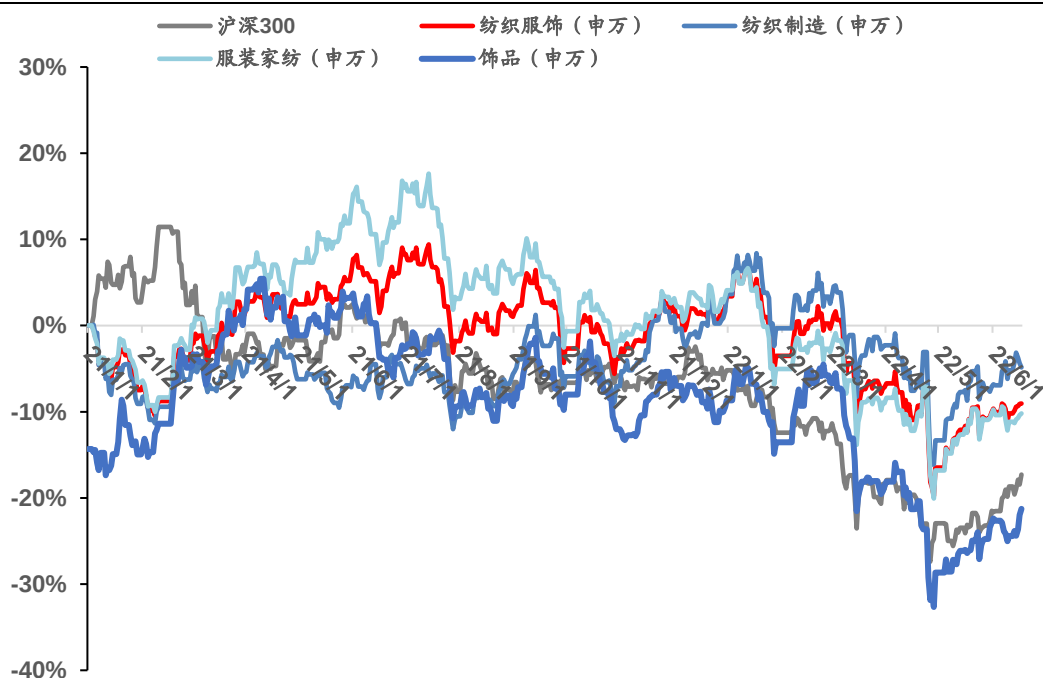
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

| 涨幅TOP10 | %     | 跌幅TOP10 | %      |
|---------|-------|---------|--------|
| 红豆股份    | 21.45 | *ST中潜   | -13.21 |
| 航民股份    | 9.96  | 富春染织    | -11.78 |
| 兴业科技    | 9.14  | 慕思股份    | -8.97  |
| 孚日股份    | 8.27  | 退市环球    | -8.33  |
| 潮宏基     | 7.13  | 三房巷     | -8.24  |
| 富安娜     | 6.43  | 伟星股份    | -6.37  |
| 众望布艺    | 5.61  | 天创时尚    | -6.33  |
| 红蜻蜓     | 5.48  | 牧高笛     | -5.82  |
| 华斯股份    | 5.21  | 中国黄金    | -4.91  |
| 萃华珠宝    | 4.74  | 开润股份    | -4.83  |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 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 51 纺服重点公司估值

| 【华安轻工】纺服重点公司估值 |      |            |       |             |     |     |     |     |      |      |      |      |      |     |
|----------------|------|------------|-------|-------------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|-----|
|                | 公司   | 市值<br>(亿元) | 周涨跌幅  | 年初至今<br>涨跌幅 | EPS |     |     |     | PE   |      |      |      | BVPS | PB  |
|                |      |            |       |             | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A  | 22E  | 23E  | 24E  |      |     |
| 运动鞋服           | 安踏体育 | 2,410      | 5.4%  | -23.2%      | 3.5 | 3.7 | 4.6 | 5.6 | 25.3 | 24.2 | 19.2 | 16.0 | 13.1 | 6.8 |
|                | 李宁   | 1,772      | 7.4%  | -20.0%      | 2.0 | 2.1 | 2.7 | 3.3 | 34.6 | 31.9 | 25.5 | 20.8 | 9.9  | 6.9 |
|                | 特步国际 | 356        | 8.3%  | 5.4%        | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 30.4 | 25.9 | 20.4 | 16.4 | 3.7  | 3.7 |
| 纺织制造           | 中洲国际 | 1,451      | 6.9%  | -35.3%      | 2.7 | 3.9 | 5.0 | 5.9 | 35.2 | 24.8 | 19.3 | 16.3 | 22.6 | 4.3 |
|                | 华利集团 | 896        | 3.0%  | -12.5%      | 2.5 | 3.0 | 3.7 | 4.4 | 31.3 | 25.7 | 20.9 | 17.4 | 9.4  | 8.2 |
|                | 健盛集团 | 48         | -3.6% | 7.1%        | 0.4 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 29.0 | 15.5 | 12.2 | 10.1 | 6.1  | 2.1 |
|                | 伟星股份 | 102        | -6.4% | 3.6%        | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 17.0 | 18.7 | 15.6 | 12.9 | 2.6  | 3.8 |
| 大众休闲           | 森马服饰 | 157        | -0.5% | -18.3%      | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 10.6 | 10.0 | 8.6  | 7.5  | 4.3  | 1.3 |
|                | 海澜之家 | 229        | 0.6%  | -17.3%      | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 9.1  | 8.7  | 7.6  | 6.7  | 3.3  | 1.6 |
|                | 太平鸟  | 94         | -1.3% | -26.6%      | 1.4 | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 13.8 | 11.9 | 9.9  | 8.5  | 8.8  | 2.2 |
| 高端服饰           | 地素时尚 | 75         | 0.6%  | -18.7%      | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 10.8 | 10.3 | 8.7  | 7.6  | 7.8  | 2.0 |
|                | 欣贺股份 | 37         | 2.8%  | -13.5%      | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 12.7 | 11.5 | 9.2  | 7.9  | 7.0  | 1.2 |
|                | 歌力思  | 36         | -0.3% | -34.1%      | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 11.1 | 10.1 | 8.3  | 7.3  | 7.7  | 1.3 |
|                | 比音勒芬 | 138        | -2.3% | -4.7%       | 1.2 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 21.1 | 17.2 | 13.7 | 11.3 | 5.6  | 4.3 |
| 男装             | 九牧王  | 48         | 1.0%  | -27.9%      | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 24.7 | 17.1 | 12.3 | 11.5 | 7.1  | 1.2 |
|                | 七匹狼  | 41         | -0.2% | -12.6%      | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 16.9 | 14.3 | 13.0 | 12.4 | 7.9  | 0.7 |
| 家纺             | 水星家纺 | 39         | 2.1%  | -11.0%      | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 9.9  | 9.0  | 7.8  | 6.8  | 9.9  | 1.5 |
|                | 罗莱生活 | 107        | 1.8%  | -11.0%      | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 14.8 | 13.4 | 11.6 | 10.2 | 4.8  | 2.6 |
|                | 富安娜  | 65         | 6.4%  | -1.8%       | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 11.6 | 10.4 | 9.0  | 7.8  | 4.5  | 1.7 |

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 52 上市公司重要公告

| 时间         | 上市公司 | 公告                                                                                                                  |
|------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022-06-21 | 富春染织 | 公开发行可转换公司债券募集说明书：本次发行可转债募集资金总额不超过人民币 5.7 亿元，发行数量为 570 万张（57 万手）。公司主体信用等级为 AA-，本次债券信用等级为 AA-。                        |
| 2022-06-22 | 梦百合  | 股权激励限制性股票回购注销实施公告：2022 年 6 月 24 日公司回购注销未达到解锁条件的限制性股票 124.93 万股。                                                     |
| 2022-06-22 | 明月镜片 | 关于聘任公司财务总监的公告：公司聘任财务总监尉静妮女士，尉女士曾任安永华明会计师事务所审计经理、聚信国际租赁有限公司财务部高级经理、国药控股（中国）融资租赁有限公司资金部副部长。                           |
| 2022-06-24 | 波司登  | 截至 2022 年 3 月 31 日止年度的年度业绩：公司收入 162.14 亿元，同比+20%，毛利率 60.1%，同比+1.5pcts。                                              |
| 2022-06-22 | 江山欧派 | 关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书：公司拟以人民币 0.5-1.0 亿元回购价格不超过 60 元/股的公司股份，预计回购股份数量约为 166.67 万股，约占目前总股本的 1.59%，回购股票用于发行可转换公司债券。  |
| 2022-06-23 | 富安娜  | 关于控股股东增持股份计划的公告：控股股东林国芳先生将根据市场情况计划在未来 6 个月内通过大宗交易等方式增持公司股份，拟增持股份不低于公司总股本的 1%，不超过公司总股本的 2%，不排除未来根据实际情况进一步增持公司股票的可能性。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 风险提示：

疫情反复且持续时间超预期、原材料价格波动、可选消费增长不及预期。

## 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。