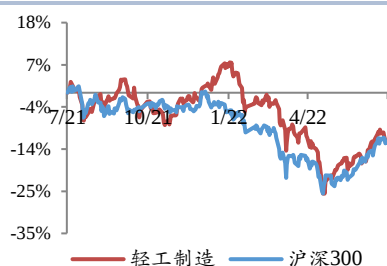


恒达新材招股书拆解-小而美的医疗、食品用特种纸企业

行业评级：增持

报告日期：2022-07-10

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：恒达新材招股书拆解-小而美的医疗、食品用特种纸企业。**公司在中高端医疗和食品一次包装原纸领域市场份额均处于行业前列，与包括德盟集团、奥美医疗、紫江企业、宁波华力、振德医疗、稳健医疗、威海威高等下游主要的医疗、食品包装企业客户和医疗耗材企业客户等建立了长期的稳固合作关系。在疫情及以纸代塑催化下，公司近三年净利润 CAGR 高达 79.7%。

行业：医疗及食品包装用纸为特种纸行业中高景气细分赛道。1) 医疗包装用纸伴随最终灭菌模式渗透率提升，医疗器械市场规模的持续发展，口罩、防护服和检测拭子需求大幅增加，居民卫生防护意识的大幅提高等，市场需求稳步提升，未来市场空间广阔；根据前瞻产业研究院的数据，我国医疗包装原纸产量由 2013 年的 9.76 万吨提升至 2020 年的 21 万吨，7 年 CAGR 为 11.6%。国内医疗包装原纸主要玩家为恒达新材与仙鹤股份，2020 年恒达新材医疗包装原纸产量占比 16.98%。2) 非容器类食品包装纸未来增长主要受益于餐饮及外卖的快速发展，禁塑令下以纸代塑的不可逆趋势。根据前瞻产业研究院，2011 年至 2020 年我国食品包装特种纸市场规模从 107.38 万吨增长至 236.50 万吨，CAGR 为 9.17%。

公司：产销旺盛，具备较强技术壁垒与优质稳定客户资源。1) 生产端：公司注重研发和技术创新，拥有较强的技术壁垒；2) 客户端：产品力强劲，与知名医疗及食品包装、医疗耗材企业建立长期稳固合作；3) 公司产销景气度高，产能利用率接近饱和，募投项目稳步推进助力产能突破瓶颈。

● 本周观点。

【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，特种纸压力逐步松动》核心观点：特种纸压力逐步松动，首推五洲特种纸。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。当前特种纸龙头估值较低，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

相关报告

1.六面顶压机大型化趋势详细解读；工业钻产销两旺、价格或维持高位
2022-07-04

2.JUUL 烟草、薄荷产品 PMTA 被拒，思摩尔代工品牌 Vuse 份额有望提升
2022-06-26

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 月以来伴随上海复产复工、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，当前可适当关注国潮龙头；**羽绒服：**Q2Q3 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。

【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。

● 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【仙鹤股份】、【华旺科技】。

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 恒达新材招股书梳理.....	7
1.1 恒达新材——小而美的医疗、食品用特种纸企业.....	7
1.2 行业增长驱动：以纸代塑、环保及医疗行业持续增长.....	11
1.3 产销旺盛，具备较强技术壁垒与优质稳定客户资源.....	19
2.本周观点.....	22
2.1 新型烟草.....	22
2.2 珠宝钻石.....	24
2.3 户外运动.....	25
2.4 家居板块.....	26
2.5 造纸板块.....	26
2.6 纺织服装板块.....	27
3.本周轻工制造板块走势.....	28
4.本周纺织服饰板块走势.....	30
5.本周重要公告.....	31
风险提示：.....	32

图表目录

图表 1 公司主要发展历程	7
图表 2 公司主要产品及用途	7
图表 3 公司营业收入和增长速率	8
图表 4 公司近三年复合增长率与可比公司对比	8
图表 5 2013 年至今公司营收构成	8
图表 6 2021 年恒达新材收入构成	8
图表 7 2013 年至今公司归母净利润及增速	9
图表 8 2021 年公司归母净利润与可比公司对比	9
图表 9 2013 年至今公司毛利率与净利率	9
图表 10 公司各业务毛利率	9
图表 11 公司历年主营成本构成	10
图表 12 2021 年可比公司成本构成	10
图表 13 公司 2013 年至今期间费用情况	10
图表 14 公司股权结构	11
图表 15 公司董事及高管履历	11
图表 16 2007-2020 年我国特种纸产量及增速	12
图表 17 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比	12
图表 18 2020 年我国主要特种纸产量占比	12
图表 19 医疗透析纸及非透析性医疗包装原纸对比	13
图表 20 医疗包装原纸生产流程	13
图表 21 2013-2020 年我国医疗包装原纸产量及增速	14
图表 22 2015-2020 年医疗包装原纸产量构成（万吨）	14
图表 23 最终灭菌医疗器械灭菌过程示例	14
图表 24 最终灭菌与传统灭菌方式差异对比	14
图表 25 2016-2024E 全球医疗器械市场规模（亿美元）	15
图表 26 2016-2021E 中国医疗器械市场规模（亿元）	15
图表 27 纸塑复合包装的医用口罩	16
图表 28 纸塑复合包装抗原检测拭子	16
图表 29 食品包装种类——按材质分类	17
图表 30 容器类与非容器类食品包装纸应用举例	17
图表 31 2011 年至 2020 年我国食品包装特种纸产量（万吨）	17
图表 32 2015-2025E 中国餐饮行业规模（亿元）	18
图表 33 2017-2021 年外卖占全国餐饮比例	18
图表 34 我国限塑令具体细则	18
图表 35 其他国家及地区限塑令举例	19
图表 36 公司主要核心技术情况	19
图表 36 公司核心技术产品收入情况	20
图表 38 公司 2018-2021 年研发费用率均值为 4.01%	20
图表 39 公司 2021 年末研发人员数量占比高达 19.1%	20
图表 40 公司产品直接下游客户以及终端客户主要构成	21
图表 41 公司主要客户介绍及销售占比情况	21



图表 42 公司 2018-2021 年产能及产量情况.....	22
图表 43 公司募投项目建设情况.....	22
图表 44 2022 年电子烟监管时间线.....	23
图表 45 轻工制造指数周涨跌幅.....	28
图表 46 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	28
图表 47 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势.....	29
图表 48 轻工重点公司估值.....	29
图表 49 纺织服饰指数周涨跌幅.....	30
图表 50 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	30
图表 51 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅.....	30
图表 52 纺服重点公司估值.....	31
图表 53 上市公司重要公告.....	31

1 恒达新材招股书梳理

1.1 恒达新材——小而美的医疗、食品用特种纸企业

公司主要业务为一次性医疗、食品包装用特纸。公司成立于 2002 年，专业从事特种纸原纸的研发、生产和销售，产品包括医疗包装原纸、食品包装原纸、工业特种纸原纸和卷烟配套原纸，其中以医疗和食品包装原纸为主。根据公司公告，公司在中高端医疗和食品一次包装原纸领域市场份额均处于行业前列，具有较强市场竞争力。

图表 1 公司主要发展历程

	2002年	2005年	2010年
业务延伸	公司产品以卷烟配套系列原纸为主	2005年进入医疗包装原纸领域； 2006年进入食品包装原纸领域；	深耕医疗和食品一次性包装原纸领域； 2012年恒达新材2万吨特种纸项目投产； 2016年恒川新材1号线1.8万吨特种纸项目投产； 2018年恒川新材2号线1.8万吨特种纸项目投产； 2020年恒川新材3号线3万吨特种纸项目开工；
市场拓展	与立可达包装展开合作	2005年与奥美医疗展开合作； 2006年与云南白药展开合作； 2007年与德盟集团展开合作	2014年与德盟集团建立全球战略合作伙伴关系； 2020年承担国家科技部“科技助力经济2020”重点专项项目； 2020年子公司承担“浙江省制造业高质量发展产业链协同创新”项目； 2021年承担浙江省重点研发计划项目；

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

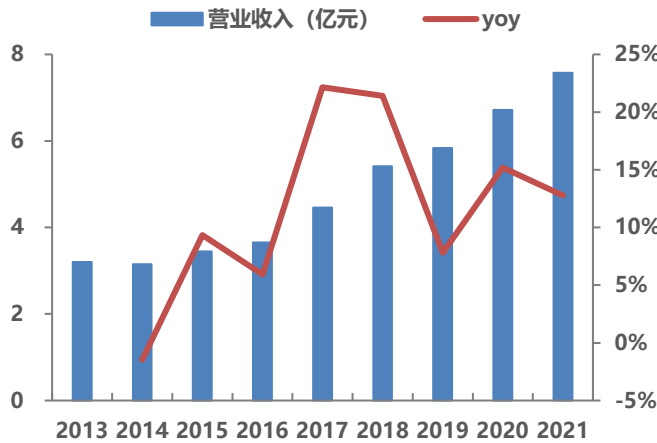
图表 2 公司主要产品及用途

产品品类	产品特性	产品用途	图例
医疗包装原纸			
医疗透析纸	良好的透气性、阻菌性、生物相容性和较好的表面强度	最终灭菌医疗耗材及器械的透析性包装面、医用口罩的外包装	
非透析性医疗包装原纸	防油防水、耐热高温性	医疗耗材及器械的非透析性包装面、医用手套等医疗耗材的包裹或内衬、医用创口贴的外包装等	
食品包装原纸			
防油纸	防油、抗水、耐高温	各类薯条、汉堡、点心等食品的一次包装；日常食品制作如烘焙	
上蜡原纸			
吸管纸			
涂硅原纸			
工业特种纸原纸			
木纹原纸	印刷适性强、高光泽度、高表面强度	桌、椅、门等建材家具用品的表面装饰	
热转印原纸	平滑、受热伸缩率均等	门窗、服装等物品的图案热转印载体	
卷烟配套原纸			
白接装原纸	纸面细腻、光滑、均匀、定量稳定、印刷清晰、适用性强、环保安全	烟用接装纸的基纸、香烟接装过滤嘴外包装材料	
高光转移接装原纸	白接装原纸基础上加入复合铝箔或膜的工序处理	更高端烟用接装纸原纸	

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

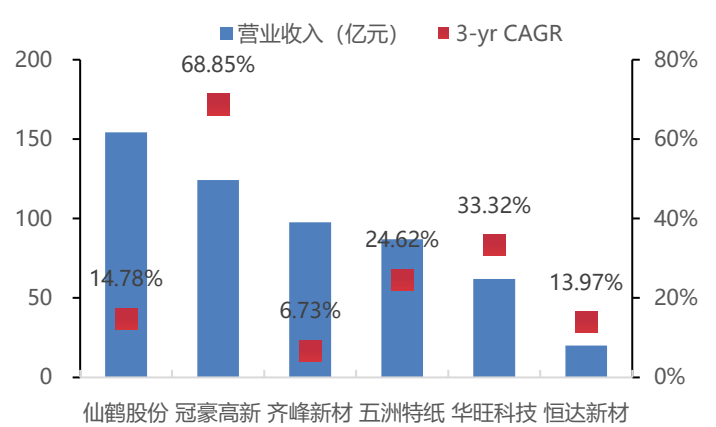
公司营收增长稳健，近三年 CAGR 为 13.97%。公司 2019 至 2021 年营业收入分别为 5.83/6.72/7.58 亿元，近 3 年营收 CAGR 为 13.97%。公司在中高端医疗和食品依次包装原纸领域在国内处于领先地位，具有较强的市场竞争力，且随着限塑令的推进和大众环保意识的提高，公司营收有望保持稳健增长。

图表 3 公司营业收入和增长速率



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

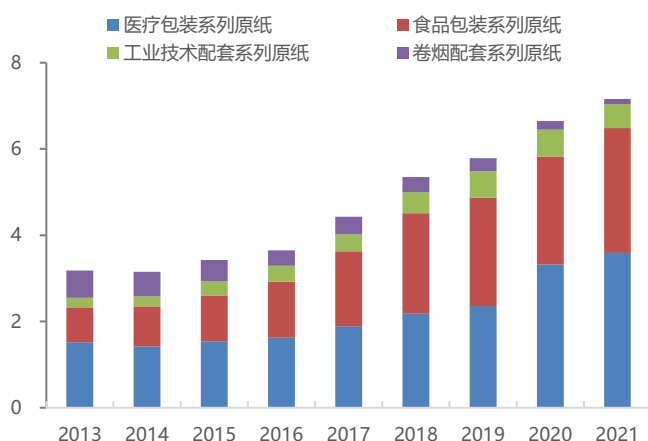
图表 4 公司近三年复合增长率与可比公司对比



资料来源：wind，华安证券研究所

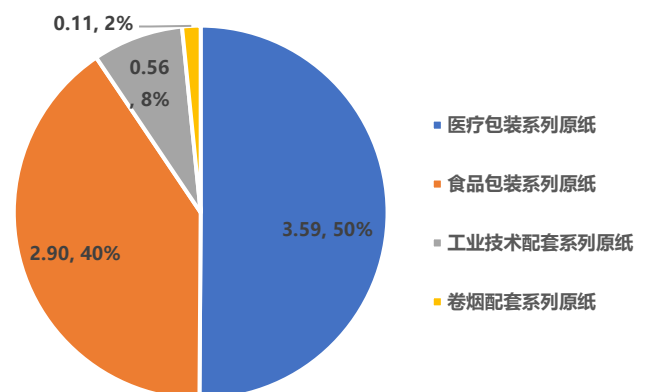
公司业务以医疗和食品包装原纸为主，具备较强的市场竞争力。公司专业从事特纸原纸的研发生产及销售，产品包括医疗包装原纸、食品包装原纸。工业特种纸和卷烟配套原纸，其中医疗和食品包装原纸为公司占比最高的业务。2021 年公司医疗和食品包装原纸合计收入占比达 90%。根据促进中心特纸委及造纸学会特纸委的统计数据，2020 年公司医疗包装原纸产量占全国医疗包装原纸的产量的比例为 16.98%，其中医疗透析纸产量占全国医疗透析纸产量的比例为 24.84%。2020 年公司食品包装原纸产量占全国非容器食品包装原纸产量的 11.41%。参与起草多项行业团体标准，在行业内具备一定影响力。

图表 5 2013 年至今公司营收构成



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2021 年恒达新材收入构成

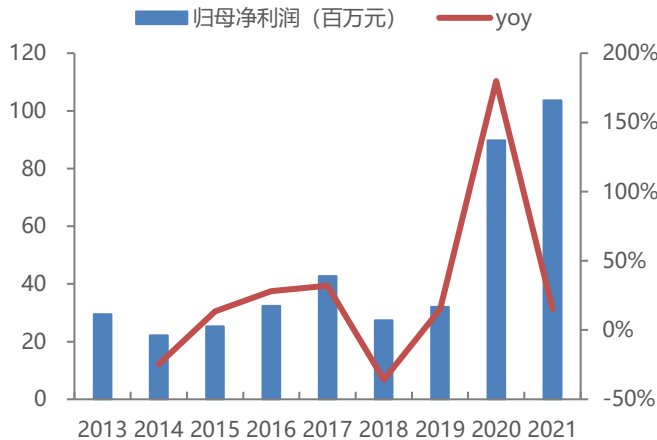


资料来源：wind，华安证券研究所

归母净利润增速亮眼，近三年 CAGR 高达 79.7%。公司归母净利润逐年增长，由 2013 年的 0.29 亿元提升至 2021 年的 1.04 亿元，8 年 CAGR 为 17.03%，在疫

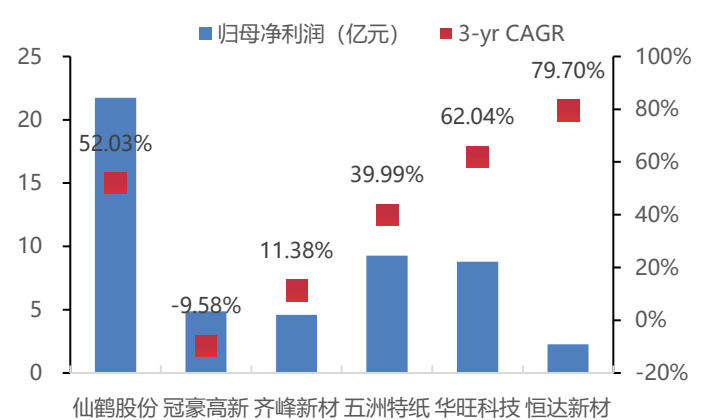
情催化下，公司 2020 年来归母净利润显著提升，其中 2020 年净利润同比增速高达 179.83%。对比可比公司，公司近三年归母净利润 CAGR 领先行业，盈利能力强劲。

图表 7 2013 年至今公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

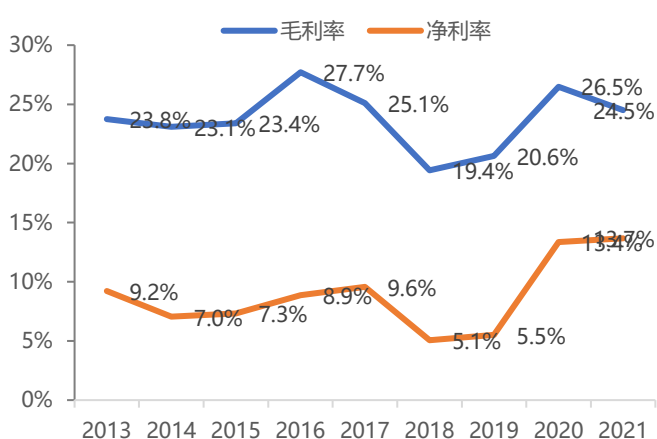
图表 8 2021 年公司归母净利润与可比公司对比



资料来源：wind，华安证券研究所

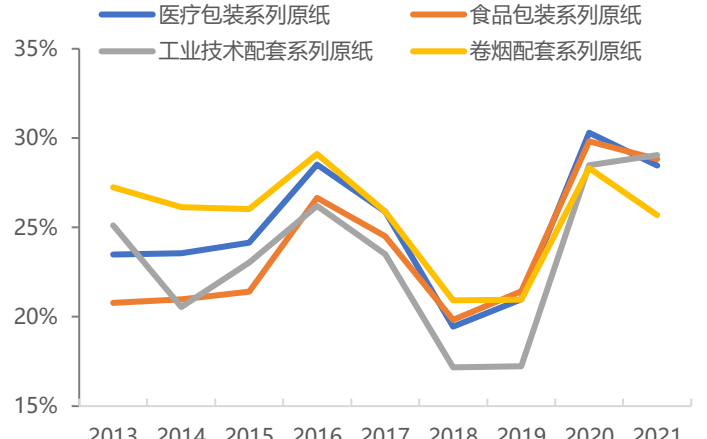
盈利能力方面，公司毛利率整体呈上升趋势，2017-2018 公司毛利率承压下滑主因期间内浆价上涨并高位运行。此外公司核心产品医疗及食品包装原纸定位中高端，且不断推出高单价产品如医疗透析纸、涂硅原纸等，使得公司单位售价相对稳定。2020 年公司恒川新材 2 号线产能释放，规模效应逐渐显现，同时公司不断优化产品结构，充分抓住行业快速发展机遇，高毛利产品收入占比不断提升（医疗包装原纸收入占比由 2018 年的 40.78% 提升至 2021 的 50.11%），2021 年公司毛利率受浆价高位影响略有承压，但公司于 2020 年末提前储备大量低价木浆，并适当调升产品价格，延缓木浆成本抬升压力。

图表 9 2013 年至今公司毛利率与净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司各业务毛利率

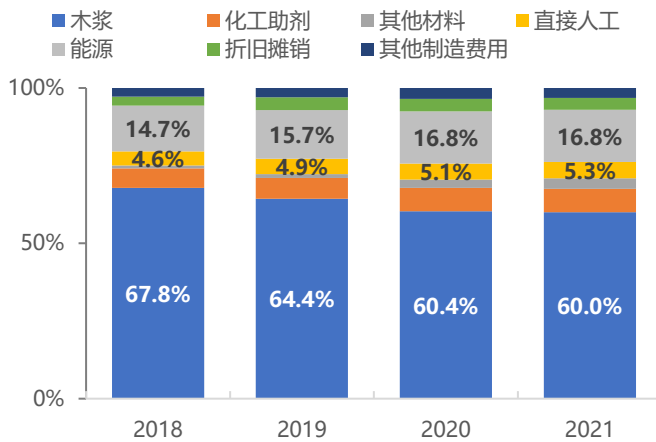


资料来源：wind，华安证券研究所

原材料为公司主要成本构成，历年占比均在 60% 以上。根据公司公告，公司主营成本构成中，直接材料成本占比最高，2021 年直接材料占比 70.93%，直接材料中又以木浆为主，公司 2018-2021 年木浆成本占比均值为 63.14%。此外，2021 年公司人工费用、制造费用占比分别为 5.25%/23.82%，制造费用中能源成本占比最高，

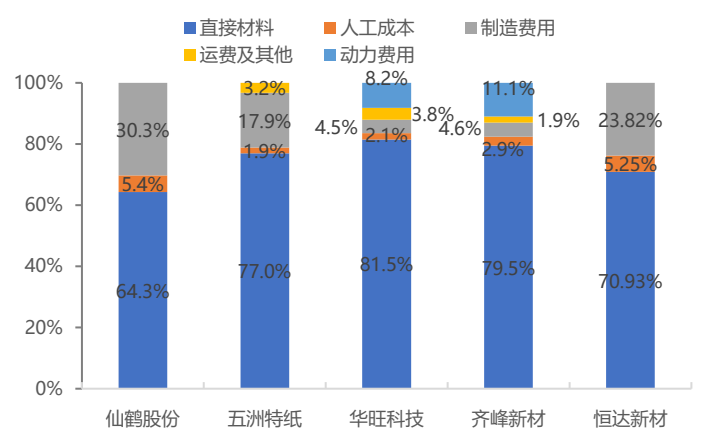
2021 年公司能源成本占比为 16.8%。

图表 11 公司历年主营成本构成



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

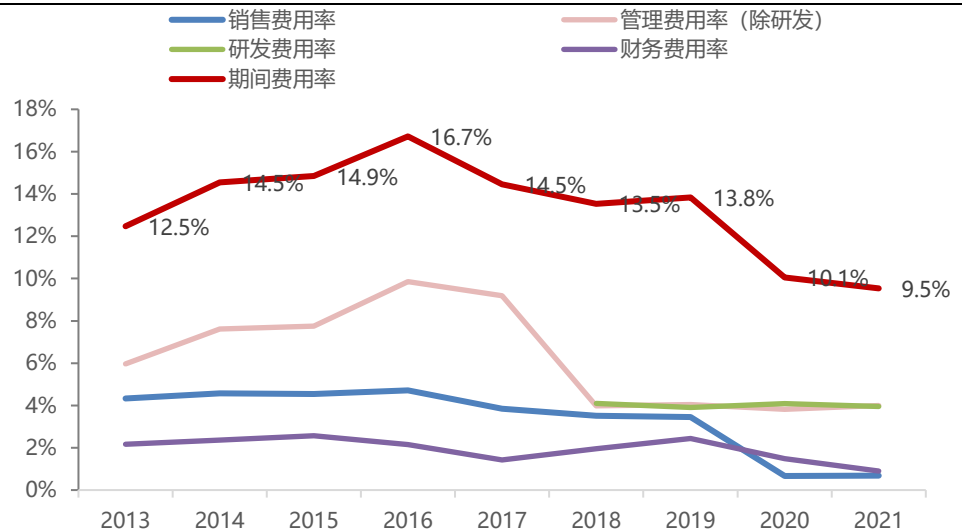
图表 12 2021 年可比公司成本构成



资料来源：wind，华安证券研究所

公司费用管控能力较好，期间费用稳步下降。公司费用管控良好，期间费用率由 2016 年的 16.7% 降至 2021 年的 9.5%。期间费用中，管理费用和研发费用为主要费用支出，其中销售费用自 2020 年降至 0.7%，主因公司执行新收入准则，将运费调整至成本，且公司业务开发主要依靠口碑营销和老客户推荐营销，因此广告宣传费等其他相关费用支出较小。

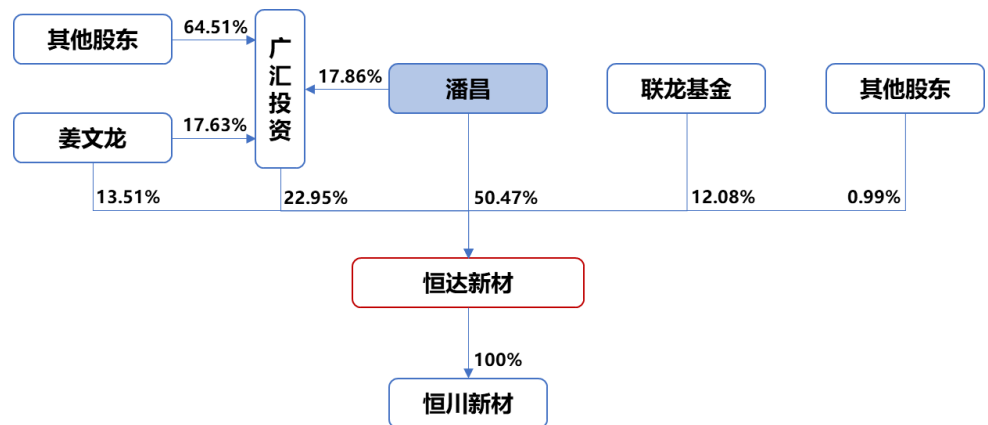
图表 13 公司 2013 年至今期间费用情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司股权结构集中稳定，深度绑定核心骨干。公司实际控制人、董事长潘昌通过直接或间接持股合计持有公司 54.57% 的股权。此外，公司建立了良好的激励机制，设立员工持股平台“广汇投资”，将核心骨干的核心利益与公司的发展前景紧密结合，充分调动员工积极性，广汇投资为公司第二大股东，合计持有公司 22.95% 的股权。

图表 14 公司股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司管理团队常年稳定，实业经验丰富。公司创始人潘昌先生 2015 年参与创立浙江恒达纸业有限公司，其余大部分管理团队人员自公司成立起就开始合作，具有十分强的团队稳定性。且公司管理团队有多年造纸行业从业经验，对公司产品所在赛道有扎实的专业知识。

图表 15 公司董事及高管履历

姓名	职位	履历
潘昌	董事长	现任公司董事长。曾任恒润装饰总经理、恒达有限执行董事。现任意立得执行董事兼总经理、恒川新材董事。
姜文龙	副董事长、总经理	现任公司副董事长、总经理。曾任浙江亚伦集团造纸车间班长，车间副主任，主任，党支部书记；浙江亚伦集团董事、副总经理、党委委员，副董事长、总经理、党委委员；龙游县昊诚融资性担保有限公司董事；广汇投资执行事务合伙人；恒川新材总经理；恒达新材董事。现任恒川新材董事长。
叶素芳	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任浙江亚伦集团造纸车间工艺员、副主任，生产技术部工艺管理员，生产部副经理，生产部经理；恒达有限技术部部长，副总经理。
赵新民	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任浙江亚伦集团机电车间、造纸车间机械员，技改部员工，造纸车间副主任兼机械员；恒达有限技改部经理，副总经理。
方宏	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任浙江亚伦集团造纸车间副班长、班长、副主任、主任；恒达有限造纸一分厂厂长，副总经理。
廖寿华	董事	现任公司董事。曾任职于浙江亚伦集团；恒达有限班长、值班长、二分厂副厂长、二分厂厂长。现任恒达新材二分厂厂长、恒川新材3号线筹备负责人。
叶民	财务总监	现任公司财务总监。曾任龙游印刷厂财务科会计；浙江亚伦集团财务部会计、副经理；恒达有限财务部经理；恒达新材董事。现任恒川新材董事。
陈雪洪	营销总监	现任公司营销总监。曾任浙江亚伦集团制浆车间质量检验员、质检班长，供销科（经营部）副经理，经营部经理；恒达有限营销部营销经理，营销中心营销总监；恒达新材董事。现任恒川新材董事。
伊财富	总工程师	现任公司总工程师。曾任浙江三和控股集团有限公司总工程师兼厂长；恒达有限技术研发中心主任。现任恒达新材技术研发中心主任。

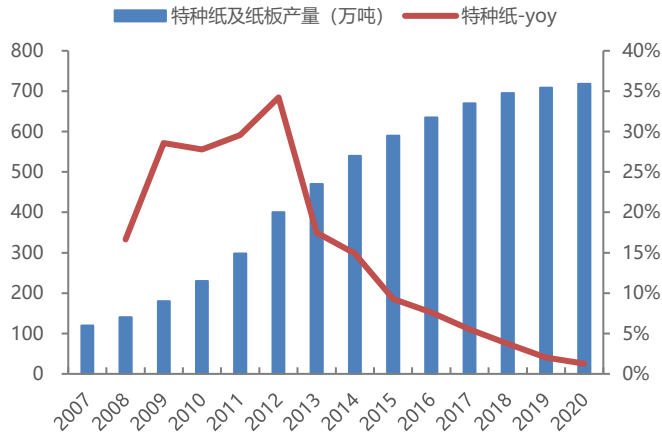
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 行业增长驱动：以纸代塑、环保及医疗行业持续增长

特种纸行业规模持续增长，食品包装纸为最大赛道，医疗包装用纸聚焦小而美。我国特种纸行业起步较晚，但较依托高潜力市场前景、制造能力升级以及成本优势，行业规模持续扩张。根据中国制浆造纸研究院数据，2020 年我国特种纸及纸板生产

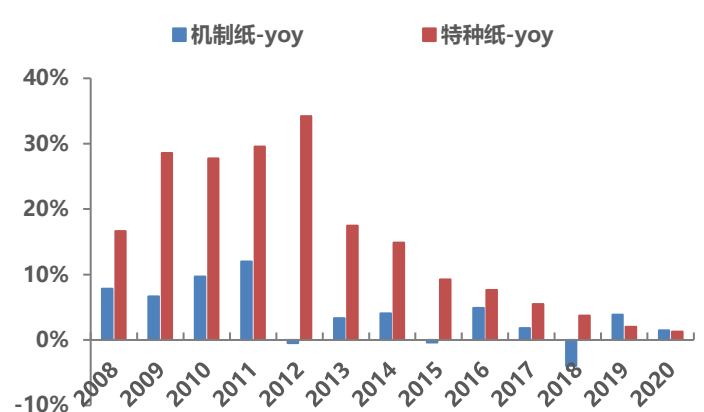
量 718 万吨，同比增长 1.5%；2010-2020 年产量 CAGR 为 12.1%，同期整体机制纸及纸板产量 CAGR 为 2.6%，特种纸的产量增速快于纸及纸板，行业的增长潜力较大。

图表 16 2007-2020 年我国特种纸产量及增速



资料来源：中国制浆造纸研究院，华安证券研究所

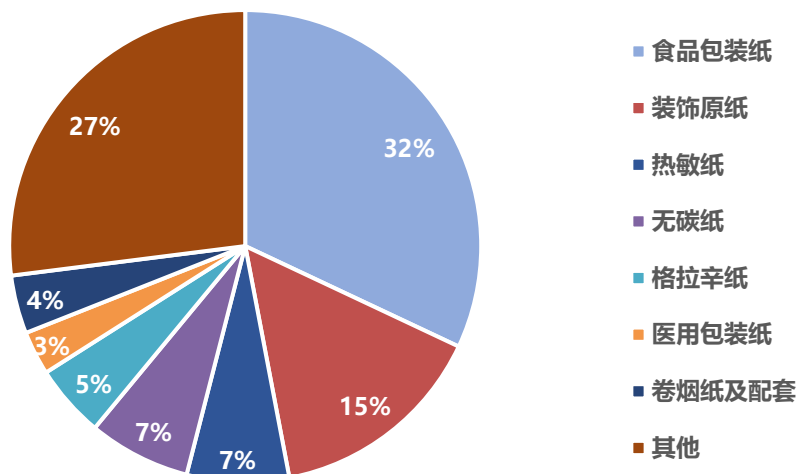
图表 17 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比



资料来源：中国制浆造纸研究院，华安证券研究所

特种纸可根据应用领域细分为：食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。其中食品包装纸为最大分赛道，2020 年我国食品包装纸产量占比为 32%，医用包装纸占比较小，产量占比为 3%。公司主要业务为医疗及食品包装用纸，均为需求端存在显著的增长驱动（如以纸代塑、环保等），供给端则由少数具备核心竞争优势的纸企所主导（如生产端掌握领先工艺、销售端深度绑定核心大客户等）的高景气细分赛道。

图表 18 2020 年我国主要特种纸产量占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

下面针对公司涉及的主要业务——医疗及食品包装用纸进行介绍：

医疗包装原纸是指应用于医疗一次包装行业的特种纸产品，除了强调生产材料的安全卫生和环保健康外，还对产品的透气性、阻菌性、生物相容性等性能有特殊的要求，医疗包装原纸又可进一步分为医疗透析纸和非透析性医疗包装原纸。

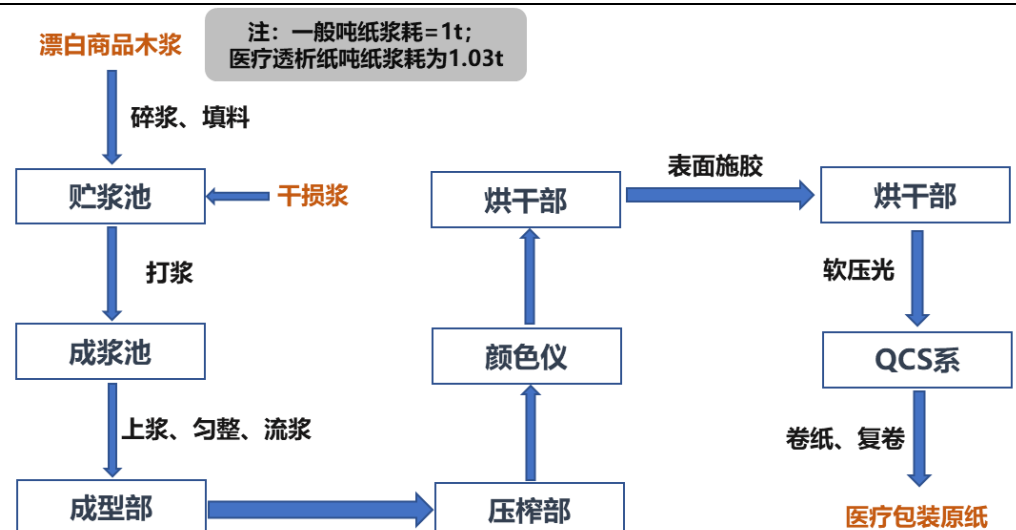
图表 19 医疗透析纸及非透析性医疗包装原纸对比

	主要功能及用途	图例
医疗透析纸	拥有良好的透气性、阻菌性、生物相容性和较好的表面强度，主要用于最终灭菌医疗耗材及器械的透析性包装面	
非透析性医疗包装原纸	又称医用淋膜纸，系经淋膜等工艺处理，主要用于医疗耗材及器械的非透析性包装面等	

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

医疗包装原纸生产流程。医疗包装原纸产品档次高、生产工艺复杂且克重较低，对设备及原料的要求较高。原料以漂白木浆为主，吨纸浆耗一般为 1t，其中医用透析纸吨纸浆耗较高，为 1.03t。将漂白浆板进行碎浆、打浆等流程处理后进入抄纸工艺，经压榨、烘干、表面施胶、干燥、复卷等流程后制成医用包装原纸。

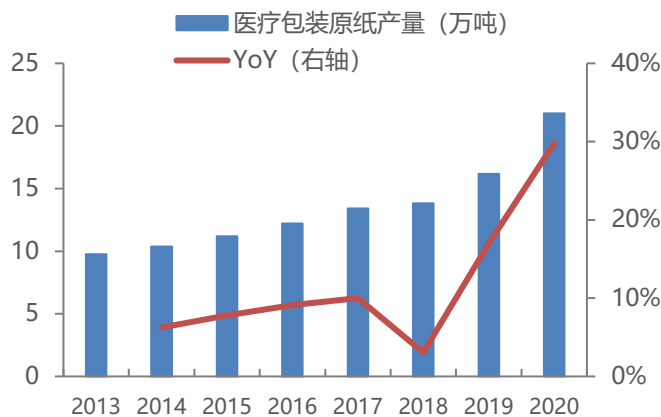
图表 20 医疗包装原纸生产流程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

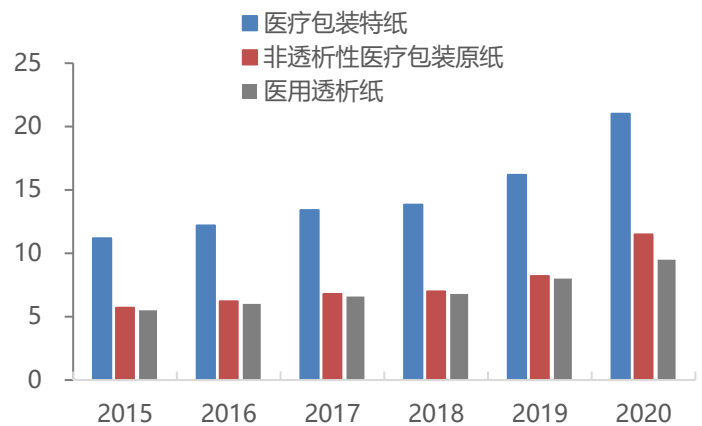
我国医疗包装原纸产量稳步增长，7 年 CAGR 为 11.6%。我国医疗包装原纸行业发展起步较晚，行业早期受技术水平等限制被国外品牌垄断。伴随国内厂商工艺水平提升及技术难题的攻克，我国国产医疗包装原纸开始逐渐进口替代。近年来我国医疗包装原纸产量增长稳健，根据前瞻产业研究院的数据，我国医疗包装原纸产量由 2013 年的 9.76 万吨提升至 2020 年的 21 万吨，7 年 CAGR 为 11.6%。从产品构成上看，非透析性医疗包装原纸产量近 5 年来略高于医用透析纸，2020 年二者产量分别为 11.5 万吨和 9.5 万吨。

图表 21 2013-2020 年我国医疗包装原纸产量及增速



资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

图表 22 2015-2020 年医疗包装原纸产量构成 (万吨)

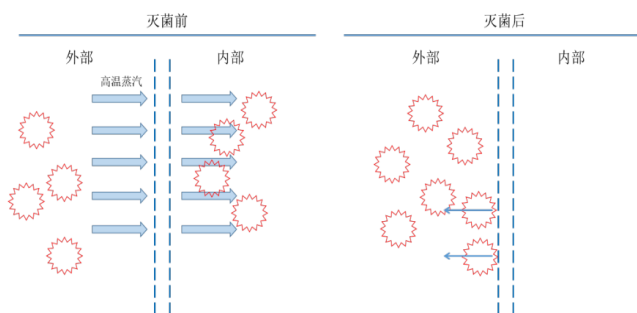


资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

我国医疗包装原纸伴随 1) 最终灭菌模式渗透率提升、2) 医疗器械市场规模的持续发展、3) 口罩、防护服和检测拭子需求大幅增加，居民卫生防护意识的大幅提高等，促进医疗包装特种纸的市场需求稳步提升，未来市场空间广阔，具体来看：

(1) 最终灭菌模式渗透率提升。最终灭菌模式是一种更加充分、更加安全的灭菌模式，起源于美国、欧洲等医疗体系较为健全的国家地区。与传统灭菌后再进行包装的灭菌方式不同，最终灭菌是指完成包装后再进行灭菌，被包装的医疗器械在使用之前始终在最终灭菌包装袋内保持无菌状态。即由“包装前灭菌”转变成“包装后灭菌”。强化了对医疗器械灭菌充分性和运输、存储、使用全流程中污染风险和临床应用中交叉感染风险的控制，使用安全性显著提高。

图表 23 最终灭菌医疗器械灭菌过程示例



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 24 最终灭菌与传统灭菌方式差异对比

灭菌方式	优点	缺点
传统灭菌方式 (灭菌后包装)	一般使用PE、PP等塑料膜、壳材，成本较低	将医疗器械灭菌后再装入包装进行封闭，包装过程及使用过程污染风险较高
最终灭菌 (先包装后灭菌)	将医疗器械装入包装后再进行灭菌，有效避免污染风险。最终灭菌已形成对包装系统的完整体系化要求，医疗器械包装、运输、存储及使用安全性提高	透析材料使用医疗级透析纸、无纺布等；非透析材料使用医用淋膜纸、PE、PP、PET、PVC等，成本较高

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

最终灭菌包装渗透率将随全球无菌医疗包装的发展而逐步提升。根据 Fortune Business Insights 的研究显示，2020 年全球无菌医疗包装市场规模达到 357.4 亿美元，并预计 2028 年将增长至 684.9 亿美元，CAGR 为 8.47%。欧美等主要发达国家及地区于上世纪 90 年代便推出最终灭菌包装及包材相关行业标准。2020 年北美无菌医疗市场规模为 127.9 亿美元，占全球无菌医疗包装市场的 35.79%，是全球最大的无菌医疗包装市场。欧美国家与我国在医用敷料及一次性输注器材等医疗器械

上均有应用医疗透析纸包装，同时欧美国家医疗透析纸在手术器械、口腔类器械、眼科类器械及植入器械等其他体积较小、重量较轻的医疗器械包装上的应用亦较为广泛，而目前我国在所述医疗器械包装上的渗透率仍较低。因此，我国医疗透析纸应用的医疗器械包装品类仍有进一步拓展和深化的空间。

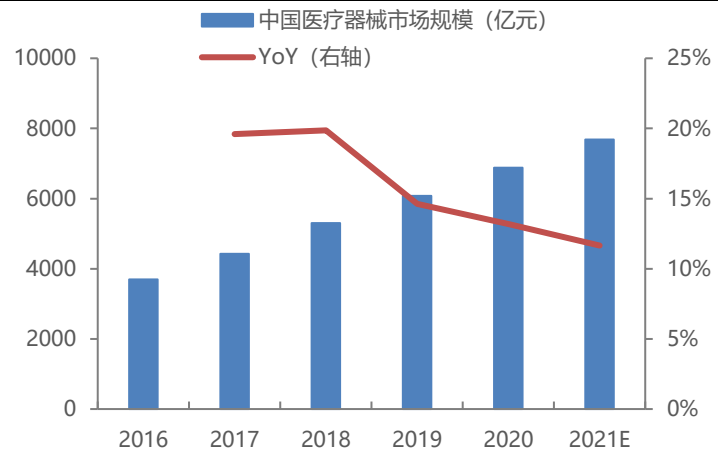
(2) 医疗器械市场规模的持续发展。在全球人口老龄化及慢性患病率增长的背景下，医疗器械需求量迅速增长。根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年全球医疗器械行业市场规模达到 4707 亿美元；预计 2024 年将达到 5892 亿美元。我国医疗器械行业发展起步晚但增速较快，现已成为全球第二大医疗器械市场，根据中商产业研究院的数据，2016-2020 年我国医疗器械行业市场规模由 3700 亿元提升至 6882 亿元，CAGR 为 16.8%，预计 2021 年中国医疗器械市场规模将达到 7684 亿元。随着医疗器械行业的持续发展以及最终灭菌包装渗透率的提升，将带动医疗包装原纸需求的增长。

图表 25 2016-2024E 全球医疗器械市场规模（亿美元）



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

图表 26 2016-2021E 中国医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

3) 口罩、防护服和检测拭子需求大幅增加，居民卫生防护意识的大幅提高。2020 年以来，疫情导致全球范围内对医用口罩、医用防护服需求大幅激增，同时疫情大幅提高了国内居民的卫生防护意识，医用口罩、医用防护服等医用防护用品已成为国家公共卫生保障体系的常态化物资及居民的日常生活必需品。而医疗透析纸应用于医用口罩、防护服等防护用品的透析性包装面，受上述影响 2020 年以来医疗透析纸的市场需求量大幅增加。

图表 27 纸塑复合包装的医用口罩



资料来源：稳健医疗，华安证券研究所

图表 28 纸塑复合包装抗原检测拭子



资料来源：百度，华安证券研究所

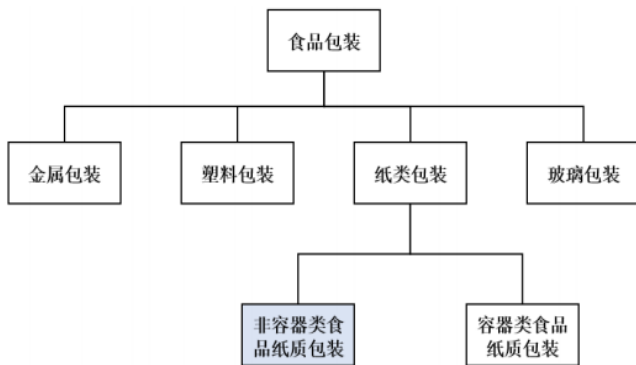
公司医疗包装原纸部分用于医用口罩的外包装，终端用途主要包括医院渠道和居民日常使用渠道，其中医院渠道占比相对较多。因医院渠道对口罩的安全性和无菌性要求最高，所使用的口罩常采用纸塑复合包装及纯纸包装，预计未来几年医院渠道对医用口罩的需求量仍将保持稳定。2022 年变异毒株具备极强的传染性，在全国“动态清零”的政策指导下，核酸检测或自主抗原检测的量和频次大幅提升，从而检测拭子（至少一面为透析纸包装）的需求量大增，一定程度上提升了医疗包装特种纸的市场需求。以上海市为例，2021 年上海市常住人口为 2489.43 万，若居民满足“72 小时抗原阴性”条件，则至少每人每 3 天需进行一次核酸检验，单月仅上海市检测拭子消耗量至少为 2.49 亿枚（ $=10 \times 2489.43$ ）。

我国医疗包装原纸主要玩家为恒达新材与仙鹤股份，2020 年恒达新材医疗包装原纸产量占比 16.98%。根据恒达新材招股说明书，在医疗包装原纸领域的国内玩家主要为恒达新材、仙鹤股份、华邦特纸；国外玩家主要有 Arjowiggins（法国）、Sterimed（法国）、BillerudKorsnas（瑞典）、Ahlstrom-Munksjö（芬兰）。其中公司 2020 年医疗包装用纸 2020 产量达到 3.57 万吨，产量占全国医疗包装原纸的产量的比例为 16.98%，其中医疗透析纸产量占全国医疗透析纸的产量的比例为 24.84%，市场份额在行业内居于前列。

食品包装纸泛指食品行业包装使用的特种纸及纸板。具有防油、防水、耐高温等特性，广泛应用于方便食品、休闲食品、餐饮、外卖食品、冲调类热饮等包装。**食品包装纸**又可进一步细分为**容器类食品包装纸**和**非容器类食品包装纸**：

- **非容器类食品包装原纸**：食品类铝箔衬纸、防油原纸、上蜡原纸、淋膜或覆膜原纸、食品级牛皮纸等；
- **容器类食品包装原纸**：纸杯、纸碗以及牛奶盒等液体包装纸等。容器类食品包装原纸产量占食品包装原纸产量的大部分。

图表 29 食品包装种类——按材质分类



资料来源：恒达新材招股说明书，华安证券研究所

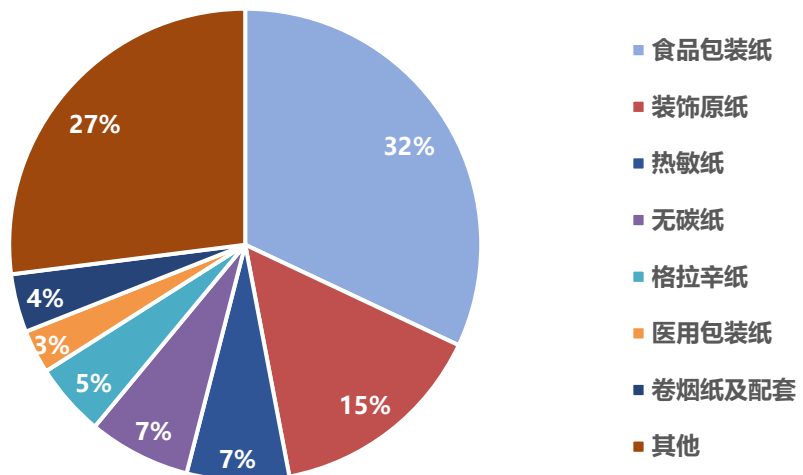
图表 30 容器类与非容器类食品包装纸应用举例



资料来源：五洲特纸官网，华安证券研究所

非容器类食品包装纸在以纸代塑大趋势下，未来成长空间广阔。随着国内食品餐饮行业稳步发展，推动食品包装纸市场规模的稳定增长。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈稳步增长趋势，根据前瞻产业研究院统计数据，2011年至2020年我国食品包装特种纸市场规模从107.38万吨增长至236.50万吨，年复合增长率为9.17%。

图表 31 2011年至2020年我国食品包装特种纸产量（万吨）

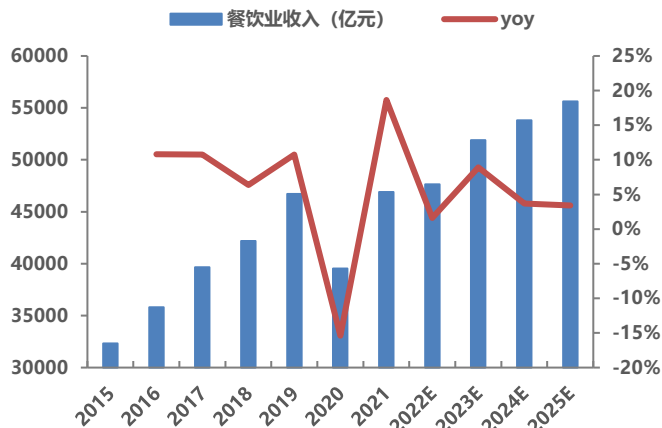


资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

非容器类食品包装纸未来增长主要受益于1) 餐饮及外卖的快速发展；2) 禁塑令下以纸代塑的不可逆趋势。分别来看：

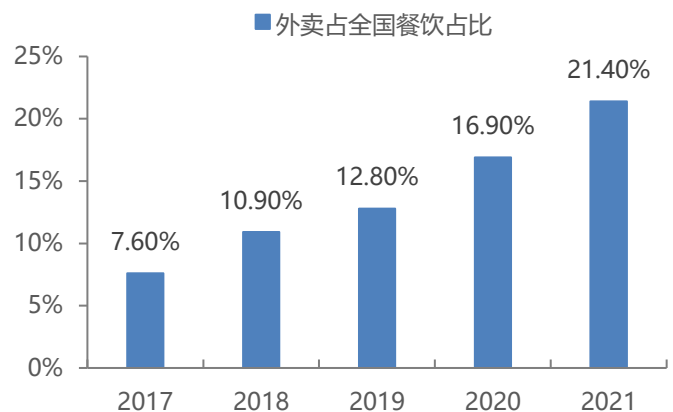
1) 餐饮及外卖行业的高速增长，带动一次性食品包装需求增长。纸包装储存方便，具有卫生性、安全性以及便利性等特点，可以满足餐饮业快速、方便、标准化以及环保的要求。同时纸包装的多样性、防油性以及良好的物理强度便于外卖产品运输，可以为外卖产品提供不同功能性包装。因此，餐饮以及外卖行业的迅速发展是推进食品包装用纸增长的重要因素。根据艾媒咨询，2021年中国餐饮行业规模为46895亿元，同比增长18.6%，预计2025年市场规模达55635亿元。此外，截至2021年，国内外卖用户规模达5.4亿人，外卖收入的占比增长到餐饮总收入的21.4%。

图表 32 2015-2025E 中国餐饮行业规模（亿元）



资料来源：国家统计局，艾媒咨询，华安证券研究所

图表 33 2017-2021 年外卖占全国餐饮比例



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

2) 全球以纸代塑大趋势下，纸基材料是性价比最高的替代材料。2020 年史上最严“限塑令”出台，要求重点城市的公共场合及全国餐饮行业禁止使用一次性不可降解塑料制品，同时 2022-2025 年禁止范围将逐步扩大至全国，并推广使用纸袋、纸盒等非塑料制品作为替代。除我国之外，其他国家和地区近年来也纷纷发布或收紧限塑令，限塑是全球性的的不可逆趋势。纸基材料具有原材料资源丰富、成本低、产品易回收降解、无污染的特点，是性价比最合适的替代材料。

图表 34 我国限塑令具体细则

禁止使用的塑料制品	2020年底	2022年底	2025年底
不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动使用不可降解塑料袋	范围扩大至地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	扩大至上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方停止使用不可降解的塑料袋
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业使用不可降解一次性塑料吸管。地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务禁止使用不可降解一次性塑料餐具	扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%
宾馆、酒店一次性塑料用品	-	全国范围内星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品。可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务	扩大至所有宾馆、酒店、民宿
快递、塑料包装	-	北上广、江浙、福建等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋。一次性塑料编织袋，降低不可降解的塑料胶带使用量	全国范围内邮政网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等

资料来源：发改委，华安证券研究所

图表 35 其他国家及地区限塑令举例

国家/地区	时间	相关政策	主要内容
欧盟	2015 年	限塑指令	2019 年底，欧盟国家居民每人每年消耗塑料袋不超过 90 个；2025 年消耗量减少到 40
	2018 年	控制塑料废弃物法令	自 2021 年起，全面禁止成员国使用吸管、餐具等 10 种一次性塑料制品，由纸、秸秆或可重复使用的硬塑料代替。到 2025 年，一次性塑料瓶回收率达到 90%
韩国	2010 年	再生计量收费垃圾袋销售制度	超市不得免费提供一次性塑料袋
	2019 年	关于节约资源及促进资源回收利用的法律修正案	规定 2000 家大型超市和 1.1 万家面积超过 165 平方米的超市全面禁用一次性塑料袋，违规商家将处以最高 300 万韩元的罚款
泰国	2019 年	限塑令	自 2020 年起，75 个品牌的百货商店、超市及便利店不再向顾客提供一次性塑料袋，争取 2021 年实现全国禁塑

资料来源：各国政府官网，华安证券研究所

1.3 产销旺盛，具备较强技术壁垒与优质稳定客户资源

生产端：公司注重研发和技术创新，拥有较强的技术壁垒。公司是国家级高新技术企业，高度重视产品研发和技术创新，已掌握多项特种纸核心生产工艺及技术，截止 22 年 5 月，公司拥有专利 34 项，其中发明专利 29 项。如“医用透析原纸”、“医用冷封原纸”、“防水防油食品包装纸”、“高挺度吸管纸”等生产工艺以及“交联接改性聚乙烯醇表面增强剂制备技术”、“有机硼复合交联剂和阳离子聚合物的分散共聚物制备及应用技术”、“环保型交联改性 PAE 造纸高增湿强剂的制备技术”等。

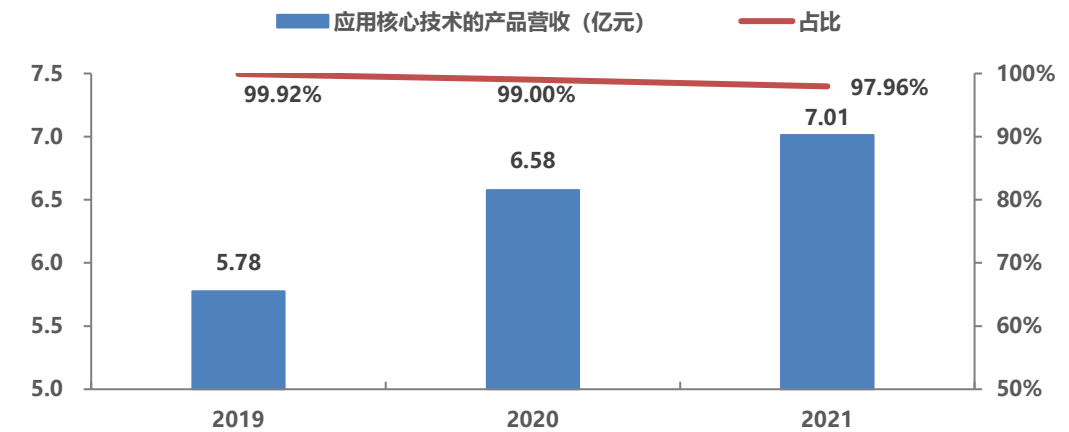
图表 36 公司主要核心技术情况

产品名称	技术来源	技术特点具体表征	技术先进性	技术所处阶段
医用透析原纸	自主研发	该产品具有较好的抗水性，能够适用于绝大多数消毒方式，同时具备很好的表面强度，可以跟各种膜热封，细菌阻隔性能好	国内领先	大批量生产
一种防水防油食品包装纸	自主研发	通过自制 AKD 表面施胶剂并搭配其他助剂，从而降低纸张的表面张力，赋予纸张防水防油性能	国内领先	大批量生产
一种高挺度吸管衬纸	自主研发	通过选择粗度较大的纤维，并选择适合的打浆工艺，保证纤维的细纤维化同时减少切断纤维，从而保证吸管衬纸的高挺度	国内领先	大批量生产
一种医疗阻菌包装用纸	自主研发	通过优化打浆工艺，控制纤维整体尺寸大小，确保孔径一致，然后添加固体 AKD 表面施胶剂及其改性聚乙烯醇表面增强剂，确保医疗阻菌包装用纸稳定的抗水性能和优良的阻菌效果	国内领先	大批量生产
食品级涂硅原纸	自主研发	选择细腻柔软的纤维，采用高粘状打浆的方式，提高成纸结合强度、紧度以及纸张表面的细腻程度	国内领先	大批量生产
新型食品包装上蜡原纸	自主研发	通过打浆工艺的改进，改善纸张的匀度，增加成纸的紧实程度，增强上蜡原纸的功能性	国内领先	大批量生产
高档创口贴专用医包纸	自主研发	该产品具备稳定的抗水性、较高的内结合强度以及表面细腻程度	国内领先	大批量生产
医用冷封原纸	自主研发	该产品具备较好的抗水性及表面强度，适用于冷封胶的封合	国内领先	大批量生产
强化纸	自主研发	该产品用于印刷后家具贴面，具有良好的抗水性能，很高的内在结合强度，能够产生非常好的印刷效果	国内领先	大批量生产
高柔软医用盖材纸	自主研发	该产品用于医用手术器械包装，与塑料盒进行热封，具备很高的表面强度、耐破强度以及良好的柔软性能	国内领先	小批量生产

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司核心技术产品 3 年来营收占比接近 100%。根据公司公告，公司应用核心技术的产品营收由 2019 年的 5.78 亿元提升至 2021 年的 7.01 亿元，2019-2021 年核心技术产品的营收占比分别为 99.92%、99.00%和 97.96%。

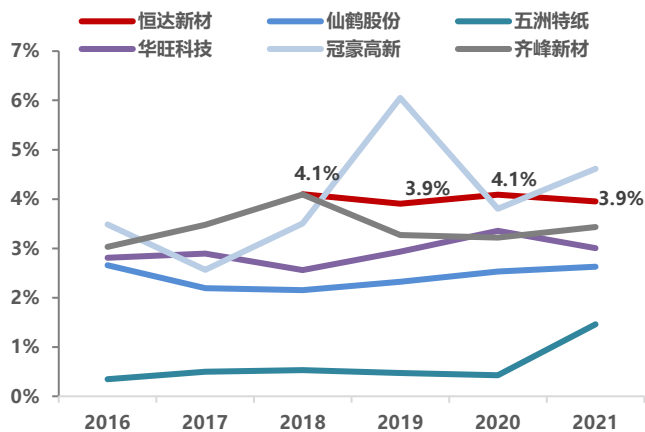
图表 37 公司核心技术产品收入情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

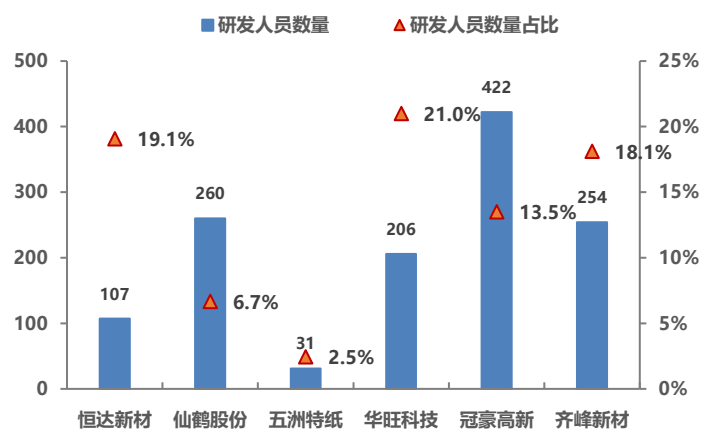
公司研发费用率位于行业前列，2021 年研发人员数量占比高达 19.07%。公司 2021 年研发费用为 2991.95 万元，占营收比重为 3.95%，公司历年研发费用率处于行业前列，2018-2021 年公司研发费用率均值达到 4.01%。研发人员方面，公司从事特种纸研发生产 20 年，拥有一批对特种纸工艺创新有深刻理解的核心技术人员及研发人员，形成了以总经理、副总经理等为核心的研发团队，截至 2021 年末，公司研发人员数量为 107 人，占比高达 19.1%。

图表 38 公司 2018-2021 年研发费用率均值为 4.01%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 公司 2021 年末研发人员数量占比高达 19.1%



资料来源：wind，华安证券研究所

客户端：产品力强劲，与知名医疗包装与耗材企业建立长期稳固合作。公司在中高端医疗和食品一次包装原纸领域具备领先地位，产品拥有广泛的知名度和良好的品牌形象，并与下游知名医疗及食品包装客户建立了长期稳定的合作关系。在医疗及食品等一次包装特种纸原纸领域，客户对产品质量要求很高，大型客户对新供应商的导入普遍较为谨慎。以大型外资企业客户为例，考虑到产品的安全卫生要求、

质量的稳定性、供货的保障能力等，在引入新的供应商时要进行严格的审核程序，认证周期普遍较长。一旦供应商通过考核，往往能建立长期的合作关系，一般不会轻易更换。后入或规模较小的企业很难在短时间内满足客户的这些需求。

公司与主要客户合作时间达 5 年以上，形成优质客户群。公司与包括德盟集团、奥美医疗、紫江企业、宁波华力、振德医疗、稳健医疗、威海威高等下游主要的医疗、食品包装企业客户和医疗耗材企业客户等建立了长期的稳固合作关系。根据中国医药保健品进出口商会的统计，2017 年至 2019 年，公司客户奥美医疗、稳健医疗以及振德医疗均占据医用敷料出口前三名地位，在医用敷料领域的领先地位明显；同时公司与德盟集团、紫江企业、南王科技等国内外知名食品包装生产企业建立了紧密合作关系，并进入到肯德基、星巴克、德克士、汉堡王、赛百味等大型快餐连锁企业的供应链体系。

图表 40 公司产品直接下游客户以及终端客户主要构成

产品类别	直接客户	终端客户
医疗包装原纸	1、医疗耗材生产商，以奥美医疗、振德医疗、稳健医疗、威海威高等为代表； 2、医疗包装生产企业，以宁波华力、常州塑料彩印等为代表	国内外医疗耗材生产商，如奥美医疗、振德医疗、稳健医疗、威海威高、云南白药等，以及国内外医院等
食品包装原纸	国际国内食品包装生产企业，以德盟集团、紫江企业、南王科技等为代表	肯德基、德克士、汉堡王、赛百味等快餐连锁餐饮巨头企业和星巴克、喜茶、蜜雪冰城等连锁饮品店等
工业特种纸原纸	家具装饰材料和热转印材料生产企业，以东莞大通、永康市欧玛工贸有限公司等为代表	桌椅门窗等建材家具生产商、服装企业等
卷烟配套原纸	烟草包装生产企业，以增和包装等为代表	烟草公司

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

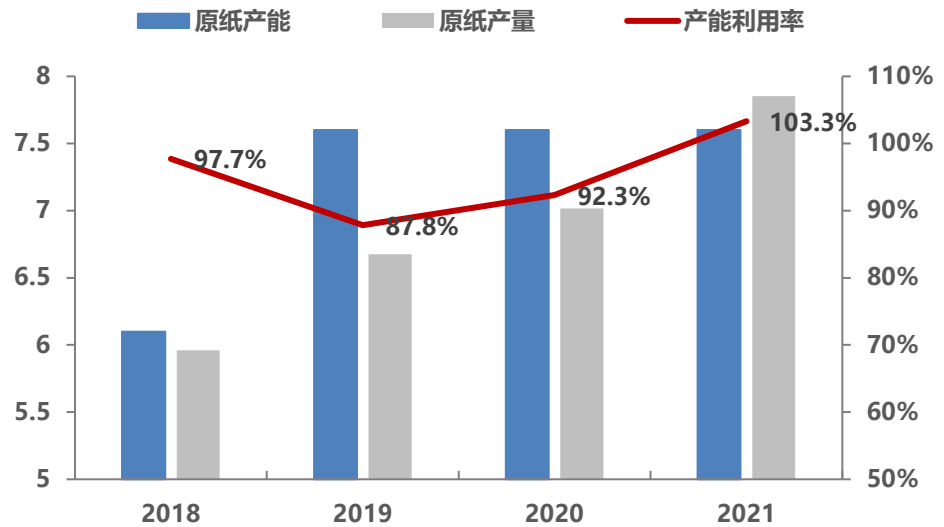
图表 41 公司主要客户介绍及销售占比情况

客户名称	成立时间	企业简介	2021年销售占比
德盟集团	1984	总部位于澳大利亚的全球大型纸质食品包装袋生产集团企业，终端客户为肯德基等国际	11.82%
奥美医疗	2002	国内大型医疗耗材（医用敷料）生产企业	7.43%
紫江企业	1988	国内大型食品包装生产企业	-
宁波华力	2004	国内知名医用包装生产企业	3.14%
常州塑料彩印	1979	国内知名医用包装生产企业	-
东莞大通	2002	国内规模较大的家具装饰材料（装饰纸）生产企业	2.66%
南王科技	2010	国内大型环保纸袋及食品包装等纸制品包装生产企业	3.53%
威海兴泰	2007	国内规模较大的医用包装材料生产企业	3.33%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

基于生产端与客户端的优势，公司产销景气度高，产能利用率接近饱和。公司产品具备高品质+技术领先等优势，同时具备稳定优质的客户群体，在以纸代塑大趋势及医疗行业快速发展的推动下，公司产品产销旺盛，产能利用率逐年提升接近饱和。根据公司公告，截至 2021 年公司产能 7.6 万吨，产量 7.85 万吨，产能利用率由 2019 年的 87.8%提升至 2021 年的 103.3%。其中 2019 年产能利用率较低主因子公司恒川新材 2 号线自 2018 年 10 月末投产后于 2019 年产能逐步爬坡，设计产能未完全释放。

图表 42 公司 2018-2021 年产能及产量情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

产能接近饱和，募投项目稳步推进助力产能突破瓶颈。公司 2018-2021 年产能利用率均值达到 95.3%，产能利用率接近饱和。根据公司公告，2020 年以来公司中高端医疗包装原纸和部分食品包装原纸市场景气度高，产品整体供不应求，为突破现有产能瓶颈，充分发挥现有产品的质量和品牌优势，公司募投项目规划了 3wt 特种纸原纸产能，该项目自 20Q4 起开工建设，已于 22 年 4 月竣工；故当前公司在手产能为 10.6wt，随着生产规模扩大，有利于提升公司的规模效应，提高产品质量的稳定性和原材料利用率，从而进一步降低生产成本，提高产品竞争力。

图表 43 公司募投项目建设情况

募投项目	纸种	产能	投资额	开工时间	竣工时间
恒川新材新建年产3万吨新型包装用纸生产线项目	一次性包装原纸 (用于医疗及食品包装等)	3wt	1.69亿元	20Q4	2022年4月

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2. 本周观点

2.1 新型烟草

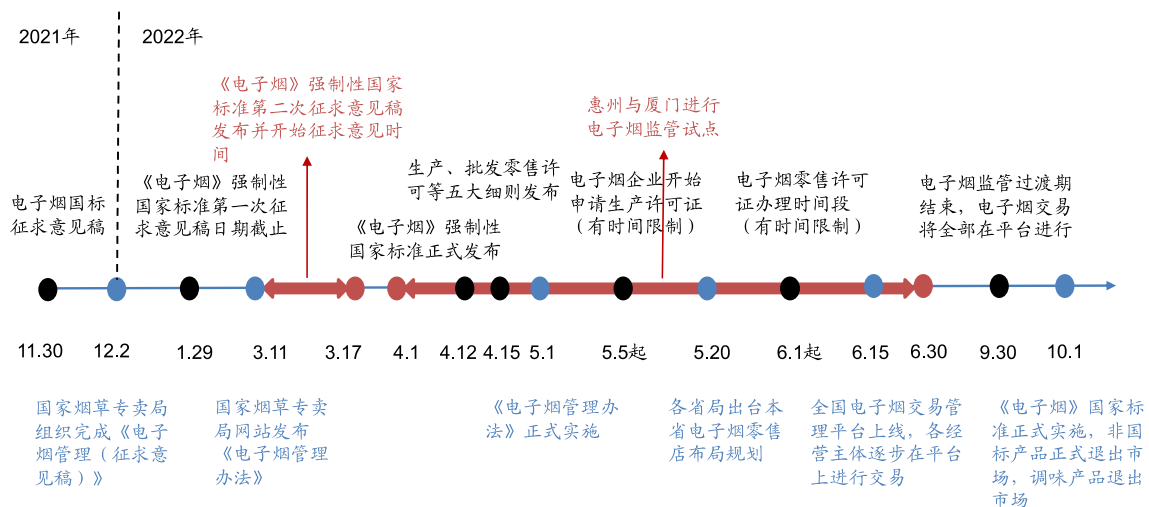
至暗时刻或已过，国内政策正名+海外趋势向好，行业高质量增长、龙头价值凸显。行业当前仍处于低渗透、高成长的增量竞争阶段，龙头采取扩张性政策，短期不聚焦利润、定价，而是增加研发投入，强化消费者基于减害诉求+消费体验的产品力，通过提升感官体验、及外观设计创新提升消费体验。国内市场展望：政策过渡期较市场预期更加宽松，留足申请许可证、对产品完成合规性设计、改造的时间，预计年内能够实现平稳过渡。2021 年电子烟出口提速，《管理办法》出台后出口格局并未

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 44 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

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。

生产端：28 家电子烟企业已获得生产许可证。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 7 月 3 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 28 家电子烟公司申请烟草专卖生产许可证核发事宜得到了办结，也就是已经拿到电子烟生产许可证。（尼古丁类 4 家、电子烟产品类 10 家、烟油类申请 14 家）。目前看来，尼古丁提取、烟油雾化物许可证应该已经发放完毕，接下来应该电子烟供应链企业有望获得许可证。

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 7 月 3 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 7 月 3 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。

2.2 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年景气度延续。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年美国高通涨+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】。

2.3 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**】。

2.4 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。

2.5 造纸板块

纸浆：本周进口浆价走势各异，针叶浆价格稳重下调 50-250 元/吨，阔叶浆价格小幅上扬 50-100 元/吨。浆价变动主因：根据卓创资讯，1) 期货走势偏弱；2) 进口阔叶浆外盘坚挺，市场可外售货源不多；3) 下游原纸市场价格偏弱运行，除文化纸外整体交投放缓，部分纸厂原纸出货量减少，库存增加导致采浆积极性受限。

【木浆系】文化纸：近期文化纸纸价重心略有上移。根据卓创资讯，规模纸厂积极跟进订单落实，订单略有向好，但整体需求尚不足以支撑价格宽幅上行；下游经销商适量备货，低价出货行为减少；上游纸浆价格高位震荡，成本利好。生产方面，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 6000-6300 元/吨，根据卓创资讯，国内行业淡季明显，需求持续偏弱，白卡市场出货承压；市场新增产能尚未投产，但货源消化缓慢，整体供应压力尚存。库存端来看，本周白卡纸下游客户拿货积极性较低，企业总体库存略涨。

【废纸系】近期箱板瓦楞纸纸价承压下行，根据卓创资讯，近期龙头企业低端牛卡执行返利和优惠政策，幅度 50-100 元/吨，低端级别普遍优惠 50 元/吨，终端需求偏弱，下游包装纸整体订单有限，纸企库存压力仍较大；其次，原料废纸价格偏上运行，成本面存一定支撑。

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，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。

2.6 纺织服装板块

纺织制造板块：在疫情影响下 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%，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

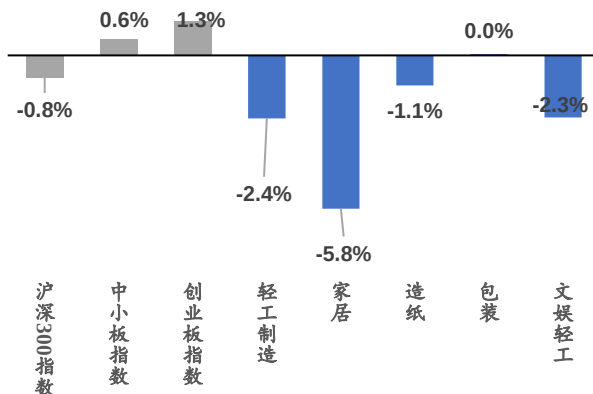
随着线下消费持续复苏，国潮崛起和相关政策扶持为国内龙头品牌带来行业机会，从 22Q1 业绩来看，体育服饰龙头收入和利润持续增长，渠道拓展强劲，有集中度持续提升的机会。建议关注【安踏】、【李宁】、【特步】；（2）羽绒服：Q2 是羽绒服传统销售淡季，受 4 月以来疫情扩散的影响相对较小，业绩具备韧性。根据波司登 21/22 财年业绩公告，公司线上线下渠道升级，高单价产品占比提升，各品牌收入增速较快。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【波司登】。

3.本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.8%，中小板指数上涨 0.6%，创业板指数上涨 1.3%，轻工制造板块下跌 2.4%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-5.8%、-1.1%、+0.0%、-2.3%。

个股来看，本周涨幅前三分别为高乐股份、王子新材、凯恩股份，涨幅分别为 32.56%/29.13%/18.68%；本周跌幅前三分别为尚品宅配、江山欧派、曲美家居，跌幅分别为-10.33%/-10.29%/-10.23%。

图表 45 轻工制造指数周涨跌幅



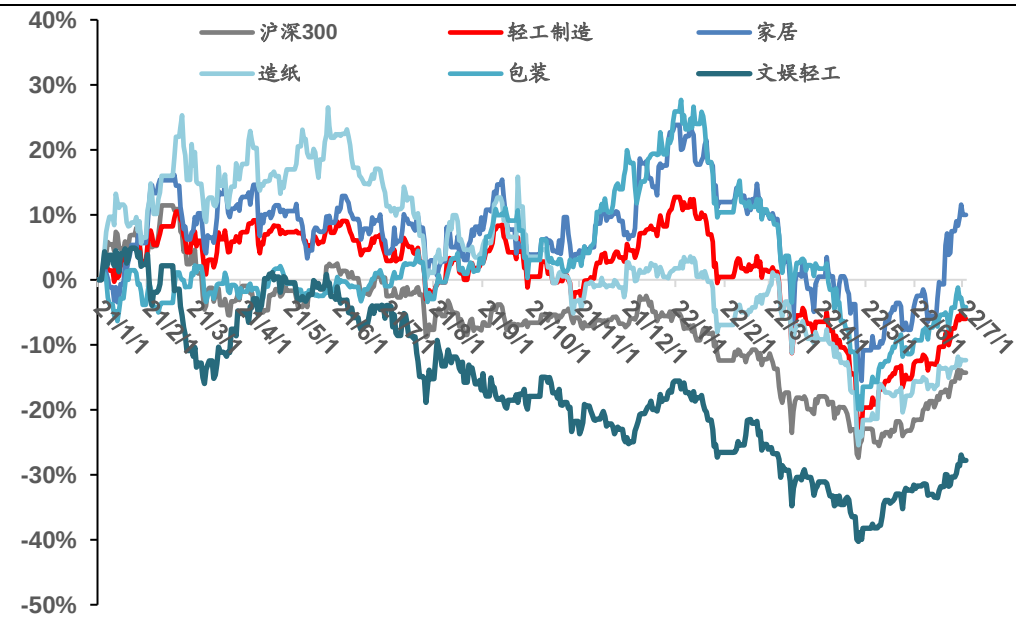
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
高乐股份	32.56	尚品宅配	-10.33
王子新材	29.13	江山欧派	-10.29
凯恩股份	18.68	曲美家居	-10.23
珠海中富	17.15	志邦家居	-10.21
上海艾录	10.41	欧派家居	-9.02
群兴玩具	6.33	索菲亚	-8.94
宝钢包装	5.51	金牌厨柜	-8.41
滨海能源	4.33	蒙娜丽莎	-7.93
华旺科技	4.27	金时科技	-7.61
创源股份	4.09	喜临门	-7.38

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 47 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 48 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)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
家居	欧派家居	824	-9.0%	-8.3%	4.4	5.1	6.0	7.1	31.1	26.9	22.8	19.4	23.7	5.8
	索菲亚	223	-8.9%	13.4%	0.1	1.5	1.8	2.2	192.4	16.4	13.7	11.6	6.2	4.0
	尚品宅配	49	-10.3%	-42.0%	0.5	1.1	1.5	2.0	54.9	23.0	16.4	12.6	18.0	1.4
	金牌厨柜	43	-8.4%	-24.8%	2.3	2.7	3.3	4.0	12.1	10.3	8.4	7.0	15.6	1.8
	志邦家居	75	-10.2%	-19.2%	1.6	1.9	2.4	2.8	15.1	12.6	10.4	8.7	8.3	3.0
	顾家家居	432	-4.7%	-9.8%	2.7	2.5	3.1	3.7	20.1	21.1	17.2	14.3	9.8	5.5
	喜临门	129	-7.4%	-13.8%	1.5	1.9	2.4	3.1	23.7	18.5	14.3	11.1	8.3	4.2
	梦百合	56	-4.1%	-33.0%	-0.6	0.8	1.3	1.7	-20.2	14.3	9.2	6.7	6.0	1.9
	江山欧派	66	-10.3%	0.1%	2.5	3.3	4.2	5.2	19.9	14.7	11.6	9.4	13.2	3.7
	公牛集团	931	-0.5%	-5.9%	4.6	5.3	6.2	7.1	33.5	29.2	25.1	21.8	17.9	8.7
造纸	中顺洁柔	160	-4.2%	-26.5%	0.5	0.5	0.6	0.7	27.0	24.0	20.1	17.3	3.7	3.3
	太阳纸业	320	0.7%	5.5%	1.1	1.2	1.3	1.4	10.5	10.1	9.1	8.4	6.9	1.7
文娱	晨光股份	476	-6.0%	-19.4%	1.6	1.9	2.3	2.7	31.8	27.3	22.7	19.1	6.7	7.8
电子烟	思摩尔国际	1,404	-3.3%	-40.6%	0.5	0.8	1.0	1.2	52.8	30.8	24.3	20.4	3.9	15.9

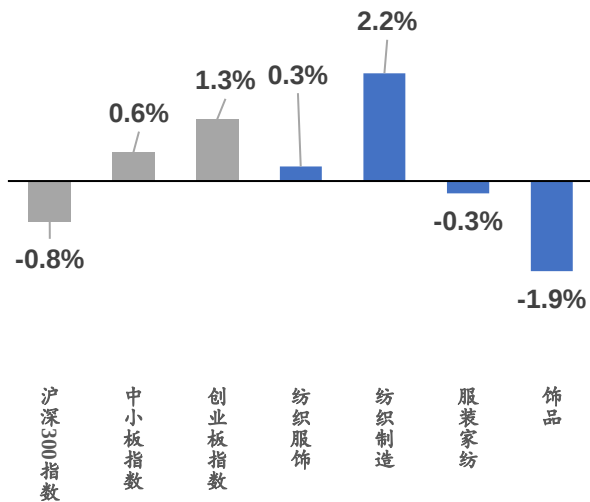
资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

4. 本周纺织服饰板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.8%，中小板指数上涨 0.6%，创业板指数上涨 1.3%，纺织服装板块上涨 0.3%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺、饰品涨跌幅分别为 +2.2%、-0.3%、-1.9%。

个股来看，本周涨幅前三分别为宏达高科、酷特智能、南山智尚，涨幅分别为 20.00%/17.53%/9.45%、%；本周跌幅前三分别为迪阿股份、嘉麟杰、周大生，跌幅分别为 -9.27%/-8.41%/-7.79%。

图表 49 纺织服饰指数周涨跌幅



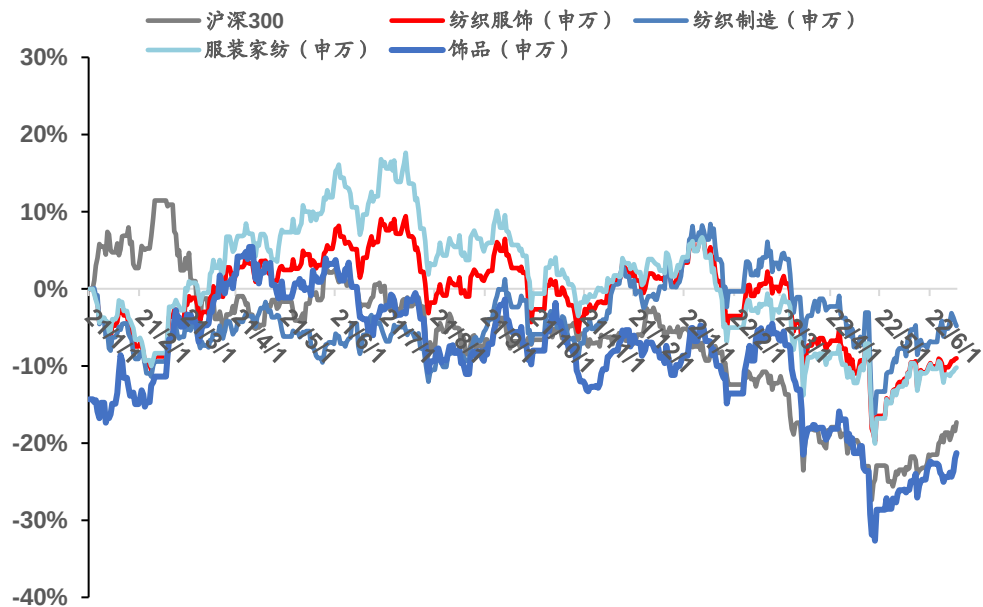
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
宏达高科	20.00	迪阿股份	-9.27
酷特智能	17.53	嘉麟杰	-8.41
南山智尚	9.45	周大生	-7.79
伟星股份	8.84	万事利	-6.93
中国黄金	8.11	朗姿股份	-6.57
美尔雅	7.82	曼卡龙	-6.55
梦洁股份	7.80	三夫户外	-6.50
恒辉安防	7.70	兴业科技	-5.90
龙头股份	7.44	萃华珠宝	-5.48
百隆东方	7.38	安奈儿	-5.42

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 51 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 52 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
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
运动鞋服	安踏体育	2,691	2.8%	-14.3%	3.5	3.7	4.6	5.6	27.9	26.8	21.2	17.6	13.1	7.5
	李宁	1,882	-1.1%	-15.0%	2.0	2.1	2.6	3.3	37.6	34.8	27.8	22.6	9.9	7.5
	特步国际	389	4.9%	15.3%	0.4	0.5	0.7	0.8	33.1	28.3	22.3	17.9	3.7	4.0
纺织制造	中洲国际	1,312	-8.2%	-41.4%	2.7	3.9	5.0	5.9	32.8	23.3	18.1	15.2	22.6	4.0
	华利集团	806	1.5%	-21.3%	2.5	3.0	3.7	4.4	28.6	23.5	19.1	15.9	9.4	7.5
	健盛集团	49	4.8%	11.3%	0.4	0.8	1.0	1.2	29.4	15.8	12.3	10.2	6.1	2.1
	伟星股份	106	8.8%	7.5%	0.6	0.5	0.6	0.8	17.6	19.3	16.0	13.2	2.6	3.9
大众休闲	森马服饰	158	-4.2%	-17.6%	0.6	0.6	0.7	0.8	10.7	10.1	8.7	7.6	4.3	1.4
	海澜之家	205	-1.9%	-18.2%	0.6	0.6	0.7	0.8	8.2	7.9	6.9	6.1	3.3	1.4
	太平鸟	99	3.6%	-23.0%	1.4	1.7	2.0	2.3	14.8	12.8	10.7	9.1	8.8	2.4
高端服饰	地素时尚	75	-2.6%	-18.3%	1.4	1.5	1.8	2.0	10.9	10.4	8.7	7.7	7.8	2.0
	欣贺股份	37	0.7%	-12.3%	0.7	0.7	0.9	1.1	12.8	11.6	9.3	8.0	7.0	1.2
	歌力思	36	-1.5%	-32.2%	0.9	1.0	1.2	1.3	11.2	10.2	8.4	7.3	7.7	1.3
	比音勒芬	139	0.1%	-2.9%	1.2	1.4	1.8	2.1	21.1	17.2	13.8	11.3	5.6	4.3
男装	九牧王	51	4.3%	-24.1%	0.3	0.5	0.7	0.7	26.8	18.6	13.3	12.5	7.1	1.3
	七匹狼	42	2.9%	-9.4%	0.3	0.4	0.4	0.4	17.2	14.6	13.2	12.7	7.9	0.7
家纺	水星家纺	40	-1.5%	-7.3%	1.5	1.6	1.9	2.1	10.3	9.3	8.1	7.1	9.9	1.5
	罗莱生活	102	-4.3%	-11.2%	0.9	0.9	1.1	1.3	14.0	12.6	10.9	9.6	4.8	2.5
	富安娜	66	-0.5%	1.1%	0.7	0.8	0.9	1.0	11.9	10.6	9.1	8.0	4.5	1.8

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

5. 本周重要公告

图表 53 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2022-07-07	力量钻石	2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书: 本次募投项目达产后, 培育钻石产能新增 277.20 万克拉/年, 将达到 341.32 万克拉/年, 为现有产能 (2022 年) 的 5.32 倍; 金刚石单晶产能新增 15.07 亿克拉/年, 将达到 24.93 亿克拉/年, 为现有产能 (2022 年) 的 2.53 倍。
2022-07-07	李宁	首席财务官退任: 由于已达到退休年龄, 曾华峰先生自 2022 年 7 月 8 日起不再担任首席财务官。
2022-07-09	万顺新材	向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书: 本次募投项目“年产 10 万吨动力及储能电池箔项目”投资总额 20.82 亿元, 其中拟投入募集资金 12 亿元, 资金缺口为 8.82 亿元, 占该项目投资总额的比例为 42.37%。本次募投项目募集资金不足部分由公司自筹解决。
2022-07-09	台华新材	2021 年限制性股票激励计划预留部分授予公告: 公司 2021 年限制性股票激励计划的预留授予条件已经成就, 同意将 89.42 万股预留限制性股票授予给 28 名激励对象,

并确定预留限制性股票授予日为 2022 年 7 月 8 日，授予价格为 6.54 元/股。

2022-07-09

喜临门

关于实际控制人增持公司股份的进展公告：公司实际控制人陈阿裕先生通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持本公司股份 199.5 万股，占公司总股本的 0.51%

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。