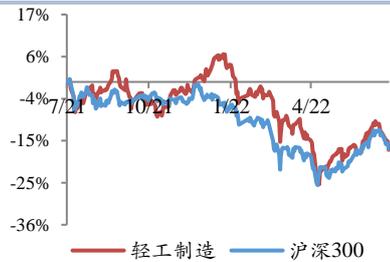


## 6月印度培育钻进出口同比高增；新型烟草配额制或不会形成增速上限

行业评级：增持

报告日期：2022-07-17

### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

### 相关报告

- 1.恒达新材招股书拆解-小而美的医疗、食品用特种纸企业 2022-07-11
- 2.六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
- 3.JUUL 烟草、薄荷产品 PMTA 被拒，思摩尔代工品牌 Vuse 份额有望

### 主要观点：

#### ●周专题：培育钻中游及下游数据跟踪；电子烟生产环节许可证发放分析

**培育钻：6月印度培育钻进出口同比维持高增长，下游价格下滑、婚恋市场景气上行。**GJEPC发布印度6月培育钻进出口数据。6月培育钻毛坯进口额1.48亿美元，同比/环比分别+46.5%/+35.8%，在钻石品类中的渗透率（进口额口径）为7.7%，同比/环比分别+2.1pct/+0.7pct，6月培育钻进口额同比、环比均有较大幅度增长，扭转4、5月环比增速放缓的势头，我国上游培育钻生产商受疫情对运输的影响正逐渐消退。6月培育钻成品钻出口额1.49亿美元，同比/环比分别+55.2%/-15.8%，出口额品类渗透6.88%，同比/环比分别+2.3pct/-0.9pct，同比依旧保持较高增长，环比有所下降，判断是由于全球经济整体较为疲软，叠加5月高基数所致，小幅波动不改培育钻长期向好趋势。**培育钻下游：**美国培育钻市场高景气，婚恋需求增长成为核心驱动因素。据Edahn Golan数据，21年美国培育钻石订婚戒指的销量销售额增长近3倍，而22年美国培育钻石订婚戒指销量一路高涨，截止22年5月美国培育钻石订婚戒指销量同比增长超过73%，自2020年1月至2022年5月培育钻石在婚戒中的占比不断提升。预计越来越多的美国消费者选择培育钻石作为婚戒，驱动培育钻石婚恋市场维持高景气。价格方面，培育钻市场竞争激烈，2022年以来批发价、零售价不断降低。具体来看，0.3克拉培育钻石的批发价格依然坚挺，但1克拉培育钻石的价格降幅明显。零售商降价迫使批发商降价。但22年培育钻石零售价降幅总体慢于进货成本，使得培育钻石零售端有利可图，或使得更多商家入局。**天然钻下游：**与培育钻在美国婚恋市场的表现相反，2022年以来天然钻在婚恋市场逐渐失去增长势头，5月镶嵌天然钻石的订婚戒指的销量减少19.7%。我们认为由于培育钻性价比优势持续凸显以及美国高通胀对可选消费的抑制，培育钻对天然钻婚恋市场的需求的替代有望持续显现。中国22H1成品钻进口受疫情影响出现下滑，但6月有所反弹，成品钻进口额同比增长48%。预计中国上半年受到疫情抑制的珠宝需求将在下半年逐步释放。价格方面，一方面由于美国高通胀抑制钻石消费，另一方面天然钻成品钻库存相对充足，6月天然钻成品钻价格微降，市场整体符合淡季特征。预计美国对俄毛坯钻出口制裁升级的影响将在接下来的数月逐步传递至成品钻，叠加高通胀抑制钻石消费，有望加速培育钻渗透。

**新型烟草：生产许可发放未对规模有严格要求；预计配额制不会形成市场增速上限。**当前电子烟行业处于牌照发放密集期。根据国家烟草专卖局官网，截至2022年7月17日，共有92家企业获得了产品类、雾化物类、以及烟用烟碱类电子烟生产许可证，其中包括56家电子烟产品生产企业（烟弹与烟具生产、代工）、30家雾化物生产企业（电子烟烟油烟液生产制造）和6家电子烟用烟碱生产企业（电子烟用尼古丁提取、合成）。共有9家电子烟企业获得了电子烟品牌产品生产许可。从发放门槛来看，电子烟生产许可证对于企业生产规模并无特别要求，符合审核规定的中小企业在申请后均能获得生产许可证；从发放数量来看，得益于近年来趋严监管下电子烟企业的合规经

营，多数企业生产许可均获得批准。当前行业内更加关注生产许可证上所核定的有效期内的产能规模。据《电子烟管理办法》，不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或者地区的法律法规和标准要求，预计出口生产许可证暂无产能配额限制，海外或将成为销售重心。通过分析企业生产规模核定值测算标准，我们认为尽管电子烟生产环节实行配额制，但由于核算方法市场化且较为合理，因此一般情况下不会出现核定生产规模年度总量小于订单需求年度总量的情形。且烟草专卖部门承诺后续将出台更加市场化、更具灵活性的政策细则，因此预计配额制不会形成市场增速的上限。

#### ● 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，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《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】：**线下消费逐步恢复，6 月社零同比+3.1%，服装鞋帽针织品类同比+1.2%，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：** 6 月印度培育钻进口额增长验证景气度上行，美对俄制裁升级+高通胀有望加速培育钻渗透。GJEPC 发布印度 6 月培育钻进出口数据，6 月培育钻毛坯进口额 1.48 亿美元，同比/环比分别 +46.5%/+35.8%。6 月培育钻进口额同比、环比均有较大幅度增长，扭转 4 月 4、5 月环比增速放缓的势头，我国上游培育钻生产商受疫情对运输的影响正逐渐消退。6 月印度出口额 1.49 亿美元，同比/环比分别 +55.2%/-15.8%，同比依旧保持较高增长，环比有所下降，或是由于全球经济整体较为疲软，叠加 5 月高基数所致，小幅波动不改培育钻长期向好趋势。预计美国对俄毛坯钻出口制裁升级的影响将在接下来的数月逐步传递至成品钻，叠加高通胀抑制钻石消费，有望加速培育钻渗透。

**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生产龙头【恩摩尔国际】。

**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 培育钻：6月印度培育钻进出口同比维持高增长，下游价格下滑、婚恋市场景气上行.....	6
1.1 中游：6月印度培育钻进口验证景气上行，天然钻毛坯价格维持高位.....	6
1.2 培育钻下游：美国培育钻婚恋市场景气上行，市场竞争激烈致零售价降低.....	7
1.3 天然钻下游：美国天然钻婚恋市场销售下滑，成品钻价格微降符合淡季特征.....	8
2 新型烟草：生产许可发放未对规模有严格要求；预计配额制或不会形成市场增速上限.....	10
3 本周观点.....	14
3.1 新型烟草.....	14
3.2 珠宝钻石.....	16
3.3 户外运动.....	17
3.4 家居板块.....	18
3.5 造纸板块.....	18
3.6 纺织服装板块.....	19
4.本周轻工制造板块走势.....	19
5.本周纺织服饰板块走势.....	21
6.本周重要公告.....	23
风险提示：.....	24

## 图表目录

图表 1 2022 年 6 月印度培育钻石进口额同比增长 46.5%.....	6
图表 2 2022 年 6 月印度培育钻出口额有所下降 .....	6
图表 3 印度培育钻石进出口额渗透率趋势向好 .....	6
图表 4 2022 年印度培育钻石进出口环比增速 .....	6
图表 5 印度 2022 年 6 月天然钻进口量同比持续下滑 .....	7
图表 6 2022 年 6 月印度天然钻进口均价同比增长 20.53%.....	7
图表 7 22 年美国培育钻订婚戒指销量持续上升 .....	8
图表 8 培育钻石在婚戒中的占比逐渐上升 (%) .....	8
图表 9 培育钻石批发价格不断下降 .....	8
图表 10 培育钻石零售价格不断下降 .....	8
图表 11 5 月美国单克拉天然钻零售价有所上升 .....	9
图表 12 美国天然钻石婚戒销售额失去增长动力 .....	9
图表 13 22 年上海钻石交易所钻石交易额 (亿美元) .....	9
图表 14 22 年上海钻石交易所成品钻进口额 (亿美元) .....	9
图表 15 IDEX 成品钻价格指数 6 月微降 .....	10
图表 16 美国消费物价指数 (CPI) 不断上涨 (%) .....	10
图表 17 RAPAPORT 成品钻价格指数 6 月微降.....	10
图表 18 中国钻石价格指数 6 月微降.....	10
图表 19 截止 2022 年 7 月 17 日已有 92 家企业获得电子烟生产许可证 .....	11
图表 21 2021Q4 中国电子烟品牌排行榜.....	12
图表 20 截至 2022 年 7 月 17 日已有 9 家企业获得电子烟品牌产品生产许可 .....	12
图表 22 企业生产规模核定值测算标准.....	13
图表 23 主管部门承诺出台细则预计将增强生产环节配额制的灵活性.....	13
图表 24 2022 年电子烟监管时间线 .....	15
图表 25 轻工制造指数周涨跌幅 .....	20
图表 26 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	20
图表 27 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势 .....	20
图表 28 轻工重点公司估值.....	21
图表 29 纺织服饰指数周涨跌幅 .....	22
图表 30 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	22
图表 31 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅 .....	22
图表 32 纺服重点公司估值.....	23
图表 33 上市公司重要公告.....	23

# 1 培育钻：6 月印度培育钻进出口同比维持高增长，下游价格下滑、婚恋市场景气上行

## 1.1 中游：6 月印度培育钻进口验证景气上行，天然钻毛坯价格维持高位

6 月印度培育钻进口额增长验证景气度上升。GJEPC 发布印度 6 月培育钻进出口数据，进口端看，6 月培育钻毛坯进口额 1.48 亿美元，同比/环比分别 +46.5%/+35.8%，在钻石品类中的渗透率（进口额口径）为 7.7%，同比/环比分别 +2.1pct/+0.7pct，6 月培育钻进口额同比、环比均有较大幅度增长，扭转 4、5 月环比增速放缓的势头，我国上游培育钻生产商受疫情对运输的影响正逐渐消退。出口端看，6 月培育钻成品钻出口额 1.49 亿美元，同比/环比分别 +55.2%/-15.8%，出口额品类渗透 6.88%，同比/环比分别 +2.3pct/-0.9pct，同比依旧保持较高增长，环比有所下降，或是由于全球经济整体较为疲软，叠加 5 月高基数所致，小幅波动不改培育钻长期向好趋势。

图表 1 2022 年 6 月印度培育钻石进口额同比增长 46.5%

图表 2 2022 年 6 月印度培育钻出口额有所下降

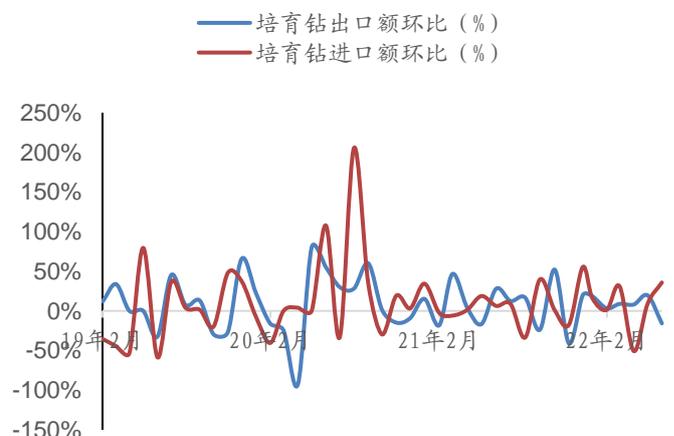


资料来源：GJEPC（印度宝石及珠宝出口促进会），华安证券研究所

资料来源：GJEPC（印度宝石及珠宝出口促进会），华安证券研究所

图表 3 印度培育钻石进出口额渗透率趋势向好

图表 4 2022 年印度培育钻石进出口环比增速



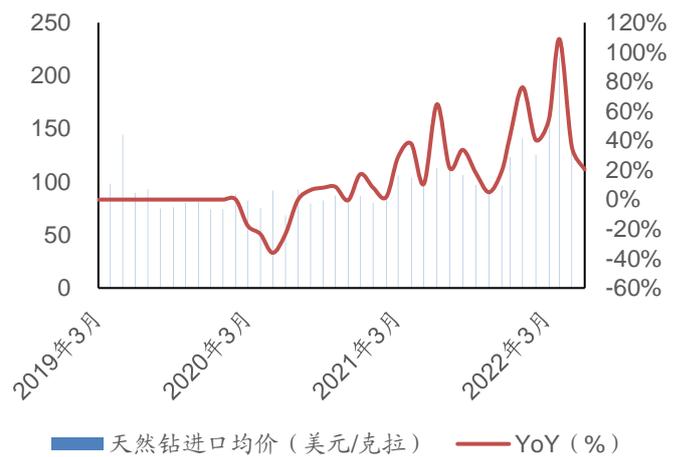
资料来源：GJEPC（印度宝石及珠宝出口促进会），华安证券研究所

资料来源：GJEPC（印度宝石及珠宝出口促进会），华安证券研究所

6月印度天然钻毛坯价格仍处高位，或由俄乌危机及中国疫情所致。6月印度天然钻进口量1298.6万克拉，同比/环比分别-13.8%/+25.5%；进口额17.7亿美元，同比/环比分别+3.9%/+23.2%；印度天然钻毛坯进口均价135.99美元/克拉，同比上涨20.5%，天然钻毛坯进口均价同比增速依旧较高，毛坯价格仍处高位。天然钻毛坯居高不下的价格或由两大因素导致：一是俄乌危机加剧天然钻毛坯供给短缺，致天然钻毛坯涨价。据钻石观察，自俄乌冲突爆发以来，毛坯钻二级市场价格已经上涨35%-40%；二是疫情封控结束后中国市场逐渐恢复，拉升印度对毛坯钻的需求，进而导致毛坯钻价格上涨。

图表5 印度2022年6月天然钻进口量同比持续下滑

图表6 2022年6月印度天然钻进口均价同比增长20.53%



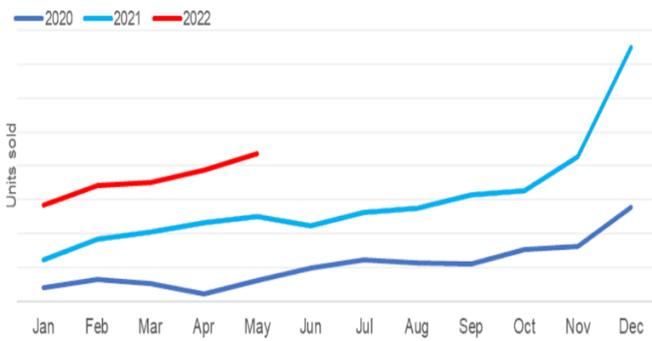
资料来源：GJEPC，华安证券研究所

资料来源：GJEPC，华安证券研究所

## 1.2 培育钻下游：美国培育钻婚恋市场景气上行，市场竞争激烈致零售价降低

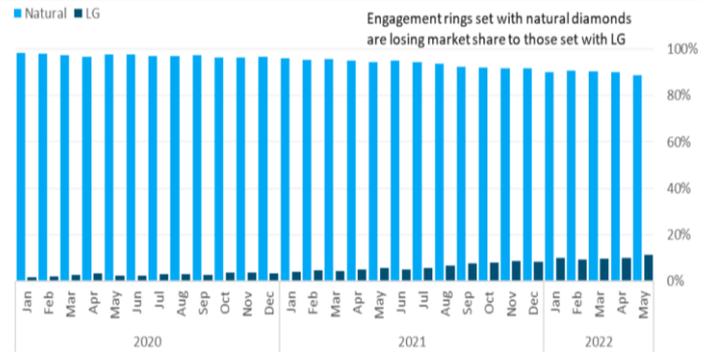
美国培育钻市场高景气，婚恋需求增长成为核心驱动因素。根据 Edahn Golan，美国消费者对培育钻石的兴趣持续上升，22年5月美国消费者对培育钻石的支出增加了32.7%，主要集中在购买价格更高的培育钻产品。其中最受欢迎的钻石商品是1.00-1.04克拉的圆形商品，按消费者购买的商品数量计算，实验室培育的销售额占该规模范围销售额的15.2%。而婚恋需求为培育钻石销售增长的一大重要因素，20年与21年美国培育钻石订婚戒指的销量呈上升趋势，21年销售额增长近3倍，22年美国培育钻石订婚戒指销量一路高涨，截止22年5月美国培育钻石订婚戒指销量同比增长超过73%，自2020年1月至2022年5月培育钻石在婚戒中的占比不断提升。预计越来越多的美国消费者选择培育钻石作为婚戒，驱动培育钻石婚恋市场维持高景气。

图表 7 22 年美国培育钻订婚戒指销量持续上升



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

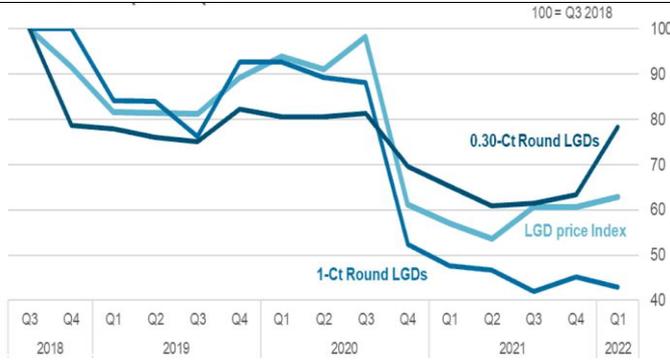
图表 8 培育钻石在婚戒中的占比逐渐上升 (%)



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

**价格: 培育钻市场竞争激烈, 2022 年以来零售价不断降低。**根据 Edahn Golan, 自 2018 年戴比尔斯开设 Lightbox 培育钻石品牌后, 培育钻石批发价格和零售价格都产生不同程度的下降。**从批发价格来看, 0.3 克拉培育钻石的批发价格依然坚挺, 但是 1 克拉培育钻石的价格降幅明显。**2019 年培育钻石从 Rapaport 价格表中获得 84% 的折扣, 那么目前 95-97% 的折扣更为常见。一方面是因为培育钻石本身是工业产品, 随着技术的进步培育钻石的生产成本逐渐下降, 生产端利润较高, 因此批发商会要求上游企业降价销售; 另一方面, 培育钻石市场火热, 引发更多厂商入局, 市场竞争加剧导致批发价格下降。**从零售价格看, 零售商降价迫使批发商降价, 但 22 年培育钻石零售价降幅总体慢于进货成本, 使得培育钻石零售端有利可图, 或使得更多商家入局。**总体而言, 培育钻市场竞争激烈, 各个环节相互挤压, 资金有限的小型企业可能处于不利地位。

图表 9 培育钻石批发价格不断下降



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

图表 10 培育钻石零售价格不断下降



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

### 1.3 天然钻下游: 美国天然钻婚恋市场销售下滑, 成品钻价格微降符合淡季特征

**5 月美国天然钻石零售量下滑, 在婚恋市场失去增长动力。**根据 Tenoris 数据, 5 月美国钻石珠宝销量同比下降 24%, 按照惯例往年母亲节, 5 月的钻石首饰零售额通常会有所上升, 但相反的是钻石销量与 4 月份相比有所下降。虽然销售的钻石数量有所下降, 但钻石的单件平均零售价同比飙升 18.7% 至 10242 美元, 即每克拉平均零售价超过 8000 美元。**婚恋市场方面, 天然钻石在婚恋市场逐渐失去增长势头, 仅在 5 月份, 镶嵌天然钻石的订婚戒指的销量就下降了 19.7%。**我们认为由于

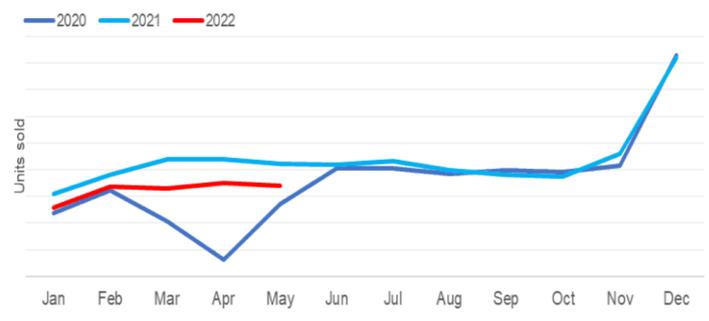
培育钻性价比优势持续凸显以及美国高通胀对可选消费的抑制，培育钻对天然钻石婚戒市场的需求的替代有望持续显现。

图表 11 5月美国单克拉天然钻零售价有所上升



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

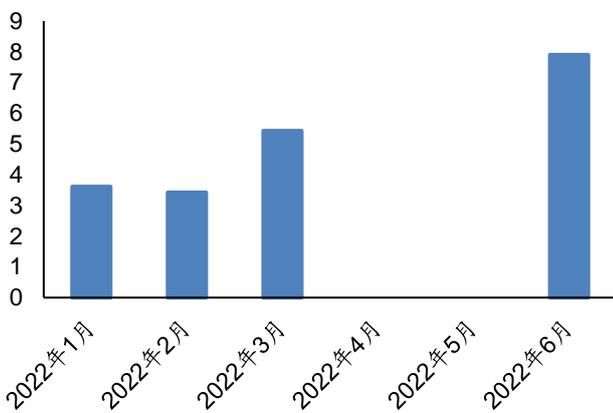
图表 12 美国天然钻石婚戒销售额失去增长动力



资料来源: Edahn Golan, 华安证券研究所

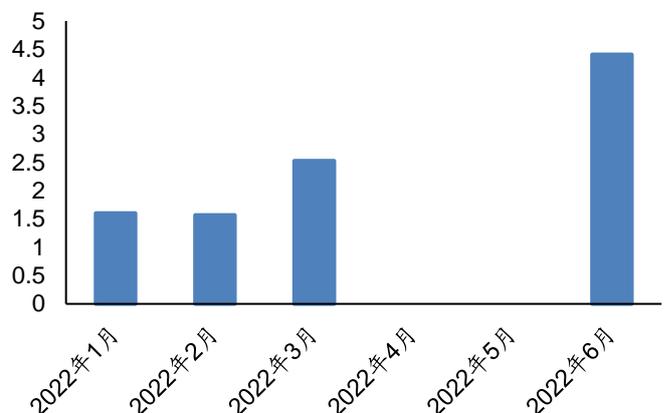
**中国 22H1 成品钻进口受疫情影响出现下滑，预计抑制需求将在下半年释放。**内地市场钻石交易整体处于淡季，并未完全从疫情中恢复。3 月以来，由于新冠疫情在国内频发，全国各地受到了不同程度的封锁，钻石零售市场和裸钻进口都受到较大冲击。根据上海钻石交易所的统计数据，2022 年 1-6 月上海钻石交易所钻石交易总额达到 20.56 亿美元，同比减少 46.2%。其中成品钻进口额为 10.1 亿美元，相比 2021 年同期减少 35.9%。进入 6 月份以来，随着新冠疫情在各地得到有效控制，钻石市场开始出现回暖迹象。6 月通过上海钻交所的成品钻进口额达到 4.41 亿美元，同比增长 48%。预计上半年受到疫情抑制的珠宝需求将在下半年逐步释放。

图表 13 22 年上海钻石交易所钻石交易额 (亿美元)



资料来源: 上海钻石交易所, 华安证券研究所

图表 14 22 年上海钻石交易所成品钻进口额 (亿美元)

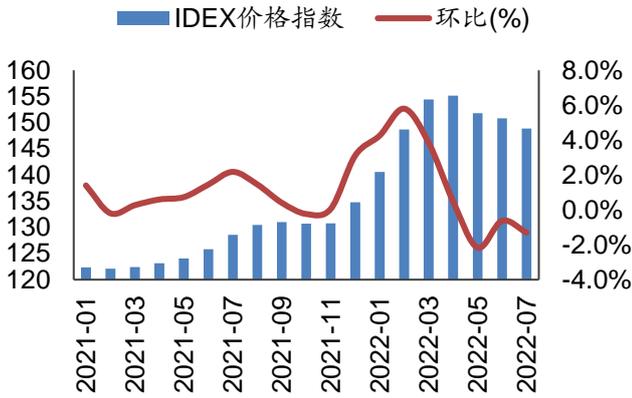


资料来源: 上海钻石交易所, 华安证券研究所

**价格: 6月天然钻成品钻价格微降，市场整体符合淡季特征。**6 月份 IDEX 成品钻价格指数出现轻微下调，自月初的 150.9 降至月末的 149.1，降幅达 1.2%。Rapaport 一克拉 RAPI 价格指数环比下降 1.8%，同比上升 16.8%。6 月天然钻价格微降背后或有两大原因：一方面美国高通胀抑制钻石消费，美国 6 月消费者价格指数 (CPI) 环比上涨 1.4%，同比上涨 9.1%，刷新了近 40 年的记录。消费者对经济普遍存在悲观预期，6 月消费者信心指数报 98.7，降至 2021 年 2 月以来最低水平；另一方面天然钻成品钻库存相对充足，中游成品钻库存量在六月份有所上升。据钻石观察，截至 7 月 1 日，RapNet 在线钻石数量为 187 万粒，环比上升 4.3%。虽然俄罗斯毛坯钻受美国制裁，但现阶段加工厂使用的毛坯钻大多为俄乌冲突爆发前的库存品，总体库存充足。预计美国对俄毛坯钻出口制裁升级的影响将在接下来的数

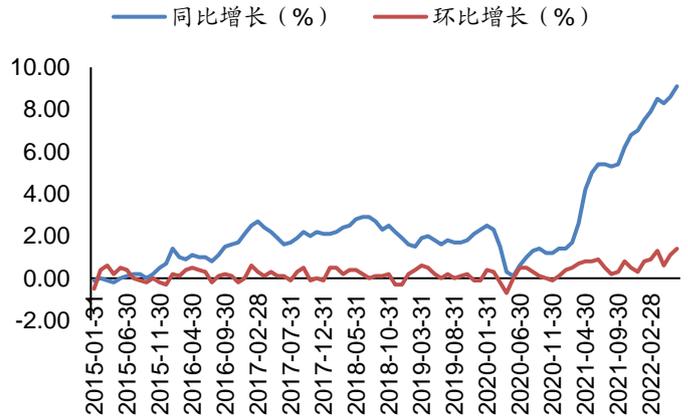
月逐步传递至成品钻，叠加高通胀抑制钻石消费，有望加速培育钻渗透。

图表 15 IDEX 成品钻价格指数 6 月微降



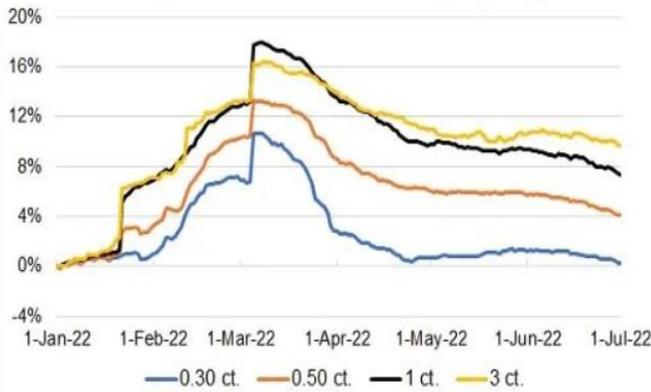
资料来源：IDEX，华安证券研究所；注：月价格指数取月初值

图表 16 美国消费物价指数 (CPI) 不断上涨 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

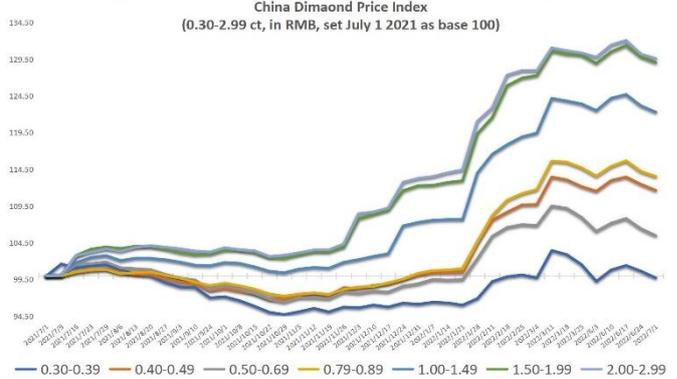
图表 17 Rapaport 成品钻价格指数 6 月微降



资料来源：Rapaport，钻石观察，华安证券研究所

图表 18 中国钻石价格指数 6 月微降

(算术平均计算 0.30-2.99 克拉，以人民币计价，以 2021 年 7 月 1 日为基点 100)



资料来源：上海钻石交易所，华安证券研究所

## 2 新型烟草：生产许可发放未对规模有严格要求；预计配额制或不会形成市场增速上限

产品、雾化、烟碱类许可未对规模有严格要求，预计多数合规企业均能获许可。当前电子烟行业处于牌照发放密集期。根据国家烟草专卖局官网发布的电子烟生产许可证获批企业名单，截至 2022 年 7 月 17 日，共有 92 家企业获得了产品类、雾化物类、以及烟用烟碱类电子烟生产许可证，其中包括 56 家电子烟产品生产企业（烟弹与烟具生产、代工）、30 家物化雾生产企业（电子烟烟油烟液生产制造）和 6 家电子烟用烟碱生产企业（电子烟用尼古丁提取、合成）。值得注意的是，从发放门槛来看，电子烟生产许可证对于企业生产规模并无特别要求，符合审核规定的中小企业在申请后均能获得生产许可证；从发放数量来看，得益于近年来趋严监管下电子烟企业的合规经营，多数企业生产许可均获得批准。后续生产许可证所规定的产能规模将成为行业关注重点。

图表 19 截止 2022 年 7 月 17 日已有 92 家企业获得电子烟生产许可证

许可证类型	申请人/申请单位		
电子烟产品类	深圳道吉智科技有限公司	深圳市鑫辉炜煜科技有限公司	深圳博佑宇云科技有限公司
	惠州市新泓威科技有限公司	深圳市方盈电子科技有限公司	深圳市贝思佳科技有限公司
	珠海优德科技有限公司	深圳市疯狂蚂蚁科技有限公司	深圳市道森蒸汽科技有限公司
	深圳美众联科技有限公司	东莞市浩鸿电子科技有限公司	东莞市艾迪升科技有限公司
	东莞市尼辉电子科技有限公司	深圳市骏捷兴科技有限公司	深圳市立品诚科技有限公司
	深圳浩瀚阳天科技有限公司	深圳冀豫恒科技有限公司	深圳市城橙时代科技有限公司
	深圳市科曼多尔实业有限公司	佛山市靓丰明金属制品有限公司	厚山电子(东莞)有限公司
	深圳市米茄科技有限公司	深圳市德海春科技有限公司	东莞市魔刻科技有限公司
	深圳市易斯茂科技有限公司	威泰普科技(深圳)有限公司	浩元电子(东莞)有限公司
	东莞市艾威科技有限公司	深圳市博格科技有限公司	东莞市吉纯生物技术有限公司
	深圳市你我网络科技有限公司	深圳市艾维普思科技有限公司	深圳市飞云时代科技有限公司
	东莞市麦斯莫科电子科技有限公司	深圳市巴索敦科技有限公司	东莞市跨客科技有限公司
	深圳市新亚丁科技有限公司	深圳格林韵达科技有限公司	深圳市誉尚普电子科技有限公司
	东莞市石开科技有限公司	深圳市久茂创新技术有限公司	深圳市卓力能技术有限公司
	东莞市伯科电子科技有限公司	深圳市质赢科技有限公司	东莞冠普电子科技有限公司
	惠州市天长实业有限公司	深圳市鑫仕达智能科技有限公司	东莞市吉迹科技有限公司
	深圳市莱蒙特科技有限公司	深圳市韦普莱思科技有限公司	兴科电子(东莞)有限公司
	深圳贝斯格朗科技有限公司	深圳夏日奇迹科技有限公司	东莞市渡哲特制造有限公司
	多美达电子(深圳)有限公司	深圳市欣隆科技有限公司	
	烟油雾化物类	深圳市真味生物科技有限公司	深圳市亿凡特生物科技有限公司
深圳昱朋科技有限公司		<b>深圳波顿香料有限公司</b>	东莞市鸿馥生物科技有限公司
深圳梵活生命科学股份有限公司		深圳市华加生物科技有限公司	深圳市恒云生物科技有限公司
深圳市精华生物科技有限公司		深圳市优绿信生物科技有限公司	东莞奇易香料有限公司
深圳市德森生物科技有限公司		昌宁德康生物科技(深圳)有限公司	深圳市莫克生物科技有限公司
深圳市深深爱生物科技有限公司		中香香料(深圳)有限公司	深圳市立场科技有限公司
深圳芳芯科技有限公司		深圳市英克生物科技有限公司	深圳市艾普生物科技有限公司
惠州市恒博生物科技有限公司		深圳市馨火科技有限公司	深圳瑞香源生物科技有限公司
云南养瑞科技集团有限公司		云南恒置科技有限公司	东莞尚泽生物科技有限公司
<b>云南云烁科技有限公司(劲嘉股份子公司)</b>		广州天然科技有限公司	深圳市菲莫科技有限公司
电子烟用烟碱类	湖北和诺生物工程股份有限公司	<b>润都制药(荆门)有限公司</b>	重庆博腾制药科技股份有限公司
	<b>山东金城医药化工有限公司</b>	昆明景晟生物科技有限公司	昌宁德康生物科技有限公司

资料来源: 国家烟草专卖局, 华安证券研究所整理; 注: 标红公司为上市公司及其子公司

**品牌产品生产许可或对规模未有严格要求, 预计多数合规品牌均能获得牌照。**

根据国家烟草专卖局官网发布的信息, 截至 2022 年 7 月 17 日, 共有 9 家电子烟企业获得了电子烟品牌产品生产许可。其中第一批拿到品牌持有许可证的品牌是声海、亿光年、徕米和本雾, 第二批拿到持牌许可的是小野、铂德、慕色、魔笛和雪加。在行业新国标即将实施, 电子烟牌照加速发放的背景下, 品牌持有许可证的发放数量整体符合市场预期。参考蓝洞新消费发布的 2021Q4 中国电子烟品牌排行榜, 考虑到部分中小品牌在较早的批次获得生产许可, 我们认为由牌照发放对于品牌销售规模并未有严格要求, 预计未来绝大部分合规电子烟品牌都能获批品牌持有许可证。

图表 20 2021Q4 中国电子烟品牌排行榜

品牌	排名	DB总值	心智占有率(行业内)
RELX悦刻	1	104781001	78.87%
铂德Boulder	2	7221286	5.44%
Myst喜雾	3	5589909	4.21%
LAMI徕米	4	4936243	3.72%
vitavp唯它	5	2145100	1.61%
MOTI魔笛	6	1519510	1.14%
YOOZ柚子	7	1170277	0.88%
wild小野	8	906699	0.68%
MOOSEE暮色	9	885687	0.60%
JVE非我	10	792822	0.60%

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

图表 21 截至 2022 年 7 月 17 日已有 9 家企业获得电子烟品牌产品生产许可

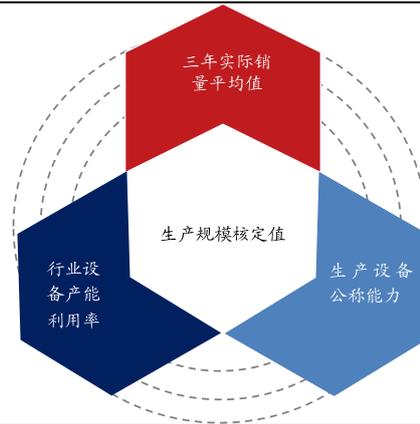
许可证类型	申请时间	申请人/申请单位	许可证类型	对应品牌	一年生产规模预测
电子烟品牌产品生产许可 (品牌持有)	2022/5/20	声海电子(深圳)有限公司	自有品牌、出口	-	-
	2022/5/21	深圳市亿光年科技有限公司	自有品牌、内销	VCAN	预计200万根一次性
	2022/6/2	徕米雾电科技(深圳)有限公司	自有品牌、内销	徕米	预计500万颗烟弹以下
	2022/6/2	深圳市本雾科技有限公司	自有品牌、内销	PUREMIST	预计500万颗烟弹以下
	2022/6/29	深圳小野科技有限公司	自有品牌、内销	小野	预计2000万颗烟弹以下
	2022/6/29	铂德(深圳)科技有限公司	自有品牌、内销	铂德	预计2000万颗烟弹以下
	2022/6/29	德塔泰克(深圳)科技有限公司	自有品牌、内销	暮色	预计500万颗烟弹以下
	2022/6/29	深圳雷炎科技有限公司	自有品牌、内销	魔笛	预计4000万颗烟弹以下
	2022/6/29	深圳雪雾科技有限公司	自有品牌、内销	雪加、snowplus	预计8000万颗烟弹以下

资料来源：国家烟草专卖局，华安证券研究所整理

**生产许可配额是后续关注重点，海外或将成为销售重心。**相对于电子烟生产许可证的发放，目前行业内更加关注生产许可证上所核定的有效期内的产能规模。根据国家烟草专卖局 7 月 14 日发布的《关于电子烟相关生产企业核定生产规模等问题的答复》，企业生产规模核定值将由各个企业的生产设备公称能力、三年实际销量平均值、行业设备产能利用率综合测算决定，而该指标将决定其未来一年的产能配额。目前，这一配额的灵活性尚不明确，即未来是否可以调剂，调剂幅度大小等问题均有待官方的统一和安排。由此也引发了行业对于配额的担忧，一旦产能被限定，是否意味着企业的营收、利润以及行业增速的上限也将受到限制。

此外，由于当前未详细说明，我们猜测产能配额可能只针对国内电子烟生产，而目前生产许可证尚未对出口产品有关额度进行限制。根据《电子烟管理办法》，不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或者地区的法律法规和标准要求，预计出口生产许可证暂无产能配额限制。那么，对于各大电子烟厂商来说，海外或将成为销售重心，头部企业可依靠技术、成本等竞争优势抢占海外市场，消化企业内部产能。

图表 22 企业生产规模核定值测算标准



资料来源：国家烟草专卖局，华安证券研究所整理

**市场化核算机制+主管部门承诺出台灵活性细则，预计电子烟生产环节配额制不会对市场增速形成上限。**根据国家烟草专卖局 7 月 14 日发布的《关于电子烟相关生产企业核定生产规模等问题的答复》。通过分析企业生产规模核定值测算标准，我们认为国务院烟草专卖行政主管部门在核定产量规模时已经考虑了电子烟相关生产企业的有序增长因素，因此一般情况下不会出现核定生产规模年度总量小于订单需求年度总量的情形。但是由于未来可能存在超预期因素：（1）产品质量差异以及产品培育力度不同导致消费者对不同企业产品需求发生变化；（2）境外市场订单需求不确定性带来的产品需求变化。因此核定企业生产规模的实施可能导致部分电子烟企业生产规模不能满足市场订单需求的情形。对此，国务院烟草专卖行政主管部门承诺坚持总量管理和供需管理要求，尊重市场，将依据《电子烟管理办法》及有关政策措施，适时出台相关管理细则。综合来看，我们认为尽管电子烟生产实行配额制，但由于核算方法市场化且较为合理，且烟草专卖部门承诺后续将出台更加市场化、更具灵活性的政策细则，因此预计配额制不会对电子烟行业形成一个市场增速的上限。

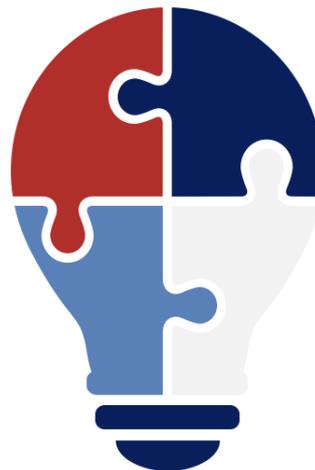
图表 23 主管部门承诺出台细则预计将增强生产环节配额制的灵活性

**超预期因素一**

- 产品质量差异以及产品培育力度不同导致消费者对不同企业产品需求发生变化。

**超预期因素二**

- 境外市场订单需求不确定性带来的产品需求变化。



**主管部门解决对策**

- 主管部门承诺坚持总量管理和供需管理要求，尊重市场，将依据《电子烟管理办法》及有关政策措施，适时出台相关管理细则。

资料来源：国家烟草专卖局，华安证券研究所整理

## 3 本周观点

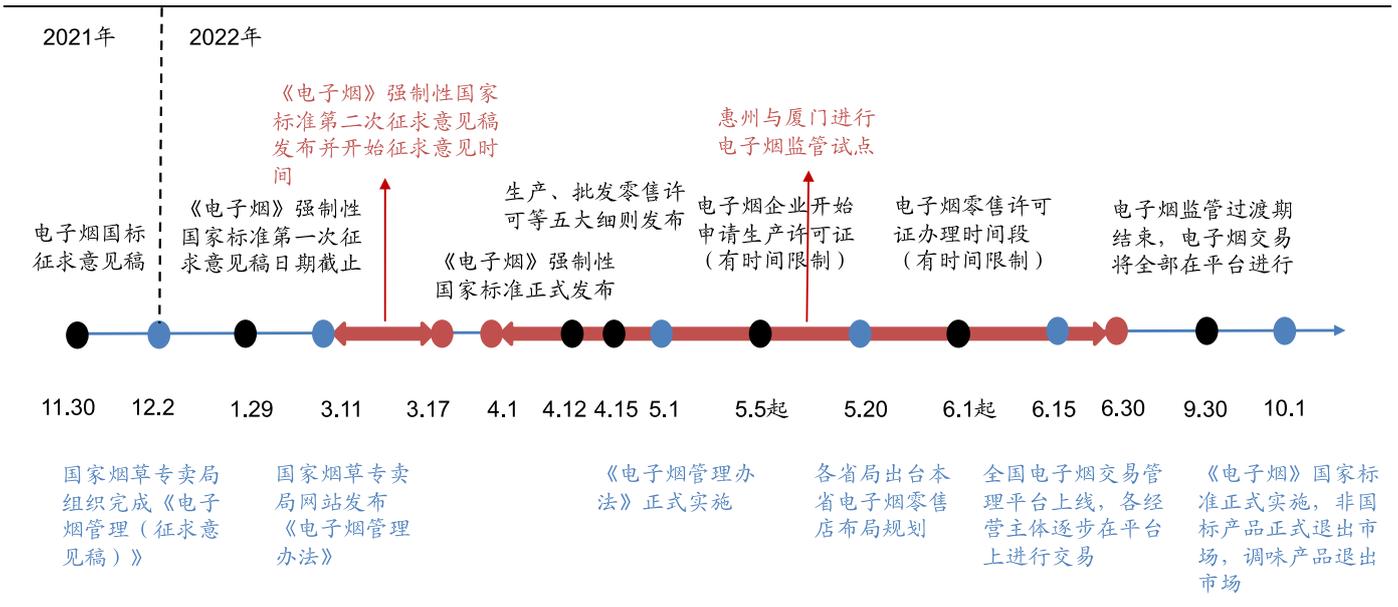
### 3.1 新型烟草

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 24 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：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 101 家企业拿到了电子烟生产许可证，其中 92 家获得了产品类、雾化物类、以及盐用烟碱类电子烟生产许可证，其中包括 56 家电子烟产品生产企业、30 家雾化物生产企业和 6 家电子烟用烟碱生产企业。另外 9 家电子烟企业获得电子烟品牌产品生产许可，包括小野、铂德、慕色、魔笛、声海、亿光年、徕米、本雾、雪加 9 大品牌。我们认为生产许可发放未对企业生产规模有严格要求，预计多数合规企业均能获许可。而对于市场更加关注的生产许可证上所核定的有效期内的产能规模。我们认为：1）据《电子烟管理办法》，不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或者地区的法律法规和标准要求，预计出口生产许可证暂无产能配额限制，海外或将成为销售重心；2）尽管电子烟生产环节实行配额制，但由于核算方法市场化且较为合理，因此一般情况下不会出现核定生产规模年度总量小于订单需求年度总量的情形。且烟草专卖部门承诺后续将出台更加市场化、更具灵活性的政策细则，因此预计配额制不大可能对电子烟行业形成一个市场增速上限。

**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。

### 3.2 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。**

**6 月印度培育钻进口额增长验证景气度上升。**GJEPC 发布印度 6 月培育钻进出口数据，**进口端看**，6 月培育钻毛坯进口额 1.48 亿美元，同比/环比分别 +46.5%/+35.8%，在钻石品类中的渗透率（进口额口径）为 7.7%，同比/环比分别 +2.1pct/+0.7pct，6 月培育钻进口额同比、环比均有较大幅度增长，扭转 4 月 4、5 月环比增速放缓的势头，我国上游培育钻生产商受疫情对运输的影响正逐渐消退。**出口端看**，6 月培育钻成品钻出口额 1.49 亿美元，同比/环比分别 +55.2%/-15.8%，出口额品类渗透 6.88%，同比/环比分别 +2.3pct/-0.9pct，同比依旧保持较高增长，环比有所下降，或是由于全球经济整体较为疲软，叠加 5 月高基数所致，小幅波动不改培育钻长期向好趋势。**天然钻毛坯价格**，6 月印度天然钻毛坯进口均价 135.99 美元/克拉，同比上涨 20.5%，俄乌危机+中国市场疫情恢复，拉升印度对毛坯钻的需求，进而导致毛坯钻价格上涨。天然钻毛坯进口均价仍处高位。**天然钻成品钻价格**，一方面由于美国高通张抑制钻石消费，另一方面天然钻成品钻库存相对充足，6 月天然钻成品钻价格微降，市场整体符合淡季特征。预计俄罗斯毛坯钻供应短缺将在接下来的数月影响成品钻供应，叠加高通涨抑制钻石消费，有望加速培育钻渗透。

在下游需求旺盛的背景下，上游产能扩张或仍是关键要素。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，6月金银珠宝零售额257亿元，同比上升8.1%，扭转3-5月下滑趋势，在可选消费品中上升幅度较大。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】。

### 3.3 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】。

### 3.4 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。

### 3.5 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。

### 3.6 纺织服装板块

**纺织制造板块：**6 月以来疫情管控有所松动，线下消费逐步恢复，社零同比+3.1%，服装鞋帽针织品类同比+1.2%，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，6 月纺织织物及制品出口额同比+7.9%，服装及衣着附件出口额同比+19.1%，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，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，Q2 受疫情影响部分公司中期业绩单位数下滑但整体符合预期，看好后续消费复苏和整车扶持给头部品牌带来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**】。

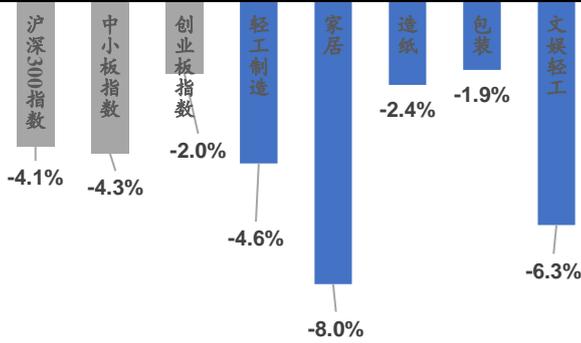
## 4. 本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数下跌 4.1%，中小板指数下跌 4.3%，创业板指数下跌 2.0%，轻工制造板块下跌 4.6%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-8.0%、-2.4%、-1.9%、-6.3%。

个股来看，本周涨幅前三分别为中锐股份、永安林业、华瓷股份，涨幅分别为 18.32%/15.68%/12.61%；本周跌幅前三分别为索菲亚、高乐股份、蒙娜丽莎，跌

幅分别为-26.33%/-23.16%/-16.84%。

图表 25 轻工制造指数周涨跌幅



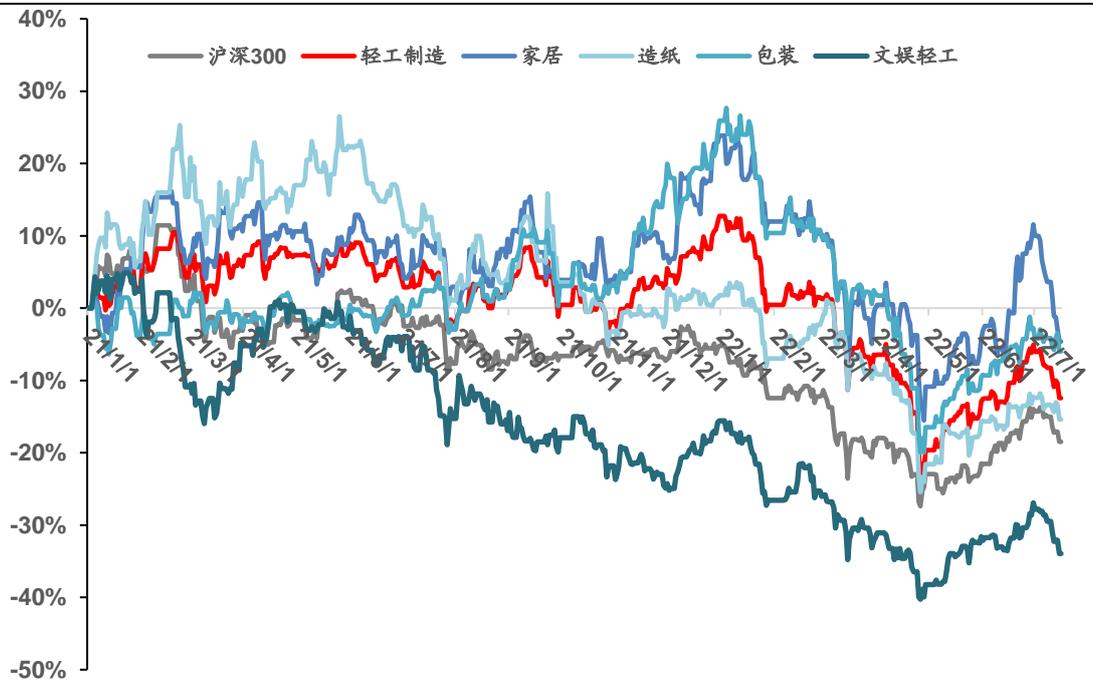
图表 26 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
中锐股份	18.32	索菲亚	-26.33
永安林业	15.68	高乐股份	-23.16
华瓷股份	12.61	蒙娜丽莎	-16.84
哈尔斯	12.25	江山欧派	-13.63
滨海能源	7.13	喜临门	-11.11
明月镜片	7.05	舒华体育	-11.05
喜悦智行	6.04	上海艾录	-10.28
嘉益股份	4.69	帝欧家居	-9.92
岳阳林纸	3.96	群兴玩具	-9.86
冠豪高新	3.85	志邦家居	-9.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 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 28 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	774	-6.1%	-13.9%	4.4	5.1	6.0	7.1	28.9	24.9	21.1	18.0	23.7	5.4
	索菲亚	164	-26.3%	-16.5%	0.1	1.5	1.8	2.2	138.6	11.8	9.9	8.4	6.2	2.9
	尚品宅配	45	-9.4%	-47.5%	0.5	1.1	1.5	2.0	49.8	20.9	14.9	11.4	18.0	1.2
	金牌厨柜	39	-9.0%	-81.5%	2.3	2.7	3.3	4.0	10.9	9.3	7.6	6.3	15.6	1.6
	志邦家居	68	-9.5%	-26.8%	1.6	1.9	2.4	2.8	13.4	11.2	9.2	7.7	8.3	2.6
	顾家家居	395	-8.5%	-17.4%	2.7	2.5	3.1	3.7	18.2	19.1	15.6	12.9	9.8	4.9
	喜临门	115	-11.1%	-23.3%	1.5	1.9	2.4	3.1	20.5	16.0	12.3	9.5	8.3	3.6
	梦百合	58	3.4%	-30.7%	-0.6	0.8	1.2	1.7	-21.1	15.1	9.7	7.1	6.0	2.0
	江山欧派	57	-13.6%	-13.6%	2.5	3.3	4.2	5.2	16.9	12.5	9.8	8.0	13.2	3.1
	公牛集团	905	-2.7%	-8.5%	4.6	5.3	6.2	7.1	32.5	28.3	24.4	21.1	17.9	8.4
	造纸	中顺洁柔	150	-6.2%	-31.0%	0.5	0.5	0.6	0.7	25.4	22.5	18.9	16.2	3.7
太阳纸业		321	0.1%	5.6%	1.1	1.2	1.3	1.4	10.7	10.3	9.3	8.6	6.9	1.7
文具	晨光股份	446	-6.3%	-24.5%	1.6	1.9	2.3	2.7	29.2	25.1	20.8	17.6	6.7	7.2
电子烟	思摩尔国际	1,257	-10.5%	-46.8%	0.5	0.8	1.0	1.2	46.6	27.4	21.5	18.1	3.9	15.9

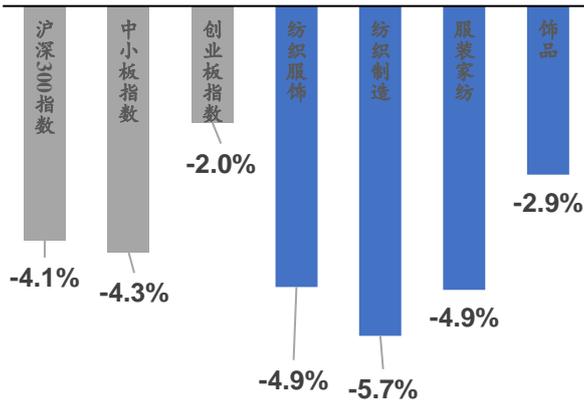
资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

## 5. 本周纺织服饰板块走势

本周沪深 300 指数下跌 4.1%，中小板指数下跌 4.3%，创业板指数下跌 2.0%，纺织服装板块下跌 4.9%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺、饰品涨跌幅分别为 -5.7%、-4.9%、-2.9%。

个股来看，本周涨幅前三分别为 ST 柏龙、朗姿股份、ST 步森，涨幅分别为 12.36%/9.59%/7.22%；本周跌幅前三分别为比音勒芬、美邦服饰、宏达高科，跌幅分别为 -12.16%/-11.52%/-11.11%。

图表 29 纺织服装指数周涨跌幅



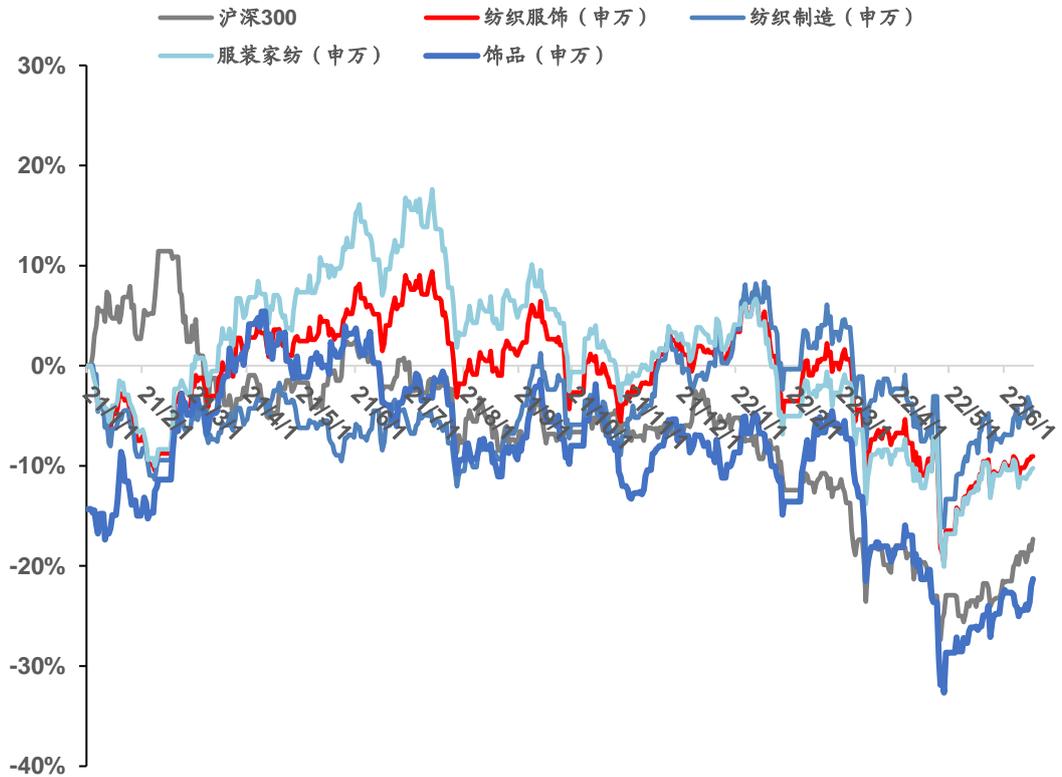
图表 30 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
ST柏龙	12.36	比音勒芬	-12.16
朗姿股份	9.59	美邦服饰	-11.52
ST步森	7.22	宏达高科	-11.11
红豆股份	6.55	三房巷	-10.98
贵人鸟	4.61	锦泓集团	-10.85
ST爱迪尔	2.89	健盛集团	-10.57
鲁泰B	2.53	开润股份	-10.47
中国黄金	1.82	ST摩登	-10.26
嘉麟杰	1.70	九牧王	-9.85
众望布艺	1.24	新野纺织	-9.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 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 32 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)	同涨 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	2,502	-7.0%	-20.3%	3.5	3.5	4.5	5.4	26.3	26.1	20.7	17.2	13.1	7.0
	李宁	1,741	-7.5%	-21.4%	2.0	2.1	2.6	3.2	34.0	31.6	25.3	20.5	9.9	6.7
	特步国际	365	-6.2%	8.1%	0.4	0.5	0.7	0.8	31.2	26.9	21.2	17.1	3.7	3.8
纺织制造	中洲国际	1,245	-5.2%	-44.5%	2.7	3.8	4.9	5.8	30.2	21.7	16.8	14.2	22.6	3.7
	华利集团	769	-4.6%	-24.9%	2.5	3.0	3.7	4.4	26.9	22.1	18.0	15.0	9.4	7.0
	健盛集团	44	-10.6%	-0.4%	0.4	0.8	1.0	1.3	27.0	14.2	11.2	9.2	6.1	1.9
	伟星股份	104	-1.6%	5.8%	0.6	0.5	0.6	0.8	17.3	19.1	15.8	13.0	2.6	3.9
大众休闲	森马服饰	144	-8.5%	-24.6%	0.6	0.6	0.7	0.8	9.7	9.2	7.9	6.9	4.3	1.2
	海澜之家	194	-5.5%	-22.7%	0.6	0.6	0.7	0.8	7.7	7.4	6.4	5.7	3.3	1.3
	太平鸟	94	-5.4%	-27.1%	1.4	1.7	2.0	2.3	13.7	11.8	9.9	8.4	8.8	2.2
高端服饰	地素时尚	74	-2.0%	-19.9%	1.4	1.5	1.8	2.0	10.7	10.2	8.6	7.5	7.8	2.0
	欣贺股份	35	-4.9%	-16.6%	0.7	0.7	0.9	1.1	12.2	11.1	8.9	7.6	7.0	1.2
	歌力思	33	-6.4%	-36.6%	0.9	1.0	1.2	1.3	10.4	9.5	7.8	6.8	7.7	1.2
	比音勒芬	122	-12.2%	-14.7%	1.2	1.4	1.8	2.1	18.7	15.2	12.2	10.0	5.6	3.8
男装	九牧王	46	-9.9%	-31.6%	0.3	0.5	0.7	0.7	23.4	16.2	11.7	10.9	7.1	1.1
	七匹狼	40	-6.6%	-15.4%	0.3	0.4	0.4	0.4	16.3	13.9	12.6	12.0	7.9	0.7
家纺	水星家纺	38	-5.8%	-12.6%	1.5	1.6	1.9	2.1	9.7	8.8	7.6	6.7	9.9	1.4
	罗莱生活	95	-6.8%	-17.2%	0.9	0.9	1.1	1.3	13.2	11.9	10.3	9.0	4.8	2.3
	富安娜	63	-4.7%	-3.7%	0.7	0.8	0.9	1.0	11.4	10.2	8.8	7.7	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

## 6. 本周重要公告

图表 33 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2022-07-11	安踏体育	<b>二零二二年第二季度及上半年之最新营运表现:</b> 上半年安踏品牌零售额同比中单位数正增长, FILA 品牌同比低单位数负增长, 其他品牌同比+30%-35%。22Q2 安踏品牌同比中单位数负增长, FILA 品牌高单位数负增长, 其他品牌同比+20%-25%。
2022-07-13	特步	<b>盈利预喜及二零二二年第二季度及上半年之最新营运表现:</b> 上半年公司收入同比增长不小于 35%, 归母净利润增长不小于 35%, 主要是: 1) 主品牌和儿童品牌产品创新、渠道升级和品牌知名度提升, 订货会表现良好; 2) 专业运动品牌索康尼零售表现尤其是电子商务增长强劲, 同比+100%以上。
2022-07-14	万顺新材	<b>2022 年半年度业绩预告:</b> 上半年归母净利润 1.15-1.25 亿元, 同比+531.54%-586.45%, 由于铝箔下游市场需求旺盛, 孙公司安徽中基一期年产 4 万吨高精度电子铝箔生产项目产能释放, 带动公司铝加工业务盈利能力明显提升。
2022-07-15	哈尔斯	<b>2022 年半年度业绩预告:</b> 净利润约 11368-13800 万元, 同比+100.55%~143.45%, 业绩变动原因说明: 1) 公司海外销售稳步增长, 并且研发效率、制造能力、运营水平, 降低系统成本, 销售收入、毛利率水平较上年同期均有所增长。2) 公司外销产品以美元结算为主, 受汇率贬值影响, 产生较大金额的汇兑收益。3) 非经常性损益对公司净利润的影响约为 1309 万元, 主要系收到的政府补贴收入增加所致。
2022-07-11	稳健医疗	<b>2022 年半年度业绩预告:</b> 稳健医疗上半年收入 49.2-51.8 亿元, 同比+22%-29%, 净利润 8.6-9.0 亿元, 同比+13%-18%。医用耗材业务收入 30.5-32.5 亿元, 同比

		+37%-46%，健康生活消费品收入 18.7-19.3 亿元，同比+4%-8%。
2022-07-15	361 度	<b>二零二二年第二季度及上半年之最新营运表现：</b> Q2 361 度主品牌同比低双位数增长，童装品牌同比 20%-25%增长，电子商务平台同比约 40%增长；上半年 361 主品牌同比中双位数增长，童装品牌同比 20%-25%增长，电子商务平台同比 40%-45%增长。
2022-07-15	万事利	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 上半年归母净利润 440-660 万元，同比- 81.67% 至 - 87.78%，主要原因系公司主要销售区域华东地区的疫情反复较为严重，公司各个渠道销售遇冷。
2022-07-15	牧高笛	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度实现归属于上市公司股东净利润 1.13 亿元左右，较上年同期增加 5990.63 万元左右，同比增长 112.12%左右。公司预计实现主营业务收入 8.64 亿元左右，同比+ 60.77%左右。其中：外销（OEM/ODM）业务预计实现营业收入 5.18 亿元左右，同比+ 24.81%左右；品牌业务预计实现营业收入 3.46 亿元左右，同比+182.46%左右。
2022-07-15	黄河旋风	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度经营业绩与上年同期相比上升 194.20%，实现归属于上市公司股东的净利润为 7,050 万元，同比+194.2%。
2022-07-11	鲁泰 A	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度实现归属于上市公司股东净利润 8500-9500 万元，同比+61% - 79.94%，增长主因由于市场需求逐步恢复使公司产品销量增长，加之人民币汇率影响。
2022-07-12	健盛集团	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度归属上市公司股东的净利润为 1.65-1.95 亿元，同比增长 53%到 80%。2022 年上半年公司无缝业务增长较快，棉袜业务稳健增长。
2022-07-14	华瓷股份	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度实现归属于上市公司股东净利润 3.4-4.0 亿元，同比+121.50%-160.59%，增长主因 1) 公司坚持大客户战略，与大客户的合作不断加深，上半年整体订单充足；2) 通过持续技改升级，公司产能得到提升；3) 汇率变化有利于出口业务利润。
2022-07-14	梦百合	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度归属上市公司股东的净利润为 7000 万元至 10000 万元，同比增长 694%至 1034%。1) 公司全面实施精益管理，降本增效及合理配置全球化产能等措施初显成效；2) 欧洲疫情形势及公司欧洲工厂经营管理同比好转，促进公司业绩有效提升；3) 公司大部分销售业务以美元结算，报告期内美元升值产生汇兑收益；4) 公司为优化资产结构，处置深圳市朗乐福睡眠科技有限公司产生投资收益。
2022-07-15	思摩尔国际	<b>2022 上半年盈利警告：</b> 上半年公司溢利及全面收益总额约为人民币 13.22-15.54 亿元，同比-46.0%至-54.1%，主要原因为：1) 中国市场收入下滑；2) 产品结构导致的毛利率下滑；3) 加大研发投入，研发支出大幅增加；4) 增加信息系统、营销体系等建设，销售及管理费用大幅增加。
2022-07-16	晨鸣纸业	<b>2022 年半年度业绩预告：</b> 预计 2022 年半年度归属上市公司股东的净利润为 2.1-2.7 亿元，同比-86.6%至-89.6%。主要原因：受国内疫情反复、多点爆发的影响，国内市场需求不足，机制纸价格同比有所下降；同时，受木片、化工等原材料及能源价格上涨影响，生产成本同比上升幅度较大，导致毛利率同比下降。
2022-07-11	周大福	<b>22Q2 未经审核的经营数据：</b> 零售额同比-3.7%，其中中国内地同比-2.8%，同店销售同比-19.3%，同店销量同比-22.8%。
2022-07-13	浙江永强	<b>关于投资设立子公司的公告：</b> 为了满足公司的战略发展规划，进一步提高市场竞争力，同时充分利用河南省西平县招商政策优势及劳动力资源优势，公司计划在河南西平设立全资子公司，并由其实施建设年产 100 万件户外家具生产基地项目。

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。