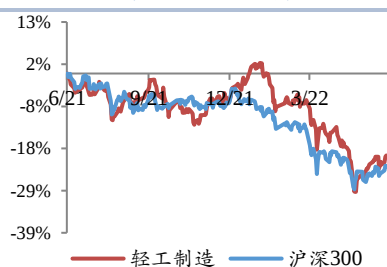


嘉曼服饰招股说明书拆解：多品牌、多渠道运营的中高端童装企业

行业评级：增持

报告日期：2022-08-08

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

电话：15110377548

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

● 周专题：嘉曼服饰招股说明书拆解：多品牌、多渠道运营的中高端童装企业

嘉曼服饰专业从事中高端童装的设计、品牌运营和推广以及直营加盟渠道销售，通过多元品牌矩阵覆盖中端、中高端和高端童装市场。16-21年营收和净利润CAGR分别为24.7%和39.1%，盈利能力优于行业平均。

童装行业：受益于消费升级，Euromonitor预计2026年国内童装市场规模达到4170.5亿元。目前我国童装市场较为分散，CR5仅12%和美国、日本等发达国家存在差距，龙头集中度仍有提升空间。由于消费习惯和有孩人群结构的变化，童装消费线上化趋势明显。

嘉曼服饰是行业内线上收入占比最高、品牌矩阵最全的童装企业，公司重点发力电商平台，进行差异化的营销布局。公司拟通过上市募集资金5.2亿元进行零售网络拓展、线上团队建设、企业管理信息化建设和补充流动资金。

● 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（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

相关报告

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：**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、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，6 月金银珠宝零售额 257 亿元，同比增长 8.1%，扭转 3-5 月下滑趋势，在可选消费品中上升幅度较大。6 月 1 日上海宣布加快复工复产，本轮疫情即将接近尾声。通过复盘 2020 年珠宝板块行情启动时点，我们预计珠宝公司 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 嘉曼服饰招股书拆解：多品牌、多渠道运营的专业化童装企业.....	6
1.1 嘉曼服饰：多品牌、多渠道运营的中高端童装企业	6
1.2 童装行业：受消费升级引领的千亿市场	12
1.3 差异化建设电商平台，拟募集 5.2 亿进行渠道拓展.....	14
2 本周观点	17
2.1 新型烟草	17
2.2 珠宝钻石	19
2.3 户外运动.....	20
2.4 家居板块.....	21
2.5 造纸板块.....	21
2.6 纺织服装板块	22
3.本周轻工制造板块走势	23
4.本周纺织服装板块走势	24
5.本周重要公告.....	26
风险提示：	26

图表目录

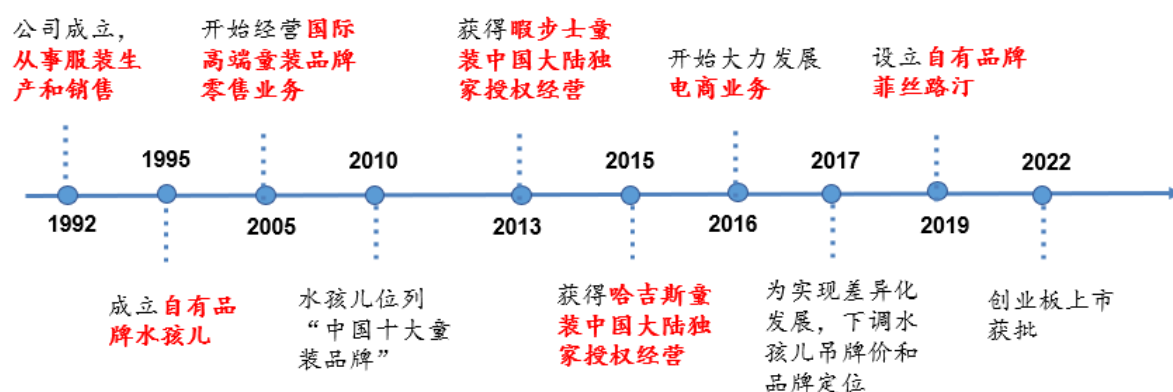
图表 1 嘉曼服饰历史沿革.....	6
图表 2 公司品牌矩阵.....	7
图表 3 公司营收及增速（亿元，%）.....	7
图表 4 公司归母净利润及增速（亿元，%）.....	7
图表 5 公司分品牌营收及增速（亿元，%）.....	8
图表 6 公司分渠道营收及增速（亿元，%）.....	8
图表 7 公司分品牌毛利率（%）.....	8
图表 8 公司分渠道毛利率（%）.....	8
图表 9 公司 2017-2021 年杜邦分析.....	9
图表 10 可比公司 2021 年杜邦分析.....	9
图表 11 可比公司净利率（%）.....	9
图表 12 可比公司毛利率（%）.....	9
图表 13 可比公司销售费用率（%）.....	10
图表 14 可比公司管理费用率（%）.....	10
图表 15 可比公司财务费用率.....	10
图表 16 公司股权结构.....	11
图表 17 公司高管及经历.....	11
图表 18 中国童装市场规模及增速.....	12
图表 19 国内童装人均支出增速快于人均支出及人均服装支出（%）.....	13
图表 20 2020 年超五成受访者表示会增加婴童消费支出（%）.....	13
图表 21 国内童装市场品牌市占率（%）.....	13
图表 22 国内 CR5 和海外存在差距（%）.....	13
图表 23 中国童装市场规模及增速.....	14
图表 24 90 后有孩人群占比增加（%）.....	14
图表 25 有孩人群月均线上消费变化（%）.....	14
图表 26 嘉曼服饰线上收入占比高于可比公司（%）.....	15
图表 27 公司线上营销投入占比（%）.....	15
图表 28 公司线上各平台各类店铺运营特征.....	15
图表 29 公司各平台销售占线上收入比重（%）.....	16
图表 30 各平台销售客单价（元）.....	16
图表 31 嘉曼服饰募集资金的主要用途.....	16
图表 32 2022 年电子烟监管时间线.....	18
图表 33 轻工制造指数周涨跌幅.....	23
图表 34 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	23
图表 35 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势.....	23
图表 36 轻工重点公司估值.....	24
图表 37 纺织服饰指数周涨跌幅.....	25
图表 38 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	25
图表 39 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅.....	25
图表 40 纺服重点公司估值.....	26
图表 41 上市公司重要公告.....	26

1 嘉曼服饰招股书拆解：多品牌、多渠道运营的专业化童装企业

1.1 嘉曼服饰：多品牌、多渠道运营的中高端童装企业

公司是中高端童装运营企业，具有三十年童装设计和品牌运营经验。嘉曼服饰成立于 1992 年，专业从事中高端童装的设计、品牌运营和推广以及直营加盟渠道销售。公司 1995 年创立的“水孩儿”服饰是我国较早的专业化童装品牌，产品定位中高端市场，重视设计和品质，品牌自 2010 年起连续三届位列“中国十大童装品牌”。除建设自有品牌外，公司亦发展国际高端童装零售业务和海外中高端童装独家代理经营业务，通过多品牌差异化发展、线上线下渠道结合的方式覆盖国内中端、中高端和高端童装消费市场。

图表 1 嘉曼服饰历史沿革



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

自有、授权和国际代理三类品牌覆盖各级童装市场。嘉曼服饰旗下运营品牌包括自有品牌“水孩儿”和“菲丝路汀”、授权经营品牌“暇步士”和“哈吉斯”以及 EMPORIO ARMANI、BOSS 和 KENZO KIDS 等国际代理品牌。公司自有品牌和代理品牌主要通过自主设计后进行委外加工，最终通过公司建立的线上线下渠道销售，把握价值链最高的设计端和销售端。

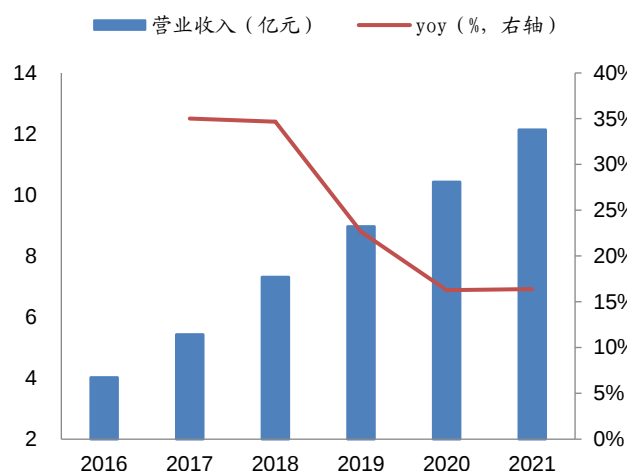
图表 2 公司品牌矩阵

类别	品牌名称	品牌定位	品牌特征	运营模式
自主品牌	水孩儿	中端	针对 2-14 岁少儿群体 简约时尚的运动休闲服	自主设计后由代工厂生产，公司通过线上直营和线下直营+加盟销售
	菲丝路汀	中高端		
授权经营品牌	暇步士	中高端	成立于 1958 年的欧美休闲时尚童装品牌	品牌授权公司在中国大陆地区独家运营，运营模式为公司设计经授权方批准后委外加工（少量直接向品牌方进口成品），通过线上直营和线下加盟+直营销售
	哈吉斯	中高端	隶属韩国 LG 时装集团，主要是英伦风儿童服饰	
国际零售代理品牌	Boss、Armani、Kenzo 等	高端	国际一二线品牌	公司直接向品牌方采购成品，通过线下直营店代理销售

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

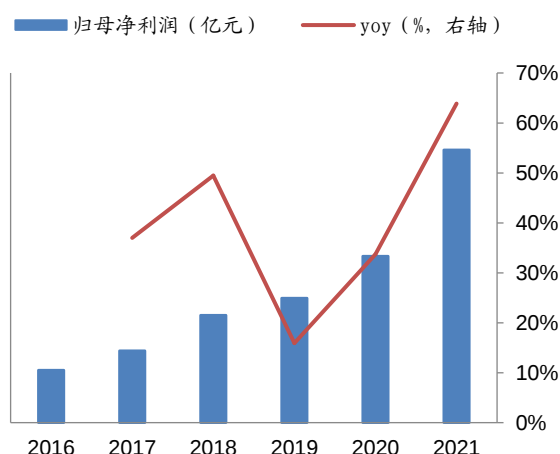
公司收入和净利润稳健增长。公司近年来经营授权代理品牌，布局电商业务，创立自有中高端品牌，收入和利润增长较快，16 至 22 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 24.7%和 39.1%。2021 年公司实现营业收入 12.14 亿元，同比+16.4%，实现归母净利润 1.95 亿元，同比+63.9%。净利润增速更快主要是公司积极拓展高端和中高端市场，提升盈利能力，带动净利提升。

图表 3 公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

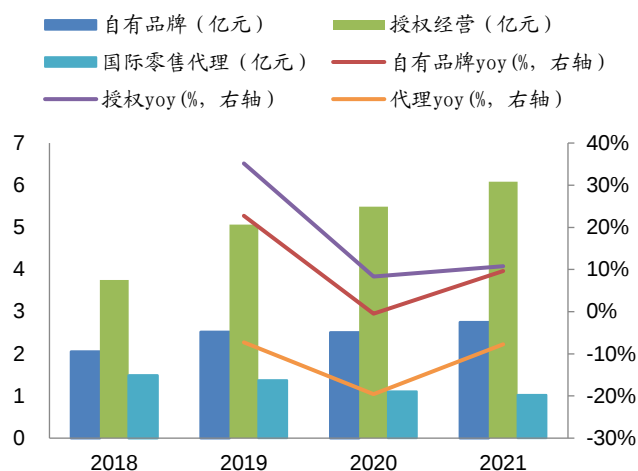
图表 4 公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

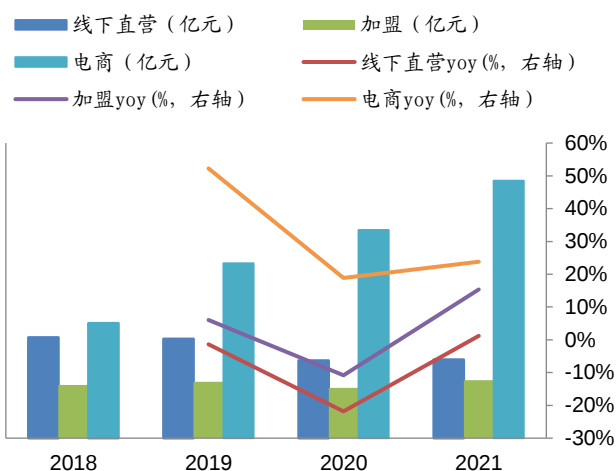
授权代理经营收入占比高，产品以线上销售为主。分品牌来看，公司授权经营品牌 21 年收入 6.08 亿元，同比+10.8%，占公司品牌收入的比重为 64.7%，公司授权代理的“暇步士”和“哈吉斯”品牌历史较长，并且依托其成人服饰的品牌影响力拓展市场，贡献了较高的收入和增速。**分渠道来看**，公司主营业务增长主要来自电商渠道的增长，21 年线上电商直收入 6.98 亿元，同比+23.8%，占公司主营业务收入的 65.3%。公司较早入驻了天猫、京东、唯品会等平台，组建专业电商团队积极布局，伴随国内电商行业的发展而增长。

图表 5 公司分品牌营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

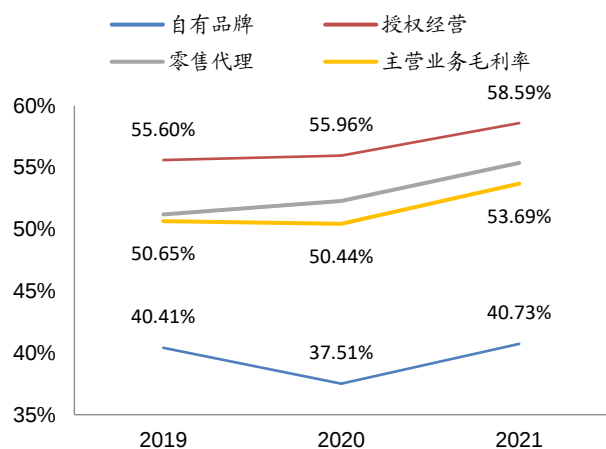
图表 6 公司分渠道营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

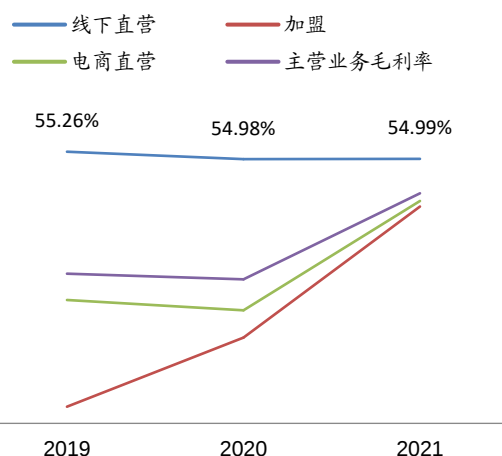
公司 2021 年主营业务毛利率 53.69%，同比+3.25pcts，分品牌来看，授权经营品牌定位中高端，产品吊牌价更高，并且公司把握设计和营销环节附加值高，21 年毛利率达到 58.59%；公司自有品牌中水孩儿由中高端定位调整至中端定位，毛利率 40.73%。分渠道来看，线下直营折扣率低、售价更高，毛利率达到 54.99%。

图表 7 公司分品牌毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 8 公司分渠道毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

杜邦分析: 高净利率带动 ROE 领跑行业

公司 2017 年以来 ROE 逐年上升，2021 年达到 30.4%，同比+5.6pcts。横向对比我们选取儿童服饰品牌安奈儿、婴童服饰品牌金发拉比、童装品牌巴拉巴拉母公司森马服饰和童鞋童装品牌 ABC KIDS 母公司 ST 起步作为可比公司，2021 年嘉曼服饰 ROE 领先行业，主要是销售净利率 16.0%高于行业内其它公司。

图表 9 公司 2017-2021 年杜邦分析

	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	19.2%	9.5%	1.18	1.70
2018	21.8%	9.6%	1.23	1.85
2019	22.4%	10.0%	1.21	1.85
2020	24.0%	11.4%	1.13	1.87
2021	30.4%	16.0%	1.07	1.78

资料来源：Wind，华安证券研究所

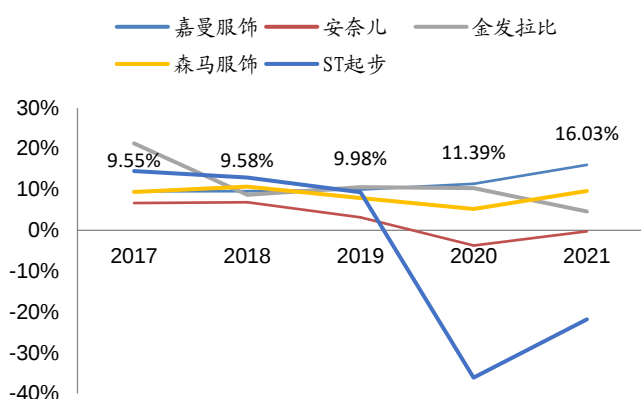
图表 10 可比公司 2021 年杜邦分析

2021年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
嘉曼服饰	30.4%	16.0%	1.07	1.78
安奈儿	-0.3%	-0.3%	0.85	1.39
金发拉比	1.42%	4.6%	0.28	1.10
森马服饰	12.8%	9.6%	0.83	1.60
ST起步	-15.61%	-21.8%	0.39	1.84

资料来源：Wind，华安证券研究所

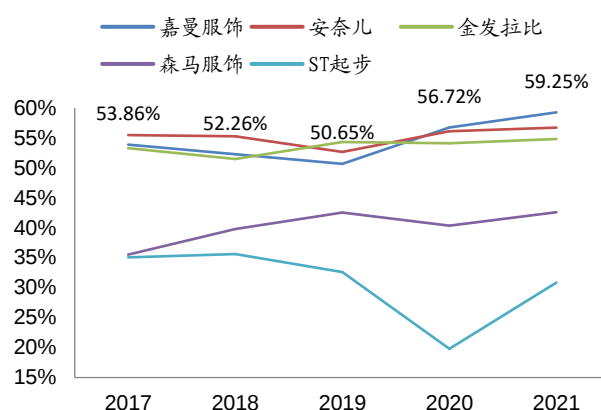
公司净利率高是高盈利能力和费用管控带动。嘉曼服饰净利率由 2017 年的 9.55% 增长至 2021 年的 16.03%，呈现逐年上升的状态。从毛利率来看，嘉曼服饰和安奈儿、金发拉比均定位中高端，毛利率相近，高于定位中端市场为主的森马服饰和起步股份，并且嘉曼服饰是行业内稀缺的实现中端至高端品牌全覆盖的童装企业，盈利能力高于可比公司。

图表 11 可比公司净利率 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12 可比公司毛利率 (%)

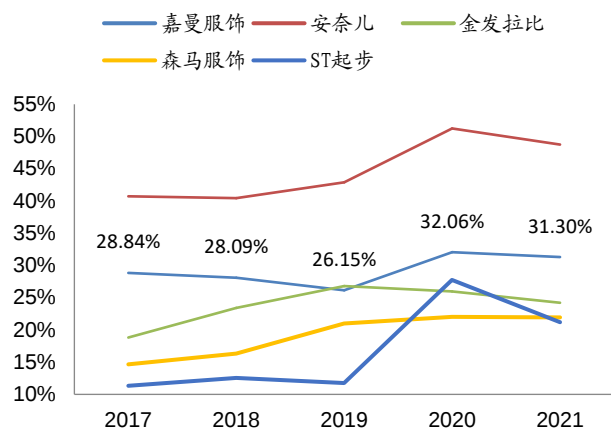


资料来源：Wind，华安证券研究所

(1) 销售费用：可比公司中，安奈儿和嘉曼服饰均以直营销销售为主，销售模式相近，但嘉曼服饰线上占比更高，支出的店铺及销售费用较低。2021 年公司销售费用率 31.30%，同比-0.64pct，主要是销售人员数量减少以及营业收入提升摊销费用。

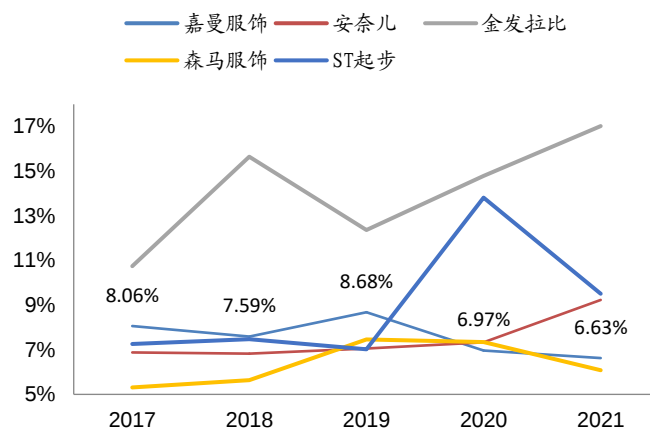
(2) 管理费用：2021 年公司管理费用率 6.63%，同比-0.64pct，低于行业内平均水平，主要是公司管理人员平均薪酬低于业务模式相近的安奈儿。

图表 13 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

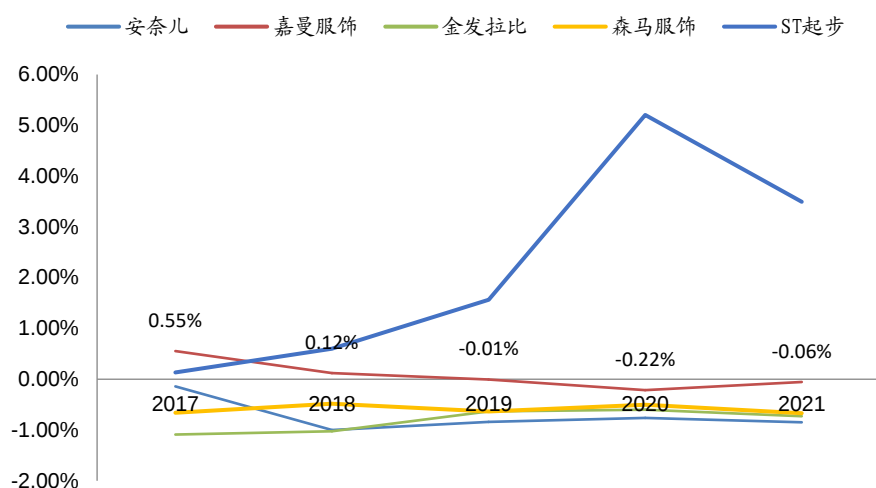
图表 14 可比公司管理费用率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

(3) 财务费用: 2021 年公司财务费用率-0.06%，主要是利息收入所致。

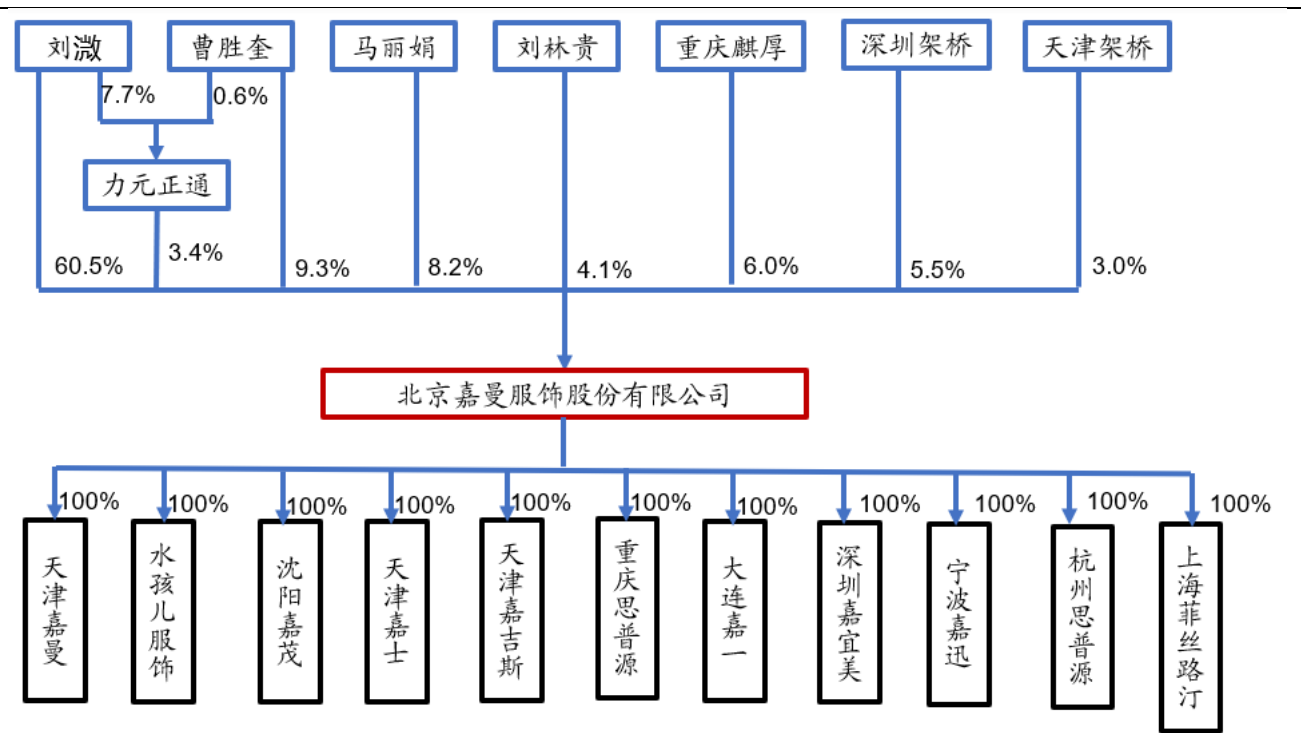
图表 15 可比公司财务费用率



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司股权稳定，设立子公司触达全国。公司实控人为总经理刘澍，持有股份占比 60%以上，股权稳定。公司在华北、东北、华南、华东、西南均设有分公司进行童装经营，有效触达全国市场。

图表 16 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

核心管理层深耕产业，经验丰富。公司包括董事长在内的核心管理层均具备多年产业经历，总经理曾就职于法国服饰品牌公司 Armor-Lux，工作经验丰富。主要高管在公司就职十年以上，管理团队稳定。

图表 17 公司高管及经历

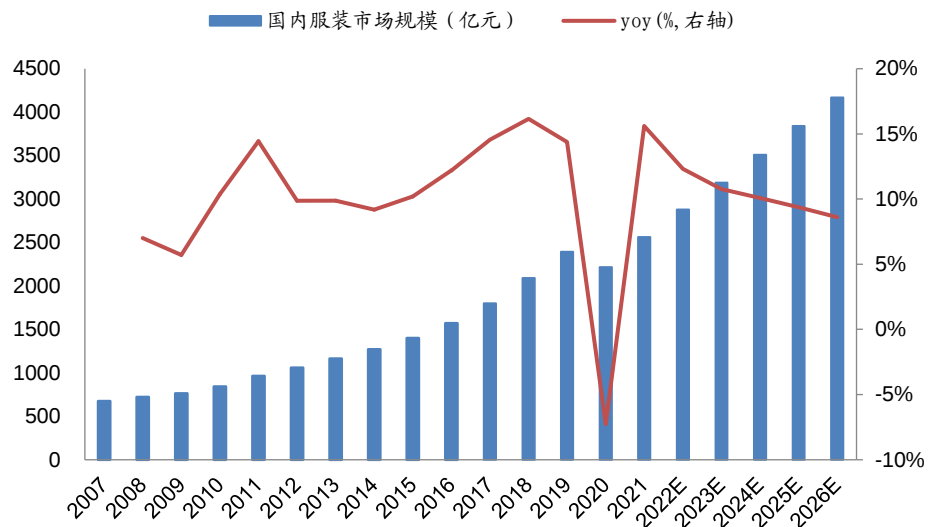
姓名	职务	简介
曹胜奎	董事长	73岁,本科学历,曾就职于五机部394厂、北京进出口商品检验局、北京针棉织品进出口公司,历任中宜针织联营有限公司总经理、嘉曼服饰董事长
刘澍	总经理, 副董事长	45岁, 研究生学历, 曾就职于法国 Armor-Lux 品牌公司, 历任任嘉曼服饰副董事长、总经理
程琳娜	副总经理, 董事会秘书	女, 39岁, 本科学历, 曾任北京白领时装有限公司设计师
马丽娟	副总经理	女, 48岁, 研究生学历, 曾就职于中国国际企业合作、法国电力公司, 历任嘉曼有限进口部经理、副总经理
李军荣	财务总监	女, 47岁, 本科学历, 曾任保利(湖南)实业发展有限公司财务部会计、中国电子工程设计院财务资产部高级财务经理、华油能源集团有限公司财务部副经理
王磊	核心技术人员	41岁, 本科学历, 曾任嘉曼有限设计师、北京科曼维斯凯服饰有限公司品牌策划经理、自由设计师, 2009年8月至今历任公司市场部总监、电商事业部总监职务

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 童装行业：受消费升级引领的千亿市场

中国童装市场预计五年内达到 4000 亿规模。童装涵盖了 0-14 岁年龄人群，根据年龄与身高的不同可进一步分为 0-3 岁“婴幼儿装”和 4-14 岁的“大龄童装”。根据 Euromonitor 的数据，我国童装市场规模由 2007 年的 674.77 亿元增长至 2021 年的 2563.64 亿元，CAGR 为 10%。伴随“三孩”政策和消费水平的提升，未来 5 年国内童装市场将延续增长态势，Euromonitor 预计 2026 年市场和规模达到 4170.5 亿元。

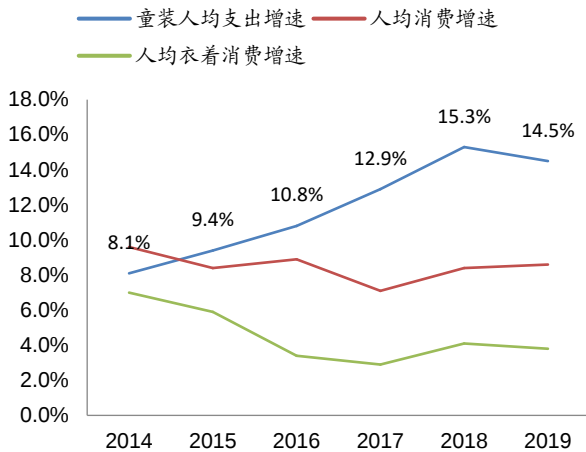
图表 18 中国童装市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

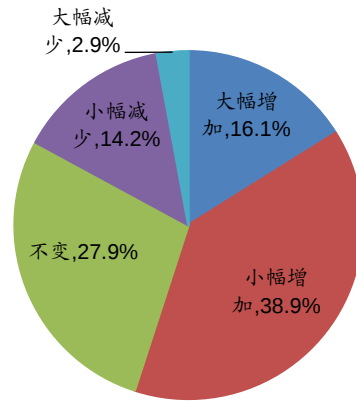
婴童消费升级，人均支出仍有提升空间。目前市场上童装的购买者主要是 80、90 后的年轻父母，品牌意识较强，并且由于目前国内家庭结构以三代人“4+2+1”为主流，更愿意为儿童消费投入。根据前瞻产业研究院整理的的数据，2019 年我国童装人均支出增速为 14.5%，高于人均消费和人均服装消费的增速。但根据嘉曼服饰招股说明书的数据，2017 年我国童装人均消费 19.2 美元，和日本（57.8 美元）、美国（117.4 美元）存在差距，我国人均童装支出仍然有提升空间。根据中国玩具和婴童协会 20 年的调研，55% 的受访者表示会增加婴童消费支出，仅 17% 的受访者表示会减少支出。

图表 19 国内童装人均支出增速快于人均支出及人均服装支出 (%)



资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

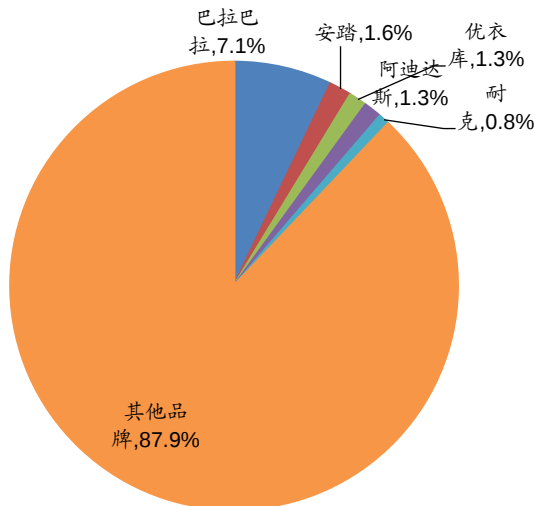
图表 20 2020 年超五成受访者表示会增加婴童消费支出 (%)



资料来源: 中国玩具和婴童用品协会, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

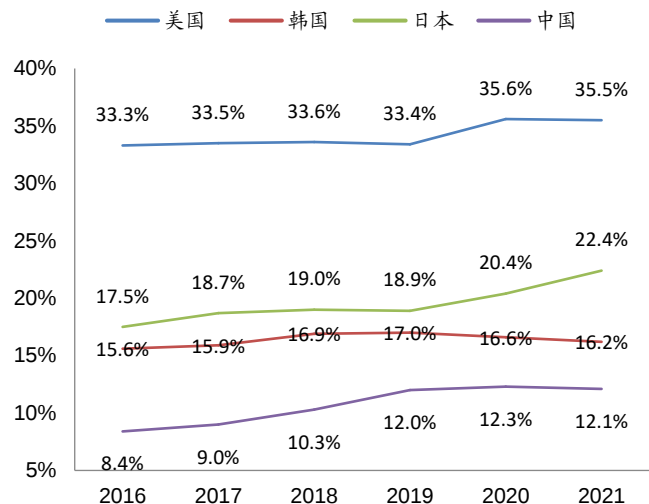
国内童装品牌集中度逐年提升但和发达国家存在差距。根据 Euromonitor 的统计, 森马服饰旗下巴拉巴拉品牌系国内童装龙头, 占全国童装市场 7.1% 的份额, 行业 CR5 仅占 12.1%。尽管五年来由于消费升级以及龙头品牌的渠道拓展, 国内 CR5 已从 2016 年的 8.4% 提升了 3.7pcts, 但和美国、日本、韩国等国仍然存在差距, 国内龙头具备份额提升的空间。

图表 21 国内童装市场品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 22 国内 CR5 和海外存在差距 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

国内童装龙头线上+线下多渠道运营。我国童装行业市场相对分散, 巴拉巴拉、安奈儿、ABC kids 和水孩儿是行业内知名品牌, 森马服饰旗下巴拉巴拉市场份额和线下门店数量均为行业第一, 主要通过加盟渠道拓展市场。嘉曼服饰是行业内线上收入占比最高的公司, 线上收入占比超过 60%。

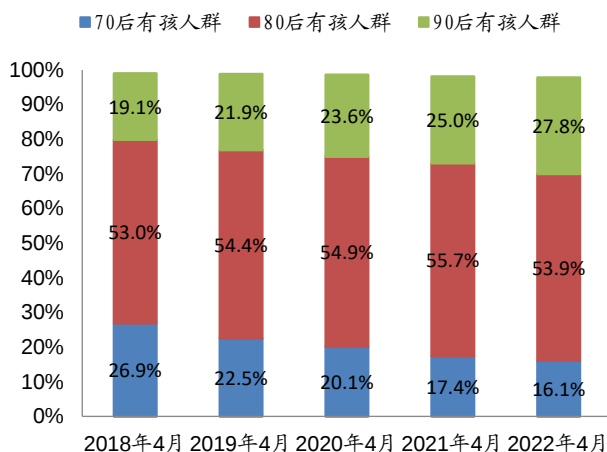
图表 23 中国童装市场规模及增速

公司名称	品牌	品牌定位	市场综合占有率	线下店铺数量	线上收入占比
嘉曼服饰	水孩儿、暇步士、哈吉斯等	中端、中高端和高端	0.84%	直营: 212 加盟: 498	61.59%
安奈儿	安奈儿童装	中高端	2.86%	直营: 931 加盟: 349	34.92%
森马服饰	巴拉巴拉童装	中端	6.67%	直营: 681 加盟: 7693	38.50%
金发拉比	拉比、贝比拉比、下一代婴童服饰	中高端	-	直营: 138 加盟: 877	25.01%
起步股份	ABC kids 童装童鞋	中端	1.27%	直营: 33 加盟: 1911	20.08%

资料来源：嘉曼服饰招股说明书，华安证券研究所；注：均为 20 年数据，市占率数据来自中国商业联合会与中华全国商业信息中心发布的《全国大型零售企业暨消费品市场 2020 年度监测报告》，其中嘉曼服饰市占率数据仅为水孩儿童装。

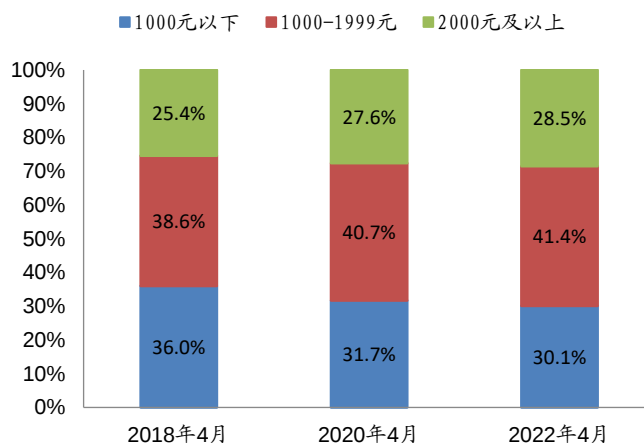
互联网一代成为有孩人群主体，倾向线上消费。根据 Quest Mobile 的统计，截至 2022 年 4 月，90 后有孩人群占比为 27.8%，较 2018 年同期+8.7pcts，伴随互联网成长的 85、90 后父母会倾向于使用电商平台，Quest Mobile 根据消费者画像统计，2018 年至 2022 年线上月均消费 1000 元甚至 2000 元以上的有孩人群占比不断提升，电子商务平台将成为童装品牌拓展的主流渠道之一。

图表 24 90 后有孩人群占比增加 (%)



资料来源：QUEST MOBILE，华安证券研究所

图表 25 有孩人群月均线上消费变化 (%)



资料来源：QUEST MOBILE，华安证券研究所

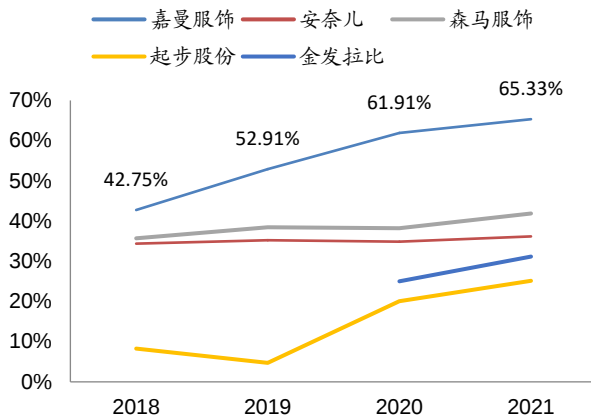
1.3 差异化建设电商平台，拟募集 5.2 亿进行渠道拓展

多元渠道运营，发力电商业务顺应时代趋势。嘉曼服饰构建了线上和线下、直营和加盟的多元渠道销售模式，截至 21 年末，公司共 594 家线下门店，包括 189 家直营店和 405 家加盟店。公司和华联、王府井、燕莎友谊商城等核心商业企业建立合作，入驻中高端百货商场，夯实品牌中高端定位。

重点发力电商渠道，费用投放和线上销售占比高于可比公司。公司重点发展电

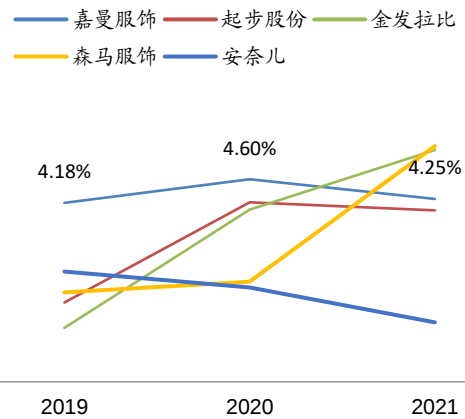
商渠道，截至 21 年末在唯品会、天猫、京东等平台开设了 37 家线上店铺。公司 2018 年至 2021 年线上收入占比由 42.75%提升至 65.33%，高于行业内其他公司。从营销投入来看，公司具备线上营销先发优势，19、20 年投入费用高于可比公司，线上推广费用稳定在 4%以上。

图表 26 嘉曼服饰线上收入占比高于可比公司 (%)



资料来源：招股说明书，其余公司年报，华安证券研究所

图表 27 公司线上营销投入占比 (%)



资料来源：招股说明书，其余公司年报，华安证券研究所；注：参照招股书口径，嘉曼服饰为线上推广投入占比，其余公司为合计推广费用投入占比

线上渠道差异化建设，深入大众市场。公司线上销售根据不同平台、平台的不同店铺进行差异化经营，公司在各平台设立旗舰店、专卖店和折扣店，分别负责爆款运营、差异化营销和折扣清仓，以不同的产品结构、客单价和宣传活动吸引不同消费水平的客户。同时，公司将社群营销和线上销售结合，以电商平台承接官方活动和核心资源，宣传引流增加获客量。

图表 28 公司线上各平台各类店铺运营特征

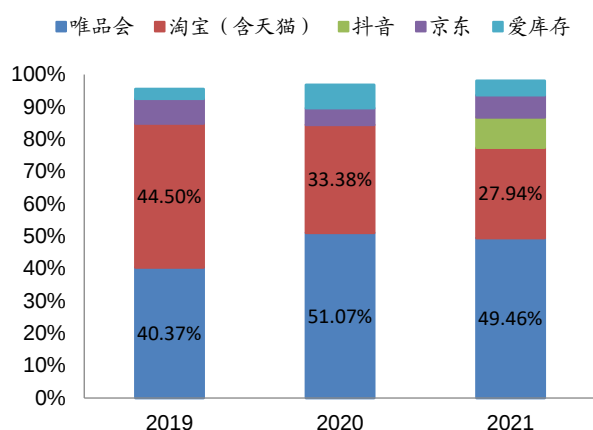
主要平台店铺		功能定位
天猫	旗舰店	1、品牌宣传；2、平台官方活动与核心资源承接；3、新品首发、核心爆款运营；4、知名达人直播合作
	专卖店	1、更灵活差异化的营销活动；2、类目活动资源承接；3、非爆款商品运营
	outlets	1、以长库龄、深度折扣商品经营为主；2、承接天猫奥莱类目活动资源；3、断码清仓
京东	旗舰店	1、品牌宣传；2、平台官方活动与核心资源承接；3、新品首发、核心爆款运营
	专卖店	1、以长库龄、深度折扣商品经营为主；2、承接天猫奥莱类目活动资源；3、断码清仓
爱库存		1、微信社群客户人群营销承接；2、平台官方活动与核心资源承接；3、核心爆款运营；4、断码清仓
唯品会		1、微信社群客户人群营销承接；2、平台官方活动与核心资源承接；3、新品首发与核心爆款运营；4、深度折扣商品经营

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

唯品会为线上主要渠道，淘宝平台客单价高。从线上平台来看，公司线上销售

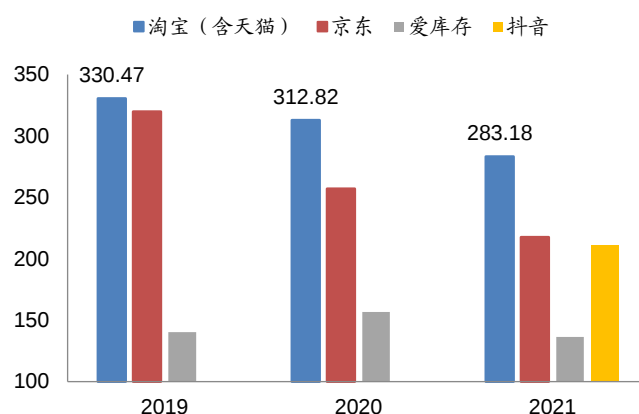
主要通过唯品会和淘宝（含天猫）平台，21年拓展抖音渠道，其中唯品会平台收入占比在40%以上。唯品会平台主打服装品牌特卖，近年收入和订单量呈现增长态势，嘉曼服饰和唯品会签订长期合同制定年度销售计划，依托其平台实现共同发展，21年在唯品会销售收入达到3.92亿元。客单价方面，淘宝、京东等传统平台客单价较高，21年淘宝平台客单价283.2元。唯品会是电商联营平台，主要以代销模式销售，公司无法取得具体客户订单数据。

图表 29 公司各平台销售占线上收入比重（%）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 30 各平台销售客单价（元）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

拟募集资金 5.21 亿元建设营销体系和电商运营中心，提高企业信息化管理能力。公司 IPO 项目拟筹集资金 5.21 亿元，用于营销体系建设项目、电商运营中心建设项目、企业管理信息化项目和补充流动资金，公司计划在全国一二线城市拓展零售网络，并加强电商产品研发和线上营销，同时通过信息化改造提升公司管理运营能力。

图表 31 嘉曼服饰募集资金的主要用途

项目名称	拟投资额 (亿元)	项目内容和目的
营销体系建设项目	1.05	在全国一二线城市选择合适场所，以购置和租赁相结合的方式布置线下直营门店 125 家，进一步扩大公司的零售网络
电商运营中心建设项目	3.13	在北京建设电商运营中心，加强新品设计开发和增加网络平台互动活动，扩大电商产品研发和运营团队，提升公司线上营销能力，扩大销售业绩
企业管理信息化项目	0.23	建设信息化体系，加强对终端零售的掌控力，且通过大数据深度挖掘企业效益点辅助决策，综合提升公司的管理运营能力
补充流动资金	0.80	保障公司日后因业务规模扩大而增大的日常经营资金需求，增强公司财务的稳健性
合计	5.21	-

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2 本周观点

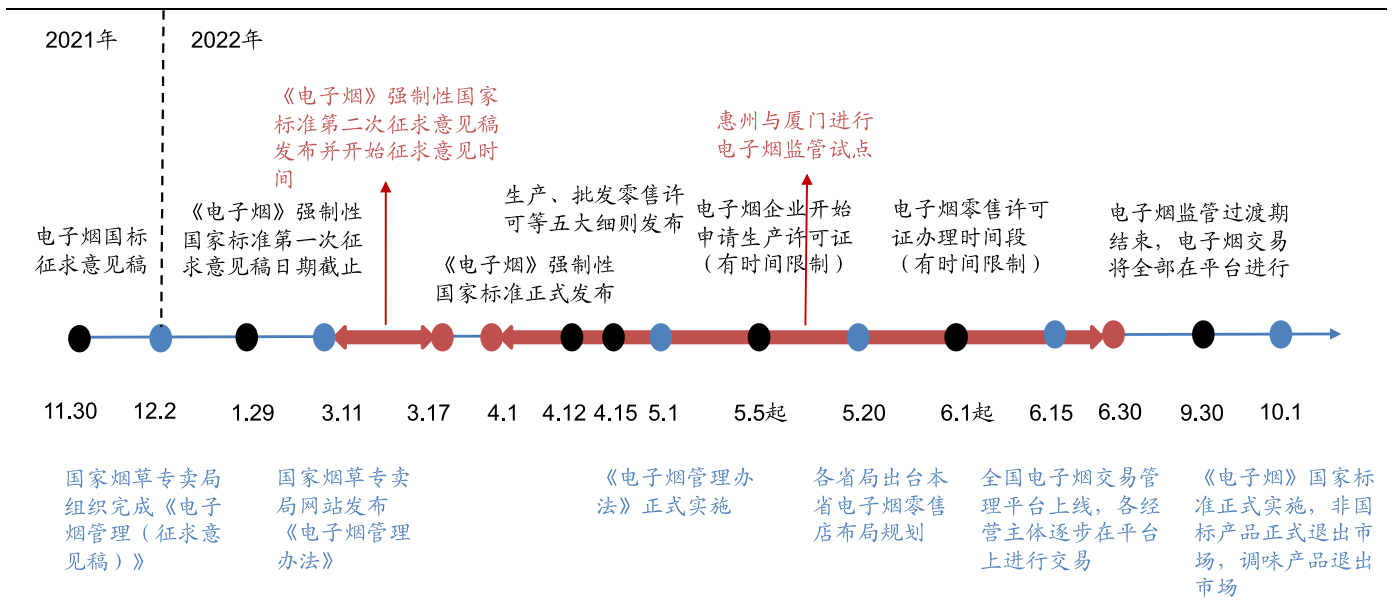
2.1 新型烟草

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 32 2022 年电子烟监管时间线



生产端：超过 200 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。生产端：截至 8 月 6 日，国家烟草专卖局官网公示信息显示，已有超过 200 家企业拿到电子烟生产许可证，12 家电子烟企业获得电子烟品牌产品生产许可，相较于上周的 11 家新增 1 家。此次拿到电子烟生产许可证的企业中除了比亚迪电子旗下比亚迪精密制造、劲嘉股份旗下深圳云普星河科技，还有思摩尔国际旗下生产换弹式小烟的子公司麦克韦尔科技、深圳市麦克兄弟科技。加上之前 7 月 20 日收到许可证的深圳韦普莱思科技，思摩尔目前共有三家子公司获电子烟生产许可证。思摩尔表示许可证的陆续颁发进一步增强了思摩尔对未来发展的信心，公司总体生产经营将按预定计划进行。

生产规模方面，蓝洞预估目前 12 家获生产许可证的品牌累计共获得 5.626 亿颗烟弹生产规模。其中悦刻生产配额为每年 3.287 亿颗烟弹、1505 万根烟杆和 610 万支一次性电子烟。我们认为生产许可发放对企业生产规模门槛相对宽松，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，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。截止 7 月 28 日，除了山东，全国 32 个省、直辖市、自治区和单列市省级烟草单位均已公布了本区域的电子烟零售许可证数量，目前全国确定总数为 49931 张，蓝洞预计山东将发放 4500 张左右许可证，总许可证数预计可达 54431 张。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 年美国高通胀+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 3-5 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】**。

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

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：根据卓创资讯，本周木浆现货市场成交偏刚需，局部地区针叶、阔叶浆市场报价窄幅上调，针叶浆提涨 50-200 元/吨，阔叶浆提涨 50-100 元/吨。浆价变动主因：1) 近期期货市场延续震荡上行态势，基差修复；2) 木浆供需面未见改善，上半年木浆进口量缺口仍存，下游原纸价格偏弱，原纸库存压力仍存。

【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，规模纸厂相继发布涨价函，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：近期白卡纸价格弱勢下行调整，主流市场参考价 5800-6200 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；前期转产至白卡纸产能陆续释放，且低价抢占市场，市场竞争压力增加。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，纸企库存压力仍存，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，且公布停机检修计划。下游终端需求偏弱，下游包装纸整体订单有限，维持刚需采购；其次，原料废纸价格持续下调，成本面支撑减弱。

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。

2.6 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**】。

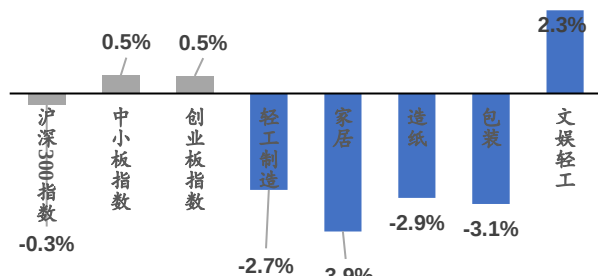
功能性鞋服赛道：（1）运动鞋服：品牌服饰近期估值出现回升趋势，从22Q1业绩来看，体育服饰龙头收入和利润持续增长，渠道拓展强劲，Q2受疫情影响部分公司中期业绩单位数下滑但整体符合预期，看好后续消费复苏和整车扶持给头部品牌带来集中度持续提升的机会。建议关注【**安踏**】、【**李宁**】、【**特步**】；（2）**羽绒服：**羽绒服销售受4月以来疫情扩散的影响相对较小，业绩具备韧性。公司线上线下渠道升级，高单价产品占比提升，各品牌收入增速较快。建议关注产品创新、研发水平行业领先的【**波司登**】。

3.本周轻工制造板块走势

本周沪深300指数下跌0.3%，中小板指数上涨0.5%，创业板指数上涨0.5%，轻工制造板块下跌2.7%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-3.9%、-2.9%、-3.1%、+2.3%。

个股来看，本周涨幅前三分别为皮阿诺、群兴玩具、沐邦高科，涨幅分别为14.25%/14.21%/12.08%；本周跌幅前三分别为英联股份、顺灏股份、悦心健康，跌幅分别为-9.78%/-9.09%/-8.93%。

图表 33 轻工制造指数周涨跌幅



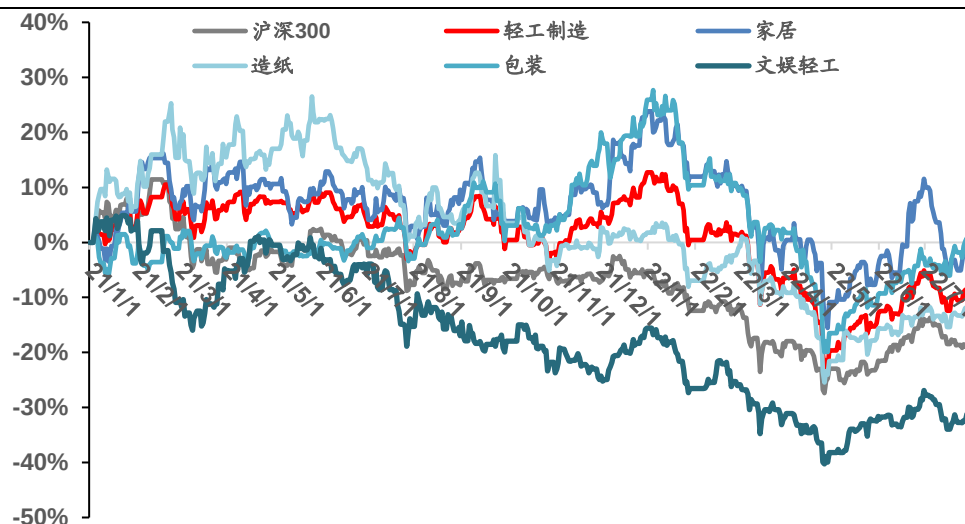
图表 34 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
皮阿诺	14.25	英联股份	-9.78
群兴玩具	14.21	顺灏股份	-9.09
沐邦高科	12.08	悦心健康	-8.93
明月镜片	7.87	嘉益股份	-8.42
盛通股份	6.61	美利云	-7.82
爱丽家居	5.83	中锐股份	-7.75
华瓷股份	5.44	哈尔斯	-7.69
浙江自然	3.40	雅艺科技	-7.62
滨海能源	3.23	喜临门	-7.24
京华激光	2.79	麒盛科技	-7.16

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 35 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 36 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	734	0.7%	-17.2%	4.4	5.1	6.0	7.1	27.4	23.7	20.1	17.1	23.7	5.1
	索菲亚	162	1.4%	-17.6%	0.1	1.5	1.8	2.2	136.8	11.7	9.7	8.2	6.2	2.9
	尚品宅配	46	1.9%	-46.0%	0.5	1.1	1.5	2.0	51.1	21.4	15.2	11.7	18.0	1.3
	金牌厨柜	39	1.1%	-30.8%	2.3	2.7	3.3	4.0	11.1	9.4	7.7	6.3	15.6	1.6
	志邦家居	67	0.0%	-28.1%	1.6	1.9	2.4	2.8	13.2	11.0	9.1	7.6	8.3	2.6
	顾家家居	379	0.5%	-20.8%	2.7	2.5	3.1	3.7	17.4	18.3	15.0	12.4	9.8	4.7
	喜临门	115	2.7%	-23.3%	1.5	1.9	2.4	3.1	20.5	16.0	12.4	9.6	8.3	3.6
	梦百合	60	-1.1%	-29.1%	-0.6	0.8	1.2	1.7	-21.5	15.5	9.9	7.2	6.0	2.1
	江山欧派	56	0.2%	-15.0%	2.5	2.8	3.5	4.3	16.7	14.7	11.6	9.6	13.2	3.1
	公牛集团	881	-2.9%	-11.0%	4.6	5.3	6.2	7.1	31.6	27.5	23.7	20.6	17.9	8.2
造纸	中顺洁柔	147	-3.2%	-32.4%	0.5	0.5	0.6	0.7	24.9	22.1	18.5	15.9	3.7	3.0
	太阳纸业	315	-0.9%	3.9%	1.1	1.2	1.3	1.4	10.5	10.1	9.1	8.4	6.9	1.7
文娛	晨光股份	421	-4.4%	-28.7%	1.6	1.9	2.3	2.7	27.6	23.7	19.7	16.6	6.7	6.8
电子烟	思摩尔国际	1,092	-10.8%	-53.8%	0.5	0.7	0.9	1.0	40.4	26.4	21.0	17.4	3.9	15.9

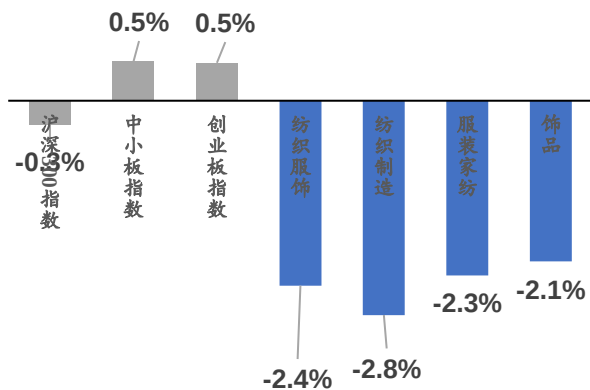
资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

4. 本周纺织服饰板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.3%，中小板指数上涨 0.5%，创业板指数上涨 0.5%，纺织服装板块下跌 2.4%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺、饰品涨跌幅分别为 -2.8%、-2.3%、-2.1%。

个股来看，本周涨幅前三分别为*ST 中潜、比音勒芬、嘉欣丝绸，涨幅分别为 33.13%/7.57%/7.48%；本周跌幅前三分别为欣贺股份、朗姿股份、龙头股份，跌幅分别为 -11.99%/-11.04%/-11.01%。

图表 37 纺织服装指数周涨跌幅



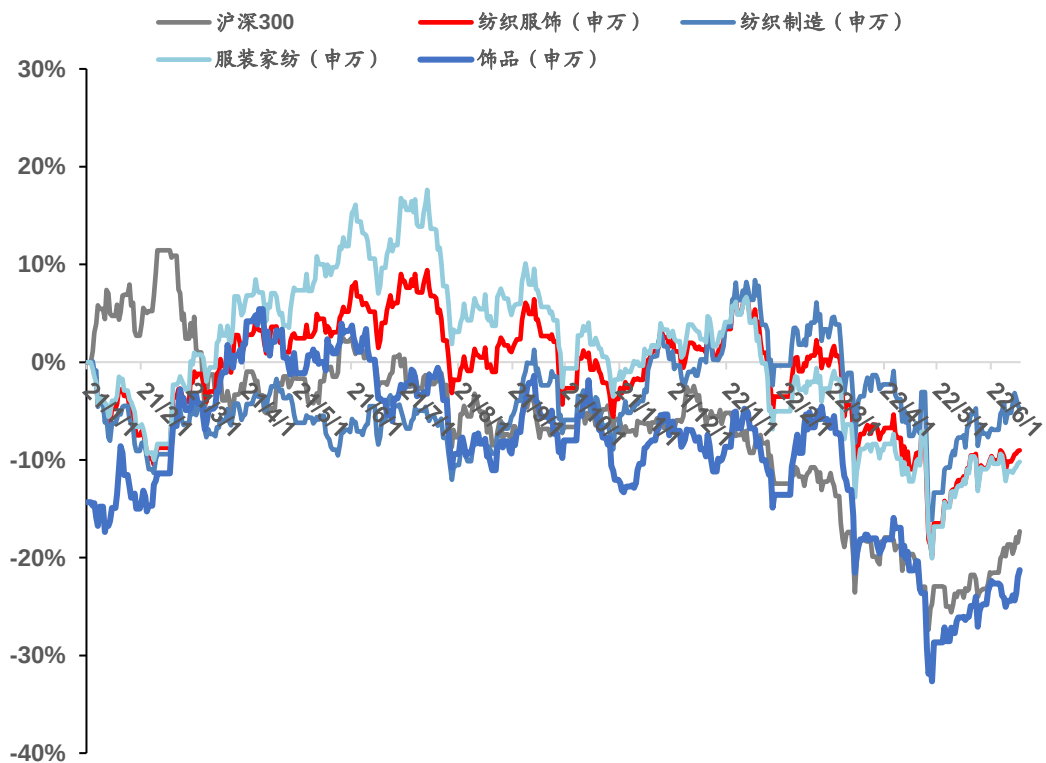
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
*ST中潜	33.13	欣贺股份	-11.99
比音勒芬	7.57	朗姿股份	-11.04
嘉欣丝绸	7.48	龙头股份	-11.01
ST摩登	6.64	慕思股份	-8.13
梦洁股份	3.86	ST柏龙	-7.86
牧高笛	3.53	金发拉比	-7.81
ST步森	3.17	红豆股份	-7.27
孚日股份	2.26	华纺股份	-7.14
富春染织	2.25	兴业科技	-7.00
*ST金洲	2.16	百隆东方	-6.44

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 39 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 40 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	2,343	-3.3%	-25.3%	3.5	3.5	4.4	5.4	24.6	24.7	19.5	16.1	13.1	6.6
	李宁	1,665	-3.3%	-24.8%	2.0	2.1	2.6	3.2	32.5	30.2	24.1	19.6	9.9	6.4
	特步国际	336	-3.5%	-0.5%	0.4	0.5	0.7	0.8	28.7	24.9	19.6	15.8	3.7	3.5
纺织制造	中洲国际	1,241	-2.1%	-44.6%	2.7	3.8	4.9	5.8	30.1	21.8	16.9	14.3	22.6	3.7
	华利集团	688	-3.9%	-32.8%	2.5	3.0	3.6	4.4	24.1	19.8	16.2	13.5	9.4	6.3
	健盛集团	41	-2.9%	-7.6%	0.4	0.8	1.0	1.3	25.0	13.2	10.4	8.6	6.1	1.8
	伟星股份	110	-6.1%	11.4%	0.6	0.5	0.6	0.8	18.3	20.2	16.8	13.9	2.6	4.1
大众休闲	森马服饰	144	-1.3%	-25.0%	0.6	0.5	0.7	0.7	9.7	9.9	8.2	7.2	4.3	1.2
	海澜之家	196	-3.9%	-21.7%	0.6	0.6	0.7	0.8	7.8	7.5	6.5	5.8	3.3	1.4
	太平鸟	95	-1.9%	-25.9%	1.4	1.6	2.0	2.3	13.9	12.2	10.2	8.7	8.8	2.3
高端服饰	地素时尚	68	-3.3%	-21.2%	1.4	1.5	1.8	2.0	9.8	9.4	7.9	6.9	7.8	1.8
	欣贺股份	40	-10.5%	-4.4%	0.7	0.7	0.9	1.1	14.0	12.7	10.2	8.7	7.0	1.3
	歌力思	34	-1.0%	-34.4%	0.9	0.9	1.2	1.3	10.7	10.0	8.1	7.1	7.7	1.2
	比音勒芬	122	0.0%	-14.8%	1.2	1.4	1.8	2.1	18.6	15.1	12.1	10.0	5.6	3.8
男装	九牧王	48	-0.1%	-28.6%	0.3	0.5	0.7	0.7	24.4	17.0	12.2	11.4	7.1	1.2
	七匹狼	41	0.2%	-11.5%	0.3	0.4	0.4	0.4	17.1	14.5	13.1	12.6	7.9	0.7
家纺	水星家纺	38	0.3%	-11.8%	1.5	1.6	1.9	2.1	9.8	8.9	7.7	6.7	9.9	1.5
	罗莱生活	91	-2.3%	-20.2%	0.9	0.9	1.1	1.3	12.7	11.5	9.9	8.7	4.8	2.3
	富安娜	64	0.8%	-3.3%	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

5.本周重要公告

图表 41 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2022-08-05	曼卡龙	2022 年半年度报告: 公司 22H1 实现营业总收入 7.03 亿元, 同比去年+11.68%, 归母净利润为 3573.55 万元, 同比去年-19.43%。
2022-08-05	欧派家居	公开发行可转换公司债券发行提示性公告: 本次发行 20 亿元可转债, 原股东优先配售日及缴款日为 2022 年 8 月 5 日。
2022-08-04	开润股份	关于首次回购公司股份的公告: 公司于 2022 年 8 月 3 日以集中竞价方式回购公司股份 14.93 万股, 占公司总股本的 0.06%, 最高成交价为 13.46 元/股, 最低成交价为 13.30 元/股, 支付的总金额为 199.9131 万元
2022-08-04	齐心集团	2022 年半年度报告: 公司 22H1 实现营业总收入 42.61 亿元, 同比去年-5.01%, 归母净利润为 8527.12 万元, 同比去年+18.69%

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。