

时尚&轻工中报总结：可选消费整体承压，美护、运动户外成长性仍在

——行业周专题

投资摘要：

上半年国内经济受到疫情反复和地缘政治双重影响，多数消费子行业收入和业绩遭受压力，但是也存在结构性的差异。部分细分行业如美护行业、户外行业，体现出明显的消费升级和品牌集中趋势，在宏观压力之下仍取得较好增长，但是有部分行业短期面临着需求端和成本端的压力。展望下半年，我们对国内消费保持乐观，疫情阶段性防控和多维度支持消费下，逐季度的复苏将是必然趋势，成本端的边际改善也有助于企业盈利端的修复。分版块概览：

一、美妆板块：国货美妆龙头及医美厂商龙头业绩亮眼。在疫情反复的影响下，2022年上半年美妆行业整体表现较弱，但原料商和国货美妆龙头品牌商业绩表现亮眼。大单品培育能力帮助塑造产品力和品牌力，新渠道或特色渠道的开拓运营助力销售实现，较强基础研究为产品开发提供支持，共同助力贝泰妮、珀莱雅等美妆龙头呈现出超强韧性。医美板块虽有疫情扰动，但头部公司产品处于快速成长期，仍取得良好业绩增长。国货美妆品牌的分化仍在持续，持续看好优质国货美妆品牌的快速发展，尤其是聚焦功效护肤具有较高技术加持的中高端国货美妆品牌。医美板块政策端释放积极信号，需求端疫后有望反弹，看好下半年医美板块高景气。

二、纺织服装：纺织景气度好于服装，运动赛道仍具优势。上半年纺织制造板块收入业绩体现出增长韧性，服装家纺利润下滑严重，港股运动服饰在高基数下继续较快增长。整体上纺织制造收入和利润增高个位数，具备较好韧性：收入端，上半年纺织品及服装外需较为景气，带动了纺织制造企业订单收入，盈利端，主要原材料价格维持高位和人民币走贬值，共同提振了利润率。服装家纺方面，由于受到国内疫情影响明显叠加行业经营杠杆较高，上半年的业绩下滑幅度达 50%，下半年板块将有所修复。港股四家运动品牌公司收入仍取得较高正增长，国牌提份额持续，利润端受到同比的折扣加深及疫情影响费用投放效率影响盈利能力有所下滑，下半年也将有一定修复。

三、商贸零售：线下零售不振，关注下半年复苏。旅游零售、一般零售和专业连锁等板块严重依赖线下消费场景，受疫情影响严重。旅游零售板块龙头中国中免仍呈现出较强韧性，在离岛免税折扣力度缩减及与白云机场签订补充协议减免租金情况下，盈利能力边际改善。专业零售板块业绩承压，但以孩子王、爱婴室为代表的母婴连锁店 Q2 业绩显著改善，主要源于相关费用的良好控制带来费用率的下降。若疫情得到控制，板块将迎来较大的复苏空间。

四、社会服务：酒店、旅游消费遭重创，人服显韧性。人力资源服务龙头享渗透率提升红利，关注中高端结构性机会与灵活用工的快速发展。酒店，上半年疫情下经营承压，短期关注下半年疫后反弹，中长期关注行业供给

2022 年 9 月 6 日

看好/维持

纺织服装

行业报告

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料	占比%
股票家数	289 5.9%
重点公司家数	- -
行业市值(亿元)	21201.71 2.4%
流通市值(亿元)	14595.81 2.2%
行业平均市盈率	37.74
市场平均市盈率	17.23

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

出清下的龙头拓店节奏与中长期战略进展。旅游，上半年疫情导致景区闭园、居民出游受阻，旅游景区板块受损严重，与 20H1 基本持平，关注下半年疫后反弹。

五、家居板块：需求与成本双重承压，龙头拓品类保增长。借助品类和渠道的拓展，在地产下行和疫情双重压力下收入保持韧性。2022H1，家居用品整体收入同比+3%；归母净利润同比-24%；其中 Q2 收入同比-1%，归母净利润同比-19%。在地产下行和疫情双重压力下，家居公司继续通过品类拓展、拓展渠道或开立门店，助力收入保持韧性。利润受原材料价格高位以及收入不及预期影响较大。展望下半年，疫情后需求回补以及原材料回落值得期待，有望助力板块收入利润有所回暖。我们推荐关注经营质量高，有望复刻龙头发展路径且当前估值较低的二线定制公司志邦家居、金牌厨柜；零售业务优势明显，品牌独立运作不断推进的索菲亚；以及业绩确定性高的家具龙头企业欧派家居、顾家家居。

六、造纸包装：关注原材料价格拐点及需求改善。造纸盈利承压，关注原材料价格拐点与需求改善。上半年造纸板块收入同比+10%，归母净利润同比-54%。木浆与废纸价格高居不下，需求疲软压制纸价，行业整体盈利能力承压。后续关注海外浆厂投产带动浆价回落，以及旺季需求释放情况。金属包装成本压力有望改善，纸包装收入稳健增长。上半年金属包装板块收入同比+9%，归母净利润同比-31%，行业盈利能力受铝与马口铁价格上涨影响，下半年有望随其价格回落而修复。纸包装板块上半年收入同比+5%，归母净利润同比-11%，头部企业深耕传统业务、拓展多元化业务，收入有望保持稳健增长。

重点推荐：

珀莱雅、贝泰妮、台华新材、华利集团、波司登、李宁、安踏体育、志邦家居、金牌厨柜、太阳纸业

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险。

目录

1. 核心观点：可选消费整体承压，美护、运动户外成长性仍在	4
1.1 美容护理：国货美妆及医美龙头表现亮眼	5
1.2 服装家纺：纺织景气度好于服装，运动赛道仍具优势	6
1.3 商贸零售：线下零售不振，关注下半年复苏	8
1.4 社会服务：上酒店、旅游消费遭重创，人服显韧性	9
1.5 家具板块：需求与成本双重承压，龙头拓品类保增长	12
1.6 造纸、包装板块：关注原材料价格拐点及需求改善	13
2. 市场表现：轻工逆势上涨，纺服、美护下跌	15
3. 重点公告&行业追踪	17
4. 风险提示	20
相关报告汇总	21

插图目录

图 1：纺织服装子行业涨跌幅	15
图 2：纺织服装子行业市盈率	15
图 3：纺织服装行业涨跌前五的公司	15
图 4：轻工制造子行业涨跌幅	16
图 5：轻工制造子行业市盈率	16
图 6：轻工制造行业涨跌前五的公司	16
图 4：美容护理子行业涨跌幅	17
图 5：美容护理子行业市盈率	17
图 6：美容护理行业涨跌前五的公司	17

表格目录

表 1：酒店板块 22H1 财报表现	10
表 2：三大酒店集团 22Q1&22Q2 经营情况	10
表 3：酒店板块 22Q1&22Q2 财务表现	10
表 4：旅游及景区板块（剔除众信旅游/岭南控股/ST 凯撒）22H1 财务表现	11
表 5：人工景区及自然景区 22H1 财务表现	11
表 6：22H1 定制家具品类和渠道拓展推动收入提升	12

1. 核心观点：可选消费整体承压，美妆、运动户外成长性仍在

上半年国内经济受到疫情反复和地缘政治双重影响，多数消费子行业收入和业绩遭受压力，但是也存在结构性的差异。部分细分行业如美妆行业、户外行业，体现出明显的消费升级和品牌集中趋势，在宏观压力之下仍取得较好增长，但是有部分行业短期面临着需求端和成本端的压力。展望下半年，我们对国内的消费保持乐观，疫情阶段性防控和多维度支持消费下，逐季度的复苏将是必然趋势，成本端的边际改善也有助于企业盈利端的修复。分板块概览：

一、美妆板块：国货美妆龙头及医美厂商龙头业绩亮眼。在疫情反复的影响下，2022年上半年美妆行业整体表现较弱，但原料商和国货美妆龙头品牌商表现亮眼。大单品培育能力帮助塑造产品力和品牌力，新渠道或特色渠道的开拓运营助力销售实现，较强基础研究为产品开发提供支持，共同助力贝泰妮、珀莱雅等美妆龙头呈现出超强韧性。医美板块虽有疫情扰动，但头部公司产品处于快速成长期，仍取得良好业绩增长。国货美妆品牌的分化仍在持续，持续看好优质国货美妆品牌的快速发展，尤其是聚焦功效护肤具有较高技术加持的中高端国货美妆品牌。医美板块政策端释放积极信号，需求端疫后有望反弹，看好下半年医美板块高景气。

二、纺织服装：纺织景气度好于服装，运动赛道仍具优势。上半年纺织制造板块收入业绩体现出增长韧性，服装家纺利润下滑严重，港股运动服饰在高基数下继续较快增长。整体上纺织制造收入和利润增高个位数，具备较好韧性：收入端，上半年纺织品及服装外需较为景气，带动了纺织制造企业订单收入，盈利端，原材料价格景气和人民币走贬值，共同提振了利润率。服装家纺方面，由于受到国内疫情影响明显叠加行业经营杠杆较高，上半年的业绩下滑幅度达50%，下半年板块将有所修复。港股四家运动品牌公司收入仍取得较高正增长，国牌提份额持续，利润端受到同比的折扣加深及疫情影响费用投放效率影响盈利能力有所下滑，下半年也将有一定修复。

三、商贸零售：线下零售不振，关注下半年复苏。旅游零售、一般零售和专业连锁等板块严重依赖线下消费场景，受疫情影响严重。旅游零售板块龙头中国中免仍呈现出较强韧性，在离岛免税折扣力度缩减及与白云机场签订补充协议减免租金情况下，盈利能力边际改善。专业零售板块业绩承压，但以孩子王、爱婴室为代表的母婴连锁店Q2业绩显著改善，主要源于相关费用的良好控制带来费用率的下降。若疫情得到控制，板块将迎来较大的复苏空间。

四、社会服务：酒店、旅游消费遭重创，人服显韧性。人力资源服务龙头享渗透率提升红利，关注中高端结构性机会与灵活用工的快速发展。酒店，上半年疫情下经营承压，短期关注下半年疫后反弹，中长期关注行业供给出清下的龙头拓店节奏与中长期战略进展。旅游，上半年疫情导致景区闭园、居民出游受阻，旅游景区板块受损严重，与20H1基本持平，关注下半年疫后反弹。

五、家居板块：需求与成本双重承压，龙头拓品类保增长。借助品类和渠道的拓展，在地产下行和疫情双重压力下收入保持韧性。2022H1，家居用品整体收入同比+3%；归母净利润同比-24%；其中Q2收入同比-1%，归母净利润同比-19%。在地产下行和疫情双重压力下，家居公司继续通过品类拓展、拓展渠道或开立门店，助力收入保持韧性。利润受原材料价格高位以及收入不及预期影响较大。展望下半年，疫情后需求回补以及原材料回落值得期待，有望助力板块收入利润有所回暖。我们推荐关注经营质量高，有望复刻龙头发展路径且当前估值较低的二线定制公司志邦家居、金牌厨柜；零售业务优势明显，品牌独立运作不断推进的索菲亚；以及业绩确定性高的家具龙头企业欧派家居、顾家家居。

六、造纸包装：关注原材料价格拐点及需求改善。造纸盈利承压，关注原材料价格拐点与需求改善。上半年

造纸板块收入同比+10%，归母净利润同比-54%。木浆与废纸价格高居不下，需求疲软压制纸价，行业整体盈利能力承压。后续关注海外浆厂投产带动浆价回落，以及旺季需求释放情况。金属包装成本压力有望改善，纸包装收入稳健增长。上半年金属包装板块收入同比+9%，归母净利润同比-31%，行业盈利能力受铝与马口铁价格上涨影响，下半年有望随其价格回落而修复。纸包装板块上半年收入同比+5%，归母净利润同比-11%，头部企业深耕传统业务、拓展多元化业务，收入有望保持稳健增长。

综上，可选消费部分品类在上半年各种压力下体现出成长优势，美护、户外的消费升级、品牌集中带来的成长性明显，持续推荐。服装家纺、线下零售、旅游餐饮酒店则受到疫情反复和消费热情不足影响，后期修复可期；家居、造纸板块兼具消费及中游制造属性，需求端及成本端都仍待改善，关注利润弹性。

1.1 美容护理：国货美妆及医美龙头表现亮眼

2022 年上半年，美容护理板块（申万一级分类）整体收入同比+7%；归母净利润同比-14%。其中 Q2 整体收入同比+9%，归母净利润同比-6%。分细分板块看，**化妆品板块**主要企业整体收入同比+27%，归母净利润同比+5%，其中 Q2 整体收入同比+93%，归母净利润同比-91%。在疫情反复的影响下，上半年美妆行业整体表现较弱，社零化妆品同比-2.5%，美妆消费需求受到压制。从产业链维度来看，原料商业绩表现最佳，品牌商表现持续分化，生产制造商业绩承压对板块业绩形成严重拖累。**医美板块**两家龙头公司上半年收入、利润平均增速为 46%和 35%，虽有疫情扰动，但头部公司产品处于快速成长期，表现仍亮眼。

化妆品品牌商表现持续分化，部分国货美妆龙头呈现超强韧性。化妆品品牌商整体收入同比+8%，归母净利润同比-1%，Q2 收入同比 0.3%，归母净利润同比-23%。贝泰妮、珀莱雅等龙头公司业绩表现亮眼，上半年营收和利润增速均超过 30%，呈现出超强韧性。上海家化、水羊股份和丸美股份等公司受疫情反复以及品牌调整的影响业绩承压，上半年利润均有不同程度的下滑。我们认为具有以下特质的公司具有更好的业绩表现和发展前景：**1) 具有大单品培育能力的品牌：**珀莱雅大单品策略成效显著，上半年销售占比超 35%，拉动销售和毛利率的提升；薇诺娜持续强化“舒敏”赛道市场地位，并围绕“敏感+”拓圈。大单品的培育帮助塑造了强产品力和品牌力。**2) 具有强新渠道或特色渠道开拓运营能力的品牌：**抖音平台增长迅猛对品牌的收入增长贡献高，珀莱雅开设抖音大单品账号尽享渠道红利；薇诺娜在发力线上渠道的同时，持续推进 OTC 特色渠道的铺建。**3) 具有较强基础研究能力的品牌：**贝泰妮出身药企研发功底深厚，珀莱雅前期通过与国际知名原料机构合作，后期开始搭建自身的基础研究。

上游原料商业绩表现亮眼，生产加工商业绩持续承压。上游原料商科思股份上半年收入同比+61%，归母净利润同比+70%，主要源于疫后海外出行复苏带来消费需求旺盛，海外化工龙头巴斯夫等供应紧张，而公司产能逐步释放带来产能利用率的提升，叠加产品提价和高毛利新品产能释放，共同带来销售和毛利率的提升，人民币贬值带来汇兑收益增多增厚利润。生产加工商整体收入同比+25%，归母净利润同比-40%，Q2 收入同比-90%，归母净利润同比-81%，板块整体业绩承压。青松股份化妆品业务（诺斯贝尔）上半年营收同比-23.74%，疫情影响下化妆品整体消费需求疲软，面膜及湿巾等品类订单大幅下降，原料价格和海运费成本上涨拉低利润率水平，上半年公司整体亏损 1.59 亿元，业绩持续承压。嘉亨家化上半年营收同比-10.57%，归母净利润同比-28.67%，国内多地疫情反复影响工厂开工和扩产，募投项目实施主体湖州嘉亨进行投产前筹备带来相关费用增加，短期影响利润表现。

医美板块虽有疫情扰动，但头部公司产品处于快速成长期，表现仍亮眼。爱美客 22H1 实现营收 8.8 亿元/同比 40%，实现归母净利 5.9 亿元/39%，其中溶液注射类（嗨体为主）实现收入 6.43 亿元/同比 35%，毛利率

94.07%/同比+0.34pct，嗨体强产品力下保持高议价能力；凝胶类注射产品实现收入 2.37 亿元/同比 59.7%，毛利率 96.05%/同比+2.74pct，高单价再生针剂濡白天使覆盖超 500 家机构，增长形势良好，带动凝胶类产品收入增长，毛利率提升。华熙生物 22H1 实现营收 29.4 亿元/同比 52%，归母净利 4.7 亿元/同比 31%，销售费用率 47.2%/同比+0.9pct/环比 21H2-4pct，销售费用率边际企稳，释放更多利润空间。功效护肤实现营收 21.3 亿元/同比 77.2%，销售费用率企稳下延续快速放量态势，四大品牌矩阵完善，品牌力进一步验证；原料业务实现营收 4.6 亿元/同比+10.97%，保持稳定增长态势；医疗终端实现营收 3 亿元/同比-4.5%，主要因疫情对下游机构影响较大，但公司在医疗终端板块新品双子针、娃娃针差异化优势明显，在研产品丰富，叠加下半年疫情缓解，未来放量可期。此外，公司还着眼于功能糖、蛋白质、多肽等更多生物活性材料，搭建全球最大中试转换平台，未来有望将传统强势玻尿酸业务的成功经验复制和迁移，不断打造新的增长曲线。

展望下半年：

7 月社零化妆品销售额同比+0.7%，增速放缓，消费淡季下美妆消费需求仍未完全恢复。下半年若疫情得到有效缓解，叠加多个大促活动的刺激，美妆消费需求或有一定反弹，但考虑到超头恢复的不确定性 & 去年同期基数较高等情况，行业或呈现小幅上扬态势。

当前医美板块政策端释放积极信号，需求端疫后有望反弹，看好下半年医美板块高景气。政策端看，全国多地推出医美支持政策，近日深圳印发专门措施鼓励发展医疗美容产业，政策持续释放积极信号，提振市场情绪。需求端看，上半年疫情在一定程度上积压医美需求，但轻医美项目具有疗程性和消费黏性，在国内疫情趋稳，叠加政策支持，上半年积压的医美需求有望逐渐得到释放，支持相关公司下半年业绩反弹。

投资建议：我们认为国货美妆品牌将极大受益于消费升级和新生代消费群体的崛起，获得长足发展空间。国货美妆品牌的分化仍在持续，部分国货美妆龙头的增长逻辑持续得到验证。我们持续看好优质国货美妆品牌的快速发展，尤其是聚焦功效护肤具有较高技术加持的中高端国货美妆品牌，有望在政策指引下获得加速成长，相关标的：贝泰妮、珀莱雅。政策提振和需求反弹下，看好医美板块持续高景气，关注格局清晰，技术、资质、渠道壁垒深厚的中游医美产品生产商龙头，如爱美客、华熙生物、巨子生物等有望受益。

1.2 服装家纺：纺织景气度好于服装，运动赛道仍具优势

一、纺织制造：整体景气度高，行业格局有变化

上半年纺织制造上半年收入、利润均有一定增长，出内外订单景气，原材料及汇率利好业绩。纺织制造板块（SW2021 二级分类）上半年行业收入 631.71 亿元，同比+9%；归母净利润 51.98 亿元，同比+6%，分季度看，一季度与二季度收入、业绩增速较为平稳。整体上纺织制造收入和利润具备较好韧性，表现明显好于服装家纺板块。

上半年纺织品及服装外需较为景气，带动了纺织制造企业订单收入。从外需看，2022 年 1-6 月纺织纱线、织物及其制品出口金额累计增加 10.3%，服装及衣着附件出口金额累计同比增 12%，出口相对景气；内需方面，纺织服装的需求受到疫情影响有所下降，2022 年 1-6 月服装鞋帽针纺织品类销售额同比下降 6.5%。利润率方面，主要原材料价格维持高位和人民币走贬值，共同保证了利润率的景气。1) 毛利率：上半年纺织制造的毛利率同比微微提升达到 19.13%，原材料方面，棉花的价格上半年平均比去年上半年上涨了 41%，多数纺织企业能有较好的价格传导能力，使得毛利率在面临疫情影响生产和抬升物流运输成本的情况下，仍能取

得逆势提升。2) 汇兑收益：二季度以来人民币贬值明显，截止 6.30 人民币较年初贬值约 5%，出口纺织企业的汇兑受明显，上半年纺织制造板块财务费用里的汇兑收益占到利润总额的 7%，对业绩的拉动作用明显。

展望下半年，我们认为外需在加息背景及国际战事的影响下有所走弱，国内需求在疫情后有所复苏，整体纺织制造企业的订单景气度预计尚可。利润方面，由于人民币持续走贬，预期利润率仍为乐观。**投资建议方面**，建议关注体现出良好的业绩韧性，在自身细分行业具备优势的行业龙头，推荐华利集团、台华新材。

二、服装家纺：疫情影响明显业绩承压，期待下半年修复

上半年服装家纺行业业绩下滑明显。剔除了特殊公司后，服装家纺行业（SW2021 二级分类）上半年收入约 764.18 亿元，同比-5%，归母净利润约 32.47 亿元，同比-50%，利润承压明显。其中第二季度，板块收入下滑 9%，利润下滑 80%，收入和利润率下滑幅度明显扩大。

上半年国内疫情多点散发，尤其对于北上广深等一线城市影响明显，对于服装可选消费影响明显。利润端，由于服装家纺公司经营杠杆较高，因此收入下滑后利润率下滑明显，尤其对于费用处于扩张期间的服装品牌，受影响更为明显。但是在行业压力也，也有一部分公司收入、利润取得较好成绩。比音勒芬上半年收入、利润分别增长 9%、20%，牧高笛收入、利润增长 61%、112%。我们认为处在运动户外赛道的公司，受到行业景气的驱动，仍能取得较好增长。

展望下半年，我们认为疫情仍存在反复的可能性，另一方面复盘 2020 年下半年服装家纺的复苏进度较为缓慢，我们认为整个板块较上半年有所修复，但是复苏之路仍长。**投资建议方面**，建议关注景气赛道内的公司，以及自下而上的选择在疫情中动态管理尤其是费用管控做得较为优秀的服装家纺公司。

三、港股运动服饰：国内公司继续提升份额，上半年逆势增长

上半年港股四家运动品牌公司安踏体育、李宁、特步国际、361 度，收入合计增速达到 18.53%，在去年高基数（去年增速 48%）之下仍取得较高增长，上半年疫情影响下收入端超预期。从公司来看，我们认为各公司均在过去两年疫情中加强了动态管理的能力；从行业格局来看，上半年各国际品牌在大中华区仍然处于下滑趋势中，Nike 在截止 5.31 的财季中中国区下滑 19%，阿迪达斯在截止 6.30 的财季中大中华区下滑 35%。国产品牌抓住机会继续提升份额。业绩端四家公司合计的归母净利润增长约 4%，利润增速不及收入增速，主要系上半年较去年上半年强劲销售期的折扣有所加深，另外疫情也对收入造成影响，费用投放的效率有所降低。从增长结构看，各公司的库存、折扣均处在较高水平，显示国产公司运营水平的持续向上，各公司除了追求增长目标，也更加重视运营质量。

展望下半年，我们认为各公司更加重视动态管理，利润率较上半年将有所恢复。**投资方面**，我们认为几家龙头公司将继续享受运动行业的景气增长，同时各公司也更加注重差异化的品牌矩阵及产品矩阵的打造，各自的发展空间值得期待，同时各公司除了追求增长也更为注重增长的质量，更有助于企业可持续的发展。

四、黄金珠宝板块：黄金品类韧性较强，时尚珠宝品类短期承压

2022 年上半年，饰品版块（申万二级分类）整体收入同比+2%；归母净利润同比-19%。其中 Q2 整体收入同比-6%，归母净利润同比-34%。分细分板块看，黄金珠宝板块整体收入同比+3%，归母净利润同比-23%。其中 Q2 整体收入同比-5%，归母净利润同比-40%。上半年全国多地疫情反复对黄金珠宝消费需求形成较大压制，多地封城线下渠道受阻，社零金银珠宝销售额同比-1.3%，叠加门店租金、人工等刚性支出影响，黄金珠宝板块整体业绩表现较弱。

黄金品类呈现出超强韧性，以传统黄金为主要产品的龙头公司业绩表现相对较好。上半年传统黄金板块整体收入同比+4%，归母净利润同比-21%，其中 Q2 收入同比-4%，归母净利润同比-35%，优于整个黄金珠宝板块。主要由于黄金具有避险属性，在上半年全球局势动荡、地缘政治危机的背景下，传统黄金的投资价值凸显，黄金消费呈现出较强韧性，受疫情影响程度较弱。分品牌来看，具有较强品牌力和渠道拓展能力的龙头公司表现相对较好。上半年中国黄金、老凤祥和菜百股份分别实现收入同比-5%/7%和 4%，实现归母净利润同比+9%/-15%和+26%，业绩表现远好于板块平均水平，较强的产品力和品牌力使得公司受疫情冲击相对较小。周大生进一步调整产品战略，确立以黄金为主力产品的方向，叠加展销模式快速放量，上半年营收同比+83%，但产品结构的调整导致毛利率下降较多，归母净利润同比-4%。

时尚珠宝品类受疫情扰动较大，相关消费需求较为疲软。上半年时尚珠宝板块整体收入同比-9%，归母净利润同比-8%，其中 Q2 收入同比-22%，归母净利润同比-53%，业绩严重承压。主要由于时尚珠宝品类相较于黄金品类的可选属性更强，上半年疫情反复下消费信心不足，叠加多地封城线下渠道受阻，严重影响了时尚珠宝消费需求的释放。

展望下半年：2022 年 7 月社零金银珠宝销售额同比+22%，增速环比 6 月份提升 14pct.，疫后回补需求旺盛，呈现出较大弹性。未来在地缘政治、疫情反复等因素的影响下，黄金品类的消费需求有望维持在较高水平；若疫情好转，消费市场复苏，时尚珠宝类产品的需求有较大回弹空间。

投资建议：推荐关注具有较强产品力、品牌力以及较强渠道拓展能力的黄金珠宝品牌商，以黄金产品为主业的龙头公司具有较强韧性，以时尚珠宝产品为主的品牌弹性较大。推荐关注周大生、老凤祥。

1.3 商贸零售：线下零售不振，关注下半年复苏

2022 年上半年，商贸零售（申万一级分类）整体收入同比-9%；归母净利润同比-21%；Q2 整体收入同比-9%，归母净利润增速为-33%。分细分板块看，专业连锁板块主要企业整体收入同比+10%，归母净利润同比+13%，其中 Q2 整体收入同比+14%，归母净利润同比+3%，为相对表现最好的子版块。旅游零售和一般零售板块严重依赖线下消费场景，受疫情影响严重，板块整体收入和利润均为同比负增长，业绩表现承压。互联网电商板块收入同比-34%，利润端亏损持续扩大。

旅游零售板块受疫情影响较大，但行业龙头中国中免经营韧性较强，盈利能力边际改善。板块上半年收入同比-22%，归母净利润同比-27%，其中 Q2 收入同比-37.5%，归母净利润同比-27%。上半年全国多地疫情爆发给居民出行带来严重阻碍，离岛免税及机场渠道均承压，海南机场离岛人数累计下降 37.5%，离岛免税购物金额同比-21%，带来板块上半年尤其是 Q2 营收表现较弱。人民币贬值影响汇兑损益，但中国中免离岛免税折扣力度缩减，毛利率环比去年下半年上升 5.5pct. 至 34%，边际改善明显，且与广州白云机场签订补充协议，退还 2020-2022H1 部分租金，带来销售费用率同比-2.44pct. 至 6.84%，增厚利润效果显著。整体来看，行业龙头中国中免盈利能力边际改善，疫情中呈现出较强韧性。

专业零售板块整体业绩承压，但母婴连锁店 Q2 业绩显著改善。板块上半年收入同比+10%，归母净利润同比+13%，其中 Q2 收入同比+14%，归母净利润同比+3%。专业零售对线下消费场景的依赖度高，全国多地疫情影响消费者触达，严重影响销售收入实现，叠加门店租金和人工成本等刚性支出的影响，板块整体业绩承压。但母婴连锁店 Q2 业绩显著改善，爱婴室和孩子王 Q2 分别实现收入同比+0%和 69%；归母净利润分别同比-17%和 50%，增速环比 Q1 分别改善了 163pct. 和 260pct.。爱婴室收购贝贝熊毛利率较低，且在疫情影响下毛利率较低的线上业务和相对刚需的奶粉品类占比提升，共同带来上半年毛利率的下降，Q1 利润端承压，Q2 公司费用管控较好，带来销售期间费用率同比-3pct.，Q2 利润显著改善。孩子王 21 年 Q4 集中开店需要培育期，

叠加疫情影响 Q1 业绩承压，Q2 费用管控相对较好，利润边际改善。

展望下半年：旅游零售、专业零售和一般零售板块对线下消费场景依赖度较高，若疫情得到有效控制，拥有较大回弹空间。8 月份海南疫情有所反弹，或影响中国中免 Q3 业绩表现，但新增确诊病例已逐步下降，复苏通道开启，短期关注疫情扰动减弱后业绩的边际改善。

投资建议：消费回流和中高端收入群体的扩大为支撑免税行业长期增长的核心动力，行业短期受疫情扰动较大，但不改长期向好预期，为商贸零售板块最具增长潜力的子赛道。中国中免作为渠道龙头有望充分收益，成功赴港上市全球化拓展步伐持续迈进，短期关注疫情影响减弱下离岛免税渠道复苏，中长期机场渠道复苏和市内店落地带来巨大增量空间。

1.4 社会服务：上酒店、旅游消费遭重创，人服显韧性

一、人力资源服务：龙头享渗透率提升红利，关注中高端结构性机会与灵活用工的快速发展

上半年专业服务板块（申万二级）实现营收 202.6 亿元/同比+60%，实现扣非归母净利润 8.9 亿元/同比+7%；其中我们重点跟踪推荐的人力资源服务板块（申万三级）实现营收 111.9 亿元/同比+149%，实现扣非归母净利润 3.7 亿元/同比+324%，是专业服务板块中收入、利润贡献最多，增长最快的高景气细分赛道。我们认为，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工行业将进入加速发展阶段。一方面，我国人口受教育程度持续提高，同时经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，人才市场正由人口红利向人才红利转变，这将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。另一方面，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，我国灵活用工渗透率仍显著低于欧美国家，疫情将加速企业对于灵活用工模式的认知，叠加我国财税、工伤保险等相关政策的不断完善，这些新型用工模式在我国未来 3-5 年有望迎来爆发式增长，市场规模增速维持景气。此外，企业数字化转型是我国企业发展趋势，而经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机遇。

重点推荐在灵活用工、中高端人才服务领域深耕多年，业务布局完善、优势显著的头部企业：科锐国际、同道猎聘。科锐国际：上半年国内传统线下业务实现收入 43.9 亿元/同比+39.5%，其中灵活用工/中高端人才访寻/招聘流程外包分别实现收入 38.4 亿元/3.8 亿元/0.6 亿元，同比分别+52.4%/+19.3%/-4.7%。虽有疫情反复影响，但在人服行业渗透率提升背景下，公司作为龙头依托强大的客户拓展、招聘交付和技术研发能力，以及多行业、多企业和全服务的覆盖，仍呈现较强的增长韧性。同道猎聘：上半年实现营收 13.72 亿/+14.4%，疫情虽然对付费企业客户拓展带来短期扰动，但公司坚持中高端线上招聘平台的优质定位，下游高技术行业、大中型企业经营韧性较强，为公司提供更多展业机会，叠加公司凭借多元化增值产品提升 ARPU 平滑收入，上半年营收增速虽有放缓但仍实现正增长。

一、酒店：上半年疫情下经营承压，短期关注下半年疫后反弹，中长期关注行业供给出清下的龙头拓店节奏与中长期战略进展

国内酒店经营仍受疫情影响，上半年多地疫情反弹，尤其涉及北上深等一线城市及五一等节假日，对酒店商务和休闲需求均造成较大影响。上半年 A 股酒店板块（申万三级行业）营收 86.3 亿元/同比-11.3%/恢复至 2019 年的 69.1%；由于人力、租金折摊等刚性支出，上半年板块扣非净亏损 9.0 亿元，较 2021H1（亏损 2.5 亿元）亏幅进一步扩大，但好于 2020H1（亏损 13.7 亿元）。**短期看**，6 月以来国内疫情逐渐缓解，酒店经营数据环比改善，锦江/华住/首旅 7 月境内整体 RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 85%/90%/75%，随着国内疫情

企稳，叠加 7-8 月休闲游及商旅出行旺季，看好下半年经营反弹。**中长期看**，我们认为，上半年疫情为普遍性、短期性冲击，关注此背景下公司经营恢复率、拓店节奏与同行差异，以及负面环境下公司对中长期、结构性战略的执行进展。

表1：酒店板块 22H1 财报表现

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
营收/亿元	124.9	67.6	97.3	86.3
2022vs 该年份	-31%	28%	-11%	
扣非归母净利/亿元	5.8	-13.7	-2.5	-9.0

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从上市公司经营表现看，疫情反复下经营普遍承压。22Q1 锦江境内/华住境内/首旅 RevPAR（单间可售房收入，下同）分别 104.4/132/86 元，同比分别-10.7%/-4.1%/-8.8%，分别恢复至 2019 年同期的 72.6%/74.2%/62.8%；同期板块收入 41.6 亿元，同比基本持平，恢复至 2019 年同期的 70%，收入数据好于 RevPAR 主要因开店带动；刚性支出下板块扣非净亏损 6 亿元。22Q2 锦江境内/华住境内/首旅 RevPAR 分别 111.7/141/91 元，同比分别-29.9%/-32.86%/-38.7%，分别恢复至 2019 年同期的 69.8%/68.6%（华住含隔离酒店 75%）/56%；同期板块收入 44.7 亿元，疫情加重下同比 21Q1 下降 20%；刚性支出下 Q2 板块扣非净亏损 -3 亿元，环比有所改善，主要因板块内两大公司锦江、华住境外业务加速修复扭亏为盈/大幅减亏。

表2：三大酒店集团 22Q1&22Q2 经营情况

	2022Q1			2022Q2		
	锦江境内	华住境内	首旅	锦江境内	华住境内	首旅
RevPAR	104.4	132	86	111.7	141	91
同比	-10.7%	-4.1%	-8.8%	-29.9%	-32.9%	-38.7%
恢复至 2019 同期	72.6%	74.2%	62.8%	69.8%	68.6%(含隔离酒店 75%)	56.1%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表3：酒店板块 22Q1&22Q2 财务表现

	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2019Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2
营收/亿元	59.1	33.5	41.6	41.6	65.7	34.1	55.7	44.7
2022vs 该年份	-30%	24%	0%		-32%	31%	-20%	
扣非归母净利/亿元	9.4	-7.9	-4.9	-6.0	5.2	-12.7	-3.0	-3.0

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从拓店结构与中长期战略进展看：1) **锦江**：拓店速度处于行业领先水平，核心品牌拓店韧性验证品牌力。公司 H1 新增/关店/净增门店 584/222/362 家，受疫情影响拓店步伐有所放缓，但仍处于行业领先水平。其中中高端主力品牌维也纳/丽枫拓店强劲验证品牌力，中高端升级战略持续推进。全年看，公司将 2022 年新开店计划由原定 1500 家下调至 1200 家，4715 家储备门店将为全年开店计划奠定基础。2) **华住**：拓店速度处于行业领先水平，组织架构调整深耕下沉市场，高质量发展战略清晰坚定。公司 H1 新增/关店/净增门店 571/226/345 家，拓店步伐仍保持稳健，与规模第一的锦江同处第一梯队。全年来看，公司原定全年 1500 家的开店目标相对稳健，目前并未明确下调开店指引，2199 家储备门店为全年开店目标提供基础。拓店结构看，公司 Q2 成立 6 家区域公司，经济型和中端酒店的管理模式从以品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导，

提升本地化管理和下沉区域的拓展能力，未来公司覆盖城市数有望达 2000+；中高端和高端品牌保持以品牌为主导的组织架构，保证不同品牌的形象定位。此外，公司坚持高质量发展战略，未来 1-2 年将加速退出经济型软品牌酒店市场，迎合消费升级趋势，保证门店质量和品牌持久生命力。3) 首旅：拓店节奏受疫情短期扰动，但轻管理和中高端战略仍然坚定。H1 公司新开/关闭/净增门店分别 342/316/26 家，疫情导致闭店数提升，并对新店签约及筹建造成短期拖累。公司将 2022 全年新开店计划下调至 1300-1400 家，1889 家储备门店有望为全年开店计划奠定基础。虽开店节奏受短期疫情扰动，但公司轻管理和中高端战略仍然坚定，H1 轻管理模式新开店 191 家，占新开店总数 56%，持续成为拓店主力军，未来持续关注轻管理模式对加盟商经营层面的提升效果以及拓店的持续性；中高端房量/收入占比 33.4%/50.7%，较 2021 年末分别+1.8pct/+3.8pct，未来持续关注中高端品牌的拓店进展及品牌力塑造。我们认为，疫情虽然对拓店造成短期扰动，但酒店业尾部出清趋势不变，2021 年末我国酒店业设施 25.24 万家/同比-9.6%，仅为 2019 年期末的 74.7%。头部酒店集团发展战略坚定、品牌矩阵完善、拓店步伐稳健，中长期有望继续实现规模扩张，享受行业集中度提升红利。

二、旅游：上半年疫情冲击严重，关注下半年疫后反弹

上半年疫情导致景区闭园、居民出游受阻，旅游景区板块受损严重，与 20H1 基本持平。22H1 A 股旅游及景区板块（申万二级，剔除众信旅游/岭南控股/ST 凯撒）实现收入 47.9 亿元/同比 21H1-39%/与 20H1 基本持平/较 19H1-61%；由于租金折摊、人力等刚性成本，板块上半年扣非净亏损-13.6 亿元，同比转盈为亏，与 20H1 基本持平。其中自然景区 22H1 实现收入 10 亿元/同比 21H1-54%/较 19H1-68%，扣非净亏损 8.5 亿元，亏幅同比进一步走扩；人工景区 22H1 实现收入 37.8 亿元/同比 21H1-33%/较 19H1-58%，人工景区在项目及服务内容上更具灵活性和拓展性，收入端同比降幅略小于自然景区，扣非净亏损 5.1 亿元，疫情冲击叠加刚性支出下同比由盈转亏。

表4：旅游及景区板块（剔除众信旅游/岭南控股/ST 凯撒）22H1 财务表现

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
营收/亿元	121.5	45.6	78.0	47.9
2022vs 该年份	-61%	5%	-39%	
扣非归母净利/亿元	13.3	-12.9	2.6	-13.6

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表5：人工景区及自然景区 22H1 财务表现

	人工景区				自然景区			
	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
营收/亿元	90.4	36.3	56.1	37.8	31.1	9.3	22.0	10.0
2022vs 该年份	-58%	4%	-33%		-68%	8%	-54%	
扣非归母净利/亿元	9.1	-5.0	2.7	-5.1	4.1	-7.9	-0.1	-8.5

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

虽然经营受疫情短期扰动，但头部公司专注升级优化，期待重装归来。宋城演艺对《上海千古情》和《西安千古情》进行改版升级再创作，对《佛山千古情》剧本内容进行优化，引进《摸金玦》、《你是演奏家 2》等热门剧目。同时，疫情缓解叠加暑期来临，公司开园项目客流显著恢复，丽江千古情暑假期间一天连演五场，客流和营收较 2020 年及 2021 年同期大幅增长，恢复到 2019 年的 7 成以上；杭州宋城针对本地、周边人群

推出的暑期夜游狂欢活动持续火爆，较 2020 年首年推出夜游活动接待量翻倍。天目湖顺应潮流推出帐篷露营烧烤、冰雪大战项目、水上娱乐等活动，打造暑期夜游产品，推进海洋世界的升级改造，完成水世界区域的扩建与亲子童玩产品的扩充，联动外部景詹大桥等打造旅游新布局。中青旅着手培育“旅游+”新业态和文旅全产业链，整合营销板块积极拓展公关、博览会、展会等相关领域。我们认为，随着 6 月以来国内疫情好转，叠加暑期旅游旺季来临，景区板块有望迎来反弹，我们看好量价逻辑兼备、具有强复制能力的优质景区公司，如宋城演艺、中青旅，此外天目湖有望受益。

1.5 家具板块：需求与成本双重承压，龙头拓品类保增长

概览：2022 年上半年在地产下行和疫情影响双重压力下，家居用品板块收入端承压严重。2022H1，家居用品（申万二级分类）整体收入同比+3%；归母净利润同比-24%；其中 Q2 收入同比-1%，归母净利润同比-19%。Q2 因疫情影响加重，收入端环比压力显著加大。利润端，因疫情影响收入不及预期，使得费用率有所提升，且原材料价格多处于高位，同比上升，因此利润率承压明显。家居用品中，我们重点关注定制和软体两大板块，整体来看收入在行业压力下保持增长，利润端软体家具明显优于定制家具。

定制家具行业，品类和渠道拓展助力收入在压力下实现增长，原材料成本承压。定制家具板块（申万三级分类）整体收入同比+3%；归母净利润同比-13%；其中 Q2 收入同比-1%，归母净利润同比-10%。主要定制家具公司依靠品类和渠道的拓展，在地产下行和疫情影响下实现收入增长。1) 品类方面，重点公司均处于品类拓展的不同阶段，欧派、索菲亚均已推出以衣柜为核心的整家定制产品，软体、电器等品类的扩充推动收入增长（在财报中品类扩充主要体现在衣柜品类的增长中）；志邦、金牌以橱柜向衣柜、木门持续发力，衣柜、木门增长带动公司收入提升。2) 渠道方面，在地产下行压力，上半年各家大宗业务均在下滑，但整装渠道已初具规模，高速增长下部分对冲了大宗渠道的下滑。原材料价格方面，纤维板价格仍在高位，铝、不锈钢等价格有所回落，但同比仍有上升，因此利润压力较大。

表6：22H1 定制家具品类和渠道拓展推动收入提升

公司名称	分品类收入增速			分渠道收入增速		
	橱柜及配件	衣柜及配件	木门	零售	整装(包含在零售内)	大宗
欧派家居	1.95%	31.43%	18.18%	25.74%	60%+	-13.77%
索菲亚	-4.12%	13.23%	6.92%	13.77%	167.26%	-4.19%
志邦家居	-6.47%	22.57%	146.67%	12.16%	30%左右	-9.15%
金牌厨柜	-2.34%	32.01%	142.28%	3.43%	-	6.62%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

软体家具行业，床垫保持景气，涨价对冲原材料压力助力利润端增长。软体家具板块（顾家家居、慕思股份、喜临门、梦百合）整体收入同比+9%；归母净利润同比+13%；其中 Q2 收入同比-1%，归母净利润同比-10%。收入端整体稳步增长。1) 内销方面，床垫品类保持景气，根据喜临门半年报披露，2021 年床垫销量同比增长超 18%，年复合增长率超 12%。上半年床垫行业继续景气，顾家家居床垫品类同比增 24%，喜临门床垫门店新增 300 多家。头部公司同时发力线下、线上销售，持续强化产品力和品牌力，份额得以提升。未来主要企业仍有较高的开店计划，门店增长和新店店效提升将持续推动业绩快速增长。2) 外销方面，主要企业保持较好的竞争力，境外业务整体依然有较高的增速，软体板块外销收入（喜临门未披露）合计同比增超 15%。同时各企业积极围绕美国布局产能，顾家在墨西哥工厂逐步投产，梦百合在美国建立的两家工厂已投产，规

避床垫反倾销政策并提高美国市场交付效率，为未来外销的持续增长打下基础。利润方面，软体公司受益于人民币贬值存在汇兑损益，若剔除汇兑损益，板块 H1 归母净利润同比持平，仍明显优于家居用品行业。主要因为软体家具原材料聚醚、皮革等涨幅较小，海运费回落明显，且公司提价能力较强。

展望下半年：家具需求与竣工数据相关，因此推测地产下行影响持续，若地产需求持续回暖，未来家具需求有望得到支撑；疫情影响相对于 Q2 已有所减弱，家具需求有望于下半年回补。从公司层面看，1) 定制家具方面我们看好品类拓展与渠道布局相互促进，带动头部企业继续保持较快增长；原材料目前已有回落趋势，利润端有望持续改善。2) 软体家具方面，看好内销床垫的持续景气，外需韧性及各公司海外产能释放将助力收入增长，同时海运费持续走低带动外销利润率的恢复。

投资建议：我们推荐经营质量高，有望复刻龙头发展路径且当前估值较低的二线定制公司志邦家居、金牌厨柜；零售业务优势明显，品牌独立运作不断推进的索菲亚；以及业绩确定性高的家具龙头企业欧派家居、顾家家居。

1.6 造纸、包装板块：关注原材料价格拐点及需求改善

造纸板块：盈利能力承压，关注原材料价格拐点与需求改善

需求承压叠加成本高位，造纸板块盈利同比下滑。2022 上半年，造纸板块（申万二级分类，剔除非造纸业务影响较大的美利云、安妮股份）整体收入同比+10.41%，归母净利润同比-54.35%；毛利率同比-8.51pct.，净利率同比-6.50pct.。整体来看，上半年造纸板块收入有所增长，主要由于部分纸企（头部纸企为主）新增产能释放，销量有所增加。纸品价格则相对于去年的高基数同比承压，主要由于今年以来疫情反复对下游需求造成较大压力。在此基础上，上半年木浆价格持续上涨、废纸价格坚挺、能源成本高居不下，导致造纸板块利润率同比下降。

Q2 木浆系大宗纸与特种纸盈利能力环比改善。2022 年第二季度，造纸板块整体收入同比+15.58%，归母净利润同比-51.91%；毛利率同比-8.24pct.，净利率同比-6.33pct.。Q2 造纸板块盈利能力整体环比 Q1 有所改善，毛利率环比+1.82pct.，判断主要系木浆系大宗纸和特种纸板块提价落地、毛利率改善，而废纸系大宗纸板块则由于纸价下跌，毛利率环比下降。Q2 造纸板块净利率环比-0.15pct.，主要系废纸系大宗纸板块拖累，木浆系大宗纸和特种纸板块净利率仍呈现环比改善。

木浆系大宗纸：浆纸一体化布局抵御成本上涨压力。木浆系大宗纸板块上半年收入同比+9.19%，归母净利润同比-55.72%；毛利率同比-10.07pct.，净利率同比-7.57pct.。Q2 板块收入同比+15.58%，归母净利润同比-51.91%；毛利率同比-9.51pct.，环比+1.82pct.，净利率同比-6.81pct.，环比+1.07pct.。年初以来木浆价格涨幅巨大，大宗纸企普遍拥有一定的纸浆自给能力，一定程度减小了外部浆价上涨对成本的影响。同时在进出口景气度改善、部分产能亏损停产的情况下，年初以来纸企进行了数次提价。尽管提价幅度远不及去年同期水平，但也有助于纸企传导成本压力。此外，太阳纸业由于对外销售溶解浆、化机浆和化学浆，叠加化学浆产能释放，上半年浆类产品对业绩构成有力支撑。

废纸系大宗纸：需求疲软纸价承压，盈利能力环比下降。废纸系大宗纸板块上半年收入同比+10.51%，归母净利润同比-76.35%；毛利率同比-6.52pct.，净利率同比-7.57pct.。Q2 板块收入同比+5.07%，归母净利润同比-102.96%；毛利率同比-7.16pct.，环比-2.71pct.，净利率同比-7.48pct.，环比-3.83pct.。在禁止废纸进口的背景下，由于海运困难、外废价格过高，以及疫情对于国内废纸回收的影响，上半年废纸价格表现

坚挺。与此同时，疫情造成包装纸需求疲软，叠加行业淡季，年初以来纸价呈下行走势。成本与价格双重压力使得废纸系大宗纸板块在上半年表现较差。

特种纸：龙头产能扩张，提价传导成本压力。特种纸板块上半年收入同比+14.11%，归母净利润同比-28.99%；毛利率同比-6.06pct.，净利率同比-3.90pct.。Q2 板块收入同比+19.27%，归母净利润同比-26.09%；毛利率同比-7.13pct.，环比+0.94pct.，净利率同比-4.13pct.，环比+0.67pct.。特种纸板块收入增速高于其他造纸板块，主要由于仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技等龙头纸企新增产能释放，收入分别同比+25%、+82%、+21%。上半年特种纸企数次发布涨价函，估计部分品种价格年初以来上涨幅度达到数百至上千元。一方面行业需求长期呈现增长趋势，当期相对具备韧性，另一方面行业竞争格局较为集中，龙头纸企在部分品种上具备一定议价权。但是特种纸企目前浆纸一体化布局较少，依赖于外部采购木浆，在今年以来的木浆涨价过程中成本涨幅较大。疫情对下游需求的影响，使得纸企提价不一定能完全落地，盈利能力仍有受损。

展望：关注浆价拐点与下游需求情况。当前压制造纸行业景气度的主要因素，一方面是木浆供给端扰动造成浆价高居不下的外部冲击，一方面是国内需求相对疲软，使得纸企提价传导成本能力受限。**(1) 浆价展望：**短期来看，有望带动浆价下行的主要驱动力或在于产能的释放。Arauco 的年产 156 万吨阔叶浆线计划于 2022 年 10 月下旬投产，若按期投产增加木浆供给，浆价回落将助力纸企在 2023 年实现成本改善。**(2) 需求展望：**9 月起造纸行业开始进入旺季，目前来看国内经济仍在复苏过程中，各地疫情仍有反复，需求旺季释放情况有待观察，相对看好需求韧性较强的特种纸，以及存在教材印刷刚需的文化纸。

投资建议：推荐关注特种纸板块头部企业，产能落地与规划项目推进奠定中长期成长性，浆价若迎来拐点有望迎来业绩显著修复。另外推荐关注溶解浆与纸浆产品支撑短期盈利，中长期凭借林浆纸一体化与区位优势打造成本优势的太阳纸业。

包装板块：金属包装成本压力有望改善，纸包装收入稳健增长

金属包装：原材料价格上涨，盈利能力承压。金属包装板块上半年收入同比+8.71%，归母净利润同比-31.11%；毛利率同比-4.00pct.，净利率同比-2.16pct.。收入端增长主要来自于部分公司产能的释放，以及新客户的开拓和订单放量；其中宝钢包装、昇兴股份收入分别同比+20%、+41%。板块盈利能力的下滑主要由于铝和马口铁等原材料价格的上涨。尽管行业内各公司进行了产品价格调整，但是价格的调整相对于原材料价格变化存在滞后，同时包装企业对于部分大客户的议价能力较弱，未能实现提价或提价幅度有限。

纸包装：深耕传统业务，拓展多元化业务，收入稳健增长。纸包装板块上半年收入同比+5.48%，归母净利润同比-10.61%；若剔除东风股份（受投资收益变动影响较大）和永吉股份（受公允价值变动损益影响较大），板块归母净利润同比+7.25%。上半年板块毛利率同比-0.66pct.，净利率同比-1.14 pct.，若剔除东风股份和永吉股份，板块净利率同比+0.11 pct.。在上半年疫情影响宏观经济的背景下，纸包装板块多数上市公司仍然在上半年实现了收入的正增长；这一增长部分来自于深耕传统业务，例如东风股份烟标收入同比+9.65%；部分则来自于多元化业务的增长。例如裕同科技酒包装收入同比+17.70%、环保包装收入同比+103.38%，劲嘉股份彩盒收入同比+10.45%，大胜达通过收购新增酒包与烟标业务收入等。

展望：关注原材料价格下滑与多元化业务发展。金属包装板块方面，随着铝和马口铁价格的下行，下半年金属包装企业的盈利能力有望得到修复；中长期来看，随着下游食品饮料消费增长与罐化率的提升，行业产能逐步得到消化，竞争格局向好。纸包装方面，头部企业在深耕传统业务的同时，抓住行业机遇开拓在其他领域的包装业务或产业内其他相关业务，打开增长空间，仍然看好其收入在下半年保持稳健增长。考虑到上游纸价受到整体需求疲软的压制，预计下半年行业成本压力相对有限。

投资建议：推荐两片罐与三片罐的头部企业，以及纸包装行业成本、效率与客户优势突出的龙头企业。

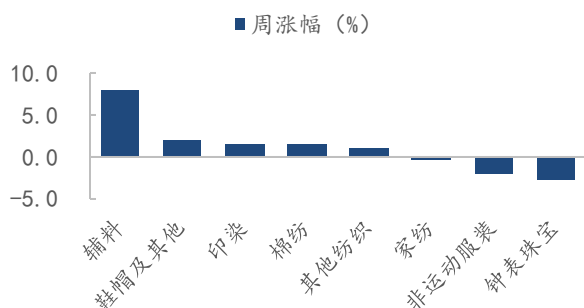
风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

2. 市场表现：轻工逆势上涨，纺服、美护下跌

本周纺织服装行业下跌 0.48%，轻工制造上涨 1.58%，美容护理下跌 1.81%，在申万 31 个一级行业中分别排第 11、3、18 名。指数方面，上证指数下跌 1.54%，深证成指下跌 2.96%。

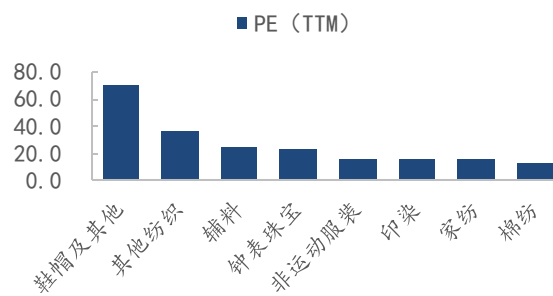
本周纺织服装各子板块涨跌幅依次为辅料 7.89%、鞋帽及其他 2.08%、印染 1.61%、棉纺 1.40%、其他纺织 1.11%、家纺-0.32%、非运动服装-2.17%、钟表珠宝-2.91%。

图 1：纺织服装子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

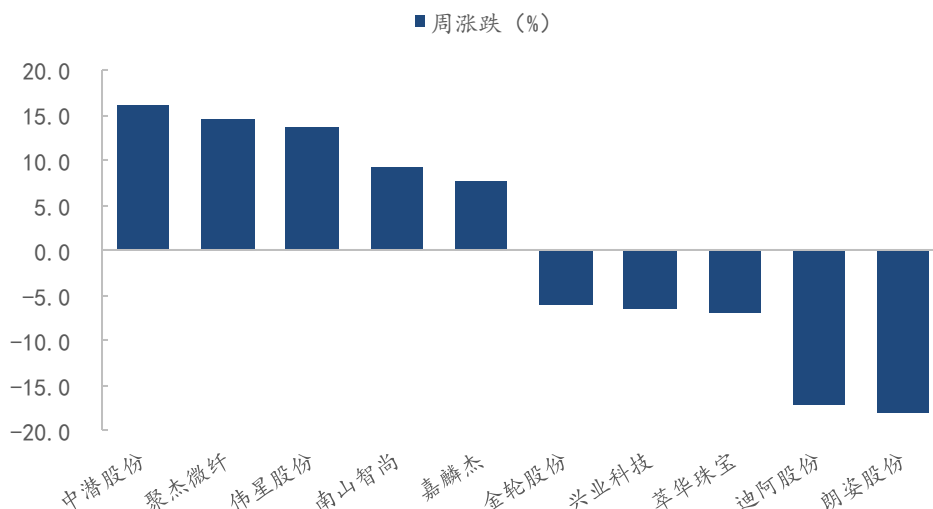
图 2：纺织服装子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周纺织服装涨幅前五的公司为中潜股份 16.06%、聚杰微纤 14.47%、伟星股份 13.65%、南山智尚 9.24%、嘉麟杰 7.64%。排名后五位的公司为金轮股份-6.16%、兴业科技-6.51%、萃华珠宝-7.03%、迪阿股份-17.10%、朗姿股份-18.11%。

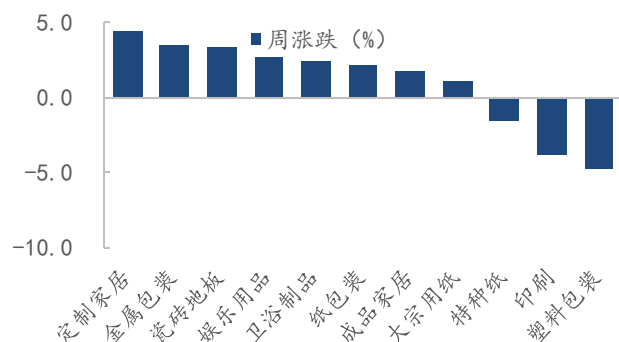
图 3：纺织服装行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

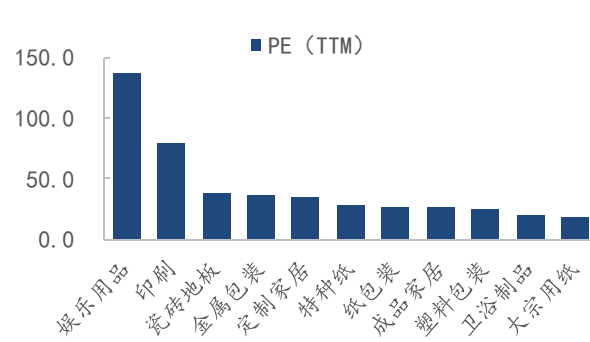
本周轻工制造各子板块涨跌幅依次为：定制家居 4.38%、金属包装 3.50%、瓷砖地板 3.40%、娱乐用品 2.67%、卫浴制品 2.38%、纸包装 2.09%、成品家居 1.69%、大宗用纸 1.13%、特种纸-1.61%、印刷-3.91%、塑料包装-4.75%。

图 4：轻工制造子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

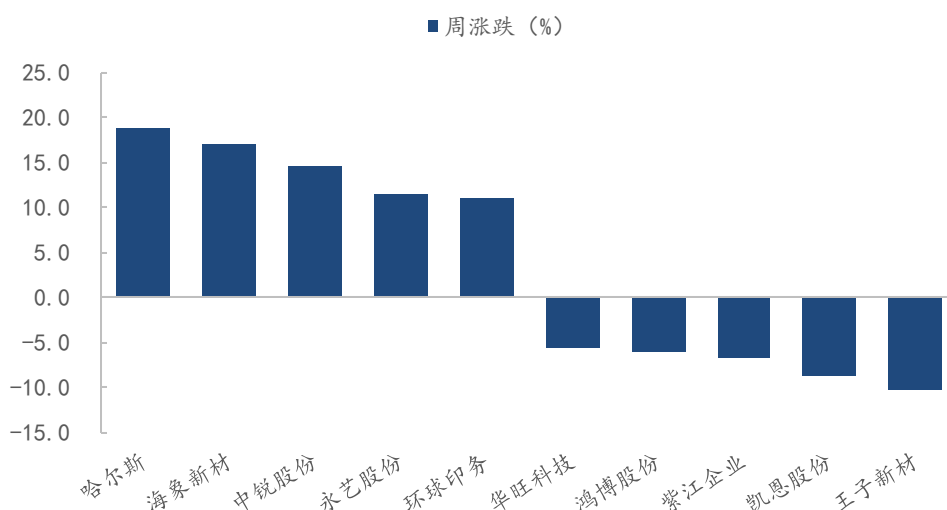
图 5：轻工制造子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

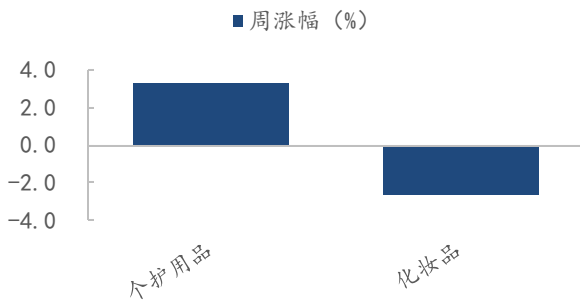
本周轻工制造涨幅前五的公司为哈尔斯 18.89%、海象新材 17.13%、中锐股份 14.71%、永艺股份 11.40%、环球印务 11.15%。排名后五位的为华旺科技-5.67%、鸿博股份-6.03%、紫江企业-6.79%、凯恩股份-8.65%、王子新材-10.21%。

图 6：轻工制造行业涨跌前五的公司

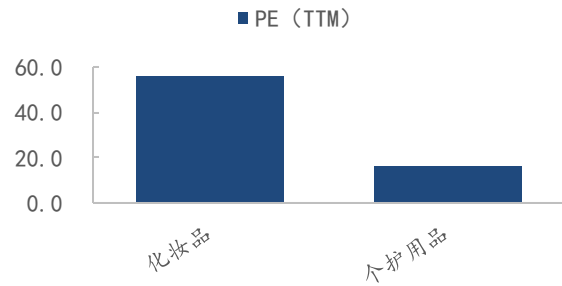


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周美容护理各子板块涨跌幅依次为：个护用品 3.30%、化妆品-2.66%。

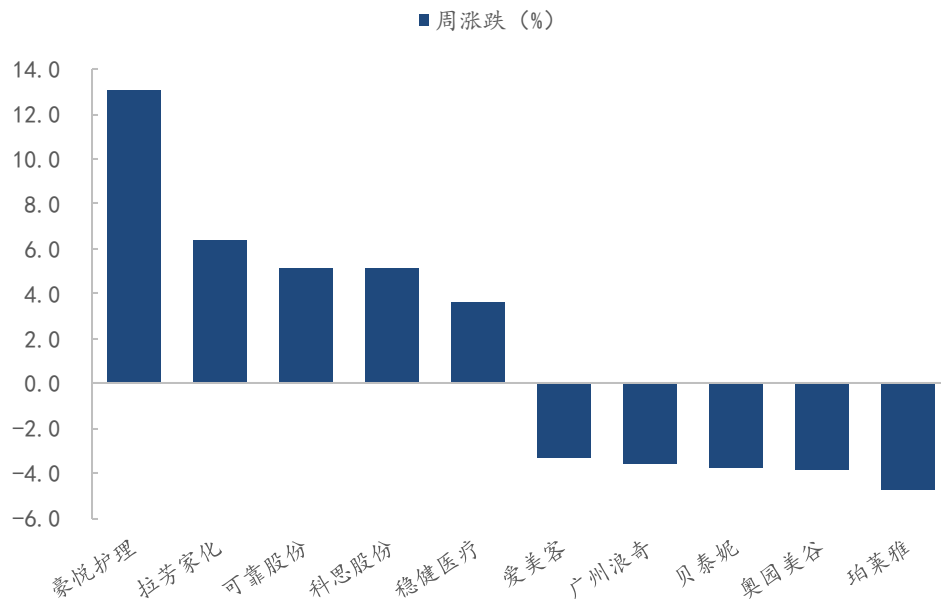
图 7：美容护理子行业涨跌幅


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8：美容护理子行业市盈率


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周美容护理涨幅前五的公司为豪悦护理 13.08%、拉芳家化 6.37%、可靠股份 5.13%、科思股份 5.10%、稳健医疗 3.62%。排名后五位的为爱美客-3.30%、广州浪奇-3.56%、贝泰妮-3.74%、奥园美谷-3.87%、珀莱雅-4.71%。

图 9：美容护理行业涨跌前五的公司


资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 重点公告&行业追踪

【华熙生物|半年报】上半年实现营业收入 29.35 亿元，同比增长 51.58%；归母净利润 4.73 亿元，同比增长 31.25%。其中 Q2 实现营收 16.8 亿元，同比 44.89%；归母净利润 2.73，同比 31.38%。

【首旅酒店|半年报】上半年公司主营收入 23.31 亿元，同比下降 25.88%；归母净利润-38394.07 万元，同比下降 688.75%；扣非净利润-43515.65 万元，同比下降 983.66%；其中 Q2 公司单季度主营收入 11.18 亿元，

同比下降 40.29%；归母净利润-15156.44 万元，同比下降 161.33%；扣非净利润-17632.72 万元，同比下降 173.8%。

【华住集团-S|半年报】上半年总收入为人民币 60.63 亿元(单位下同)，同比增长 2.52%；归属于华住集团有限公司净亏损为 9.8 亿元，去年同期净利 1.3 亿元。其中 Q2 实现收入 34 亿元，同比下降 5.7%；归属于华住集团有限公司净亏损 3.5 亿元，2021 年 Q2 为盈利 3.78 亿元。

【天目湖|半年报】上半年公司主营收入 8869.6 万元，同比下降 60.99%；归母净利润-5368.08 万元，同比下降 225.51%；扣非净利润-5661.69 万元，同比下降 237.43%；其中 Q2 主营收入 3256.59 万元，同比下降 78.19%；归母净利润-3219.06 万元，同比下降 168.01%；扣非净利润-3413.33 万元，同比下降 172.37%。

【周大生|半年报】上半年公司主营收入 50.98 亿元，同比上升 82.79%；归母净利润 5.85 亿元，同比下降 4.07%；扣非净利润 5.61 亿元，同比下降 3.44%；其中 Q2 主营收入 23.44 亿元，同比上升 43.57%；归母净利润 2.95 亿元，同比下降 21.22%；扣非净利润 2.8 亿元，同比下降 21.94%。

【中国中免|半年报】上半年主营收入 276.51 亿元，同比下降 22.17%；归母净利润 39.38 亿元，同比下降 26.49%；扣非净利润 39.28 亿元，同比下降 25.4%；其中 Q2 主营收入 108.68 亿元，同比下降 37.51%；归母净利润 13.74 亿元，同比下降 45.22%；扣非净利润 13.69 亿元，同比下降 43.67%。

【锦江酒店】上半年营业收入 50.43 亿元，同比下降 4.18%；归母净利润-11796.73 万元，同比下降 2637.79%；扣非净利润-24747.21 万元，同比下降 86.13%；其中 Q2 主营收入 27.21 亿元，同比下降 8.18%；归母净利润 205.02 万元，同比下降 98.91%；扣非净利润-2963.23 万元，同比下降 205.08%。

【青松股份|半年报】上半年公司主营收入 14.16 亿元，同比下降 25.89%；归母净利润-15851.64 万元，同比下降 187.76%；扣非净利润-16186.7 万元，同比下降 191.12%；其中 Q2 主营收入 7.29 亿元，同比下降 30.93%；归母净利润-9732.06 万元，同比下降 208.71%；扣非净利润-10134.57 万元，同比下降 215.8%。

【老凤祥|半年报】上半年主营收入 337.4 亿元，同比上升 6.8%；归母净利润 8.9 亿元，同比下降 14.53%；扣非净利润 8.95 亿元，同比上升 10.07%；其中 Q2 主营收入 152.98 亿元，同比上升 6.29%；归母净利润 4.84 亿元，同比上升 23.0%；扣非净利润 4.29 亿元，同比上升 13.04%。

【海底捞|半年报】上半年实现营收 167.64 亿元，同比下降约 16.57%；净亏损 2.66 亿元，上年同期净利润 0.95 亿元。

【比音勒芬|中报】公司上半年营业收入 13.13 亿元，同比增长 8.57%。归母净利润 2.95 亿元，同比增长 20.15%。扣非净利润 2.65 亿元，同比增长 18.29%。其中第二季度营业收入 5.03 亿元，同比-14.33%，归母净利润 0.82 亿元，同比-13.4%，扣非净利润 0.64 亿元，同比-19.24%。

【健盛集团|中报】公司上半年营业收入 12.54 亿元，同比增长 37.68%；归母净利润 1.88 亿元，同比增长 74.02%。其中第二季度营业收入 7.22 亿元，同比增 45.28%，归母净利润 1.06 亿元，同比增长 73.95%。

【太平鸟|中报】公司上半年营业收入 41.97 亿元，同比-16.31%；归母净利润 1.33 亿元，同比-67.57%。其中第二季度营业收入 17.33 亿元，同比-26.08%，归母净利润为亏损 5692 万元，去年同期盈利 2.08 亿元，扣非净利润亏损 1.07 亿元，去年同期盈利 1.03 亿元。

【歌力思|中报】公司上半年营业收入 11.71 亿元，同比增长 6.49%；归母净利润 5040.03 万元，同比下降 72.97%。其中第二季度营业收入 5.43 亿元，同比-3.69%，归母净利润 331 万元，同比下降 96%，扣非净利润为亏损 827 万元，去年同期盈利 8525 万元。

【欣贺股份|中报】公司上半年实现营业收入 8.98 亿元，同比下降 14.25%；归母净利润 9914.06 万元，同比下降 48.49%；扣非净利润 8848.45 万元，同比下降 52.78%。其中第二季度主营收入 3.94 亿元，同比下降 21.62%；归母净利润 3699 万元，同比下降 62.21%；单季度扣非净利润 3226 万元，同比下降 65.85%。

【锦泓集团|中报】公司上半年主营收入 18.46 亿元，同比下降 5.92%；归母净利润 3560.59 万元，同比下降 73.28%；扣非净利润 1782.27 万元，同比下降 84.24%；其中第二季度主营收入 7.66 亿元，同比下降 13.92%；归母净利润-553.96 万元，同比下降 114.36%；单季度扣非净利润-2339.85 万元，同比下降 192.38%。

【欧派家居|半年报】公司 2022 年 H1 营收 96.93 亿元，同比+18.21%；归母净利润 10.18 亿元，同比+0.58%。其中 Q2 营收 55.49 亿元，同比+13.23%；归母净利润为 7.65 亿元，同比-0.46%；扣非归母为 7.48 亿元，同比+1.45%。

【金牌厨柜|半年报】公司 2022 年 H1 营收 14.31 亿元，同比+7.84%；归母净利润 0.93 亿元，同比+6.70%。其中 Q2 营收 8.62 亿元，同比+2.42%；归母净利润为 0.62 亿元，同比+45.62%；扣非归母为 0.28 亿元，同比-16.87%。

【曲美家居|半年报】公司 2022 年 H1 营收 25.37 亿元，同比+0.94%；归母净利润 1.26 亿元，同比-2.18%。其中 Q2 营收 12.24 亿元，同比-10.28%；归母净利润为 0.67 亿元，同比+0.68%；扣非归母为 0.43 亿元，同比-35.59%。

【五洲特纸|半年报】公司 2022 年 H1 营收 29.73 亿元，同比+81.87%；归母净利润 2.14 亿元，同比-18.17%。其中 Q2 营收 16.42 亿元，同比+87.98%；归母净利润为 1.11 亿元，同比-25.36%；扣非归母为 0.90 亿元，同比-28.54%。

【索菲亚|半年报】公司 2022 年 H1 营收 47.81 亿元，同比+11.19%；归母净利润 4.12 亿元，同比-7.64%。其中 Q2 营收 9.56 亿元，同比+9.56%；归母净利润为 2.97 亿元，同比-9.35%；扣非归母为 2.62 亿元，同比-14.66%。

【梦百合|半年报】公司 2022 年 H1 营收 40.83 亿元，同比+4.69%；归母净利润 0.84 亿元，同比+849.03%。其中 Q2 营收 19.40 亿元，同比-3.54%；归母净利润为 0.53 亿元，同比+213.75%；扣非归母为 0.31 亿元，同比+154.48%。

【美克家居|半年报】公司 2022 年 H1 营收 21.24 亿元，同比-10.79%；亏损 1.96 亿元，去年同期盈利 0.36 亿元。其中 Q2 营收 11.20 亿元，同比-7.11%；亏损 0.96 亿元，去年同期亏损 0.39 亿元。

【美凯龙|半年报】公司 2022 年 H1 营收 69.57 亿元，同比-7.28%；归母净利润 10.25 亿元，同比-32.10%。其中 Q2 营收 35.82 亿元，同比-13.93%；归母净利润为 3.27 亿元，同比-58.44%；扣非归母为 4.61 亿元，同比-11.24%。

【居然之家|半年报】公司 2022 年 H1 营收 62.83 亿元，同比-5.21%；归母净利润 10.50 亿元，同比-5.53%。其中 Q2 营收 31.77 亿元，同比-3.08%；归母净利润为 5.45 亿元，同比+10.37%。

【中顺洁柔|半年报】公司 2022 年 H1 营收 43.68 亿元，同比+2.82%；归母净利润 2.28 亿元，同比-44.09%。其中 Q2 营收 24.83 亿元，同比+15.74%；归母净利润为 0.94 亿元，同比-30.69%。

【博汇纸业|半年报】公司 2022 年 H1 营收 88.69 亿元，同比+10.81%；归母净利润 4.32 亿元，同比-71.44%。其中 Q2 营收 47.29 亿元，同比+19.69%；归母净利润为 2.52 亿元，同比-64.20%。

【晨鸣纸业|半年报】公司 2022 年 H1 营收 166.76 亿元，同比-2.89%；归母净利润 2.30 亿元，同比-88.61%。其中 Q2 营收 81.61 亿元，同比+17.14%；归母净利润为 1.16 亿元，同比-86.20%。

4. 风险提示

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	锦江酒店 (600754.SH): 境外加速修复, 拟发行 GDR 有望强化全球布局	2022-09-02
公司	首旅酒店 (600258.SH): 短期受疫情冲击, 轻管理和中高端战略坚定	2022-09-02
公司	华住集团-S (1179.HK): Q2 亏损环比收窄, 规模扩张和经营效率保持领先	2022-09-02
公司	台华新材 (603055.SH): 疫情影响行业短期景气度, 长期不改锦纶龙头竞争优势	2022-09-02
公司	索菲亚 (002572.SZ): 大家居战略效果持续显现	2022-09-02
公司	金牌厨柜 (603180.SH): 衣柜木门拓展推进, 大宗业务韧性较强	2022-08-31
公司	中国中免 (601888.SH): 疫情影响下经营韧性强, 盈利能力边际改善	2022-08-31
公司	志邦家居 (603801.SH): 空白市场拓展拉动收入, 品类规模优势助力盈利稳健	2022-08-30
公司	欧派家居 (603833.SH): 大家居战略效果卓著, 逆境中收入稳步增长	2022-08-30
公司	贝泰妮 (300957.SZ): 强产品力下业绩增长强劲, 新品类新品牌拓展静待花开	2022-08-30
公司	申洲国际 (2313.HK): 短期困境不改长期竞争力, 静待经营业绩回升	2022-08-30
公司	太阳纸业 (002078.SZ): Q2 浆类产品量利齐升, 助力业绩环比显著改善	2022-08-30
行业	东兴证券纺织服装轻工行业周观点: 重点推荐业绩亮眼美妆板块龙头及运动服饰龙头	2022-08-29
公司	珀莱雅 (603605.SH): 大单品策略持续发力, 彩棠品牌增势强劲	2022-08-28
公司	久谦股份 (300994.SZ): 短期订单受多重困难影响, 修炼内功看好长期发展	2022-08-27
公司	思摩尔国际 (6969.HK): 量价承压叠加费用增加, 关注新品类进展与长期壁垒构筑	2022-08-26
公司	豫园股份 (600655.SH): 黄金珠宝板块逆势增长, 其他板块短期承压疫后复苏可期	2022-08-24
公司	安踏体育 (2020.HK): 疫情扰动之下业绩好于预期, 新增长曲线持续表现强劲	2022-08-24
公司	同道猎聘 (6100.HK): 降本增效改善盈利能力, 疫情扰动下业绩保持韧性	2022-08-24
公司	孚日股份 (002083.SZ): 覆盖报告, 主业稳健, 依托自身优势切入高潜赛道	2022-08-23
行业	东兴证券纺织服装轻工行业周观点: 国货美妆龙头预期业绩亮眼, 港股重点服装公司纳入恒指	2022-08-21
公司	上海家化 (600315.SH): 短期受疫情扰动较大, 新股权激励下 H2 复苏可期	2022-08-21
公司	公牛集团 (603195.SH): 各业务线稳步增长, 新品类顺利拓展	2022-08-18
公司	华利集团 (300979.SZ): 客户持续认可、产能顺利推进, 供需两端促增长	2022-08-18
公司	顾家家居 (603816.SH): 软体龙头韧性彰显, 盈利能力实现优化	2022-08-16
公司	水羊股份 (300740.SZ): 疫情及品牌升级影响下短期业绩承压, 双轮驱动闭环跑通打造业务新亮点	2022-08-15
行业	东兴证券纺织服装轻工行业周观点: 中报来临, 关注国货美妆龙头业绩及医美行业复苏	2022-08-14
公司	李宁 (2331.HK): 高基数下业绩增长良好, 运营稳健显龙头风范	2022-08-12
公司	浙江自然 (605080.SH): 户外运动景气持续, 公司加速产能建设	2022-08-12
行业	东兴证券纺织服装轻工: 医美行业政策及复苏共振, 纺织关注新业务进展积极的公司	2022-08-07
行业	东兴证券纺织服装轻工行业周观点: 继续推荐疫情复苏下的可选消费, 医美、化妆品及纺织服装	2022-07-31
行业	东兴证券医美行业报告: 深圳释放利好政策, 助力医美合规发展, 提振市场信心	2022-07-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019年7月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年4月加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他销售轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526