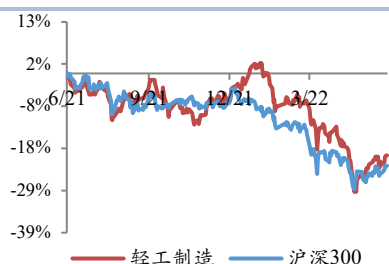


一次性小烟 NJOY Daily 首次获 PMTA；看好黄金珠宝终端修复

行业评级：增持

报告日期：2022-06-06

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

● 本周专题：2020 年珠宝板块启动时点复盘；纺织服装供应链制造端转移趋势延续

【新型烟草】：NJOY Daily 成为首次通过 PMTA 的一次性电子烟品牌。2022 年 6 月 11 日，首款一次性电子烟品牌 NJOY Daily 通过 PMTA，其中该品牌的两种烟草味版本获得授权，成为第八个获得 FDA PMTA 审批的电子烟品牌，同时也是第二款获得 FDA 授权的 NJOY 产品。NJOY Daily 通过的两种烟草味版本尼古丁含量分别为：浓郁烟草味（仅含 4.5% 尼古丁）和特浓烟草（仅含 6% 尼古丁）。截至目前通过美国 PMTA 上市的电子烟品牌都是烟草口味，尚未有其他口味电子烟。此次 FDA 没有对薄荷味 NJOY Daily 型号做出决定，但对含有烟草和薄荷醇以外其他口味的 Daily 型号发布营销拒绝令 (MDO)。我们认为 FDA 对于尼古丁含量并未进行严格限制。但口味仍限制于烟草口味，薄荷醇后续或仍存在通过审核的机会。且延续之前的观点，认为后续 Vuse alto 获取 PMTA 或具备较强确定性。

国内市场处于生产、零售牌照密集发放期，行业迎来短期催化。生产端，自 5 月 5 日起，于 2021 年 11 月 10 日前既存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。截至 5 月 27 日，国家烟草专卖局官网显示，已有 14 家电子烟企业申请烟草专卖生产许可证的核发，且状态均为已受理（尼古丁类 4 家、电子烟产品类 3 家、烟油类申请 8 家）。预计牌照将在 6、7 月发放。渠道端，各省陆续发布电子烟零售许可证，电子烟牌照规划数量约覆盖当前全国 92% 的专卖店、集合店，且总体符合预期，预计能够较好满足消费者触达

【黄金珠宝】：我们通过复盘 2020 年珠宝板块行情启动时点，以及各品牌商门店经营情况、新增门店的时点，认为在新增确诊病例大幅下降、疫情有效控制的背景下，市场预期好转，黄金珠宝品牌商股价反弹或领先于基本面复苏。具体来看，2020 年疫情平均日新增确诊人数于 2 月达到峰值后，3 月环比大幅减少 97.6%，疫情得到有效控制，后续防控形势持续向好。而社零于 2020 年 3 月触底后开始反弹，4 月达 2.8 万亿元，同比-7.5%，此后均呈上升趋势。金银珠宝类商品零售值与整体社零呈现相同变化趋势，3 月达 154.7 亿元，同比-12.1%，自 2020 年 3 月触底后也逐渐复苏。随着金银珠宝商品零售于 3 月开始复苏好转，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 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，加盟店显著增长约滞后于门店经营改善 1 个季度。具体来看，周大福 2020 年中国内地门店随疫情 Q1 控制后，Q2 门店经营情况显著改善。公司 Q3 新增门店数量大幅增长，约滞后于门店经营改善 1 个季度。周大生 2020 年各渠道营收于 Q3 显著改善，加盟店反弹优于自营。公司单店营收 20Q3 显著改善，20H2 单店毛利同比由负转正。20Q4 新增加盟店数量大幅增长，约滞后于门店经营改善 1 个季度。潮宏基 20H2 营收显著好转，其中时尚珠宝的加盟、批发收入反弹最快。新增加盟店数量

相关报告

1. 惠丰钻石招股书拆解 2022-05-29
2. 解析对俄毛坯钻出口制裁影响；电子烟零售点规划梳理 2022-05-22
3. 4 月印度培育钻进出口数据分化，出口持续高增，渗透率创新高 2022-05-17

在疫情有效控制后，于 20H2 快速增长。老凤祥 2020 年黄金产品销量于 Q3 显著好转，新增门店数量于 Q2 开始显著增长。截至 6 月 11 日 24 时，新增本土确诊病例 122 例，较 4 月份有明显下降。6 月 1 日上海市宣布进入第三阶段，加快复工复产；6 月 3 日北京市转入动态清零阶段，疫情政策逐步放宽，标志着本轮疫情即将接近尾声，预计 6 月份疫情将全面恢复正常生产生活秩序。我们看好疫情后珠宝消费中婚恋需求回补，品牌商迎来基本面改善。同时随着疫情对线下门店冲击边际弱化，珠宝板块在市场预期好转驱动下，或再次迎来股价反弹领先于基本面复苏。

【纺织服装】纺织服装出口景气度延续，国产龙头加速海外建厂：5 月纺织物及制品出口额同比+15.7%，服装及衣着附件出口额同比+24.6%，延续 Q1 高景气。回顾过往八年全球服饰出口情况，服装制造逐步向成本较低的越南等东南亚国家转移，代工制造龙头加速布局东南亚产能承接海外优质客户订单，但国产面料辅料出口份额提升，主要是面料辅料具备研发设计和技术壁垒，龙头企业加速中高端转型，受到全球产业链转移影响较小，后续伴随海运费回落具备利润提升的机会。

【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。

【户外运动】：户外休闲场景高景气及延续性拥有产业链验证，推荐浙江自然、哈尔斯，关注牧高笛。全球疫情反复下，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐，根据 COCA，2010-2019 年国内户外用品零售额 CAGR 为 15%，预计 2022 年将达到 280 亿元；相关企业订单自 20Q4 起相继大幅趋势性增长。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。

【培育钻】：美国对俄罗斯钻石出口制裁升级或加速培育钻渗透。4 月印度培育钻出口数据向好，创自 2019 年以来新高，验证下游需求旺盛。进口额环比下滑，主因 3 月补库存等需求带来的高基数、中国疫情影响供应链，以及加工厂产能普遍下调，但同比仍向好。5 月美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级。天然钻市场价格波动+高通胀或促使生产商涉猎培育钻。国内生产商新增产能预计于 2022 年持续放量。

【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。

● 投资建议

造纸板块：浆价短期坚挺利好具备自有浆线或木浆库存管理能力较强的规模纸企，行业格局有望进一步优化。推荐【太阳纸业】，建议关注【博

汇纸业】、【晨鸣纸业】。建议关注若浆价后期松动后特纸板块盈利反弹，推荐【五洲特纸】，建议关注【华旺科技】、【仙鹤股份】。

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

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

电子烟：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 新型烟草：一次性电子烟 NJOY DAILY 首次通过 PMTA，一次性小烟结构性增长有望延续	7
1.1 NJOY DAILY 成首次通过 PMTA 的一次性电子烟，后续 VUSE ALTO 过审或具备确定性	7
1.2 一次性电子烟有望成为雾化设备市场新增长引擎，思摩尔新技术有望抢占一次性市场	8
2 黄金珠宝：2020 年珠宝板块启动时点复盘，股价反弹领先于基本面复苏	11
2.1 2020 年 3 月新增确诊人数大幅减少，市场预期好转使得股价反弹领先于业绩改善	11
2.2 珠宝品牌商门店经营普遍于 20Q2-Q3 开始改善，新增加盟店增长约滞后 1 个季度	14
3 纺织服装：出口景气度延续，供应链制造端转移趋势延续	19
4 本周观点	22
4.1 新型烟草	22
4.2 珠宝钻石	23
4.3 家居板块	24
4.4 造纸板块	24
4.5 纺织服装板块	25
5.本周轻工制造板块走势	26
6.本周纺织服装板块走势	28
7.本周重要公告	30
风险提示：	30

图表目录

图表 1 2021 年以来通过 PMTA 审批的电子烟时间轴及设备种类.....	7
图表 2 2021 年以来 PMTA 审批结果及启示.....	8
图表 3 全球雾化设备未来市场规模预测.....	9
图表 4 普通一次性棉芯电子烟结构图.....	9
图表 5 普通一次性棉芯电子烟特点.....	10
图表 6 FEELM MAX 一次性电子烟产品性能提升情况.....	10
图表 7 2022 年 6 月新增本土确诊已大幅减少（例）.....	11
图表 8 2022 年 6 月全国中高风险区数量下降至较低水平.....	11
图表 9 2022 年上海、北京疫情防控政策梳理.....	12
图表 10 2020 年社零自 3 月触底后开始复苏（亿元）.....	13
图表 11 2020 年金银珠宝类商品零售类值自 3 月触底后开始复苏（亿元）.....	13
图表 12 2020 年周大福股价自 3 月底触底后开始反弹.....	13
图表 13 2020 年周大生股价自 4 月底触底后开始反弹.....	13
图表 14 2020 年老凤祥股价自 3 月底触底后开始反弹.....	14
图表 15 2020 年潮宏基股价自 4 月底触底后开始反弹.....	14
图表 16 2020 年周大福中国内地同店销售同比增速 Q2 开始显著改善.....	14
图表 17 2020 年周大福港澳地区同店销售同比增速 Q3 开始逐渐改善.....	14
图表 18 2020 年 Q3 周大福中国内地新增门店大幅提升.....	15
图表 19 2020 年周大生各渠道营收于 Q3 显著改善（%）.....	15
图表 20 2020 年周大生单店营收同比增长 Q3 显著改善（家）.....	16
图表 21 2020 年周大生单店毛利同比增长 H2 由负转正（家）.....	16
图表 22 2020 年周大生于 Q4 开始加盟店大幅增长（家）.....	16
图表 23 2020 年潮宏基各渠道营收同比增速于 H2 显著改善（%）.....	17
图表 24 2020 年潮宏基于 H2 各产品营收同比增速显著改善（%）.....	17
图表 25 2020 年潮宏基下半年新增加盟店大幅增长（家）.....	17
图表 26 2020 年老凤祥各品类销量同比增速于 Q3 显著改善（%）.....	18
图表 27 2020 年老凤祥于 Q2 加盟店大幅增长（家）.....	18
图表 28 纺织纱线、织物及制品出口金额及增速（亿美金，%）.....	19
图表 29 服装及衣着附件出口金额及增速（亿美金，%）.....	19
图表 30 疫情之前越南服装出口额增速更快（%）.....	20
图表 31 全球纺织品出口份额（%）.....	20
图表 32 全球拉链出口份额（%）.....	20
图表 33 纺织制造企业毛利率对比（%）.....	21
图表 34 波罗的海海运指数.....	21
图表 35 2022 年电子烟监管时间线.....	22
图表 36 轻工制造指数周涨跌幅.....	26
图表 37 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	26
图表 38 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势.....	27
图表 39 轻工重点公司估值.....	27
图表 40 纺织服饰指数周涨跌幅.....	28
图表 41 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 TOP10.....	28
图表 42 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅.....	28

图表 43 纺服重点公司估值.....	29
图表 44 上市公司重要公告.....	30

1 新型烟草：一次性电子烟 NJOY Daily 首次通过 PMTA，一次性小烟结构性增长有望延续

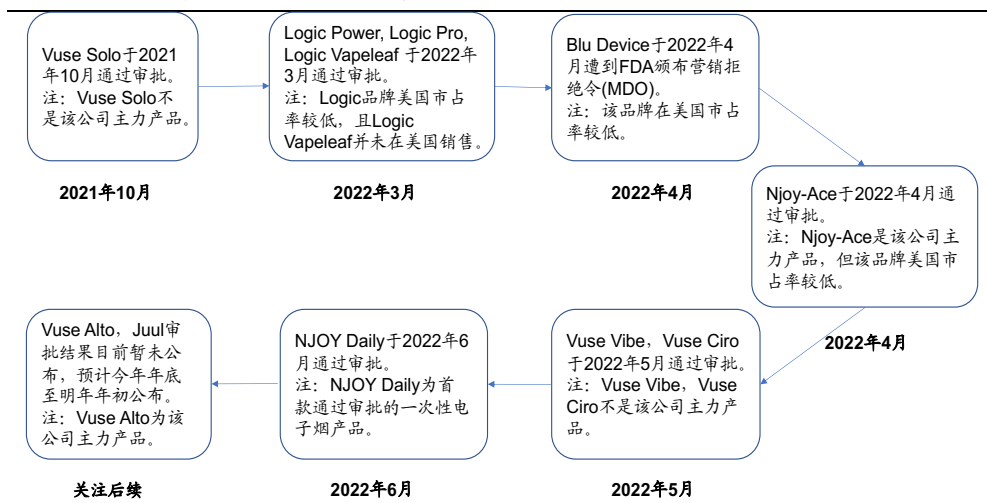
1.1 NJOY Daily 成首次通过 PMTA 的一次性电子烟，后续 Vuse Alto 过审或具备确定性

NJOY Daily 成为首次通过 PMTA 的一次性电子烟品牌。2022 年 6 月 11 日，首款一次性电子烟 NJOY Daily 通过 PMTA，其中该品牌的两种烟草味版本获得授权。NJOY Daily 成为 Vuse Solo、Logic Power、Logic Pro、Logic Vapeleaf、NJOY Ace、Vuse Vibe、Vuse Ciro 之后的第八款获得 FDA PMTA 审批的电子烟品牌。同时也是第二款获得 FDA 授权的 NJOY 产品，且为首款通过审批的一次性电子烟。

FDA 对尼古丁含量并未有明显限制，但口味仍限制于烟草口味。目前为止通过美国 PMTA 上市的电子烟品牌，都是烟草口味，尚没有其他口味电子烟。此次 FDA 没有对薄荷味 NJOY Daily 型号做出决定，但对含有烟草和薄荷醇以外的其他口味的 Daily 型号发布了营销拒绝令 (MDO)，薄荷醇后续或仍存在通过审核的机会。NJOY Daily 通过的两种烟草味版本尼古丁含量分别为：浓郁烟草味（仅含 4.5% 尼古丁）和特浓烟草（仅含 6% 尼古丁），可见对于尼古丁含量并未进行严格限制。

FDA 审批标准仍严格检测烟草产品的健康风险。据 PMTA 途径，申请人必须向该机构证明，除其他外，新烟草产品的营销将适合保护公众健康。而且对于授权产品，FDA 还将密切监控这些产品的营销以大大减少对于青少年接触产品烟草广告的可能性，一旦发现这类产品的非吸烟者使用者数量明显增多，FDA 将采取措施，产品存在被禁止的可能性。

图表 1 2021 年以来通过 PMTA 审批的电子烟时间轴及设备种类



资料来源：FDA 官网，华安证券研究所；

后续 Vuse alto 获取 PMTA 或具备较强确定性。当前 Vuse 公司最畅销的 Vuse Alto 设备仍在审查中，该设备申请时间为 2020 年 9 月，而美国市场另一电子烟主要制造商 JUUL 申请时间为 2020 年 7 月，根据以往经验，Vuse alto 与 JUUL 的设

备会在今年下半年至明年年初公布审批结果。我们认为 JUUL 由于此前设计吸引青少年吸烟问题，其申请结果仍具备不确定性。而思摩尔国际代工的 Vuse alto 由于产品设计、制造均位于行业前列，其获取 PMTA 具备较强的确定性

图表 2 2021 年以来 PMTA 审批结果及启示

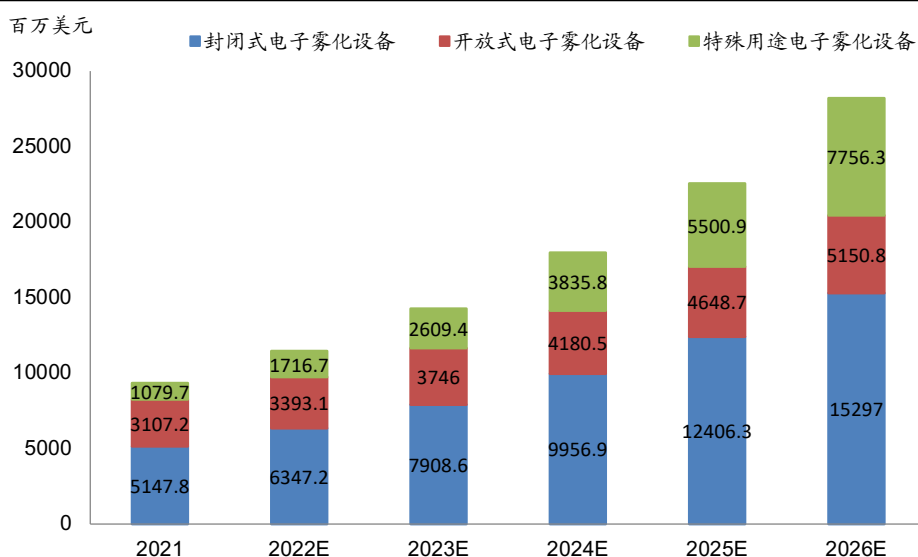
品牌	申请PMTA时间	获取结果时间	等候期	通过/否决原因	事件启示
Vuse Solo	2019年10月	2021年10月	2年	能有效减少有害化学物质。	FDA不反对电子烟销售，关注重点为健康、减害性、高质量产品获取PMTA确定性较强。
Logic Power/Pro/Vapeleaf	2019年8月	2022年3月	2年7个月	有助于降低成年烟民对香烟的依赖，且降低了未成年人购买欲望。	替烟转化和未成年保护能力或是获取PMTA的必备条件。
Blu Device	-	2022年4月	-	产品设计/制造质量不稳定，不能证明该产品能显著减少对吸烟者的危害。	高水平代工厂是获取PMTA的关键因素。
Njoy-Ace	2020年3月	2022年4月	1年1个月	能有效减少有害化学物质。	FDA态度从一开始的试探性审批放行向市场主要产品进行审批放行转变。
Vuse Vibe/Ciro	2020年4月	2022年5月	2年2个月	能有效减少有害化学物质。	-
NJOY Daily	2020年3月	2022年6月	2年3个月	能有效减少有害化学物质；有助于降低成年烟民对香烟的依赖且降低了未成年人购买欲望。	FDA不反对一次性电子烟；对尼古丁含量并未有明显限制；口味仍限制于烟草口味，薄荷醇仍存在过审机会；FDA审批严格检测烟草产品的健康风险。

资料来源：FDA 官网，华安证券研究所整理；注：标红区域为此次通过 PMTA 的品牌

1.2 一次性电子烟有望成为雾化设备市场新增长引擎，思摩尔新技术有望抢占一次性市场

一次性电子烟有望成为电子雾化设备市场的新增长引擎。2022 年 3 月 15 日国内颁布法律使得 FDA 可以对含有任何来源的尼古丁烟草产品进行监管，标志着一次性电子烟产品也进入了监管范围。此前由于监管漏洞的存在，一次性电子烟的市场份额在过去快速提升。据美国 CDC 的数据，一次性电子烟的销量占比由 2019 年 1 月的 10.5%提升到 2022 年 1 月的 38.9%。而一次性电子烟产品未来发展空间同样巨大，根据弗若斯特沙利文的数据，2021 年一次性电子烟的市场规模约为 21 亿美元，在全球电子烟设备市场份额中占比 22.7%。预计 2022 年市场规模将增加至 27 亿美元，在封闭式电子烟雾化设备市场份额中占比 43%。2022 年至 2026 年，预计一次性电子烟的市场规模将保持 28%以上的复合增长率。

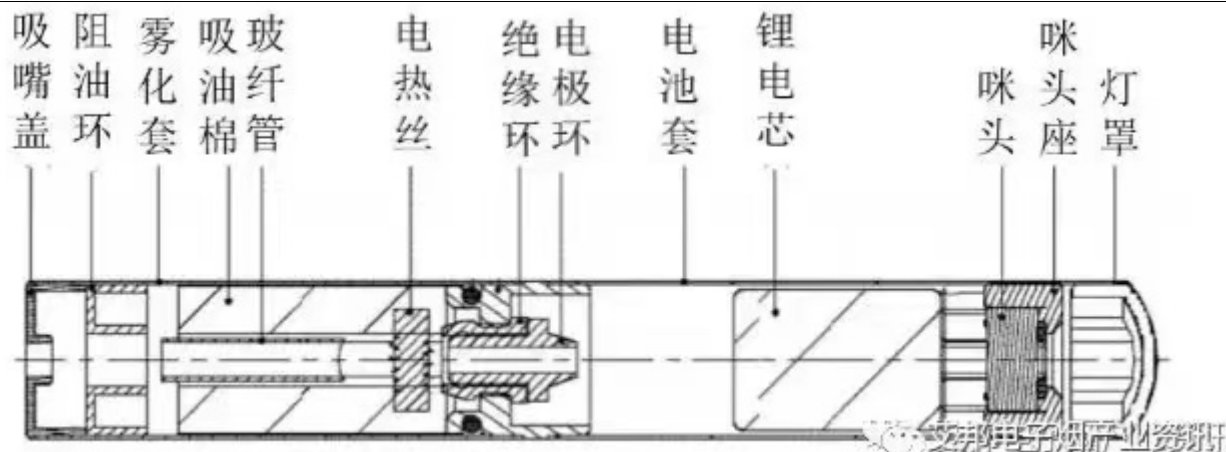
图表 3 全球雾化设备未来市场规模预测



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所 注：此数据按出厂价划分收益计，封闭式电子雾化设备包括一次性产品与换弹式产品。

普通一次性电子烟结构与用料较为简单，产品毛利较低，竞争较为激烈。一次性电子烟产品主要由烟油、烟弹、电池、外壳、雾化器、咪头等几部分组成。大多数采用棉芯设计，与陶瓷芯产品相比，成本较低。而换弹式电子烟的结构比较复杂，需要将烟弹设计成可拆卸形态，同时，还要配套可重复充电的电池，以满足长期使用需要。由于普通的一次性电子烟的结构与用料与较为简单，技术壁垒较低，所以生产厂家众多，竞争较为激烈。思摩尔国际在 2022 年的业绩交流会上表示，一次性电子烟产品毛利率相比换弹式电子烟要低。公司未来毛利率变化趋势取决于一次性产品与换弹式产品的销售比例。此外公司会通过自动化生产线帮助客户降低成本，同时持续推出高质量新产品，从而提高产品竞争力，防止毛利率过度下滑。

图表 4 普通一次性棉芯电子烟结构图



资料来源：艾邦电子烟产业资讯，华安证券研究所

价格低廉、高口味还原度、具有社交属性是**一次性电子烟崛起的重要原因**。市面上的一次性电子烟大多数采用棉芯方案，相对于陶瓷芯产品，棉芯具有易漏液、易炸油、易糊芯、口味一致性较差等劣势，但在口味还原度上具有优势，且一次性电子烟在产品形态与使用方式上与卷烟类似，所以吸引了大量的传统卷烟消费者。另一方面，在新冠疫情的影响下，消费者的购买能力受到了一定的影响。随着一次性电子烟的口数增加，其性价比也在不断提升。所以价格低廉，性价比逐渐提升的一次性产品更受消费者的青睐。再加上一次性产品体积重量较小，方便携带，使得消费者可以在社交的过程中相互分享，无形中扩大了产品的使用群体。综上所述，我们认为价格低廉、高口味还原度、具有社交属性是**一次性电子烟崛起的重要原因**。

图表 5 普通一次性棉芯电子烟特点

项目	普通一次性棉芯电子烟特点
价格	一次性产品价格低廉： FLOW小彩蛋（棉芯） 价格为 39元 换弹式产品价格昂贵： FLOW换弹套装（含3烟弹） 价格为 299元
口味还原度	口味接近传统卷烟，还原度较高
携带与使用	体积重量较小，方便携带，操作简单，用后即丢
缺点	易漏液，易炸油、易糊芯、口味一致性较差

资料来源：FLOW 官网，华安证券研究所

思摩尔发布陶瓷芯一次性雾化解决方案，有望凭借出色产品性能抢占一次性电子烟市场。2022年5月27日，思摩尔国际发布了FEELM Max 陶瓷芯一次性雾化解决方案。FEELM Max 在整体口数、口感顺滑度、口味一致性、减害性及漏液性上均有大幅提升。（1）思摩尔国际以陶瓷芯替换储液棉，有效减少了储液棉带来的雾化液浪费问题，同等注液量下的口数至少提升了25%；（2）基于陶瓷芯的微孔雾化，使雾化颗粒可达到纳米级，让一次性产品拥有良好的口感，相比主流棉芯产品，口感顺滑度提升30%以上；（3）FEELM Max 搭载了全新恒功率电控方案，能够避免使用过程中产生口味衰减，让口味及雾气量稳定性高达95%以上；（4）在Maze防泄漏技术加持下，FEELM Max 还拥有低于0.03%的超低泄漏率；（5）品减害性比传统棉芯产品提升了46%。凭借出色的产品性能，FEELM Max 产品有望在一次性电子烟市场中占据一席之地。

图表 6 FEELM Max 一次性电子烟产品性能提升情况

项目	性能提升
整体口数	以陶瓷芯替换储液棉，同等注液量下的口数至少提升了 25%
物化效率	基于陶瓷芯的微孔雾化，口感顺滑度提升 30%以上
口味一致性	搭载了全新恒功率电控方案，口味及雾气量稳定性高达 95%以上
漏液性	漏液率低于 0.03% ，同时解决了棉芯的易炸油、易糊芯问题
减害性	减害性比棉芯产品提升了 46%

资料来源：思摩尔国际，华安证券研究所

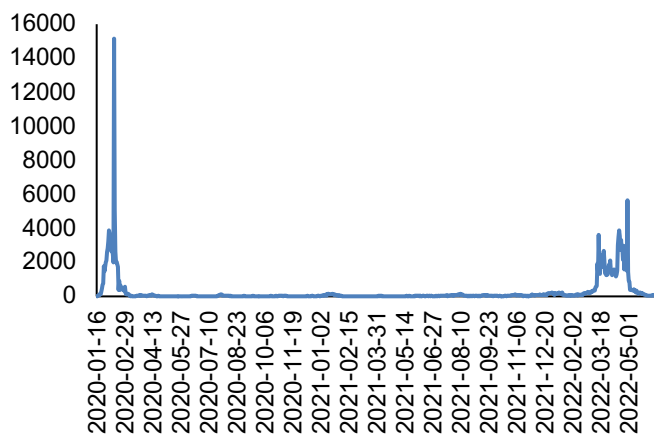
2 黄金珠宝：2020 年珠宝板块启动时点复盘， 股价反弹领先于基本面复苏

2.1 2020 年 3 月新增确诊人数大幅减少，市场预期好转使得 股价反弹领先于业绩改善

新增确诊病例持续下降，各地疫情有所好转。据国家卫健委统计数据，疫情感染人数有明显下降。2022 年 5 月各项疫情监控指标已经呈下降趋势。截至 6 月 11 日 24 时，新增本土确诊病例 122 例，较 4 月份有明显下降，疫情中风险地区为 40 个，高风险区 9 个，近一个月中高风险区数量整体呈下降趋势，近期虽有小幅回升，但总体向好。各地陆续复工复产，恢复正常生活秩序。6 月 1 日上海市宣布进入第三阶段，加快复工复产；6 月 3 日北京市转入动态清零阶段，疫情政策逐步放宽，标志着本轮疫情即将接近尾声，预计 6 月份疫情将全面恢复正常生产生活秩序。

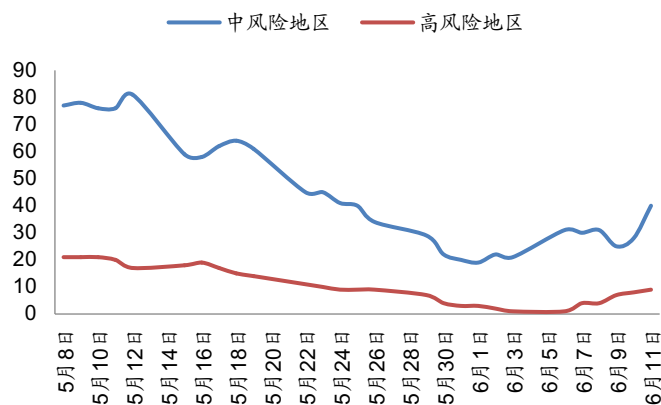
2020 年疫情平均日新增确诊人数于 2 月达到峰值后，3 月环比大幅减少 97.6%。回顾 2020 年疫情控制节奏。2019 年底武汉开始出现新冠肺炎零星病例，随后 2020 年初开始在我国大面积蔓延，2020 年 2 月日增达到峰值，全国平均日增 2378 例，新冠疫情在我国全面爆发。在防疫政策的有效实施和执行后，2020 年 3 月疫情感染人数有明显下降。3 月 6 日新增疫情人数首次下降至 99 人的百人以下量级。3 月 12 日新增感染人数下降至 8 人。2-4 月平均日增感染者分别为 2378、56、33 例，3 月疫情平均日新增确诊人数环比大幅减少 97.6%，防控形势持续向好。2020 年 4 月 8 日，武汉解封，全国各地开始恢复正常生产生活秩序。

图表 7 2022 年 6 月新增本土确诊已大幅减少（例）



资料来源：国家卫健委，华安证券研究所

图表 8 2022 年 6 月全国中高风险区数量下降至较低水平



资料来源：国家卫健委，华安证券研究所

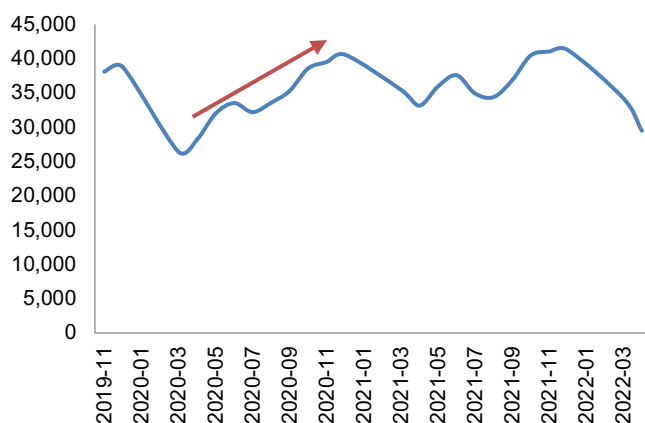
图表 9 2022 年上海、北京疫情防控政策梳理

疫情防控政策		
上海	2022.1.24	上海进一步完善入境人员解除14天集中隔离后的7天健康监测管理服务
	2022.2.16	统筹疫情防控和卫生健康改革发展 上海制定2022年卫生健康工作“任务书”
	2022.3.1	上海开始出现零星病例
	2022.3.13	上海出现大量确诊及无症状，上海进一步强化疫情防控措施
	2022.3.16-2022.3.17	上海对重点区域人员进行网格化核酸筛查
	2022.3.18-2022.3.20	上海针对非重点区域内人员，以街镇为单位，分时、分批次开展一次免费核酸检测
	2022.3.28	上海以黄浦江为界分区分批实施新一轮核酸筛查
	2022.4.11	上海实施分区分级差异化防控，公布首批“三区”划分名单
	2022.4.26	上海进一步明确“随申码”赋码管理规则与具体工作要求，并公布本市常态化核酸采样点第一批名单
	2022.5.1	上海6个区社会面基本清零，本轮疫情防控取得阶段性成效
	2022.5.6	上海加快构建“15分钟核酸采样服务圈”，服务市民核酸检测需要
	2022.5.11	8个区实现社会面基本清零，“降新增、防反弹”取得一定成效
	2022.5.16	全市防控取得阶段性成效，从今天起分三阶段恢复正常生产生活秩序
	2022.5.17	全市16个区都已实现社会面清零
	2022.5.23	发布关于强化落实“扫码通行”疫情防控措施的实施方案
	2022.5.27	市政府常务会议指出要统筹抓好常态化疫情防控和经济恢复重振各项工作，确保城市运行安全平稳有序
北京	2022.5.29	上海将调整和优化核酸检测时间要求，6月1日零时起，进入公共场所和搭乘公共交通工具须持72小时内核酸检测阴性证明
	2022.6.1	上海全市将进入第三阶段，即全面恢复全市正常生产生活秩序阶段加快全面复工复产，推进“两取消、一清单”
	2022.6.6	上海进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员，须持72小时内核酸检测阴性证明或24小时内核酸采样证明
	2022.5.8	北京朝阳全区实行居家办公和“点对点”闭环管理
	2022.5.15	北京市朝阳区、房山区、顺义区、丰台区继续实行居家办公和点对点闭环管理
	2022.5.25	北京市卫健委称早期传播链条绝大部分已被切断，转入攻坚扫尾阶段
	2022.6.3	北京连续7日无新增社会面病例的区域，标志着北京已经转入动态清零阶段

资料来源：北京市卫健委，上海市卫健委，华安证券研究所

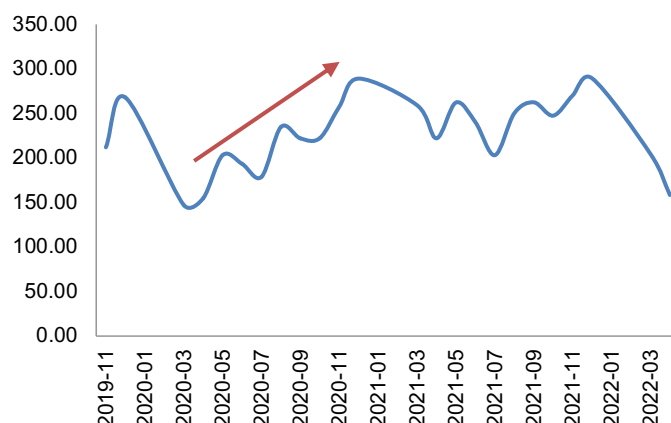
2020 年金银珠宝零售自 3 月触底后开始复苏。2019 年年底，新冠疫情爆发致社零零售总额大幅减少，2020 年 3 月社会消费品零售总额为 2.6 万亿元，同比下降 15.8%，2020 年 3 月社零触底后开始反弹。4 月社零为 2.8 万亿元，同比下降 7.5%，此后总体呈上升趋势。2020 年 3 月我国金银珠宝类商品零售值为 147.2 亿元，同比下降 30.1%。与整体社零呈现相同趋势，金银珠宝商品零售自 2020 年 3 月触底后也逐渐复苏，4 月金银珠宝类商品零售值为 154.7 亿元，同比下降 12.1%，此后也呈现波动上升趋势。

图表 10 2020 年社零自 3 月触底后开始复苏 (亿元)



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

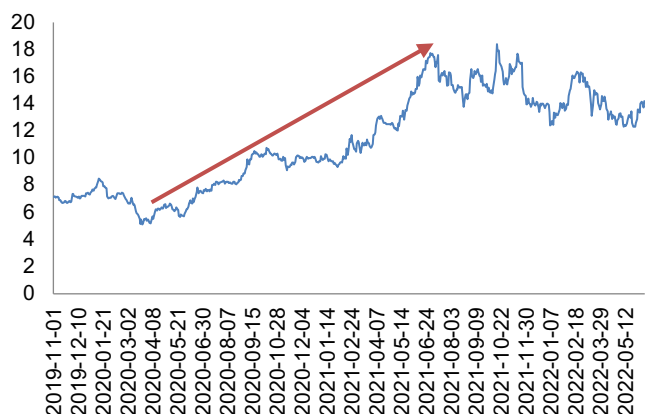
图表 11 2020 年金银珠宝类商品零售类值自 3 月触底后开始复苏 (亿元)



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

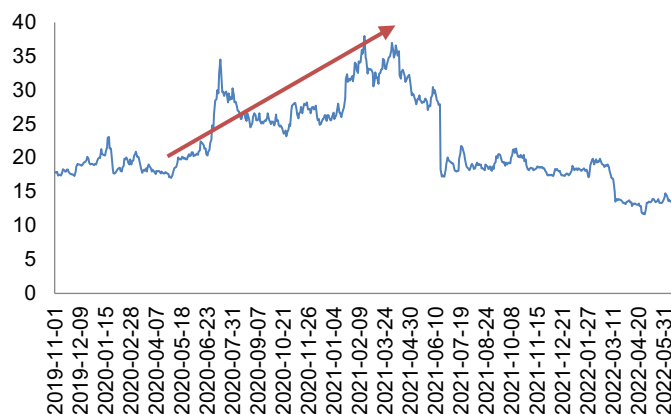
2020 年金银珠宝消费复苏，市场预期好转使得股价反弹领先于业绩改善。随着 2020 年疫情影响逐渐消退，3 月以来金银珠宝消费触底反弹。各黄金珠宝品牌商均呈现出股价反弹领先于业绩改善的态势。具体来看，**周大福**股价于 3 月 23 日触底，此后延续长达约 15 个月的上涨趋势；**周大生**股价于 4 月 28 日触底，此后延续长达约 12 个月的上涨趋势；**老凤祥**股价于 3 月 19 日触底，此后延续长达约 4 个月的上涨趋势；**潮宏基**股价于 4 月 28 日触底，此后延续长达约 14 个月的上涨趋势。金银珠宝商品零售于 3 月开始复苏好转，市场预期转向使得股价反弹领先于基本面改善，各黄金珠宝企业股价大致在 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

图表 12 2020 年周大福股价自 3 月底触底后开始反弹



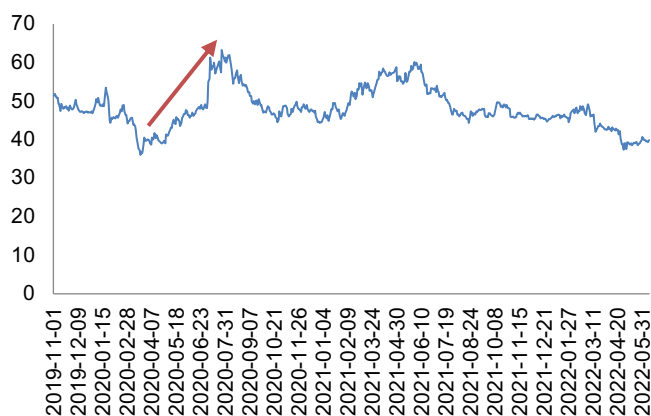
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 13 2020 年周大生股价自 4 月底触底后开始反弹



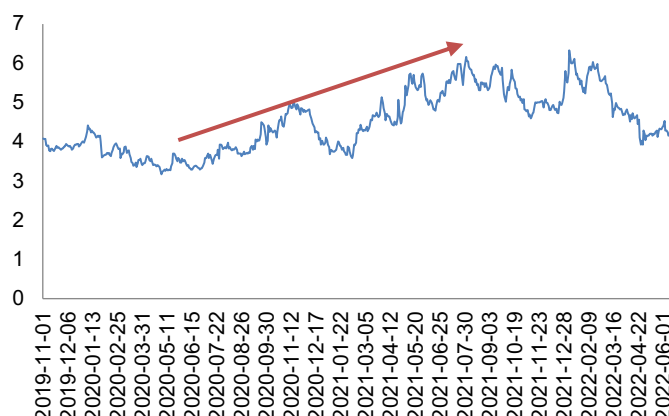
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 14 2020 年老凤祥股价自 3 月底触底后开始反弹



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 15 2020 年潮宏基股价自 4 月底触底后开始反弹

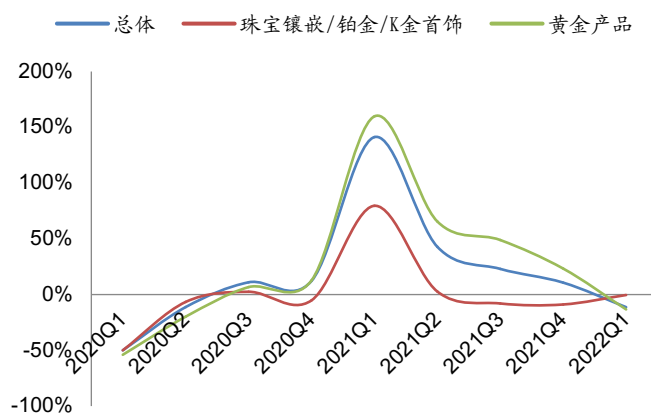


资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

2.2 珠宝品牌商门店经营普遍于 20Q2-Q3 开始改善，新增加盟店增长约滞后 1 个季度

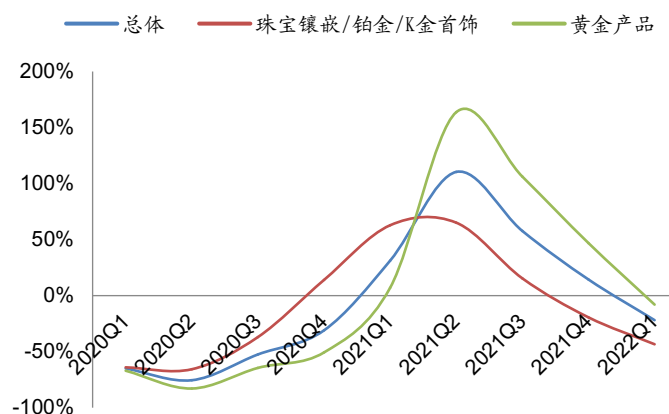
周大福：2020 年中国内地门店随疫情 Q1 控制后，Q2 门店经营情况显著改善。随 2020Q1 以来国内疫情逐渐好转，周大福中国内地门店经营情况 Q2 显著改善。据周大福官网，周大福中国内地和港澳地区的同店销售增长总体呈上升趋势，其中珠宝镶嵌、黄金等各品类都呈现不同幅度的增长，黄金产品反弹幅度较大。中国内地的总体同店销售增长自 2020Q1 的-50%触底后逐渐改善，2020Q4 同比增长为 12.2%。港澳地区的总体同店销售增长自 2020Q1 的-65%触底后逐渐改善。由于中国内地疫情控制较好，门店销售复苏较港澳地区更快。

图表 16 2020 年周大福中国内地同店销售同比增速 Q2 开始显著改善



资料来源：周大福官网，华安证券研究所

图表 17 2020 年周大福港澳地区同店销售同比增速 Q3 开始逐渐改善

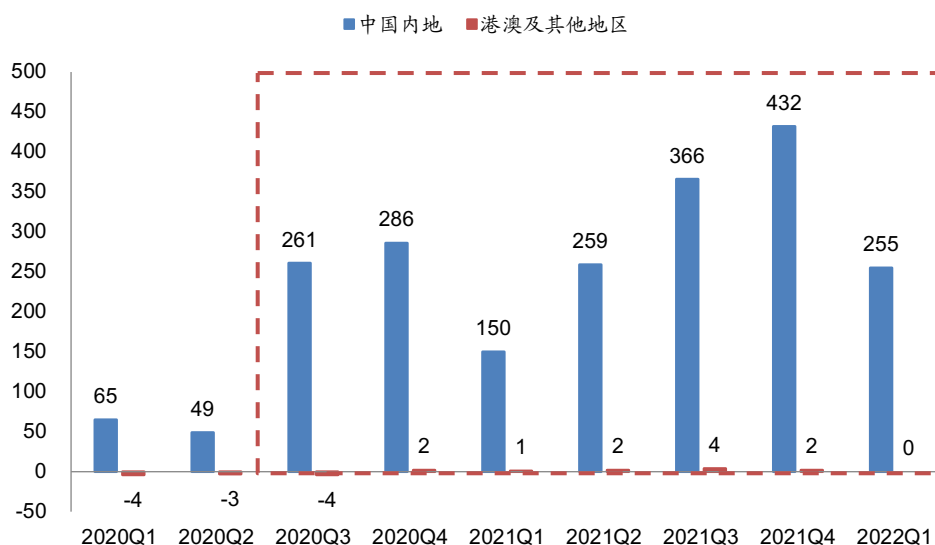


资料来源：周大福官网，华安证券研究所

2020 年周大福 Q3 新增门店数量大幅增长，约滞后于门店经营改善 1 个季度。2020Q1 疫情控制后，周大福中国内地 Q2 门店经营情况改善，Q3 新增门店数量大幅增加，2020Q3、Q4 新增门店数量分别为 261、286 家。港澳及其他地区近年来开店数量较中国内地更少，且由于港澳地区疫情控制情况略滞后于中国内地，于 2020Q4 新增门店由负转正。整体看周大福表观新增门店数量大幅增长约滞后于门店经营改善约 1 个季度，滞后于疫情有效控制后（2020 年 3 月末）约 2 个季

度。

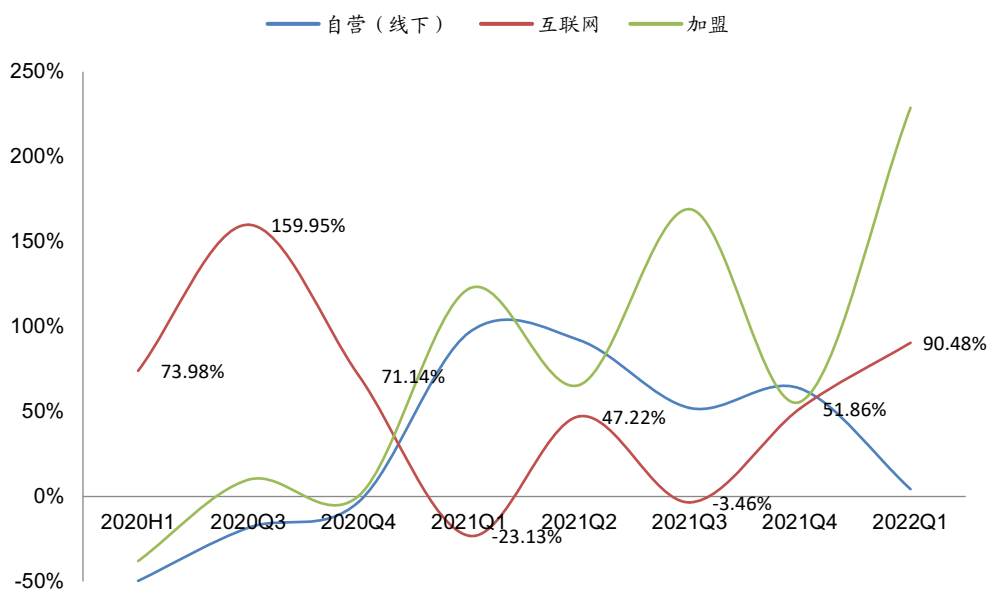
图表 18 2020 年 Q3 周大福中国内地新增门店大幅提升



资料来源：周大福官网，华安证券研究所

周大生：2020 年各渠道营收于 Q3 显著改善，加盟店反弹优于自营。周大生主要销售渠道分为自营（线下）、互联网（线上）和加盟。随着 2020 年疫情 Q1 末控制后，20Q3 各渠道增长均不同程度的好转，其中线上渠道营收弹性较大，20Q3 同比增长 160.0%，猜测是由于物流供应链恢复带来快速反弹。而加盟渠道营收反弹普遍好于自营，20Q3 加盟、自营渠道营收分别增长 9.9%、-18.4%。

图表 19 2020 年周大生各渠道营收于 Q3 显著改善（%）

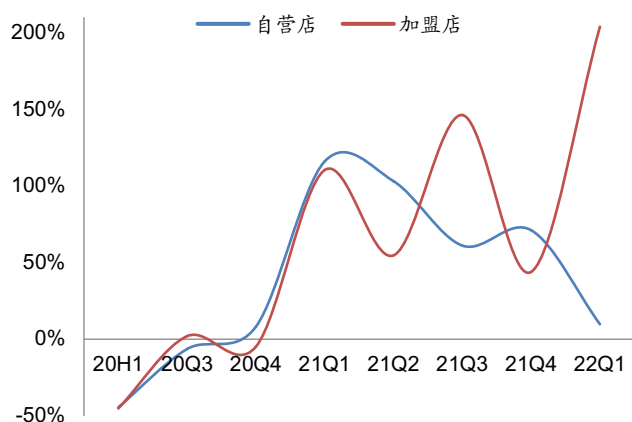


资料来源：公司年报，华安证券研究所

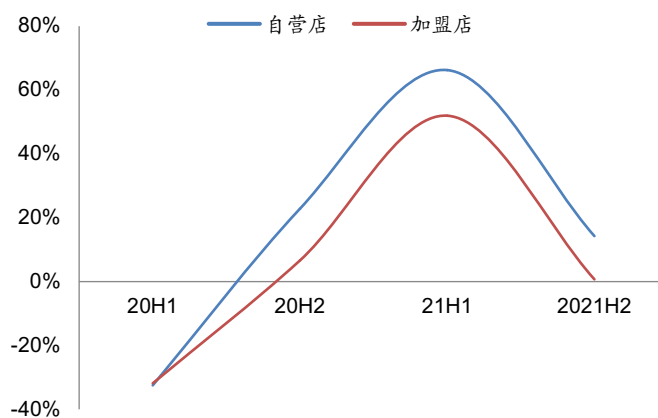
2020 年周大生单店营收于 Q3 显著改善，20H2 单店毛利同比由负转正。随 2020 年疫情于 2020 年 3 月末得到控制，周大生加盟店单店营收同比增速由 20H1 的-45.2%提升至 20Q3 的 2.0%，单店毛利由 20H1 的-31.9%提升至 20H2 的 6.6%。周大生直营店的单店营收同比增速由 20H1 的-44.4%改善至 20Q3 的-6.4%，单店

毛利由 20H1 的 -32.5% 提升至 20H2 的 22.9%。随疫情恢复周大生表观单店经营情况于 2020 年 Q3 有显著改善，加盟店经营改善优于直营店。

图表 20 2020 年周大生单店营收同比增长 Q3 显著改善 (家) 图表 21 2020 年周大生单店毛利同比增长 H2 由负转正 (家)



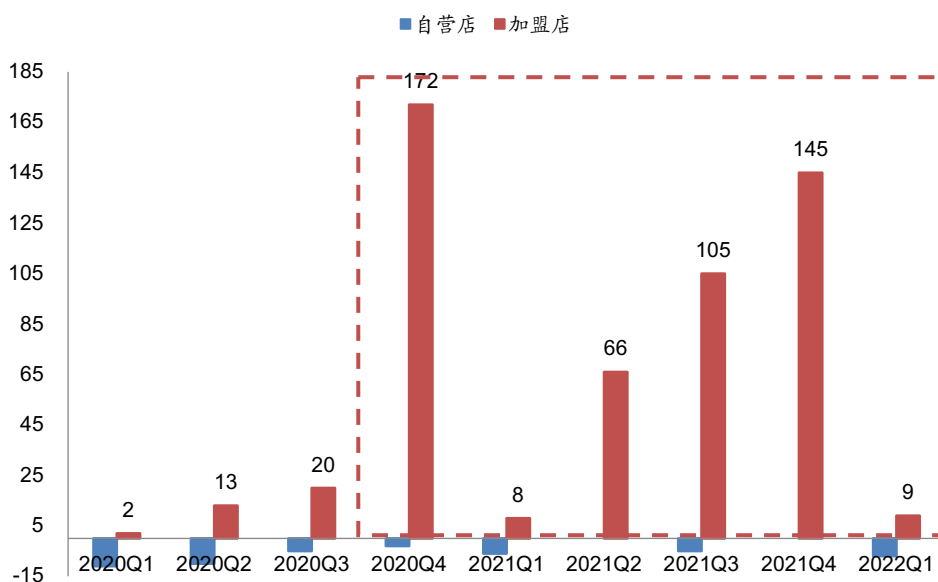
资料来源：公司财报，华安证券研究所



资料来源：公司财报，华安证券研究所

2020 年公司 Q4 新增加盟店数量大幅增长，约滞后于门店经营改善 1 个季度。
周大生新增门店总数随疫情恢复由 2020Q1 减少 9 家增至 2020Q4 净增 169 家。其中 20Q4 加盟、直营新增门店分别为 172、-3 家，加盟店增长明显。总体看，随疫情在 20Q1 有效控制后，周大生于 20Q3 门店经营情况显著改善，新增加盟店数量于 20Q4 大幅增长，加盟店增长约滞后于门店经营改善 1 个季度。

图表 22 2020 年周大生于 Q4 开始加盟店大幅增长 (家)

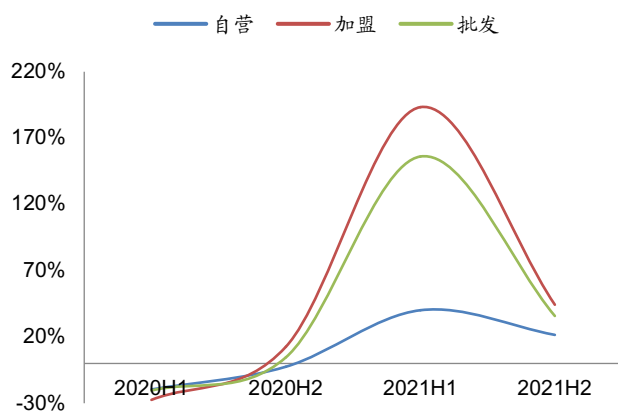


资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

潮宏基：2020H2 营收显著好转，其中时尚珠宝的加盟、批发收入反弹最快。
分渠道看，2020 年潮宏基自营收入同比增速从 20H1 的 -19.6% 增至 20H2 的 -2.5%，而加盟、批发营收反弹更加显著，同比增速分别由 20H1 的 -27.5%、-20.5% 反弹至 20H2 的 12.6%、4.6%。分产品看，潮宏基时尚珠宝营收同比增速从 20H1 的 -17.3% 增至 20H2 的 1.5%，公司主营产品在疫情期间的其他品类相对稳

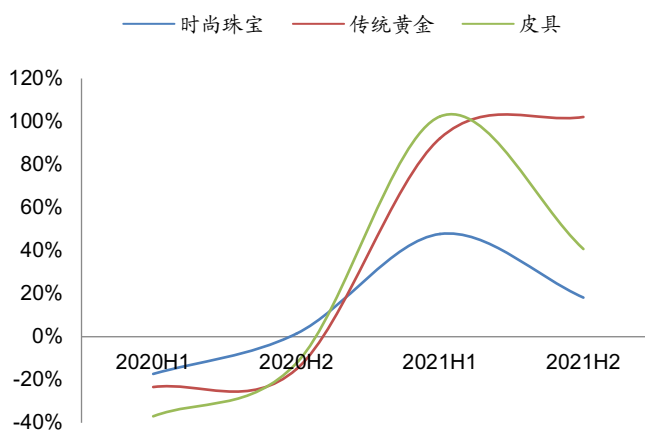
健，下滑和反弹幅度相对小于其他品类，但反弹速度最快。传统黄金与皮具产品营收同比从 20H1 的-23.4%、-37.0%增至 20H2 的-15.0%、-12.2%。

图表 23 2020 年潮宏基各渠道营收同比增速于 H2 显著改善 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

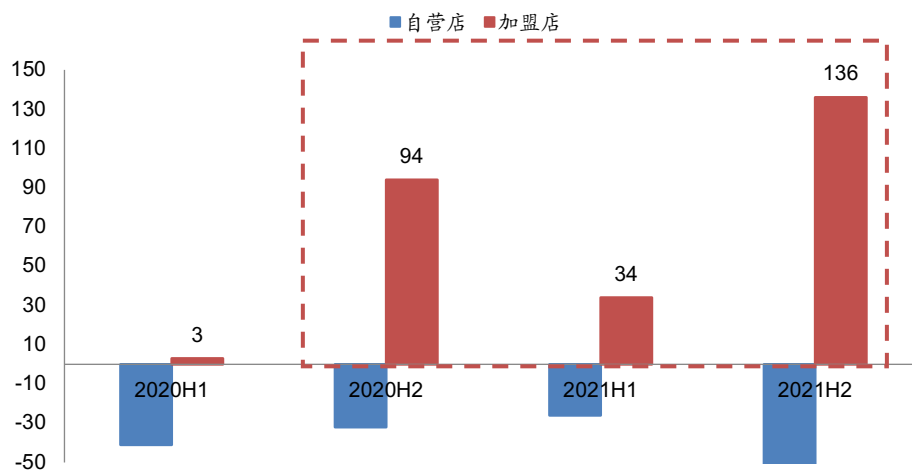
图表 24 2020 年潮宏基于 H2 各产品营收同比增速显著改善 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2020H2 潮宏基新增加盟店数量在疫情有效控制后快速增长。潮宏基新增门店随疫情恢复逐渐增长。2020 上半年由于疫情的影响，潮宏基总体关闭门店 38 家，其中关闭自营店 41 家，新增加盟店 3 家。2020 下半年随着疫情恢复，潮宏基总体新增门店 62 家，其中关闭自营店 32 家，新增加盟店 94 家。公司疫情后新增门店为加盟店，自营店数量仍呈现净关闭趋势。

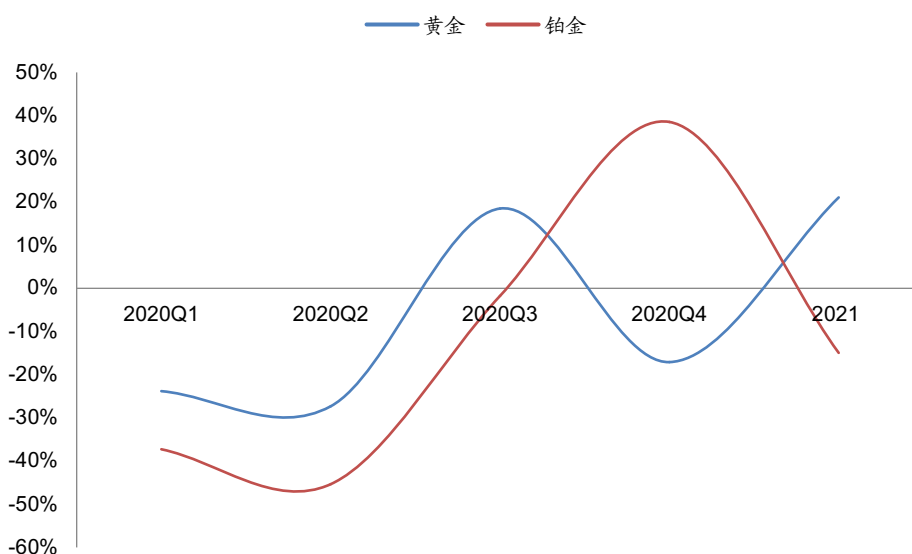
图表 25 2020 年潮宏基下半年新增加盟店大幅增长 (家)



资料来源：公司财报，华安证券研究所

老凤祥：2020 年黄金产品销量于 Q3 显著好转。老凤祥黄金和铂金产品销量同随着疫情好转呈上升趋势。公司黄金销量同比增速于 20Q3 年显著改善，由 20Q2 的-27.3%有负转正，提升至 18.5%，铂金销量同比由 2020 年 Q2 的-45.4%改善至 20Q3 的-1.8%。老凤祥虽受疫情影响其销量同比为负，但是随着疫情改善销量同比逐渐上升好转。

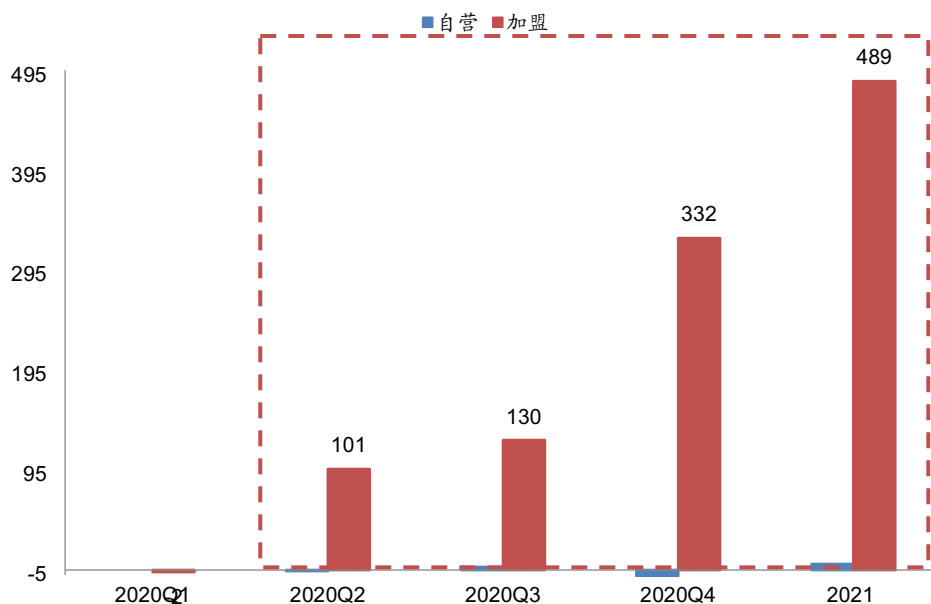
图表 26 2020 年老凤祥各品类销量同比增速于 Q3 显著改善 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所；注：老凤祥 2021 年开始未披露季度产品销量

2020 年老凤祥新增门店数量于 Q2 开始显著增长。老凤祥新增门店数量随 2020 年 3 月末疫情得到有效控制后，于二季度开始显著增长。由 2020Q1 关闭 2 家门店，到 2020Q2 的新增 101 家门店。随后在 2020Q4 加速释放，单季度新增门店达到 332 家。老凤祥 2020 年加盟店增长前置于公司各品类销量同比改善（近似于门店经营情况）约 1 个季度。

图表 27 2020 年老凤祥于 Q2 加盟店大幅增长 (家)



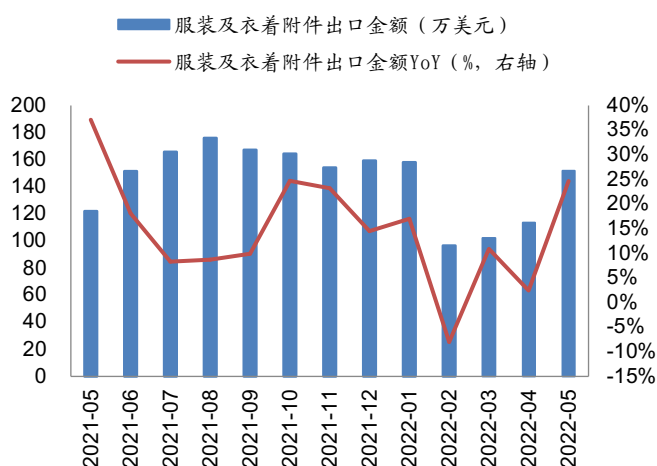
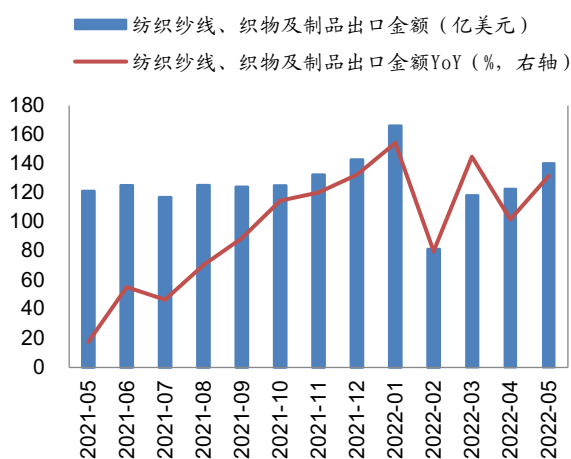
资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所；注：老凤祥 2021 年开始未披露季度新增门店数据

3 纺织服装：出口景气度延续，供应链制造端转移趋势延续

从 5 月出口数据来看，纺织制造出口景气度延续。根据海关总署的数据，5 月纺织纱线、织物及制品出口金额 140.28 亿美元，同比+15.71%；服装及衣着附件出口金额 151.99 亿美元，同比+24.61%。出口数据环比 4 月和同比 21 年同期均有提升。在全球疫情影响下，我国服装产业链配套完善、快反能力提升，供应链优势凸显，纺织制造业出口景气度延续。

图表 28 纺织纱线、织物及制品出口金额及增速（亿美元，%）

图表 29 服装及衣着附件出口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

全球产业链转移趋势：服装制造端向东南亚转移，国产面料辅料仍具备国际竞争力。

制造端向东南亚转移是纺织服装产业链的长期趋势。过往十年服装出口额增速显示，2013-2019 年越南在服装制造链的地位不断提升，出口金额逐年增长，而中国服装出口增速减缓甚至出现负增长；2020 年全球疫情爆发中越出口额均有下滑；2021 年疫情持续，国内在疫情常态化管控下供应链韧性凸显，越南转变防疫思维减少停工停产，服饰出口额均有大幅提升。

成本优势指引下，服装制造细分龙头海外建厂。根据各公司公告，服装制造龙头正加速海外产能布局：运动鞋代工龙头华利集团成品鞋制造产能均在东南亚地区，且在越南、缅甸和印度尼西亚扩建或新建工厂；运动休闲服饰代工龙头申洲国际持续推进越南和柬埔寨产能建设；棉袜制造龙头健盛集团扩建海外工厂，21 年越南棉袜出货量同比增长 35%。在中游制造业的带动下，上游原料供应商在海外投资建厂以便抓取订单拓展客户，拉链纽扣制造龙头伟星股份 2021 年 15% 的产能位于孟加拉国，计划在孟加拉和越南扩建工厂。

相比于国内，东南亚生产具备成本优势：**1）劳动力成本低**：越南等国人口数量多且结构年轻化，因此劳动力充足并且工资水平较低；**2）关税低**：越南得到欧美等发达国家的最惠国待遇，在中美贸易摩擦下布局东南亚生产可以规避地缘政治

风险。伴随东南亚疫情常态化，服装制造业转移的趋势仍将延续。

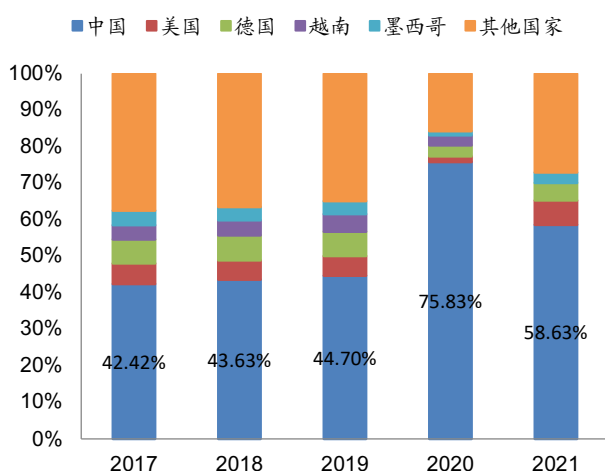
图表 30 疫情之前越南服装出口额增速更快 (%)



资料来源：UN Comtrade，申洲国际年报，华安证券研究所

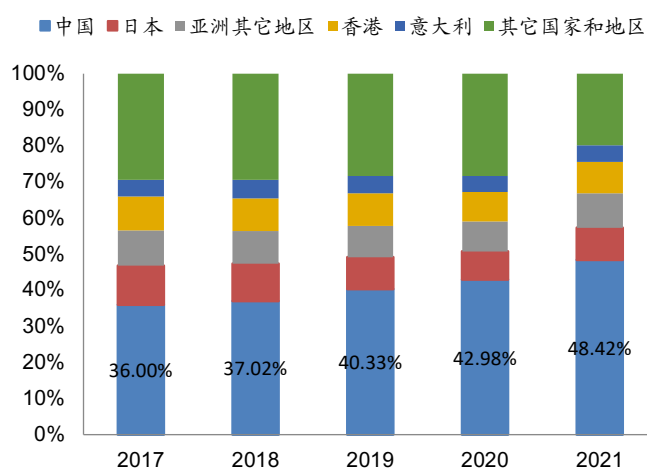
制造链转移过程中仍然保留高附加值环节。延续上文逻辑，在国内劳动力、能源、关税等成本上升的背景下，纺织服装缝纫、加工等制造环节向东南亚转移，但东南亚的基础设施尚不完善、技术水平较弱，且供应链对外依赖度较高，因此服装产业链中技术水平较高的优质环节仍然保留在国内。2021 年中国纺织品和拉链辅料的出口份额分别占全球出口的 58.63%和 48.42%，纵向对比除 20 年疫情下订单回流导致的高基数外，均呈现逐年增长的趋势。以申洲国际为例，尽管公司在越南和柬埔寨工厂布局了大约一半的产能，但根据其 2021 年报仍有 69.46%的原材料来自中国内地，仅 6.58%的原材料产自越南。

图表 31 全球纺织品出口份额 (%)



资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

图表 32 全球拉链出口份额 (%)

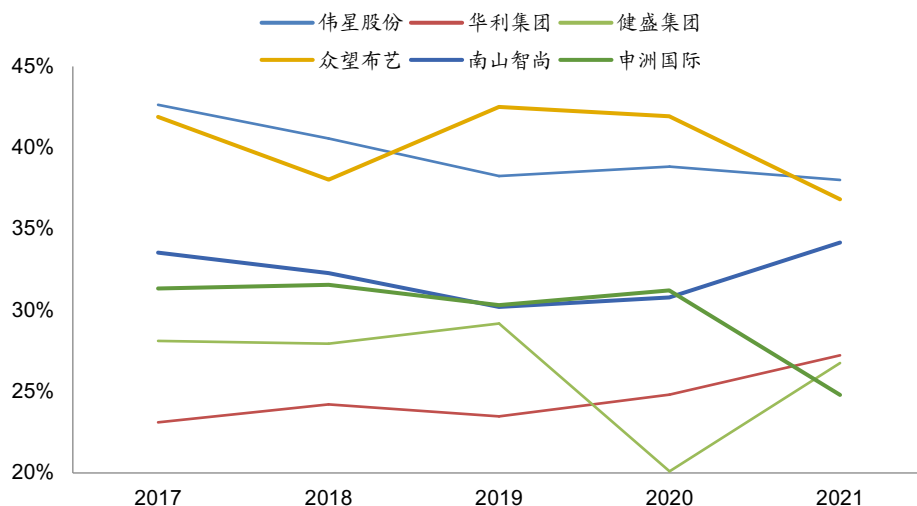


资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

纺织品及辅料生产相比代工制造附加值更高。相比于纺织制造 OEM，纺织面料辅料包含研发设计和制造工艺的壁垒，差异化水平较高，产品附加价值更高。我们选取拉链纽扣龙头伟星股份、中高端装饰面料龙头众望布艺、精纺呢绒龙头南山智尚三家上游企业和中游制造型企业进行对比，上游企业在研发设计、产品质量和销

售服务等方面不断完善，将毛利率提升至 34% 以上，而代工制造企业毛利率均在 30% 以下。我们认为，上游面料辅料龙头承接中高端订单，产品和服务能力具备国际竞争力，受到全球产业链转移的影响较小；代工制造型企业则抢先布局东南亚产能降低生产成本，通过快速反应和产能扩张承接海外优质客户订单。

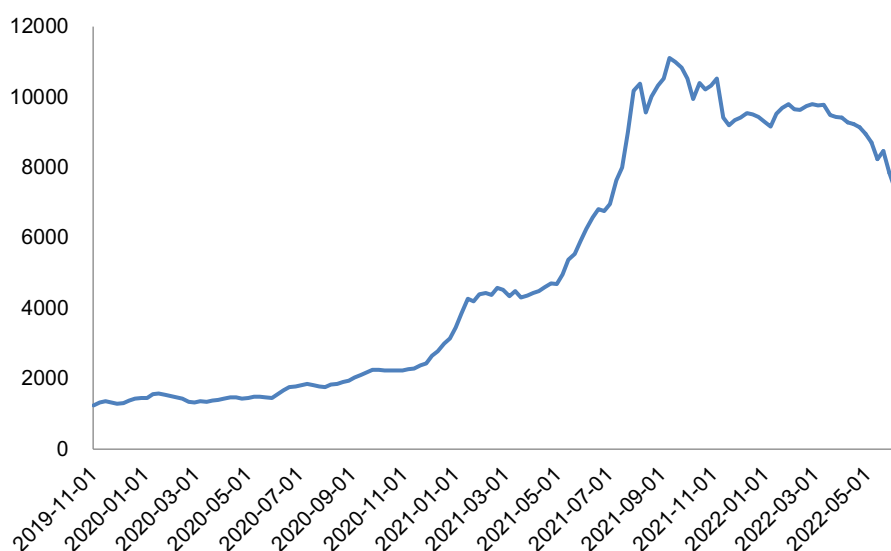
图表 33 纺织制造企业毛利率对比 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

海运费回落，出口企业具备业绩提升的机会。2021 年下半年以来高昂的海运货费用近期有所缓解，22 年 3 月至今波罗的海货运指数持续走低至 6 月 10 日的 7369.91，低于历史一年四分之一分位 8998.9，但相比于 21 年之前 3000 以下的指数仍然具有下降空间。21 年下半年由于海运费高企出现订单减少、库存积压和利润降低的情况，我们认为后续海运费若持续下降，对于纺织服装出口金额提升和利润增长有积极作用。

图表 34 波罗的海货运指数



资料来源：Wind，华安证券研究所

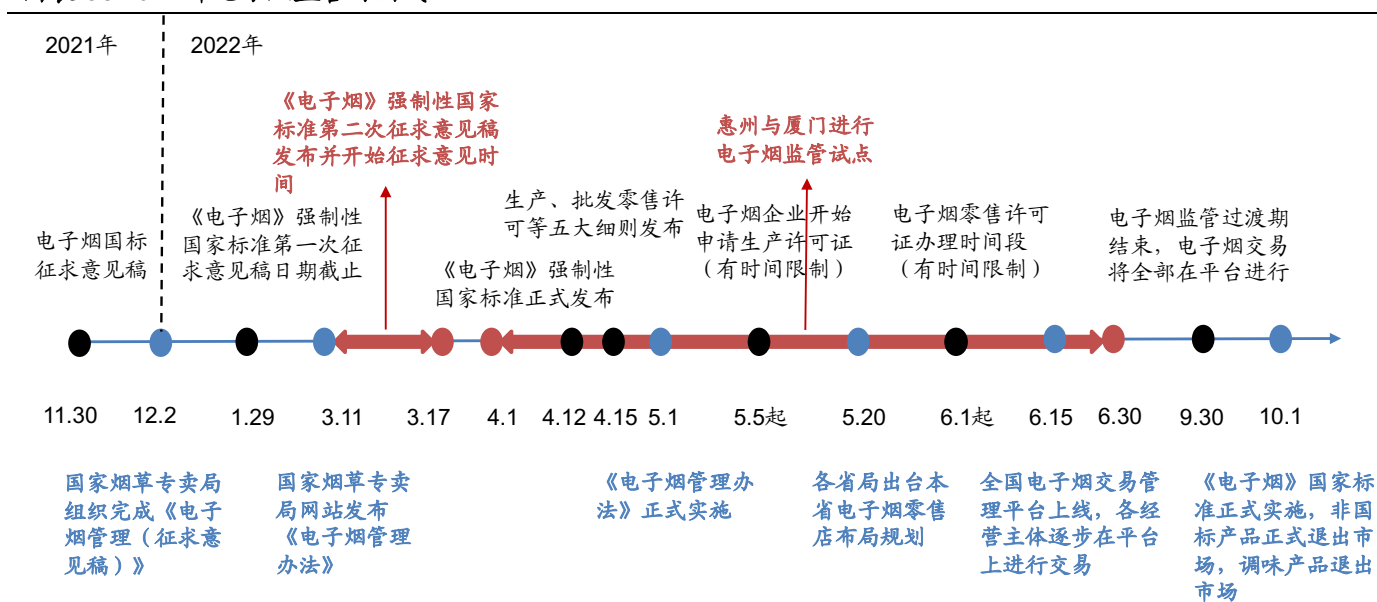
4 本周观点

4.1 新型烟草

新型烟草板块：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 35 2022 年电子烟监管时间线



资料来源：国家烟草专卖局，蓝洞新消费，华安证券研究所整理

生产端：14家电子烟企业生产许可证核发申请处于已受理状态。自5月5日起，于2021年11月10日前既存的生产企业可向所在地的省级烟草专卖行政主管部门提出许可证申请。不受理生产企业扩大产能及过渡期违规新设的生产企业或生产点许可申请，优先审批出海企业。生产许可证分为提取尼古丁原材料生产许可、

烟油雾化物生产许可、烟具生产及品牌产品生产许可。截至 5 月 27 日，国家烟草专卖局官网进入 5 月以来的办事公示信息显示，已有 14 家电子烟企业申请烟草专卖生产许可证的核发，且状态均为已受理（尼古丁类 4 家、电子烟产品类 3 家、烟油类申请 8 家）。预计牌照将在 6、7 月发放。

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

建议关注过渡期受影响较小且当前估值极低的生产商龙头【**思摩尔国际**】。Feelm Air、Feelm Max 等新技术持续发布彰显可持续创新能力，2022 年有望凭借出色产品性能抢占一次性电子烟市场。CBD、医疗雾化、HNB 多平台布局，技术迭代空间较大。22 年预加大研发投入，较菲莫国际处于合理区间。此外公司较菲莫国际盈利质量接近、在手现金更充裕。研发布局具备前瞻性，有望复制菲莫国际的成功路径。

4.2 珠宝钻石

珠宝钻石：

培育钻：美国对俄罗斯钻石出口制裁升级或加速培育钻渗透。4 月印度培育钻出口数据向好，出口额 1.48 亿美元，同比/环比分别+64.4%/+8.0%，出口额品类渗透率 6.4%，同比/环比分别+2.6pct/+0.6pct，创自 2019 年以来新高，验证下游需求旺盛。进口额环比下滑，主因 3 月补库存等需求带来的高基数（3 月印度培育钻进口同比增长 157.0%）、中国疫情影响供应链，以及加工厂产能普遍下调，但同比增长仍然向好。5 月美国对俄天然钻毛坯出口制裁升级。天然钻市场价格波动+高通胀或促使生产商涉猎培育钻。国内生产商新增产能预计于 2022 年持续放量。

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**】。

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，4 月金银珠宝零售额 158 亿元，同比下滑 26.7%，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。我们预计对一线市场直营门店占比大的品牌受疫情影响较大，而低线市场经销商占比大的品牌影响相对较小。但中长期看，由于黄金珠宝中婚庆需求占比较大且较为刚性，该需求短期受疫情抑制但不会消失。疫情结束后将集中释放促使品牌商业绩反弹。参考 2020 年情景，预计在疫情得到有效控制、市场预期好转的驱动下，品牌商股价反

弹或将领先于疫情后业绩释放。

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

4.3 家居板块

家居板块：

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

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

4.4 造纸板块

纸浆：本周进口浆价基本保持稳定，阔叶浆价格小幅上扬 150 元/吨。浆价变动主因：根据卓创资讯，1）芬宝宣布旗下 AKI 浆厂因碱炉故障被迫停产，预计 6 月对中国减少 50%供应量，消息面支撑浆市；2）下游生活用纸企业发布 200-300 元/吨原纸涨价函，白卡纸企业发布 200 元/吨原纸涨价函，继续提振市场信心。

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

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

【废纸系】近期箱板纸纸价维稳，瓦楞纸纸价承压下行，根据卓创资讯，箱板纸龙头月初发布限时政策，低端级别普遍优惠 50 元/吨，个别基地高端牛卡上调 100 元/吨，高端箱板纸价格依旧坚挺。而瓦楞纸也执行限期优惠政策，价格中枢下移；其次，原料废纸价格下滑，成本面支撑偏弱，但一定程度缓解纸企成本压力；需求端来看，终端消费依旧偏弱，下游包装厂订单略有好转但增量有限，纸企库存压力较大。

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

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

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

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

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

4.5 纺织服装板块

纺织制造板块：在疫情反复大背景下，部分城市对小区、商场等实行封闭控制，局部地区对公路运输进行管控，4 月份社零同比下降 11.10%，服装类零售额同比下降 25.6%，Q2 消费场景景气度持续下降。我们认为以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的品牌服饰。Q2 海外需求景气度延续，5 月纺织物及制品出口额同比+15.7%，服装及衣着附件出口额同比+24.6%。考虑到目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场是行业细分龙头左侧布局的较好时间点，建议关注代工制造龙头 **【华利集团】**。

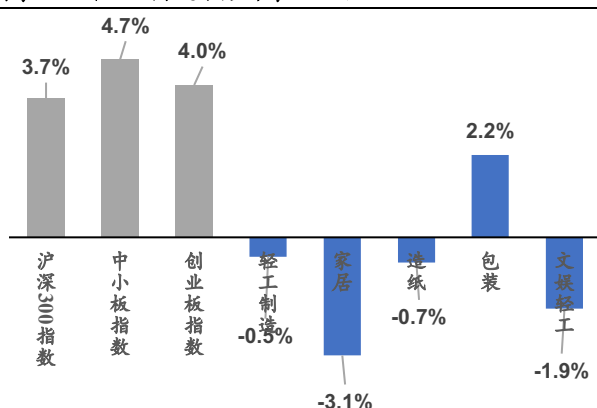
功能性鞋服赛道：（1）运动鞋服：品牌服饰近期估值出现回升趋势，我们认为随着消费持续复苏，国潮崛起为国内龙头品牌带来行业机会，从 22Q1 业绩来看，体育服饰龙头收入和利润持续增长，有集中度持续提升的机会，当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。建议关注【安踏】、【李宁】、【特步】；**（2）羽绒服：**Q2 是羽绒服传统销售淡季，受 4 月以来疫情扩散的影响相对较小，业绩具备韧性。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【波司登】。**（3）户外运动：**海外的户外运动需求稳健和国内户外运动增长空间广阔带动了相应产品出口和内销的双向提升。根据《京东 618 消费新趋势》，疫情影响下国内对于户外生活的“轻出游”和“小众运动”等场景热情高涨，近一年防水野餐垫、户外帐篷和车载帐篷销售收入同比分别+160%、270%和 120%。2022 年海外需求稳定，Q2Q3 订单稳定，汇率和海运费回稳后有利润提升机会，建议关注【哈尔斯】、【牧高笛】、【浙江自然】、【华生科技】等相关细分户外休闲体育运动场景产品供应商。

5.本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数上涨 3.7%，中小板指数上涨 4.7%，创业板指数上涨 4.0%，轻工制造板块下跌 0.5%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-3.1%、-0.7%、+2.2%、-1.9%。

个股来看，本周涨幅前三分别为喜悦智行、粤桂股份、顺灏股份，涨幅分别为 29.75%/29.59%/23.74%；本周跌幅前三分别为金陵体育、沐邦高科、志邦家居，跌幅分别为-12.27%/-9.72%/-6.27%。

图表 36 轻工制造指数周涨跌幅



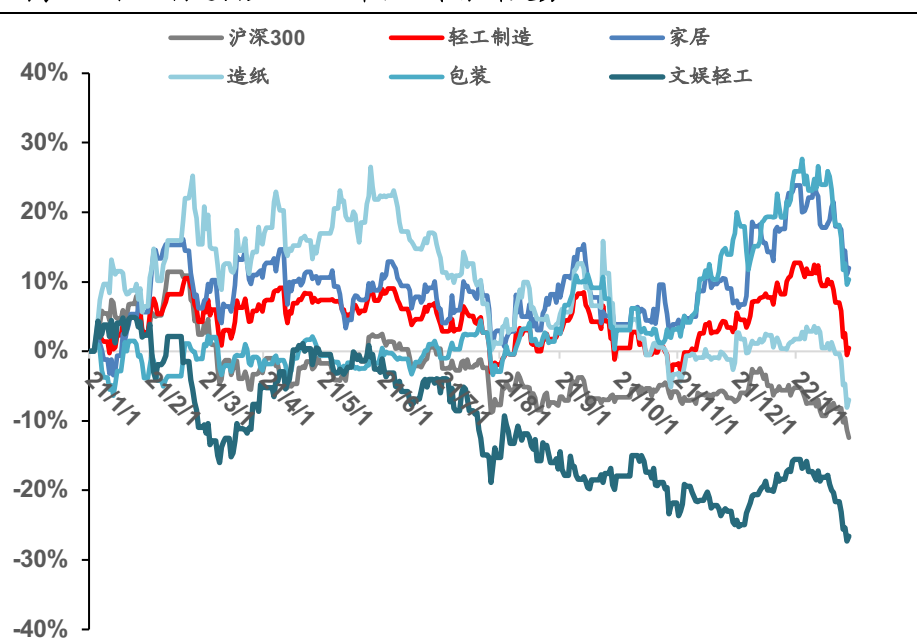
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
喜悦智行	29.75	金陵体育	-12.27
粤桂股份	29.59	沐邦高科	-9.72
顺灏股份	23.74	志邦家居	-6.27
吉宏股份	15.83	欧派家居	-6.26
德力股份	12.95	索菲亚	-6.13
环球印务	9.99	雅艺科技	-5.89
群兴玩具	9.98	顾家家居	-5.24
紫江企业	9.67	珠江钢琴	-4.81
劲嘉股份	9.17	宜宾纸业	-4.70
浙江永强	7.45	珠海中富	-4.66

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 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 39 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	731	-6.3%	-18.6%	4.4	5.1	6.0	7.0	27.3	23.5	20.0	17.0	23.7	5.1
	索菲亚	190	-6.1%	-3.4%	0.1	1.5	1.8	2.2	160.3	13.7	11.4	9.6	6.2	3.4
	尚品宅配	50	-3.6%	-41.1%	0.5	1.1	1.5	2.0	55.8	23.4	16.7	12.8	18.0	1.4
	金牌厨柜	40	-3.0%	-30.1%	2.3	2.7	3.3	4.0	11.2	9.5	7.7	6.4	15.6	1.7
	志邦家居	65	-6.3%	-31.2%	1.6	1.9	2.4	2.8	12.9	10.8	8.9	7.4	8.3	2.5
	顾家家居	380	-5.2%	-22.0%	2.7	3.3	4.0	4.8	22.7	18.3	15.0	12.4	12.7	4.7
	喜临门	108	2.8%	-28.5%	1.5	1.9	2.4	3.1	19.2	15.0	11.5	8.9	8.3	3.4
	梦百合	53	-2.8%	-37.5%	-0.6	0.8	1.3	1.8	-19.0	13.1	8.4	6.2	6.0	1.8
	江山欧派	53	-3.6%	-20.2%	2.5	4.3	5.5	6.7	20.5	11.6	9.2	7.5	17.2	2.9
	公牛集团	855	-2.7%	-13.5%	4.6	5.3	6.2	7.1	30.7	26.7	23.0	20.0	17.9	8.0
造纸	中顺洁柔	145	1.2%	-33.1%	0.5	0.5	0.6	0.7	24.6	21.8	18.3	15.6	3.7	3.0
	太阳纸业	326	-0.3%	5.5%	1.1	1.2	1.3	1.4	10.8	10.5	9.4	8.7	6.9	1.8
文娱	晨光股份	458	-1.0%	-22.4%	1.6	1.9	2.3	2.7	30.0	25.8	21.4	18.1	6.7	7.4
电子烟	思摩尔国际	1,242	9.8%	-47.4%	0.5	0.8	1.0	1.2	46.0	25.9	20.4	17.2	3.9	15.9

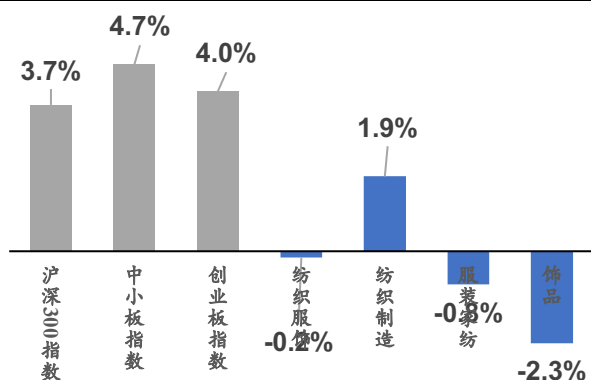
资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

6. 本周纺织服饰板块走势

本周沪深300指数上涨3.7%，中小板指数上涨4.7%，创业板指数上涨4.0%，纺织服装板块下跌0.2%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺、饰品涨跌幅分别为+1.9%、-0.8%、-2.3%。

个股来看，本周涨幅前三分别为江苏阳光、牧高笛、康隆达，涨幅分别为18.15%/10.39%/10.04%；本周跌幅前三分别为联翔股份、退市环球、三夫户外，跌幅分别为-11.82%/-11.11%/-8.97%。

图表 40 纺织服饰指数周涨跌幅



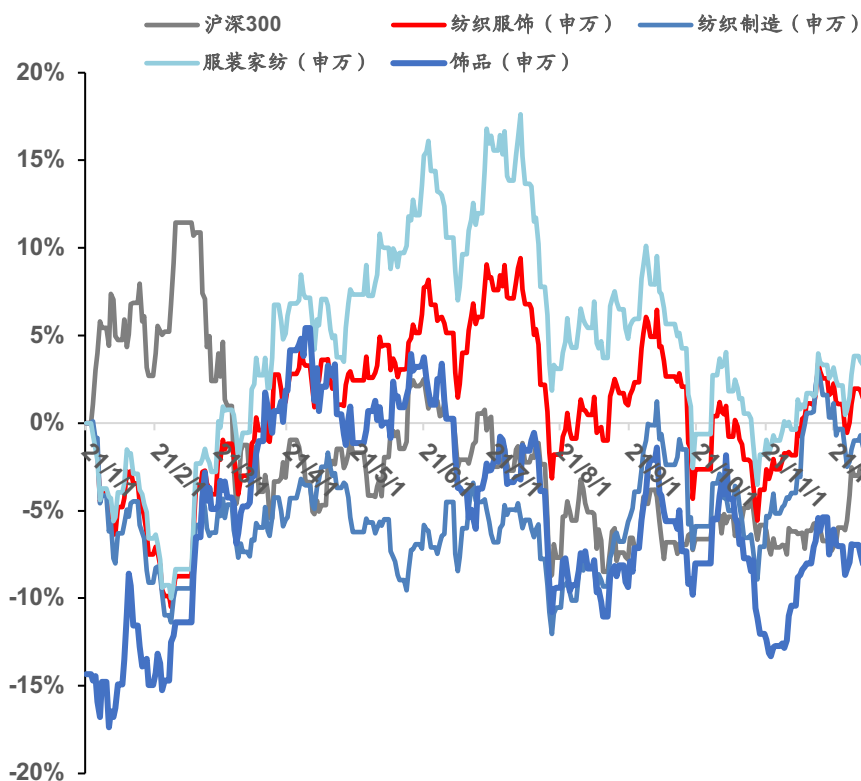
图表 41 纺织服饰板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10		%	跌幅TOP10		%
江苏阳光	18.15		联翔股份	-11.82	
牧高笛	10.39		退市环球	-11.11	
康隆达	10.04		三夫户外	-8.97	
稳健医疗	9.75		探路者	-5.49	
际华集团	8.44		泰慕士	-4.13	
台华新材	8.39		天创时尚	-4.11	
富春染织	7.75		龙头股份	-3.74	
贵人鸟	7.31		星华反光	-3.62	
兴业科技	5.06		汇洁股份	-3.36	
开润股份	4.59		朗姿股份	-3.27	

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 42 纺织服饰指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 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	2,486	6.5%	-20.8%	3.5	3.7	4.6	5.6	26.1	25.1	19.8	16.5	13.1	7.0
	李宁	1,710	8.9%	-23.4%	2.0	2.1	2.7	3.3	33.4	30.8	24.7	20.1	9.9	6.6
	特步国际	337	10.2%	-0.2%	0.4	0.5	0.7	0.8	28.8	24.5	19.4	15.5	3.7	3.5
纺 织 制 造	申洲国际	1,571	-0.9%	-29.9%	2.7	3.9	5.0	5.9	38.1	26.8	20.9	17.7	22.6	4.6
	华利集团	871	-0.5%	-15.0%	2.5	3.0	3.7	4.4	30.4	25.0	20.3	16.9	9.4	8.0
	健盛集团	47	2.7%	4.8%	0.4	0.8	1.0	1.2	28.7	15.4	12.1	10.0	6.1	2.0
	伟星股份	110	-0.4%	11.2%	0.6	0.5	0.6	0.8	18.2	20.1	16.8	13.8	2.6	4.1
大 众 休 闲	森马服饰	156	-0.2%	-18.7%	0.6	0.6	0.7	0.8	10.5	10.0	8.5	7.5	4.3	1.3
	海澜之家	226	-0.4%	-18.4%	0.6	0.6	0.7	0.8	9.0	8.6	7.5	6.6	3.3	1.6
	太平鸟	95	3.5%	-25.9%	1.4	1.7	2.0	2.4	13.9	12.0	10.0	8.5	8.8	2.3
高 端 服 饰	地素时尚	73	-1.2%	-20.9%	1.4	1.5	1.8	2.0	10.5	10.0	8.5	7.4	7.8	1.9
	欣贺股份	36	-2.5%	-15.7%	0.7	0.7	0.9	1.1	12.3	11.2	9.0	7.7	7.0	1.2
	歌力思	36	-1.5%	-33.2%	0.9	1.0	1.2	1.3	11.2	10.3	8.4	7.4	7.7	1.3
	比音勒芬	145	1.8%	-0.5%	1.2	1.4	1.8	2.1	22.0	17.9	14.4	11.8	5.6	4.5
男 装	九牧王	47	-2.7%	-29.5%	0.3	0.5	0.7	0.7	24.1	16.7	12.0	11.3	7.1	1.2
	七匹狼	40	-1.5%	-14.2%	0.3	0.4	0.4	0.4	16.6	14.1	12.7	12.2	7.9	0.7
家 纺	水星家纺	39	-0.1%	-12.0%	1.5	1.6	1.9	2.1	10.1	9.2	7.9	6.9	9.9	1.5
	罗莱生活	105	1.1%	-12.7%	0.9	1.0	1.1	1.3	14.6	13.2	11.4	9.9	4.8	2.6
	富安娜	61	-1.0%	-6.4%	0.7	0.8	0.9	1.0	11.1	9.9	8.5	7.4	4.5	1.7

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

注：盈利预测为 Wind 一致预期；其中港股公司 EPS 单位为港元

7. 本周重要公告

图表 44 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2022-06-11	永艺股份	2022 年度非公开发行 A 股股票预案： 本次非公开发行股票数量不超过 2890.17 万股，不超过发行前公司总股本的 30%。非公开发行股票募集资金总额不超过 2 亿元。本次发行行为面向特定对象的非公开发行，认购对象以现金方式认购公司本次非公开发行的股份。
2022-06-09	周大福	截至 2022 年 3 月 31 日年度业绩公告及 2022 年 4 月 1 日至 5 月 31 日未经审核的业绩公告： 2022 财年营业额 989.38 亿港元，同比+41.0%，主要是强劲的黄金首饰及产品需求以及中国内地零售网点增加；毛利率下跌至 23.4%，主要是批发业务及黄金珠宝产品占比上升。截至 2022 年 3 月 31 日公司共 5902 个零售点，全年净新增 1311 个零售点。2022 年 4 月 1 日至 5 月 31 日公司零售额同比下滑 13.0%，其中中国内地零售额同比下滑 12.8%，内地同店销售同比下滑 28.2%。
2022-06-11	山鹰国际	关于控股股东部分股份解除质押的公告： 公司控股股东泰盛实业将其质押给深圳市佳银资产管理有限公司的本公司无限售条件流通股 6300 万股解除质押并办理完成相关解除质押手续，解除质押股份占股东所持股份比例 4.85%，占公司总股本比例 1.36%。
2022-06-10	开润股份	关于可转换公司债券转股价格调整的公告： 因公司可转换公司债券在转股期内，公司总股本在权益分派实施前发生了变化。根据“按照分配总额不变的原则对分配比例进行调整”的要求，公司可转债转股价格由 29.92 元/股调整至 29.82 元/股。
2022-06-09	顾家家居	关于公司高级管理人员增持公司股份计划的进展公告： 公司高级管理人员李云海先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等拟增持公司股份，本次拟增持股份金额不低于人民币 500 万元,不超过人民币 1,000 万元，增持价格不超过人民币 100 元/股。
2022-06-07	万顺新材	向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书： 本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 15.93 亿元，本次向特定对象发行股票数量按照募集资金总额除以发行价格计算得出，同时不超过 1.99 亿股，不超过本次发行前上市公司总股本的 30%。

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。