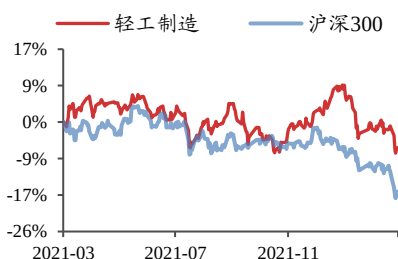
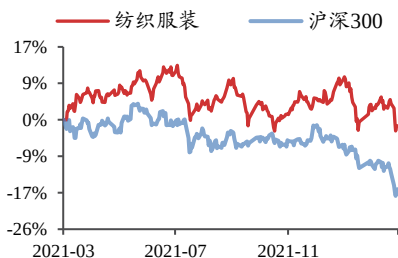
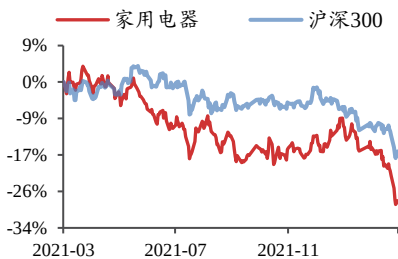


可选消费

2022 年 03 月 14 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《年度投资策略_顺应可选消费新营销方向：从锦上添花到举足轻重》- 2021.11.24

可选消费防御专题：布局低估值，寻找新亮点

——行业投资策略

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 站在当前时点看 2022 年，可选消费板块挑战与机遇并存，黑暗中仍有亮点

回顾 2021 年，原材料价格上涨、海运运力紧张、海运费用上涨、地产景气下降等不利因素为可选消费行业带来了诸多挑战。站在当前时点看可选消费板块仍存在诸多负面因素，具体来看：（1）市场风险偏好下降带动可选消费板块估值下降；（2）后续原材料价格走势不确定性较强；（3）地产销售端数据走弱态势延续；（4）海外需求恢复存疑；海运运价走势不明朗，出海企业盈利能力改善的逻辑有待进一步观察。

展望 2022 年，我们认为挑战与机遇并存，黑暗中仍有亮点：（1）增长稳健且长期发展竞争壁垒较高的优质标的性价比逐步显现，提供合适布局机会。（2）房地产预期放松等利好政策频出，行业结构性增长和估值修复机会有望显现。（3）2022Q2 进入低基数、海运价格有所松动，海运运力增加或缓解出海企业业绩压力。（4）供给缺口、俄乌冲突下短期文化纸价格温和上涨态势有望持续、天然钻毛坯涨价潮背景下培育钻石有望受益，预计文化纸制造企业和培育钻石龙头企业将迎来周期性机遇。白电方面，盈利能力受原材料影响较大，建议关注国际局势趋于缓和，大宗商品供给改善下的原材料价格企稳回落，期待成本改善+地产预期放松下白电龙头复苏机会。

● 防御主线一：布局低估值，寻找新亮点

建议关注基本盘业务稳定、新拓业务有望持续提供较高增长并且估值进入安全投资边际的企业。（1）家电板块中，推荐核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 驶入快车道的公牛集团；新能源风口下关注优质家电上游企业，推荐三花智控，受益标的盾安环境和德昌股份；推荐基本面稳定，低估值的 JS 环球生活。此外，也看好渠道改革落地、吹风机份额预期修复的飞科电器。（2）家居板块中，推荐市场份额提升路径清晰的欧派家居、顾家家居、敏华控股；推荐内部管理优化、经营改善的定制龙头索菲亚；推荐自主品牌零售高速增长喜临门；推荐核心业务稳健增长，新业务快速发展的文创龙头晨光文具。（3）纺服板块中，建议布局 2022 年基本面稳定、有望形成预期差的运动服饰领域各环节龙头公司，以及高分红低估值且业绩增长稳健的家纺板块。推荐滔搏、安踏体育、华利集团，且看好家纺龙头。

● 防御主线二：仍在左侧，关注 2022Q2 后海外业务反弹

2022Q2 外销市场将进入低基数，建议关注出海企业外销业务边际改善。推荐内销持续超预期、外销预期逐季度改善的石头科技；推荐扫地机劣势补齐、营收端压力有望缓解的安克创新；推荐内销摩飞品牌持续推新下恢复较高增长，外销预期改善的新宝股份。推荐缺芯影响减弱，低基数下销售预期延续高增的极米科技。

● 周期性布局：关注文化纸、培育钻石龙头周期性布局机遇

受供应链扰动和俄乌局势恶化影响，预计短期内文化纸涨价态势将延续，以及天然钻毛坯涨价背景下培育钻石有望受益。推荐成本优势突出，盈利能力预期改善的文化纸龙头太阳纸业。推荐加速扩产、强业务协同的培育钻石龙头力量钻石。

● 风险提示：疫情影响线下零售、原材料价格大幅波动、海运运价维持高位等。

目 录

1、 核心观点	5
2、 当前时点看可选板块尚有多方面挑战	6
2.1、 市场风险偏好下降：投资者避险情绪上升，大盘及可选消费板块估值下降	6
2.2、 利润端承压：上游原材料价格维持高位，影响下游消费板块毛利率	7
2.3、 地产环境隐忧：数据端表现不佳，景气度呈下行趋势	8
2.4、 出口端隐忧：海外需求疲软，海运运价仍处高位	9
3、 黑暗中寻亮点，可选消费板块仍存布局机会	10
3.1、 估值已形成阶段性底部，优质标的性价比显现，提供布局时点	10
3.2、 利好政策频出，行业结构性增长和估值修复机会逐步显现	11
3.2.1、 地产政策放松预期持续，关注家居、白电板块估值修复机会	11
3.2.2、 全球政策加码新能源车渗透，看好家电上游零部件企业结构性增长机会	12
3.2.3、 以史为鉴，关注新一轮家电补贴政策和家具家装下乡政策带来的估值修复机会	14
3.3、 建议关注外销市场边际改善因素释放出海企业业绩压力	14
3.4、 原材料和大宗商品价格较高，造纸板块迎来周期性机会	15
4、 防御主线一：布局低估值，寻找新亮点	18
4.1、 家电行业：关注低估值稳增长标的	18
4.1.1、 公牛集团：核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 逐渐驶入快车道	18
4.1.2、 三花智控：核心阀件主业行业地位稳固，看好汽零业务订单持续放量	20
4.1.3、 盾安环境：业务剥离、格力入局缓解经营压力，新能源提供亮点	21
4.1.4、 JS 环球生活：SharkNinja 基本面稳定，关注盈利能力恢复弹性	22
4.1.5、 德昌股份：吸尘器主业稳定增长，EPS 电机业务站上国产替代风口	23
4.1.6、 飞科电器：渠道改革已成，剃须刀主业稳健、吹风机份额修复可期	24
4.2、 轻工行业：关注基本盘稳定、估值较低标的	26
4.2.1、 顾家家居：内部管理改善，内销稳健增长，大家居稳步推进	26
4.2.2、 欧派家居：整装、衣柜发力，业绩稳健增长，份额持续提升	27
4.2.3、 索菲亚：内部管理优化，经营改善有望带动估值修复	27
4.2.4、 喜临门：床垫赛道优质，品类协同、渠道拓展推动份额提升	28
4.2.5、 敏华控股：内销高增，估值有望修复	28
4.2.6、 晨光文具：传统核心业务增长稳健，新业务盈利能力有望提升	29
4.3、 纺服行业：把握处于估值低位的细分领域龙头公司	30
4.3.1、 滔搏：国际品牌业绩改善、拓展新客户&市场，静待新财年业绩复苏	31
4.3.2、 安踏体育：主品牌有望稳步度过高基数期，斐乐经营向好，预计将形成预期差	34
4.3.3、 华利集团：逆势扩张，份额提升	37
4.3.4、 稳健医疗：消费板块维持较快增速，医疗板块基数恢复正常	38
4.3.5、 家纺板块：稳健增长，估值底部	38
5、 防御主线二：仍在左侧，关注 2022Q2 后海外业务反弹	40
5.1、 石头科技：Q1 净利率预计环比改善，看好 Q2 外销恢复、逐季改善	40
5.2、 极米科技：缺芯影响减弱，4 月低基数下看好销售延续高增	42
5.3、 安克创新：营收端压力或逐步缓解，等待海运缓解下盈利修复	43
5.4、 新宝股份：内销洗地机上新注入新动力，静待外销业务改善	44
6、 周期性布局：关注文化纸、培育钻石龙头周期性布局机遇	45
6.1、 太阳纸业：文化纸涨价态势积极，公司盈利能力迎来边际修复	45
6.2、 力量钻石：天然钻毛坯国际供应中断、涨价放大供需缺口，培育钻石受益	45

7、白电板块：等待原材料价格企稳回落带来的投资机会.....	49
8、风险提示	50

图表目录

图 1：从市场表现看，2022 年 3 月以来两市均呈现快速下跌趋势.....	6
图 2：从市场表现看，2022/1/4-/3/9 家用电器/轻工制造/纺织服装指数在各行业指数下跌排名中位列第 6/13/20.....	7
图 3：2021Q2、2021Q3 受原材料价格上涨影响各消费板块毛利率下滑明显	7
图 4：2021H2 商品房住宅销售面积连续 6 个月同比增速为负	8
图 5：2022 年 1-2 月，Top100 房企全口径销售规模同比下降 40%+，走弱态势延续	8
图 6：2021H2 单月 100 大中城市住宅类用地成交规划建筑面积连续 6 个月同比下降 18%+，2022 年 1-2 月下行趋势延续	8
图 7：2021H2 房地产开发资金同比持续下降	9
图 8：2021M4 后单月房屋住宅新开工面积同比均为负	9
图 9：高基数叠加海外消费需求走弱致 2021 年 11 月以来我国出口增速环比下降明显	9
图 10：海运运价仍处于高位震荡态势，短期内较难恢复到疫情前水平	10
图 11：家电/纺服/轻工板块价值股与成长股的估值已经在相对底部，提供合适布局时点	11
图 12：2009-2011 年全国性推广家电补贴政策期间白电板块估值提升明显	14
图 13：2021Q2 以来亚马逊电商收入增速逐渐放缓	15
图 14：2022 年 2 月节后运价有所松动	15
图 15：预期 2022 春节后 12 周运力供给得到较大补充	15
图 16：截至 2022 年 3 月 9 日，纸浆价格已持续上涨至历史较高水平	16
图 17：2022 年初至今，天然气期货价格涨幅较大	16
图 18：海运成本仍处于较高位置	16
图 19：2022 年双胶纸和铜版纸价格整体温和上涨	17
图 20：2021Q4 文化纸进口总量呈边际下降趋势	17
图 21：2022 年 1-2 月文化纸企业和社会库存尚处于低位	18
图 22：2022 年 2 月双胶纸和铜版纸开工负荷率较低	18
图 23：2021Q4 文化纸出口逐步恢复	18
图 24：2021 年公牛转换器、墙开阿里渠道维持较高增长	19
图 25：公牛转换器、墙开阿里渠道市场份额行业领先	19
图 26：中低价位市场中公牛市占率已位列行业前列	20
图 27：公牛新能源电连接产品市占率呈上升趋势	20
图 28：三花智控三大阀件内销市占率领先行业	20
图 29：盾安环境和三花智控在电子膨胀阀、截止阀、四通阀三大阀件市场竞争优势明显	22
图 30：2021 年 Shark 扫地机美亚维持超 100%增长	23
图 31：2021 年以来 Shark 扫地机美亚市占率持续提升	23
图 32：公司不断优化吸尘器产品结构，2018-2020 年吸尘器水机销售额逐年递增	24
图 33：2021 年 12 月以来飞科品牌剃须刀阿里渠道 GMV 增速明显提升，快于飞利浦	25
图 34：2022 年 2 月飞科品牌剃须刀阿里渠道市占率超过飞利浦	25
图 35：阿迪达斯 2021Q2-2022Q1（1+2 月累计）中国线上阿里渠道 GMV 同比增速的下滑幅度整体呈收窄趋势	31
图 36：2021H2 以来，Nike 线上阿里渠道 GMV 月同比增速收窄，2022 年 1-2 月下滑主要系高基数影响	32
图 37：Nike 线上阿里渠道 GMV 周同比增速已有较大改善	32
图 38：阿迪达斯签约中国单板滑雪运动员苏翊鸣	32
图 39：耐克签约中国单板滑雪运动员蔡雪桐	32

图 40: 滔搏与耐克开设亚洲最大耐克旗舰店	33
图 41: 滔搏成为耐克在中国首个落地概念店的零售商	33
图 42: 北京东奥营销下公司估值得到提升	34
图 43: 安踏线上阿里渠道运动鞋服 GMV 同比增速大幅提升	35
图 44: 安踏线上抖音渠道 GMV 不断提升	35
图 45: 高基数下 FILA 线上阿里渠道运动鞋服 GMV 增速较稳定	36
图 46: 斐乐线上抖音渠道 GMV 不断提升	36
图 47: 家纺龙头营收复合增速稳步增长（单位：亿元）	39
图 48: 家纺龙头归母净利润复合增速稳步增长（单位：亿元）	39
图 49: 营销费用投放效果显著，2021 年 9 月份以来公司阿里渠道市占率持续提升	41
图 50: 受海运和疫情影响，2021 年 4 月份以来公司美亚渠道 GMV 增速明显下滑	41
图 51: 公司缺芯影响有限，2021 年 11 月公司阿里渠道 GMV 增速达 77.4%	42
图 52: 2021 年以来公司阿里渠道市占率稳中有升	43
图 53: 天然钻石毛坯涨价趋势持续，2022/1/1 -3/11 成品钻价格指数累计上涨 12.4%	46
图 54: 俄罗斯 2021 年天然钻石产量预计占全球的 32%	46
图 55: ALROSA2021 年天然钻石产量预计占全球 28%	46
图 56: 2021 年培育钻石抛光零售均价从 35%下降至 30%，批发均价下降到 14%	47
图 57: 2022 年 1 月印度培育钻石毛坯进口额为 153 百万美元，同比增长 77.34%，渗透率环比提升 5.3pct 至 11.2%	47
图 58: 2021 年美国和中国钻石首饰电商销售额的占比持续增长	47
图 59: 2022 年 1 月印度培育钻石毛坯出口额为 122 百万美元，同增+70.06%，渗透率环比提升 0.1pct 至 5.6%	48
图 60: 白电板块毛利率水平受原材料价格影响较大，并且滞后原材料价格变化约两个季度	50
表 1: 2021Q4 以来各政府机构释放地产维稳信号，地产政策预期进一步放松	11
表 2: 全球各国政策持续加码推动新能源车渗透，2022 年以来我国多地积极响应提出相关指导意见	13
表 3: SharkNinja 新品在亚马逊美国站、英国站、德国站已占据一定市场份额	23
表 4: 家电行业推荐标的及受益标的（防御主线一）	26
表 5: 轻工行业推荐标的及受益标的	30
表 6: 2021Q4 线下流水在核心门店改扩导致部分流水缺失背景下仍有正增长	36
表 7: 华利集团绝大部分原材料是由主要客户指定的原材料供应商提供	37
表 8: 纺服行业推荐标的及受益标的	40
表 9: 家电行业推荐标的及受益标的（防御主线二）	44
表 10: 2021 年培育钻石收入 1.97 亿元，同比增长 428.11%，收入占比超越金刚石单晶、微粉成为公司第一大业务	48
表 11: 建议关注周期受益的太阳纸业、力量钻石	49
表 12: 建议关注后期成本修复下的海尔智家、美的集团、格力电器	50

1、核心观点

回顾 2021 年，原材料价格上涨、海运运力紧张、海运费上涨、地产景气下降等不利因素为可选消费行业带来了诸多挑战，盈利能力承压更是压制着可选消费板块整体估值。**站在当前时点看可选消费板块仍存在挑战，具体来看：**（1）疫情反复，近期俄乌冲突进一步加剧了全球经济环境的恶化，市场风险偏好下降带动了可选消费板块估值下降；（2）当前上游原材料和大宗商品价格仍处高位，俄乌冲突导致供给缺口进一步造成了大宗商品价格高位震荡，展望后续原材料价格走势不确定性较强；（3）2021 年下半年以来地产景气度持续下行，叠加地产信用事件，地产后周期板块整体承压。当前时点看地产销售端数据走弱态势延续，估值修复逻辑有待进一步考证；（4）海外市场不确定性仍较强，一方面通胀、地缘政治冲突等造成全球经济下行，海外需求恢复存疑；另一方面美国港口拥堵或使得海运费短期缺乏持续下降空间，因此出海企业盈利能力改善的逻辑有待进一步观察。

展望 2022 年，我们认为挑战与机遇并存，黑暗中仍有亮点：（1）**增长稳健且长期发展竞争壁垒较高的优质标的性价比逐步显现**，当前无论是基本盘稳固的优质龙头股，还是成长股，估值均处于相对底部。提供了合适的布局时点。（2）**利好政策频出，行业结构性增长和估值修复机会有望显现**。例如地产维稳信号明显，家电、家居等后周期板块估值有望得到抬升；各地新能源车支持政策不断，看好已布局新能源零部件业务的企业实现结构性增长；两会再提智能家电下乡和以旧换新，提振内需导向下或利好家电板块估值修复。（3）**外销市场边际改善因素或缓解出海企业业绩压力**。一方面 2022Q2 后外销市场将进入低基数，出海企业营收端压力或逐季度得到释放；另一方面当前海运价格有所松动，海运运力增加或将暂时缓解企业出海压力。（4）**供给缺口、俄乌冲突下短期文化纸价格温和上涨态势有望持续、天然钻毛坯涨价潮背景下培育钻石有望受益**，预计文化纸制造企业和培育钻石龙头企业将迎来周期性机遇。**基于上述挑战中的机遇，我们认为当前可选消费板块存在以下几点投资机遇：**

■ 防御主线一：布局低估值，寻找新亮点

建议关注基本盘业务稳定、新拓业务有望持续提供较高增长并且估值进入安全投资边际的企业。

家电板块中，推荐两大核心主业龙头地位稳固，新能源充电业务、LED 照明业务逐渐驶入快车道的**公牛集团**；新能源风口下涌现了许多优质家电上游企业，推荐传统制冷阀件行业地位稳固，新能源热管理业务订单持续放量的**三花智控**，同样看好阀件业务稳中向好、经营改善、新能源热管理业务有望放量的**盾安环境**以及吸尘器代工主业稳定增长、EPS 电机站上新能源风口的**德昌股份**；推荐基本面稳定，目前估值已处于历史低位的**JS 环球生活**。此外，也建议关注渠道改革落地、剃须刀主业稳健、吹风机份额预期修复的**飞科电器**。

家居板块中，龙头公司品类、渠道不断扩张，市场份额提升路径清晰，推荐**欧派家居**、**顾家家居**、**敏华控股**；推荐内部管理优化、经营改善的定制家居龙头**索菲亚**，目前估值处于底部，看好政策风险趋稳后估值回升；床垫赛道优质，推荐自主品牌零售高速增长**喜临门**。此外，我们也长期看好核心业务稳健增长，新业务快速发展的文创龙头**晨光文具**。

纺服板块中，建议布局估值在历史低位，2022 年基本面稳定、有望形成预期差

的运动服饰领域各环节龙头公司，以及高分红低估值且业绩增长稳健的家纺板块。推荐滔搏、安踏体育、华利集团，且看好家纺龙头。

■ 防御主线二：仍在左侧，关注 2022Q2 海外业务反弹

此前提到 2022Q2 外销市场将进入低基数，因此建议关注出海企业外销业务边际改善，但仍需注意原材料价格和海运运价对盈利能力的影响。推荐内销持续超预期、外销预期逐季度改善的**石头科技**；推荐扫地机劣势补齐、营收端压力有望缓解的**安克创新**；推荐内销摩飞品牌持续推新下恢复较高增长，外销预期改善的**新宝股份**。此外，我们也推荐缺芯影响减弱，低基数下销售预期延续高增的**极米科技**。

■ 周期性布局：关注文化纸、培育钻石龙头周期性布局机会

此前提到受供应链扰动和俄乌局势恶化影响，预计短期内文化纸涨价态势将延续，以及天然钻涨价延续背景下培育钻石有望受益。推荐成本优势明显，盈利能力预期边际改善的文化纸龙头**太阳纸业**。推荐加速扩产、强业务协同的培育钻石龙头**力量钻石**。

最后，白电板块建议等待原材料价格企稳回落带来的投资机会。建议关注国际局势趋于缓和，大宗商品供给改善下的原材料价格企稳回落，期待成本改善+地产预期放松下白电板块复苏机会，推荐白电龙头**海尔智家**、**美的集团**、**格力电器**。

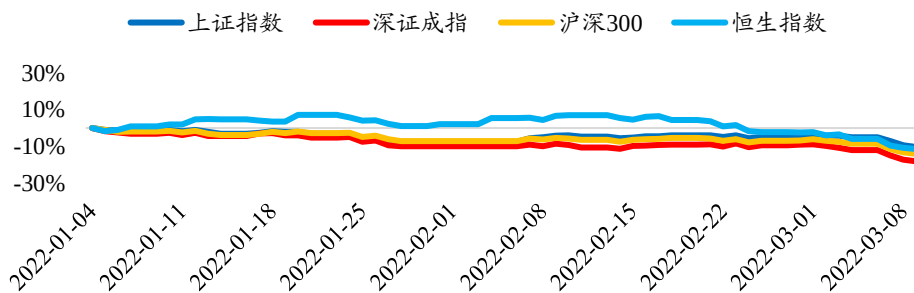
2、当前时点看可选板块尚有多方面挑战

目前尚有诸多不利因素压制可选消费板块基本面改善，具体来看：一是疫情反复、全球经济环境恶化等影响下，投资者避险情绪上升，大盘与可选消费板块估值双降；二是当前上游原材料和大宗商品价格高企，处于产业链下游的消费板块毛利率承压；三是 2021 年下半年地产降温迅速，悲观情绪对地产下游家电家居估值形成压制；四是通胀、疫情等抑制了海外市场需求，叠加海运价格仍处高位，出口受扰动。

2.1、市场风险偏好下降：投资者避险情绪上升，大盘及可选消费板块估值下降

2022 年以来，受美联储加息预期、对国内经济增速放缓的担忧、俄乌地缘关系以及疫情反复的多重利空因素影响，投资者避险情绪上升、风险偏好下降，大盘整体估值下降。从市场涨跌幅表现看，2022 年 1 月 4 日-3 月 9 日上证指数/深证成指/沪深 300 指数大幅下跌，尤其 3 月以来两市均呈快速下跌趋势，截至 2022 年 3 月 9 日上证指数/深证成指/沪深 300/恒生指数跌幅分别为-5.95%、-10.02%、-7.76%、-9.18%。

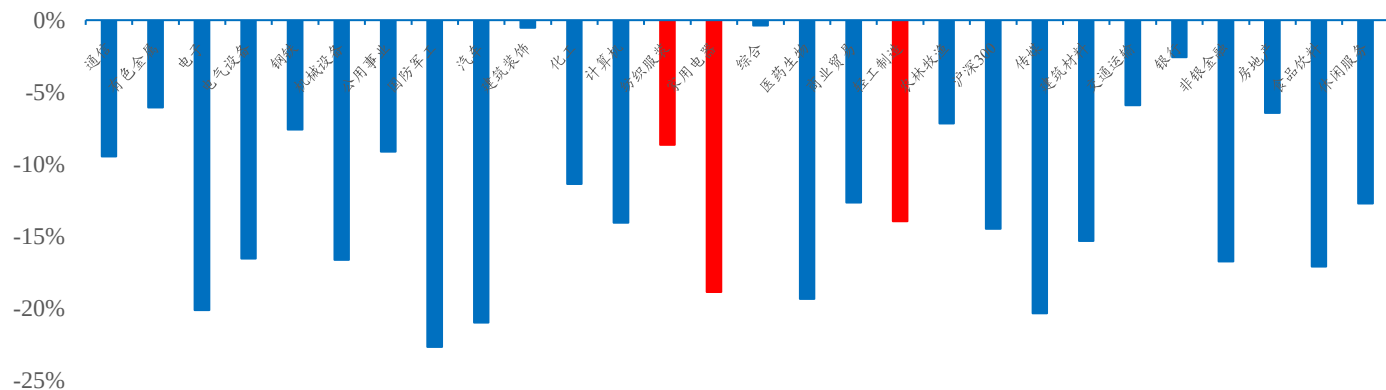
图1：从市场表现看，2022 年 3 月以来两市均呈现快速下跌趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

从可选消费各板块的涨跌幅表现看，2022年1月4日-3月9日家用电器、轻工制造、纺织服装指数下跌18.85%、13.94%、8.64%，在各行业指数下跌排名中位列第6、13、20名。

图2：从市场表现看，2022/1/4-3/9 家用电器/轻工制造/纺织服装指数在各行业指数下跌排名中位列第 6/13/20



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、利润端承压：上游原材料价格维持高位，影响下游消费板块毛利率

2021年以来，疫情影响下海外产能受限，全球范围内上游资源的供需错配持续推动着原材料价格上涨。塑料、钢材、铝材、铜材、棉花、纸浆等与消费板块密切相关的原材料价格普遍上涨，并且2021Q2、2021Q3涨幅最为明显。我们提取了行业分类下各可选消费板块的毛利率涨跌幅数据以探究原材料大幅上涨背景下可选消费板块的毛利率走势情况。可以发现2021Q2、2021Q3在原材料涨幅最为明显的期间，各可选消费板块毛利率跌幅也较为明显。消费作为下游行业价格传导性较弱，受原材料涨价影响也较大，当前时点看原材料仍处高位震荡态势，短期内消费板块盈利能力或仍有所承压。

图3：2021Q2、2021Q3受原材料价格上涨影响各消费板块毛利率下滑明显

板块毛利率涨跌幅	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
SW冰箱	0.13%	-0.26%	0.52%	0.15%	0.43%	-0.19%
SW空调	-6.25%	-3.10%	4.46%	0.26%	1.22%	-0.44%
SW洗衣机	1.94%	-0.74%	-9.38%	-0.74%	-12.00%	-10.81%
SW小家电	-0.02%	1.27%	3.53%	-0.25%	2.17%	2.11%
SW家电零部件	0.25%	1.62%	2.87%	-0.57%	1.25%	6.54%
SW彩电	1.74%	-0.37%	1.16%	0.55%	0.80%	0.49%
SW纺织制造	0.99%	8.11%	2.47%	2.62%	5.92%	8.39%
SW服装家纺	-2.73%	0.68%	17.79%	15.85%	14.88%	0.26%
SW家具	1.80%	-0.07%	4.39%	-0.20%	5.85%	5.76%
原材料价格涨跌幅	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
塑料价格指数	-9.39%	4.09%	34.73%	43.17%	54.99%	37.78%
钢材价格指数	10.27%	-2.09%	7.15%	25.59%	50.07%	44.11%
铝材价格指数	-1.22%	1.29%	5.94%	16.92%	31.63%	29.28%
铜材价格指数	-6.31%	10.07%	16.84%	23.75%	36.85%	24.33%
棉花价格指数	22.23%	-8.04%	11.21%	19.96%	35.70%	42.13%
针叶浆价格	10.97%	-0.51%	6.93%	49.20%	47.77%	35.37%
阔叶浆价格	23.96%	10.79%	-2.71%	42.24%	38.43%	31.58%

数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

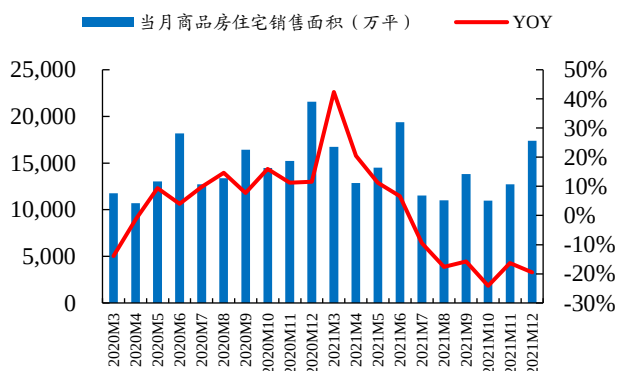
2.3、地产环境隐忧：数据端表现不佳，景气度呈下行趋势

从数据上看，2021年下半年以来地产景气度持续下行，叠加地产信用事件，地产后周期板块整体承压。当前时点看地产销售端数据走弱态势延续，估值修复有待进一步考证。具体来看：

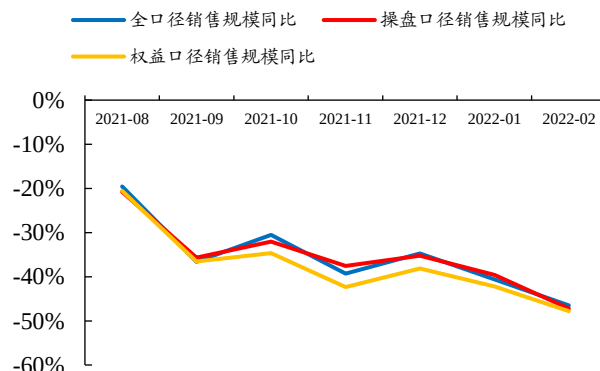
(1) 销售端：2021H1 商品房住宅销售延续 2020 年火热态势，但销售面积同比增速逐月放缓；2021H2 房地产市场降温明显，商品房住宅销售面积连续 6 个月同比增速为负。根据克而瑞数据，2021 年 Top100 房企销售规模整体也保持前高后低走势，2022 年 1-2 月走弱态势延续，全口径销售规模同比下降 40%+。

图4：2021H2 商品房住宅销售面积连续 6 个月同比增速为负

图5：2022 年 1-2 月，Top100 房企全口径销售规模同比下降 40%+，走弱态势延续



数据来源：Wind、开源证券研究所

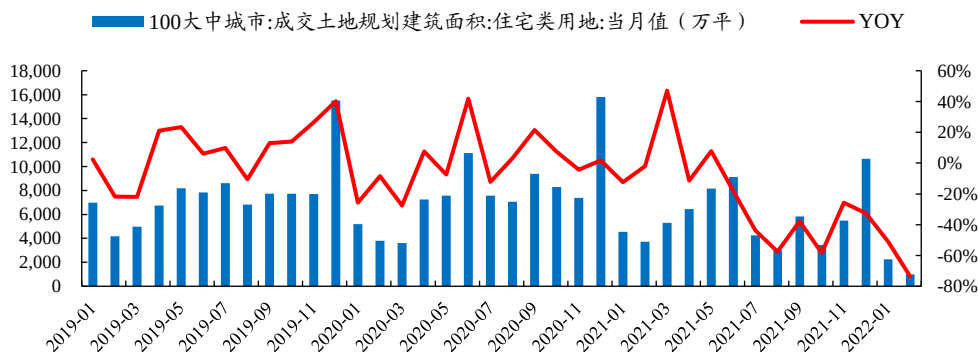


数据来源：克尔瑞、开源证券研究所

(2) 资金端：2021 年房地产行业面临整体信用环境收缩，2021H2 房地产开发资金同比持续下降，房企融资困难叠加销售走弱，行业信用风险增大。

(3) 拿地端：受行业资金面收紧和销售端走弱影响，房企拿地决策更为谨慎，2021H2 单月 100 大中城市住宅类用地成交规划建筑面积连续 6 个月同比下降 18%+，2022 年 1-2 月合计同比下降 60%+，下行趋势明显。

图6：2021H2 单月 100 大中城市住宅类用地成交规划建筑面积连续 6 个月同比下降 18%+，2022 年 1-2 月下行趋势延续



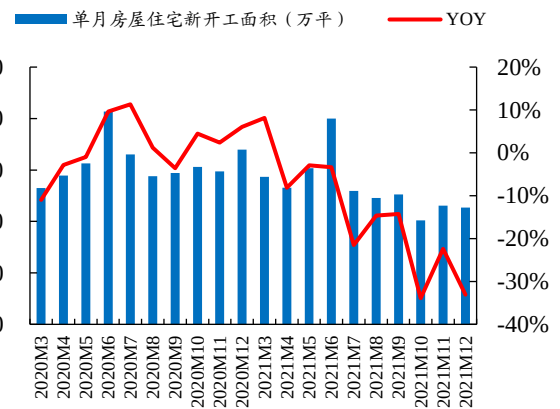
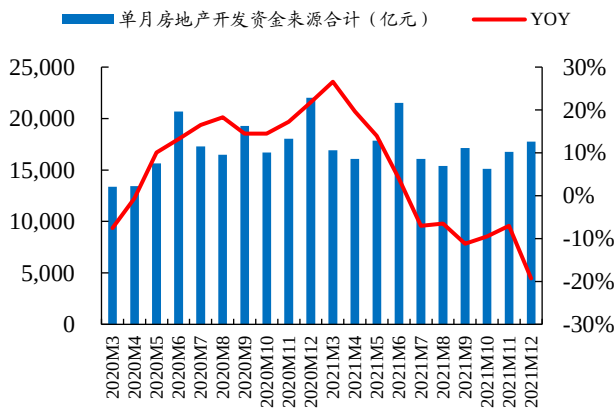
数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 新开工端：2021 年 4 月以后，单月房屋住宅新开工面积同比增速均为负，且 2021H2 下滑幅度扩大，单月同比下降处于 14%-34%之间，全年同比下降约 11%，

走弱态势明显；此外，受 2021 年拿地减少影响，预计 2022 年新开工面积将承压。

图7：2021H2 房地产开发资金同比持续下降

图8：2021M4 后单月房屋住宅新开工面积同比均为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、出口端隐忧：海外需求疲软，海运运价仍处高位

高基数叠加海外消费需求走弱致我国出口增速下滑。2022 年 1-2 月中国出口金额同比增速 16.32%，环比 2021 年 12 月下降 4.58pct，出口增速呈现回落趋势。进一步拆分看消费品出口趋势，可以发现 2022 年 1-2 月家具、纺服和家电行业出口增速均有不同程度的下滑，我们认为一方面是由于同期基数较高所致，另一方面或系海外消费需求不足。以美国市场为例，受通胀、抵押贷款利率上升等因素影响 2022 年 1-2 月美国消费者信心指数下降明显，已由 2021 年 12 月的 70.6 降至 62.8。疫情影响之下我国消费品行业尤其是家电行业的供给替代效应明显，海外消费需求下降将对出口占比较大的企业营收产生一定影响，因此我们认为此次出口增速下滑背后反映出的海外消费信心下降是造成当前相关出海标的估值整体下移的因素之一。

图9：高基数叠加海外消费需求走弱致 2021 年 11 月以来我国出口增速环比下降明显

累计同比增速		2022.1-2	2021.1-12	2021.1-11	2021.1-10	2021.1-9	2021.1-8	2021.1-7	2021.1-6	2021.1-5	2021.1-4	2021.1-3	2021.1-2
中国出口总值		16.32%	29.9%	31.0%	32.2%	32.89%	33.64%	35.09%	38.52%	40.08%	43.86%	48.79%	68.10%
消费品出口金额	家具及其零件	1.8%	25.9%	30.3%	34.7%	37.6%	41.1%	45.8%	54.7%	62.9%	66.8%	69.7%	118.9%
	箱包及类似容器	24.1%	34.7%	36.1%	37.0%	36.0%	34.9%	32.8%	33.1%	31.6%	28.0%	22.0%	77.7%
	服装及衣着附件	5.9%	24.0%	25.1%	25.3%	25.4%	28.3%	33.1%	40.6%	48.3%	51.7%	47.7%	119.5%
	鞋靴	21.7%	35.2%	36.0%	35.1%	35.1%	35.9%	35.8%	39.1%	40.3%	35.3%	29.6%	93.9%
	家用电器	-3.7%	49.1%	52.8%	56.9%	59.2%	62.6%	68.3%	78.8%	87.3%	97.6%	116.0%	145.7%
单月同比增速		2021.12	2021.11	2021.10	2021.09	2021.08	2021.07	2021.06	2021.05	2021.04	2021.03	2021.02	2021.01
中国出口总值		20.9%	21.7%	26.9%	27.95%	25.45%	19.20%	32.05%	27.71%	32.08%	30.43%	154.60%	24.60%
消费品出口金额	家具及其零件	-4.0%	1.9%	14.4%	15.8%	16.5%	9.3%	25.3%	50.5%	59.6%	48.9%	384.2%	27.6%
	箱包及类似容器	24.2%	28.9%	44.8%	43.6%	48.2%	31.7%	39.2%	45.5%	47.3%	15.0%	256.2%	-14.5%
	服装及衣着附件	14.5%	22.8%	24.7%	9.8%	8.6%	8.2%	17.7%	37.0%	65.0%	42.2%	320.9%	0.0%
	鞋靴	29.3%	43.6%	35.5%	29.9%	36.0%	22.2%	34.6%	63.5%	59.0%	20.6%	270.9%	-9.6%
	家用电器	17.6%	21.8%	39.4%	38.8%	33.2%	25.8%	47.3%	56.5%	60.2%	83.5%	322.3%	76.7%
累计同比增速		2022.1-2	2021.1-12	2021.1-11	2021.1-10	2021.1-9	2021.1-8	2021.1-7	2021.1-6	2021.1-5	2021.1-4	2021.1-3	2021.1-2
消费品出口数量	箱包及类似容器	27.6%	20.8%	20.2%	19.5%	18.5%	17.5%	15.3%	13.8%	10.3%	4.8%	-6.0%	42.1%
	鞋靴	5.3%	18.0%	19.0%	19.2%	19.7%	21.8%	24.0%	28.2%	30.7%	26.3%	18.8%	73.4%
	家用电器	-7.9%	14.1%	16.2%	18.7%	20.3%	23.2%	27.7%	35.4%	42.3%	51.8%	63.0%	96.8%
单月同比增速		2021.12	2021.11	2021.10	2021.09	2021.08	2021.07	2021.06	2021.05	2021.04	2021.03	2021.02	2021.01
消费品出口数量	箱包及类似容器	26.3%	26.3%	27.8%	25.9%	31.8%	23.5%	31.3%	33.3%	46.2%	-7.1%	180.0%	-35.5%
	鞋靴	10.1%	16.7%	15.2%	5.8%	9.3%	5.0%	17.6%	51.2%	58.7%	10.7%	234.6%	-15.1%
	家用电器	-5.1%	-2.8%	6.5%	2.7%	1.0%	-3.8%	10.5%	15.4%	27.8%	41.1%	266.1%	29.6%

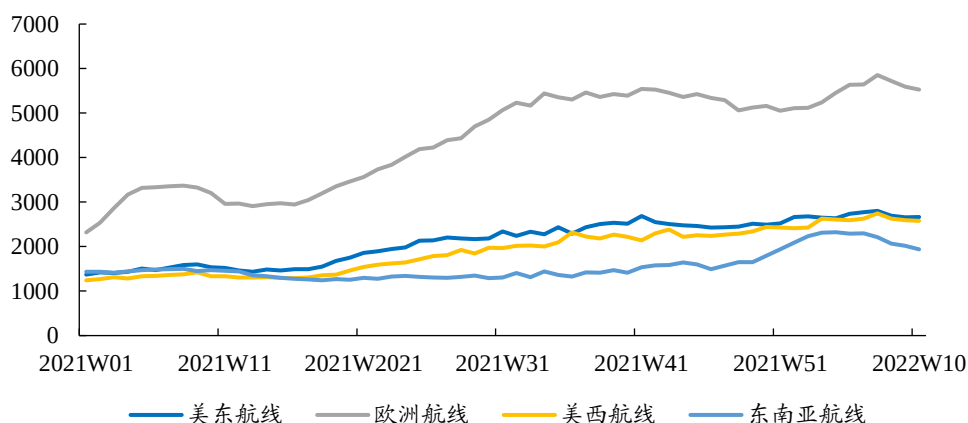
数据来源：海关总署、开源证券研究所

海运运价维持高位，业绩端压力仍存。中国出口集装箱运价指数显示，虽然当前美东航线、美西航线、欧洲航线运价指数上涨趋势趋缓，但仍处于高位震荡态势，因

此预计出海企业 2021Q4、2022Q1 的成本压力仍较大，短期内盈利能力较难恢复到疫情前水平。

综合来看，当前海外市场不确定性仍较强，主要表现为：（1）海运费+原材料价格居高位带来的涨价潮或抑制海外终端消费；（2）俄乌冲突导致能源价格上涨和经济下行，或进一步抑制海外需求。因此当前时点看出海企业营收增长、盈利能力改善的逻辑有待进一步观察。

图10：海运运价仍处于高位震荡态势，短期内较难恢复到疫情前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、黑暗中寻亮点，可选消费板块仍存布局机会

3.1、估值已形成阶段性底部，优质标的性价比显现，提供布局时点

我们选取家电/纺服/轻工行业内具有代表性的企业作为样本，通过比较各企业 3 年内平均市盈率 (TTM) 和当前的市盈率，发现无论是基本盘稳固的安踏体育、海尔智家、晨光文具等优质龙头股，还是石头科技、极米科技、科沃斯等具有成长股属性的资产，目前估值均已在相对底部。

进一步地，通过计算 3 月以来估值的回调幅度，发现纺服行业内龙头运动品牌和代工企业市盈率较 3 月 1 日下跌约 20%，家电行业内具有成长股属性的上游企业下调幅度 20% 以上，跨境、清洁电器品牌的市盈率下调幅度 15% 以上，我们认为此番调整已经形成阶段性底部，增长稳健且长期发展竞争壁垒较高的优质标的性价比显现，提供了合适布局时点，以待估值修复。

图11：家电/纺服/轻工板块价值股与成长股的估值已经在相对底部，提供合适布局时点

家电		PE			纺服		PE				轻工		PE		
	3年平均	2022/3/1	2022/3/9	3月涨跌幅		3年平均	2022/3/1	2022/3/9	3月涨跌幅		3年平均	2022/3/1	2022/3/9	3月涨跌幅	
白电					运动服饰					家居/软体					
海尔智家	20.53	19.41	16.67	-14%	安踏体育	43.84	36.85	29.66	-19%	欧派家居	33.10	27.50	26.59	-3%	
美的集团	18.87	16.65	14.51	-13%	李宁	57.05	55.79	44.97	-19%	索菲亚	19.15	14.82	13.85	-7%	
格力电器	14.56	9.03	8.17	-9%	特步国际	21.34	40.76	33.10	-19%	喜临门	10.39	25.29	23.29	-8%	
					滔搏	18.24	14.73	12.26	-17%	敏华控股	22.42	17.54	15.22	-13%	
厨电					纺织制造					金牌厨柜					
火星人	26.11	38.21	33.32	-13%	申洲国际	34.58	33.06	27.06	-18%	志邦家居	20.27	17.72	16.12	-9%	
老板电器	20.04	23.68	20.81	-12%	华利集团	13.17	37.86	31.53	-17%						
苏泊尔	30.87	21.38	19.04	-11%	开润股份	42.74	22.44	19.79	-12%						
智能家电					休闲服饰					造纸					
石头科技	29.91	29.44	25.32	-14%	森马服饰	22.61	12.53	11.32	-10%	中顺洁柔	34.78	33.27	28.39	-15%	
科沃斯	103.23	44.42	37.92	-15%	海澜之家	12.13	10.25	9.40	-8%	裕同科技	23.35	23.55	21.84	-7%	
极米科技	28.57	46.76	35.81	-23%	太平鸟	18.89	11.71	10.35	-12%	太阳纸业	12.83	11.00	10.97	0%	
					波司登	25.68	21.28	19.82	-7%	山鹰纸业	9.68	8.53	8.12	-5%	
跨境					家纺					文具					
JS环球生活	35.82	8.51	6.86	-19%	罗莱家纺	16.37	16.73	15.12	-10%	晨光文具	49.97	34.38	32.61	-5%	
安克创新	33.01	37.42	30.49	-19%	富安娜	12.48	12.46	11.77	-6%						
					水星家纺	13.78	12.78	11.49	-10%						
小家电					个护健康										
小熊电器	31.28	26.07	22.63	-13%	稳健医疗	9.06	17.96	16.54	-8%						
北鼎股份	32.71	34.28	30.45	-11%											
倍轻松	13.27	47.35	40.55	-14%											
新宝股份	25.57	19.99	17.57	-12%											
家电上游															
三花智控	44.48	44.14	35.48	-20%											
盾安环境	2.22	27.67	23.71	-14%											
德业股份	21.08	97.50	79.02	-19%											
公牛集团	30.92	30.58	27.79	-9%											

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、利好政策频出，行业结构性增长和估值修复机会逐步显现

3.2.1、地产政策放松预期持续，关注家居、白电板块估值修复机会

2021H2 房地产市场迅速降温后，地产政策出现一定程度缓和，维稳信号明显，包括 2022 年 1 月政策利率和 LPR 如期调降、部分城市出台相关公积金放松、人才住房补贴和购房补贴政策、政府牵头推动市场化债务重组、政策引导市场优先满足刚需和改善型住房需求等。

稳增长背景下建议关注家居、家电板块估值修复。展望 2022 年，我们认为“稳增长、宽信用”的政策环境有望持续，伴随地产信用风险逐步释放，地产产业链估值有望提升，建议关注受前期地产悲观情绪压制的家居、家电板块估值修复。

表1：2021Q4 以来各政府机构释放地产维稳信号，地产政策预期进一步放松

时间	政策
2021 年 11 月 10 日	部分央企国企向监管部门反映，如果要做一些承债式收购，“三条红线”就会被突破，建议监管部门对“三条红线”相关指标予以调整。
2021 年 12 月 3 日	三部委表态，央行有关负责人表示恒大集团出现风险主要源于自身经营不善，不会影响中长期市场的正常融资功能；近期，境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。银保监会公告称现阶段，要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求等。证监会表示将继续保持市场融资功能的有效发挥，支持房地产企业合理正常融资，促进资本市场和房地产市场平稳健康发展。
2021 年 12 月 6 日	中共中央政治局召开会议分析研究 2022 年经济工作，会议强调，要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021 年 12 月 6 日	央行公告称，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，决定于 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。
2021 年 12 月 27 日	央行在 2022 年工作会议提及“要稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，更好满足购房者合理住房

时间	政策
	需求，促进房地产业良性循环和健康发展”。
2022 年 1 月 6 日	银行已告知一些大型优质房企，针对出险企业项目的承债式收购，相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。
2022 年 1 月 10 日	国家发改委等二十一个部门印发《“十四五”公共服务规划》提出，积极推动改善住房条件。人口净流入的大城市要大力发展保障性租赁住房。
2022 年 1 月 20 日	央行发布 1 月 LPR 数据。1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.6%，21 个月来首次出现 5 年期 LPR 下调的情况。
2022 年 1 月 24 日	住建部主持全国住房和城乡建设工作会议，会议强调：1、推进住房供给侧结构性改革。2、大力增加保障性租赁住房供给，全年建设筹集保障性租赁住房 240 万套（间）。3、完善城镇住房保障体系，指导各地合理确定本地区住房保障制度安排。
2022 年 1 月 24 日	人民银行营业管理部召开 2022 年北京地区货币信贷工作会议，会议要求：1、各银行业金融机构要把保持信贷总量增长的稳定性作为当前信贷工作的首要任务。2、加大对实体经济的融资支持力度。3、要准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，加强预期引导，支持房地产企业合理融资需求，更好满足购房人合理住房需求。
2022 年 1 月 26 日	2022 年银保监会工作会议召开。会议强调，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022 年 2 月 8 日	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知。
2022 年 2 月 24 日	住房和城乡建设部部长王蒙徽在推动住房和城乡建设高质量发展发布会上表示：1、保持房地产市场平稳运行。2、推进住房供给侧结构性改革，大力增加保障性租赁住房供给，经过统计，希望全年能够建设筹集保障性租赁住房 240 万套（间）。新筹集公租房 10 万套，棚户区改造 120 万套。
2022 年 2 月 25 日	银保监会、住房和城乡建设部发布关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见。《指导意见》提出：推动保障性租赁住房相关配套措施尽快落地。加强保障性租赁住房项目监督管理。鼓励银行业金融机构运用银团贷款加大对保障性租赁住房项目的融资支持。
2022 年 3 月 5 日	政府工作报告指出：要继续保障群众住房需求，坚持房子不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推动保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：中国网地产、开源证券研究所

3.2.2、全球政策加码新能源车渗透，看好家电上游零部件企业结构性增长机会

绿色经济背景下各国政策持续加码新能源车领域，2022 年以来我国多地积极响应国家政策提出相关指导意见，有望继续推动 2022 年新能源车快速增长。2021 年年末，国家相继出台了大力推广新能源汽车，逐步取消各地新能源车辆购买限制。随后四川、上海、深圳、宁夏等多地积极响应，提出加大新能源充电设备建设力度、加速新能源车替代传统燃油车等指导意见。3 月 5 日两会上李克强总理在《政府工作报告》中提出“继续支持新能源汽车消费”，再次反映政府加速新能源车渗透的决心。

政策驱动下新能源车维持快速增长，看好已布局新能源车零部件业务企业的结构性增长机会。三花智控、盾安环境等家电零部件企业利用其在制冷零部件领域的产品技术、规模生产优势将业务逐渐延伸至新能源领域，一般新车型生命周期在 5-6 年，一旦新车型零部件供应商配套开发好后，更换供应商的可能性较低，因此从行业上看新能源车快速发展有望托底公司营收增长，从公司层面上看三花智控、盾安环境等已布局新能源零部件领域的企业有望依靠大客户效应获取稳定的订单来源。

表2: 全球各国政策持续加码推动新能源车渗透, 2022 年以来我国多地积极响应提出相关指导意见

时间/地区	政策名称	支持和规范政策
2020 年 10 月	《节能与新能源汽车技术路线图 (2.0 版)》	目标 2035 年汽车碳排放总量下降 20%以上, 新能源汽车成为主流 (占总销量 50%以上), 汽车产业实现电动化转型
2020 年 11 月	《新能源汽车产业发展规划 (2021—2035 年)》	进一步完善充换电基础设施; 到 2025 年, 纯电动乘用车新车平均耗电降至 12.0 千瓦时/百公里, 新能源汽车新车渗透率达 20%左右; 2035 年, 纯电动汽车成为新销售车辆主流, 公用领域用车全面电动化;
2021 年 12 月	《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2022 年, 新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%; 公务领域符合要求的车辆, 补贴标准在 2021 年基础上退坡 20%。
2021 年 12 月/宁夏	《宁夏回族自治区应对气候变化 “十四五” 规划》	到 2025 年, 新能源汽车销量占新车销量比例达到 15% 以上, 新能源公交车比例达到 45%, 市政车辆全部实现新能源替代。
2022 年 1 月	《关于做好近期促进消费工作的通知》	支持开展新能源汽车下乡, 通过企业让利、降低首付比例等方式, 促进农村居民消费。
中国	2022 年 1 月 《“十四五” 现代综合交通运输体系发展规划》	(1) 加大新能源和清洁能源运输装备推广; (2) 加快充换电设施网络构建。
2022 年 1 月	《促进绿色消费实施方案》	大力推广新能源汽车, 逐步取消各地新能源车车辆购买限制, 推动落实免限行、路权等支持政策, 加强充换电、新型储能、加氢等配套基础设施建设, 积极推进车船用 LNG 发展。
2022 年 2 月/上海	《关于本市进一步推动充换电基础设施建设的实施意见》	建立适度超前的城市充电网络, 以充电为主, 换电为辅, 到 2025 年, 满足 125 万辆以上电动汽车的充电需求, 全市车桩比不高于 2:1。
2022 年 3 月/深圳	《深圳市综合交通 “十四五” 规划》	(1) 大力提升新型新能源汽车充电桩设施供给; (2) 到 2025 年, 新能源机动车保有量达到 100 万辆。
2022 年 3 月/山东淄博	《2022 年电动汽车充电基础设施建设实施方案》	新增电动汽车公共充电桩 3000 个以上 (含综合能源港公共充电桩 200 个), 新增小区内个人充电桩 7000 个以上。
2022 年 3 月/四川	《四川省 “十四五” 能源发展规划》	到 2025 年, 力争建成充电桩 12 万个, 总充电功率 220 万千瓦, 满足电动汽车出行需求。
	日本	《新一代汽车战略 2010》目标 2030 年下一代汽车在新车销量中比例达到 50-70%
	欧盟	计划 2025 年前建设 200 万个公用充电桩; 计划对零排放车型免征增值税; 预计 2025 年欧盟电动车保有量为 1300 万辆, 2030 年欧盟电动车保有量达到 4400 万辆
	英国	《绿色工业革命十点计划》提出将停止传统燃油车新车销售的时间由 2040 年提前至 2030 年; 《能源白皮书》提出到 2050 年实现净零排放, 针对不同车型设置不同补贴政策, 加大税收优惠力度

资料来源: 财政部、国家发改委、国务院办公厅、中国汽车工程学会、日本经济产业省、各国政府、欧盟委员会、开源证券研究所

3.2.3、以史为鉴，关注新一轮家电补贴政策和家具家装下乡政策带来的估值修复机会

复盘第一轮家电补贴政策，提振内需为主要目的，全国性补贴政策为拉升白电板块估值主要动因。第一轮家电补贴政策自 2007 年开始试点，2009 年开始在全国范围内推广家电补贴政策，补贴政策涉及家电下乡、以旧换新以及节能惠民工程。由于 2007 年仅为试点，并且正值金融危机，因此板块估值持续下跌。2009-2011 年板块估值提升明显，一方面由于国家 4 万亿刺激计划提振内需，另一方面或系家电补贴政策在全国的推广所致。因此我们认为家电补贴政策对于板块估值提升的关键在于具体的补贴方案和执行政策在全国的落地。

图12：2009-2011 年全国性推广家电补贴政策期间白电板块估值提升明显



资料来源：Wind、发改委、财政部、开源证券研究所

回顾本轮家电补贴政策，2022 年 3 月 5 日李克强政府工作报告中再次提到实施扩大内需战略，并且鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。虽然提出鼓励地方开展智能家电下乡和以旧换新，但当前补贴政策并未像 2009-2011 年那样进行全国性的推广，因此对估值提升有限。考虑到当前国内外环境经济下行，内销在涨价影响下需求受到抑制，出口受供应链和地缘政治风险等影响对经济拉动作用或将减弱。当前经济环境与 2009-2011 年类似，在扩大内需刺激经济增长战略导向下家电补贴政策或有可能扩大推广范围，有望重塑家电板块尤其是白电板块的估值。

除了鼓励绿色智能家电下乡和以旧换新，2021 年 12 月 8 日，国务院政策例行吹风会中提到鼓励有条件的地区实施家具家装下乡补贴，我们认为农村消费市场规模较大，未来相关配套政策的出台及家具家装下乡补贴的实施也将进一步激发农村地区对家具家装的需求，利好注重渠道下沉、产品价格、类型丰富的家居上市公司。

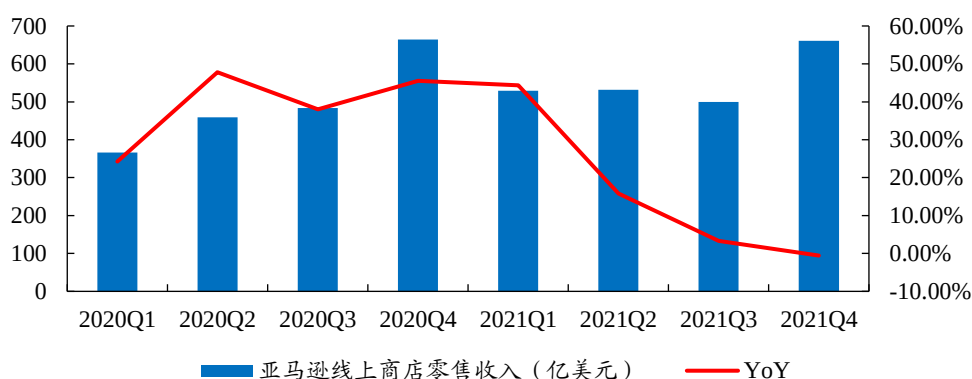
3.3、建议关注外销市场边际改善因素释放出海企业业绩压力

前文提到当前海运费维持高位+经济压力上行造成的需求疲弱使得出海企业盈利能力改善逻辑存忧，但从边际改善因素看 2022 年出海企业业绩压力或将得到一定程度上的释放。具体表现为：

(1) 2022Q2 外销市场将进入低基数，营收增速端压力或逐季度得到释放。前文提到 2021 年 11 月以来消费品出口增速均有所下滑，其中一个重要原因在于 2020

年同期高基数所致。尤其是美国市场在疫情补贴的政策下线上电商“超前消费”表现明显，造成2020Q4、2021Q1高基数。亚马逊电商收入数据显示，2020Q4、2021Q1同比增速达45.44%、44.33%，而进入2021Q2后收入增速开始放缓，2021Q2/2021Q3/2021Q4同比增速分别为15.82%/3.29%/-0.56%。考虑到线上电商进入低基数，线下零售客流逐步回暖，我们认为对于出海企业来说2022Q2后营收增速端压力或逐季度得到释放。

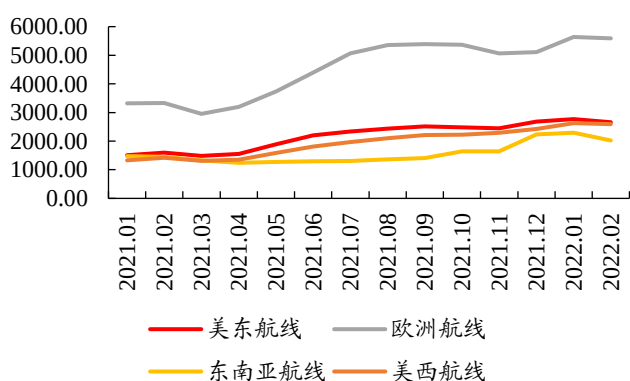
图13：2021Q2以来亚马逊电商收入增速逐渐放缓



数据来源：亚马逊公司公告、开源证券研究所

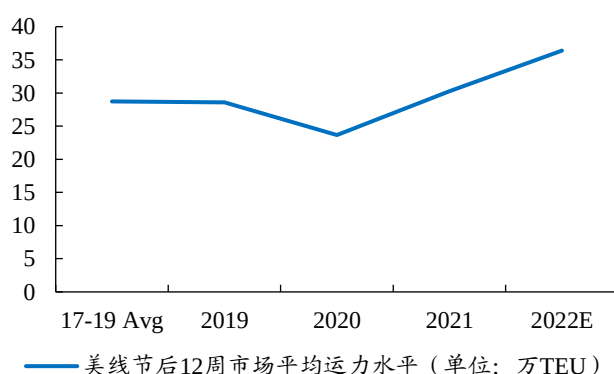
(2) 进入2月份，海运运价有所松动，CCFI运价指数显示2022年2月末美东航线/美西航线/欧洲航线/东南亚航线运价指数分别较1月末环比下降4.05%/1.4%/0.89%/12.03%。当前海运运价主要受集装箱海运市场供需错配影响，我们认为节后欧美运费下滑或系船公司增加运力所致，Sea-Intelligence数据显示2022年节后12周内平均运力水平将同比增长约20%。节后海运运价调整虽然对改善盈利能力作用有限，但我们认为或将暂时缓解出海压力。展望后续，考虑到美国港口拥堵问题仍存，短期来看或缺乏持续下跌的空间，但美国港口拥堵整体处于改善趋势，中长期看海运运价同样不具备高位震荡基础。

图14：2022年2月节后运价有所松动



数据来源：Wind、开源证券研究所

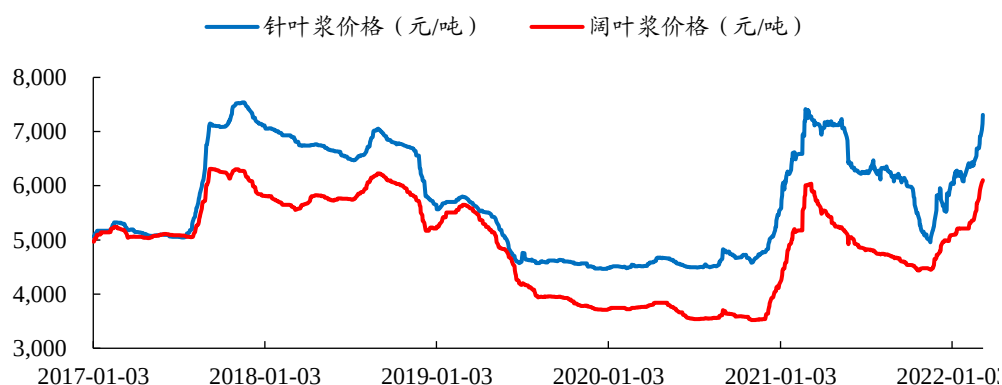
图15：预期2022春节后12周运力供给得到较大补充



数据来源：Sea-Intelligence、开源证券研究所

3.4、原材料和大宗商品价格较高，造纸板块迎来周期性机会

纸浆价格已持续上涨至历史较高水平。2022年至今纸浆价格持续上涨，卓创资讯数据显示，年初至3月9日纸浆价格涨幅较大，其中阔叶浆、针叶浆价格分别上涨19.81%、20.58%，分别至6102、7036元/吨，均处于历史较高位置。

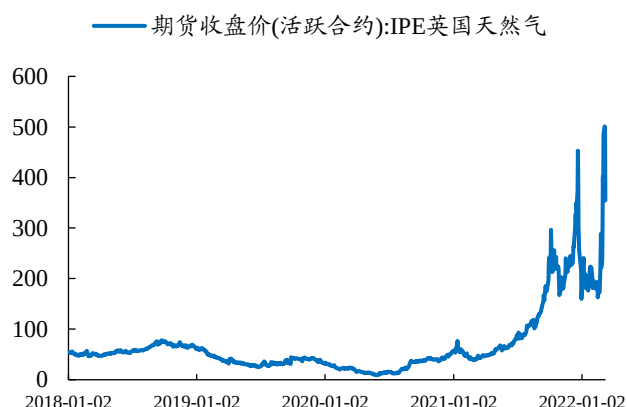
图16: 截至2022年3月9日, 纸浆价格已持续上涨至历史较高水平


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

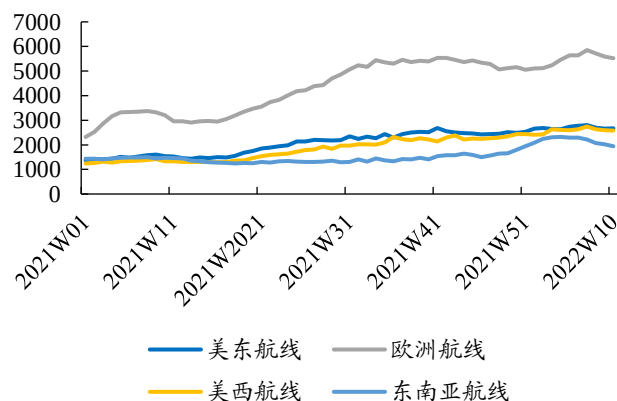
我们认为短期内纸浆价格高位态势有望持续, 驱动因素包括:

(1) 供给缺口: ①**核心纸浆生产国供应受阻:** UPM (芬欧汇川集团) 和芬兰造纸工会之间的矛盾尚未解决, 造纸工人罢工延长至2022年4月2日, 这导致纸浆工厂减产, 发货量减少。在极端天气、物流港口堵塞、海运成本高企的影响下, 加拿大纸浆出货受阻。②**新增产能延迟释放:** 智利 Arauco 的 135 万吨漂桉木浆产能延期至2022年3月投产, UPM 的 210 万吨阔叶浆厂延期至2023年3月底投产。

(2) 成本高企: ①**能源价格上涨明显:** 2022年初至3月9日, IPE 英国天然气期货价格、NYMEX 天然气期货价格涨幅分别约 119%、19%, 能源价格上涨抬高纸浆成本。②**运输成本较高:** 2021年后海运价格整体呈持续上升趋势, 近期美东、美西、欧洲及东南亚航线运输成本虽略有回落但程度有限, 海运成本仍处于高位, 导致纸浆跨国运输成本较高。

图17: 2022年初至今, 天然气期货价格涨幅较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 海运成本仍处于较高位置


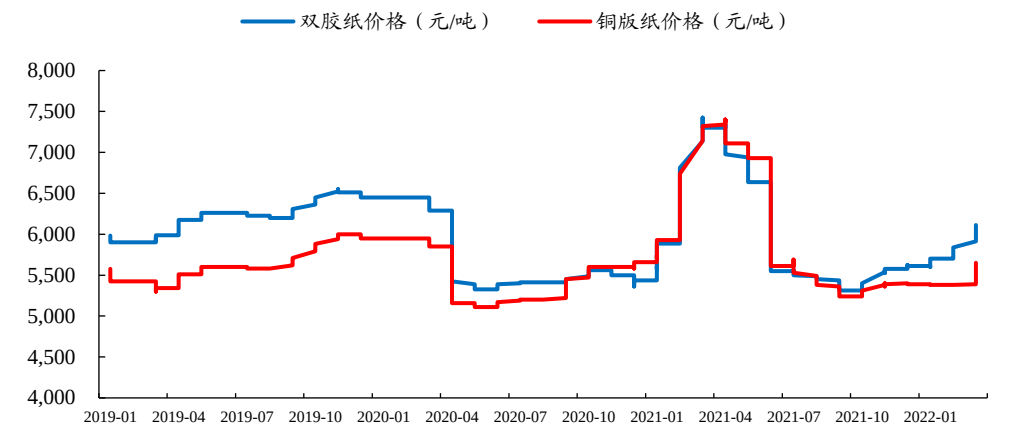
数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 战争催化: 近期俄乌局势紧张, 政治环境恶化影响俄罗斯能源出口, 推动天然气、石油等大宗商品价格上涨, 带动纸浆价格进一步上涨。

预计造纸企业周期性机遇已至。2022Q1 国内成品纸价格迎来上涨行情, 多家纸企陆续发布提价函, 文化纸温和上涨, 其中双胶纸和铜版纸年初至3月9日价格涨

幅分别为 8.91%、4.82%，分别至 6112、5650 元/吨。我们认为文化纸制造企业迎来周期性机遇，短期文化纸价格温和上涨态势有望持续，驱动力包括：

图19：2022 年双胶纸和铜版纸价格整体现温和上涨

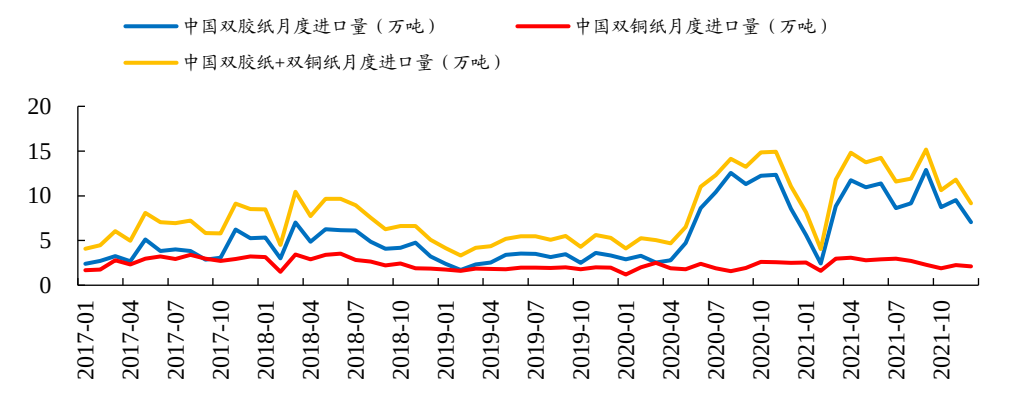


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

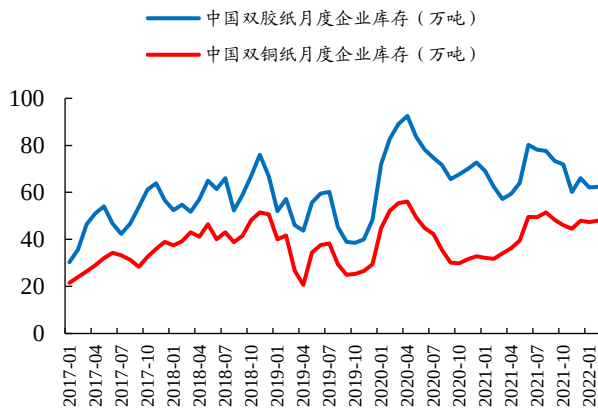
(1) 成本端：目前纸浆价格高企，同时能源价格也较高，造纸行业成本上升，支撑成品纸价格中枢上移。

(2) 供给端：
①进口减少：2021Q3 在进口低价文化纸和国家“双减”政策的影响下，国内文化纸价格一路走低，但 2021Q4 以来海外需求恢复下进口文化纸总量边际减少，Q4 双胶纸与双铜纸合计进口量环比下降 18%，进口端对国内市场的冲击有所消除。
②企业库存尚处于低位：2021 年文化纸价格疲软导致众多中小企业停产，文化纸市场供给过剩局面得以缓解；目前企业库存仍处于历史低位，2022 年 2 月双胶纸和铜版纸企业库存分别为 62 和 48 万吨。
③新增产能释放有限：纸浆和能源价格较高导致中小纸企难以盈利，卓创资讯数据显示，2022 年 2 月双胶纸和铜版纸开工负荷率较低，分别为 62%和 70%，虽然大厂 2022 年有新增产能释放（如太阳纸业广西基地 55 万吨文化纸已于 2021 年 9 月开始投产），但众多中小纸企停产背景下预计对市场供给端整体影响有限。

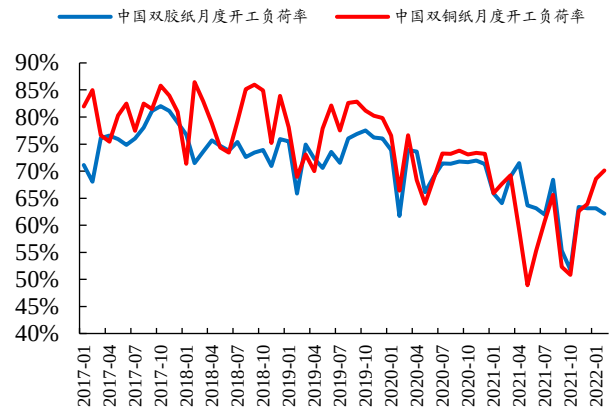
图20：2021Q4 文化纸进口总量呈边际下降趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

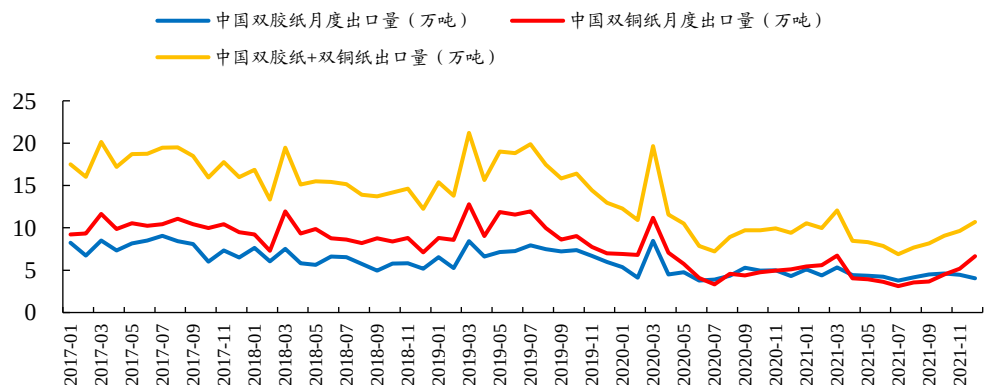
图21: 2022 年 1-2 月文化纸企业和社会库存尚处于低位


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图22: 2022 年 2 月双胶纸和铜版纸开工负荷率较低


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

(3) 需求端: ①**出口需求恢复:** 2021Q3 开始文化纸出口逐步恢复, 8-12 月文化纸出口总量逐月上涨, Q4 环比增长 29%; 在海外核心纸企供应受阻背景下, 预计 2022 年出口恢复态势有望延续。②**教辅出版招标需求旺盛:** 每年 3-5 月份教材出版招标需求旺盛, 预计对 2022 年上半年文化纸市场的总需求有一定支撑。

图23: 2021Q4 文化纸出口逐步恢复


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

4、防御主线一：布局低估值，寻找新亮点

考虑到当前市场风险偏好降低, 估值下移以及整体国内外环境下行, 建议布局基本盘业务稳定、新拓业务有望持续提供较高增长并且估值进入安全投资边际的企业。

4.1、家电行业：关注低估值稳增长标的

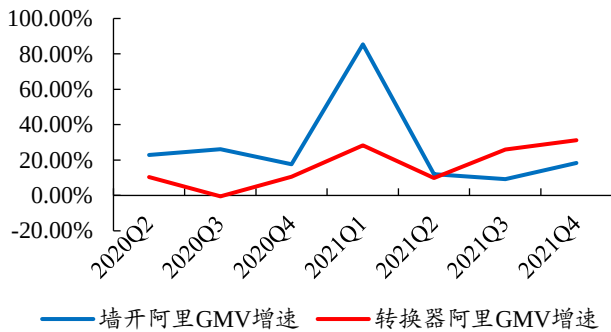
推荐标的: 公牛集团、三花智控、JS 环球生活; **受益标的:** 盾安环境、德昌股份、飞科电器。

4.1.1、公牛集团：核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 逐渐驶入快车道

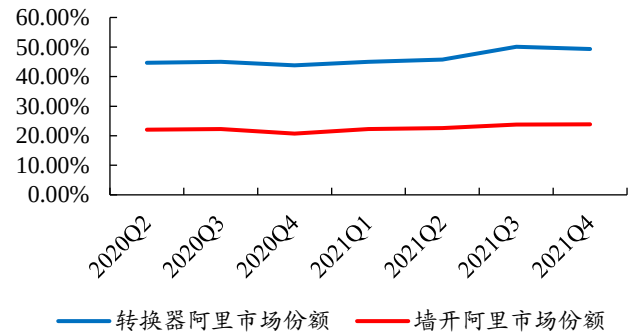
核心推荐逻辑在于传统墙开、转换器核心业务龙头地位稳固有望提供稳定增长来源, 以及新能源充电业务、LED 照明业务驶入快车道将提供额外增量。具体来看:

(1) 墙开、转换器两大核心主业龙头地位稳固, 展望 2022 年渠道深化+智能化

升级下有望维持稳健增长：生意参谋数据显示公司转换器、墙开阿里渠道份额稳定位列市场第一，2021 年市占率分别达 47.8%、23.4%。展望 2022 年及未来，转换器作为偏刚需快消品类，受外部因素影响较小，自然更新需求稳定，预计维持较高单位数的稳定增长。墙开方面，产品端智能化升级和渠道端发力下沉市场+B 端市场是稳增长的两大抓手，其一产品端智能化升级是行业发展趋势，其二墙开下沉市场和 B 端市场格局分散，还有较大拓展空间。产品端来看公司目前已经逐步发力智能开关、智能插座等品类，渠道端来看公司 B 端业务拓展快速，并且拟逐步针对下沉市场布局相关产品，预计产品、渠道两端发力之下维持 15-20%左右稳定增长。

图24：2021 年公牛转换器、墙开阿里渠道维持较高增长


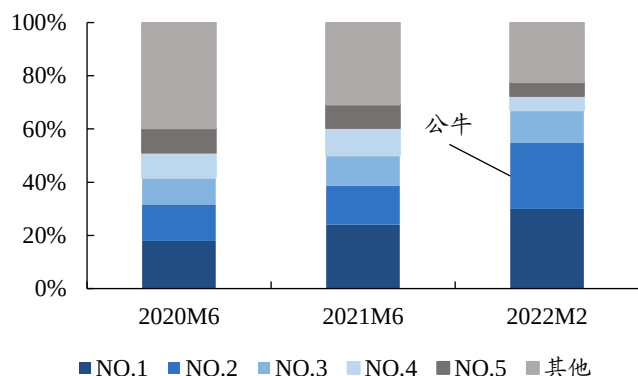
数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图25：公牛转换器、墙开阿里渠道市场份额行业领先


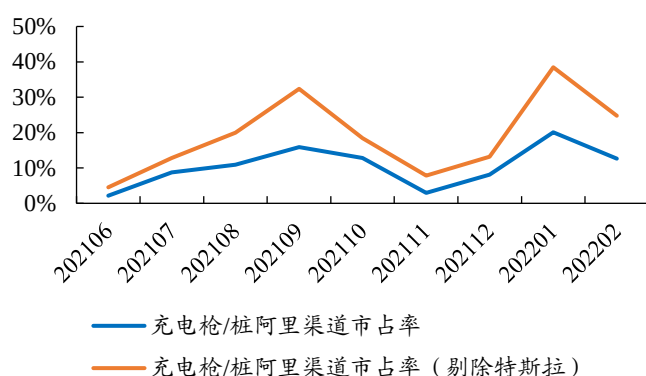
数据来源：生意参谋、开源证券研究所

(2) LED 行业格局分散利好后进入者，渠道+供应链赋能助力 LED 照明业务驶入快车道：首先高增长驱动因素之一在于行业的 β 增长，中国 LED 照明行业空间大且格局尚未成型，公司渠道、产品优势明显，发力 LED 照明特别是以灯饰、智能照明为主的业务将为公司带来较大的增长潜力。其次高增长另一个驱动因素来源于强协同效应+供应链标准化降本能力形成的 α 增长。产品端公司加速布局无主灯等智能照明产品，行业智能化趋势下无主灯增长可期，渠道端强协同效应加速新品导入、增强公司套系化销售能力，供应链端各环节标准化能力有望实现无主灯等新品的快速普及。展望 2022 年及未来，我们预计 LED 照明业务有望维持 30%左右较高增长。

(3) 新能源风口下充电枪/充电桩迎来快速发展，公司凭借其在传统电连接领域的技术优势和“安全可靠”的品牌形象已率先在线上新能源电连接中低端市场占据较大份额。生意参谋数据显示，自推出新能源电连接产品以来，公司阿里渠道市占率呈上升趋势，2022M1 市场份额提升至 20%，剔除特斯拉后可以发现公司已经抢占新能源电连接中低端市场较大份额，2022M1 市场份额提升至 38.46%。我们认为公司已在线上市场形成先发优势，快速放量下有望形成规模优势，规模化、套系化优势进一步提升未来公司线下 B 端渠道的获客能力，线上+线下双驱动下未来增长潜力较大。

图26: 中低价位市场中公牛市占率已位列行业前列


数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

图27: 公牛新能源电连接产品市占率呈上升趋势


数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

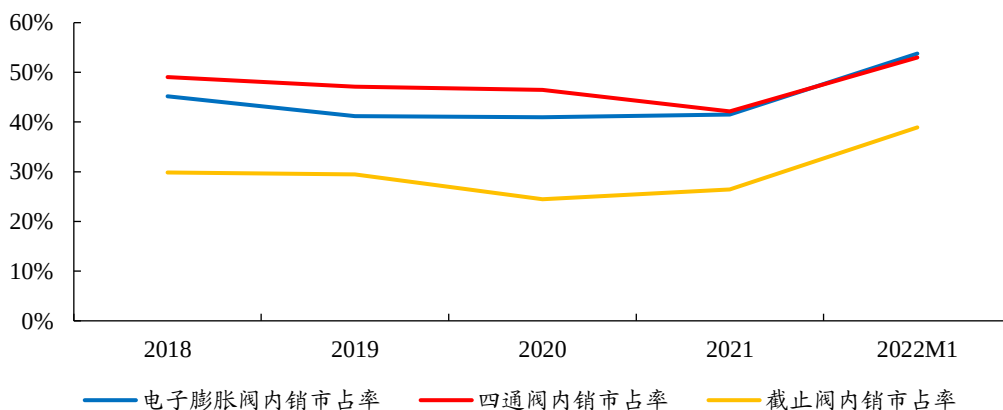
(4) 低估值稳增长: 公司作为民用电工龙头企业, 传统主业地位稳固, 新能源、LED 照明业务拓展成效渐显, 毛利率、费用管控能力较强, 目前估值已处于安全边际范围, 存在布局机会。

我们预计 2021-2023 年公司净利润为 28.13/33.49/39.65 亿元, 对应 EPS 为 4.68/5.57/6.59 元, 当前股价对应 PE 分别为 29.3/24.6/20.8 倍, 维持“买入”评级。

4.1.2、三花智控: 核心阀件主业行业地位稳固, 看好汽零业务订单持续放量

核心推荐逻辑在于传统三大空调阀件市场地位稳固, 汽零业务已驶入快车道, 看好未来汽零业务订单持续放量支撑公司整体业绩增长。具体来看:

(1) 制冷空调阀件领域市场地位稳固, 看好全球节能降耗下制冷业务长期稳定增长。 家用空调领域, 产业在线数据显示, 公司电子膨胀阀、截止阀、四通阀三大阀件内销量市占率领先行业, 2021M1 市占率分别达 53.78%/38.92%/53.0%, 考虑到公司阀件成本规模优势明显, 并且产品具备较高稳定性, 我们认为后进入者较难对行业第一梯队企业形成冲击, 预计市占率将保持稳定。而全球节能降耗导向下高效空调更新需求以及变频冰箱新增需求将带动公司电子膨胀阀等高效、节能空调零部件稳步发展。商用空调领域, 当前外资企业占据较大份额, 随着三花智控、盾安环境等国内企业发力商用领域, 产能布局稳步推进下成本优势将得到显现, 未来有望加速国产替代, 并进一步提振盈利能力。

图28: 三花智控三大阀件内销市占率领先行业


数据来源: 产业在线、开源证券研究所

(2) 新能源零部件领域先发优势明显，看好订单持续放量拉动汽零业务快速增长。产品方面，公司已实现车用阀+热+泵全覆盖，集成化优势明显。受益于较强的产品优势以及先发优势，目前公司已为全球各大新能源车企相关车型批量供货，我们测算 2020 年公司全球新能源热管理市场份额约 9.4%，已率先抢占新能源车热管理市场，并且预计 2021 年汽零业务维持超 60% 较高增长，新能源热管理市场份额有望进一步提升。行业内领先的市场份额将带来较强的规模效应，叠加新能源车生命周期内更换供应商概率较小，提高了对后来者的进入门槛。**展望 2022 年，随着通用、上汽、宝马等客户相关新能源车型实现量产上市，预计公司在手订单将持续增长。长期来看，公司有望在大客户效应下跟随行业实现高速增长。**

(3) 汽零业务高增趋势性较强、盈利能力恢复弹性大：我们认为公司盈利能力恢复弹性较大，除了原材料价格企稳回落带来的利润修复，还在于汽零业务盈利提升。展望未来，随着新能源订单持续放量以及技改项目实现量产，规模效应下公司汽零业务毛利率有望企稳回升，从而进一步驱动公司业绩增长。目前公司估值已回落至中枢以下，稳增长、盈利能力恢复弹性大的预期下存在布局机会。

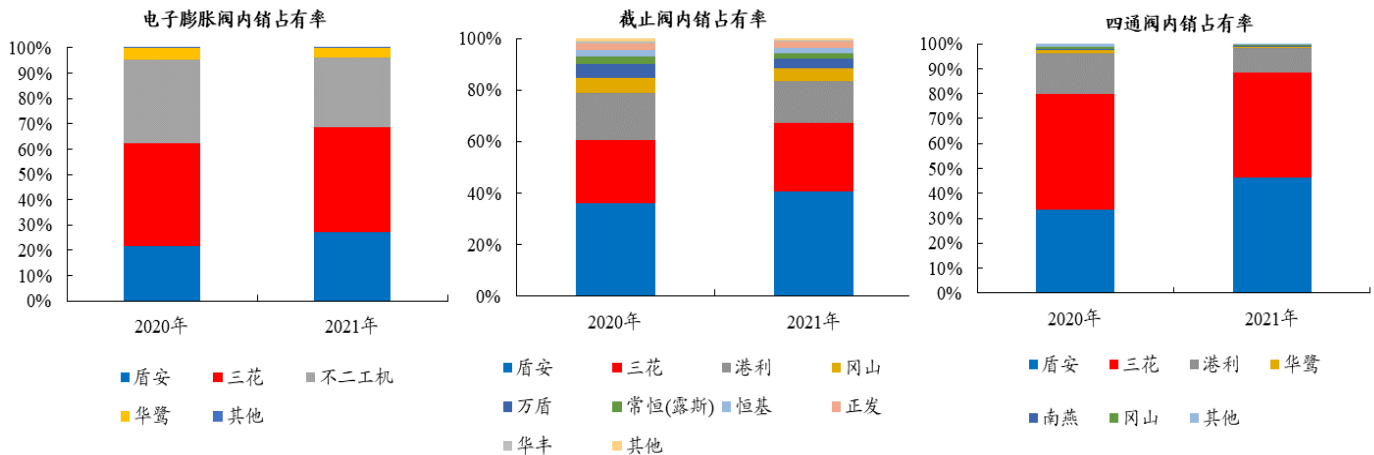
我们预计 2021-2023 年归母净利润为 16.82/22.52/29.03 亿元，对应 EPS 为 0.47/0.63/0.81 元，当前股价对应 PE 为 36.5/27.3/21.2 倍，维持“买入”评级。

4.1.3、盾安环境：业务剥离、格力入局缓解经营压力，新能源提供亮点

核心推荐逻辑在于业务剥离、格力入局缓解经营压力，聚焦制冷主业下阀件业务稳中向好，并且新能源热管理业务有望随着行业二供、三供的开放实现较快增长。具体来看：

(1) 业务剥离、格力收购提升公司内生增长动力，聚焦制冷主业+切入商用和新能源热管理赛道实现协同发展，有望逐步走出经营困境。此前公司其他非主营业务盈利能力较差，使得公司整体盈利承压较为明显，2018-2021H1，公司基本完成对非核心业务及资产的剥离，重新确立业务发展重点，聚焦制冷主业、拓展商用与特种领域、积极切入新能源热管理赛道，我们认为进入 2022 年公司有望逐步走出经营困境。此外格力入股预计助公司摆脱流动性风险，并且提供业务拓展资金、产业资源等有效支撑，协同效应下长期竞争优势有望得到提升。

(2) 聚焦制冷主业下阀件业务稳中向好，商用领域发展渐显成效。家用制冷阀方面，龙头聚集效应明显，公司聚焦制冷主业后阀件业务得到较大改善，产业在线数据显示，2021 年公司电子膨胀阀、截止阀、四通阀三大阀件内销市占率分别为 27.1%/40.7%/46.5%，同比提升 5.63/4.53/12.93pcts，行业或将形成三花智控、盾安环境双寡头竞争格局。商用领域方面，聚焦商用中央空调、特种空调等，当前新客户开发势头良好，已格力美的的供应链，预期高毛利商用制冷业务也将进一步拉动公司整体盈利能力。**展望 2022 年及未来：**(1) 家用制冷配件领域，目前龙头竞争优势明显，电子膨胀阀技术专利壁垒较强，截止阀与四通阀规模优势和成本优势壁垒明显，三花智控和盾安环境凭借先发优势有望形成对后进入者的进入壁垒，强化市场地位。(2) 商用制冷领域，未来有望借助格力的平台及产业链资源实现商用制冷、特种设备领域的进一步拓展。

图29：盾安环境和三花智控在电子膨胀阀、截止阀、四通阀三大阀件市场竞争优势明显


数据来源：产业在线、开源证券研究所

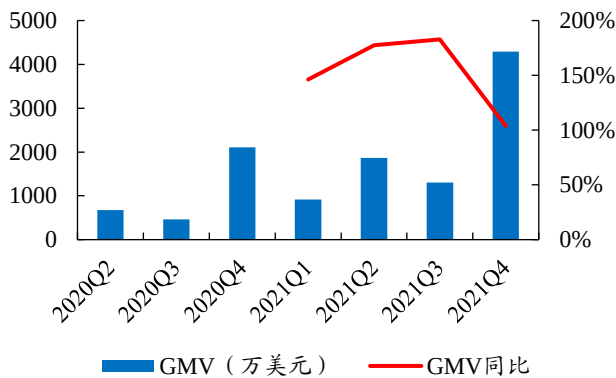
(3) 随着新能源热管理配件二供、三供放开，公司热管理业务或将迎来较快发展。当前公司已经与比亚迪、理想、蔚来、一汽、吉利等新能源车企达成合作，并且借比亚迪迅速打开了热管理市场。同时在商用电池热管理领域公司也与宁德时代、微宏动力、盟固利等电池企业及宇通、中车、一汽解放等商用车车企建立了良好的供货关系。展望未来，虽然当前公司热管理业务体量较小，但随着新能源车企开放二供、三供，公司有望凭借自身在产品层面的技术优势和大客户效应实现热管理业务的快速拓展。

4.1.4、JS 环球生活：SharkNinja 基本面稳定，关注盈利能力恢复弹性

核心推荐逻辑在于新品持续赋能 SharkNinja 基本面稳定，中短期来看公司盈利能力恢复弹性较同行业企业高，收入利润均有望实现双位数的良性增长。并且当前公司估值已达历史低位，提供布局机会。具体来看：

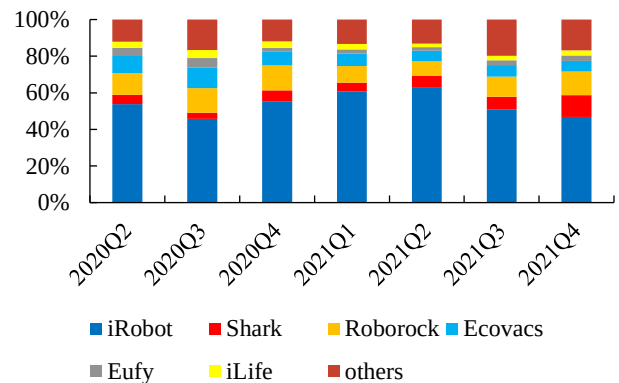
(1) 扫地机美亚市场持续放量有望驱动 Shark 稳健增长，建议关注美国低端机换机潮带来的增长机会。美亚数据显示，Shark 扫地机线上市场放量明显，2021 全年 GMV 增速约 132%，2022 年以来累计 GMV 增速约 95.24%，市占率由 2020 年的 5.03% 提升至 2021 年的 8.09%。2021 年 Shark 品牌美亚 GMV 增速约 30%，实现较高增长主系扫地机推动，进一步测算 2021 年 Shark 吸尘器美亚 GMV 增速约 16%。展望 2022 年及未来，考虑到 Shark 较强的品牌力以及 LDS 导航技术产品的补齐，我们预计扫地机仍将实现超 30% 较高增长，并且扫地机占比的提升将进一步驱动 Shark 稳健增长。此外，建议关注海外市场低端机换机潮以及 LDS 产品在海外普及带来的潜在机会。

图30: 2021 年 Shark 扫地机美亚维持超 100%增长



数据来源: 美国亚马逊、开源证券研究所

图31: 2021 年以来 Shark 扫地机美亚市占率持续提升



数据来源: 美国亚马逊、开源证券研究所

(2) 当前时点看新品市场反馈良好，看好推新持续推新赋能 SharkNinja 基本面稳定。我们对公司 2021 年上市新品在亚马逊渠道市场表现进行分析，可以发现吹风机、冰淇淋机等厨房小家电以及清洁电器新品均已占据一定市场份额，此外英国站清洁电器市场份额提升明显，空气炸锅、榨汁机、吸尘器等传统优势品类在德国站已初显竞争力。展望 2022 年，继续看好新品类扩展、新市场扩张带来的增长驱动力，Shark 品牌方面，有望在扫地机的驱动下实现稳健增长；Ninja 品牌方面，推新有望持续赋能 Ninja 在美国、欧洲市场的渗透，预计实现 30% 左右较高增长；综合来看预计 SharkNinja 分部有望实现 20%-30% 增长。

表3: SharkNinja 新品在亚马逊美国站、英国站、德国站已占据一定市场份额

	吹风机	空气净化器	冰淇淋机	空气炸锅	料理机/榨汁机	电压力锅	室内烤架	烤箱	棒式吸尘器	直立式吸尘	手持吸尘
美国站新品月销售额市占率	3.88%	1.80%	8.10%	4.69%	22.78%	3.54%	5.23%	6.32%	7.42%	19.01%	6.27%
英国站新品月销售额	-	-	-	5.87%	12.44%	54.57%	-	-	40.28%	31.29%	13.07%
德国站新品月销售额	-	-	-	8.31%	3.65%	-	-	-	10.41%	-	5.21%

数据来源: 美国亚马逊、英国亚马逊、德国亚马逊、开源证券研究所

(3) 关注产品结构优化、供应链协同降本延续等内生增长动力带来的盈利能力修复。展望 2022 年及未来，供应链协同降本仍将持续，并且在 Ninja 扩品下供应链协同仍有一定提升空间，叠加关税预期豁免等外部负面因素缓解，盈利能力修复弹性较大，中长期来看预计净利率中枢为 10% 左右。此外，预计当前 SharkNinja 积压货物已运输至美国，库存压力将得到缓解，同时建议关注 2022 年下半年低基数下营收增速边际改善。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 4.88/6.29/8.34 亿美元，对应 EPS 为 0.14/0.18/0.24 美元，当前股价对应 PE 分别为 6.3/4.9/3.7 倍，当前估值已处于历史低位，维持“买入”评级。

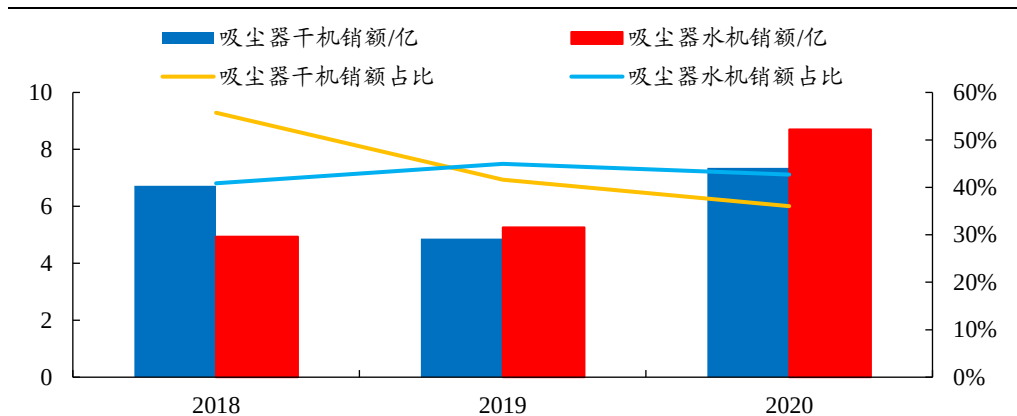
4.1.5、德昌股份: 吸尘器主业稳定增长，EPS 电机业务站上国产替代风口

公司起家吸尘器电机制造，通过产业链延伸和客户开拓，已成功实现到吸尘器整机、多元小家电产品的两次转变。汽车 EPS 电机技术历经多年积累，有望借助 EPS 系统装车率提升和国产品牌替代的风口机遇迎来收入放量和盈利能力提升。

吸尘器业务方面，2016-2021 年全球吸尘器市场零售量 CAGR 为 4.5%，吸尘器

市场平稳增长。从公司份额来看，德昌股份的大客户 TTI 在 2016-2021 年全球吸尘器市场份额始终保持第一，领先优势明显。2018-2020 年公司对 TTI 的吸尘器产品销售收入分别为 11.66、10.14、15.97 亿元，分别占公司当年吸尘器产品收入的 100%、100%、99.82%，通过深度绑定大客户 TTI，公司的吸尘器业务有望保持平稳增长。公司吸尘器 ODM 业务占吸尘器整机收入的比重从 2018 年的 52.66% 上升至 2020 年的 64.42%；同时，对于技术附加值更高的水机产品，公司 ODM 业务占吸尘器整机收入的比重从 2018 年的 25.27% 上升至 2020 年的 36.97%。以 OEM 向 ODM 转型+干机向水机转型，拉动吸尘器业务毛利率稳步提升。

图32：公司不断优化吸尘器产品结构，2018-2020 年吸尘器水机销售额逐年递增



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

多元化小家电方面，凭借较强的拓品类、拓客户能力，与 HOT 合作头发护理电器业务，2019 年头发护理家电业务收入 0.74 亿元，占营收比例为 6.28%，2020 年头发护理家电业务收入 3.50 亿元，占营收比例达 17.14%。HOT 成功开拓为公司第二大核心客户，验证了公司开拓业务和客户的能力较强。

汽车 EPS 电机业务方面，国内汽车 EPS 系统装车率 2007-2017 年从 6.96% 增长至 60%，随着新能源汽车热销拉动有望进一步提升。目前国内 EPS 电机行业以进口、合资及外资品牌为主导，但是随着国内公司的研发实力不断增强，有望凭借较高性价比，把握国产替代风口机遇。目前公司 EPS 电机已实现小批量生产，并已投产两条专用生产线和全套检验设备，实现注塑流程、无刷电机制造的全自动化，且与南京东华等公司签署项目定点函。公司 EPS 电机技术积累深厚，拥有 3 项相关核心技术，可用于降低成本、提高电机的绝缘性能和位置检测精度。在研项目布局长远，可使系统安全级别进一步提升的第二代 EPS 电机—六相冗余电机已处于样件测试阶段。

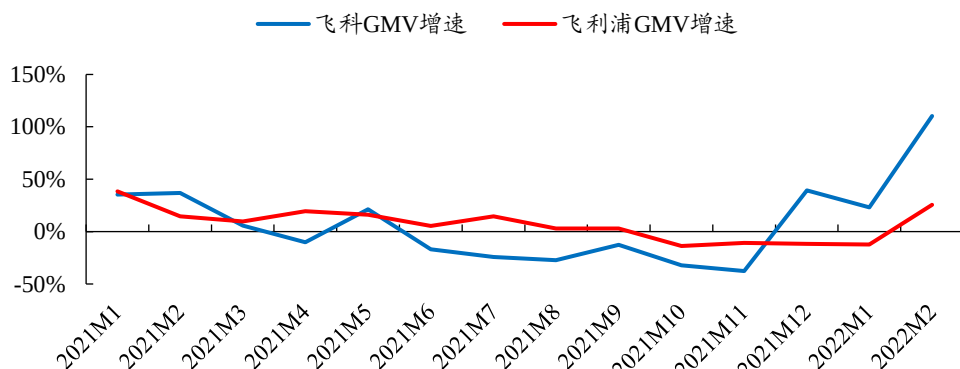
4.1.6、飞科电器：渠道改革已成，剃须刀主业稳健、吹风机份额修复可期

公司渠道改革推动飞科由性价比品牌向卖创新附加值的中高端品牌转变，借助国潮崛起大势，对公司推高卖新、提升价格带形成支撑。线下渠道改革基本成型，2020Q4 砍掉批发商后，一方面坚决转型区域分销+KA 直供，另一方面 2022 年预计新开购物中心直营体验店 40-50 家。线上渠道 2020 年开始 C 端化改革，布局抖音、小红书、B 站新兴平台。截止 2022 年 2 月中旬抖音渠道累计销额 1 亿，对比 2021 年全年抖音渠道销额不到 3 亿，增速较快。

公司剃须刀主业稳健，顺应行业智能化、时尚化、年轻化的趋势，公司 2020 年推出感应式剃须刀，2021 年推出太空小飞碟剃须刀，产品升级持续拉动热销。根据奥维数据，2021 年国内剃须刀整体市场销售额增长 4.4%，公司销额远快于大盘数据。

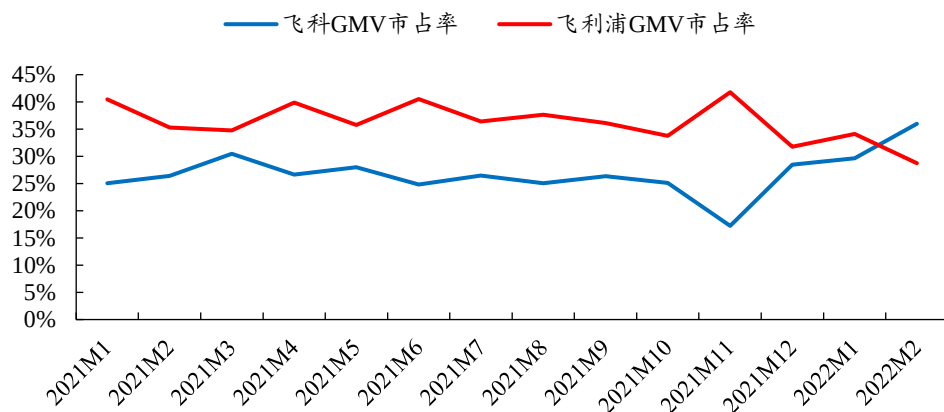
公司线上全渠道布局，2021 年京东渠道占比提升，天猫渠道占比有所下滑。根据生意参谋，2021 年 12 月以来飞科品牌剃须刀阿里渠道 GMV 重回正增长，且增速快于竞品飞利浦品牌，2022 年 2 月飞科品牌剃须刀阿里渠道 GMV+110.3%，销售趋势良好。我们预计，2022 年产品升级迭代趋势仍将延续，新品预计将把价格带上限拉到飞利浦品牌价格带中，有助于公司抢占更多市场份额。

图33: 2021 年 12 月以来飞科品牌剃须刀阿里渠道 GMV 增速明显提升，快于飞利浦



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图34: 2022 年 2 月飞科品牌剃须刀阿里渠道市占率超过飞利浦



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

电吹风品类作为公司传统品类之一，2021 年市场份额有所下滑，2022 年看好公司市场份额修复。根据奥维数据，2021 年国内电吹风市场销售额增长 10%，公司销售额却同比下滑，主系在电吹风行业时尚化、小型化、高速化新趋势下，公司处于研发团队调整补强、新品技术自主研发的调整期。目前调整基本到位，预计 2022 年上半年能推出 1-2 款电吹风新品，产品升级下逐步把价格带从 60-70 元，提升到 100 元以上，看好公司电吹风品类重整旗鼓，在品牌升级、渠道升级、产品升级下有望实现市场份额修复。

表4: 家电行业推荐标的及受益标的（防御主线一）

公司名 称	PE			净利润（亿元）			净利润增长率（%）			2021-2023 预 测净利润	总市值 （亿元）
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR(%)	
公牛集团	29.3	24.6	20.8	28.1	33.5	39.7	21.6	19.1	18.4	18.72	824.52
三花智控	36.5	27.3	21.2	16.8	22.5	29.0	15.0	33.9	28.9	31.37	614.46
JS 环球生活	6.3	4.9	3.7	30.9	39.9	52.9	41.8	28.9	32.5	30.73	194.83
盾安环境	24.3	18.1	14.7	4.1	5.5	6.7	140.8	34.3	22.8	28.42	98.97
飞科电器	28.3	24.8	21.9	6.9	7.9	8.9	8.4	14.1	13.3	13.69	195.76
德昌股份	18.6	12.4	10.3	3.1	4.6	5.6	2.0	49.7	19.8	33.92	57.54

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：盾安环境、飞科电器、德昌股份为 Wind 一致盈利预测，其它盈利预测均来源于开源证券研究所，收盘价截至 2022 年 3 月 11 日）

4.2、轻工行业：关注基本盘稳定、估值较低标的

推荐标的：顾家家居、欧派家居、索菲亚、喜临门、敏华控股、晨光文具

家居板块中，龙头公司品类、渠道不断扩张，市场份额提升路径清晰，推荐欧派家居、顾家家居、敏华控股；推荐内部管理优化、经营改善的定制家居龙头索菲亚，目前估值处于底部，看好政策风险趋稳后估值回升；床垫赛道优质，推荐自主品牌零售高速增长喜临门。此外，我们也长期看好核心业务稳健增长，新业务快速发展的文创龙头晨光文具。

4.2.1、顾家家居：内部管理改善，内销稳健增长，大家居稳步推进

内部管理改善，组织结构升级激发活力，渠道变革、品类融合、数字化信息化发展，核心竞争力全面提升，继续推进大家居整合。组织管理方面进一步改革，提升中台组织能力，成立中台事业部各品类产品力，整合产研销、人财物价值，对管理队伍进行优化，岗位变动超过 1/3，同时推动高管轮岗，加深管理团队对公司经营系统的理解，为激发组织活力提供强大的动力，前后两期经销商增持股份计划绑定核心经销商，形成充分、有效的激励机制；渠道改革上，区域零售中心、仓配服试点分解经销商职能，带来产业链价值重新分配、提升渠道效率；大家居品类整合，卧室、功能、定制高潜品类放量，大店模式下销售场景化、套餐化，提高连带销售比例，推进大家居融合店店态；线上业务方面，将电商业务提为一级部门，线上线下协同发展；纵向拓宽品牌价格带，定位延伸拓展；数字化营销中心全面赋能经销商，信息化提升供应链效率。

内销稳健增长，外销重点提升盈利能力。2022 年公司收入和利润目标增速为 20%，预计内销增速偏高，其中功能沙发、定制、床垫高潜品类增速比较快，休闲品类稳定增长，预计外销增速略低，主要以沙发为主，休闲和功能保持均衡。我们预测 2022 年 1-2 月订单整体同比增长约 20%（内销增长约 20-25%，外销增长约 15-20%）。内销方面，继续推进渠道下沉，加快大家居融合店店态推进，发力功能、定制、床垫三

大高潜品类，加快拓店速度，预计 2022 年新开店 800-1000 家，在快速扩门店同时，
大店占比提升推动连带销售比例提高、拓品类提高客单值、区域零售中心建设提升
运营效率，预计 2022 年店效同比提升，凸显大家居龙头超越行业的增长空间。外销
方面，公司预计将重点放在提升盈利能力上，加强内部对利润率的考核，调整外销组
织架构，优化产品、供应链、研发等各环节，提升生产人效和管理效率，提升大客户
的份额，同时优化海外产能布局，提升生产效率节省成本。

我们预计 2021-2023 年归母净利润 16.85/20.52/24.96 亿元，对应 EPS 为
2.67/3.25/3.95 元，当前股价对应 PE 为 24.1/19.8/16.3 倍，核心竞争力全面向上，进
一步向大家居迈进，看好未来增长空间，维持“买入”评级。

4.2.2、欧派家居：整装、衣柜发力，业绩稳健增长，份额持续提升

**继续坚持整装大家居战略，升级整家定制、完成信息化系统建设，提升 α 属性、
抵御周期波动，市场份额有望进一步提升。**渠道方面，把握行业渠道裂变，推进销售
渠道精细化管理，进一步加大激励经销商力度；产品上，升级整家定制，提升客单值，
促进品类之间互相引流；品牌方面，横向延伸欧派、欧铂丽、铂尼思等品牌，多品牌
战略继续领跑行业；不断升级信息化管理水平，提高服务质量以及专业度，为多品
牌、多品类、全渠道提供强有力软件基础。2022 年欧派家居整装大家居、衣柜目标
增速分别为 50%、25%，成为驱动公司业绩增长强力因素，凭借强大的渠道、品类、
数字化优势继续向大家居龙头迈进。

整装、衣柜驱动公司业绩增长。整装大家居：2022 年公司整装大家居目标为达
到约 30 亿元，预计增长超过 50%，2021 年公司整装大家居进入良性循环，已经超额
完成 600 家整装合作体量，未来公司将继续通过优质服务、成套产品与更多头部头
部装企合作，完成整装拓展；衣柜及配套品：2022 年衣柜及配套品整体目标是收入
突破 100 亿元，预计增长 25%左右；橱柜收入目标为实现双位数增长，2022 年公司
继续在组织架构方面推进厨柜、衣柜融合，加强代理商之间资源、店面以及销售套餐
的合作；大宗业务 2022 年目标区间较大，保底目标为适当降速，2022 年公司大宗业
务会重点开发保障房项目。我们预测 2022 年 1-2 月订单整体同比增长超过 40%，橱
柜同比增长约 50%，衣柜同比增长约 60%，整装同比增长 70%以上，工程业务有所
下滑。

我们预计 2021-2023 年归母净利润 27.88/35.21/42.61 亿元，对应 EPS 为
4.58/5.78/6.99 元，当前股价对应 PE 为 30.4/24.1/19.9 倍，公司近期已发布第一期卓
越员工持股计划，有望充分调动员工积极性，彰显公司发展信心，业绩稳健，继续向
大家居龙头迈进，维持“买入”评级。

4.2.3、索菲亚：内部管理优化，经营改善有望带动估值修复

内部管理改善，加强对经销商的赋能，多措施并举，提升盈利能力。新管理团队
上任重点调整营销政策，加强终端培训，实施点将收费模式，加大对经销商的帮扶力
度，进行组织结构变革，重建营销、培训、设计、家品选品团队。同时，多措施并举
提升公司盈利能力：实施价格调整，减少引流花色，提升总体的毛利率；通过建立标
准化模块产品库和标准化设计，加快标准化生产的进程，以提升人效；引入行业内优
秀人才，未来将进行市场化运作，执行点将收费制，弥补人工费用和差旅费用的增
加，2022 年直营整装和米兰纳预计将进一步成长，逐步实现规模化运营预计将有效
控制费用率；未来工程客户的结构预计将持续优化，更多聚焦优质核心地产商，工
程端业务提出不少新的尝试，逐步加大经销商占比，利于公司防范风险和建立更完善

的工程业务风控体系，充分发挥供应链的优势。

零售端继续发力，发布整家定制战略，重点推出 315 整家定制套餐，多品类融合推动客单值、转化率提升。公司发布 4 款 39800 整家定制套餐，主打套餐包含 20 平方柜类定制+3 平方背景墙+10 件家居配套（芝华仕、舒达品牌）+免费送 7 米橱柜+加 999 元送卡萨帝烟灶 2 件套，为消费者提供更为全面的一站式套餐，更高的性价比有望带来更好的引流效果，整家定制的推行有望带动品类延伸、客单值提升，2022Q1 经销商进行门店升级、整家定制产品上新有望带来零售业务积极变化、成为公司新的增长驱动力，继续实行 C6 计划，即 2022 年实现客单值达到 6 万元，目前已全国范围进行布局，加大对经销商的落地帮扶、培训，实现流量价值最大化。不断完善品类矩阵，索菲亚、司米、米兰纳、华鹤 4 大品牌全渠道、全品类推进，覆盖高中低端市场；公司不断优化供应链，推进信息化发展，同时持续优化零售渠道，强化对经销商的考核和管理。我们预测 2022 年 1-2 月份累计接单量小个位数增长。

我们预计 2021-2023 年归母净利润 1.16/15.63/18.64 亿元，对应 EPS 为 0.13/1.71/2.04 元，当前股价对应 PE 为 171.4/12.7/10.6 倍。公司整家定制业务顺利推进预计带来业绩放量，持续优化零售渠道有望进一步提升公司竞争力，维持“买入”评级。

4.2.4、喜临门：床垫赛道优质，品类协同、渠道拓展推动份额提升

床垫赛道优质，行业渗透率、集中度增长空间大，有望对冲地产行业波动。根据前瞻产业研究院数据，2020 年中国床垫市场的 CR3 仅为 12%，未来具有较大的增长空间，同时床垫仍处于较低阶段，未来随着渗透率增长床垫行业更换频率有望提升，利于行业对冲地产行业波动，随着床垫消费属性不断增强，龙头公司品牌力更利于抢占市场份额、享受品牌溢价。随着家居家装下乡政策推进，在下沉市场上床垫等家居标品更加易于推广，喜临门作为行业龙头有望享受床垫行业渗透率、集中度提升红利。

自主品牌业务高速领跑，多品类、全渠道发力。产品方面，以床垫为核心，聚焦卧室产品，挖掘卧室更深入空间，向软床及配套品拓展。强研发投入推动产品升级，提升竞争力；通过外延打入沙发市场、完善产品矩阵，推动沙发业务增长。渠道方面，与大型家居卖场进行长期战略合作，增加拿店面积，推进快速扩门店；新开门店延伸至街边店、购物中心，打入空白市场并增加存量市场密度，积极拓展校园、家电家装、直播等新渠道；推出“喜眠”系列产品，积极布局下沉市场。2022 年维持新开 800-1000 家计划；多品类融合、套系化销售，提高产品连带率，在保证开店速度同时增加店效、提高盈利能力。我们预测 2022 年 2 月公司整体订单同比增长 25-30%，其中自主品牌零售同比增长约 40%，自主品牌工程业务下滑 15-10%（主要系酒店装修缩量），代工业务同比增长约 20%。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.50/7.22/9.53 亿元，对应 EPS 为 1.42/1.86/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 25.5/19.4/14.7 倍，维持“买入”评级。

4.2.5、敏华控股：内销高增，估值有望修复

内销通过拓门店实现高速增长，新零售系统提供信息化支持，继续在空白区域内布局渠道和工厂。内销方面，线下快速扩门店，随着新的信息化系统上线，新系统通过深化 VR 系统、强化产品视觉化、资料化赋能经销商、提升门店经营效率，精细化管理为公司布局线下拓店提供软件基础，店效方面，随着公司通过功能产品引

流、逐步拓展品类，增加配套品的销售，客单价、转化率有望提升，叠加公司产品持续涨价，单店收入有望进一步增长。未来功能产品渗透率仍有较大增长空间。全国化布局渠道和工厂，继续增加对空白区域的覆盖，布局武汉工厂以覆盖华中区域消费市场，布局完成后，公司将拥有七大工厂，缩短工厂到消费者的运输距离，提高运营效率，为内销中渠道拓展带来帮助。

全球供应链布局平稳推进外销增长，海运、原材料价格因素波动趋弱后，外销利润率有望恢复。随着欧美市场防疫政策放松，需求端有望逐步恢复，同时，布局墨西哥产能，利于抑制海外费用端的波动。2021 年受海运费、原材料价格上涨影响，外销净利率短期承压，未来随着海运费、原材料价格波动影响减弱，外销利润率水平有望得到恢复。

公司自身 α 属性强，外部不利影响减小有望带来估值修复。随着海运 FY2022H1 上半财年受原材料价格、海运费上涨、海外疫情反复影响，家居行业压力较大，中小品牌处于劣势，公司凭借优秀的产品力、品牌力、渠道力逆势增长、市占率进一步提升，表现出优秀的 Alpha，2022 年 1-2 月内销高速增长，外销持平，随着外部不利因素减弱，我们认为公司估值有望逐步修复，看好公司长期发展。我们预测 2022 年 1-2 月份公司内销订单增长超过 18%，外销持平。

我们预计公司 FY2022-2024 年归母净利润为 25.0/32.7/41.7 亿港元，对应 EPS 分别为 0.63/0.83/1.05 港元，当前股价对应 PE 为 21.0/15.9/12.6 倍，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

4.2.6、晨光文具：传统核心业务增长稳健，新业务盈利能力有望提升

核心推荐逻辑在于公司传统核心业务增长稳健，产品结构优化和渠道提效下基本盘稳固，同时新业务科力普和九木杂物社较快发展，均有望迎来规模和盈利能力双升。当前公司估值较低，拥有布局机会。

（1）传统核心业务：产品结构优化+渠道效率提升助力稳健增长。

双减政策的负面影响在逐渐改善，2021Q4 小学汛整体备货、订单都已接近历史正常水平。我们认为传统核心业务整体上将保持稳定增长，2022 全年营收增速有望达到 10%-15%，其驱动力源自公司积极应对扰动因素，适时优化产品结构和提升渠道效率：

秉持“减量提质”的产品策略，朝高附加值产品结构发展，单品对整体销售节奏的拉动作用增强。一方面减少新品开发数，近两年每年新出 SKU 品类由 2000+ 缩减至 1000 个左右。另一方面采用 IPD 集中开发模式，进一步提升产品开发的质量，2022 年将继续增加具备产品经营能力的人员，加强产品自我孵化，同时引入外部 IP 合作，研发出更受市场欢迎的产品；同时在消费升级的背景下提升高单价、高毛利的精品文创品类占比，且提前布局素质教育品类，在双减政策背景下儿童美术类产品份额有望扩大。

向品牌零售服务商转变，信息化赋能分销体系。截止 2021H1，公司拥有超 8 万家“晨光文具”零售终端，公司未来将逐步从批发商向品牌零售服务商转变，继续推广晨光联盟 APP，数据赋能分销体系升级，聚合终端销售信息利于挖掘爆款好货，进而引导终端顺应市场需求铺货，带来单店收入增长。

（2）科力普：收入规模较快增长有望延续，盈利能力有望同步提升。

2021 年前三季度公司科力普收入 49 亿元，同比增长 72%，预计 2021 全年收入规模增长较快。展望 2022 年，公司科力普业务营收有望达到百亿元，规模快速增长受到多因素的驱动：①办公文具市场容量较大，集中度提升下龙头有望收益。根据中国产业信息网的数据，2019 年我国办公用品市场规模预计达 2.07 万亿元，2016-2020 年的 CAGR 约 9%，市场空间较大。政策鼓励下政府和央企转向集中采购模式，且中型企业也逐步朝集约式采购发展，此背景下小型供应商因资质问题逐渐出清，行业集中度提升，科力普作为办公直销龙头有望收益。②公司深耕现有客户，挖掘新客户。公司除了继续加深和政府、央企、世界 500 强等大型企业合作外，对金融类客户的开拓也有望带来增量。

规模效应增强带动盈利能力提升。办公直销业务前期需要投入大量的物流、供应链建设成本，在基础设施建设逐步完善后规模效应会逐渐显现。因此在收入体量较快提升的同时，公司对产业链上下游的议价能力增强，随着后续客户结构优化和控费能力增强，预计科力普净利率上行。

（3）九木杂物社：已迈入健康轨道，有望延续快速增长态势

2021 年九木杂物社已迈入健康轨道。近年来九木杂物社进行品类扩张，定位中高端客群，选址一线购物中心，2019 年已实现单店盈利，进入积极状态；疫情影响下 2020 年亏损近 5000 万，但 2021 年上半年情况开始好转，同比+126%，态势积极；2021Q3 再次受到疫情影响增速依然较高（同比+55%），总体来看预计 2021 全年呈较快增长态势，对比同期客流变化，九木表现好于商场整体，明显已步入健康轨道。

展望 2022 年，我们认为九木杂物社将继续支撑公司整体的精品文创和高端化策略，较快增长态势将延续，驱动因素包括：①**店铺数量增加。**2021Q3 九木杂物社期末门店达 436 家（直营店 299 家，加盟店 137 家），单三季度净开店 33 家（直营店 23 家，加盟店 10 家），预计 2021-2022 每年开店数量有望达到 100 家。②**店收入增加。**九木杂物社重视货品选择，拥有自有团队不断开发新品，未来一定程度上也会借助第三方品牌进行品类组合，但会合理把握原创和第三方品牌的占比。随着公司持续优化商品组合，标准化店铺运营，未来坪效和盈利水平有望同步提升。

我们预计 2021-2023 年归母净利润为 15.18/17.64/21.08 亿元，对应 EPS 为 1.64/1.90/2.27 元，当前股价对应 PE 为 31.5/27.1/22.7 倍，龙头地位稳固，维持“买入”评级。

表5：轻工行业推荐标的及受益标的

公司名称	PE			净利润（亿元）			净利润增长率（%）			2021-2023 预测净利润	总市值
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR(%)	（亿元）
顾家家居	24.2	19.9	16.4	16.9	20.5	25.0	99.3	21.8	21.6	21.71%	408.80
欧派家居	27.0	21.4	17.7	27.9	35.2	42.6	35.2	26.3	21.0	23.63%	752.24
索菲亚	151.6	11.5	9.7	1.2	15.6	18.6	-90.3	1252.5	19.3	300.86%	179.83
喜临门	21.5	16.5	12.4	5.5	7.2	9.5	75.5	31.3	32.0	31.63%	118.55
敏华控股	13.0	9.8	7.8	25.0	32.7	41.7	29.8	31.0	27.5	29.23%	321.32
晨光文具	31.5	27.1	22.7	15.18	17.64	21.08	19.9	23.7	20.6	17.84	477.79

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：盈利预测均来源于开源证券研究所，收盘价截至 2022 年 3 月 11 日）

4.3、 纺织行业：把握处于估值低位的细分领域龙头公司

纺服行业建议布局估值在历史低位，2022 年基本面稳定、有望形成预期差的运动服饰领域各环节龙头公司，以及高分红低估值且业绩增长稳健的家纺板块。**推荐标的：滔搏、安踏体育、华利集团、稳健医疗，受益标的罗莱生活、水星家纺、富安娜。**

4.3.1、滔搏：国际品牌业绩改善、拓展新客户&市场，静待新财年业绩复苏

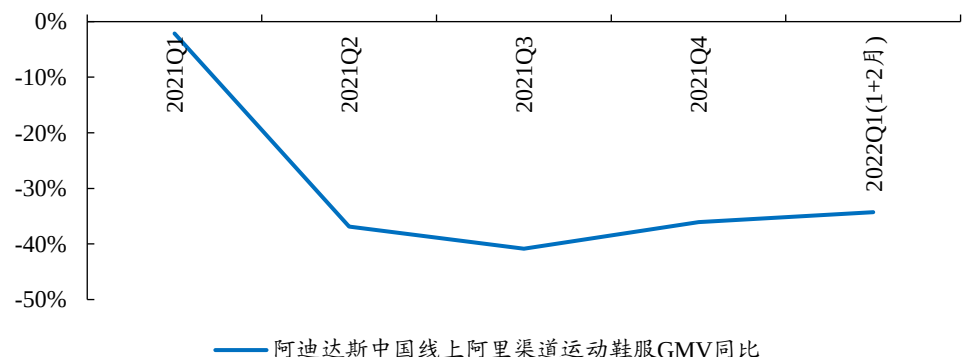
滔搏主要投资逻辑在于：受新疆棉花事件、供应链紧张双重影响，滔搏 FY2023（2022.3.1-2023.2.28）将进入低基数，第一大合作品牌耐克在大中华区经营不断改善，第二大主力品牌阿迪达斯更换大中华区主要负责人并预计 2022 年大中华区将有中单位数正增长，我们看好国际品牌大中华区复苏带动滔搏 FY2023 业绩复苏。此外，滔搏 FY2023 还将通过拓展新客户、新市场为业绩提供增量；低估值高分红的高性价比资产特征也使得其在避险情绪浓重的当下成为优质投资标的。

（1）主力品牌客户业绩复苏，公司业绩向好趋势明朗

阿迪达斯系滔搏第 2 大客户，在客户组合中占比预计约 30%左右。阿迪达斯 2022 年 3 月 9 日发布 2021 年业绩及 2022 年展望，2021 年在大中华区实现收入 45.97 亿欧元（+3%），分季度看，2021Q1-Q4 大中华区收入同比增长 156%、-15.9%、-15%、-24%。虽然由于越南供应链短缺以及中国疫情管控，阿迪达斯大中华区 2021Q4 仍有较大下滑，但 2022 年指引为大中华区发展注入信心，阿迪达斯预计 2022 年将由中国业务反弹带动整体收入增长 11%-13%（已剔除俄乌冲突可能影响的 2.6 亿欧元收入），预计 2022 年大中华区收入将有中单位数增长；同时，根据中国线上阿里渠道数据，阿迪达斯 2021Q2-2022Q1（1+2 月累计）阿里渠道 GMV 同比-36.87%、-40.85%、-36.08%、-34.27%，下滑幅度自 2021 年 3 月新疆棉事件以来整体呈收窄趋势。

此外，阿迪达斯宣布自 4 月 1 日起萧家乐先生将正式接替 2019 年上任的 Jason Thomas，担任阿迪达斯大中华区董事总经理，预计此次人力变动将是 2022 年阿迪达斯大中华区业务改革的一部分。萧家乐先生自 2002 年起即任职于阿迪达斯，曾任香港分公司总经理负责市场传播和产品采购，之后升任大中华区商业高级副总裁，大中华区经营管理经验丰富，有助于阿迪达斯在大中华区的业务复苏。

图35：阿迪达斯 2021Q2-2022Q1（1+2 月累计）中国线上阿里渠道 GMV 同比增速的下滑幅度整体呈收窄趋势

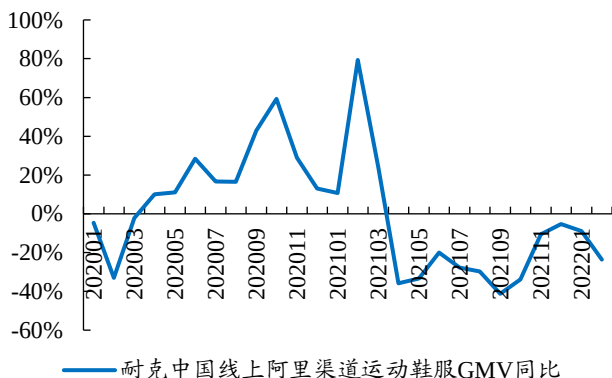


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

除了第二大品牌客户阿迪达斯 2022 年预计在大中华区有中单位数增长之外，耐克作为公司第一大合作品牌，在大中华区的经营也逐渐复苏，耐克大中华区 FY2021Q4（截至 2021/5/31）、FY2022Q1（截至 2021/8/31）、FY2022Q2（截至 2021/11/30）

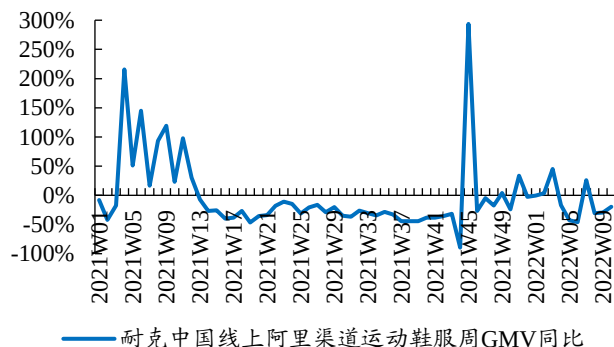
营收同比增长 19%、1%、-13%，但通过跟踪 Nike 在中国市场的线上阿里渠道销售数据发现，2021 年 10、11、12 月分别同比增长-34%、-10.5%、-5.3%，2022 年 1-2 月在 2021 年高基数的背景下同比增长-8.9%、-23.7%（基数为 10.7%、79.4%），我们认为线上渠道跌幅收窄趋势明显可以体现国际品牌的客流正在逐渐恢复，此外国际品牌营销资源已经明显改善，营销力度逐步加大，为 2022 年国际品牌在大中华区的复苏提供助力。

图36：2021H2 以来，Nike 线上阿里渠道 GMV 月同比增速收窄，2022 年 1-2 月下月主要系高基数影响



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图37：Nike 线上阿里渠道 GMV 周同比增速已有较大改善



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图38：阿迪达斯签约中国单板滑雪运动员苏翊鸣



资料来源：阿迪达斯官方公众号

图39：耐克签约中国单板滑雪运动员蔡雪桐



资料来源：耐克官方公众号

随着国际品牌在大中华区的复苏，预计滔搏 FY2022Q4 业绩向好趋势明朗。拆分单月度看：预计 2021 年 12 月流水跌幅环比 11 月大幅收窄，主要系客流、折扣、库存均有改善；预计 1 月直营渠道流水增长 20%以上，并保持良性库存规模及结构；预计 1-2 月流水仍有双位数增长，且 2 月直营零售折扣同比回正，同时国际品牌产品的市场接受程度释放积极信号，春节期间新品售罄率实现低单位数提升。

（2）门店面积持续扩增，预计 FY2023 将拓展新客户、新市场

FY2022Q1-Q3 门店数量同比增长 4.7%，预计 Q4 面积持续稳健增长，主要系主力品牌升级大店及非主力品牌加深合作，预计 FY2022 全年增速约为中单位数-高单位数。预计 FY2023 将继续扩大单店辐射半径、整合市场以加大门店密度、潜在性合作新品牌等方式提升规模效应。目前滔搏与斯凯奇的战略合作顺利进行，已获得在

全国开设斯凯奇门店资格，有望进一步发挥运营大店能力出众的优势。此外，我们预计滔搏将与国内龙头运动品牌合作，给业绩带来新增量。

（3）货源、大店资源及效益优于同行，构筑坚固的长期竞争壁垒

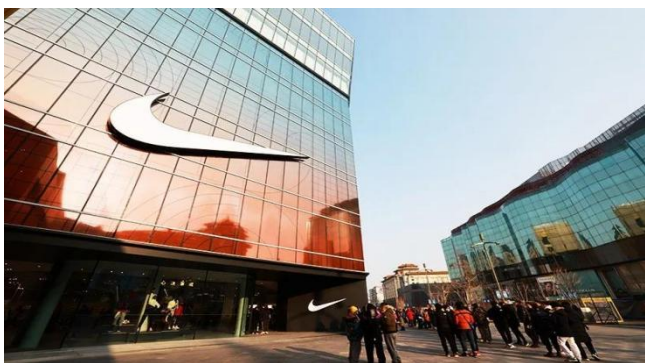
一方面，滔搏的离店经营模式成熟，有利于在疫情反复的情况下增厚单店产出。我们预计上百家嵌入小程序的大店增厚单店产出 10%~15%，部分话题感更强或者尖货布局更多的大店可以通过小程序带来 30%-40% 的收入增量。

另一方面，坚定品牌方开大店的策略且大店坪效/折扣韧性/利润率明显好于同行，截至 FY2022H1 大店坪效为小店的 1.5 倍，面积为小店的 3 倍，乘数效应下大店优势明显。凭借丰富的高级别大店资源，滔搏新品供应保持良性且到货情况呈现向好态势，同时作为两大主力品牌耐克与阿迪达斯在国内 DTC 的延伸，滔搏坚定执行品牌 DTC 战略，有望持续提升在品牌方零售体系内占比。虽然 2022Q1 供应链短缺的问题仍然存在，品牌方会继续优先将货品提供给大店，此举将进一步巩固公司货品资源优势，有望抢占开大店不积极的竞争对手市场份额。

品牌在中美市场 DTC 的运营战略不同，DTC 战略不影响滔搏在品牌方的份额和货品资源。Footlocker 发布的 2022 年全年展望，预计 2022 年销售收入下降 4%、同店下降 8%，主要系 Nike 坚定执行 DTC 战略会导致 Nike 在其客户体系中的占比低于 60%（2021 年占比 70%、2020 年占比 75%），并减少对 Footlocker 的尖货产品供应量，但 Nike 的 DTC 战略不会影响滔搏，主要系不同国家市场 DTC 的运营战略不同：从中美市场的经营业态看，美国市场偏向多品店的呈现，而中国市场偏向单一品牌门店运营。从品牌方角度看，根据 Nike、Adidas 在五年规划及各次交流中的信息，二者均多次提到“中国市场的 DTC 将和核心的零售合作伙伴一起实现”。

目前，耐克中国市场的四大零售概念中，滔搏运营着北京 HOUSE OF INNOVATION 体验店（全国仅有 2 家，上海 001 为 Nike 自营），1 月 27 日又由滔搏开出 Nike 全国首家经销商运营的北京 RISE 旗舰店（全国仅有 2 家，广州 RISE 为 Nike 自营）。因此滔搏所运营的门店即为中国市场 DTC 的一部分，市场不必担心由于 Nike 坚定执行 DTC 战略，导致在滔搏体系内的占比下降、货品资源减少。

图40：滔搏与耐克开设亚洲最大耐克旗舰店



资料来源：耐克官网

图41：滔搏成为耐克在中国首个落地概念店的零售商



资料来源：耐克官网

（4）低估值高分红，避险情绪下的高性价比优质投资标的

综合历史分红比例，FY2021 分红比例为 137.94%，FY2022H1 分红比例为 56.35%，目前公司自由现金流较为稳健，预计加大分红比例的可能性较大。当前股价对应 FY2023 估值仅 12 倍，提供布局机会。

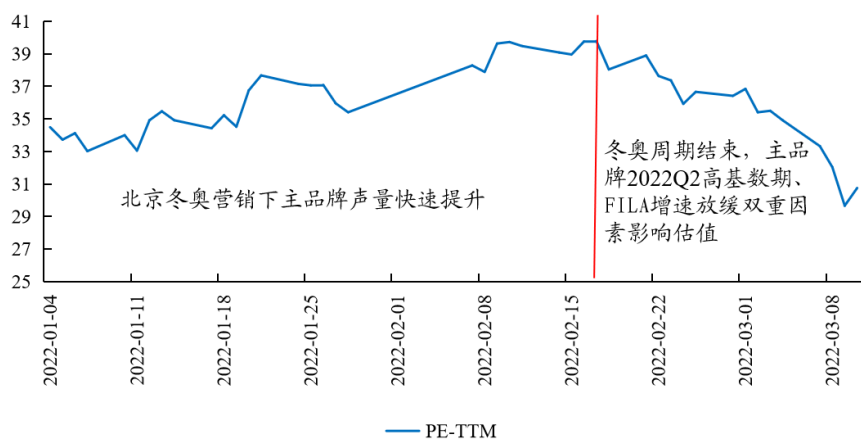
我们预计 FY2022-FY2024 净利润分别为 26.1/31.3/36.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 FY2022-FY2024 PE 分别 13.1/11.0/9.4 倍，维持“买入”评级。

4.3.2、安踏体育：主品牌有望稳步度过高基数期，斐乐经营向好，预计将形成预期差

相较于 2021 年东京奥运会，2022 年北京冬奥会（2022 年 2 月 4 日—2 月 20 日）对于安踏主品牌声量提升的影响更为显著，品牌势能进一步积聚，民族运动品牌地位巩固，提振了市场对于主品牌升级的信心，冬奥预热到闭幕期间估值不断上行。但冬奥周期结束后，在安踏主品牌即将迎来新疆棉事件导致的高基数、FILA 增速放缓的双重基本面担忧下，叠加市场避险情绪浓重，安踏体育对应 2021 年的估值一路下行至不足 30 倍。

我们认为安踏主品牌 2022 年 1、2 月流水表现强劲，奥运余热提价提量可以助力主品牌稳步度过短期高基数压力；FILA 改扩店显著提升店效和门店盈利能力，大店改造红利支撑 2022 年增长，长期依靠货品结构调整和运营端进一步提升店效。

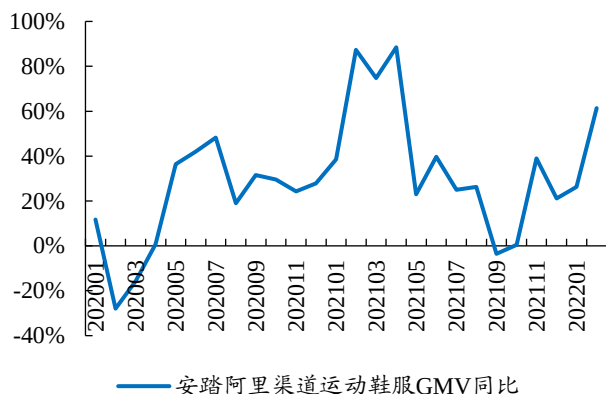
图42：北京冬奥营销下公司估值得到提升



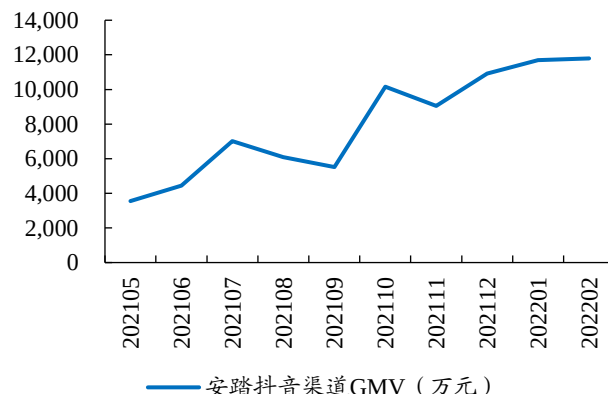
数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）主品牌：有望稳步度过高基数压力，市场预期不必过于悲观

主品牌 1-2 月流水表现强劲、折扣同比改善，奠定 2022Q1 的较高增长趋势。流水和折扣表现较好的原因包括：高价格带产品占比提升、春节和冬奥营销催化销量提升。**线下渠道**，预计 1、2 月线下流水增长约 70%+、13%左右，2 月增速略有回落主要系春节错位影响，购买需求提前至 1 月，1+2 月线下流水增长约 30%左右。**线上渠道**，预计主品牌 1 月、2 月线上阿里渠道 GMV 增长约 26%、61%，预计 1+2 月线上阿里渠道累计 GMV 增长约 39%；预计主品牌 1 月、2 月线上抖音渠道 GMV 为 1.17 亿元、1.18 亿元，预计 1+2 月线上抖音渠道累计 GMV 为 2.3 亿元。**折扣方面**，1 月线下折扣为 78 折（同比提升 5pct）、2 月线下折扣为 78 折（同比提升 6pct）、1+2 月线下折扣为 77 折（同比提升 6pct）。考虑 3 月冬残奥仍有持续的品牌露出，预计冠军系列及冰雪运动细分产品（非国旗标、非奥运标）维持强劲表现，2022Q1 整体预计将有较高增长。

图43：安踏线上阿里渠道运动鞋服 GMV 同比增速大幅提升


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

图44：安踏线上抖音渠道 GMV 不断提升


数据来源：安踏官方抖音账号、开源证券研究所

我们对于主品牌平稳度过高基数期的信心源于奥运余热中的价、量提升逻辑：

价方面，产品和品牌升级下，高价格带产品占比提升带动吊牌价提升。从 2021Q4 开始，主品牌的吊牌价已有小幅度提升，高价位段的鞋商品（包含 1099 元、1299 元、1399 元等价位）在核心的渠道布局中销售表现良好，预计 2022Q1 整体提价幅度约 10%，在提价基础上售罄率约为 70%-80%，体现消费者目前主品牌商品力的认可。两轮奥运营销塑造了主品牌专业、向上的品牌形象，我们预计 2022Q2 将在奥运余热中加大对科技性鞋商品的投入，高价位鞋商品的收入占比有望提升，2022Q2 鞋服整体提价幅度预计为 10%-20%。

量方面，双奥营销的转化效果显著，2022Q2 的冬奥余热预计仍会为冠军门店和铺设冠军系列的大货门店带来引流效果。自 2022 年 1 月正式开始冬奥预热，线下独立冠军门店在 1 月实现超 100 万元的平均月店效，同时冠军系列对大货门店的店效拉动作用明显，目前铺设了冠军系列产品的大货门店中（约占总门店数的 10-20%），冠军系列流水平均占比约为 35%-50%。此外，新疆棉事件激发经销订货激情，预计 2022Q1 开始经销终端流水将呈高增长趋势，2022Q2 的经销订货量预计处于饱和状态。

（2）FILA：2022 年闭/改/扩店将带来店效提升和盈利改善

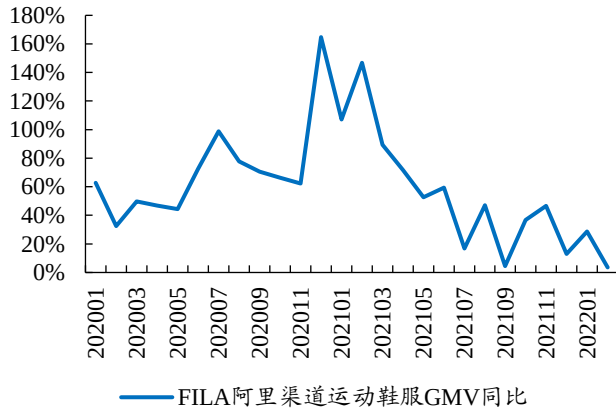
自 2021 年 7 月以来，汛情、疫情影响客流，气温偏高影响货品应季节性，客观上影响了以一二线市场为主的 FILA 流水，而 2021Q3 开始进行的改扩店，尤其是 2021Q4 对北京、上海等重要城市核心门店进行改扩，导致 1-2 个月的线下流水缺失，但此背景下预计线下流水仍有 5% 左右的增长，因此我们认为 FILA 的经营已有逐渐向好趋势。2022 年 1 月全国线下规模成长受影响主要系北京和西安疫情导致部分门店关闭、2021Q4 部分门店仍处于改造阶段，但从经营指标看仍处于健康状态；1 月、2 月线上阿里渠道 GMV 同比增长 29%、4% 主要系同期高基数导致（2021 年 1 月、2 月同比增长 107%、147%），但线上抖音渠道数据亮眼，1、2 月 GMV 均超 2 亿元，预计将持续为线上增长提供驱动力。

表6: 2021Q4 线下流水在核心门店改扩导致部分流水缺失背景下仍有正增长

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1 估算
FILA	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数	低双位数
大货正价折扣	78	8	76-77	76	78

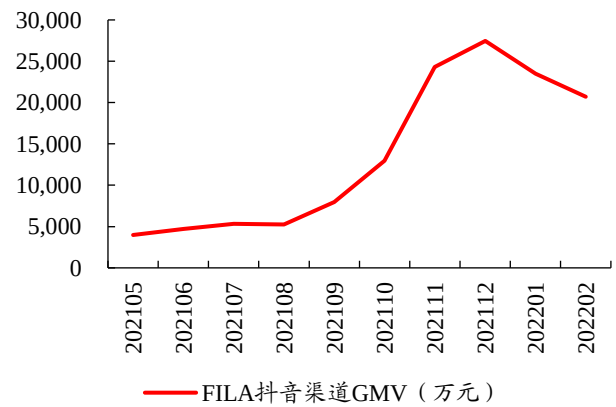
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图45: 高基数下 FILA 线上阿里渠道运动鞋服 GMV 增速较稳定



数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

图46: 斐乐线上抖音渠道 GMV 不断提升



数据来源: 斐乐官方抖音账号、开源证券研究所

尽管 FILA 整体店铺数量低于部分竞品, 但 FILA 在一、二线城市覆盖率远超过主要竞品, 截至 2021 年年底 FILA 在一、二线核心商圈覆盖率已达到 97%, 未来聚焦对现有店铺持续改/扩, 关闭无效/低效店铺, 持续升级店铺落位与空间形象, 2022 年闭改扩, 若无效门店 (<50 万月店效) 的店效未提升至 50 万将做闭店处理, 截至 2021Q3, FILA 无效门店占比约 25%, 大货/Fuison/Kids 最新形象分别迭代至 5G/2.0/3.0, 并新推出 Ultra/Golf/One 3 类新门店, 我们预计 2022 年全年增长的主要驱动因素来自于闭/改/扩店带来的平均店效提升和盈利改善:

店效方面, 老店改造的店效提升显著。除北京、上海、成都 3 家 001 号店外, 单店面积扩大 2-3 倍后, 月店效相应提升 2 倍左右, 拆分来看, 客流、客单价和客单量均有提升, 客流方面主要系品牌用户基础坚实, 老店改造前会进行覆盖客群需求的评估, 改造后释放了之前未被满足的客群需求; 客单价方面, 由于小场景赛道不拥挤, 部分品类凭借品牌溢价可以获得高定价权, 公司预计各小场景的定价加权后 FILA 品牌 ASP 每年可以提升 5-10%, 例如绿宝石线延伸至赛道不拥挤的高级运动时尚女装市场, 从市场表现看, 消费者可以充分领悟品牌定位, 加价倍率约为一般大货产品的 2-3 倍; 客单量方面, 新鲜度管理和多场景拓展下 SKU 不断丰富、产品陈列、形象改造等因素, 提升了消费者的连带率, 进而提升店效。

盈利方面, 毛利及租售比改善, 主要系 FILA 与渠道形成了长期信赖的合作关系, 单店面积扩大 2-3 倍后, 整体租金仅增加 1.5 倍左右。预计上海区域集合/大货/FUSION/KIDS 共计约 90 家, 适合改造的店铺数量为 20-25 家, 截至 2022 年 1 月底已完成改造 12 家, 预计改造完上海区域的大店占比为 50%。

我们预计 2021-2023 年净利润分别为 74.96/91.81/113.08 亿元, 对应 EPS 分别为 2.8/3.4/4.2 元, 当前股价对应 PE 为 28.6/23.3/18.9 倍, 维持“买入”评级。

4.3.3、华利集团：逆势扩张，份额提升

短期来看，市场对于代工企业转嫁成本的能力表示担忧，代工龙头企业过去几年的业绩高度可预测性被打破，过去因业绩可预测而带来的高溢价将在短期内承受较大压力，估值中枢将出现下降。

长期来看，运动鞋行业需求旺盛，各大品牌订单饱和，都对各自供应商的长期产能扩张提出要求，代工行业产能不足的情况依然存在。在运动品牌供应链短缺且运动需求和运动鞋消费持续恢复的背景下，华利集团通过产能释放和营运效率提升，抓住机会扩大份额，实现营业收入较快增长，毛利率提升，归母净利润大幅增长。

（1）产能：北越 3 家工厂产能爬坡顺利，预计 2022 年产能增长 20%+

华利集团越南工厂防疫工作优秀，员工出勤率优秀。预计 2022 年产能增长 20%+，主要来自于北越 3 家新工厂（威霖、永山、弘欣）的产能释放、印尼一期工厂 2022 年年底投产、扩建老厂的产能贡献及产能效率提升。北越 3 家新工厂的产能持续爬坡，自 2021Q1 投产后至 12 月末月产能达 60-70 万双（满产月产能 100 万双），预计满产后合计新增 4000 万双，同时长期来看，预计将于清化布局新工厂；印尼的一期和二期工厂满产后预计将贡献 6000 万双产能。

（2）绝大部分原材料上涨成本可以传导

公司客户会对公司的原材料供应商进行认证和指定。如果原材料供应商要涨价，公司客户会与原材料供应商进行协商。如公司同意供应商对原材料进行涨价，客户在公司的下单金额也会同步涨价，绝大部分原材料成本上涨都可以传导，少部分会有滞后现象。

对于部分品牌方没有指定的原材料，公司会承担价格波动风险，通过囤货来消化涨价风险，例如公司会储备 3-6 个月的橡胶用量。

表7：华利集团绝大部分原材料是由主要客户指定的原材料供应商提供

客户	皮料	纺织布料	包装材料	发泡类鞋材	橡胶类鞋材	橡胶类鞋材	活动鞋垫	胶水胶水	鞋底添加剂
Nike	是	是	是	是	是	是	是	是	是
VF	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Deckers	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Puma	是	是	是	是	否	是	是	是	是
Columbia	是	是	是	是	不涉及	是	是	是	是
Under Armour	是	是	是	是	不涉及	是	是	是	是

资料来源：华利集团招股书、开源证券研究所（注：Columbia、Under Armour 的橡胶类鞋底均为公司直接采购，公司不涉及采购橡胶后自制橡胶鞋底。Puma 的少部分产品的原材料不指定具体的供应商，由公司根据客户的质量标准选择供应商。

（3）订单：订单需求旺盛，份额持续提升

随着 2021 年以来全球运动需求和运动鞋消费持续恢复，核心客户订单持续增长。公司 2021Q1-Q3 鞋销量约 1.53 亿双（+30.43%），预计 2021 全年销量 2.1 亿元双左右。

大客户方面，全年前五大客户结构不变，仍然为 Nike/DECKERS/VF/PUMA/UA，

从增速看，HOKA、Nike、UGG、PUMA 的订单增速全年仍保持高增长，根据 HOKA 披露数据，2021Q1-Q4 的收入增速为 74.2%/95.5%/47%/30.4%。

新客户方面，ON、亚瑟士、NB 订单均已量产出货提供收入增量，目前从出货量看，产能爬坡符合预期，预计新客户 2022 年的订单规模将进一步提升并体现规模效应。

单季度看，我们预计 2021Q4 收入同增 33.5%、归母净利润增长 37.4%，增速环比分别 Q3 提升 2pct/7.2pct，毛利率环比 Q3 亦略有上升。公司受疫情影响有限，需求端旺盛且长期扩产规划清晰，有望不断提升在各品牌体系内份额，但考虑新工厂仍处于产能爬坡期，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 27.7/35.7/45.7 亿元，对应 EPS 为 2.4/3.1/3.9 元，当前股价对应 PE 分别为 30.0/23.3/18.2 倍，维持“买入”评级。

4.3.4、稳健医疗：消费板块维持较快增速，医疗板块基数恢复正常

（1）健康生活消费品业务线下增速亮眼，医疗耗材业务高基数已过

健康生活消费品业务：2021 年收入 40-42 亿元，较 2020 年增长 14%-19%，较 2019 年增长 33%-40%，同口径剔除口罩产品以后，2021 年实现收入 39-41 亿元，较 2020 年同比增长 23%-29%。2021Q4 收入为 13 亿-15 亿，同比增长 8%-25%。2021 年线下收入同比增长约 30%，小程序、官网等自有电商平台收入同比增长 40%，天猫、京东等第三方电商平台收入同比持平。

医用耗材业务：2021 年收入 39-40 亿元，较 2020 年同比减少 56%-55%，较 2019 年增长 159%-166%。2021Q4 收入为 10.2-11.2 亿元，同比减少 36%-42%。2021 年医用耗材业务境外出口销售收入下降约 70%，主要系全球防疫物资产能大幅增长，防疫产品价格回归常态。2021 年国内医院销售收入增长约 10%，电子商务销售增长约 55%。

（2）展望：消费品业务聚焦核心品类，盈利能力提升，医疗耗材业务平稳发展

消费品业务：品类上进一步提高棉柔巾、卫生巾、内裤等单品市占率。渠道上 2021 年预计净开门店 80 家左右，坪效稳步提升，预计 2022 年净开门店 120 家，其中约一半来自加盟；线上与天猫、京东等传统电商平台绑定，较低成本获得优质营销资源，在小程序和直播电商通过输出优质内容获得高复购率，提高 ROI。盈利能力上逐步改善零售折扣，精简 SKU，稳步提升毛利率。

医疗耗材业务：进一步提高平面口罩等核心产品市占率，逐步增加国内医院及 OTC 药店的覆盖广度。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 13.00/15.71/19.00 亿元，对应 EPS 为 3.05/3.68/4.45 元，当前股价对应 PE 为 23.4/19.4/16.0 倍，公司消费板块维持较快增速，医疗板块基数恢复正常，长期来看市场空间广阔，投资看点不变，维持“买入”评级。

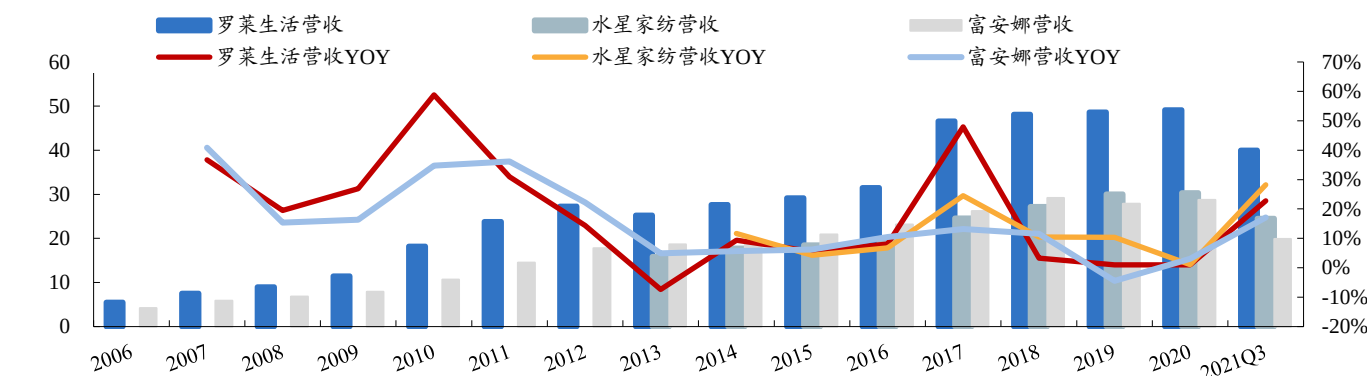
4.3.5、家纺板块：稳健增长，估值底部

家纺行业龙头收入和利润在过去一直维持稳健增长。目前家纺龙头开始重视线下渠道升级改造，品牌力迈上新台阶，带动客单价持续提升；线上渠道保持高速增长，抢占过去白牌贴牌和小品牌的市场份额。当前家纺板块整体估值较低，我们认为

是合适的投资机会。

(1) 收入复合增速来看, 2013 年-2020 年, 罗莱生活营收复合增速为 9.98%, 水星家纺营收复合增速为 9.68%, 富安娜营收复合增速为 6.38%。

图47: 家纺龙头营收复合增速稳步增长 (单位: 亿元)

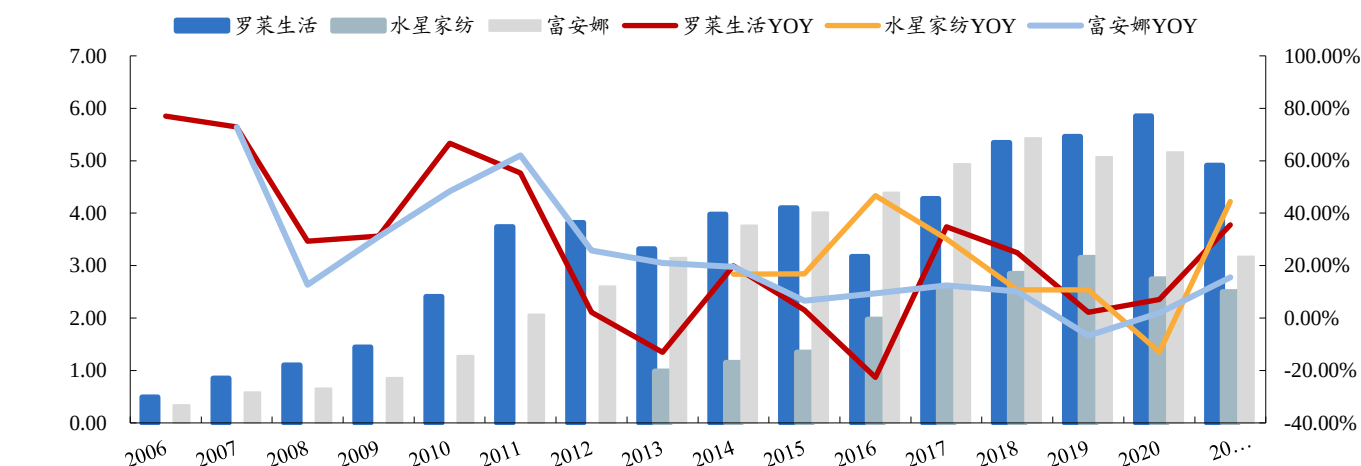


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 归母净利润复合增速来看, 2013-2020 年, 罗莱生活归母净利润复合增速为 8.42%, 水星家纺归母净利润符合增速为 15.71%, 富安娜归母净利润符合增速为 7.30%。

截至 2021 年 Q3, 罗莱生活、水星家纺、富安娜 2021 年前 3 季度归母净利润分别为 4.91 亿元 (+35.54%)、2.50 亿元 (+44.43%)、3.17 亿元 (+15.49%), 2021 年前 3 季度归母净利润较 2019 年同期归母净利润增长 37.07%、16.54%、29.13%。

图48: 家纺龙头归母净利润复合增速稳步增长 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 线上渠道来看, 家纺龙头在高基数的情况下, 继续保持较快增长。2021H1, 罗莱生活、水星家纺、富安娜线上收入分别为 6.86 亿元、8.06 亿元、5.61 亿元, 分别增长 21.8%、46.3%、23.0%。根据生意参谋数据, 2022 年 1 月和 2 月, 家纺龙头在阿里渠道继续保持高速增长。分品牌来看, 罗莱、水星、富安娜 2022 年 1 月和 2 月在阿里渠道分别累计同比增长 34.7%、27.9%、66.1%。

家纺龙头线上渠道持续较快增长主要系: (1) 过去几年白牌贴牌压低市场价格, 导致消费者对家纺产品价格的认知较差。(2) 疫情后一些小的品牌被市场淘汰。(3)

消费者有了对家居生活进行消费升级的需求，在购买品牌产品后，切身感受到了品牌产品与普通产品相比体验感的差别。

（4）线下渠道来看，家纺品牌门店进店客流量较快消品牌较少但客群更精准，家纺公司在不断提升线下客单价的同时，也通过各项服务提高消费者的消费频率。消费者在线下渠道可以切身体验产品的品质，拉近了消费者与品牌的距离。

罗莱生活 2022 年计划新开门店 400 家以上，一二线城市的购物中心以及经济发展较好的县、乡镇都是公司未来将开拓的空白市场，渗透率有进一步提升空间。门店面积来看，一二线城市新开门店的面积，公司会估算租售比，并根据战略及盈利要求进行适当调整，低线城市新开门店面积极会相对更大。150 平方以上的门店会提供洗护服务，通过各项服务提高消费者的消费频率。

水星家纺对于线下渠道非常重视，每年新开 10%左右的门店，但也会关掉部分门店，总体来看门店数量较为稳定。通过提升直营门店占比，并在选址和装修风格上下功夫，不断提升公司品牌形象。直营渠道方面，产品品类主要以中高端和高端为主，并且最先尝试铺设公司的高端新品，然后再逐步在经销渠道铺设。经销渠道方面，目前公司的渠道人员超过 100 人，每人分管 10-12 家门店，人数为行业最多，拥有较强的终端掌控力。未来水星家纺将不断完善线下渠道的后续服务，如婚房布置等，实现线上线下融合发展。

（5）估值来看，预计 2022 年罗莱生活归母净利润为 8.43 亿元（+17.16%），当前股价对应 PE 为 13.1 倍；预计 2022 年水星家纺归母净利润为 4.29 亿元（+16.98%），当前股价对应 PE 为 9.6 倍；预计 2022 年富安娜归母净利润为 7.19 亿元（+19.32%），当前股价对应 PE 为 9.2 倍。随着家纺品牌线上渠道持续快速增长，线下渠道稳步扩张并且升级改造带动品牌力提升，在消费者逐渐重视家居生活并进行消费升级的背景下，头部家纺企业的市占率将逐步提升，目前家纺龙头都处于较低估值，提供布局机会。

表8：纺服行业推荐标的及受益标的

公司名称	PE			净利润（亿元）			净利润增长率（%）			2021-2023 预测净利润	总市值
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR(%)	（亿元）
滔搏	13.1	11.0	9.4	26.12	31.27	36.38	4.1	12.6	12.1	18.02	343.22
安踏体育	28.6	23.3	18.9	74.96	91.81	113.08	45.2	22.5	23.2	22.82	2140.40
罗莱生活	15.3	13.1	11.3	7.19	8.42	9.77	22.97	17.16	15.88	16.52	110.24
水星家纺	11.2	9.6	8.4	3.67	4.29	4.89	33.68	16.98	13.98	15.47	41.01
富安娜	11.0	9.2	8.0	6.03	7.19	8.34	16.72	19.32	19.5	17.59	66.36
稳健医疗	15.7	12.6	10.3	19.35	24.1	29.55	-49.2	24.5	22.6	23.58	303.83
华利集团	30.0	23.3	18.2	27.68	35.7	45.7	37.6	27.6	20.1	28.49	830.90

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：罗莱生活、水星家纺、富安娜为 Wind 一致盈利预测，其它盈利预测均来源于开源证券研究所，收盘价截至 2022 年 3 月 11 日）

5、防御主线二：仍在左侧，关注 2022Q2 后海外业务反弹

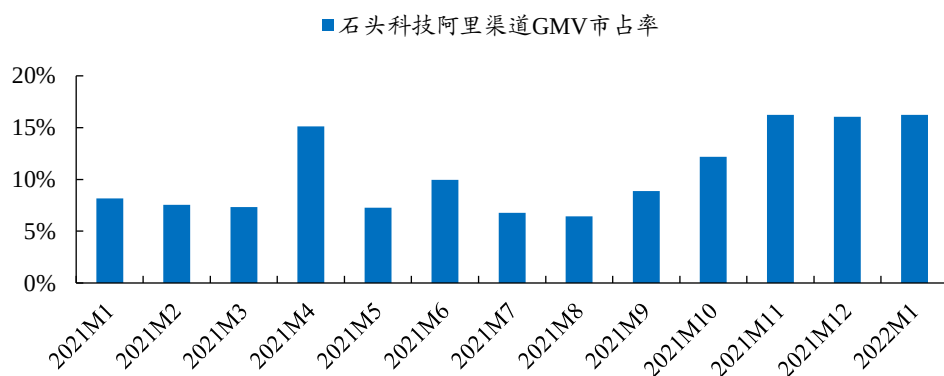
5.1、石头科技：Q1 净利率预计环比改善，看好 Q2 外销恢复、逐季改善

石头科技股价近期有所调整，我们认为主系 2021Q4 净利率低于市场预期，以及

股东减持计划披露对股价带来的压力。

我们认为 2021Q4 净利率较低是因为国内推广自清洁新品 G10、营销费用投放增加，以及原材料价格达到峰值对毛利率的压力，但是我们也看到，在公司加大营销投入的背景下，公司 2021 年 9 月以来阿里渠道市占率持续提升，2021 年 11-12 月市占率稳定在 16% 以上，并将这一趋势保持到了 2022 年 1 月，显示出费用投放效率较高、效果积极，有助于公司在国内树立品牌，把握自清洁/全能基站型扫地机产品升级机遇。2021 年国内扫地机市场中自清洁产品占比明显提升，头部玩家表现为强者恒强。我们预计 2022 年国内自清洁产品价格带有望拓宽，进一步释放消费者需求，自清洁产品占比提升趋势有望延续，带动行业量价齐升。

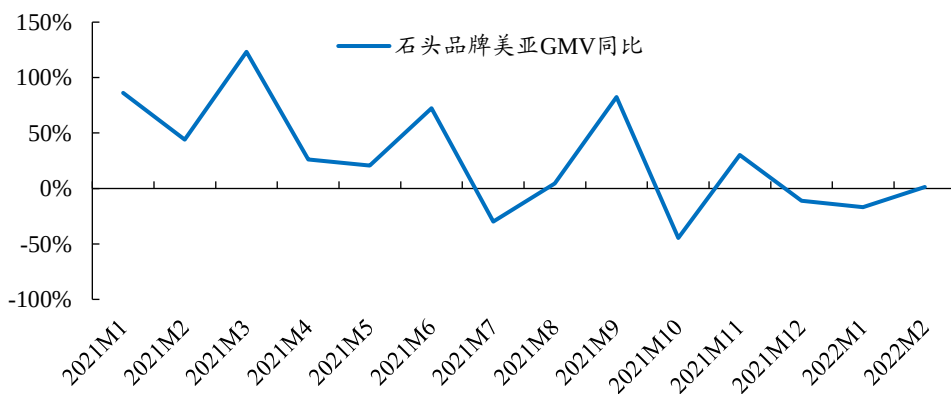
图49：营销费用投放效果显著，2021 年 9 月份以来公司阿里渠道市占率持续提升



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

外销方面，2021 年受海运运力紧张、堵港进一步拉低效率，叠加 2021 年 5 月份盐田港疫情爆发影响，公司 2021 年 4 月份以来外销增速回落明显。根据 JS 数据，石头品牌美亚渠道 2021Q1-Q4 的 GMV 增速分别为 85%、39%、10%、-5%。我们预计 2022Q2 开始公司外销将实现恢复性增长，主要是因为 2021Q1 是公司面临的最后一个高基数，且公司在 CES 展上发布的 S7 maxv 系列预计将在 2022Q2 上线销售，以及性价比款 Q 系列的放量也值得期待。我们预计 2022 年 Shark 布局中高端 LDS 产品，配合石头、科沃斯、eufy 等品牌共同推动下，海外扫地机市场有望重塑，公司长期坚持 LDS 路线、定位中高端，市场份额有望进一步提升。

图50：受海运和疫情影响，2021 年 4 月份以来公司美亚渠道 GMV 增速明显下滑



数据来源：Jungle Scout、开源证券研究所

考虑到国内自清洁产品热销带来结构改善、正经营杠杆效应等积极因素，我们预

计 2022Q1 净利率将迎来拐点，环比实现改善，看好 2022Q2 开始外销逐季度改善。

对于减持，我们梳理了 2021 年的三次股东减持计划：第一次为 2021 年 2 月发布公告，计划减持上限 739.75 万股，实际减持 600.8 万股，占比 81%；第二次为 2021 年 6 月发布公告，计划减持上限 220.03 万股，实际减持 39.05 万股，占比 18%；第三次为 2021 年 10 月发布公告，计划减持上限 200.37 万股，实际减持 0 股。本次减持计划上限为 10%，考虑到当前公司股价处于低位，股东减持的可能性不大，且参照以往情况也并不会都去减，对股价造成的压力有限。

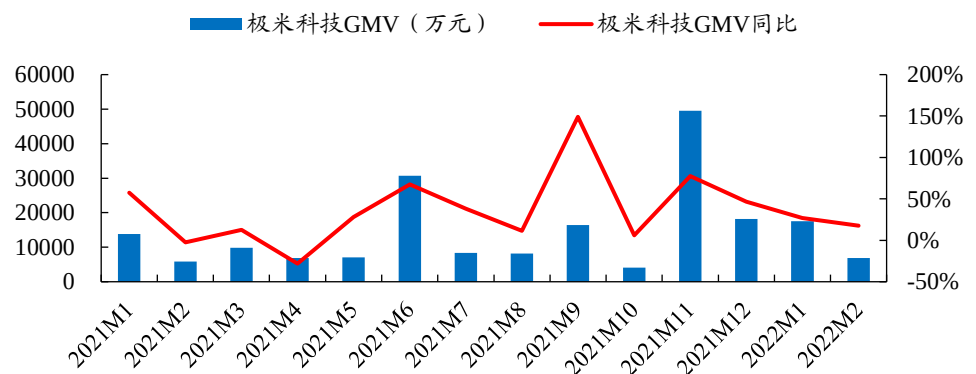
我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润 14.0/17.8/23.8 亿元，EPS 为 21.0/26.7/35.7 元，当前股价对应 PE 为 24.6/19.4/14.5 倍，维持“买入”评级。考虑到公司上市以来估值中枢为 45 倍，进一步下跌的空间有限。预计 2022Q2 业绩改善后估值也将得到同步提升。

5.2、极米科技：缺芯影响减弱，4 月低基数下看好销售延续高增

极米科技近期股价有所下调，我们认为主系市场对于公司缺芯影响销售的担忧、以及百度系减持计划公告对股价带来的压力。

对于缺芯影响销售的担心，我们单 2021Q4 看，公司实现营收 14.0 亿(+45.8%)；归母净利润 1.9 亿(+93.8%)；净利率 13.4%(+3.3pcts)。业绩超预期增长，主系销售收入高增长，叠加推高卖新的产品结构提升、自研光机占比提升带来的净利率提升拉动。智能微投渗透率低、行业景气度高，公司产品持续热销，受缺芯影响有限。

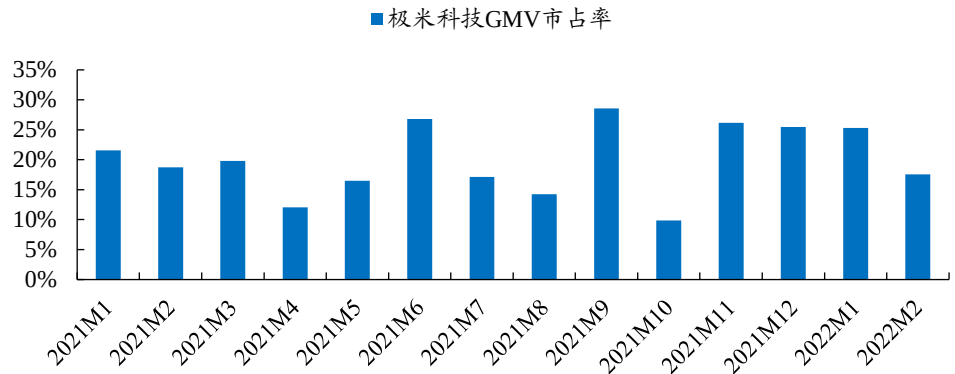
图51：公司缺芯影响有限，2021 年 11 月公司阿里渠道 GMV 增速达 77.4%



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

2022 年以来内销方面保持较快增长。根据生意参谋数据，2022 年 1-2 月公司阿里渠道同比增长 24%，依旧保持较快增长，考虑到 2021 年 4 月受到缺芯影响基数较低，2021 年 4 月阿里渠道 GMV 同比-28%，公司 2022Q2 内销增速有望提升。新品方面 2022 年公司在 3000 元价格带预计将推出产品力更强的智能微投迭代新品，守住传统优势价格带、进一步提升份额；此外公司 2021 年借助 RS Pro2 主打 4K 卖点，实现在高端市场的突破，我们预计 2022 年公司将推出入门级的 4K 新品，进一步打开市场空间，实现产品结构稳步提升。

图52：2021年以来公司阿里渠道市占率稳中有升



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

外销方面，2021 年海外产品线补齐，2021 年公司推出 H 系列新品 Horizon、Horizon Pro 和 Z 系列新品 Elfin 以及激光电视产品 Aura，在过去以便携式产品为主的基础上补齐产品矩阵，预计 2021 年外销自有品牌收入翻倍增长。在缺芯趋于缓解的情况下，2022 年公司预计将加大海外渠道开发力度，进一步精细化运作。阿拉丁产品方面预计公司会进行产品迭代升级，产品形态上有望与家居产品有更多的组合，引入到日本以外的更多市场，公司外销收入高增长有望维持。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.89/6.99/10.10 亿元，对应 EPS 为 9.8/14.0/20.2 元，当前股价对应 PE 为 35.9/25.1/17.4 倍，维持“买入”评级。公司上市以来估值中枢为 85 倍，进一步下跌的空间有限。针对百度系的减持计划，考虑到当前公司股价处于低位，股东减持的可能性不大，对股价造成的压力有限，建议投资者可以积极关注。

5.3、安克创新：营收端压力或逐步缓解，等待海运缓解下盈利修复

公司营收端压力预期在低基数以及扫地机短板补齐下得到释放，但盈利能力受海运运价影响较大。考虑当前地缘政治等风险频发，海运市场仍存较大不确定性，因此短期内盈利能力修复逻辑有待验证，但海运运价逐步回归常态下盈利恢复弹性较大，建议投资者积极关注。具体来看：

（1）营收端预计 2021Q4 率先恢复高增长，扫地机劣势补齐后预期 2022 年营收压力或得到缓解。回顾 2021Q3，受供应链影响公司营收增速阶段性放缓，考虑到 2021Q4 线上零售维持稳健增长、线下客流回暖，叠加安克近 40% 的线下占比，我们认为 Q4 公司营收将率先恢复，预计 Q4 单季度收入将重回 30% 左右较高增长。

展望 2022 年，拆分品类来看：a) 基本盘业务充电类产品偏刚需属性，需求稳定，并且公司品牌和产品优势明显。美亚数据显示 2022 年 1、2 月 Anker 主品牌 GMV 增速分别为 37.8%、27.6%，预期全年维持稳健增长。b) 智能安防预期在较强的产品技术加持和渠道拓展下维持较快增长；无线音频类市场需求稳定，预期在加大品牌投入下实现稳定增长。c) 扫地机增长挑战较大，但目前公司已在积极补齐 LDS 导航类产品短板，旨在向中高端升级迭代，随着产品的顺利布局，公司或将依托以往较高的品牌力以及渠道力恢复稳定增长。我们预计扫地机占公司营收近 20%，因此扫地机增长表现对公司营收影响较大，在扫地机技术劣势补齐叠加 2022Q2 进入低基数背景下公司营收端压力或有望得到改善。

(2) 虽然公司持续发力扫地机升级迭代,但其增长仍有挑战。此外海运费用为公司业绩端主要压力来源,2021H1 公司净利率受海运运价大幅上涨影响下滑明显,因此当前公司估值修复更应关注海运运价的企稳回落。正如前文所述,考虑到美国港口拥堵问题仍存,以及 6 月份美国港口工人罢工潮隐忧下各企业补库存,短期内运价仍缺乏持续下跌的空间。因此我们预期海运运价至少自 2022Q3 起才可能会有较大程度回调,短期内盈利能力修复逻辑仍有待观察。但后续随着海运运价逐步回落,公司盈利能力修复弹性较大,建议投资者可积极关注。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 10.08/14.27/19.30 亿元,对应 EPS 为 2.48/3.51/4.75 元,当前股价对应 PE 为 29.6/20.9/15.5 倍,维持“买入”评级。

5.4、新宝股份：内销洗地机上新注入新动力，静待外销业务改善

内销方面,预期在洗地机等新品拉动下有望恢复较高增长。但由于外销业务占比较大,营收增长受海运运力影响较大,考虑到低基数下外销业务有望改善,但仍需关注原材料价格对公司盈利能力的影响。具体来看:

(1) 内销方面,推新是营收增长主要拉动力,2021Q4 摩飞在多功能锅、蒸汽拖把、暖菜板等新品拉动下增速回升显著,预计增长约 18%,带动 2021Q4 公司内销收入重回 30%较高增长。2022 年 2 月 21 日,摩飞洗地机新品落地,产品具备差异化亮点。当前洗地机行业发展中品牌力和营销力为重要驱动力,参考同技术路径滴水洗地机的发展路径,我们认为摩飞更具成长潜力,摩飞一方面能够享受行业增长红利,另一方面有望在较强品牌力、较高产品差异化优势、丰富的营销资源等多种因素的加持下实现放量。奥维云数据显示 2022W9、2022W10 摩飞 MR3300 线上销售额市占率分别为 0.45%、0.72%,展现一定竞争力。展望 2022 年,继续看好国内摩飞品牌持续推新带来的营收增量。

(2) 外销方面,海运运力是营收增长主要影响因素,2021Q4 受海运运力紧张影响外销收入同比下滑约 4%,由于公司外销收入占比较大,因此对整体收入增速影响较大,对估值的影响也较大。考虑到原材料价格企稳带来的盈利修复是行业共性问题,因此我们建议关注后期海运运力缓解对公司估值的进一步修复。正如前文所述,预期节后 12 周海运平均运力将有较大幅度增加,因此短期来看外销受物流压力影响将减弱。考虑到美国港口拥堵问题仍存,以及 6 月份美国港口工人罢工潮隐忧下各企业补库存,特别地,当前美国通胀压力攀升、港口车架紧缺等问题并未有明显改善,整体海外物流境况不确定性较大,但低基数下公司外销业务仍有望改善,建议投资者积极关注。

我们预计 2021-2023 年公司净利润为 7.92/10.04/12.72 亿元,对应 EPS 为 0.96/1.21/1.54 元,当前股价对应 PE 分别为 18.3/14.4/11.4 倍,维持“买入”评级。

表9: 家电行业推荐标的及受益标的(防御主线二)

公司名 称	PE			净利润(亿元)			净利润增长率(%)			2021-2023 预 测净利润	总市值 (亿元)
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR(%)	
石头科技	24.6	19.4	14.5	14.0	17.8	23.8	2.4	27.2	33.7	30.40	345.11
极米科技	35.9	25.1	17.4	4.9	7.0	10.1	81.8	43.0	44.5	43.72	175.59
安克创新	29.6	20.9	15.5	10.1	14.3	19.3	17.8	41.5	35.3	38.37	298.32
新宝股份	18.3	14.4	11.4	7.9	10.0	12.7	-29.2	26.7	26.7	26.73	145.01

数据来源: Wind、开源证券研究所(注: 盈利预测均来源于开源证券研究所,收盘价截至 2022 年 3 月 11 日)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

6、周期性布局：关注文化纸、培育钻石龙头周期性布局机遇

6.1、太阳纸业：文化纸涨价态势积极，公司盈利能力迎来边际修复

受供应链扰动和俄乌局势恶化影响，纸浆价格已上涨至历史高位，支撑文化纸价格中枢上移。2022 年 2 月开始国内头部纸企频发涨价函，在需求和成本共同驱动下，预计短期内文化纸涨价态势将延续，龙头因成本优势有望于浆纸涨价中受益，建议关注文化纸龙头周期性布局机会。

短期来看，文化纸涨价态势有望持续，公司盈利能力迎来边际修复

（1）文化纸涨价态势有望持续。头部纸企 2022 年 2 月开始频发涨价函并逐步落实，截至 3 月 9 日，双胶纸、铜版纸价格较年初涨幅分别为 8.91%、4.82%，预计文化纸短期内涨价态势有望持续，主因短期内文化纸供求关系边际改善：**需求端**，每年 3-5 月是教辅出版材料招标旺季，2021Q3 开始文化纸出口逐步回暖，叠加低渠道库存下经销商补货刺激，国内文化纸需求回暖。**供给端**，疫情、战争等多因素导致原材料和大宗商品价格上涨，木浆和能源价格尚处高位，造纸成本上涨压制小厂生产恢复，同时海外需求恢复下文化纸进口总量边际减少，国内文化纸供给格局改善。

（2）高木浆自给率构筑成本优势，盈利能力有望边际修复。2021 年下半年，广西北海基地一期项目陆续投产（55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、60 万吨化机浆），2022 年初纸与浆中产能已突破千万吨，其中木浆纸产能为 364 万吨，木浆产能为 230 万吨（不含溶解浆），木浆自给率约 63%。由于自产木浆成本明显低于商品浆采购成本，行业浆价高企背景下公司成本优势凸显，叠加纸价上行态势积极，公司盈利能力有望迎来边际修复。

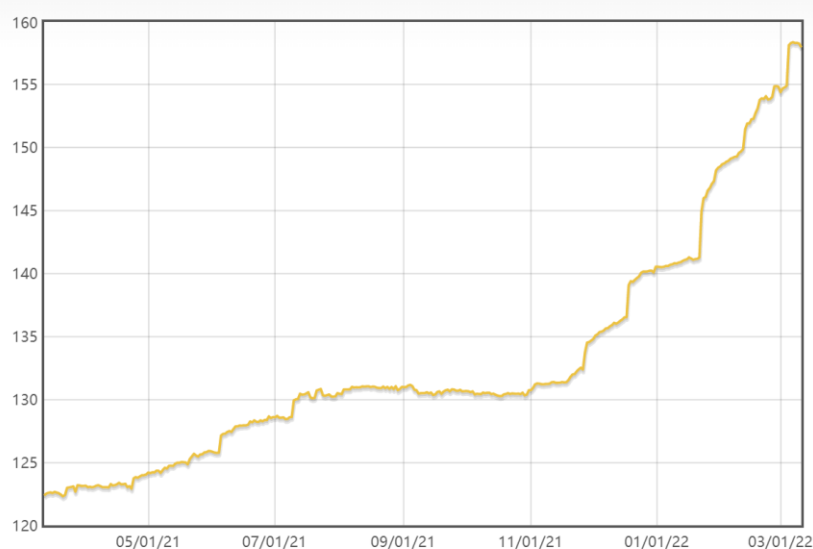
长期来看，林浆纸一体化优势凸显，公司龙头地位稳固

公司林浆纸一体化建设稳步推进，海外老挝林地面积不断增加，国内北海基地产能从 2021 年下半年陆续释放；2022 年公司加强布局广西南宁，包括 15 亿元收购广西宏瑞泰、与政府合作建设年产 525 万吨项目。我们认为未来随着南宁基地逐步投产，公司林浆纸一体化水平不断提高，纸浆自给比例有望继续提升，进而带来成本优势增强，利润增厚。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 29.41/29.47/31.00 亿元，对应 EPS 为 1.09/1.10/1.15 元，当前股价对应 PE 为 10.9/10.9/10.3 倍，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

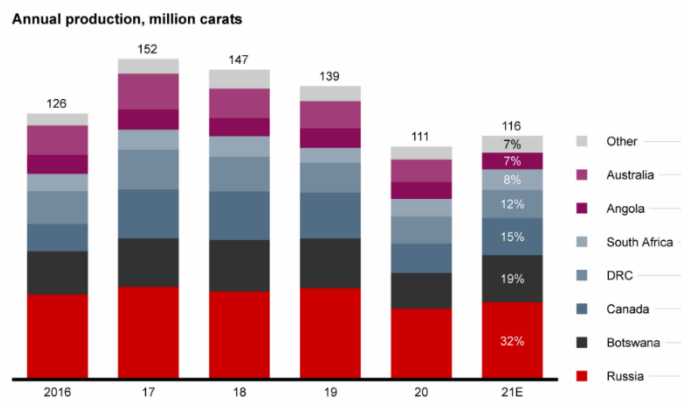
6.2、力量钻石：天然钻毛坯国际供应中断、涨价放大供需缺口，培育钻石受益

在上游主要生产企业毛坯供应不足的预期下，2021 年中游公司急于补库存以满足日益增长的需求，已经造成毛坯钻石价格多轮上涨，2022 年涨价趋势仍在持续，据 IDEX（国际钻石交易平台）数据，2022 年 1 月 1 日-3 月 11 日成品钻价格指数累计上涨 12.4%，其中 1 月、2 月分别上涨 5.7%、4.3%，主要天然钻石生产商 De Beers、Alrosa、Petra 在 1 月份也相继上调毛坯价格，涨幅均在 5%以上。

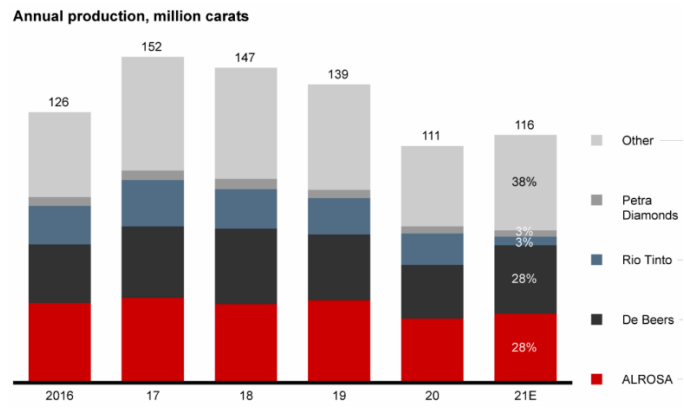
图53: 天然钻石毛坯涨价趋势持续, 2022/1/1 -3/11 成品钻价格指数累计上涨 12.4%


数据来源: IDEX、开源证券研究所

俄乌冲突进一步放大了上游供给不足的缺口, 总部设在俄罗斯的 Alrosa (埃罗莎) 矿业被列为经济制裁目标, 此次制裁将对全球近 1/3 的钻石供应产生影响, 根据贝恩预测, ALROSA 在 2021 年产量在全球的占比为 28%, 与戴比尔斯持平, 而俄罗斯天然钻石产量占全球产量在 32%。中游受困于国际供应中断、毛坯持续涨价等预期, 位于印度苏拉特及其周边的全球最大钻石切割加工中心已经完全停工。

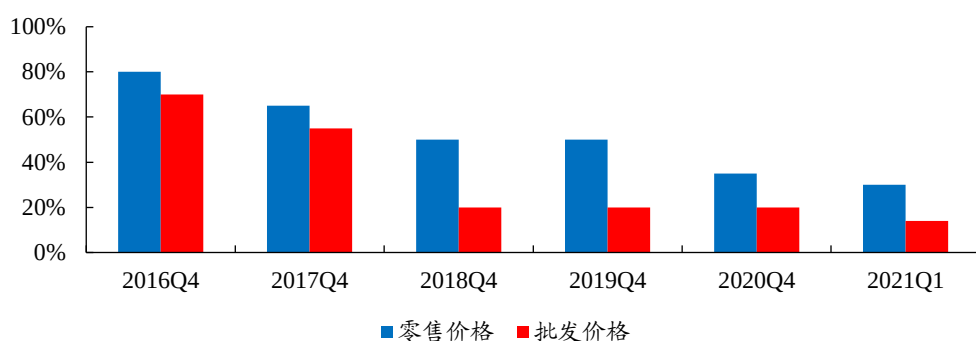
图54: 俄罗斯 2021 年天然钻石产量预计占全球的 32%


数据来源: 贝恩咨询、开源证券研究所

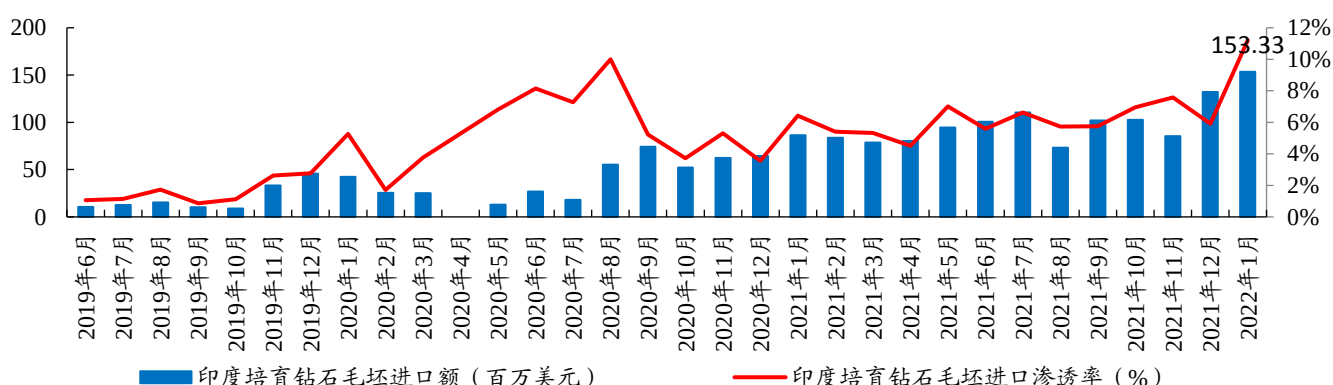
图55: ALROSA 2021 年天然钻石产量预计占全球 28%


数据来源: 贝恩咨询、开源证券研究所

根据贝恩数据, 2021 年培育钻石的平均零售价格下降到 30%, 平均批发价格下降到天然钻石价格的 14%, 分别低于 2020 年的 35%和 20%。培育钻石高性价比特点使得中游的培育钻石毛坯进口金额和进口渗透率不断提升, 据 GJEPC, 2022 年 1 月印度培育钻石毛坯进口额为 1.53 亿美元, 同比增长 77.34%, 环比增长 16.2%, 培育钻石进口渗透率 11.2%, 环比提升 5.3pct。我们认为天然钻石供给缺口短期仍会扩大, 中游对高性价比的培育钻石需求有望进一步提升。

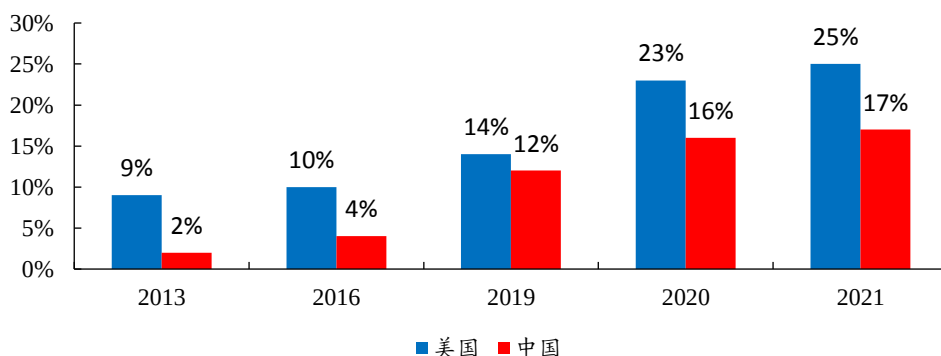
图56: 2021 年培育钻石抛光零售均价从 35%下降至 30%，批发均价下降到 14%


数据来源: 贝恩咨询、开源证券研究所

图57: 2022 年 1 月印度培育钻石毛坯进口额为 153 百万美元，同比增长 77.34%，渗透率环比提升 5.3pct 至 11.2%


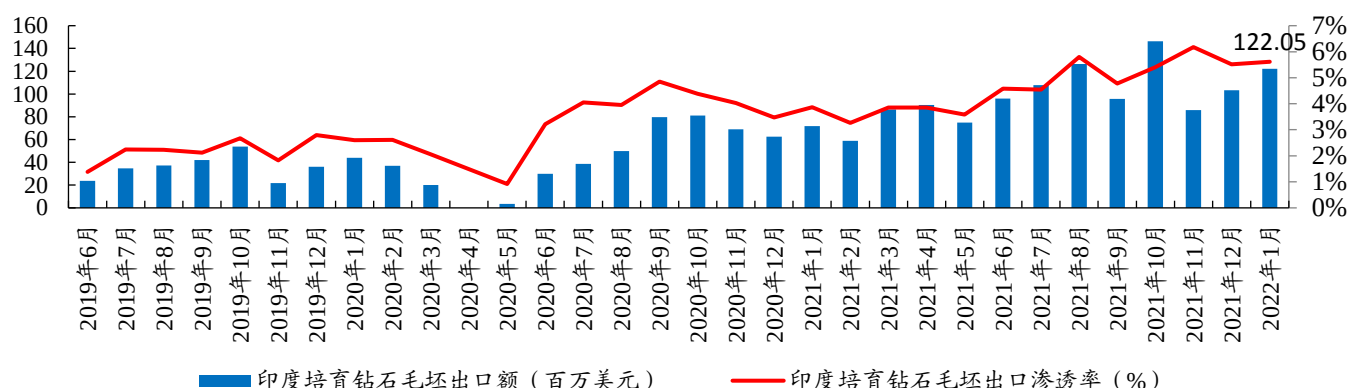
数据来源: GJEPC、开源证券研究所

钻石行业下游需求稳中有升，培育钻石渗透率稳步提升。从零售端看，根据贝恩咨询预测，2021 年钻石首饰市场经历了十年来的高增长，同比增长 29%，占整体珠宝首饰市场销售额的 26%，中国以抖音为主的直播电商销售额中钻石首饰销售占比 17%；从中游出口端看，2022 年 1 月印度培育钻石毛坯出口额为 1.22 亿美元，同比增长 70.06%，环比增长 18.1%，培育钻石出口渗透率 5.6%，环比提升 0.1pct。

图58: 2021 年美国和中国钻石首饰电商销售额的占比持续增长


数据来源: 贝恩咨询、开源证券研究所

图59：2022年1月印度培育钻石毛坯出口额为122百万美元，同增+70.06%，渗透率环比提升0.1pct至5.6%



数据来源：GJEPC、开源证券研究所

力量钻石研发技术及设备优势构筑产品力护城河，2021年公司在下游需求旺盛背景下产能规模快速扩大，实现收入4.98亿元（+103.50%），其中：培育钻石收入1.97亿元（+428.11%），占比提升24.32pct至39.60%，超越金刚石单晶、微粉成为公司第一大业务，预计未来培育钻石占比将进一步提升；**金刚石单晶**收入1.37亿元（+38.14%），收入占比27.57%，工业金刚石单晶下游市场需求稳定，由于培育钻石挤压造成工业金刚石单晶供应紧张，推升价格上涨明显；**金刚石微粉**收入1.56亿元（+54.54%），收入占比31.27%。

业务协同下赢利具有高弹性，2021年整体毛利率为64.07%（+20.69pct），主要系产品大幅提价提升毛利率，金刚石单晶、金刚石微粉、培育钻石毛利率分别为57.93%（+18.49pct）、50.02%（+9.66pct）、81.38%（+14.56pct），预计2022年在天然钻供给严重不足背景下，培育钻石业务仍能保持较高毛利率。

表10：2021年培育钻石收入1.97亿元，同比增长428.11%，收入占比超越金刚石单晶、微粉成为公司第一大业务

	2019	2020	2021	2021vs2020 同比增长
金刚石单晶	0.87	0.99	1.37	38.14%
金刚石微粉	0.90	1.01	1.56	54.54%
培育钻石	0.35	0.37	1.97	428.11%
其他	0.08	0.07	0.08	9.97%
收入合计	2.21	2.45	4.98	103.50%
金刚石单晶	39.49%	40.58%	27.57%	-13.04%
金刚石微粉	40.83%	41.15%	31.27%	-9.90%
培育钻石	15.87%	15.25%	39.60%	24.32%
其他	3.81%	3.02%	1.63%	-1.39%
收入占比	100%	100%	100%	/
金刚石单晶	35.32%	39.44%	57.93%	18.49pct
金刚石微粉	48.24%	40.36%	50.02%	14.56pct
培育钻石	61.21%	66.82%	81.38%	9.66pct
其他	15.46%	19.09%	17.00%	-2.09pct
整体毛利率	43.95%	43.38%	64.07%	20.69pct

资料来源：开源证券研究所数据来源：公司公告、开源证券研究所

力量钻石作为培育钻龙头正加速扩产。2021年公司总产量增长42.18%至13.33

亿克拉，主要系公司新厂区陆续投产，装机规模大幅增长，产能逐步释放；产销率 99.08% (+6.37pct) 仍维持高位，预计 2022 年将继续通过购进新设备、宝晶项目全面完工、力量二期快速投产突破产能瓶颈。

表11：建议关注周期受益的太阳纸业、力量钻石

公司名称	PE			净利润（亿元）			净利润增长率（%）			2021-2023 预 测净利润 CAGR(%)	总市值 (亿元)
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
太阳纸业	10.9	10.9	10.3	29.41	29.47	31	50.6	0.2	5.2	2.67	319.75
力量钻石	72.9	39.6	26.7	2.4	4.42	6.56	228.2	84.6	48.5	65.33	175.07

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：力量钻石 2021 年为年报数据，收盘价截至 2022 年 3 月 11 日）

7、白电板块：等待原材料价格企稳回落带来的投资机会

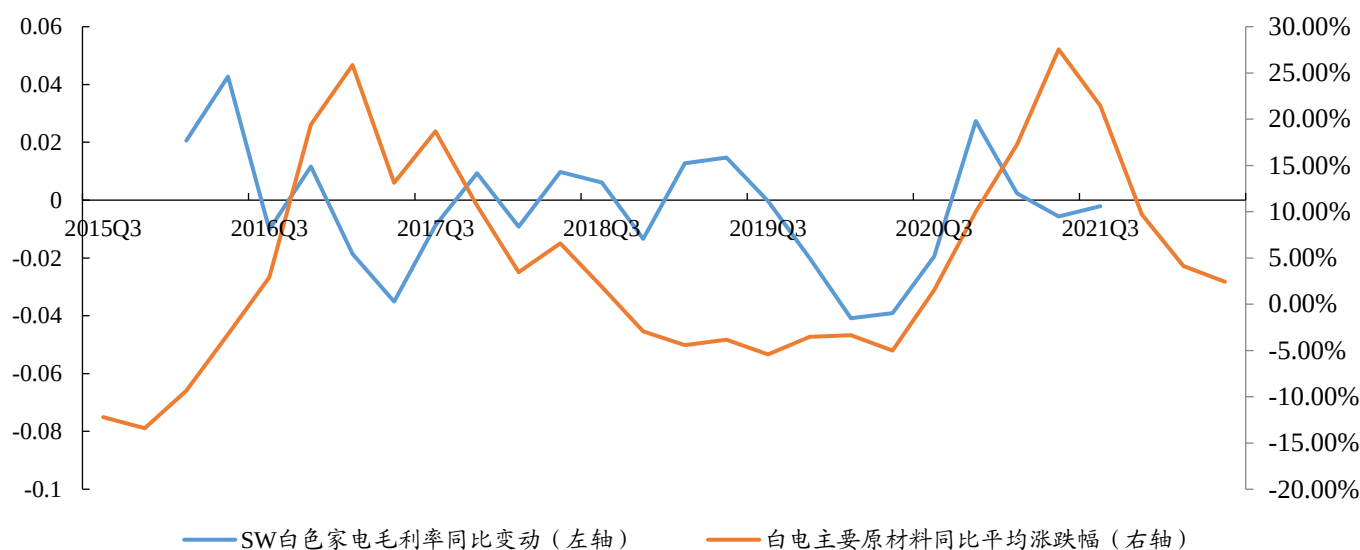
前文提到当前地产政策预期放松，以及两会强调新一轮家电补贴政策均利好白电板块的估值修复。但考虑到当前白电更新需求仍占主导，并且全国性范围的家电补贴政策落地仍有不确定性，因此我们认为当前更应当关注白电板块基本面的修复。

考虑到塑料、铜材、铝材、钢材为三大白电的主要原材料，我们对原材料加权平均涨幅与白电板块整体毛利率水平进行简单比较以探究原材料价格对白电行业盈利能力的影响。2019 年下半年白电板块毛利率下降主系行业价格战，从 2016 年下半年到 2017 年以及 2020 年下半年以来的两波原材料涨价潮中可以发现白电板块毛利率水平受原材料价格影响较大，平均来看原材料价格变动两个季度左右时间会反映到白电板块毛利率变化。

2020 年下半年以来的原材料涨价潮造成白电板块毛利水平同比下滑，因此我们认为当前白电板块基本面的修复关键在于后续原材料价格是否能够企稳回落。2022 年 1-2 月原材料价格特别是塑料价格上涨趋势趋缓，但整体来看仍处于高位震荡的状态，

展望 2022 年，短期来看俄乌局势持续紧张或继续造成能源价格维持高位，铝面临减产压力，同时欧美等国对俄制裁或造成俄罗斯工业金属出口缩减，供应扰动下以铝、铜为代表的工业金属价格预计很难有大幅下降趋势。此外俄乌战争造成原油上涨，在俄乌谈判不确定背景下预期短期油价或仍高位震荡，而油价上涨将进一步向塑料行业扩散，预计塑料价格短期仍缺乏持续下降空间。因此基于谨慎考虑我们预计短期内白电板块盈利修复逻辑较弱，只有当国际局势趋于缓和，大宗商品供给改善的条件下原材料价格或才能逐步回稳，建议投资者关注后续大宗原材料价格走势以及原材料价格对白电盈利修复的传导。

图60: 白电板块毛利率水平受原材料价格影响较大, 并且滞后原材料价格变化约两个季度



数据来源: Wind、开源证券研究所

表12: 建议关注后期成本修复下的海尔智家、美的集团、格力电器

公司名称	PE			净利润 (亿元)			净利润增长率 (%)			2021-2023 预测净利润	总市值 (亿元)
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR(%)	
美的集团	14.2	12.4	11.2	291.8	334.1	370.1	7.2	14.5	10.8	12.62	4153.30
格力电器	8.1	7.1	6.9	245.6	280.0	290.5	10.7	10.3	7.2	8.76	1999.09
海尔智家	15.2	13.4	11.7	130.1	147.9	168.8	46.6	13.7	14.1	13.87	1979.51

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 盈利预测均来源于开源证券研究所, 收盘价截至 2022 年 3 月 11 日)

8、风险提示

疫情影响线下零售、原材料价格大幅波动、海运运价维持高位等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn