



Research and
Development Center

复盘爆款杯消费潮流，与优质客户共成长

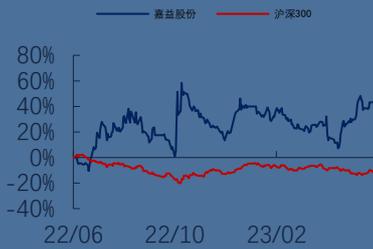
—嘉益股份(301004)公司深度报告

2023年06月25日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
嘉益股份 (301004)
投资评级 增持
上次评级


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	35.65
52 周内股价波动区间 (元)	39.50-22.30
最近一月涨跌幅 (%)	11.93
总股本 (亿股)	1.04
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	37.09

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

复盘爆款杯消费潮流，与优质客户共成长

2023 年 06 月 25 日

报告内容摘要:

◆**专注保温杯出口代工，绑定核心大客户，产品优化&成本回落支撑盈利表现。**嘉益股份专注保温杯出口代工，2020 年-2022 公司营收、净利润均实现高速增长，复合增长率分别为 88%、105%，23Q1 公司营收、净利润分别 2.42 亿元、0.53 亿元，分别同比增长 32.5%、61.0%。近年来公司快速增长主要得益于大客户 PMI 高增贡献，其收入占比自 2019 年的 21%提升至 2022 年的 68.3%。从量价拆分看，受益于客户高单价爆款 Quencher、Quencher H2.0 保温杯的热销，22 年公司出厂单价亦显著提升。盈利方面，22 年随着主要原材料钢铁价格回落，公司盈利逐季释放，23Q1 公司实现毛利率 37%，同比+10.19pct，23 年初至今钢铁价格同比保持下行趋势，公司盈利有望维持较好水平。

◆**中国保温杯出口份额领先，美国为主要消费国，保温杯快消属性强。**据联合国商品贸易统计库数据，2022 年全球保温杯贸易的主要进口国或地区为美国及欧洲地区，占全球保温杯贸易额分别为 44%、23%。而全球保温杯贸易的主要出口国家为中国，2022 年中国保温杯出口额占全球保温杯贸易额的 84%。美国 21 年、22 年受益疫情后户外场景复苏，保温杯需求旺盛，进口额分别同比高增 58%、70%，23Q1 随着需求回归正常进口增速有所回稳。美国保温杯需求场景丰富，主流品牌 YETI、Stanley (PMI 旗下品牌) 虽均以户外用品起家，近年来通过设计风格切换及社交媒体营销，增强产品快消属性，使用场景不仅限于户外，用户群体成功向女性、年轻群体扩圈。

◆**复盘 YETI 爆款杯 RAMBLER 发展，好产品+DTC 渠道+社交营销为主要催化。**YETI 爆款杯 RAMBLER 自 2014 年推出至 2016 年销售额从 0.15 亿美元增长至 4.47 亿美元，产品的优秀保温/保冷属性及时尚外观突出。17 年 YETI 水杯营收出现下滑，主要为当时 YETI 销售渠道依赖的批发商库存失衡及零售业景气下行导致。17 年后，YETI 继续丰富 RAMBLER 产品矩阵，并重点打造 DTC 渠道，通过官网独立站、亚马逊电商、品牌直营店等形式直接面对终端消费者，且持续积极在社交平台推广营销。多举之下，YETI 用户结构成功“破圈”，女性消费者占比从 2015 年的 9%提升至 2019 年的 34%，45 岁以下年轻消费者占比达 64%，而批发渠道营收占比也从 15 年的 92%降至 23Q1 的 43%。YETI 水杯业务 17-22 年保持连续正增长，五年 CAGR 为 25%。

◆**回顾 Stanley 爆款杯 Quencher、Quencher H2.0 发展，23 年热度有望延续。**Stanley 为美国保温杯百年企业，其经典产品线风格多年来以户外、简约为主。20 年 5 月，原 Crocs 首席营销官 Terence Reilly 加盟 Stanley 并担任其全球总裁，将资源投入从传统杯壶转向 Quencher 系列，通过丰富产品色彩、发力 DTC 渠道、加强在 Tik Tok 等社交媒体影响力等举措，带领百年品牌成功“破圈”，21 年 Stanley 杯壶营收同比增长超 200%；22 年 9 月推出新品 Quencher H2.0 延续高增趋势，亚马逊全站 Stanley 品牌自此前的数十万美元季度销售额增长至 22Q4、23Q1 的 3000 万美元、2400 万美元；品牌均价自 30 美元左右提升至 50 美元以上，据 Stanley 官网，最畅销的 Quencher H2.0 FlowState 40 盎司容量售价为 45 美元-50 美元，Quencher 原版为 35 美元。对比 YETI 爆款 RAMBLER 增长历程，我们认为 Quencher H2.0 销售额有望在 2023 年延续较高增长。

◆**盈利预测与投资评级：**公司专注保温杯出口代工主业，聚焦绑定核心大客户，高单价爆款新品增长势能较强，主要原材料钢铁价格回落下成本

不断优化。参考过去爆款杯的消费潮流，我们认为业务矩阵打造和社交营销是产品生命周期运营的关键。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.99 亿元、4.62 亿元，分别同比增长 26.6%、16.0%、15.7%，目前股价对应 PE 为 11X，低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险，汇率波动风险，国内外环境变化风险，大客户风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	586	1,260	1,535	1,811	2,083
增长率 YoY %	64.7%	115.1%	21.9%	18.0%	15.0%
归属母公司净利润 (百万元)	82	272	344	399	462
增长率 YoY%	26.7%	230.9%	26.6%	16.0%	15.7%
毛利率%	28.7%	34.3%	36.5%	36.5%	36.5%
净资产收益率 ROE%	13.6%	31.3%	29.0%	26.2%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.79	2.61	3.31	3.84	4.44
市盈率 P/E(倍)	45.13	13.64	10.78	9.29	8.03
市净率 P/B(倍)	6.14	4.27	3.13	2.43	1.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 06 月 21 日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、绑定优质大客户，精耕细作加速成长	7
1.1 公司简介：专注保温杯代工，股权激励绑定团队利益	7
1.2 大客户高增&成本回落，营收净利双增	10
二、美国保温杯快消属性强，爆款引领消费潮流	13
2.1 中国为保温杯出口大国，美国为主要消费国	13
2.2 好产品+营销破圈，美国爆款保温杯畅销之路	15
三、盈利预测与估值	20
3.1 盈利预测及假设	20
3.2 估值与投资评级	21
四、风险因素	22

表目录

表 1：公司股权激励计划明细	9
表 2：公司收入预测简表	20
表 3：公司盈利预测简表	20
表 4：可比公司 23 年平均 PE 约 16X	21

图目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：2017-2022 年主要业务营收情况（亿元）	8
图 3：2017-2022 年公司主营业务营收占比	8
图 4：2017-2022 年分地区营收占比	8
图 5：2018-2020 年公司分业务模式营收情况（亿元）	8
图 6：23Q1 公司股权结构图	9
图 7：2017-2023Q1 公司营业收入与同比增长率	10
图 8：2017-2023Q1 公司扣非归母净利润与同比增长率	10
图 9：2022 年前五大客户占比超 90%	10
图 10：公司前五大客户营收占比	10
图 11：2018-2022 年公司金属制品业销售量与同比增长率	11
图 12：2018-2022 年公司金属制品业测算均价与同比增长率	11
图 13：2017-2023 年 Q1 公司毛利率和净利率	11
图 14：2017-2022 年公司成本结构	11
图 15：分季度钢铁价格指数同比与公司季度毛利率	12
图 16：钢铁价格指数走势图	12
图 17：2017-2022 年公司各项费用率	12
图 18：2020 年至今美元兑人民币汇率与公司财务费用率	12
图 19：2017-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数（天）	13
图 20：2017-2022 年现金流情况	13
图 21：2022 年保温杯主要进口国家和地区	14
图 22：2022 年保温杯出口主要国家	14
图 23：2010-2022 年美国保温杯进口金额及增长速度	14
图 24：2010-2022 年中国保温杯出口金额及增长速度	14
图 25：发达国家保温杯人均保有量较高	15
图 26：美国保温杯品牌以户外场景为主打	15
图 27：1Q21-1Q23 亚马逊全站水杯销售额与同比增速	15
图 28：1Q21-1Q23 亚马逊全站水杯品牌销售额市占率	15
图 29：23Q1 亚马逊全部站点水杯品牌销售额市占率	16
图 30：Stanley 水杯均价显著高于亚马逊同类水平	16
图 31：Yeti 与 Stanley 畅销水杯官网售价示意图	16
图 32：YETI 水杯业务销售额及同比增长	17
图 33：YETI 保温杯系列示意图	17

图 34: 2015-23Q1 YETI DTC 渠道占比提升	18
图 35: YETI 水杯女性用户占比提升	18
图 36: Stanley 爆款杯 Quencher 系列发展历程	19
图 37: Stanley 亚马逊全站销售额	19
图 38: Stanley 经典款与新品产品形态对比	19

投资聚焦

市场关注爆款杯热度持续性，复盘 YETI 爆款 RAMBLER 发展历程，经过前三年营收高增，由于依赖批发商导致短期下滑，调整后恢复 5 年 25% CAGR。YETI 爆款杯 RAMBLER 在 2014 年首次推出后销售额自 0.15 亿美元增至 2016 年的 4.47 亿美元。17 年 YETI 水杯营收下滑，主要为当时销售渠道依赖的批发商库存失衡及零售业景气下行导致。YETI 及时进行战略调整，减少对批发商依赖并重点打造 DTC 渠道，积极在社交平台推广营销。多举之下，YETI 用户结构成功“破圈”，女性消费者占比从 2015 年的 9% 提升至 2019 年的 34%，45 岁以下年轻消费者占比则达 64%，批发渠道营收占比从 15 年的 92% 降至 22 年的 43%。随后的 17 年-22 年，YETI 水杯业务营收连续正增长，五年 CAGR 达 25%。

回顾 Stanley 爆款杯发展，Quencher H2.0 自 22 年 9 月推出后表现亮眼，23 年热度有望延续。Stanley 为美国保温杯百年企业，经典产品线风格多年来以户外、简约为主。20 年 5 月，原 Crocs 首席营销官 Terence Reilly 加盟 Stanley 并担任其全球总裁，以时尚快消品的营销思路赋能企业，向 Quencher 系列加大资源投入，21 年在 Quencher 驱动下公司杯壶营收同比增长超 200%。22 年 9 月推出新品 Quencher H2.0，产品形态升级，售价较 Quencher 提升。据久谦中台数据，22Q4、23Q1 亚马逊全站 Stanley 品牌自此前的数十万美元季度销售额增长至 2000-3000 万美元。对比 YETI 爆款 RAMBLER 增长历程，我们认为 Quencher H2.0 销售额有望在 2023 年延续较高增长。

嘉益股份有望共享大客户爆款增长，随着原材料价格回落，盈利有望维持较好水平。公司专注保温杯出口代工，2020 年-2022 年公司营收、净利润均实现高速增长，复合增长率分别为 88%、105%，快速增长主要得益于大客户 PMI 贡献，其收入占比自 2019 年的 21% 提升至 2022 年的 68.3%。从量价拆分看，受益客户高单价爆款 Quencher、Quencher H2.0 保温杯的热销，22 年公司出厂单价亦显著提升。盈利方面，22 年随着主要原材料钢铁价格回落，公司盈利逐季释放，23Q1 实现毛利率 37%，同比+10.19pct，23 年初至今钢铁价格同比保持下行趋势，公司盈利有望维持较好水平。

一、绑定优质大客户，精耕细作加速成长

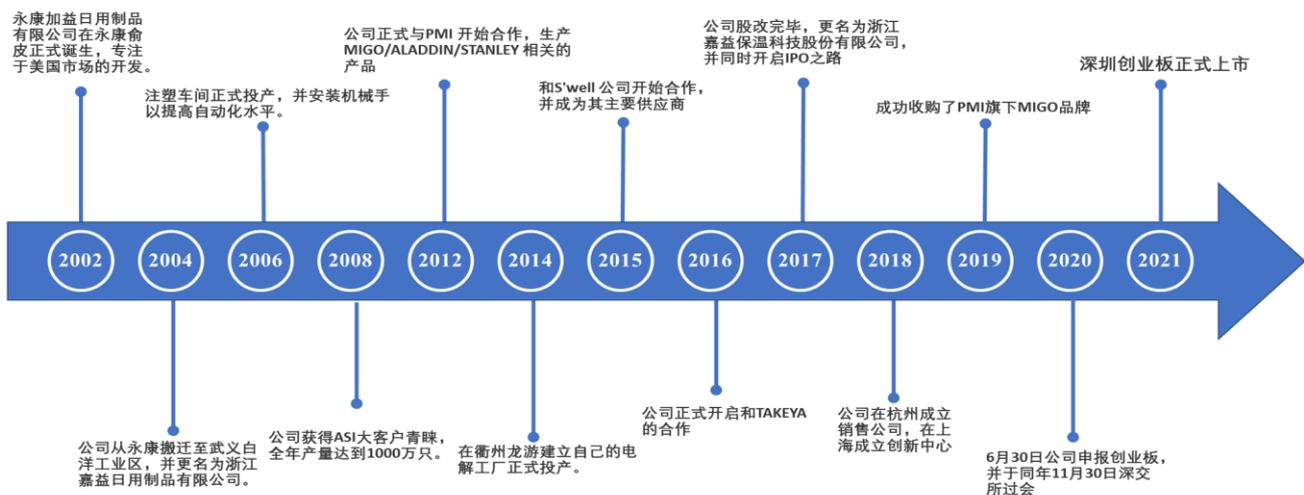
嘉益股份专注保温杯出口代工，2020年-2022年公司营收、净利润均实现高速增长，复合增长率分别为88%、105%，23Q1公司营收、净利润分别2.42亿元、0.53亿元，分别同比增长32.5%、61.0%。近年来公司快速增长主要得益于大客户PMI高增贡献，其收入占比自2019年的21%提升至2022年的68.3%。而从量价拆分看，受益客户高单价爆款Quencher、Quencher H2.0保温杯的热销，22年公司出厂单价亦显著提升。盈利方面，22年随着主要原材料钢铁价格回落，公司盈利逐季释放，23Q1公司实现毛利率37%，同比+10.19pct，23年初至今钢铁价格同比保持下行趋势，公司盈利有望维持较好水平。

1.1 公司简介：专注保温杯代工，股权激励绑定团队利益

公司专注于不锈钢保温器皿产品生产，以海外市场为发展方向。自2004年成立至今，公司多年来持续投入研发，引进国内外先进装备，对不锈钢保温器皿的生产过程进行了系统化和全方位的技术攻关和技术改造，经过多年发展已成为国内知名不锈钢杯壶制造商之一，也是国内不锈钢真空保温器皿行业第二家上市公司，是行业的引领者和领导者，在国际制造商和品牌商中享有较好的美誉度。

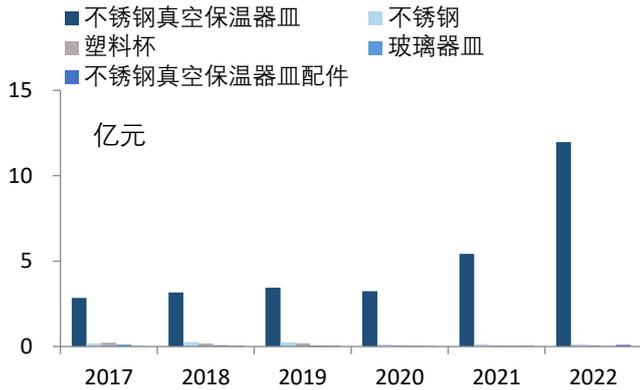
公司业务以ODM/OEM代工为主，主要客户包括美国PMI（Stanley母公司）、日本Takeya、美国S'well等知名品牌。经过多年发展，公司产品已形成不锈钢真空保温器皿和非真空器皿两大系列，涵盖保温杯、保温瓶、焖烧罐、保温壶、智能杯、汽车杯、玻璃杯、塑料杯等多种类型产品。当前公司产品结构以不锈钢保温杯为主。

图1：公司发展历程

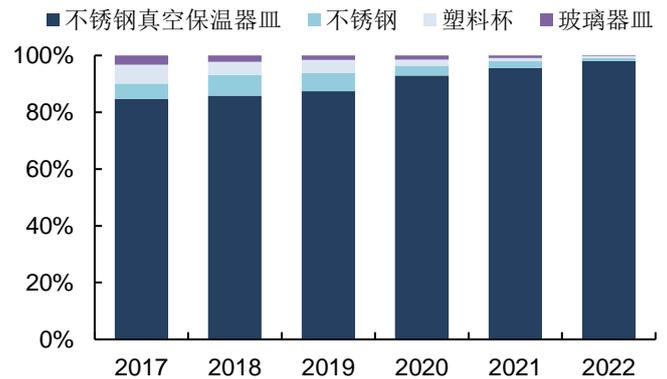


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

不锈钢真空保温器皿为主要销售产品，且收入占比逐年提升。公司当前主要产品以不锈钢真空保温器皿为主，且该产品营收占比呈逐年上升趋势，2022年，不锈钢保温杯产品的营收额达11.96亿元，占比97.29%。此前，不锈钢保温杯产品营收均在3-6亿元间浮动，收入占比维持在80%以上。整体营收保持稳定，塑料杯和玻璃器皿等其他非不锈钢产品的营收占比略有下降。

图 2：2017-2022 年主要业务营收情况（亿元）


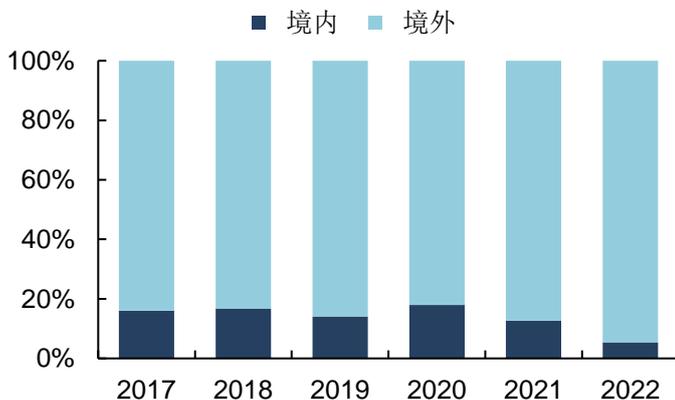
资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

图 3：2017-2022 年公司主营业务营收占比


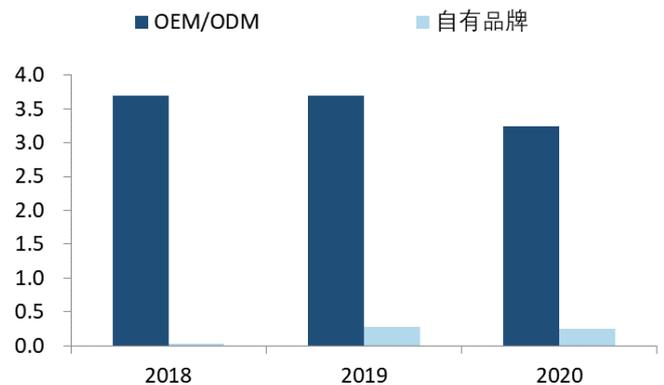
资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

公司主营业务聚焦海外代，逐步发展自主品牌。公司采用 OEM、ODM 业务模式与国际知名品牌商进行合作，在拓展国际市场业务的基础上，亦通过自创和收购的方式，加强自主品牌的开发和宣传力度，2019 年公司收购 PMI 旗下 miGo 品牌，该品牌专注于不锈钢真空保温器皿等食品和饮料容器，在国内市场具有一定影响力，公司在外销代工的基础上逐步完善自主产品系列，进一步巩固和提升公司的整体竞争力。

分地区看，公司以出口 ODM/OEM 业务为主，过去六年海外市场营收占比均在 80% 以上，2022 年受益美国市场高速增长，公司外销实现营收 11.91 亿元，占比达 94.6%，近 3 年国内市场营销维持在 0.7 亿元左右。

图 4：2017-2022 年分地区营收占比


资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

图 5：2018-2020 年公司分业务模式营收情况（亿元）


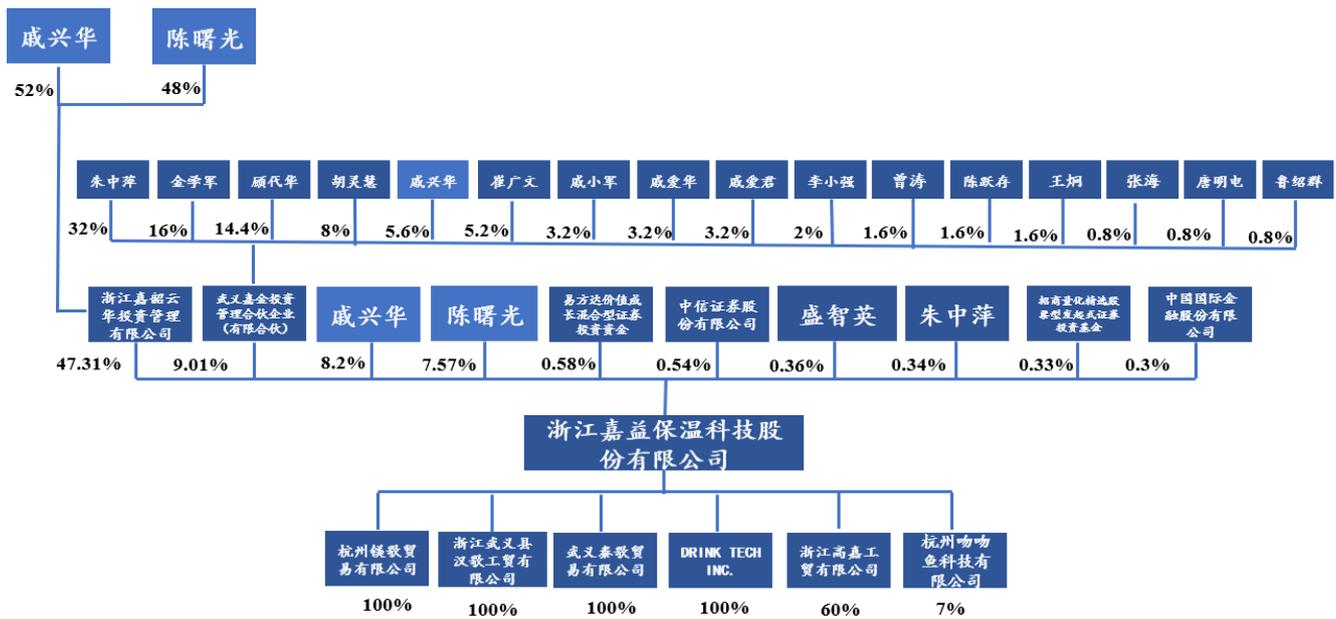
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司创始人夫妇为实控人，股权高度集中。截止 23 年一季报发布时间，公司最大控股股东为浙江嘉韶云华投资管理有限公司，持有公司 47.31% 股权。公司实际控制人为公司创始人兼董事长戚兴华先生及其妻子陈曙光女士，二人通过直接持股方式和间接通过嘉韶云华和嘉金公司持股方式持有公司股份，合计持股比例超 60%。浙江嘉韶云华投资管理有限公司为公司实际控制人戚兴华、陈曙光夫妇控制的企业。武义嘉金投资管理合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为实际控制人戚兴华，嘉金投资为员工持股平台，当前持有公司 9.01%

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

的股份。

图 6: 23Q1 公司股权结构图



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

发布股权激励计划，彰显发展信心。2022 年公司发布股权激励计划，计划总计拟授予股票数量约 415 万股，激励对象为中高层管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员。股权激励计划激励对象总计 68 人，拟授股票数量 415 万股。首次授予部份解除限售条件为：以 2021 年为基数，2022、2023、2024 年公司净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%；或营业收入增长率分别不低于 60%、90%、120%。股权激励计划彰显公司长期发展信心，利益共享激活团队动能。

表 1: 公司股权激励计划明细

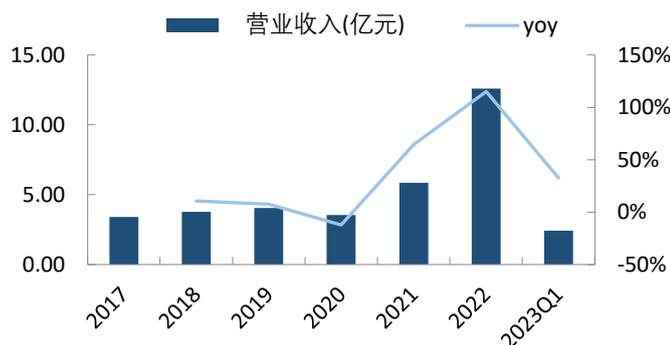
股权激励计划	激励对象	拟授予股票数量	考核指标
2022 年第二限制性股票激励计划	1、公司董事、公司高级管理人员（3 人）	332 万股	首次授予第一至三个解除限售期 以 2021 年为基数，公司 2022、2023、2024 年净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%；或以 2021 年为基数，公司 2022、2023、2024 年营业收入增长率分别不低于 60%、90%、120%。
	2、中层管理人员、核心技术（业务）骨干（65 人）	83 万股	预留部分第一至二个解除限售期 以 2021 年为基数，公司 2023、2024 年净利润增长率分别不低于 70%、90%；或以 2021 年为基数，公司 2023、2024 年营业收入增长率分别不低于 90%、120%。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 大客户高增&成本回落，营收净利双增

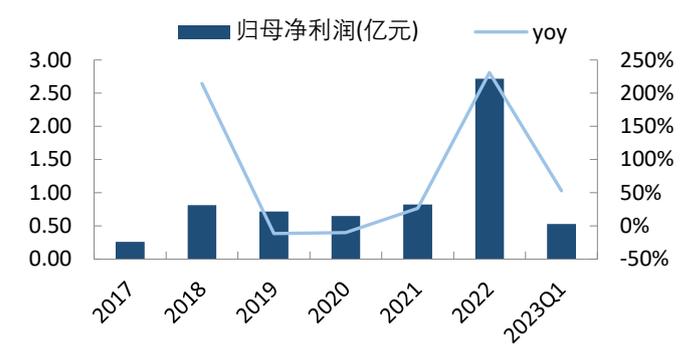
海外市场的较强需求拉动公司业绩，**23Q1 营收与净利润快速增长**。2022 年公司实现营业收入 12.6 亿元，同比增长 115%，23 年 Q1 公司实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 32.5%。2022 年公司实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 231%，23 年 Q1 公司实现归母净利润 0.53 亿元，同比增长 61%。22 年海外市场需求高涨，户外活动热潮拉动相关需求带动公司营收大幅增长。在不锈钢保温杯出口高景气度延续态势下，凭借公司与大客户间稳定的合作关系和较强的生产制造水平，23 年 Q1 公司订单、生产持续旺盛趋势，公司产销两旺，实现营收、净利润高增。

图 7：2017-2023Q1 公司营业收入与同比增长率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

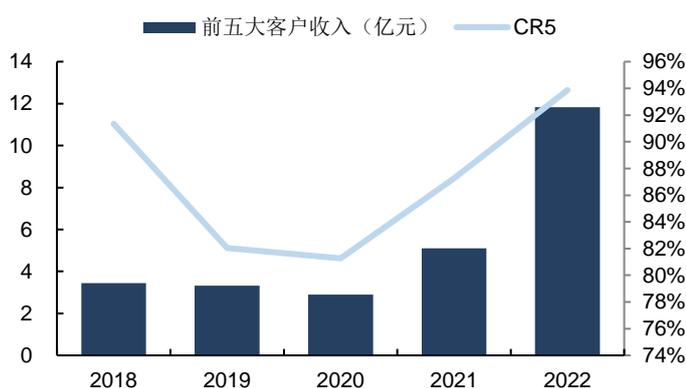
图 8：2017-2023Q1 公司扣非归母净利润与同比增长率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

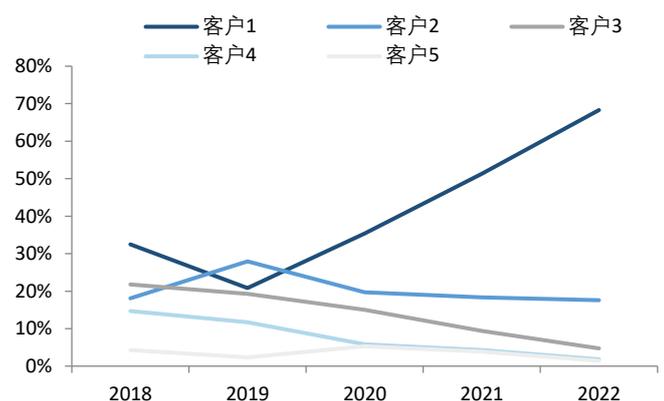
从公司的客户结构看，公司前五大客户营收占比在 80-90% 左右波动，近年来随着公司大客户 PMI 销售增长，公司对第一大客户的销售额占比提升驱动营收增长。2022 年公司前五大客户占比达 94%，其中 22 年第一大客户 PMI 营收占比自 2019 年的 21% 提升至 2022 年的 68.3%。

图 9：2022 年前五大客户占比超 90%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司前五大客户营收占比



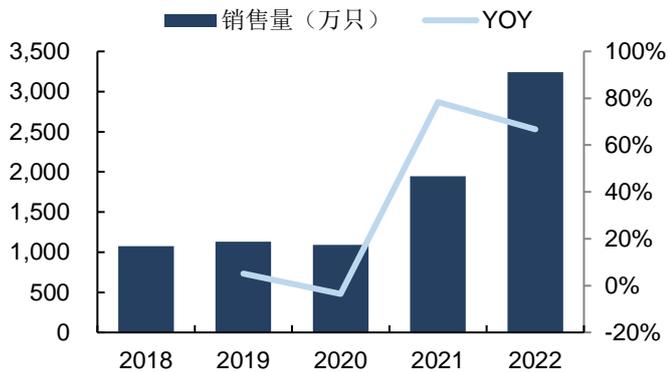
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022 年公司保温杯量价齐升驱动增长。从销售量价看，2021 年、2022 年公司金属制品业（以不锈钢真空保温器皿为主）分别实现销售量 1945 万只、3241 万只，分别同比增长 78%、67%。测算产品出厂均价在 2021 年、2022 年分别约为 28 元/只、37 元/只，22 年

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

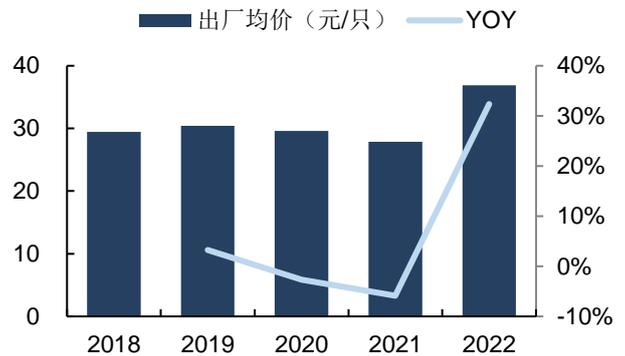
产品均价同比提升 30%以上。

图 11: 2018-2022 年公司金属制品业销售量与同比增长率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

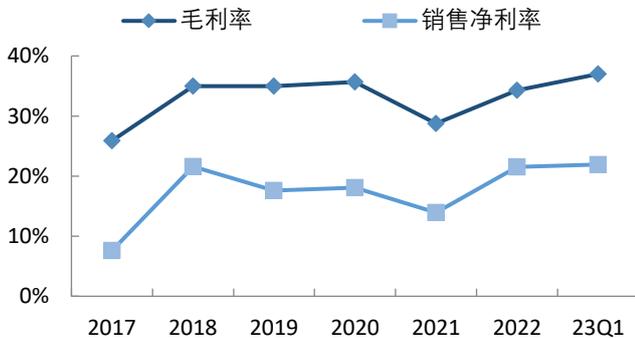
图 12: 2018-2022 年公司金属制品业测算均价与同比增长率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

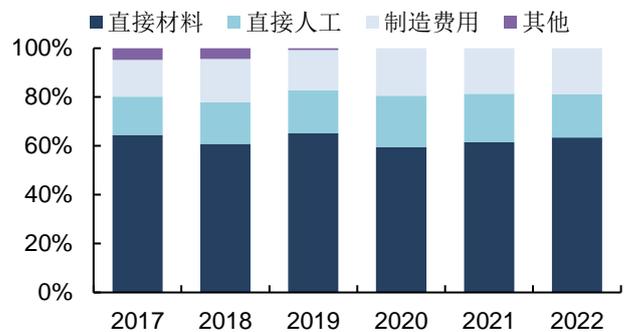
受益规模增长+原材料成本优化, 公司毛利率有望维持较高水平。公司 2022 年毛利率为 34.26%, 同比+5.53pct, 23 年 Q1 毛利率为 37%, 同比+10.19pct, 主要受不锈钢等原材料价格回落及人民币汇率贬值的正面影响。公司成本结构中, 直接材料占比 60%以上, 制造费用和人工费用占比均为 18%左右。公司的主要原材料为不锈钢, 近年来受原材料价格显著波动的影响公司毛利率有所波动, 21 年 Q1 起钢铁价格快速上涨, 公司毛利率随之下滑至 28%左右, 22 年 Q2 起钢铁价格回落, 公司毛利率随之改善, 回升至 34%左右。2023 年至今钢铁价格维持平稳, 价格同比保持下行趋势, 公司毛利率有望维持在较好水平。

图 13: 2017-2023 年 Q1 公司毛利率和净利率

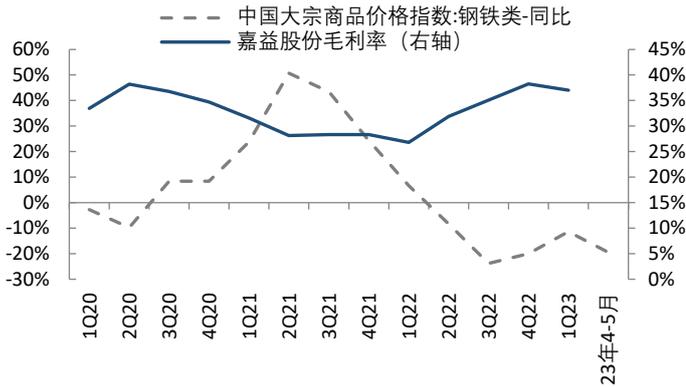


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

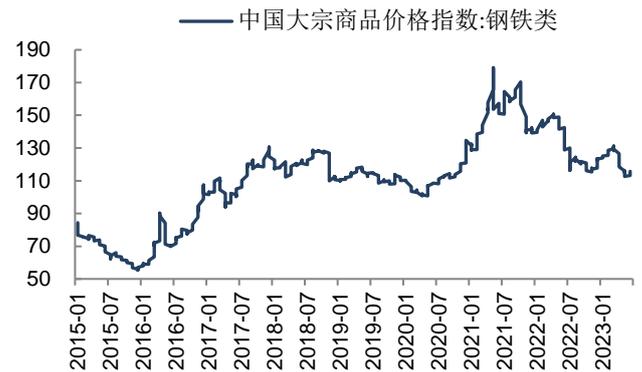
图 14: 2017-2022 年公司成本结构



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 信达证券研发中心

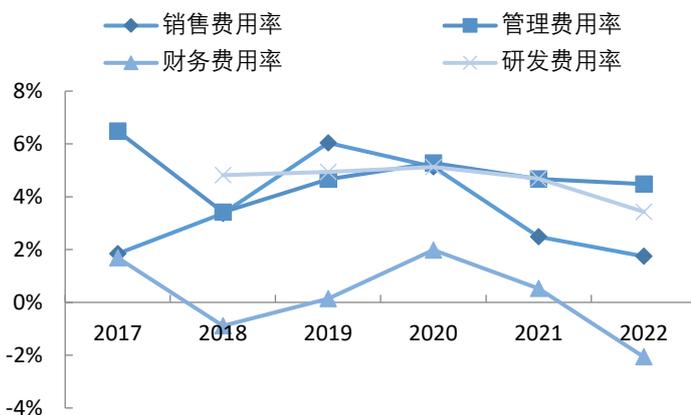
图 15: 分季度钢铁价格指数同比与公司季度毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

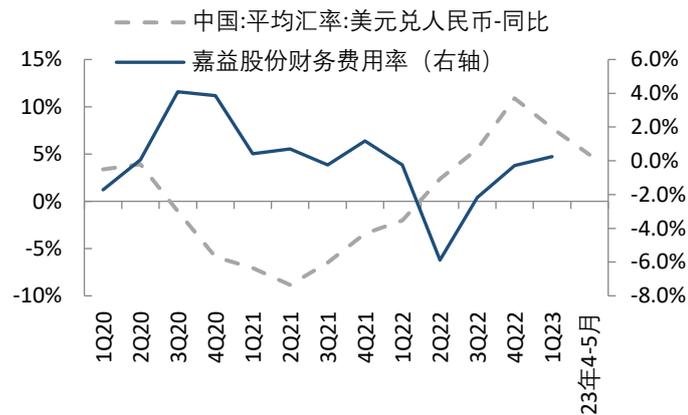
图 16: 钢铁价格指数走势图


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受益规模放量, 公司整体费用率持续优化。三年来公司销售、管理和研发费用率整体下降, 虽受人员薪酬增长及员工股权激励计划影响, 但在营收大幅增长背景下, 整体费率依然保持下降趋势。财务费用率方面, 在人民币贬值影响下, 公司 22 年财务费用率为 -2.07%, 同比 -2.6pct。

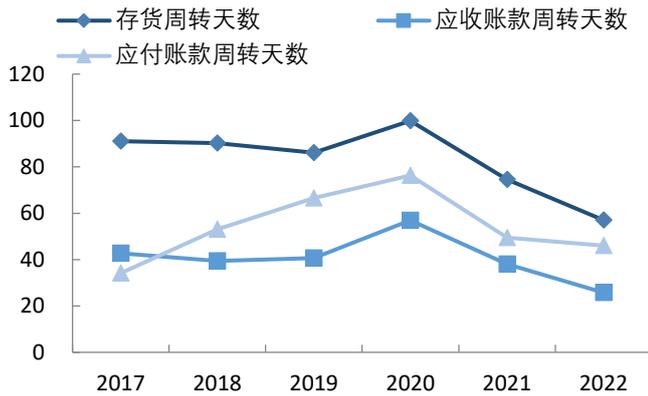
图 17: 2017-2022 年公司各项费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 2020 年至今美元兑人民币汇率与公司财务费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司营运情况和现金流表现稳健。22 年公司存货/应收/应付账款周转天数分别为 57/26/46 天, 整体保持较合理水平。近两年存货周转天数和应收账款周转天数有所下降, 主要受海外市场需求旺盛、客户提货积极影响。22 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.65 亿元, 整体经营活动现金流充裕。

图 19: 2017-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数 (天)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 2017-2022 年现金流情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

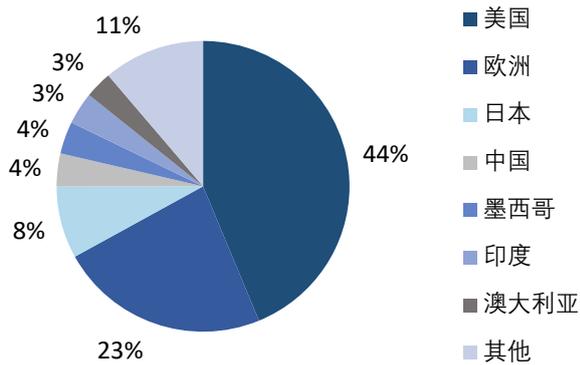
二、美国保温杯快消属性强，爆款引领消费潮流

美国为全球最大保温杯进口国，21年、22年受益疫情后户外消费场景复苏，保温杯进口额分别同比高增 58%、70%，23Q1 随着需求回归正常进口增速有所回稳。美国保温杯需求场景丰富，主流品牌 YETI、Stanley 虽均以户外产品起家，近年来通过设计风格切换及社交媒体营销，增强产品快消属性，使用场景及用户群体成功扩圈。

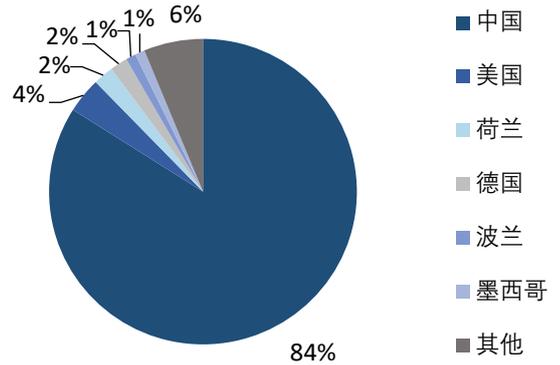
复盘 YETI 爆款杯 RAMBLER 发展历程，自 2014 年推出至 2016 年销售额高增，17 年受批发渠道影响暂时下挫，随后 YETI 加大转型 DTC 渠道+扩圈营销，杯壶营收 17-22 年 CAGR 达 25%。回顾 Stanley 爆款杯 Quencher 发展历程，2020 年其全球总裁更换后，资源投入从传统杯壶转向 Quencher，通过粉丝营销等投入，21 年杯壶营收同比增长超 200%；22 年 9 月推出新品 Quencher H2.0 延续高增趋势，亚马逊全站 Stanley 品牌销售额、销售均价自 22Q3 以来显著提升。

2.1 中国为保温杯出口大国，美国为主要消费国

全球保温杯贸易主要需求地区为欧美，主要供给来自中国。据联合国商品贸易统计库数据，2022 年全球保温杯贸易的主要进口国家或地区为美国及欧洲地区，占全球保温杯贸易额分别为 44%、23%。而全球保温杯贸易的主要出口国家为中国，2022 年中国保温杯出口额占全球保温杯贸易额的 84%。目前我国保温杯行业以 OEM 及 ODM 的方式外销为主，同时以自主品牌内销为辅。

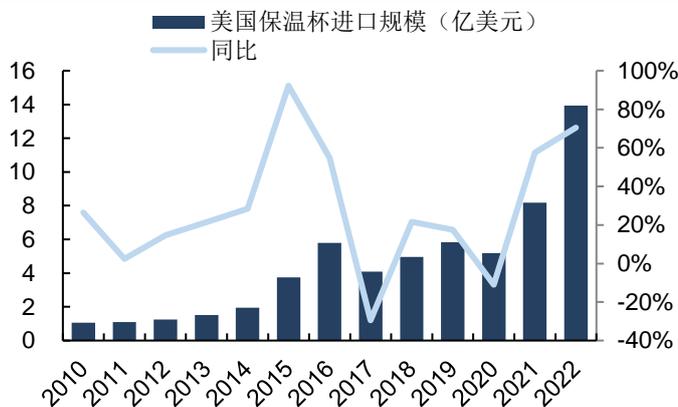
图 21：2022 年保温杯主要进口国家和地区


资料来源：联合国商品贸易统计数据库，信达证券研发中心

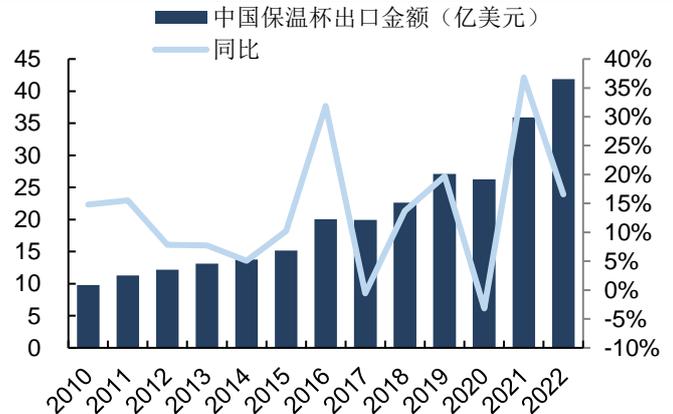
图 22：2022 年保温杯出口主要国家


资料来源：联合国商品贸易统计数据库，信达证券研发中心

近年来美国户外消费火热，催生保温杯进口额高增。从美国保温杯进口金额看，2010-2022 年美国保温杯进口额从 1.06 亿美元提升至 2022 年的 13.93 亿美元，其中 2011-2016 年进口额增长 CAGR 达 40%，2017 年经过短期下滑后增长逐步修复，2017-2022 年进口额 CAGR 达 28%。其中 2020-2022 年受到疫情后户外消费场景修复驱动，美国户外旅游及相关消费热度较高，驱动保温杯进口额加速增长，21 年、22 年进口额分别同比增长 58%、70%。从中国保温杯出口金额看，过去数十年的增长变化趋势与美国进口规模趋势基本一致，由于出口地区亦包含欧洲、日本等需求较稳定地区，中国保温杯出口额波动幅度小于美国进口额增长。

图 23：2010-2022 年美国保温杯进口金额及增长速度


资料来源：联合国商品贸易统计数据库，信达证券研发中心

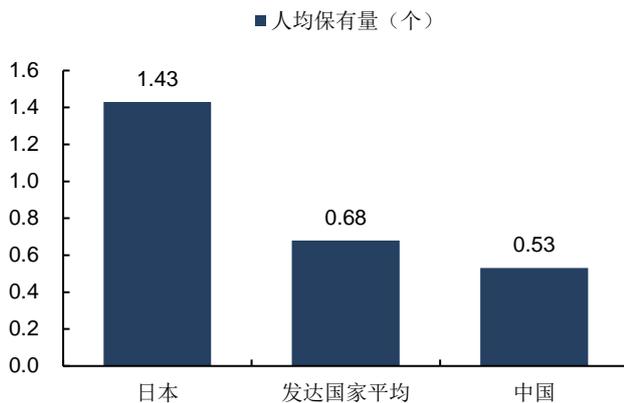
图 24：2010-2022 中国保温杯出口金额及增长速度


资料来源：联合国商品贸易统计数据库，信达证券研发中心

保温杯在发达国家需求场景丰富，快消属性下更换频次、人均保有量较高。从保有量看，在发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿在一定程度上具有快速消费品的特征，产品消费更换频率较高，市场需求旺盛，发达国家人均保温杯保有量约 0.68 个。从消费场景看，在欧美、日韩等发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿伴随着普通民众的日常生活，是人们普遍使用的日用消费品。居民在家居、办公、户外、学校、育儿等场合会分别使用不同的保温杯。其中美国保温杯头部品牌 Stanley、YETI 均主打户外、野营等消费场景，除保温杯外，其产品矩阵亦包括户外冷藏箱包等品类。另外，不同于日系保温杯以“保温”为主

打的功能，美国保温杯更注重“保冷”属性。

图 25: 发达国家保温杯人均保有量较高



资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 26: 美国保温杯品牌以户外场景为主打



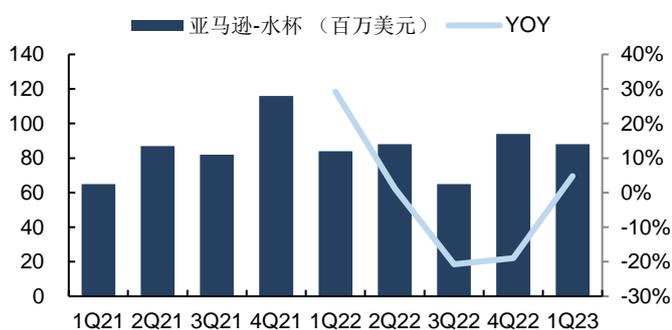
资料来源: YETI 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 好产品+营销破圈，美国爆款保温杯畅销之路

22 年下半年至今 Stanley 水杯的亚马逊销售额、均价高增。从亚马逊全站的销售数据看，随着过去几年户外露营需求企稳，22 年下半年水杯品类销售额同比增速较前期有所回落。从品牌结构看，自 22 年 Q3 起 Stanley 水杯的销售额显著高增，自前几个季度的数十万美季度销售额增长至 22Q4、23Q1 的 3000 万美元、2400 万美元。截止 23 年 Q1，亚马逊全站中，Stanley、YETI、Tervis 销售额市占率分别为 27.3%、5.9%、3.8%。

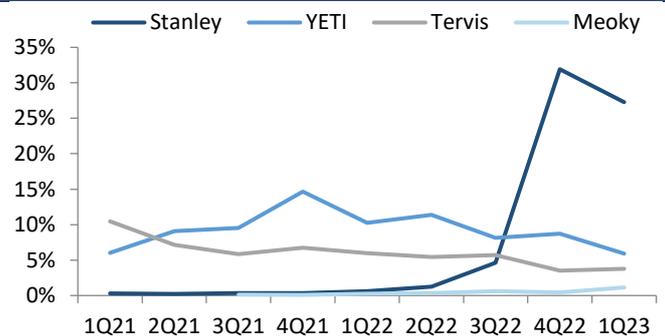
从销售均价看，随着 Stanley 的爆款大容量水杯 Quencher 放量，其销售均价自 30 美元左右提升至 50 美元以上。而其他主要品牌的水杯均价则在 20-30 美元左右。根据 Stanley 官网，最畅销的 Quencher H2.0 FlowState 40 盎司容量售价为 45 美元-50 美元；根据 YETI 官网，评价数最多的 RAMBLER 系列 20 盎司容量标价为 35 美元-38 美元。

图 27: 1Q21-1Q23 亚马逊全站水杯销售额与同比增速

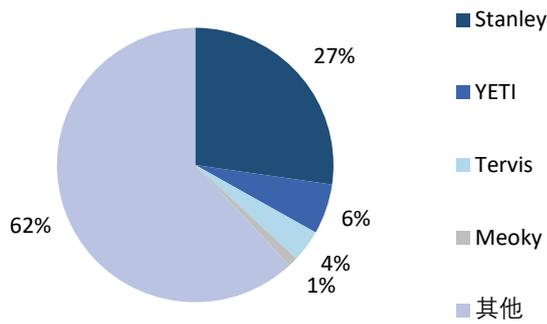


资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

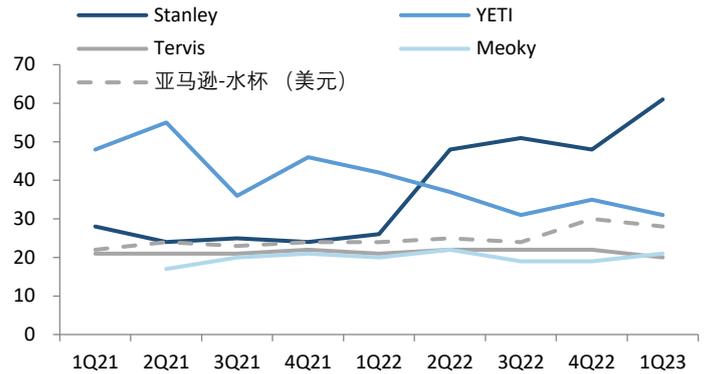
图 28: 1Q21-1Q23 亚马逊全站水杯品牌销售额市占率



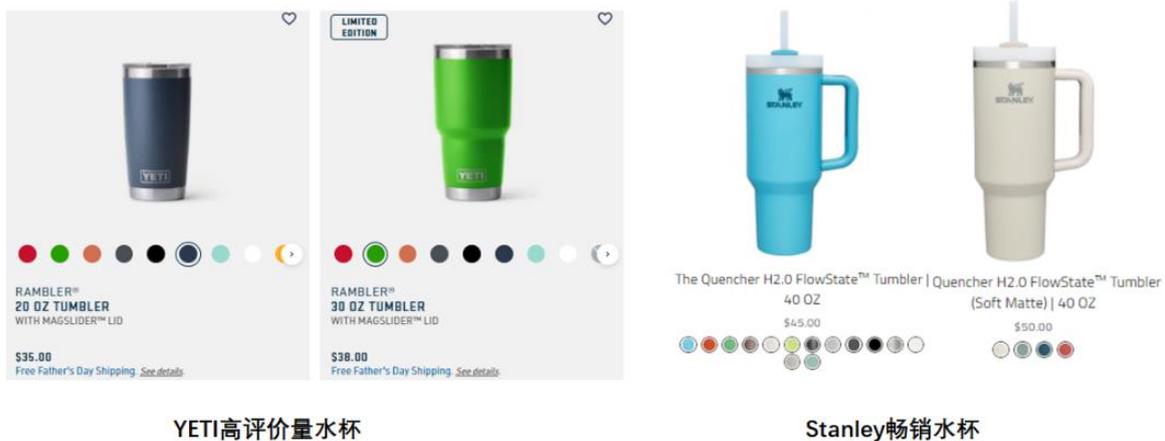
资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

图 29: 23Q1 亚马逊全部站点水杯品牌销售额市占率


资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

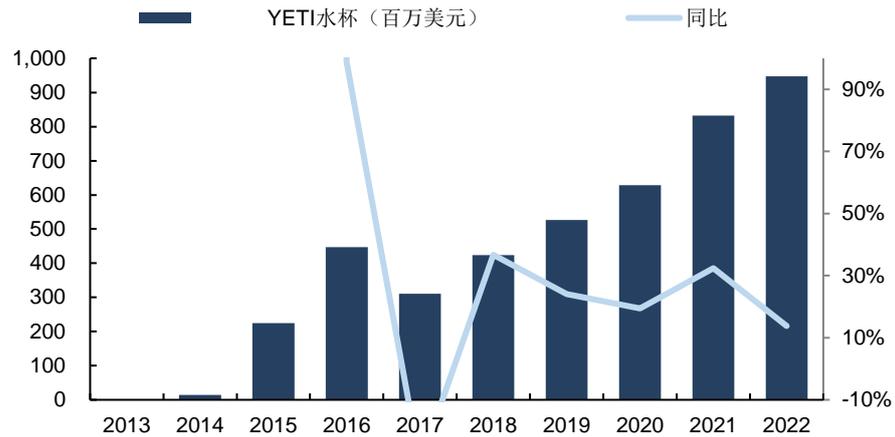
图 30: Stanley 水杯均价显著高于亚马逊同类水平


资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

图 31: Yeti 与 Stanley 畅销水杯官网售价示意图


资料来源: YETI 官网, Stanley 官网, 信达证券研发中心

回顾 YETI 经营历程, 其爆款水杯营收 2014-2016 年高增, 过度依赖批发商导致 17 年营收暂时下滑。YETI 水杯 2014 年首次推出, 销售额增长在 2014-2016 年间快速增长, 销售额从 0.15 亿美元增长至 4.47 亿美元。YETI 水杯营收的高速增长主要得益于爆款系列“RAMBLER”水杯的成功, RAMBLER 最初推出了 20 盎司/30 盎司两款容量的杯型, 水杯采用厨房食用级不锈钢、双层真空保温技术, 同时具有防汗防滑功能, 保温/保冷时长达数小时。

图 32: YETI 水杯业务销售额及同比增长


资料来源: YETI 公司公告, 信达证券研发中心

2017 年 YETI 水杯营收出现同比下滑, 主要由于当时公司销售渠道仍以批发为主, 而前几年市场对 RAMBLER 的旺盛需求导致 2016 年批发商存货积累过多、2017 年提货不足, 美国零售行业景气下行也导致了提货的放缓; 另外, 当年几起零售商倒闭、合作零售商降价销售行为也为其水杯销售带来负面影响。

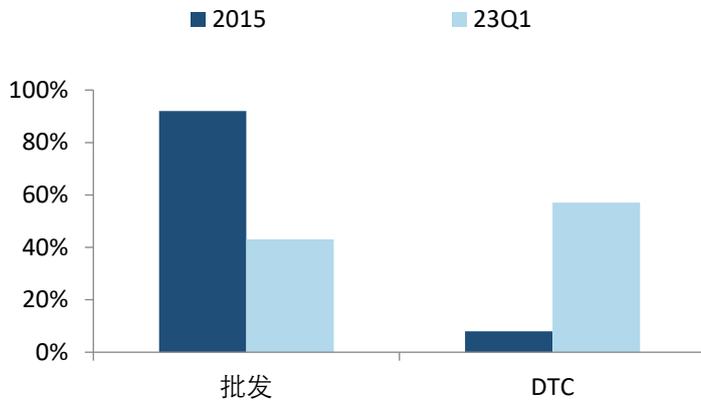
图 33: YETI 保温杯系列示意图


资料来源: YETI 公司公告, 信达证券研发中心

YETI 发力 DTC 渠道, 营收 2017-2022 年 CAGR 达 25%。2017 年后, YETI 逐步优化经营措施以减少渠道过量库存, 同时继续丰富 RAMBLER 系列的产品矩阵, 并通过建设 ERP、CRM 系统提升数字化管理能力; 此外, YETI 重点打造 DTC 渠道, 通过官网独立站、亚马逊电商、品牌直营店等形式直接面对终端消费者, 并减少对批发商渠道的依赖。2015-23Q1 其批发渠道营收占比从 92% 下降至 43%。发力 DTC 渠道的措施也使得其用户结构成功“破圈”, 具有较强消费力、更新频次的女性消费者占比从 2015 年的 9% 提升至 2019 年

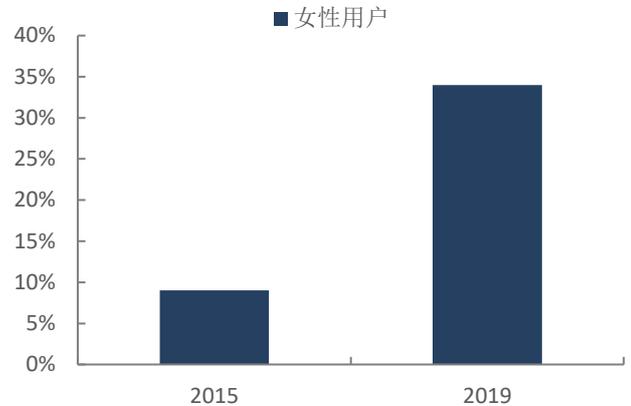
的 34%，45 岁以下年轻消费者占比达 64%。另外，YETI 在 Instagram 等主流社交媒体加大宣传力度，打造年轻、时尚的品牌形象。从营收方面看，YETI 水杯 2017-2022 年保持稳健的较快速增长，五年 CAGR 为 25%。

图 34: 2015-23Q1 YETI DTC 渠道占比提升



资料来源: YETI 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: YETI 水杯女性用户占比提升



资料来源: YETI 公司公告, 信达证券研发中心

Stanley 发力品牌焕新、粉丝营销，Quencher 保温杯成功破圈。 Stanley 为美国百年保温杯品牌，旗下产品包括保温杯、露营炊具、咖啡制作机等产品，其经典款为军绿色二战风格不锈钢保温杯，产品以坚固耐用为特色，与其他户外产品类似，Stanley 的经典保温杯主要用户为户外爱好者，其简约、硬朗的外观更受中年、男性消费者青睐。

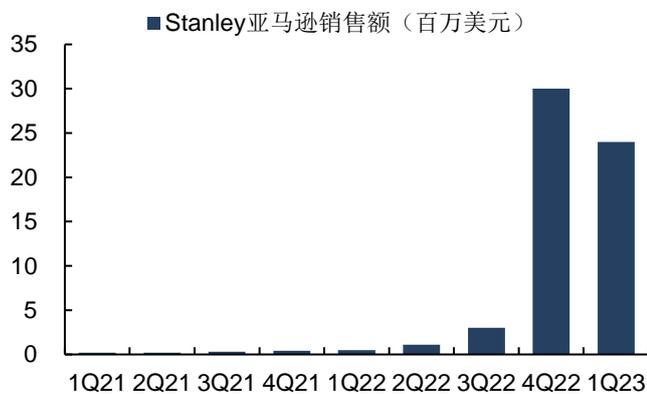
据 CNN 报道，早在 2016 年 Stanley 便推出了 Quencher 40 盎司系列保温杯，但由于 Stanley 运营重心仍为户外用品，其销售表现一直平淡。据 The Buy Guide 官网介绍，在此期间，美国一家由三名女性私人运营的网购推荐博客“The Buy Guide”发掘了 Stanley 的 Quencher 保温杯，在个人网站中强力推荐，并将购买的 Quencher 保温杯在网店售卖，购买用户均反馈积极。但受制于个人影响力有限，同时 Stanley 在网络社交媒体营销方面的积极性及投入有限，Quencher 系列销售表现仍相对平淡。

据《Inc.》杂志报道，2020 年 5 月，原 Crocs 首席营销官 Terence Reilly 加盟 Stanley 担任全球总裁，2018 年在 Crocs 期间，他便借助流行音乐明星 Post Malone 对产品在社会媒体的自发推广打造出营销势能，创造出了成功的营销案例。Reilly 注意到“The Buy Guide”在社交媒体中对 Quencher 系列的青睐，Reilly 意识到该产品在年轻女性消费者中的巨大潜力，开始加大对 Quencher 系列的资源投入，通过丰富产品色彩、改善公司官网页面、发力 DTC 渠道、加强在 Tik Tok 等社交媒体影响力等举措，带领百年品牌成功“破圈”。

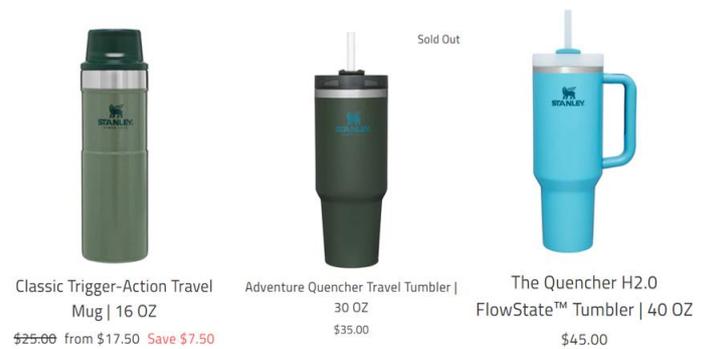
据 Stanley 新闻稿报道，2021 年受益于 Quencher 系列的大力推广及美国户外消费的快速增长，Stanley 杯壶业务实现同比 215% 增长。2022 年 8 月底，Stanley 推出了新品 Quencher H2.0 40 盎司保温杯，除了维持原版的大杯型+吸管及良好的保温性能，新系列加入了人性化的把手设计及环保的 90% 可回收不锈钢材质，产品持续畅销。据久谦中台数据，从亚马逊全站销售表现看，2022 年 Q4 Stanley 品牌销售额显著增至 3000 万美元，23Q1 实现 2400 万美元。

图 36: Stanley 爆款杯 Quencher 系列发展历程


资料来源: Stanley 官网, CNN, Inc, Cision Ltd., 信达证券研发中心

图 37: Stanley 亚马逊全站销售额


资料来源: 久谦中台, 信达证券研发中心

图 38: Stanley 经典款与新品产品形态对比


资料来源: Stanley 官网, 信达证券研发中心

三、盈利预测与估值

公司专注保温杯出口代工主业，聚焦绑定核心大客户，高单价爆款新品增长势能较强，主要原材料钢铁价格回落下成本不断优化。参考过去爆款杯的消费潮流，我们认为业务矩阵打造和社交营销是产品生命周期运营的关键。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.42 亿元、4.00 亿元、4.63 亿元，分别同比增长 25.6%、17.1%、15.6%。

3.1 盈利预测及假设

收入预测核心假设：1) 我们预计 2023 年全年公司保温杯出口业务有望维持 23Q1 良好增长趋势，全年业务预计增长 27%，单价较高的爆款产品驱动公司出厂均价维持较高水平。2024-2025 年保持较快的增长趋势，预计营收增速分别为约 18%、15%。2) 公司其他业务如塑料杯、玻璃器皿等体量较小，预计 2023-2025 年收入规模维持现有水平。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 15.4 亿元、18.1 亿元、20.8 亿元，分别同比增长 22%、18%、15%。

表 2: 公司收入预测简表

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
不锈钢真空保温器皿&不锈钢	335	557	1,209	1,535	1,805	2,076
%增长率		65.97%	117.26%	26.94%	17.60%	15.00%
销售量 (万只)	1,090	1,945	3,241	4,100	4,838	5,564
%增长率		78.36%	66.69%	26.49%	18.00%	15.00%
出厂均价 (元/只)	31	29	37	37	37	37
%增长率		-6.95%	30.34%	0.35%	0.00%	0.00%
塑料杯	8	6	7	7	7	7
%增长率		-26.18%	30.11%	0.00%	0.00%	0.00%
玻璃器皿	5	5	3	3	3	3
%增长率		1.41%	-37.50%	0.00%	0.00%	0.00%
营业总收入	356	586	1,260	1,535	1,811	2,083
%增长率		64.69%	115.08%	21.86%	18.00%	15.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测核心假设：1) 毛利率: 原材料钢铁价格 22 年起逐步自高位回落, 公司毛利率逐季度改善, 预计 2023-2025 年公司毛利率维持在 36.5%左右的较高水平。2) 预计 2023-2025 年公司销售、管理、研发费用率基本维持稳定。3) 2023 年初至今人民币持续贬值趋势, 考虑到汇率波动影响, 我们预计 2023 年财务费用率为-0.7%, 2024-2025 年暂不考虑汇率对财务费用率造成较大影响。4) 预计公司 2023-2025 年无大额减值与非经常性损益。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.99 亿元、4.62 亿元, 分别同比增长 26.6%、16.0%、15.7%。

表 3: 公司盈利预测简表

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	356	586	1,260	1,535	1,811	2,083
%增长率	-12.20%	64.70%	115.10%	21.90%	18.00%	15.00%
毛利	127	168	432	560	661	760
%销售收入	35.60%	28.70%	34.30%	36.50%	36.50%	36.50%
销售费用	18	15	22	35	42	48
%销售收入	5.10%	2.50%	1.70%	2.30%	2.30%	2.30%

管理费用	19	27	56	77	91	104
%销售收入	5.30%	4.70%	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用	18	27	43	61	72	83
%销售收入	5.10%	4.70%	3.40%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用	7	3	-26	-10	6	6
%销售收入	1.98%	0.53%	-2.07%	-0.65%	0.33%	0.29%
利润总额	75	93	310	394	457	529
%增长率	-10.14%	24.36%	233.53%	27.09%	15.96%	15.68%
所得税	11	12	39	51	59	69
所得税率	14.06%	12.38%	12.62%	13.00%	13.00%	13.00%
归属于母公司股东的净利润	65	82	272	344	399	462
净利率	18.20%	14.00%	21.60%	22.30%	22.10%	22.20%
%增长率	-9.80%	26.70%	231.59%	26.57%	15.96%	15.68%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 估值与投资评级

公司专注保温杯出口代工主业，聚焦绑定核心大客户，高单价爆款新品增长势能较强，主要原材料钢铁价格回落下成本不断优化。参考过去爆款杯的消费潮流，我们认为业务矩阵打造和社交营销是产品生命周期运营的关键。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.44 亿元、3.99 亿元、4.62 亿元，分别同比增长 26.6%、16.0%、15.7%，目前股价对应 PE 为 11X，低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4: 可比公司 23 年平均 PE 约 16X

公司	股价	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
	2023/6/21		2023E	2024E	2023E	2024E	
哈尔斯	5.65	26.4	1.6	1.9	16.1	14.1	1.9
苏泊尔	49.30	397.7	22.8	25.3	17.4	15.8	5.4
新宝股份	17.62	145.7	10.4	11.9	13.9	12.2	2.0
平均					15.8	14.0	3.1
嘉益股份	35.65	37.1	3.4	4.0	10.8	9.3	4.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 嘉益股份为信达证券研发中心预测, 其他为 Wind 一致预期)

四、风险因素

- 1、原材料价格波动风险：公司产品的的主要原材料为不锈钢，在主营业务成本中占较大比例，因此不锈钢价格波动是影响公司产品成本继而影响毛利率的主要因素之一，具有周期性波动的特征。受宏观经济波动、上下游供求关系变化等因素影响，导致主要原材料价格发生大幅波动，公司若无法及时转移或消化成本压力，则会直接影响公司的盈利水平，对公司的生产经营造成不利影响。
- 2、汇率波动的风险：公司收入主要以美元进行结算。如果未来汇率波动幅度加大，则公司出现汇兑损失的可能性也将增加，将对公司利润构成一定不利影响。
- 3、国内外环境变化的风险：目前国内外形势复杂多变，外部因素对全球经济的影响会给企业的生产经营及发展预期带来一定的不确定性。近年来，国际贸易保护主义势头上升，部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。公司营业收入中外销占比较高，主要外销市场集中于美国，不排除后期中美贸易形势变化，公司产品存在被加征关税的风险。
- 4、大客户风险：公司客户结构中第一大客户占比在 2022 年达到 76%，公司当前的客户集中度较高，如果未来大客户订单出现下滑将对公司整体业绩造成较大的影响。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	518	791	1,111	1,460	1,863
货币资金	274	443	666	955	1,301
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	61	120	163	185	207
预付账款	11	27	24	29	33
存货	113	150	172	200	227
其他	60	52	86	90	94
非流动资产	219	341	391	437	479
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产(合计)	100	260	309	356	400
无形资产	48	45	39	37	35
其他	71	35	42	43	43
资产总计	737	1,132	1,502	1,896	2,343
流动负债	128	260	314	370	426
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	4	3	3	4
应付账款	67	141	162	192	220
其他	61	115	149	175	202
非流动负债	5	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	4	4	4	4
负债合计	132	264	318	374	429
少数股东权益	0	0	-1	-2	-4
归属母公司股东权益	604	868	1,185	1,524	1,917
负债和股东权益	737	1,132	1,502	1,896	2,343

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	586	1,260	1,535	1,811	2,083
同比(%)	64.7%	115.1%	21.9%	18.0%	15.0%
归属母公司净利润	82	272	344	399	462
同比(%)	26.7%	230.9%	26.6%	16.0%	15.7%
毛利率(%)	28.7%	34.3%	36.5%	36.5%	36.5%
ROE%	13.6%	31.3%	29.0%	26.2%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.79	2.61	3.31	3.84	4.44
P/E	45.13	13.64	10.78	9.29	8.03
P/B	6.14	4.27	3.13	2.43	1.93
EV/EBITDA	15.64	8.31	7.50	5.65	4.28

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	586	1,260	1,535	1,811	2,083
营业成本	417	828	975	1,150	1,323
营业税金及附加	2	5	6	7	8
销售费用	15	22	35	42	48
管理费用	27	56	77	91	104
研发费用	27	43	61	72	83
财务费用	3	-26	-10	6	6
减值损失合计	-6	-17	-12	-6	-6
投资净收益	6	9	12	14	17
其他	1	-12	4	6	9
营业利润	94	311	395	458	530
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1
利润总额	93	310	394	457	529
所得税	12	39	51	59	69
净利润	82	271	343	398	460
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	82	272	344	399	462
EBITDA	113	316	406	488	562
EPS(当年)(元)	0.94	2.72	3.31	3.84	4.44

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	96	265	332	406	469
净利润	82	271	343	398	460
折旧摊销	18	19	22	24	27
财务费用	4	-22	0	0	0
投资损失	-6	-9	-12	-14	-17
营运资金变动	-8	-28	-39	-17	-17
其它	7	33	18	15	15
投资活动现金流	-132	-115	-82	-56	-54
资本支出	-91	-125	-61	-71	-71
长期投资	-50	10	-30	0	0
其他	9	0	9	14	17
筹资活动现金流	139	4	-28	-60	-69
吸收投资	169	35	23	0	0
借款	0	10	0	0	0
支付利息或股息	-20	-30	-52	-60	-69
现金流净增加额	100	166	223	290	346

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。