



盈利能力修复, 业绩迎来拐点期

投资要点

- **事件:** 近期, 我们对公司进行了调研。公司是国内保温杯行业龙头企业之一, 发展势头良好, 营收利润持续增长, 近5年营收复合增速为23.7%, 归母净利润为17.1%。18年前三季度公司实现营收13.3亿元, 在外销放量下实现35.5%的较快增长。但因短期进料加工出口模式及原材料成本上行影响, 毛利率下滑, 利润端增速-23%。当前利润压制因素已经好转, 低价订单已经做完, 且汇率贬值的利好逐渐显现, Q3单季利润增速已经转正, 业绩迎来修复。由于国内保温杯市场正处在快速发展阶段, 公司的发展重心也逐步转向国内, 预计未来几年国内零售渠道的扩张将带动公司收入继续保持较快增长。
- **毛利率抑制因素基本解除, 公司盈利能力将恢复。**公司海外核心大客户 Yeti 由于库存积压, 公司从17年四季度开始通过进料加工出口模式帮其处理库存, 毛利率也受到较大影响。进入到18Q3这批订单已经全部做完, 重新回到正常OEM出口, 毛利率开始明显提升。且人民币汇率从Q2开始阶段性贬值, 考虑到结算期推后, 我们估计18年Q4和19年上半年汇兑收益有较大体现。原材料方面, 公司主要原材料为不锈钢, 占成本比例超过40%, 不锈钢价格在17年上涨超过15%, 18年均价继续上行, 导致毛利率有所回落。但目前不锈钢价格从18年Q3开始已经呈现回落趋势, 在基建和地产需求弱势背景下, 预计19年价格有继续回落可能, 三重因素下公司盈利能力或将修复。
- **海外OEM业务将稳定增长, 国内OBM业务或有较大空间。**目前公司营收以海外OEM为主, 核心的五大客户占OEM的比例超过6成, 核心客户增速稳定, 且公司也在加力日本及东南亚地区的开发, 预计未来几年OEM能保持20%左右的稳定增长。18年开始公司发力自有品牌建设, 深度拓展传统品牌哈尔斯的多维渠道, 传统经销渠道目前合作客户较少, 19年开始将陆续扩充, 公司储备经销商充足, 区域覆盖也将进一步下沉。16年并购的SIGG在国内几乎还没有销售, 18年已经陆续引进, 目前京东天猫旗舰店已经上线, 预计从19年起会贡献一定增量, 扩大OBM业务的发展空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.3元、0.43元、0.54元, 未来三年归母净利润有望达到26%的复合增长率。参考轻工OEM类公司平均15倍估值, 考虑到公司目前处于业绩拐点期, 内销发展空间较大, 享有一定估值溢价, 给予公司2019年17倍PE, 对应目标价7.31元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 中美贸易摩擦导致海外业务增长不及预期的风险, 内销渠道拓展不及预期的风险, 汇率波动较大的风险。

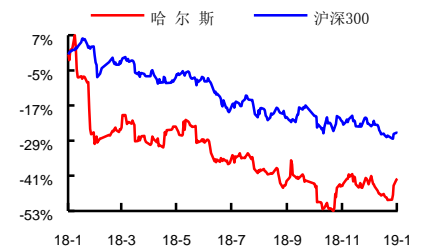
指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1439.15	1824.71	2365.36	2948.21
增长率	7.28%	26.79%	29.63%	24.64%
归属母公司净利润(百万元)	109.80	124.41	178.46	221.16
增长率	-7.84%	13.30%	43.44%	23.93%
每股收益EPS(元)	0.27	0.30	0.43	0.54
净资产收益率ROE	12.64%	13.22%	16.26%	17.50%
PE	21	18	13	10
PB	2.78	2.50	2.17	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通A股(亿股)	2.30
52周内股价区间(元)	4.47-10.5
总市值(亿元)	22.65
总资产(亿元)	17.49
每股净资产(元)	1.95

相关研究

目录

1 公司介绍：保温杯制造领先企业，业绩保持快速增长	1
2 行业分析：国内保温杯行业发展快，市场空间广阔	5
2.1 保温杯产业链介绍	5
2.2 全球市场稳定发展，国内市场快速成长	5
2.3 产品功能化提升或为大趋势	7
3 公司分析：盈利能力将恢复，OBM 发展空间较大	8
3.1 低毛利率订单完成、核心原材料价格下行，公司盈利能力得以修复	8
3.2 OEM 稳定增长，OBM 或将放量	10
4 盈利预测与估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 哈尔斯历史沿革	1
图 2: 哈尔斯主要产品	1
图 3: 哈尔斯 2018 年三季报披露股权结构	2
图 4: 2013-2018Q3 公司营收及增速情况	2
图 5: 2013-2018Q3 公司归母净利润及增速情况	2
图 6: 2013-2018H1 公司主要品类销售占比	3
图 7: 2014-2018H1 公司主要品类销售增速	3
图 8: 2013-2018H1 公司各主要区域销售额及增速	3
图 9: 2013-2018H1 公司海外按区域销售额的占比变化	3
图 10: 2013-2018H1 公司毛利率和净利率变化情况	4
图 11: 2013 年至今不锈钢价格走势	4
图 12: 2013-2018Q3 公司按区域毛利率情况	4
图 13: 2013-2018Q3 公司三费合计及三费率变化	4
图 14: 保温杯行业上下游构成	5
图 15: 世界主要国家保温杯市场占比	5
图 16: 2011-2015 年国内保温杯市场规模及增速	6
图 17: 2011-2015 年以出厂价格计算的生产规模达及增速	6
图 18: 2015 年度 KA 渠道销售的不锈钢真空保温器皿市场占有率	6
图 19: 2015 我国同发达国家保温杯人均保有量对比	7
图 20: 我国不锈钢真空保温器皿市场保有量情况	7
图 21: 我国人均可支配收入变化	7
图 22: 2012 至今我国带壳保温容器进口数量指数	7
图 23: 户外运动参与人数变化 (亿人)	8
图 24: 2020 年户外杯子保有数量预测	8
图 25: 螺纹钢和不锈钢价格走势对比	9
图 26: 不锈钢占营业成本比例	9
图 27: 螺纹钢按月产量 (万吨)	9
图 28: 基建投资和商品房销售面积累计同比增速	9
图 29: 2014-2018Q3 公司各业务模式的占比估测	10
图 30: 2015-2018Q3 公司各业务模式销售增速	10
图 31: OBM 模式主要细分渠道销售规模 (百万元) 及增速	11
图 32: SIGG 销售额 (万元) 及增速	11
图 33: 公司 OBM 五大品牌布局	11
图 34: SIGG 产品	12
图 35: SIGG 天猫和京东旗舰店	12
图 36: 公司直接覆盖的城市情况	12
图 37: 2015 至今公司经销商数量情况	12
图 38: 2013-2017 年公司产量和销量情况	13
图 39: 公司产能布局情况	13

表 目 录

表 1: 2020 年户外杯市场规模预测.....	8
表 2: 公司毛利和净利对原材料价格的敏感性测试.....	9
表 3: 分业务收入及毛利率预测.....	13
表 4: 可比公司估值表.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 公司介绍：保温杯制造领先企业，业绩保持快速增长

公司是国内保温器皿的领先品牌：浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司成立于 1996 年，前身为浙江哈尔斯工贸有限公司。公司于 2011 年 9 月 9 日成功登陆深交所中小板成为中国不锈钢保温器皿行业上市第一股。公司始终专注于日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产与销售，历经 20 余年发展，已成为国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一，产品远销全球 80 多个国家和地区。

图 1：哈尔斯历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

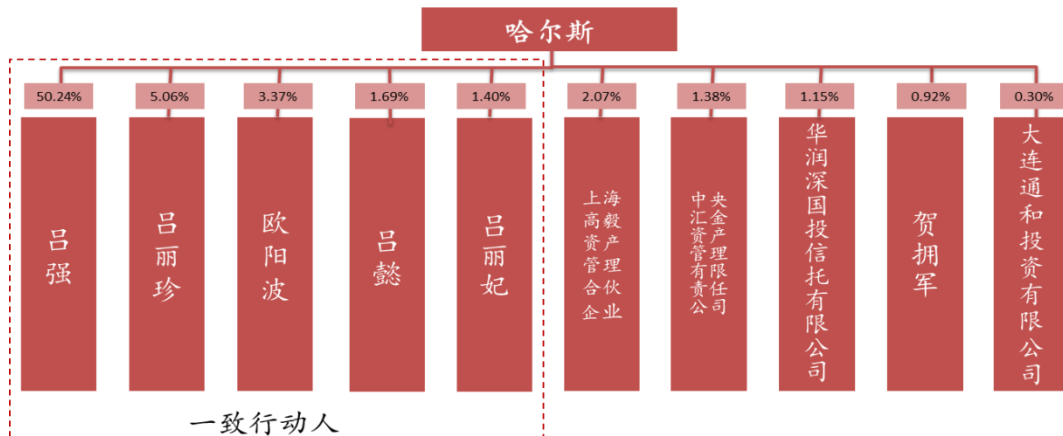
产品结构完善，保温杯是核心：公司坐落于中国五金之都浙江省永康市，占地面积 4 万多平方米，拥有 1200 多名员工，是国内最大的不锈钢真空器皿生产厂商，配备了 10 条全自动真空器皿生产流水线，并拥有激光打标、静电喷涂、无尾真空等先进的表面处理和真空技术及设备。哈尔斯主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，主要产品包括保温杯、保温瓶(壶)、汽车杯等不锈钢保温器皿，成功开发了各种不锈钢真空保温杯、瓶、壶及保温饭盒等 30 多个系列近 300 个品种，广泛应用于家居、办公、宾馆、户外、餐饮、礼品等多种领域，是国内品牌影响力较强的专业不锈钢真空保温器皿供应商。

图 2：哈尔斯主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

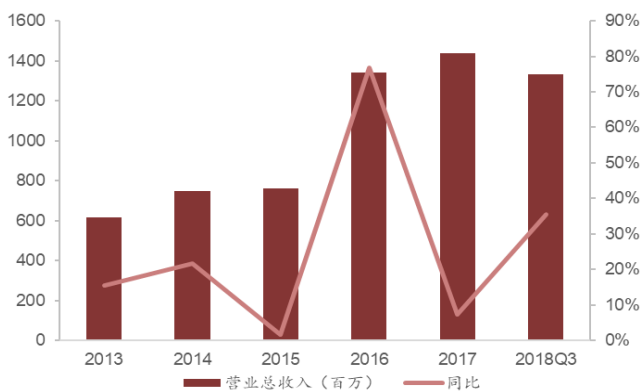
公司股权集中度高，利于决策执行：公司实际控制人为吕强先生，持有公司股份超过50%；吕强、吕丽珍（董事、副总裁）、欧阳波（董事）、吕懿和吕丽妃为一致行动人，吕丽珍和吕丽妃分别为吕强长女和次女，欧阳波与吕丽妃为夫妻关系，吕懿为吕丽珍之子，一致行动人合计持有公司 61.76%的股份，公司股权集中度高；公司控制权集中，有利于管理层决策的高效制定与实施。

图 3：哈尔斯 2018 年三季度报披露股权结构


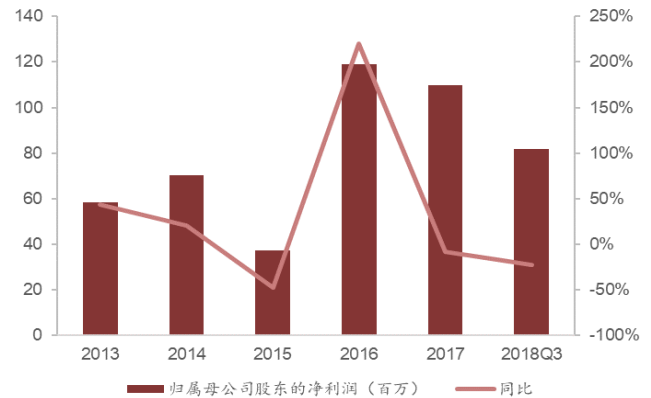
数据来源：wind，西南证券整理

营收快速增长，净利率保持稳定：公司作为保温杯行业的龙头，近几年营业收入和净利润保持较快增长。公司 2017 年实现营业收入 14.4 亿元，近 5 年的复合增速为 23.7%，主要受益于海外业务和国内电子商务渠道的规模扩张、以及并购 SIGG。2018 年公司收入继续放量，前三季度实现营收 13.3 亿元，同比增长 35.5%，海外业务贡献较大。

公司归母净利润也以增长为主，2017 年实现 1.1 亿元，近 5 年的复合增速为 17.1%，主要受益于公司规模扩张之下毛利率的持续优化。2018 年前三季度公司实现归母净利润 8194 万元，同比下降 22.8%，主要因为一批进料加工出口订单的毛利率较低及近一年原材料价格上涨所致。这批进料加工出口订单已经在 Q3 做完，且原材料价格已开始小幅回落，加上人民币从 Q2 开始贬值，预计 Q4 开始公司净利润将明显恢复。

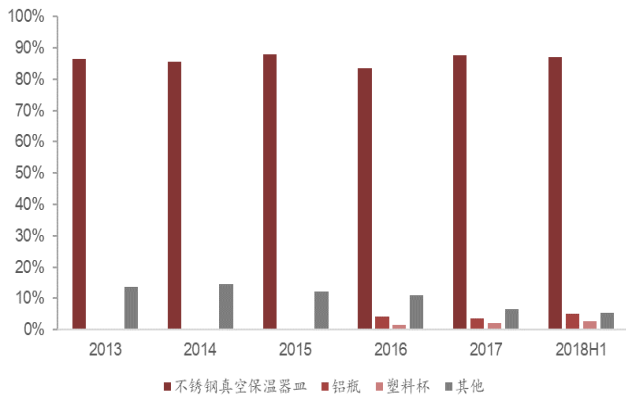
图 4：2013-2018Q3 公司营收及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

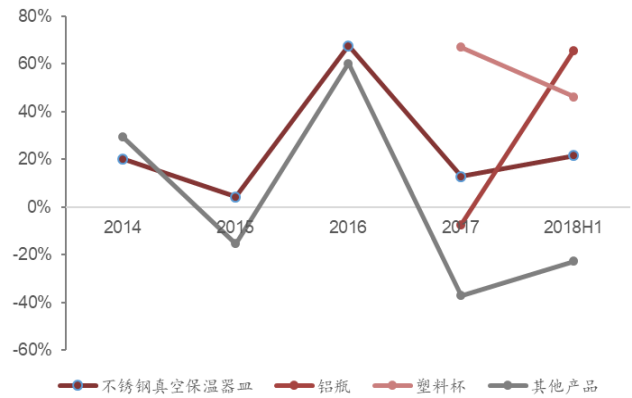
图 5：2013-2018Q3 公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

核心品类增速稳定，新品类将贡献增量。公司核心品类是不锈钢真空保温器皿，销售占比接近9成，核心品类在大客户订单放量的基础上，规模持续快速增长，近5年复合增速达到24.2%；公司从2016年开始拓展铝瓶和塑料瓶，主打运动时尚，抓住不同消费群体。目前规模尚小，但增速较快，2018上半年两品类的增速分别为达到66%和46%，销售占比也分别提升到了5%和2.6%，有望成为未来增长亮点。

图6：2013-2018H1 公司主要品类销售占比


数据来源：Wind，西南证券整理

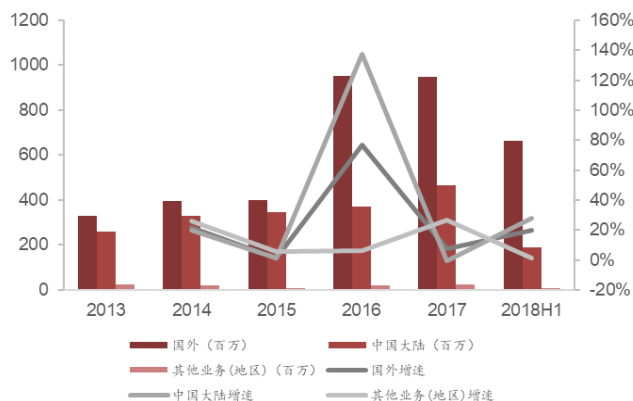
图7：2014-2018H1 公司主要品类销售增速


数据来源：Wind，西南证券整理

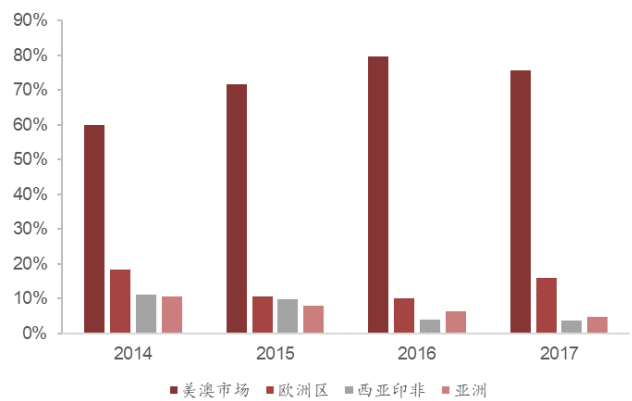
公司主要销售在海外，海外销售看美国。从区域上看，公司主要给海外品牌客户做代工，海外收入占比超过70%。公司海外销售以美澳市场为主，由于近年新拓展大客户及老客户增速加快，公司销售持续放量，近三年复合增速达到53.7%，是增长的核心推动力。

公司在2016年收购了瑞士品牌SIGG，带领公司进军欧洲市场。2017年欧洲市场销售额达到1.5亿元，借力SIGG近年的高速增长，公司欧洲业务的占比也不断提升，2017年占海外销售的比例上升到了16%，相较2015年提升了5个百分点，近三年的复合增速达到28%。

目前公司主营的保温杯暂未纳入美国进口纳税清单，公司业务受贸易战影响小。

图8：2013-2018H1 公司各主要区域销售额及增速


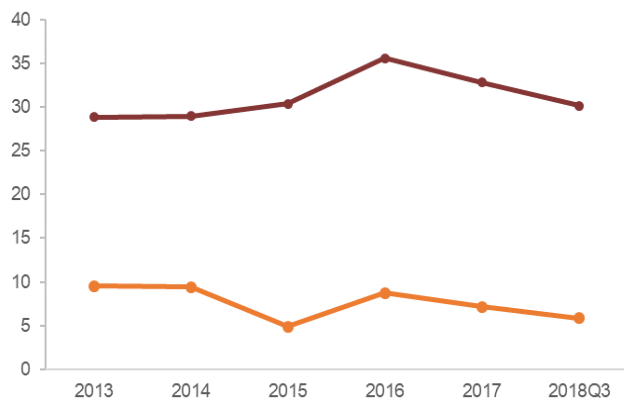
数据来源：Wind，西南证券整理

图9：2013-2018H1 公司海外按区域销售额的占比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

因低毛利率订单和原材料价格上涨影响，公司盈利能力短期受到压制。公司主要原材料是不锈钢，占公司营业成本的 40%。2017 年不锈钢均价明显上涨，较 2016 年均价涨幅约 18%，而 2018 年前三季度不锈钢均价仍然保持高位，因此公司近两年毛利率受到抑制。

2017 年，由于美国各方面的市场环境、需求发生变化，以及之前两年增速过快，公司海外大客户 YETI 出现原材料库存上升的问题。公司帮助其进行产品升级、消化原材料库存，将那批订单从 OEM 模式改为低毛利率的进料加工出口模式，导致 2017 年毛利率下滑为 32.9%，相较 2016 年下降 2.8pp，2018 年前三季度公司毛利率继续回落至 30.2%。公司 2017 年和 2018Q3 净利率分别下降了 1.6pp 和 1.3pp。

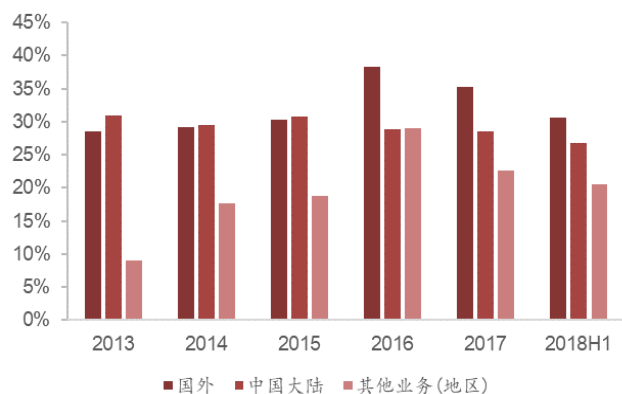
图 10: 2013-2018H1 公司毛利率和净利率变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

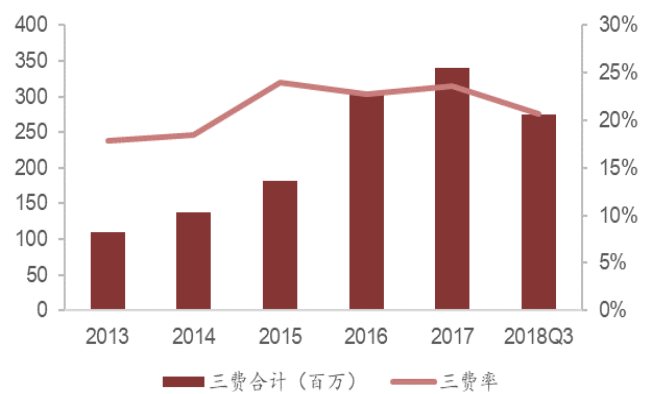
图 11: 2013 年至今不锈钢价格走势


数据来源: Wind, 西南证券整理

从 Q4 开始公司盈利能力或将恢复。目前公司主要原材料不锈钢价格已趋稳并呈回落走势，且自 2018 年二季度开始，海外大客户 YETI 生产模式已恢复正常，进料加工出口订单已经完成，这两大因素对毛利率的压制逐步消除，预计公司毛利率将稳步回升；另外随着公司增效控费能力提升，从 17 年起公司三费率已开始下降，同时人民币汇率从 Q2 开始阶段性贬值，汇兑收益有所贡献，净利率有望大幅提升。

图 12: 2013-2018Q3 公司按区域毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 2013-2018Q3 公司三费合计及三费率变化


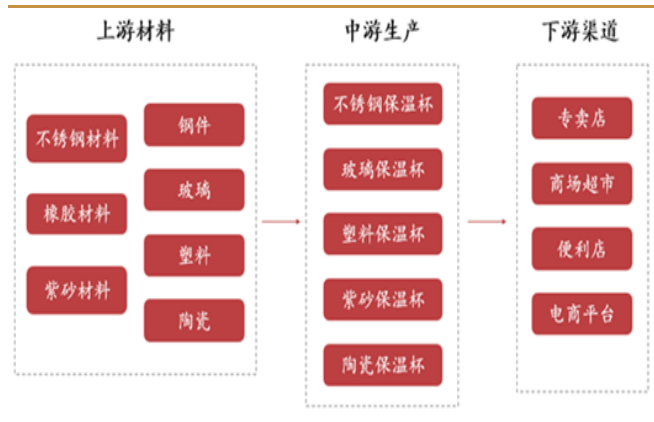
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 行业分析：国内保温杯行业发展快，市场空间广阔

2.1 保温杯产业链介绍

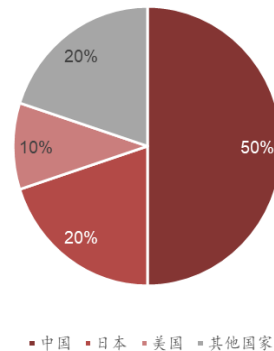
国内产业以 OEM 为主：保温杯按照材质主要分为不锈钢保温杯、玻璃保温杯、塑料保温杯、紫砂保温杯以及陶瓷保温杯五类，上游材料主要是不锈钢、玻璃和陶瓷材料，以及钢件、塑料、橡胶、紫砂等材料。中国是全球最大的保温杯生产国，也是最大的出口国，产能主要集中在东部沿海地区。国内龙头保温杯企业当前销售主要由外销和内销两部分构成，出口为主。外销为国外大企业做代工，内销则通过线上线下渠道做零售业务，国内区域性品牌较多，产品创新和渠道拓展是影响企业发展的关键因素。

图 14：保温杯行业上下游构成



数据来源：西南证券整理

图 15：世界主要国家保温杯市场占比



数据来源：西南证券整理

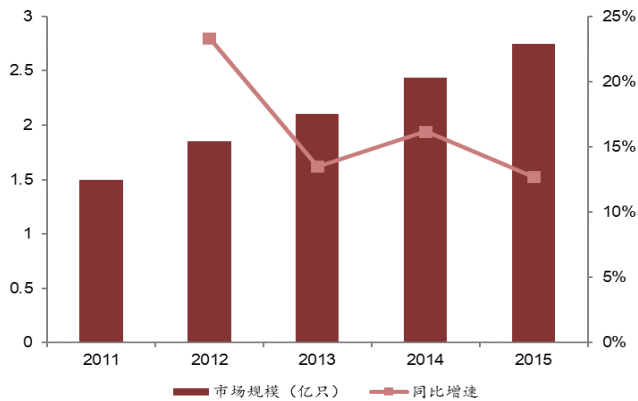
2.2 全球市场稳定发展，国内市场快速成长

全球保温杯市场稳定增长，中国是主要消费市场与出口国。根据 QYresearch 研究和我们调研了解，从全球市场看，目前保温杯市场规模超过 60 亿美元，在经历了前十年的快速增长后，目前增速保持在 4% 左右。最大的市场依然是中国，占比超过 50%，其次为日本，占比约为 20%，美国排第三位。

欧美、日韩等发达国家和地区不锈钢真空保温器皿消费市场发展较为成熟，市场容量大并且增长持续稳定。随着我国经济实力明显增强，居民消费水平快速提升，不锈钢真空保温器皿在这些国家和地区拥有巨大的市场潜力，是增量的主要贡献。预计未来五年内整个市场将保持 5% 左右的发展速度。

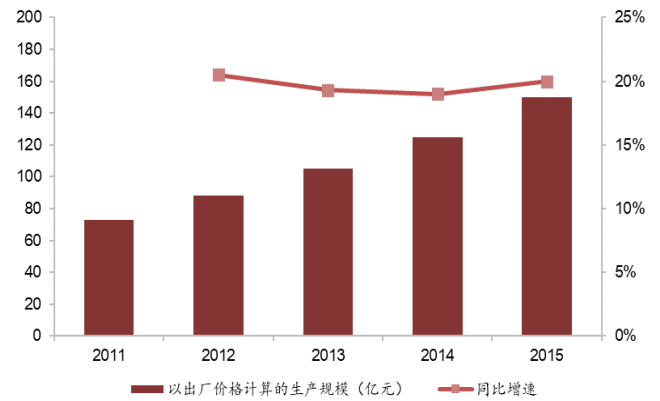
我国保温杯需求发展迅速，人均保有量上升：我国保温杯市场以出口为主，但随着我国居民收入和消费水平的不断提高，健康环保意识的增强，以及对时尚和个性化追求的不断提升，消费者对不锈钢真空保温器皿的需求上升。我国不锈钢保温器皿人均保有量自 2008 年末的 0.12 只提升至 2015 年末的 0.45 只，已经基本接近发达国家 2008 年末人均 0.37-0.65 只的水平。

图 16: 2011-2015 年国内保温杯市场规模及增速



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 17: 2011-2015 年以出厂价格计算的生产规模及增速

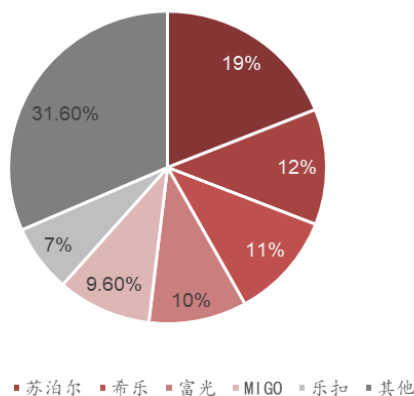


数据来源: 西南证券整理

全球品牌格局稳定, 看好国内中端龙头企业的发展。经过多年发展, 国际保温杯市场格局已相对成熟稳定, 国际知名品牌龙头地位稳固。全球范围内主要品牌有日本的膳魔师 (THERMOS)、虎牌 (TIGER)、象印 (ZOJIRUSHI), 美国的阿拉丁 (ALADDIN) 和斯坦利 (STANLEY) 等。这些品牌的市场认可度较高, 产品附加值较大, 并集中在发达国家。在发展中国家不锈钢真空保温器皿的推广使用较为滞后, 尚未形成具有国际影响力的自主品牌。

国内制造端的竞争主要集中于对国外 OEM、ODM 客户订单以及国内消费市场的争夺。国内保温杯产品主要分高、中、低端三个层次, 高端产品主要被国际知名品牌占据, 单价在 200 元以上, 国内企业尚未与国际知名品牌形成直接竞争, 主要以 OEM、ODM 方式合作。低端产品更多被地方性的品牌所垄断。中端产品的销售上, 国内的龙头品牌则有明显优势, 更适合渠道下沉, 尤其当前线下 KA 渠道的销售来看, 前五的品牌基本是国内品牌。在消费升级及物流辐射半径不断提升的背景下, 拥有品牌优势的国内龙头企业的消费群体或将进一步扩大, 而同高外进口品牌相比, 价格也会成为国内龙头企业的突出优势, 因此, 综合下来我们看好国内龙头企业通过渠道扩张带动市占率提升。

图 18: 2015 年度 KA 渠道销售的不锈钢真空保温器皿市场占有率

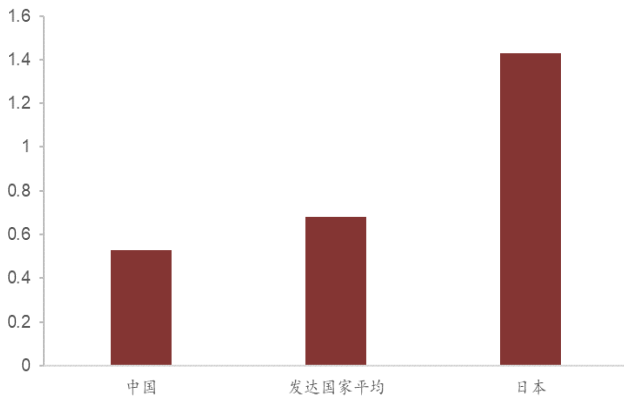


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

2.3 产品功能化提升或为大趋势

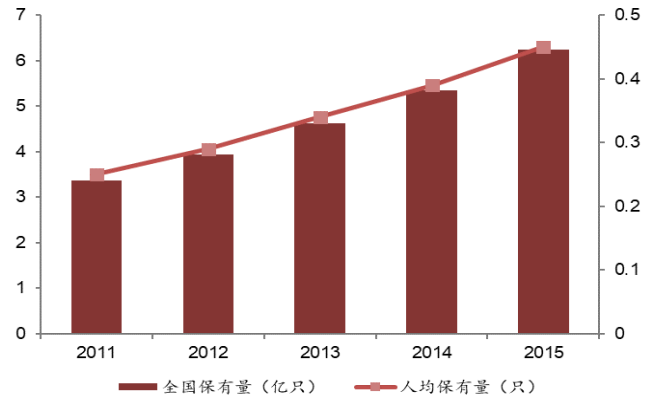
国内市场空间广阔：同成熟市场相比，我国当前保温杯的人均保有量还有差距。2015年我国不锈钢真空保温器皿市场保有量达到 6.25 亿只，人均保有量为 0.45 亿只，只相当于发达国家 2008 年水平，我国年复合增速保持在 15% 以上。随着经济发展，居民对生活用品的消费将不断提高，同时二胎政策放开，国内饮水杯的市场需求仍有较大的发展空间。

图 19：2015 我国同发达国家保温杯人均保有量对比



数据来源：公司数据，西南证券整理

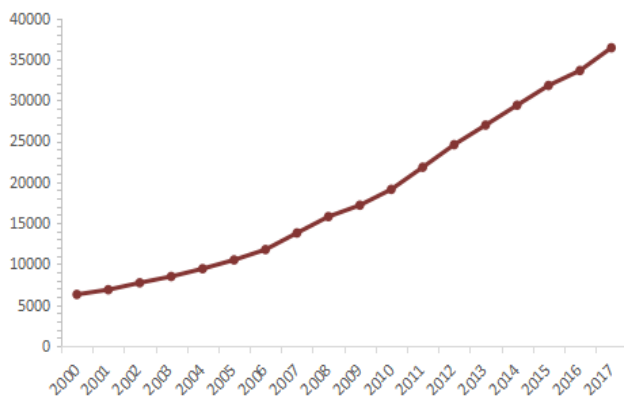
图 20：我国不锈钢真空保温器皿市场保有量情况



数据来源：中国产业网，西南证券整理

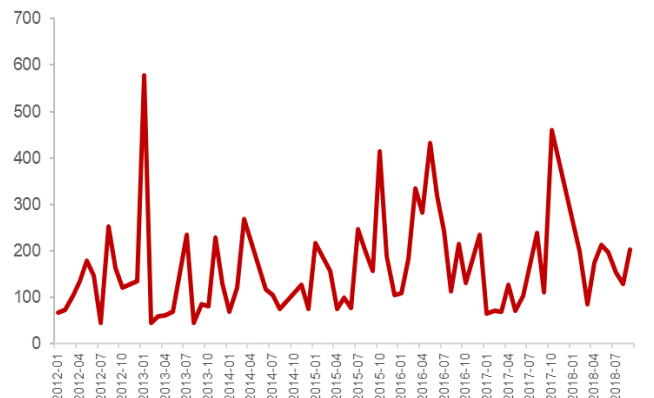
高端消费趋势显著。我国城镇居民人均可支配收入提升促进居民的消费习惯和消费意愿升级，消费者在杯壶产品的选择上，将更倾向于选购产品质量、外观设计、品牌知名度、用户美誉度等方面表现优秀的中高端杯壶产品。由于我国进口保温杯聚焦于高端产品，从保温容器进口数量的变化来看，数量增速要显著高于国内整体行业增速，消费高端化趋势明显，而随着国内企业产品逐步升级，未来高端保温杯的市场规模或会逐年提升。

图 21：我国人均可支配收入变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2012 至今我国带壳保温容器进口数量指数

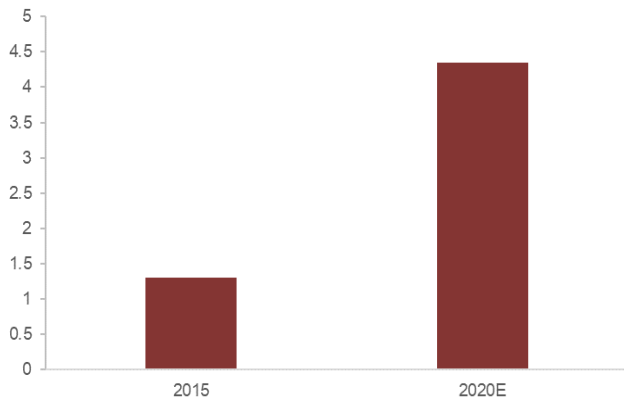


数据来源：Wind，西南证券整理

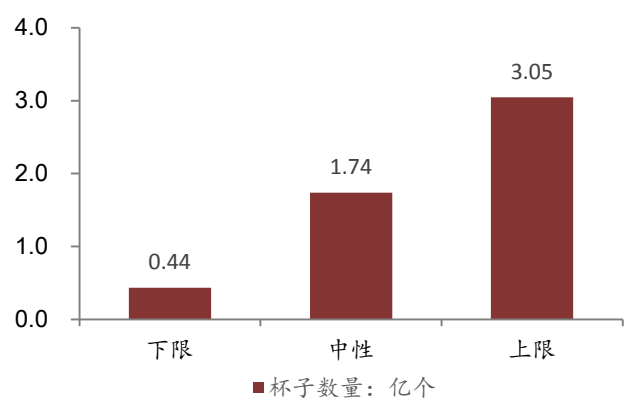
功能性保温杯或将爆发。尽管保温杯属于耐用消费品，但消费趋势逐渐向快消品迁移，主要体现在消费习惯的变化，消费者越来越重视使用的场景化，会根据不同场景使用不同产品，也就是产品功能化趋势愈加明显。功能性产品消费的提升也将推动行业规模进一步扩容。

我们以运动消费为例，2015 年中国的户外运动参与人数已达到 1.3 亿，约占全国总人口的 10%。根据国家体育总局发布的《体育发展“十三五”规划》预计 2020 年，中国户外运

动人群规模将达到 4.35 亿人。户外运动的兴盛会带动户外用品的快速增长。杯壶往往是户外运动必备装备之一且户外运动群体对自己的健康指标更为关注、更需要精确计量摄入水分。因此，未来户外运动群体的快速增长或将刺激户外杯快速发展。按照 2020 年锻炼人群 4.35 亿估计，预计中性情况下运动杯市场规模将达到至少 69 亿元水平，市场还有较大扩容空间。

图 23: 户外运动参与人数变化 (亿人)


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 24: 2020 年户外杯子保有量预测


数据来源: 西南证券整理

表 1: 2020 年户外杯市场规模预测

	2020 年经常锻炼人数(亿人)	杯子使用率	杯子数量(亿个)	杯子价格(元)	市场规模(亿元)
下限	4.35	10.00%	0.435	40	17.4
中性		40.00%	1.74		69.6
上限		70.00%	3.045		121.8

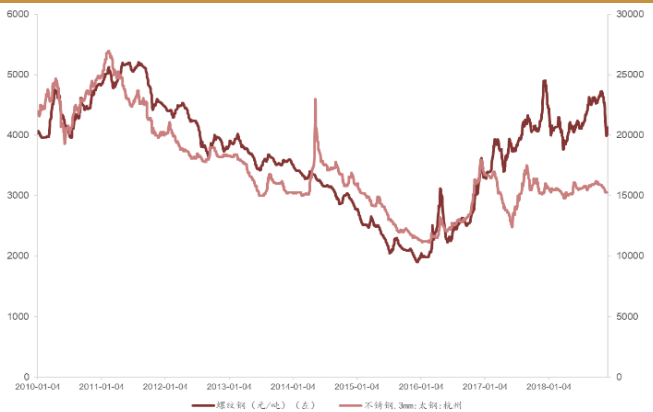
数据来源: 西南证券

3 公司分析: 盈利能力将恢复, OBM 发展空间较大

3.1 低毛利率订单完成、核心原材料价格下行, 公司盈利能力得以修复

公司主要原材料为不锈钢, 不锈钢占营业成本比例超过 40%。近年由于公司加力品类扩张, 铝瓶、塑料瓶和玻璃瓶的占比相对提升, 不锈钢对营业成本的占比略有下降, 但仍然保持在 40% 以上。从历史数据看, 不锈钢价格走势和螺纹钢价格走势一致性较强, 因此我们参照螺纹钢价格变化推演公司核心原材料的成本变化。

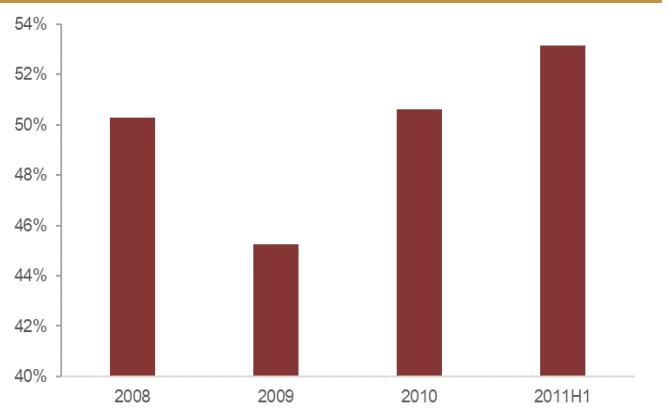
图 25: 螺纹钢和不锈钢价格走势对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

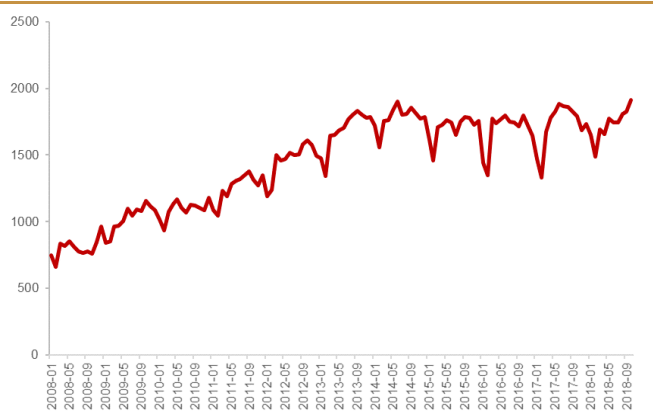
螺纹钢下游需求主要来自于基建和地产, 在中国经济增速放缓的背景下, 当前基建的投资增速逐渐下降, 商品房的销售增速也呈下行趋势。供给端看, 整体产量保持稳定, 而螺纹钢价格目前也处于阶段性高位, 近期期货价格已经有所回落。

图 26: 不锈钢占营业成本比例



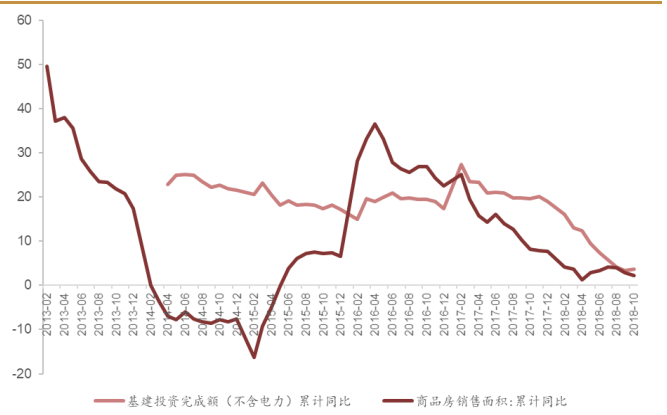
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 27: 螺纹钢按月产量 (万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 28: 基建投资和商品房销售面积累计同比增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

核心原材料价格回落会带动公司毛利率的修复, 基于对 2019 年的预测数据, 我们做了公司毛利率和净利率对不锈钢价格变化的敏感性测试, 不锈钢价格每变化 1%, 公司毛利率将变动 0.28pp, 净利率将变动 0.23pp, 如果 19 年不锈钢均价下行 10%, 有望拉动公司净利润增幅超过 40%。

表 2: 公司毛利和净利对原材料价格的敏感性测试

敏感性测试									
假设不锈钢价格变化率	-15%	-10%	-5%	-2.50%	0	2.50%	5%	10%	15%
不锈钢均价估计 (元/吨)	13229.6	14007.8	14786.0	15175.1	15564.2	15953.3	16342.4	17120.6	17898.8
不锈钢采购额估计 (万元)	58545.0	61988.8	65432.7	67154.6	68876.5	70598.4	72320.3	75764.1	79208.0
价格变化对毛利的影响额 (万元)	10331.5	6887.6	3443.8	1721.9	0.0	-1721.9	-3443.8	-6887.6	-10331.5
价格变化对毛利率的影响量	4.2%	2.8%	1.4%	0.7%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.8%	-4.2%
公司综合税率估计	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

敏感性测试									
价格变化对净利润的影响量 (万元)	8265.2	5510.1	2755.1	1377.5	0.0	-1377.5	-2755.1	-5510.1	-8265.2
价格变化对净利润的影响量 / 2018 年净利润 (预测值)	63.6%	42.4%	21.2%	10.6%	0.0%	-10.6%	-21.2%	-42.4%	-63.6%
价格变化对净利率的影响量	3.4%	2.3%	1.1%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.1%	-2.3%	-3.4%

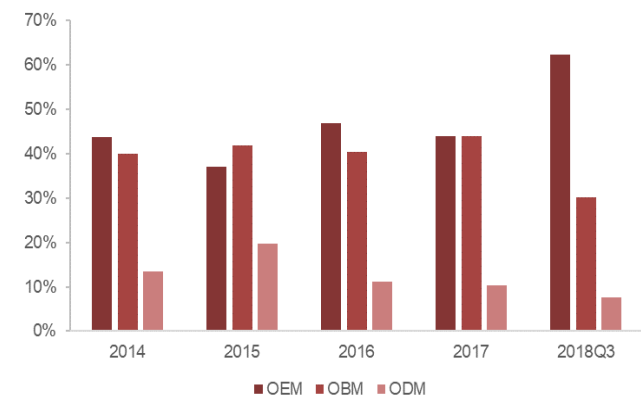
数据来源: 西南证券

3.2 OEM 稳定增长, OBM 或将放量

公司以海外代工 OEM 起家, 目前主要的业务模式有 OEM、ODM 和 OBM 三种, OBM 为公司自有品牌的零售业务, OEM 和 ODM 均为代工。从 2018 年 Q3 的情况看, 公司 OEM 占比超过 6 成, OBM 占比达到 3 成。

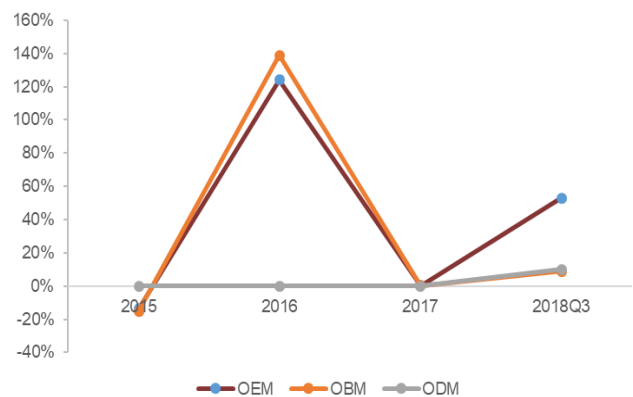
OEM 增速稳定且可持续。公司 OEM 和 ODM 主要聚焦海外大客户, 销售情况和海外大客户的拓展及核心客户的运营情况直接相关, 16 年公司海外最大客户 YETI 开始涉足保温杯领域, 带动当年公司 OEM 销量大幅增加, 17 年 YETI 由于原材料库存积压较多, 公司采取进料加工出口模式处理 YETI 订单, 导致当年毛利率出现明显下滑, 18 年 Q3 进料加工出口模式的订单已经完成, 公司海外核心大客户均回归到正常业务拓展阶段, 因此公司 OEM 业务在 18 年也重新回归快速增长, 毛利率开始修复。目前海外业务主要集中于美国, 但已开始加力日本、东南亚等新区域和新客户的开发, 预计海外 OEM 和 ODM 将继续保持快速增长趋势。

图 29: 2014-2018Q3 公司各业务模式的占比估测



数据来源: 公司数据, 西南证券整理

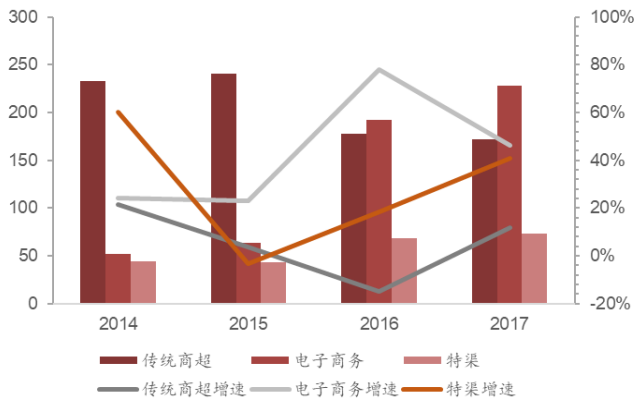
图 30: 2015-2018Q3 公司各业务模式销售增速



数据来源: 公司数据, 西南证券整理

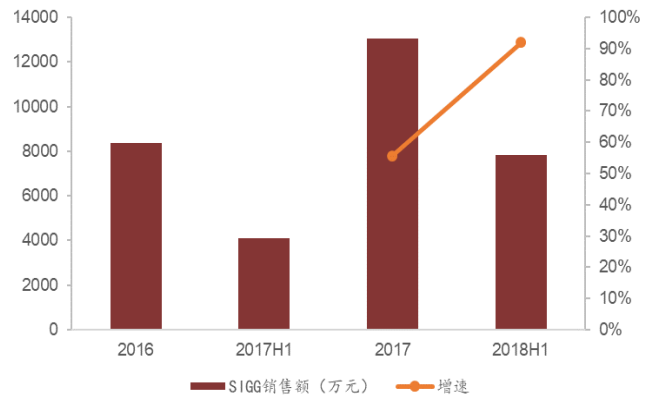
OBM 品牌和渠道双重加力。OBM 主要指公司自主品牌的零售业务, 是公司未来发展的重心, 当前正处在业务重新梳理和布局的阶段。相对 OEM/ODM, 公司 OBM 目前的体量仍然不大, 2017 年销售总额不到 6 亿。公司当前 OBM 销售主要由 SIGG 和哈尔斯两大品牌贡献。SIGG 为公司 2016 年所收购, 主要业务目前在欧洲, SIGG 在 2017 年实现营收 1.3 亿, 2018 年上半年销售量超过 7800 万, 同比提升约 90%, 主要是因为 18 年欧洲市场销售的情况比较好。哈尔斯是公司自有品牌, 目前主要销售在国内, 聚焦于传统、电商和特通三大渠道。由于公司从 17 年底开始对哈尔斯品牌的传统渠道进行业务优化, 整体增速受到影响, 但电商渠道总体还是保持高速增长, 2017 年规模超过 1.6 亿, 近 4 年复合增速接近 50%。

图 31: OBM 模式主要细分渠道销售规模 (百万元) 及增速



数据来源: 公司报告, 西南证券整理

图 32: SIGG 销售额 (万元) 及增速



数据来源: 公司报告, 西南证券整理

关于 OBM, 公司未来将围绕品牌和渠道两大方向进行扩张。

品牌上, 公司计划建立哈尔斯、SIGG、Santeco、好时和思诺五大品牌体系。五大品牌定位上各有侧重, 哈尔斯作为基础品牌继续推进全渠道发展; 四大新品牌则会侧重打造功能化和中高端产品, SIGG 延续传统聚焦运动的特性并将加快引进, 扩大国内销售; Santeco 将作为中高端商务品牌推广; 好时和思诺将会分别围绕生活调性和母婴打造产品。除哈尔斯外, SIGG/Santeco/好时/思诺在国内目前几乎还没有销售, 未来的推出将会完善公司的品牌矩阵, 成为拉动国内规模扩张的重要力量。

图 33: 公司 OBM 五大品牌布局

品牌	定位	状态
HAERS	<input type="checkbox"/> 全渠道品牌	当前国内 OBM 销售基本来自于哈尔斯
SIGG	<input type="checkbox"/> 聚焦户外和运动	2016 年收购, 欧洲今年增速比较快, 天猫专卖店已经于 2018Q4 上线
SANTECO	<input type="checkbox"/> 定位中高端	已上线, 但体量尚小
HAOS 好时	<input type="checkbox"/> 围绕生活调性打造产品	即将推出
SINUO 思诺	<input type="checkbox"/> 聚焦母婴	即将推出

数据来源: 公司资料, 西南证券整理

SIGG 百年老品牌技术领先, 市场潜力巨大。SIGG 有超过百年的制造历史, 是国际知名的高端水具品牌, 聚焦于运动系列的开发, 产品基本由纯铝打造而成, 制造上独有轻型双层抽真空工艺。和同类型产品相比, 重量更轻, 更适合携带。另外 SIGG 具有全球最先进的内部柔性涂层技术, 柔韧性和附着性更强, 保鲜和保温性能更优, 可适用于盛放 100 度高温的热水以及盛装茶, 碳酸, 果汁等饮料, 还可以抗苹果酸的侵蚀, 无残留异味。

公司 16 年收购 SIGG，目前国内还未开始销售，但公司已经加力国内渠道布局，京东和天猫旗舰店已于 18 年底上线。除运动水杯，公司还计划推出 SIGG 运动服饰等其他品类，欲将 SIGG 打造成更具专业性的运动牌。由于国内基数尚小，且运动正受到越来越多消费者的关注，预计 SIGG 或从 19 年开始放量。

图 34: SIGG 产品



数据来源：天猫，西南证券整理

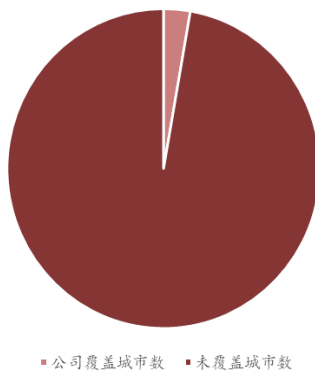
图 35: SIGG 天猫和京东旗舰店



数据来源：天猫，京东，西南证券整理

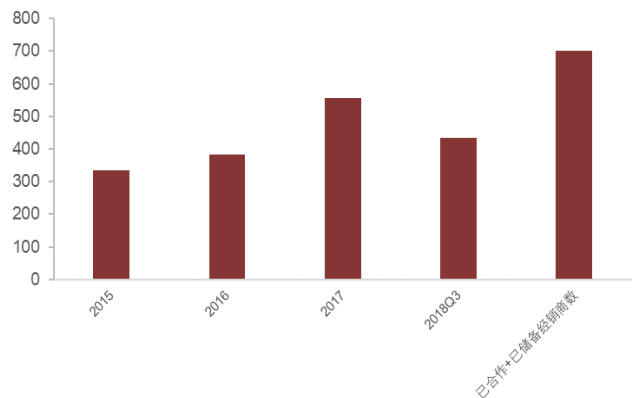
渠道上看，公司目前在全国布局了 9 个大区，直接覆盖了 60 多个城市，相较我国 2200 多个县级城市，公司可拓展区域还有很多。从 18 年 Q3 的数据看，公司在全国范围内已经合作的经销商数量约 400 多家，算上储备的经销商，总数达到 700 家，未来经销商数量和质量都将进一步扩充和优化，经销商队伍的壮大，也将帮助公司覆盖到更多的区域，公司传统业务或有较大的成长空间。

图 36: 公司直接覆盖的城市情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 37: 2015 至今公司经销商数量情况

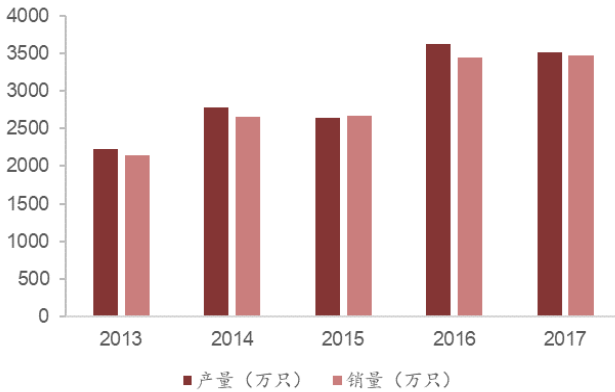


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的渠道覆盖在广度和深度上都有较大进步空间，尤其是在现代渠道，目前公司直接覆盖的连锁系统仅有沃尔玛、家家悦等少数几家，另有少数系统通过经销商间接覆盖，相对全国超过 150 个连锁零售商超，公司现代渠道可开发的连锁体系还有很多。公司从外部引进的资深销售总监已经到位，我们看好公司在加力品牌建设及渠道投入下带来的营收放量。

产能利用率高，新建产能陆续投产。公司产能利用率和销售产能比均处于高位。目前保温杯产能约 2500 万只/年，近年新增产能主要围绕高端杯、智能杯、塑料杯、玻璃杯以及小家电在做布局，新建生产基地基本已竣工，但当前产生收入仍然较低，产能处于爬坡阶段。

随着公司高端品牌的陆续推出以及国内零售渠道的逐步放量，新建基地的产能利用率将逐步上升，足以支撑公司未来几年的业务放量。

图 38：2013-2017 年公司产量和销量情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

图 39：公司产能布局情况

基地	地点	竣工时间	产能
临安生产基地	临安	2017年9月	800万只高端杯、300万只智能杯、1200万只塑料杯、600万台真空小家电
永康生产基地	永康		2500万只保温杯
安徽哈尔斯玻璃器皿产业基地蚌埠		2015年9月	年产1万吨玻璃管材和不低于2500万只玻璃器皿的生产基地

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：SIGG 京东和天猫旗舰店在 19 年初开始正常运营，Santeco、好时、思诺线上门店于 19 年上线。

假设 2：原材料价格企稳回落，进料加工出口订单完成，毛利率恢复到前期水平。预计 18-20 年公司毛利率分别为 30.5%、32.4%、32.7%。

假设 3：公司国内传统业务进入扩张期，预计 19 年公司储备的 300 家经销商能够成为公司实际经销商。

假设 4：假设美元兑人民币汇率稳定在 6.8-7 区间。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	758.4	1341.5	1439.1	1824.7	2365.4	2948.2
yoy	1.6%	76.9%	7.3%	26.8%	29.6%	24.6%
营业成本	527.9	863.8	966.3	1269.0	1598.5	1984.7
毛利率	30.4%	35.6%	32.9%	30.5%	32.4%	32.7%
海外						
收入	401.0	833.4	882.2	1300.0	1637.5	2007.5
yoy	1.3%	137.6%	-0.5%	37.1%	26.0%	26.2%
成本	279.5	587.4	613.9	890.5	1080.8	1325.0
毛利率	30.3%	38.3%	35.2%	31.5%	34.0%	34.0%

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
国内						
收入	347.6	488.8	532.7	499.7	702.9	915.7
yoy	5.8%	6.3%	26.4%	7.1%	60.0%	39.8%
成本	240.5	262.7	333.6	359.8	499.0	641.0
毛利率	30.8%	28.9%	28.6%	28.0%	29.0%	30.0%
其他区域						
收入	9.8	19.3	24.2	25.0	25.0	25.0
yoy	-55.8%	97.2%	25.1%	3.3%	0.0%	0.0%
成本	8.0	13.7	18.7	18.8	18.8	18.8
毛利率	18.8%	29.1%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

由于目前上市公司中没有杯体类可比公司, 我们将轻工行业中业务里 OEM 占比较大的企业与公司作对比, 19 年平均 PE 约 15 倍。

表 4: 可比公司估值表

股票简称及代码	每股收益 (元)			市盈率		
	18E	19E	20E	18E	19E	20E
梦百合 (603313)	0.76	1.21	1.63	29	18	14
永艺股份 (603600)	0.49	0.64	0.81	15	11	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.3 元、0.43 元、0.54 元, 未来三年归母净利润有望达到 26% 的复合增长率。参考轻工 OEM 类公司平均 15 倍估值, 考虑到公司目前处于业绩拐点期, 内销发展空间较大, 享有一定估值溢价, 给予公司 2019 年 17 倍 PE, 对应目标价 7.31 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险, 中美贸易摩擦导致海外业务增长不及预期的风险, 内销渠道拓展不及预期的风险, 汇率波动较大的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1439.15	1824.71	2365.36	2948.21	净利润	102.54	119.07	168.71	210.37
营业成本	966.28	1269.04	1598.53	1984.70	折旧与摊销	46.36	79.24	82.78	86.79
营业税金及附加	10.85	14.47	18.45	23.12	财务费用	25.02	-3.32	-22.19	-32.27
销售费用	145.33	182.47	283.84	359.68	资产减值损失	12.53	10.00	10.00	10.00
管理费用	170.28	200.72	274.38	353.79	经营营运资本变动	-116.65	10.77	-23.25	-51.20
财务费用	25.02	-3.32	-22.19	-32.27	其他	-31.82	-1.29	-7.10	-9.70
资产减值损失	12.53	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	38.00	214.47	208.94	214.00
投资收益	-1.80	-5.00	-3.00	-1.00	资本支出	-174.89	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.14	-4.50	0.50	0.50	其他	42.06	-6.50	-0.50	0.50
其他经营损益	0.06	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-132.83	-46.50	-40.50	-44.50
营业利润	117.30	141.83	199.84	248.69	短期借款	166.00	-215.02	-11.99	0.00
其他非经营损益	1.13	0.57	0.84	0.75	长期借款	-12.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.43	142.40	200.68	249.44	股权融资	9.27	0.00	0.00	0.00
所得税	15.89	23.33	31.98	39.07	支付股利	-57.46	-31.82	-31.41	-45.71
净利润	102.54	119.07	168.71	210.37	其他	-10.21	1.46	21.39	31.51
少数股东损益	-7.26	-5.34	-9.75	-10.79	筹资活动现金流净额	95.10	-245.38	-22.01	-14.20
归属母公司股东净利润	109.80	124.41	178.46	221.16	现金流量净额	-2.05	-77.41	146.43	155.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	259.88	182.47	328.91	484.20	成长能力				
应收和预付款项	168.99	203.84	269.47	332.75	销售收入增长率	7.28%	26.79%	29.63%	24.64%
存货	308.59	407.81	514.54	640.29	营业利润增长率	-19.57%	20.91%	40.90%	24.44%
其他流动资产	28.36	26.71	40.55	46.79	净利润增长率	-12.31%	16.12%	41.68%	24.70%
长期股权投资	88.83	85.83	83.83	82.83	EBITDA 增长率	2.48%	15.40%	19.60%	16.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	591.85	547.60	501.71	454.19	毛利率	32.86%	30.45%	32.42%	32.68%
无形资产和开发支出	135.08	140.31	143.65	149.61	三费率	23.67%	20.82%	22.66%	23.11%
其他非流动资产	74.81	74.58	74.35	74.13	净利率	7.13%	6.53%	7.13%	7.14%
资产总计	1656.39	1669.16	1957.01	2264.78	ROE	12.64%	13.22%	16.26%	17.50%
短期借款	227.01	11.99	0.00	0.00	ROA	6.19%	7.13%	8.62%	9.29%
应付和预收款项	391.44	531.61	692.53	833.56	ROIC	14.24%	11.93%	15.20%	17.65%
长期借款	195.47	195.47	195.47	195.47	EBITDA/销售收入	13.11%	11.93%	11.01%	10.28%
其他负债	31.47	29.70	31.32	33.40	营运能力				
负债合计	845.39	768.77	919.32	1062.44	总资产周转率	0.92	1.10	1.30	1.40
股本	410.40	410.40	410.40	410.40	固定资产周转率	3.38	3.54	5.02	6.95
资本公积	35.73	35.73	35.73	35.73	应收账款周转率	10.53	11.05	11.25	11.03
留存收益	364.05	456.63	603.68	779.14	存货周转率	3.30	3.49	3.43	3.41
归属母公司股东权益	808.04	902.77	1049.82	1225.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.79%	—	—	—
少数股东权益	2.96	-2.38	-12.13	-22.93	资本结构				
股东权益合计	811.00	900.39	1037.69	1202.34	资产负债率	51.04%	46.06%	46.98%	46.91%
负债和股东权益合计	1656.39	1669.16	1957.01	2264.78	带息债务/总负债	49.98%	26.99%	21.26%	18.40%
					流动比率	1.19	1.44	1.60	1.74
					速动比率	0.71	0.73	0.89	1.00
					股利支付率	52.33%	25.58%	17.60%	20.67%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.30	0.43	0.54
					每股净资产	1.98	2.19	2.53	2.93
					每股经营现金	0.09	0.52	0.51	0.52
					每股股利	0.14	0.08	0.08	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	188.69	217.75	260.44	303.22					
PE	20.52	18.11	12.63	10.19					
PB	2.78	2.50	2.17	1.87					
PS	1.57	1.23	0.95	0.76					
EV/EBITDA	12.52	10.20	7.92	6.29					
股息率	2.55%	1.41%	1.39%	2.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn