

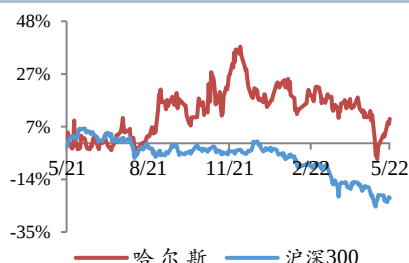
户外休闲场景驱动增长，自有品牌重整发力

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-12

收盘价（元）	5.15
近 12 个月最高/最低（元）	6.49/4.41
总股本（百万股）	414
流通股本（百万股）	231
流通股比例（%）	55.87
总市值（亿元）	21
流通市值（亿元）	12

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **受益于疫后户外休闲热潮的隐形细分龙头。**公司为国内最大的保温杯制造商，是中国杯壶行业上市第一股，主营业务为多种不同材质杯壶研发生产与销售，产品矩阵丰富；近 3 年营收及净利润 CAGR 分别为 10%/10.9%。公司以出口代工起家，近年着重打造内销自主品牌建设，内外销齐发力，公司 2021 年内外销营收增速分别+34%/67%，收入规模达到历史最高水平，在 22Q1 增势延续，汇率同时带来利润弹性。
- **户外休闲场景高景气拥有产业链验证，相关中国产业链为全球核心。**全球疫情反复下，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐，风靡国内外，相关企业订单自 20Q4 起相继大幅趋势性增长。保温杯壶类产品以外观及功能性带来的消费品属性，受益于短途出行、户外运动增加而订单放量；另一方面，据相关公司公告，后疫情时代，以自带保温杯壶替代一次性或他人提供容器驱动行业规模增长。根据公司公告，2020 年全球不锈钢保温杯市场规模约 110.75 亿美元，同增 29.70%。
- **代工业务深入绑定大客户，重点发力国内自有品牌。**公司代工业务客户包括 YETI、PMI（星巴克、STANLEY）等。保温杯壶类产品具备消费品属性，消费频次较高。公司 OBM 业务现有四大自主品牌（哈尔斯、SIGG、NONOO、SANTECO），覆盖中高端市场。公司逐步确立各品牌调性及未来发展策略，同时凭借多年国际品牌代工经验为自主品牌发展赋能，未来自主品牌业务增长可期。21 年公司 OBM 收入占比 18.5%，同增 21.5%。
- **高成长低估值隐形细分龙头，具备强安全边际及高成长弹性。**公司持续深化改革、品牌改革，股权激励凝聚整体意志（21-23 年业绩目标 1.35、1.76/2.29），自有品牌重点发力，占比有望持续提升。预计公司 22-24 年归母净利润分别 1.95/2.74/3.48 亿元，同比+43.7%/40.5%/27.3%，对应 PE 为 10.95X/7.8X/6.13X。基于业务模式、同行对标，给予 2022 年 15X-20X 估值区间，当前具备较大修复空间首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**
原材料价格大幅上涨、汇率波动、行业竞争加剧、疫情反复风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2389	3294	3642	4003
收入同比（%）	60.1%	37.9%	10.6%	9.9%
归属母公司净利润	136	195	274	348
净利润同比（%）	578.7%	43.7%	40.5%	27.3%
毛利率（%）	26.1%	26.1%	26.7%	27.4%
ROE（%）	14.2%	17.0%	19.2%	19.7%
每股收益（元）	0.33	0.47	0.66	0.84
P/E	16.91	10.95	7.80	6.13
P/B	2.42	1.86	1.50	1.21
EV/EBITDA	8.00	6.08	4.12	2.71

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 杯壶制造龙头，后疫情时代成长进入快车道.....	4
户外休闲运动高景气，相关产业链订单趋势性高增长.....	4
四大自主品牌运营，着重发力 OBM 成长可期	8
2 盈利预测与估值探讨	9
管理改革深化，股权激励凝聚意志.....	9
估值具备强安全边际，及较大修复空间	10
风险提示:	12
财务报表与盈利预测	13

图表目录

图表 1 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现	4
图表 2 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现	4
图表 3 户外休闲板块总营收及增速	5
图表 4 户外休闲板块净利润及增速	5
图表 5 公司主要产品	5
图表 6 公司是国内最大的保温杯生产厂家	6
图表 7 公司拥有四大生产基地和四大研发基地	6
图表 8 国内真空保温器皿市场规模 (亿元)	6
图表 9 我国 2015-2020 年保温杯产量及增速	6
图表 10 我国与日本及发达国家的不锈钢保温杯人均保有量	7
图表 11 全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比情况	7
图表 12 全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比情况	7
图表 13 2018 年全球不锈钢保温杯厂商市场产值份额	8
图表 14 公司 2017 年至今各销售模块营收占比	8
图表 15 公司与多家国际知名品牌合作	8
图表 16 公司自有品牌矩阵及定位	9
图表 17 公司董事及高管履历	10
图表 18 公司限制性股票激励计划解锁目标	10
图表 19 2018 年至今公司市值 (亿元)	11
图表 20 21 年 8 月至今各公司 PE-TTM	11
图表 21 各公司一致预期计算 PE	12

1 杯壶制造龙头，后疫情时代成长进入快车道

户外休闲运动高景气，相关产业链订单趋势性高增长

后疫情时代全球范围户外休闲活动需求高增长，相关产业链内外销高景气。全球疫情反复下，大型聚集性户外活动和出境游受限，但出游、运动、社交需求仍然存在，故后疫情时代，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐，以野营、徒步等代表的户外休闲运动在全球范围内迅速流行。

户外休闲活动具备门槛低、全年龄段、有益身心健康等优势，需求具备长期的延续性，带动相关产品内外销同时高增。户外休闲活动参与门槛低，面向全年龄段，满足社交和情感需求，有益人们的身心健康，将成为一种长期的、全球性的流行趋势。这种流行趋势将有力推动相关产品需求增长，以露营和徒步为例，水壶、帐篷、户外小家具（便携桌椅）、遮阳伞等产品内外销增长显著。我们跟踪了 6 家户外用品标的公司业绩表现，可以看出自 20H2 起，随全球疫情逐渐可控后，公司业绩都迎来了高速增长，且趋势延续至今。

图表 1 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现

公司营收 (亿元)	2020A	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2021A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
哈尔斯	14.9	2.4	3.0	4.7	4.9	23.9	4.9	5.8	5.9	7.3	5.7
yoy	-17%	-40%	-34%	-5%	6%	60%	105%	96%	25%	50%	16%
牧高笛	6.4	1.7	2.1	1.4	1.3	9.2	2.1	3.3	1.9	2.0	3.3
yoy	21%	19%	11%	18%	53%	44%	26%	58%	36%	51%	56%
浙江自然	5.8	1.5	2.0	1.1	1.3	8.4	2.3	2.7	1.7	1.8	3.3
yoy	7%	-	-	-	-	45%	55%	37%	53%	38%	47%
华生科技	3.7	0.5	0.9	1.0	1.3	6.4	1.5	1.8	1.6	1.5	0.8
yoy	16%	-	-	-	-	74%	229%	112%	55%	11%	-47%
浙江永强	49.5	20.2	9.2	3.4	16.7	81.5	27.4	14.7	8.7	30.7	31.5
yoy	6%	8%	3%	28%	1%	65%	35%	59%	156%	84%	15%
嘉益股份	3.6	0.7	0.7	0.8	1.3	5.9	0.8	1.4	1.8	1.9	1.8
yoy	-12%	-	-	-	-	65%	8%	90%	116%	50%	131%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现

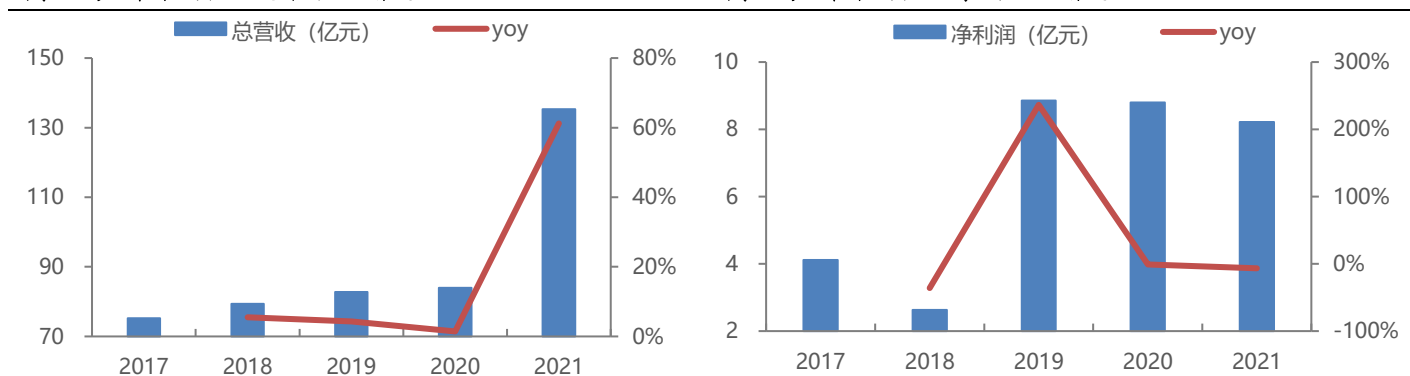
归母净利润 (亿元)	2020A	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2021A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
哈尔斯	-0.28	-0.23	-0.09	0.17	-0.14	1.36	0.26	0.31	0.35	0.44	0.31
yoy	-151%	-277%	-121%	-54%	60%	579%	213%	462%	103%	403%	20%
牧高笛	0.46	0.12	0.25	0.12	-0.04	0.79	0.21	0.32	0.18	0.07	0.37
yoy	13%	-2%	3%	125%	112%	71%	70%	28%	52%	-301%	73%
浙江自然	1.60	0.39	0.56	0.33	0.32	2.20	0.62	0.76	0.46	0.36	0.85
yoy	21%	-	-	-	-	38%	60%	34%	39%	14%	38%
华生科技	1.08	0.12	0.27	0.32	0.37	1.80	0.45	0.57	0.48	0.30	0.21
yoy	24%	-	-	-	-	68%	279%	113%	51%	-19%	-53%
浙江永强	5.30	3.27	2.80	-1.24	0.46	1.25	2.35	2.24	-1.13	-2.20	1.37
yoy	6%	26%	194%	-12403%	-68%	-76%	-28%	-20%	-9%	-574%	-42%
嘉益股份	0.65	0.14	0.16	0.11	0.25	0.82	0.12	0.21	0.29	0.21	0.33
yoy	-10%	-	-	-	-	27%	-13%	32%	170%	-17%	178%

资料来源：wind，华安证券研究所

复盘 2017 年至今户外休闲板块业绩，**收入方面**：2020 年受到疫情压制增长放缓，2021 年营收迅速攀升，同比增长 61.2%，进一步验证板块高景气度。**盈利方面**：所选公司均为在细分行业具备一定领先优势的企业，凭借多年大牌代工经验掌握前沿技术，客户资源优质丰富，盈利能力在行业强 β 催化下增长势头先于收入端，自 2019 年便出现了倍数增长，2018-2021 年利润 CAGR 为 18.9%，高于收入端的 15.8%。（盈利在 2020-2021 略有下滑主因受疫情、原料成本上涨等因素干扰）

图表 3 户外休闲板块总营收及增速

图表 4 户外休闲板块净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所；注：公司包括哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技、浙江永强、嘉益股份

资料来源：wind，华安证券研究所；注：公司包括哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技、浙江永强、嘉益股份

中国是全球供应链大动脉，公司占据国内龙头位置

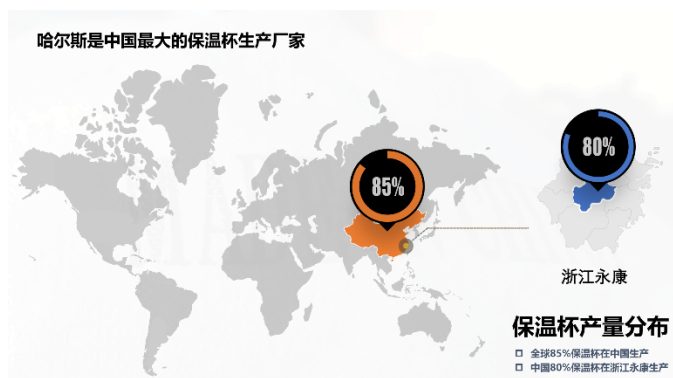
公司是国内最大的保温杯制造商。公司是国内最具影响力的杯壶制造与品牌运营商之一，是中国杯壶行业上市第一股。主要业务为多种不同材质的杯壶产品研发设计、生产及销售。主要产品包括不锈钢、钛等材质的真空保温器皿和以玻璃、铝、塑料（Tritan、PPSU 等）、陶瓷等材质的非真空器皿，如保温杯/壶、钛杯、铝瓶、玻璃杯等。公司有四大生产基地，是国内最大的保温杯制造商。

图表 5 公司主要产品



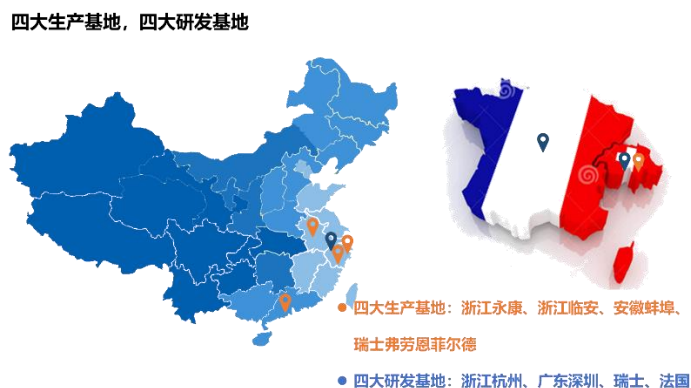
资料来源：公司投资者交流会公开资料，华安证券研究所

图表 6 公司是国内最大的保温杯生产厂家



资料来源：公司投资者交流会公开资料，华安证券研究所

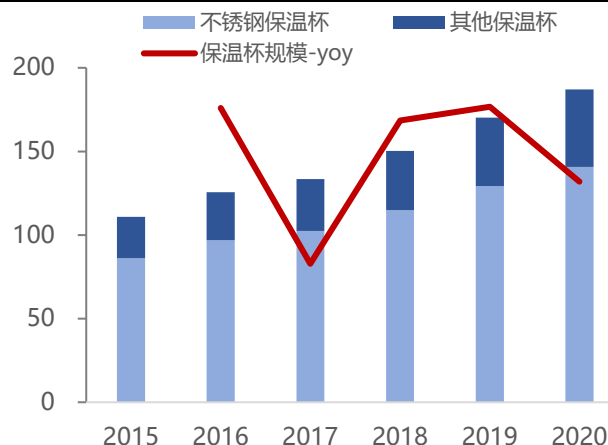
图表 7 公司拥有四大生产基地和四大研发基地



资料来源：公司投资者交流会公开资料，华安证券研究所

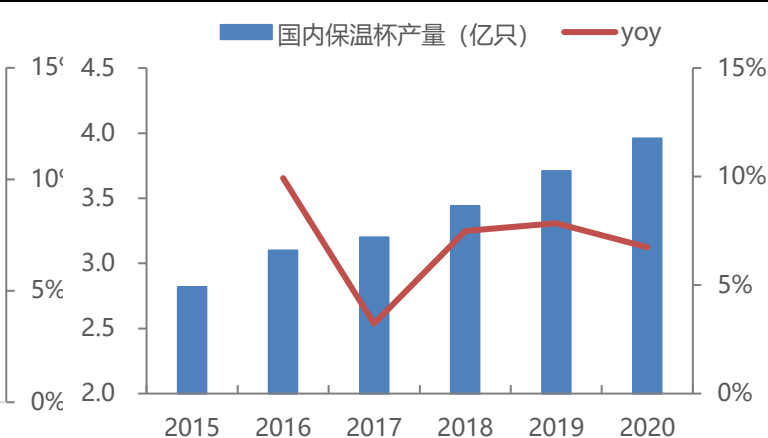
保温器皿应用范围广泛，行业规模持续高增。保温器皿除户外休闲活动场景外，还适用于各种其他生活场景，需求随国民经济增长不断提升。以不锈钢保温器皿为例，根据公司公告，2020 年全球不锈钢保温杯市场规模约为 110.75 亿美元，同比增长 29.70%。根据智研咨询的统计，我国 2020 年保温杯市场规模达到 186.97 亿元，同比+9.9%，其中不锈钢材质的保温器皿 2020 年市场规模为 140.8 亿元，占比 75.3%。2017-2020 年中国保温杯行业营收 CAGR 为 11.9%；2020 年我国保温杯产量达到 3.96 亿只，同增 6.7%，2015-2020 年产量 CAGR 为 7%。行业仍处于高速发展态势。

图表 8 国内真空保温器皿市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

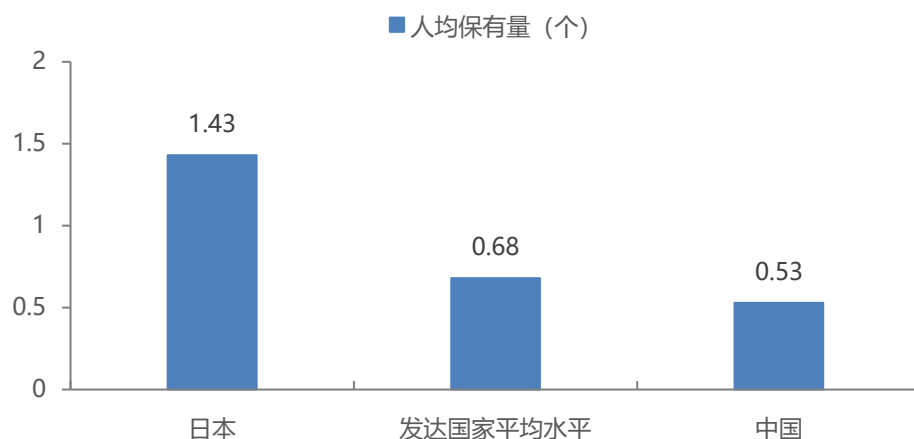
图表 9 我国 2015-2020 年保温杯产量及增速



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

与此同时，我们认为国内保温杯市场未来增速将领先于发达国家。根据中商研究院数据，当前我国不锈钢保温器皿人均保有量仅为 0.53 个，低于发达国家平均水平 0.68 个，远不及日本的平均水平（1.43 个），故随着人均消费能力提升与消费升级趋势，我国保温杯行业未来发展空间及增速将领先于发达国家。

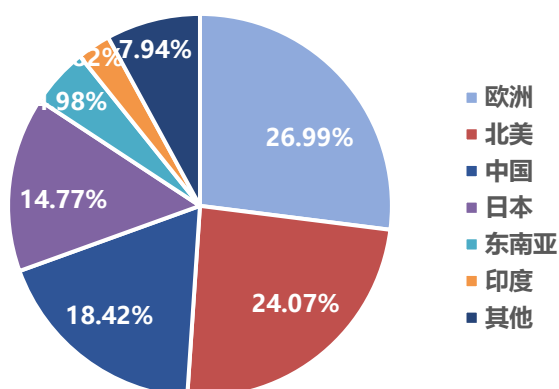
图表 10 我国与日本及发达国家的不锈钢保温杯人均保有量



资料来源：中商研究院，华安证券研究所

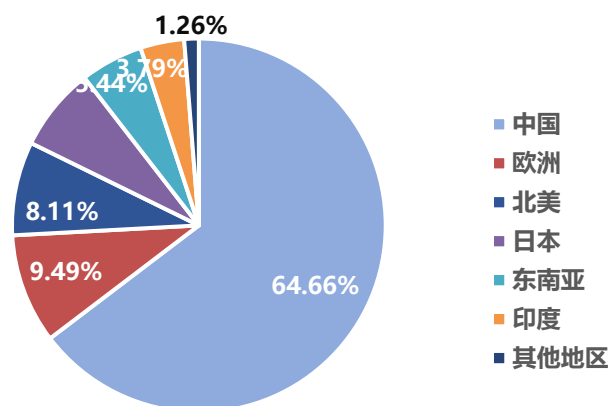
全球保温杯器皿产能集中于中国，贡献超 60% 产量。根据中商研究院的数据，全球不锈钢保温杯主要消费市场集中在欧美、中国、日本地区，其中欧洲地区消费占比最高，为 26.99%。中国市场消费量占比为 18.42%，但却提供了全球 64.66% 的不锈钢保温杯产量。

图表 11 全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比情况



资料来源：中商研究院，华安证券研究所

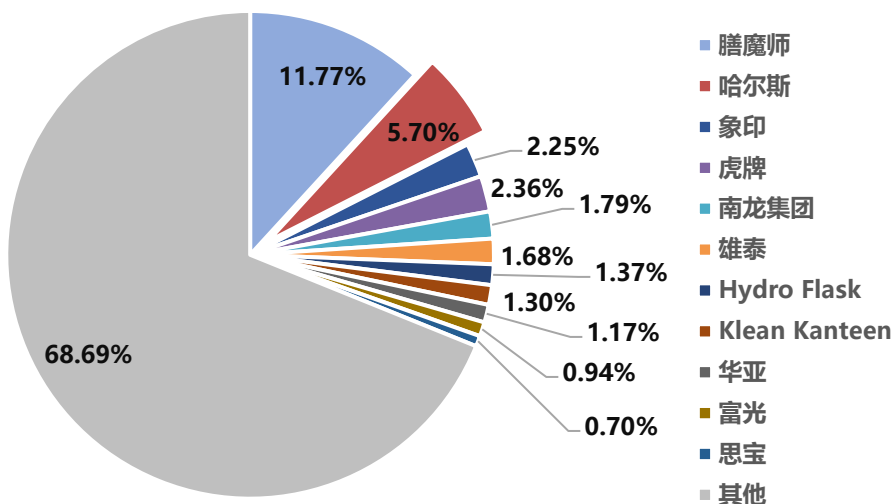
图表 12 全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比情况



资料来源：中商研究院，华安证券研究所

全球保温杯市场格局分散，哈尔斯产值份额全球第二。全球保温杯市场格局较为分散，前十厂商里中、日品牌数量较多。根据华商产业研究院数据，2018 年膳魔师位列全球不锈钢保温杯厂商市值第一，为 11.77%，哈尔斯位列第二（5.7%）。产值排名前五的品牌中，哈尔斯为膳魔师、象印、虎牌均提供代工服务。

图表 13 2018 年全球不锈钢保温杯厂商市场产值份额

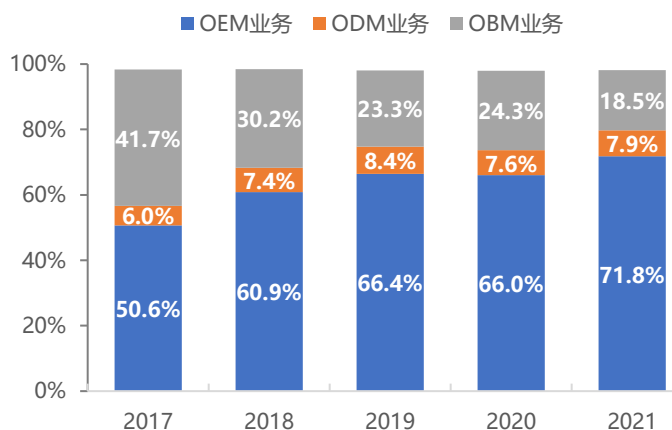


资料来源：华商产业研究院，华安证券研究所

四大自主品牌运营，着重发力 OBM 成长可期

2021 年 OBM 业务重整旗鼓，重点发力。公司销售模式可分为 OEM、ODM 和 OBM，其中 OEM 占比最高，2021 年占比 71.8%，OEM、ODM 营收合计占比达 79.7%；公司具备多年品牌代工经验，OEM 和 ODM 业务的合作伙伴有 YETI、PMI（星巴克、STANLEY）、Takeya、Swell、膳魔师、虎牌等国际知名品牌。通过与国际知名品牌商合作，使得公司能持续掌握国际最先进的产品制造工艺、设计理念和研发方向，从而不断提升自身产品的制造技术及研发设计能力，从而更好为自主品牌的发展赋能。

图表 14 公司 2017 年至今各销售模块营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 公司与多家国际知名品牌合作



资料来源：公司公告，各品牌官网，华安证券研究所

着力打造四大自主品牌，全面覆盖中、高端饮具市场。公司旗下现有四大自主品牌，分别为哈尔斯、SIGG、NONOO 和 SANTECO。其中哈尔斯主打中端性价比品牌；SIGG 为公司收购的瑞士百年水壶品牌，主打高端市场；NONOO 为原创设

计潮牌，主打潮流、高颜值和设计感，面向时尚人群；SANTECO 定位中高端轻奢品牌。公司品牌矩阵全面覆盖中高端饮具市场，2022 年起公司将逐步确立各品牌调性及未来发展策略，重点发力自主品牌，未来增长可期。

图表 16 公司自有品牌矩阵及定位

品牌名称	商标	定位及内涵	产品类型		
HAERS		中端健康生活器具 好杯子	各类保温杯壶、轻量杯、玻璃杯、塑料杯、保健养生杯、智能数字水杯等		
SIGG		高端饮用器具 高端、时尚、运动户外	铝瓶、不锈钢保温杯、运动杯等	哈尔斯 (HAERS) 名称来源于英文单词 "Health", 寓意产品健康, 环保, 有生机, 主打中端性价比产品	
NONOO		原创设计潮牌水杯 高颜值、重品质、有态度	保温杯壶、玻璃杯、塑料杯、智能杯、轻量杯、个性潮流杯等		
SANTECO		中高端饮用器具 设计、时尚、轻奢	保温杯、钛杯、塑料杯、智能数字杯	NONOO, 原创设计潮牌, 高颜值、重品质、有态度, 面向广大时尚消费者	
				SANTECO 名称来源于法语 "santé (健康)" 和 "écologique (环保)", 针对中高端轻奢消费者	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 盈利预测与估值探讨

管理改革深化，股权激励凝聚意志

公司管理层稳健，实业经验丰富。以董事长为代表的核心管理团队具备多年实业从业经验，其中董事、CFO 吴汝来先生曾任中粮酒业、农夫山泉等知名企业的财务总监；董事、总裁吴子富先生曾任顾家集团副总，高管团队履历丰富，涉及工业、餐饮等多个实业领域。公司广纳人才，去年聘用新电商总监曾任职于苏泊尔电商事业部，今年公司将着重发展线上渠道建设。

图表 17 公司董事及高管履历

姓名	职位	履历
吕强	董事长	高级经济师, 曾担任浙江永康四路轻工机械厂厂长、永康活动铅笔厂厂长;1996年创办浙江哈尔斯工贸有限公司并担任公司执行董事, 总经理;2003年至2008年担任浙江哈尔斯工贸有限公司执行董事;2008年8月至今任公司董事长, 现为中国日用杂品工业协会杯壶分会会长, 浙江民营企业研究会副会长。
吴汝来	董事、首席财务官	高级会计师, 国际高级财务管理师, 中级税务经济师。现任公司首席财务官(CFO)。曾任杭州中萃食品有限公司销售会计, 舟山分公司任财务经理, 兰州分公司任财务经理, 管理会计, 价格信用税务管理经理;合肥太古可口可乐饮料有限公司销售运作财务控制经理;中粮可口可乐饮料有限公司集团财务运作经理, 战略规划经理;海南和湛江中粮可口可乐饮料有限公司任财务总监;中粮酒业任总经理助理兼财务总监;中国食品有限公司财务部总经理助理兼供应链财务管理中心财务总监, 财务部总经理助理兼供应链财务支持中心财务总监, 品类财务支持中心总监, 财务部总经理助理兼资金管理部总监, 厨房品类财务总监, 财务部总经理助理兼会计税务部总监;2015年3月-2018年9月历任农夫山泉股份有限公司财务中心总经理;2018年8月至今任北京众鑫社投资管理有限公司监事;2019年1月至今, 任公司首席财务官(CFO);2019年2月至今, 任浙江哈尔斯贸易有限公司执行董事。
吴子富	董事、总裁	高级会计师。现任公司总裁, 全面负责公司经营管理工作。曾任浙江省遂昌县财税局股长, 宁波大榭开发区财税局预算处处长, 宁波大榭开发区财税局局长等职务;2006年2月至2018年8月, 历任盾安控股集团有限公司副总裁, 浙江盾安人工环境股份有限公司董事长, 盾安控股集团有限公司总裁;2018年9月至2021年5月, 任顾家集团有限公司副总裁;2020年9月至2021年5月, 任公司独立董事;2021年6月1日, 入职公司, 现任公司总裁。
吕丽珍	董事、副总	助理会计师, 注册企业风险管理师。现任公司董事, 副总裁, 分管投融资系统。曾任永康市天天环保洁具有限公司财务科主管会计, 科长;哈尔斯工贸有限公司财务部经理、财务负责人;2008年8月至2017年9月担任公司财务总监;2012年2月至2014年8月担任公司董事会秘书;2013年3月至今担任公司董事, 副总裁;2016年至今任哈尔斯(深圳)智能数字化饮水器具有限公司董事长, 希格户外运动投资有限公司执行董事, 希格户外休闲运动用品有限公司董事长, 哈尔斯(香港)有限公司董事, SIGG Holding Switzerland AG董事, SET (Hong Kong) Technology Limited董事。
欧阳波	董事、副总	高级经济师。现任公司董事, 副总裁, 分管OEM系统。曾任担任浙江哈尔斯工贸有限公司销售部长, 副总经理, 总经理职务;2008年8月至11月担任公司董事, 总经理;2008年11月至今担任公司董事;2012年10月至2013年3月担任公司副总经理;2013年3月至2015年10月担任公司总经理;2015年10月至今担任公司副总裁。
吴兴	副总	曾任绍兴绿色集团技术员;浙江盾安机械有限公司技术员、车间主任、制造部长、运营总监;2010年10月至2012年8月任浙江盾安禾田金属有限公司工厂厂长;2012年8月至2013年11月任盾安(芜湖)中元自控有限公司总经理;2013年12月至2014年9月任盾安环境制冷配件事业部副总经理;2014年10月至2018年9月任盾安环境制冷配件事业部总经理;2018年10月至今在公司任职, 分管供应链系统和质量管理体系日常工作。
郭裕源	副总	曾任实达集团有限公司内部审计主任;大连, 沈阳, 昆明可口可乐瓶装厂财务经理;嘉里饮料有限公司集团资深财务经理;北京可口可乐瓶装厂财务总监、市场销售总监;云南可口可乐瓶装厂代总经理、重庆可口可乐瓶装厂总经理;广西可口可乐瓶装厂总经理;2017年4月至2019年10月, 任音熊国际艺术中心有限公司董事兼总经理;2018年11月至今, 任浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司国际品牌事业部总经理。
胡宇超	董秘	2012年5月至2019年1月, 任公司证券助理;2019年1月至2021年8月, 任公司证券事务代表。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

股权激励彰显发展信心, 指明未来发展斜率。公司去年出台限制性激励计划草案, 计划面向 116 名董事、高管、中层管理人员和核心骨干人员。业绩解锁目标为: 以 2019 年为基准, 2021-2023 年净利润增长率分别不低于 145%/220%/316%。即 2021-2023 年公司净利润不得低于 1.35/1.76/2.29 亿元。股权激励彰显公司未来发展信心, 指引公司未来发展斜率。2021 年公司业绩已成功达到第一期解锁目标。

图表 18 公司限制性股票激励计划解锁目标

单位: 万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
归母净利润 (实际)	5511.67	-2830.91	13550.32		
股权激励目标			13503.59	17637.34	22928.55
yoy				30.6%	30.0%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

估值具备强安全边际, 及较大修复空间

当前市值处于历史较低分位, 但业绩规模持续创新高, 后疫情时代, 户外休闲热潮驱动内外销高增长, 内销自有品牌业务自 2021 年起重新整顿、重点发力。公司当前市值仅为 20.89 亿元, 低于近 4 年平均市值 22.81 亿元。公司是国内最大的保温杯制造商, 当前总市值低于同行业可比公司嘉益股份 (22 亿元), 市值从行业 β 或公司自身 α 属性来看均存在低估, 有望迎来修复。

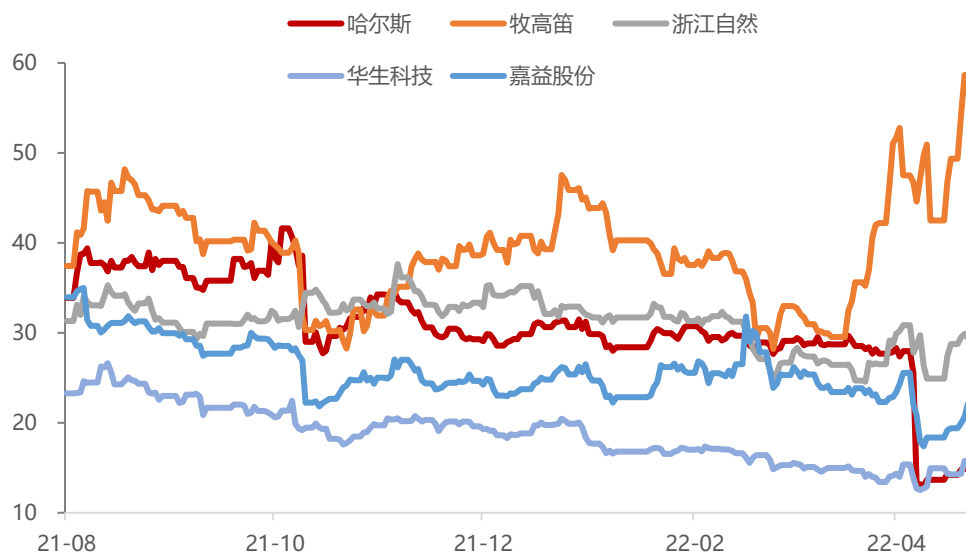
图表 19 2018 年至今公司市值 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所。

估值具备强安全边际, 及较大弹性修复空间。公司当前 PE-TTM 为 14.84X, 在户外休闲板块中处于低位, 远低于行业平均水平, 基于低关注度及认知差, 估值亟待修复。公司作为国内杯壶行业领军企业, 具备工艺、产品力及客户资源等多重优势, 内外销同步高增, 未来战略规划指引清晰, 当前具备极高配置价值。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.95/2.74/3.48 亿元, 同比+43.7%/40.5%/27.3%, 对应 PE 为 10.95X/7.8X/6.13X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 20 21 年 8 月至今各公司 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所。

图表 21 各公司一致预期计算 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
哈尔斯	5.05	0.33	0.42	0.55	0.61	17.05	12.07	9.20	8.29
牧高笛	80.27	1.18	1.84	2.52	3.30	35.21	43.51	31.83	24.33
浙江自然	70.68	2.17	2.93	3.79	4.75	34.46	24.10	18.64	14.88
华生科技	23.96	1.80	2.32	2.82	2.77	19.57	10.33	8.51	8.65

资料来源：wind，华安证券研究所；注：股价为最新收盘价，EPS 为 wind 一致预期。

风险提示：

原材料价格大幅上涨、汇率波动、行业竞争加剧、疫情反复风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1435	1627	2037	2487	营业收入	2389	3294	3642	4003
现金	667	460	772	1120	营业成本	1765	2433	2669	2906
应收账款	153	257	271	295	营业税金及附加	16	24	26	29
其他应收款	19	27	31	33	销售费用	151	224	237	252
预付账款	13	21	22	24	管理费用	144	214	226	240
存货	516	799	873	938	财务费用	36	7	2	-5
其他流动资产	67	63	69	77	资产减值损失	-26	-17	-13	-11
非流动资产	895	876	862	849	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	56	52	51	50	投资净收益	1	-1	0	-1
固定资产	649	628	608	588	营业利润	154	232	319	408
无形资产	86	80	74	67	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	104	116	130	144	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2330	2503	2899	3337	利润总额	154	232	319	408
流动负债	1082	1058	1184	1276	所得税	25	35	49	62
短期借款	308	0	0	0	净利润	128	196	270	346
应付账款	530	745	830	894	少数股东损益	-7	1	-4	-2
其他流动负债	244	314	354	382	归属母公司净利润	136	195	274	348
非流动负债	305	305	305	305	EBITDA	283	326	405	488
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.47	0.66	0.84
其他非流动负债	305	305	305	305					
负债合计	1387	1363	1489	1581					
少数股东权益	-9	-8	-11	-14					
股本	414	414	414	414					
资本公积	35	35	35	35					
留存收益	504	698	972	1320					
归属母公司股东权	953	1148	1421	1770					
负债和股东权益	2330	2503	2899	3337					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	374	183	396	436	成长能力				
净利润	136	195	274	348	营业收入	60.1%	37.9%	10.6%	9.9%
折旧摊销	92	76	78	80	营业利润	610.5%	50.1%	37.6%	28.2%
财务费用	45	19	14	14	归属于母公司净利	578.7%	43.7%	40.5%	27.3%
投资损失	-6	1	0	1	获利能力				
营运资金变动	94	-133	14	-24	毛利率(%)	26.1%	26.1%	26.7%	27.4%
其他经营现金流	56	352	277	389	净利率(%)	5.7%	5.9%	7.5%	8.7%
投资活动现金流	-49	-63	-70	-74	ROE(%)	14.2%	17.0%	19.2%	19.7%
资本支出	-93	-66	-70	-75	ROIC(%)	10.2%	14.6%	16.1%	16.7%
长期投资	21	4	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	23	-1	0	-1	资产负债率(%)	59.5%	54.5%	51.4%	47.4%
筹资活动现金流	-197	-327	-14	-14	净负债比率(%)	146.9%	119.6%	105.6%	90.0%
短期借款	-172	-308	0	0	流动比率	1.33	1.54	1.72	1.95
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.84	0.76	0.96	1.20
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	8	0	0	0	总资产周转率	1.03	1.32	1.26	1.20
其他筹资现金流	-35	-19	-14	-14	应收账款周转率	15.63	12.81	13.46	13.57
现金净增加额	114	-207	312	348	应付账款周转率	3.33	3.27	3.21	3.25

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.33	0.47	0.66	0.84	P/E	16.91	10.95	7.80	6.13
每股经营现金流薄)	0.90	0.44	0.96	1.05	P/B	2.42	1.86	1.50	1.21
每股净资产	2.30	2.77	3.43	4.27	EV/EBITDA	8.00	6.08	4.12	2.71

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方 新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。