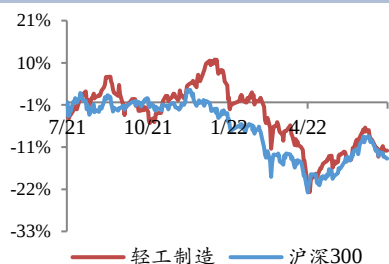


保温杯行业：景气度多维验证，具备优异成长性的消费成长赛道

行业评级：增持

报告日期：2022-07-25

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

- **保温杯是具备优异成长性的细分黑马赛道，消费属性愈发凸显。**当前，野营、骑行、徒步等户外休闲场景驱动订单高增长；从中期来看，保温杯壶的场景细分使用、时尚搭配属性，从欧美开始带动人均使用量提升。远期，发展中国家需求潜力大，据嘉益股份招股书，2017年中国人均保有量0.53，距日本人均使用量1.43仍有较大空间。
- **行业景气度有多维验证，具备较好延续性。**根据海关数据，保温杯（HS:96170090）近五年出口额CAGR达22.1%，呈现长期优异成长性。2022年1-5月累计出口金额5.78亿美元，yoy+52.6%，增速斜率在2021年基础上持续向上。从上市公司角度，哈尔斯/嘉益股份2021年收入分别同增60.1%/64.7%，据哈尔斯22H1业绩预告，归母净利润同增101%-143%，下游主打户外休闲品牌客户带动供应商业绩高增长，中游制造企业产能利用率饱满。
- **格局：中国是全球保温杯生产和出口大动脉。**供给端：出口代工为主，格局分散，区位特征明显。根据嘉益股份招股书，2018年中国不锈钢真空器皿产量占全球64.7%。根据同富股份招股书，2020年我国保温杯产量达6.53亿只，产量角度，哈尔斯、嘉益股份、同富股份和希诺股份市场份额分别为4.5%/2.5%/2.1%和0.5%，有浙江、广东两大集群，其中浙江金华为“中国口杯之都”。需求端：据嘉益股份招股书，2020年全球不锈钢保温杯市场规模约68.3亿美元，2012-2020年CAGR约14.1%，其中欧美占据主要消费市场，2018年欧洲、美国消费量分别占比27%/24%，下游品牌较为分散。
- **行业第一梯队企业出口客户优异，内销潜力大。**嘉益股份/哈尔斯2021年外销占比分别为87.2%/81.8%，核心客户对业绩驱动力显著，基于常年客户积累及规模，在客户绑定及拓展方面具备优势，近五年产能利用率分别为133.7%和99.4%，新增产能打开成长上限，国内业务持续开拓确立品牌影响力。推荐外销高增长+内销自有品牌持续发力的头部企业【哈尔斯】，建议关注客户、订单质量优异，盈利能力优于行业、扩产打开订单承接能力的【嘉益股份】。
- **风险提示**
原材料成本大幅上涨、海外贸易政策变动、汇率波动、市场竞争加剧、疫情反复等。

相关报告

- 1.6月印度培育钻进出口同比高增；
新型烟草配额制或不会形成增速上限 2022-07-18
- 2.恒达新材招股书拆解-小而美的医疗、食品用特种纸企业 2022-07-11
- 3.六面顶压机大型化趋势详细解读；

正文目录

1 保温杯行业：具备优异成长性的细分消费成长赛道.....	5
供给端：中国为全球制造中心，供给格局分散，龙头增速高于行业	7
需求端：户外休闲兴起+应用场景延伸，保温杯消费属性凸显，市场空间广阔.....	10
2 第一梯队企业具备客户、订单结构优势	14
2.1 哈尔斯：户外休闲场景驱动增长，自有品牌重整发力.....	14
2.2 嘉益股份：保温杯行业后起之秀，产能释放带动业绩高增	17
2.3 希诺股份：国内杯壶头部品牌，盈利能力行业领先	20
2.4 同富股份：专注杯壶线上销售，产品及应用场景不断延伸	23
2.5 ROE 对比与估值分析.....	26
风险提示：	27

图表目录

图表 1 不同材质杯壶对比	5
图表 2 四家公司 2021 年主营成本构成情况	5
图表 3 2014-2021 年中国不锈钢粗钢产量（万吨）	6
图表 4 中国不锈钢产量占全球比重	6
图表 5 全球不锈钢真空保温器皿市场规模（亿美元）	6
图表 6 我国 2017-2027E 保温杯产量及增速	7
图表 7 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比	7
图表 8 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比	7
图表 9 我国不锈钢保温器皿出口金额及增速	8
图表 10 2019 年至今我国不锈钢保温器皿月度出口额	8
图表 11 国内保温杯行业集中度情况（产能口径）	8
图表 12 四家企业 2021 年不锈钢保温器皿产能（万只）	8
图表 13 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册资金分布	9
图表 14 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册地分布	9
图表 15 哈尔斯、嘉益股份外销占比	9
图表 16 国内保温杯品牌矩阵	9
图表 17 四家公司保温杯历年产能利用率	10
图表 18 全球户外用品行业规模稳健增长	10
图表 19 2016 年全球户外零售产品销售额占比（%）	10
图表 20 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现	11
图表 21 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现	11
图表 22 2016-22Q1 YETI 营收及增速（亿美元）	12
图表 23 2016-2021H1 YETI 扣非归母净利润及增速	12
图表 24 保温杯壶在户外休闲场景中的运用	12
图表 25 STANLEY 多场景/多功能杯壶举例	13
图表 26 LULULEMON 运动专用保温瓶	13
图表 27 国内真空保温器皿市场规模（亿元）	13
图表 28 2018 年我国与其他国家不锈钢保温杯人均保有量	13
图表 29 公司主要产品	14
图表 30 公司历年保温杯产能、产销量	14
图表 31 公司历年营收及增速	15
图表 32 公司历年归母净利润及增速	15
图表 33 公司分产品营收占比	15
图表 34 公司分地区营收占比	15
图表 35 公司 2017 年至今各销售模块营收占比	16
图表 36 公司与多家国际知名品牌合作	16
图表 37 公司自有品牌矩阵及定位	16
图表 38 公司限制性股票激励计划解锁目标	17
图表 39 公司产品矩阵	17
图表 40 2017 年至今公司营收及增速	18
图表 41 2017 年至今公司归母净利润及增速	18

图表 42 2017 年至今各公司前五大客户销售占比	18
图表 43 公司第一大客户 PMI 历年销售占比	18
图表 44 公司主要客户情况以及合作时间	19
图表 45 公司主要客户经营各类品牌情况	19
图表 46 公司 2017-2021 年不锈钢真空器皿产能利用率	19
图表 47 公司股权激励计划对应业绩目标	20
图表 48 公司主要产品	20
图表 49 公司 19-21 年营收及增速	21
图表 50 公司 19-21 年归母净利润及增速	21
图表 51 公司分产品营收占比	21
图表 52 公司 2021 年分区域营收占比	21
图表 53 公司 19-21 年分品类毛利率	22
图表 54 各公司毛利率对比	22
图表 55 公司 2021 年分品类产能及产量	22
图表 56 公司 19-21 年分品类产能利用率	22
图表 57 公司 IPO 募投项目	22
图表 58 公司主要产品	23
图表 59 公司历年营收及增速	23
图表 60 公司历年归母净利润及增速	23
图表 61 公司主要产品营收占比	24
图表 62 公司收入按区域拆分	24
图表 63 2021 年公司境外销售渠道构成	24
图表 64 公司 19-21 年前五大客户销售情况	25
图表 65 公司不锈钢器皿产能利用率情况	25
图表 66 19-21 年公司自产与外协采购不锈钢器皿（万只）	25
图表 67 四家公司历年 ROE（平均）	26
图表 68 四家公司 2020-2021 年杜邦分析	26
图表 69 哈尔斯 21 年 8 月以来 PE-TTM	27
图表 70 嘉益股份上市以来 PE-TTM	27
图表 71 户外休闲产业链公司 PE-TTM	27

1 保温杯行业：具备优异成长性的细分消费成长赛道

不锈钢保温器皿具备保温、安全健康、耐用便携等特性。不锈钢真空保温器皿由内外双层不锈钢制造而成，利用焊接技术把内胆和外壳结合在一起，再用抽真空技术把内胆与外壳的夹层中的空气抽出以达到真空保温的效果。与传统的玻璃、陶瓷等保温容器相比，不锈钢真空保温器皿具有保温性能好、安全便携、健康卫生等特点；与塑料杯相比，不锈钢保温器皿具备安全环保、耐用等特点。

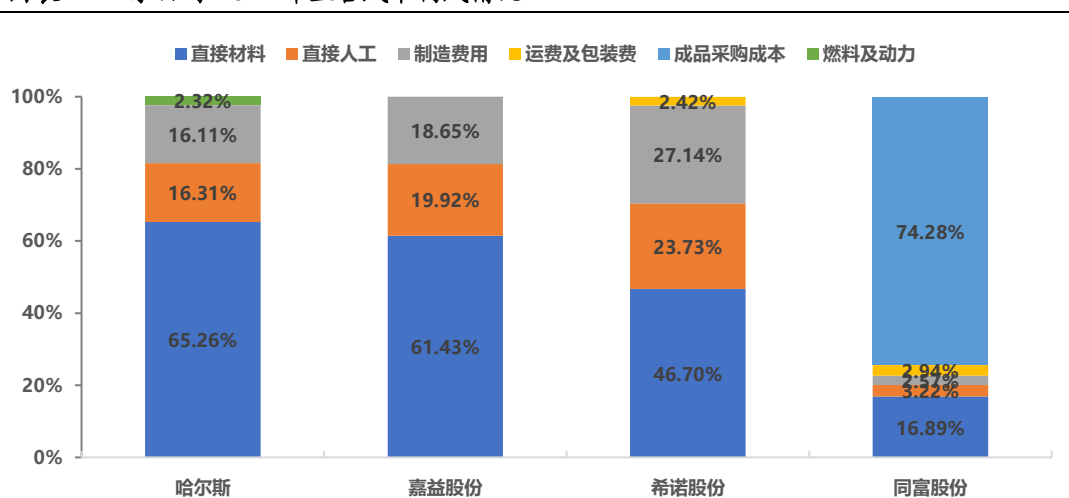
图表 1 不同材质杯壶对比

杯壶类型	细分品类	适用场景人群	使用痛点
 保温杯	不锈钢保温杯	保温需求较高，温水可得性较低的场景	即饮性较差，容易烫嘴、闷茶
	陶瓷/紫砂/银内胆保温杯		同等体积下容量较小，重量大，不利于携带
	钛保温杯	例如：长途旅行、逛街游玩、司机驾驶、商务会议、学习培训等	不适合存放酸性/碱性液体
	保温壶（含焖烧壶）		
 玻璃杯	单层玻璃杯	保温需求一般，温水可得性较好，杯具不易损坏的室内场景	玻璃材质易碎。不便于携带
	双层玻璃杯	例如：冲饮茶水、日常居家、商务办公	
 塑料杯	PC/AS/PET塑料杯	保温需求低，温水可得性较好或对温水要求较低的户外运动场景	传统塑料材质在高温下有释放双酚-A的风险
	Tritan™塑料杯	例如：日常居家、婴幼儿、户外运动	存放高温液体已损坏材质

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

不锈钢为核心原材料，行业直接材料成本占比约 50%以上。不锈钢真空保温器皿的主要原材料为 304/316 不锈钢。以哈尔斯、嘉益股份、希诺股份和同富股份为例，根据各公司公告，2021 年四家公司直接材料成本占比分别为 65.26%/61.43%、46.7%和 16.89%（同富股份以外协生产为主，外购成品的成本占比较高）。

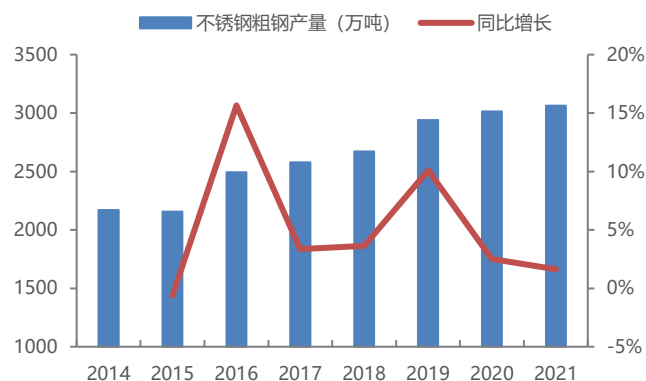
图表 2 四家公司 2021 年主营成本构成情况



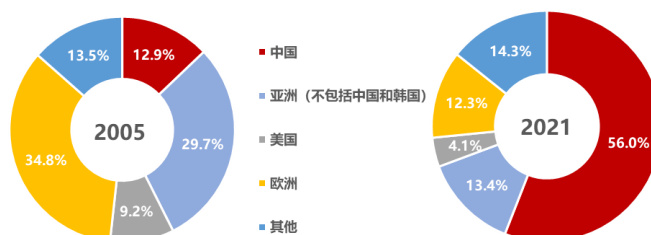
资料来源：公司公告，华安证券研究所

我国不锈钢产量全球第一，原材料供给充足。不锈钢真空保温器皿的主要原材料为 304/316 不锈钢，我国是全球最大的不锈钢生产国，我国不锈钢产量占全球比重由 2005 年的 12.9% 提升至 2021 年的 56%。2021 年我国不锈钢粗钢产量 3063.2 万吨，同比+1.64%，2014-2021 年不锈钢粗钢产量 CAGR 为 5.1%。领先的不锈钢产量为保温杯壶的生产提供充足原材料。

图表 3 2014-2021 年中国不锈钢粗钢产量（万吨）



图表 4 中国不锈钢产量占全球比重

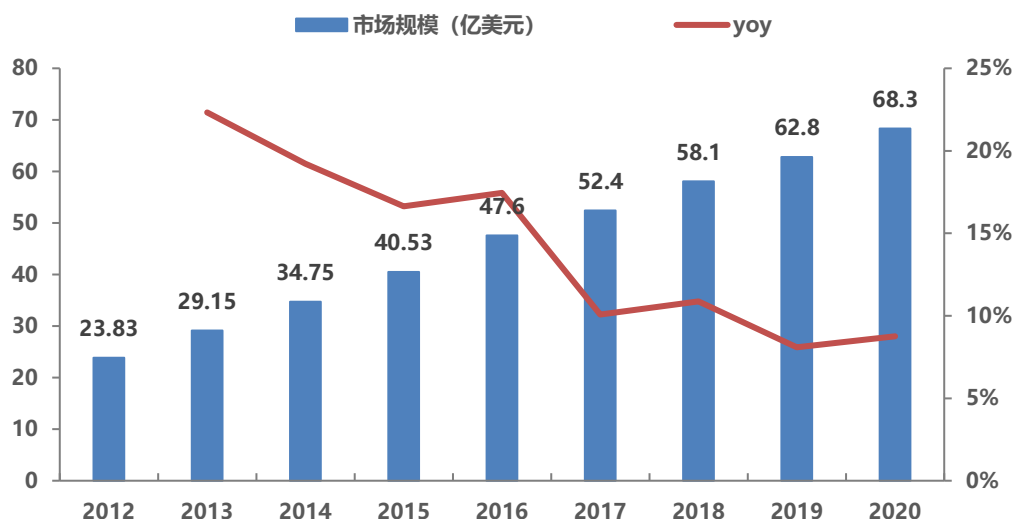


资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，华安证券研究所

资料来源：世界不锈钢协会，华安证券研究所

全球保温杯市场增长强劲，2012-2020 年 CAGR 为 14.1%。受益于户外休闲活动爆发、生活及消费习惯改变等因素，不锈钢保温器皿应用范围更加广泛，需求不断提升。根据中国日用杂品工业协会杯壶分会，2020 年全球不锈钢保温杯市场规模约为 68.3 亿美元，同比增长 8.8%。12-20 年保温杯市场规模 CAGR 为 14.1%。

图表 5 全球不锈钢真空保温器皿市场规模（亿美元）

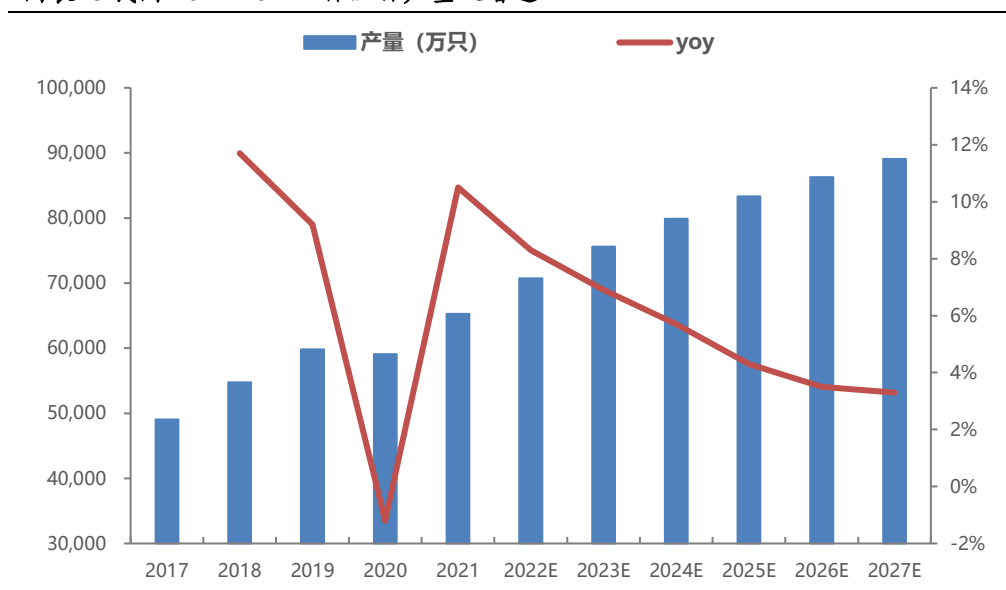


资料来源：中国日用杂品工业协会杯壶分会，华安证券研究所

供给端：中国为全球制造中心，供给格局分散，龙头增速高于行业

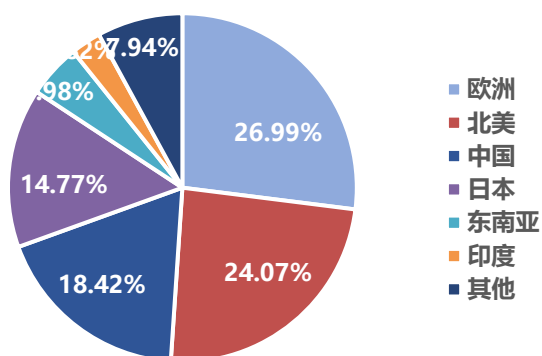
全球保温杯器皿产能集中于中国，贡献超 60% 产量。根据嘉益股份招股书，2018 年全球不锈钢保温杯主要消费市场集中在欧美、中国、日本地区，其中欧洲地区消费占比最高，为 26.99%。中国市场消费量占比为 18.42%。但却提供了全球 65% 的不锈钢保温杯产量。根据同富股份招股书，2021 年我国保温杯产量达到 6.53 亿只，同增 10.5%，2017-2021 年产量 CAGR 为 10%，预计到 2027 年，我国保温杯年产量将达到 8.91 亿只。

图表 6 我国 2017-2027E 保温杯产量及增速



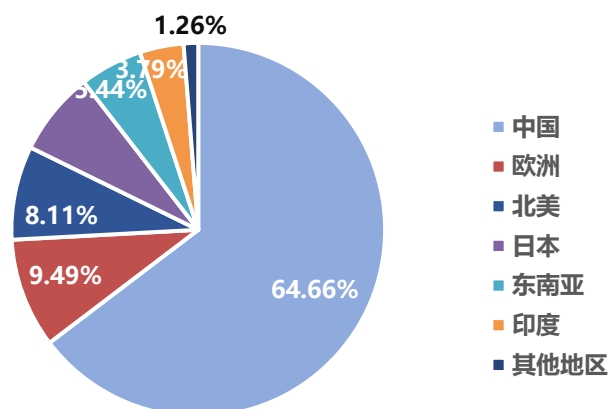
资料来源：宇博智业，同富股份招股书，华安证券研究所

图表 7 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比



资料来源：嘉益股份招股说明书，华安证券研究所

图表 8 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比

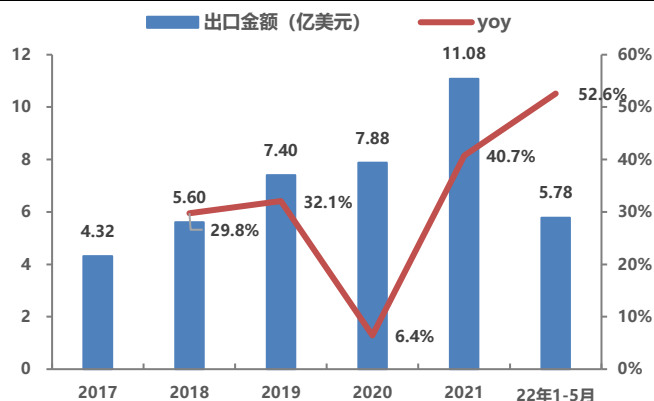


资料来源：嘉益股份招股说明书，华安证券研究所

我国不锈钢真空保温器皿近 5 年出口量 CAGR 为 22.1%；出口金额 CAGR 为 26.6%。根据海关总署，我国金属真空保温器皿 2021 年出口量 10.71 万吨，同比 +29.66%；出口金额 11.08 亿元，同比 +40.72%；17-21 年出口金额 CAGR 为 26.6%，

2022 年 1-5 月累计出口金额 5.78 亿美元，同比+52.6%，出口高景气度延续。

图表 9 我国不锈钢保温器皿出口金额及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所；注：HS 为 96170090

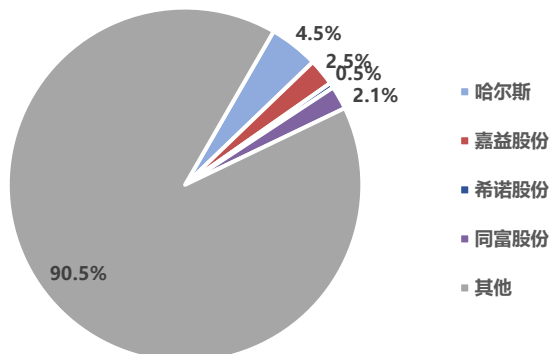
图表 10 2019 年至今我国不锈钢保温器皿月度出口额



资料来源：海关总署，华安证券研究所；注：HS 为 96170090

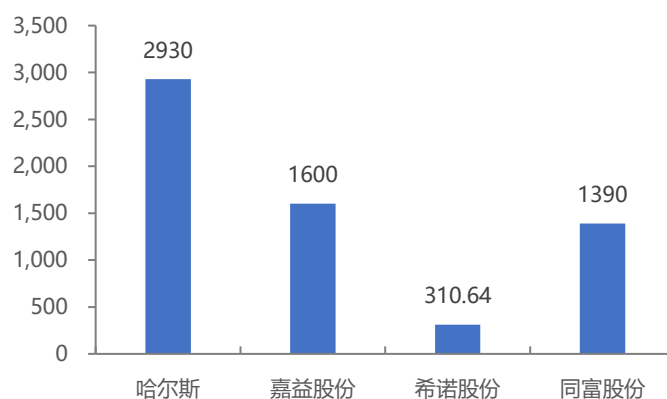
国内保温杯行业集中度较低，哈尔斯为最大的保温杯生产商。我国保温杯行业集中度较低，以 2021 年全国总产量 65292 万只来计算，哈尔斯、嘉益股份、同富股份和希诺股份市占率分别为 4.5%/2.5%/2.1%和 0.5%。其中哈尔斯为国内最大的保温杯生产商，截至 2021 年公司保温杯产能合计 2930 万只。

图表 11 国内保温杯行业集中度情况（产能口径）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所；

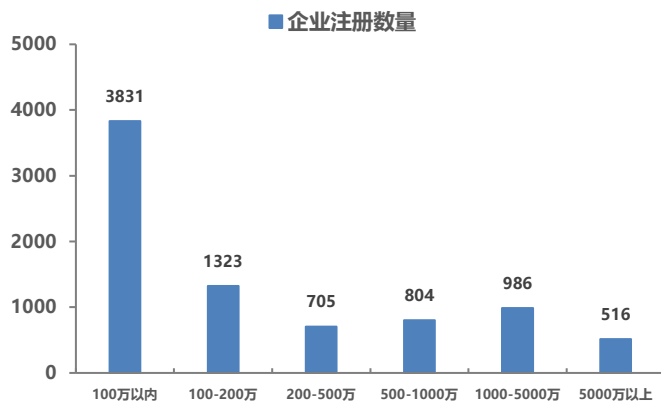
图表 12 四家企业 2021 年不锈钢保温器皿产能（万只）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所；

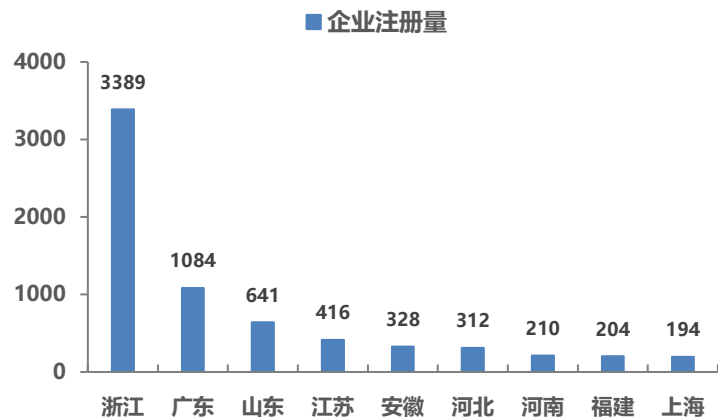
国内不锈钢保温杯以中小企业为主，形成浙江、广东两大产业集群。根据企查查，截至 2022 年 6 月，我国保温杯行业相关企业注册资金在 100 万以内的有 3831 家，占比 46.92%，我国保温杯行业以中小企业为主。从地区分布来看，截至 2022 年 6 月，我国保温杯行业相关企业注册地集中于浙江和广东两地，注册企业数量分别为 3389 家和 1084 家，根据哈尔斯投资者交流会资料，全国有 80%保温杯产自浙江永康。

图表 13 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册资金分布



资料来源：企查查，华安证券研究所；

图表 14 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册地分布

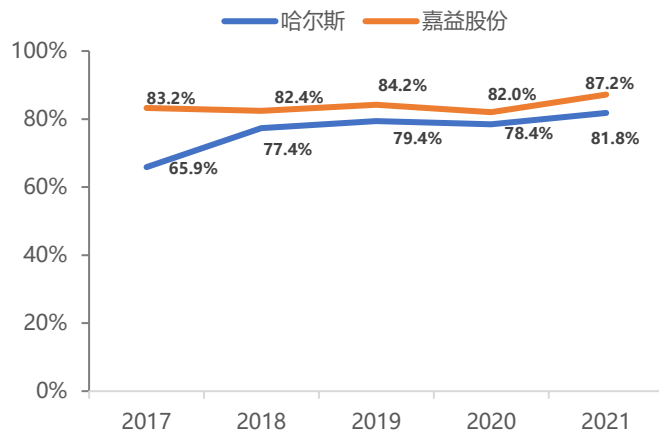


资料来源：企查查，华安证券研究所；

国内保温杯企业以 ODM/OEM 代工为主，品牌力建设稳步推进。我国保温杯企业以外销为主，即为国际知名品牌做 OEM/ODM 代工。以嘉益股份和哈尔斯为例，二者均为国内领先的保温杯制造企业，历年外销占比超 70%，其中嘉益股份 2021 年外销占比 87.2%，哈尔斯外销占比 81.8%。

我国保温杯按价格来分主要有三类：高端保温杯品牌以进口产品为主，包括膳魔师、虎牌、象印等；近年来国内保温杯品牌如哈尔斯、希诺、富光等快速崛起，产品定位中高端，品牌影响力及消费群体扩张较快；中低端品牌则以区域性中小企业为主，产品同质化高、竞争激烈。

图表 15 哈尔斯、嘉益股份外销占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所；

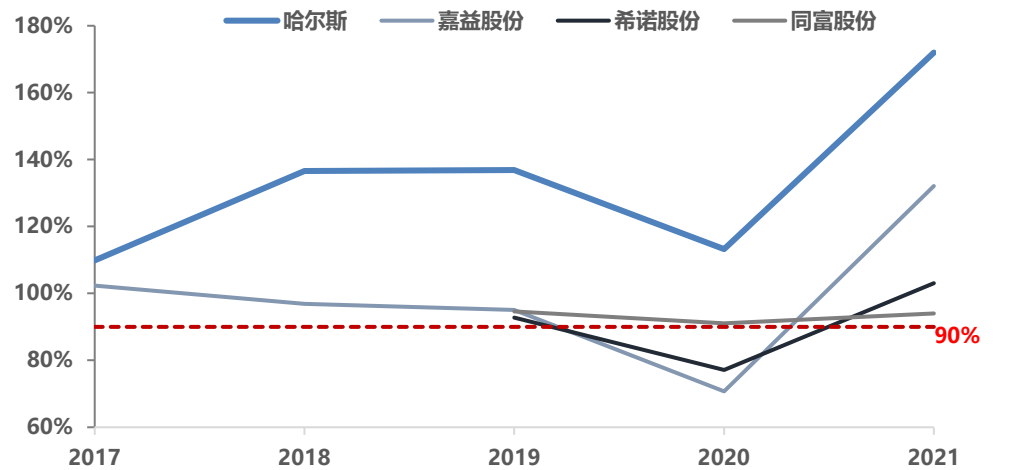
图表 16 国内保温杯品牌矩阵



资料来源：智研咨询，华安证券研究所；

规模企业产销旺盛，产能利用率饱和。我们以哈尔斯、嘉益股份、希诺股份和同富股份为例，根据各公司公告，哈尔斯、嘉益股份近 5 年保温杯平均产能利用率为 133.7%和 99.4%；希诺股份和同富股份近 3 年来保温杯平均产能利用率为 91.0%和 93.2%。规模保温杯企业产销持续旺盛，产能利用率饱和。

图表 17 四家公司保温杯历年产能利用率



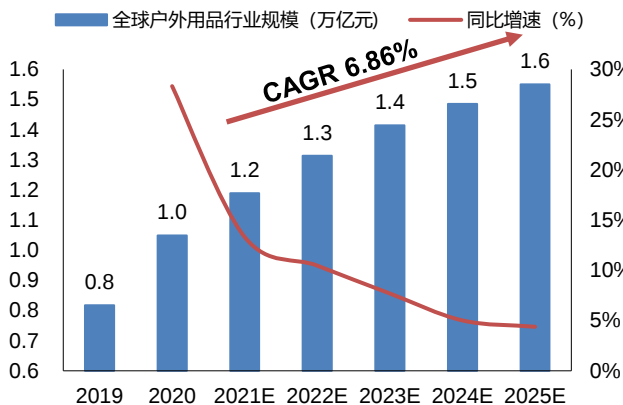
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

需求端：户外休闲兴起+应用场景延伸，保温杯消费属性凸显，市场空间广阔

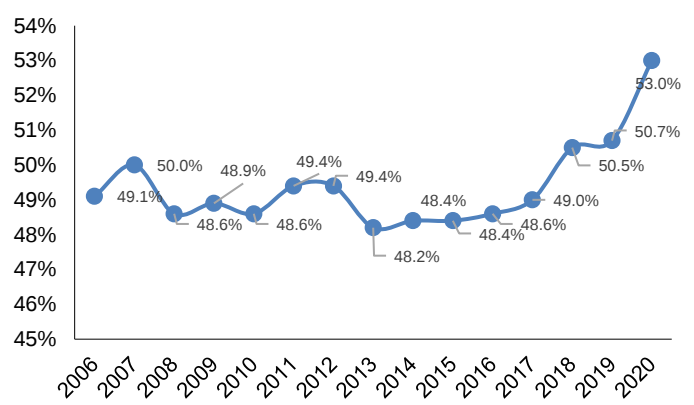
随人民生活水平提升和生活习惯的改变，人们已不满足不锈钢真空保温器皿单一的保温、保险、便携等功能，而在审美、智能、节能环保等方面有更多追求，因此不锈钢保温杯未来发展仍具备充沛动能，具体来看：

(1) 全球户外休闲活动兴起，保温杯壶类产品以外观及功能性带来的消费属性，受益于短途出行、户外运动增加而订单放量。全球疫情反复下，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐。根据华经产业研究院，全球户外用品行业规模稳健增长，2020 年全球户外用品行业营收规模近 1.05 亿元，同比+28.3%，预计 2021-2025E 的 CAGR 达到 6.86%。根据美国户外运动协会数据，2020 年美国户外运动参与率同比增长 2.3pct 至 53%。

图表 18 全球户外用品行业规模稳健增长



图表 19 2016 年全球户外零售产品销售额占比 (%)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所；注：依照 1 美元 =6.5594 人民币的汇率进行换算

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）等产品内外销增长显著。通过复盘包括哈尔斯、嘉益股份在内的 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，公司业绩都迎来高速增长，且趋势延续至今。

图表 20 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

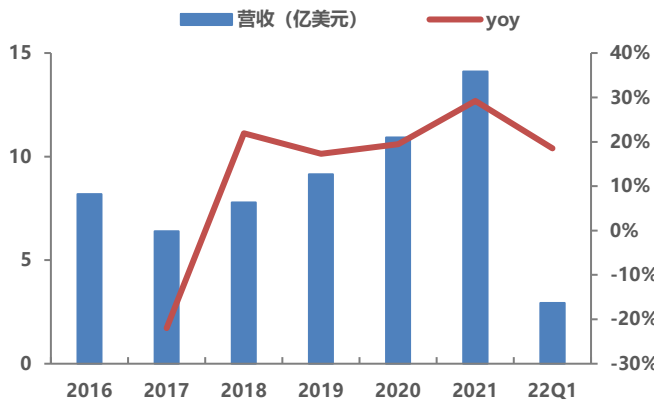
图表 21 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现

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

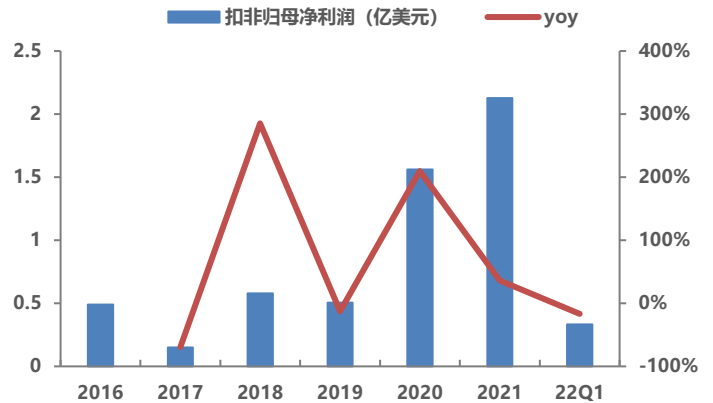
保温杯下游大客户高成长性验证高景气度。以美国户外用品 YETI 为例，YETI 为哈尔斯核心客户之一，是一家全球性的设计、零售商，也是创新耐用户外产品的经销商。从保冷杯和饮料到箱包和服装，充分满足不同户外活动的不同需求。近年来公司业绩增长迅猛，根据公司公告，公司 2021 年营收 14.11 亿美元，同比+29.2%，22Q1 营收 2.94 亿美元，同比+18.5%。公司近五年营收 CAGR 达到 11.49%；2021 年扣非归母净利润 2.13 亿美元，同比+36.3%，近五年 CAGR 高达 34.11%。

图表 22 2016-22Q1 YETI 营收及增速 (亿美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 23 2016-2021H1 YETI 扣非归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 24 保温杯壶在户外休闲场景中的运用



资料来源: YETI 官网, 华安证券研究所

(2) 时尚、智能化设计, 保温杯快消属性日益凸显, 应用场景不断延伸。随着消费者消费水平及消费理念的不断提高, 保温杯在原有保温性能好、安全便携、健康卫生等特点基础上, 被逐步赋予了外观时尚、功能丰富、科技智能、节能环保等特色, 从基本的饮水器具发展成为适用不同生活场景、展现消费者个性化需求、满足健康品质、时尚潮流等健康生活器具, 从设计上日趋多样化、人性化、智能化, 外型和款式设计日趋时尚和精美。当前, 欧美等发达国家保温器皿在一定程度上已具备快消品特征, 产品消费更换频率高, 且需求不断精细化, 出现例如车载、户外骑行、都市商务等多场景应用。

图表 25 Stanley 多场景/多功能杯壶举例



资料来源：Stanley 官网，华安证券研究所

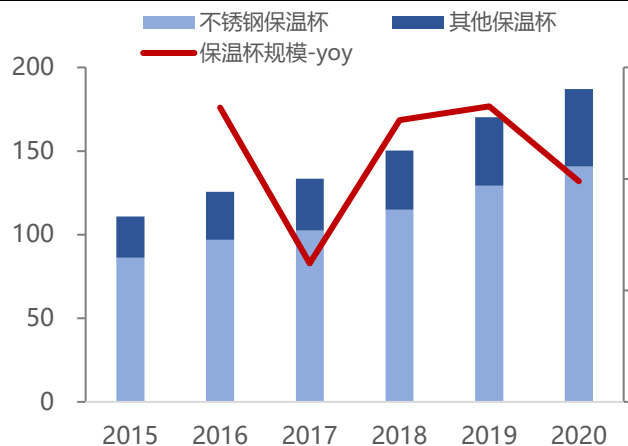
图表 26 Lululemon 运动专用保温瓶



资料来源：Lululemon 官网，华安证券研究所

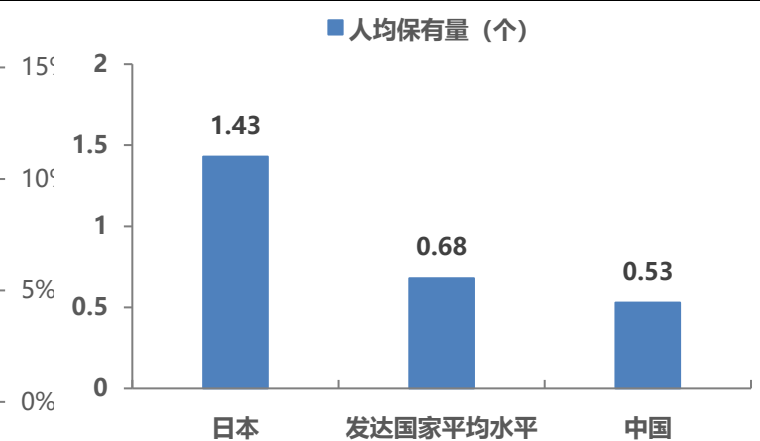
(3) 中国在内的发展中国家保温杯渗透率仍有较大提升空间，近年国内保温杯需求增速高于全球。根据智研咨询的统计，我国 2020 年保温杯市场规模达到 186.97 亿元，同比+9.9%，其中不锈钢材质的保温器皿 2020 年市场规模为 140.8 亿元，占比 75.3%。2017-2020 年中国保温杯行业营收 CAGR 为 11.9%；与此同时，国内保温杯保有量较低，未来成长空间较大。根据中商研究院数据，2018 年我国不锈钢保温器皿人均保有量仅为 0.53 个，低于发达国家平均水平 0.68 个，远不及日本的平均水平（1.43 个），故随着人均消费能力提升与消费升级趋势，我国保温杯行业未来发展空间及增速将领先于发达国家。

图表 27 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 28 2018 年我国与其他国家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

2 第一梯队企业具备客户、订单结构优势

2.1 哈尔斯：户外休闲场景驱动增长，自有品牌重整发力

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，2021 年保温杯产能 2930 万只，产量 5039.32 万只，产能利用率高达 172%。

图表 29 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 30 公司历年保温杯产能、产销量

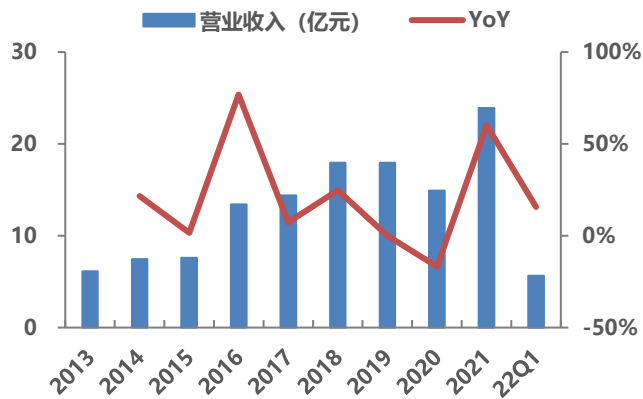
产能及产销量 (万只)	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1
产能 (万只)	2930	2930	2930	2930	2930	2930
产量	3219.21	4001.76	4011	3319	5039.32	1188.07
产能利用率	109.9%	136.6%	136.9%	113.3%	172.0%	162.2%
销量	3272.53	3957.25	4001.75	3906.83	6511.98	1446.48
产销率	102%	99%	100%	118%	129%	122%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

营收增长稳健，净利润 21 年反弹强劲创新高。公司历年营收增长稳健，2021 年实现营收 23.89 亿元，同比+60.1%，13-21 年营收 CAGR 为 18.51%；公司归母净利润 13-21 年 CAGR 为 11.08%，2020 年受疫情及海运不畅影响，公司净利润下滑；2021 年海外大客户业绩高增+内销着重发力，公司内外销双轮驱动增长强劲，实现净利润 1.36 亿元，同比+578.7%，达历史新高。

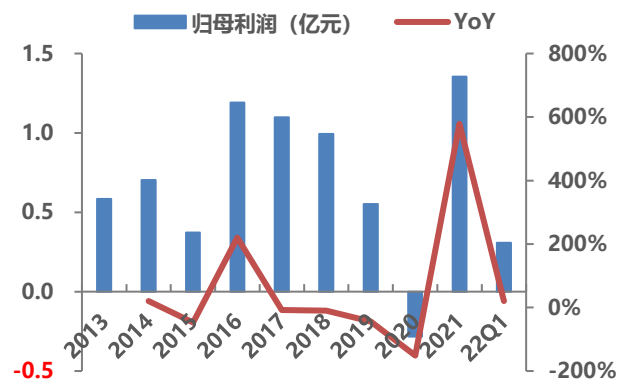


图表 31 公司历年营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

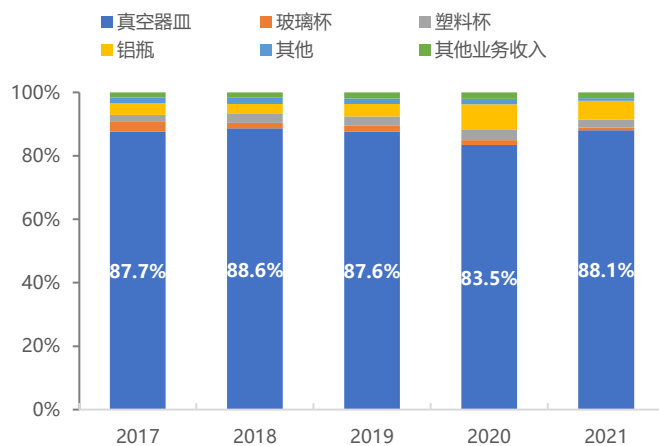
图表 32 公司历年归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

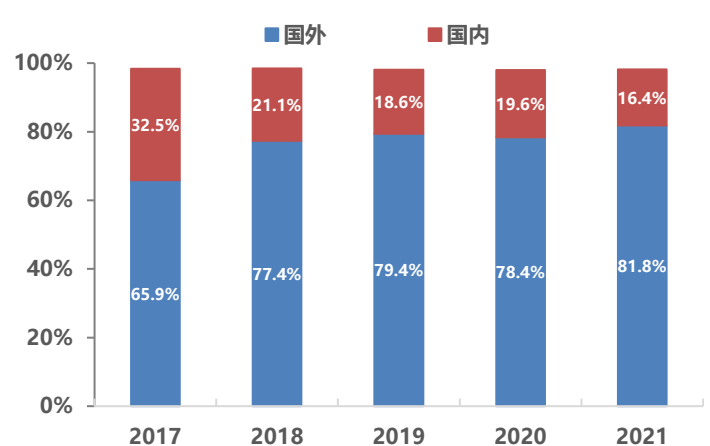
不锈钢保温器皿为公司核心业务，外销占比超 80%。从产品来看，公司不锈钢真空保温器皿为核心业务，2021 年营收占比高达 88.1%；从销售区域来看，公司以外销为主，外销占比由 2017 年的 65.9%提升至 2021 年的 81.8%；2021 年起公司着重发力内销，未来内销占比有望提升。

图表 33 公司分产品营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

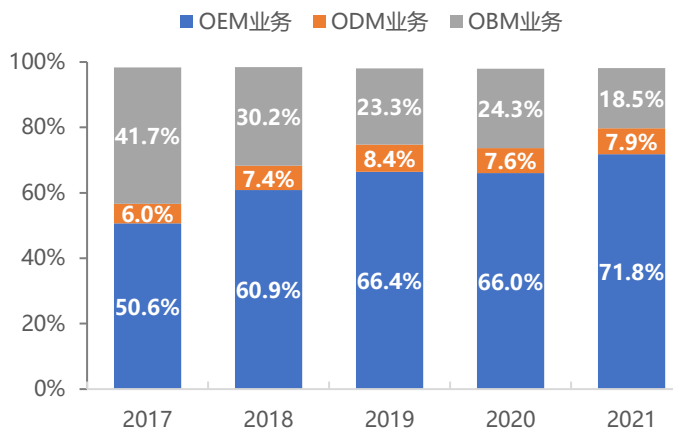
图表 34 公司分地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

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 35 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 36 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 37 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
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

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 38 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

2.2 嘉益股份: 保温杯行业后起之秀, 产能释放带动业绩高增

公司是国内知名不锈钢杯壶制造商之一。公司成立于 2004 年, 主营业务为各种不同材质的饮品、食品容器的研发设计、生产与销售, 主要产品包括不锈钢真空保温器皿(保温杯、保温瓶、焖烧罐、保温壶、智能杯等)、不锈钢器皿、塑料器皿(PP、AS、Tritan 等材质)、玻璃器皿以及其他新材料的日用饮品、食品容器。经过多年发展, 公司现已成为行业内较有影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商, 与国内同行业公司相比具有品质精良、自动化程度较高、研发设计能力强、产品丰富等特点。

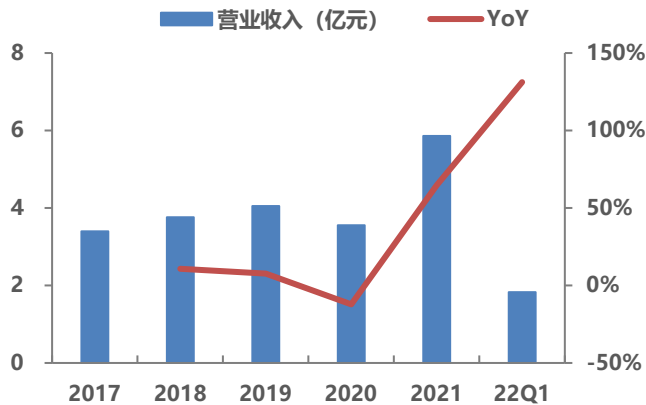
图表 39 公司产品矩阵

产品类别	产品特性	产品用途	图例
不锈钢真空保温器皿	保温性能好、安全便携、节能环保、外观时尚、功能丰富	保温杯、保温瓶、焖烧罐、保温壶、智能杯等	
非真空器皿			
不锈钢器皿	耐用、不易碎、耐磨损、美观大方	汽车杯、不锈钢杯	
塑料器皿	轻便易携带、不易摔碎	塑料杯	
玻璃器皿	美观、透明度高、耐磨损、不易变色褪色	玻璃杯	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

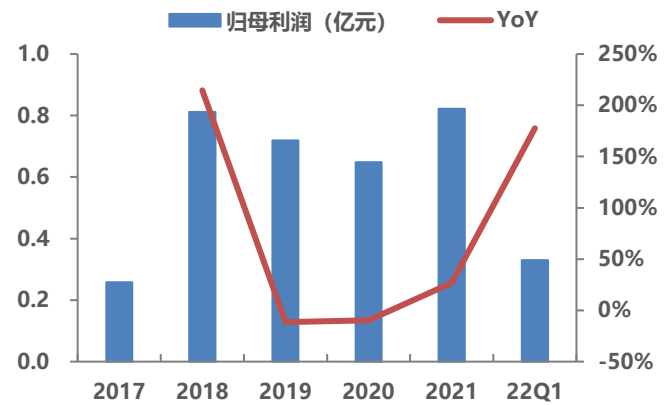
公司近 4 年净利润 CAGR 高达 33.65%, 营收 CAGR 为 14.6%。公司业绩增速亮眼, 2017-2021 年间公司营收 CAGR 为 14.6%, 其中 2020 年受疫情影响营收小幅下滑, 但 2021 年公司营收反弹强劲, 实现 5.86 亿元达到历史新高, 同比增长 64.7%; 归母净利润方面, 公司 2017-2021 年间归母净利润 CAGR 高达 33.65%, 净利润复合增速远高于营收, 体现出公司的高盈利能力, 2021 年公司实现归母净利润 0.82 亿元, 同比+26.7%, 22Q1 公司业绩高成长性延续, 净利润同比+178%至 0.33 亿元。

图表 40 2017 年至今公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

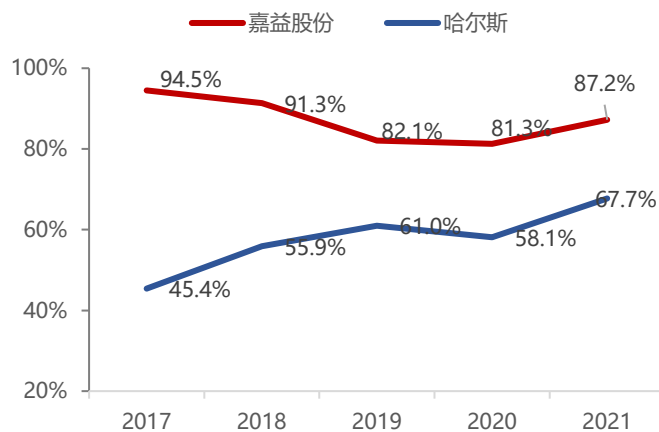
图表 41 2017 年至今公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

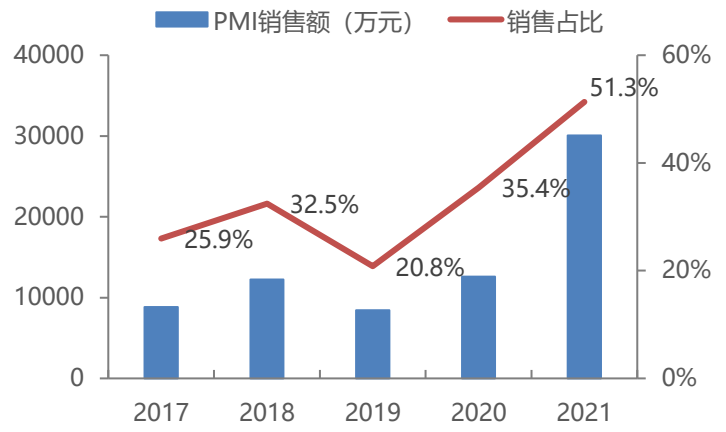
公司坚持大客户战略, 2021 年前五大客户销售占比 87.2%, 第一大客户销售占比超 50%。公司实施大客户战略, 将有限产能和资源优先配置给优质客户和优质订单, 能够快速响应客户需求, 确保产品质量和服务水平。与可比公司相比, 公司前五大客户集中度高, 2021 年公司前五大客户销售占比 87.2%, 第一大客户 (PMI) 2021 年销售额超 3 亿元, 同比+138.8%, 销售占比高达 51.3%。

图表 42 2017 年至今各公司前五大客户销售占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 43 公司第一大客户 PMI 历年销售占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

绑定具备高成长性的国际品牌, 不断优化客户结构。公司下游客户主要为国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商, 其主要销售产品包括 S'well、Takeya、星巴克、aladdin 以及 STANLEY 等在内的全球知名保温容器, 具有较强的品牌影响力和较高的市场认可度, 在国际高端不锈钢真空保温器皿市场中处于领先地位。公司近年来一直与上述国际知名品牌保持了良好稳定的合作关系, 形成良好的口碑。随着主要客户的品牌竞争力不断增强, 市场份额不断提升, 公司与主要客户的合作进一步加深, 产品种类不断丰富, 持续性与稳定性不断增强。

图表 44 公司主要客户情况以及合作时间

客户名称	成立日期	销售规模	与发行人合作历史	发行人在其采购体系中所处地位
PMI	1983年	2019年销售额超3亿美元	10年	主要供应商
奔迈国际	2003年			
ETS	1985年	2019年销售额超1.2亿美元	16年	主要供应商
S'well公司	2010年	2019年销售额超3,000万美元	7年	第一大供应商
Takcya	1961年	2019年销售额超6,000万美元	5年	主要供应商
Jordanc	2016年	2018年销售额400万美元左右	3年	第一大供应商

资料来源：公司公告，华安证券研究所

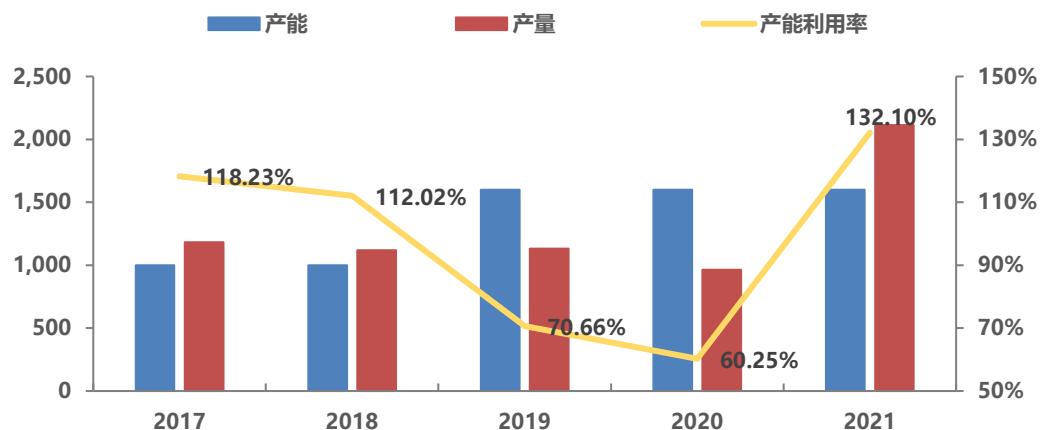
图表 45 公司主要客户经营各类品牌情况

客户名称	主要经营品牌	2019年度该品牌在产品体系中的比例	品牌影响力	是否为客户主打品牌
S'well公司	S'well	约80%	美国时尚品牌	是
	S'ip	约20%	美国时尚品牌	是
PMI	aladdin	约20%	美国著名品牌	是
	STANLEY	约40%	美国著名品牌	是
	Starbucks	约40%	美国著名品牌	是
Takeya	Takeya/Thermoflask	约100%	日本著名品牌	是
ETS	H2go	约100%	美国礼赠中高端市场的知名品牌	是
Jordanc	Hydroccll	约100%	英国新兴品牌	是

资料来源：公司公告，华安证券研究所

供需格局优异，公司不锈钢保温器皿历年产能利用率接近饱和。基于公司柔性化、快速交付等生产优势，以及优质稳定的客户资源，公司历年产能利用率接近饱和，除 2020 年受疫情影响产量下滑外，2017-2021 年公司不锈钢真空保温器皿平均产能利用率 98.65%。

图表 46 公司 2017-2021 年不锈钢真空器皿产能利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：2021 年公司未单独披露不锈钢真空保温器皿生产量，以金属制品业产量代替，产能利用率较实际值偏高

募投项目稳步推进，未来产能逐渐释放带来确定性业绩增长。截至 2021 年，公司拥有 1600 万只不锈钢真空保温器皿产能，产能利用率超 130%，产能存在明显缺口。公司 IPO 募投项目“年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设项目”旨在引进先进的自动化生产设备，解决公司由于场地不足导致产能受限问题，当前项目正在稳步推进中，根据公司公告与公开交流信息，第一批产能预计将于 22 年下半年投产，扩产后每年将增加 1000 万只不锈钢真空保温杯的产量，提升公司规模效益，在巩固现有客户的基础上扩大新的客户群体，增强公司整体竞争力。

发布股权激励计划，彰显未来发展信心。公司近期出台了股权激励计划，此次业绩目标为以 2021 年为基准，2022-2024 年营业收入增长率分别不低于 60%、90%、120%，或 2022-2024 年归母净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%。即公司 2022-2024 年营收分别不低于 9.37/11.13/12.88 亿元，或归母净利润分别不低于

1.23/1.4/1.56 万元，此次股权激励计划也充分彰显公司未来发展信心。

图表 47 公司股权激励计划对应业绩目标

	2021年	2022年	2023年	2024年
营收 (亿元)	5.86	9.37	11.13	12.88
以21年为基数		60.0%	90.0%	120.0%
yoy		60.0%	18.8%	15.8%
归母净利润 (亿元)	0.82	1.23	1.40	1.56
以21年为基数		50.0%	70.0%	90.0%
yoy		50.0%	13.3%	11.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 希诺股份：国内杯壶头部品牌，盈利能力行业领先

公司是国内杯壶头部品牌。公司自成立以来，专注自主品牌杯壶产品的研发、设计、生产及销售，产品的优秀品质和时尚外观得到消费者的广泛认可，品牌知名度不断提升，“希诺/HEENOR”品牌在中国高端杯壶领域具有了较强影响力：在天猫和京东商城杯壶品类中，公司品牌排名及产品销售额均位居前列。公司产品系列齐全，涵盖玻璃杯、不锈钢真空保温杯、钛真空保温杯、塑料杯及保温水壶等产品，广泛应用于家居、办公、礼品等领域。

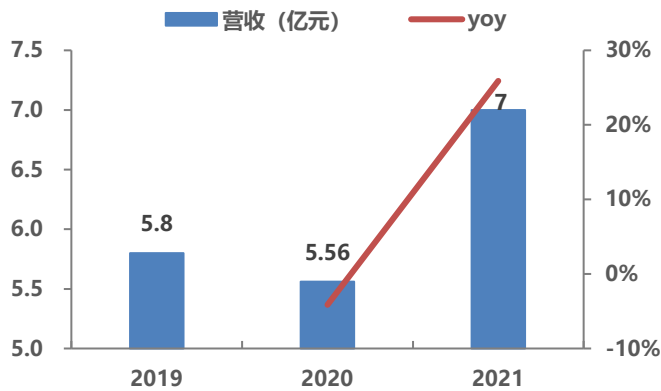
图表 48 公司主要产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

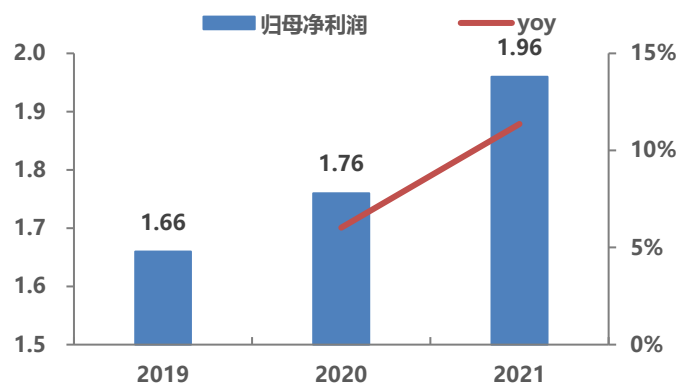
公司近 3 年营收、净利润 CAGR 分别为 9.9%、8.7%。公司近 3 年来业绩增长稳健，营收、归母净利润 CAGR 分别为 9.9%/8.7%。其中 2020 年线下销售受疫情影响，营收略有下滑。

图表 49 公司 19-21 年营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

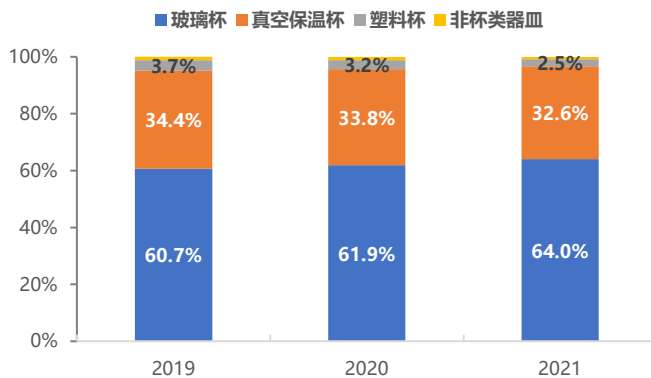
图表 50 公司 19-21 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

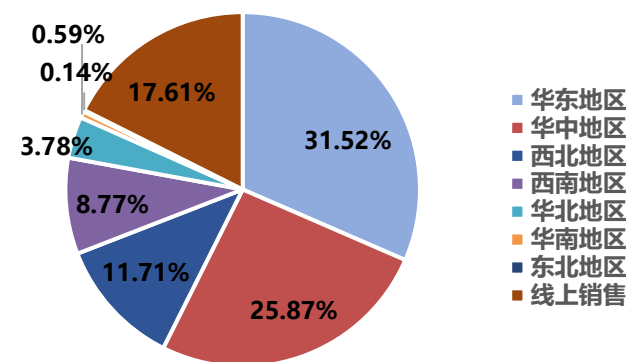
公司产品以玻璃杯、保温杯为主，产品全部内销，华东、华北为重点市场。公司产品以玻璃杯和真空保温杯为主，2021 年二者合计占比高达 96.6%；从销售区域来看，公司产品全部内销，其中华东和华中为重点市场，2021 年华东和华中地区营收占比分别为 31.52%和 25.87%，二者合计份额超 50%。此外，公司线上销售增长稳健，19-21 年线上销售 CAGR 为 10.4%，2021 年线上销售占比 17.61%。

图表 51 公司分产品营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

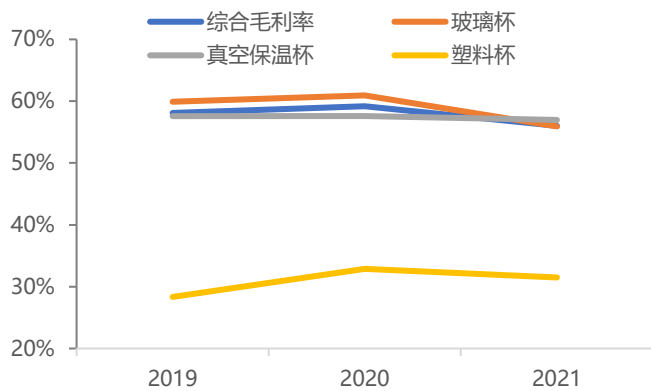
图表 52 公司 2021 年分区域营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

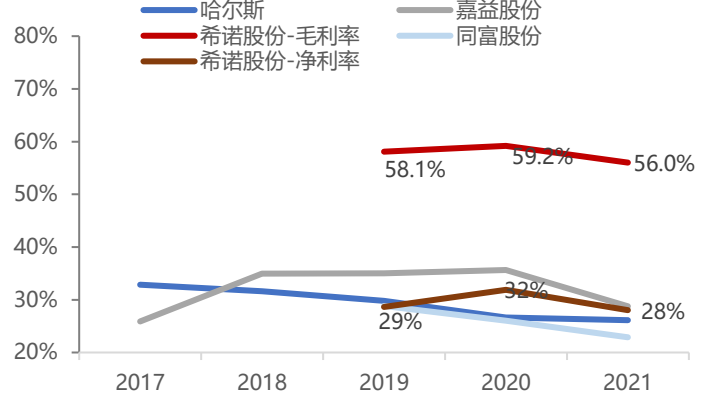
专注自主品牌建设，毛利率领先行业。公司 19-21 年平均毛利率为 57.77%，高于可比公司平均值，净利率分别为 29%/32%/28%。主因公司专注自主品牌建设，而可比公司自主品牌占比较低。公司高毛利主要为品牌溢价的体现。

图表 53 公司 19-21 年分品类毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

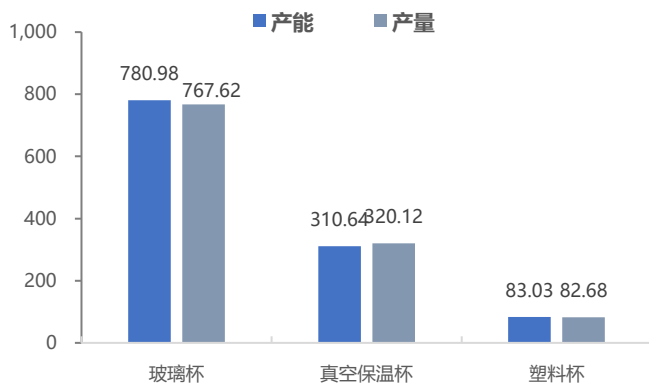
图表 54 各公司毛利率对比



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

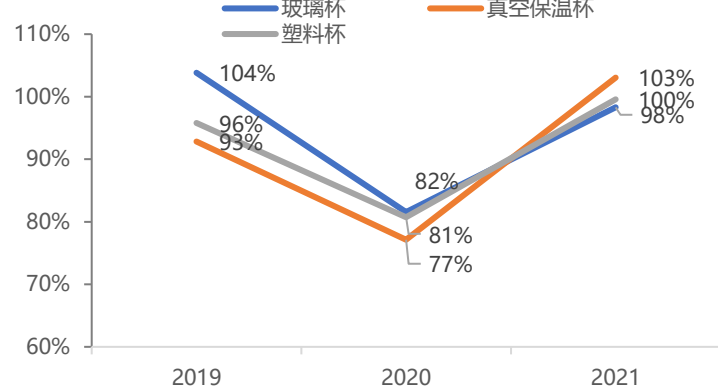
募投项目有望突破产能瓶颈，提升规模效益。公司 19-21 年玻璃杯、真空保温杯、塑料杯的平均产能利用率分别为 94.6%/91%/92%，产能利用率接近饱和。公司 IPO 募投项目分别为“那美二期项目”和“智能化车间技术改造项目”，预计建成后将新增单层玻璃杯 100 万只、双层玻璃杯 350 万只，以及不锈钢真空保温杯 150 万只，将有效提升公司规模效益，突破产能瓶颈。

图表 55 公司 2021 年分品类产能及产量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 56 公司 19-21 年分品类产能利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 57 公司 IPO 募投项目

募投项目	产品	新增产能（万只）	投资额	建设周期
那美二期项目	单层玻璃杯	100	2.88亿元	36个月
	双层玻璃杯	350		
	不锈钢保温杯	150		
智能化车间技术改造	玻璃杯	改造产线，不新增	2.3亿元	24个月
	不锈钢保温杯			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 同富股份：专注杯壶线上销售，产品及应用场景不断延伸

专注杯壶线上销售，产品及应用场景不断延伸。公司产品主要为不锈钢器皿、塑料器皿、玻璃器皿、户外产品和小家电等，涵盖不锈钢保温杯、保温壶、保温瓶、保温罐；不锈钢杯、塑料杯、玻璃杯、防水包、车缝包、电水壶和咖啡壶等多种类型产品，广泛应用于家居、办公、户外、旅行、餐饮、礼品等众多领域以及消费人群。

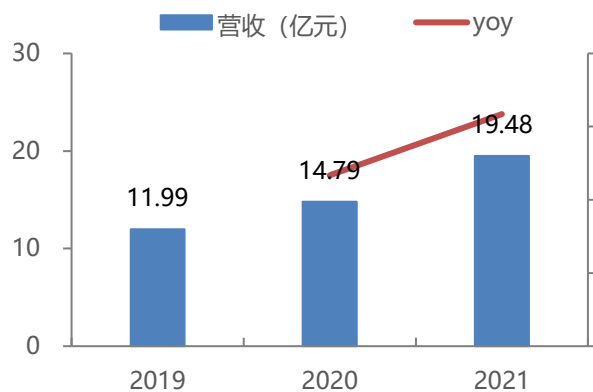
图表 58 公司主要产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

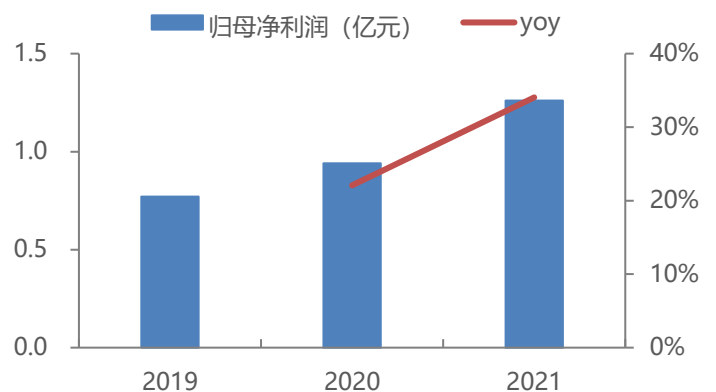
受益于保温杯需求高景气+跨境电商兴起，公司 19-21 年营收、净利润 CAGR 分别为 27.5%/27.9%。公司 2021 年实现营收 19.48 亿元，同比+31.7%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比+34%。受益于全球保温杯需求高景气+近年来跨境电商兴起，公司 19-21 年营收及净利润 CAGR 高达 27.5%、27.9%。

图表 59 公司历年营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

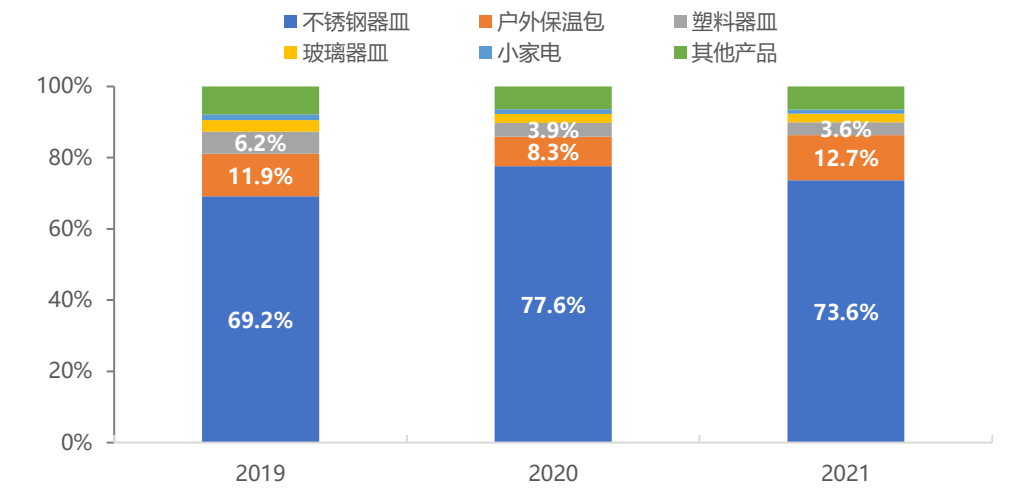
图表 60 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司产品矩阵丰富，不锈钢器皿为核心产品。公司产品矩阵丰富，包括不锈钢器皿、户外保温包、塑料及玻璃器皿、小家电等，其中不锈钢器皿为公司核心产品，2021 年实现营收 14.13 亿元，占比 73.6%。第二大品类为户外保温包，21 年营收 2.44 亿元，占比 12.7%。

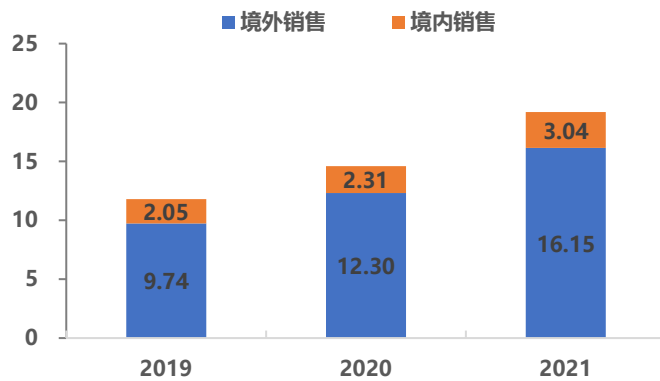
图表 61 公司主要产品营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

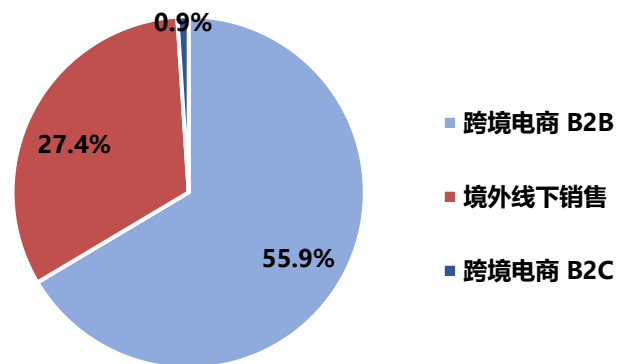
公司主要通过跨境电商渠道进行销售，外销占比高达 84%。在销售渠道上公司与互联网深度融合，抓住线上消费快速增长机遇期，通通过阿里巴巴国际站、亚马逊等电商平台向地处北美、欧洲、亚太、南美等全球近 80 个国家或地区进行销售。电商平台逐渐成为公司主要的获客来源，收入占比已达到 60%左右，市场占有率和影响力也逐渐提高。

图表 62 公司收入按区域拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 63 2021 年公司境外销售渠道构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

客户资源稳定优质，前五名客户销售占比接近 50%。公司在保温器皿行业积累多年，凭借先进的生产技术、稳定的产品质量已成功进入众多知名品牌商的供应商体系并建立起长期稳定的合作关系，主要客户包括 Brumate、Corporate、Real Value、Takeya、沃尔玛、星巴克等国际知名品牌商及大型商超。

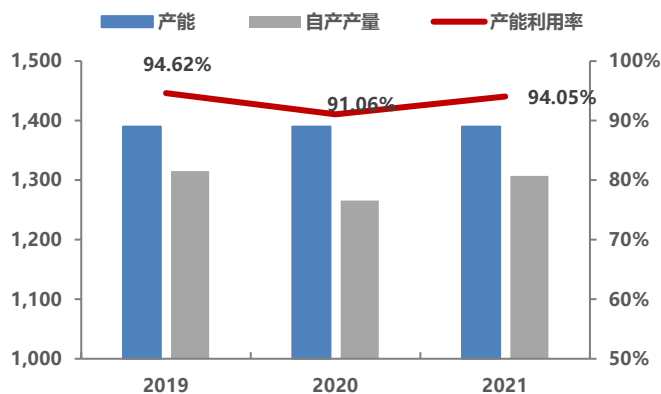
图表 64 公司 19-21 年前五大客户销售情况

2021	客户名称	销售金额 (万元)	占当期销售额比例
1	Corporate	27,567.52	14.15%
2	Brumate	25,849.08	13.27%
3	Real Value	22,076.41	11.33%
4	Takeya	10,835.26	5.56%
5	Karaka LLC	7,433.98	3.82%
合计		93,762.25	48.12%
2020	客户名称	销售金额 (万元)	占当期销售额比例
1	Brumate	21,759.16	14.71%
2	Real Value	18,374.58	12.43%
3	Corporate	16,925.61	11.45%
4	Takeya	12,591.96	8.51%
5	Karaka LLC	5,870.45	3.97%
合计		75,521.76	51.07%
2019	客户名称	销售金额 (万元)	占当期销售额比例
1	Corporate	18,186.80	15.17%
2	Takeya	15,209.49	12.69%
3	Real Value	10,961.38	9.14%
4	Brumate	8,258.28	6.89%
5	Lifetime	3,843.14	3.21%
合计		56,459.09	47.09%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

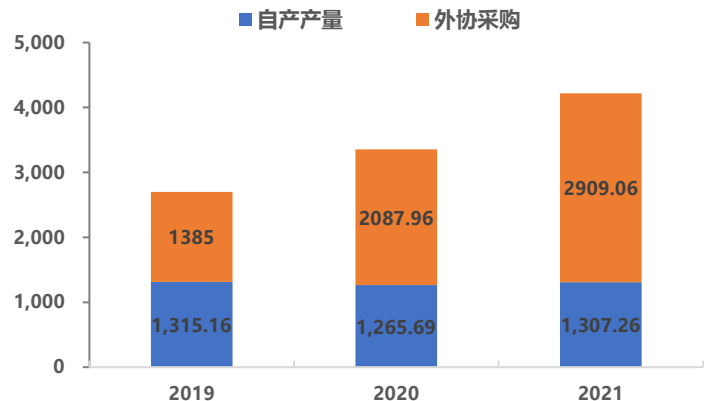
具备供应链整合优势，满足客户一站式、多频次选品需求。在当今需求日益多元化、竞争日益激烈的市场环境下，保温器皿产品出现了品类和款式的多样性和差异化，客户的订单也反映新的需求模式：即产品的多个 SKU、小单多频的采购模式，对于供应链的整合能力提出了新的挑战。在需求多样化的前提下，公司选择了外协为主、自产为辅的供应模式。公司经过多年的探索和积累，不断优化供应链管理体系，逐步满足了客户一站式、多频次的选品需求。

图表 65 公司不锈钢器皿产能利用率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 66 19-21 年公司自产与外协采购不锈钢器皿 (万只)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

募投项目拟新增 3000 万只产能，降本增效保证产品品质。公司近 3 年产能利用率接近饱和，外协生产比例较高。为最大程度保证产品品质、加快自身供应的周

转速度，提高公司经营效率以及开拓新客户，公司拟 IPO 募投建设“年产 3000 万只不锈钢保温杯智能制造项目”，突破自身产能瓶颈，改善毛利率。

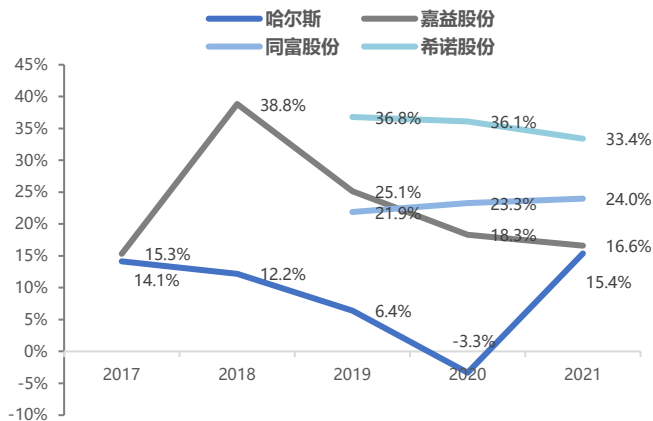
2.5 ROE 对比与估值分析

四家 ROE 分化源于经营模式、营运效率的差异。哈尔斯、嘉益股份为上市公司，同富股份、希诺股份为未上市公司，上市公司间对比 ROE 意义较强。

净利率角度：希诺股份因自有品牌享受较高溢价与毛利率；嘉益股份凭借柔性化、快速交付的制造能力+优质海外大客户迅速放量，盈利能力位于行业前列；哈尔斯规模体量最大，21 年内外销双轮驱动，净利润反弹强劲，ROE 改善明显。

营运能力角度：同富股份因生产模式以外协为主，自产产量较小，总资产周转水平显著高于可比公司；哈尔斯及嘉益股份体量较大，其中嘉益股份订单以小批量、多品种为主，总资产周转水平较低。

图表 67 四家公司历年 ROE（平均）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 68 四家公司 2020-2021 年杜邦分析

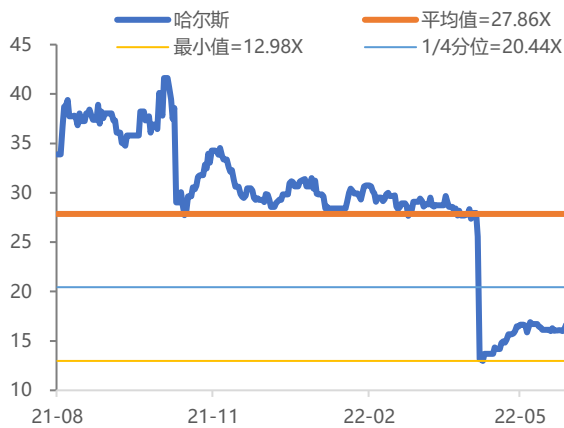
2020年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
哈尔斯	-3.3%	-2.2%	0.71	2.46
嘉益股份	18.3%	18.1%	0.81	1.23
同富股份	23.3%	6.4%	1.88	1.73
希诺股份	36.1%	31.9%	0.86	1.29
2021年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
哈尔斯	15.4%	5.4%	1.07	2.51
嘉益股份	16.6%	13.9%	0.97	1.21
同富股份	24.0%	6.5%	1.89	2.15
希诺股份	33.4%	28.0%	0.90	1.34

资料来源：wind，华安证券研究所

头部企业估值均处于历史低位，在户外休闲板块中同样处于低位，具备较强安全边际。哈尔斯当前市值处于 18 年 8 月以来 1/4 分位，拥有较强安全边际。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。

嘉益股份自上市以来 PE-TTM 整体呈现震荡下行态势，自 22 年 4 月底达到最小值 17.39X 后估值逐渐修复，当前 PE-TTM 仍低于上市以来均值，处于 1/4 分位，具备较强安全边际。公司产销旺盛，主要大客户具备高成长性，供需格局优异，产能利用率饱和，随新增产能陆续投产，业绩规模有望逐季攀升。

图表 69 哈尔斯 21 年 8 月以来 PE-TTM



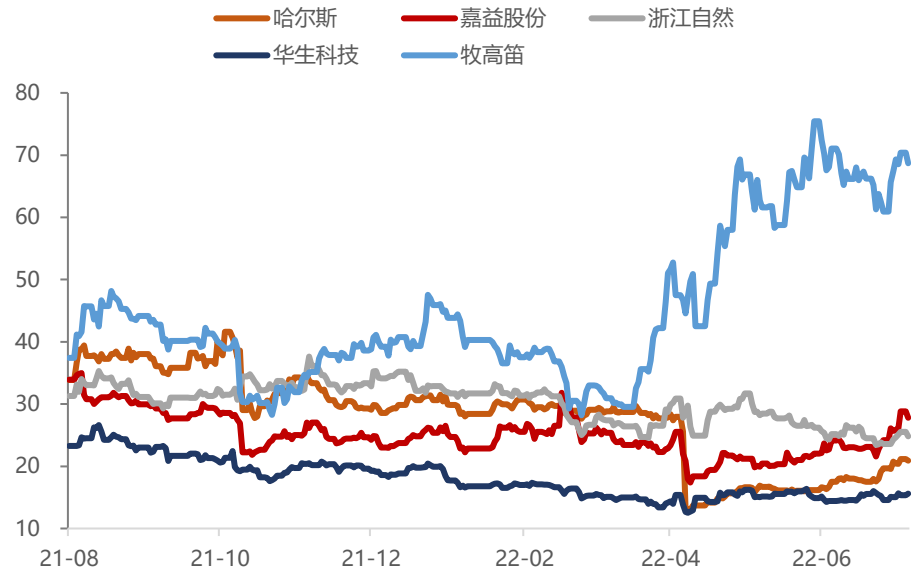
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 70 嘉益股份上市以来 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 71 户外休闲产业链公司 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

原材料成本大幅上涨、海外贸易政策变动、汇率波动、市场竞争加剧等。

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；
- 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。