

嘉益股份 (301004)

证券研究报告
2022年08月17日

国内领先的保温杯制造商，扩产在即+盈利改善助力业绩弹性释放

国内领先的保温器皿制造商，专注饮品、食品容器近二十载。公司成立于2004年，致力于研发设计、生产与销售各类饮品、食品容器，产品包括不锈钢真空保温器皿、塑料器皿、玻璃器皿等日用饮品、食品容器，主要以ODM/OEM模式出口至美国、挪威、荷兰、加拿大等欧美市场及东亚的日韩市场。公司客户资源优质，与美国PMI、S'well公司、ETS日本Takeya等国际知名不锈钢真空保温器皿品牌商结成长期、稳定的战略合作关系。

营收规模进入加速成长期，盈利水平有望持续修复。2017-2021年，公司实现营业收入3.40/3.76/4.05/3.56/5.86亿元，CAGR为14.55%，其中21年得益于海外疫情缓解，国外品牌商的补库需求加速释放，收入同比高增64.69%，其中不锈钢真空保温器皿销售占比达95%，22Q1实现总收入1.83亿元，同比+131.21%，加速增长趋势持续。2017-2021年公司归母净利润分别为0.26/0.81/0.72/0.65/0.82亿元，CAGR为33.56%，2022Q1实现归母净利润0.33亿元，同比+177.59%。2022Q1公司毛利率、净利率分别为26.80%、17.95%，同比-4.79pct/+2.93pct，伴随原材料价格稳步回落、人民币贬值，公司盈利水平有望持续修复。

户外/居家/办公等应用场景多元+产品加速迭代，推动全球不锈钢保温器皿市场稳步扩容。2012-2021年全球不锈钢真空保温器皿市场规模稳步提升，21年预计达到70.1亿美元。保温器皿应用场景日渐多元化，居家、办公、户外活动、车载等使用场景丰富，叠加消费升级趋势下，消费者除保温、保鲜、便携等刚性需求以外，对审美、智能、环保等方面有了更高追求，不锈钢真空保温器皿在一定程度上具有了快消品的特征，产品更换频率逐步提高，应用场景多元以及产品加速迭代，共同推动消费总量稳步提升。

公司深度绑定优质客户，有望随大客户业务扩张而共成长。公司第一大客户PMI于2020年与星巴克签署协议，获得其北美地区水杯类产品的7年独家经营权。公司服务的其他品牌/客户，如aladdin、S'well等，其产品尺寸、外形多样，适用于车载、户外运动、家庭出游等多种场景，且产品均具有颜值高、设计感强的特征，符合当前消费需求，市场份额有望持续提升。公司与主要客户合作长期稳定，客户粘性不断增强，未来有望伴随客户规模提升而增长。

盈利预测：保温器皿应用场景日渐多元，居家、办公、户外活动等使用场景更为丰富，叠加消费升级趋势下产品迭代频率提升，行业需求加速释放。公司深度绑定优质大客户，合作长期稳定，募投产能释放增强公司接单能力，伴随原材料价格稳步回落、人民币贬值，盈利水平有望持续修复，我们预计公司22-24年归母净利润1.3/1.7/2.1亿元，同比+58.9%/+32.4%/+22.1%，对应PE为23.5x/17.7x/14.5x，首次覆盖，给予“增持”评级。**风险提示：**客户集中度较高的风险、原材料价格波动风险、募投项目进度不及预期、汇率波动风险、海外贸易政策变化风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	355.59	585.63	958.00	1,258.15	1,517.47
增长率(%)	(12.19)	64.69	63.58	31.33	20.61
EBITDA(百万元)	105.94	149.59	171.24	220.16	264.98
净利润(百万元)	64.84	82.17	130.60	172.97	211.22
增长率(%)	(9.82)	26.73	58.94	32.44	22.11
EPS(元/股)	0.65	0.82	1.31	1.73	2.11
市盈率(P/E)	47.30	37.32	23.48	17.73	14.52
市净率(P/B)	7.94	5.07	4.17	3.38	2.74
市销率(P/S)	8.63	5.24	3.20	2.44	2.02
EV/EBITDA	0.00	11.46	15.91	11.54	8.95

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	30.67元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股本(百万股)	25.00
A股总市值(百万元)	3,067.00
流通A股市值(百万元)	766.75
每股净资产(元)	6.37
资产负债率(%)	15.29
一年内最高/最低(元)	32.81/17.08

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙谦 分析师
SAC执业证书编号: S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号: S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司简介：保温杯细分赛道领跑者，ODM/OEM 产品畅销海外.....	4
1.1. 专注饮品、食品容器细分领域，产品种类丰富、性能佳.....	4
1.2. 股权结构稳定，股权激励计划绑定核心团队利益.....	5
1.3. 21 年起营收规模加速增长，22Q1 收入同比增长 131%.....	6
1.4. 22Q1 归母净利润同比高增约 180%，盈利能力有望逐步修复.....	7
1.5. 募投项目扩大产能，提升智能化生产水平.....	8
2. 行业：全球市场需求稳步提升，中国贡献约 65%产量.....	9
2.1. 应用场景多元+产品加速迭代，推动全球不锈钢保温器皿市场稳步扩容.....	9
2.2. 中国为全球最大的不锈钢真空保温器皿生产国，产量占比约 65%.....	10
2.3. 中国企业以承接 OEM/ODM 订单为主，行业供给端集中度提升仍有空间.....	11
3. 公司亮点：与优质客户长期深度合作，盈利能力行业领先.....	12
3.1. 深度绑定优质客户，有望随大客户业务扩张而共成长.....	12
3.2. 优先承接附加值较高的优质订单，盈利能力处于行业领先水平.....	14
3.3. 产能扩张在即，原材料价格回落、人民币贬值利好业绩释放.....	16
4. 总结及盈利预测.....	17
4.1. 总结.....	17
4.2. 盈利预测.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图（截至 2022/08/12）.....	5
图 3：2017-2022Q1 营业总收入（亿元）及同比.....	6
图 4：2018Q1-2022Q1 单季度主营业务收入（亿元）及同比.....	6
图 5：2017-2021 年主要产品收入（亿元）及同比.....	6
图 6：2017-2021 年各产品收入占比.....	6
图 7：2017-2020 年 ODM/OEM 模式收入（亿元）及同比.....	7
图 8：2017-2020 年 ODM/OEM 模式收入占比.....	7
图 9：2017-2021 年分地区收入（亿元）及同比.....	7
图 10：2017-2021 年分地区收入占比.....	7
图 11：2017-2022Q1 归母净利润（亿元）及同比.....	8
图 12：2017-2022Q1 毛利率、净利率.....	8
图 13：2017-2022Q1 各项费用率.....	8
图 14：2012-2021E 全球不锈钢保温杯市场规模（亿美元）及同比.....	9
图 15：2015-2020 年全球不锈钢真空保温器皿表观消费量（万只）.....	9
图 16：2018 年全球主要地区不锈钢真空保温器皿消费量市场份额.....	9

图 17: 2017 年末不锈钢真空保温器皿人均保有量 (只)	9
图 18: 2007-2021E 中国保温杯行业销售额 (亿元) 及同比	10
图 19: 2015-2020 年国内不锈钢真空保温器皿表观消费量 (万只)	10
图 20: 2008-2017 年中国不锈钢保温杯产量 (万只)	10
图 21: 2018 年全球主要地区不锈钢真空保温器皿产量市场份额	10
图 22: 2013-2022H1 中国保温杯出口金额 (亿元) 及同比	11
图 23: 2019-2022H1 中国保温杯出口单月金额 (亿元) 及同比	11
图 24: 公司第一大客户 PMI 的收入规模	12
图 25: 第一大客户 PMI 主要经营/代理品牌	12
图 26: 公司部分客户的产品	13
图 27: 2017-2021 年公司前五大客户销售收入占比	13
图 28: 2018-2021 四大国际知名品牌商销售收入占比	13
图 29: 公司及可比公司前五大客户收入占比	14
图 30: 公司及可比公司第一大客户收入占比	14
图 31: 公司及同业毛利率	15
图 32: 公司及同业净利率	15
图 33: 公司及同业销售费用率	15
图 34: 公司及同业管理费用率	15
图 35: 公司及同业研发费用率	16
图 36: 公司及同业财务费用率	16
图 37: 公司产能利用率	16
图 38: 公司不锈钢真空保温器皿产销率	16
图 39: 公司不锈钢真空保温器皿平均售价 (元/只) 及同比	16
图 40: 公司不锈钢真空保温器皿毛利率	16
图 41: 不锈钢价格 (元/吨)	17
图 42: 美元对人民币即期汇率	17
表 1: 公司主要产品简介	4
表 2: 首次授予的限制性股票 2022-2024 年考核目标	6
表 3: 募投项目	8
表 4: 国内部分竞争对手	12
表 5: 2018-2021 年公司前五大客户销售金额 (万元) 及销售占比	14
表 6: 公司部分客户业务规模及合作情况	14
表 7: 收入拆分	18

1. 公司简介：保温杯细分赛道领跑者，ODM/OEM 产品畅销海外

浙江嘉益保温科技股份有限公司成立于 2004 年，致力于研发设计、生产与销售各类饮品、食品容器，产品包括不锈钢真空保温器皿、不锈钢器皿、塑料器皿、玻璃器皿以及其他新材料的日用饮品、食品容器，主要以 ODM/OEM 模式出口至美国、挪威、荷兰、加拿大等欧美市场及东亚的日韩市场。公司掌握超薄不锈钢焊接圆管合金密封液压成形技术、真空气染印技术、轻量旋薄技术、不锈钢保温杯新型表面处理技术、不锈钢螺纹的精密成型加工技术等核心制造技术，并积累了稳定的客户资源，与美国 PMI、S' well 公司、ETS、日本 Takeya、等国际知名不锈钢真空保温器皿品牌商结成长期、稳定的战略合作关系。

1.1. 专注饮品、食品容器细分领域，产品种类丰富、性能佳

公司专注饮品、食品容器近二十载。2004 年公司前身“浙江嘉益日用制品有限公司”设立；2017 年变更设立股份有限公司；2018 年投资设立全资子公司 Drink Tech Inc. 饮水科技，提升客户服务及响应水平，开展产品研发和销售；2019 年收购 PMI 的“miGo”品牌，设立子公司秦歌贸易、汉歌贸易和镁歌贸易，作为自有品牌的销售子公司；2021 年公司在深交所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司产品种类丰富、性能佳，主要采用 OEM/ODM 模式，为客户提供定制化饮品、食品容器。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、保温壶、焖烧罐、保温瓶、汽车杯、塑料杯、玻璃杯等多种类型产品，具备保温性能好、安全便携、节能环保、外观时尚、功能丰富等优势，同时大力发展智能化产品及具有健康饮水概念的产品，例如即刻显示水温的保温杯产品已实现量产，此外积极创新开发具有抗菌、抑菌等功能的真空保温器皿，满足消费者对饮水、食品容器智能、安全、环保的需求。

表 1：公司主要产品简介

产品系列	产品类别及图示
不锈钢真空保温器皿	<p>不锈钢真空保温杯</p>  <p>不锈钢真空保温壶</p>  <p>不锈钢真空焖烧罐</p>  <p>轻量系列</p>  <p>智能系列</p>



降温系列



抗菌系列



汽车杯



不锈钢杯

非真空器皿



塑料杯



玻璃杯

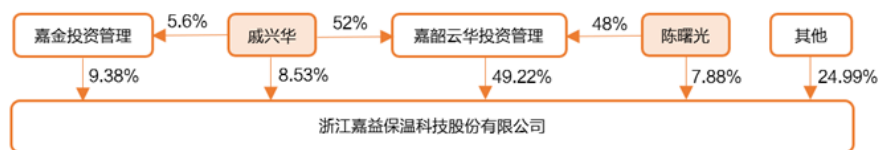


资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，股权激励计划绑定核心团队利益

公司股权结构稳定，实控人合计持股 66.16%。公司实际控制人为戚兴华、陈曙光夫妇，其中戚兴华先生直接持有公司 8.53%的股份，通过嘉韶云华、嘉金投资间接持有公司 26.12%的股份，合计持股 34.65%；陈曙光女士直接持有公司 7.88%的股份，通过嘉韶云华间接持有公司 23.63%的股份，合计持股 31.51%，二人合计持有公司 66.16%的股份。

图 2：公司股权结构图（截至 2022/08/12）



资料来源：wind，天风证券研究所

发布股权激励计划，绑定核心团队利益。公司于 2022 年 7 月 21 日发布股权激励计划，计划以定增的方式授予限制性股票 415 万股，占计划草案公告时公司总股本的 4.15%，其中首次授予 332 万股，激励对象为 68 位公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业

务) 骨干, 并设置了为期 3 年的业绩考核目标, 2022-2024 年期间每年公司均需满足净利润或收入考核目标之一, 达成条件后授予的股票将分三期解除限售, 每期解除限售比例为 40%/30%/30%。预计首次授予需摊销的总费用为 5222.36 万元, 2022-2025 年分别摊销 1131.51/2698.22/1044.47/348.16 万元。

表 2: 首次授予的限制性股票 2022-2024 年考核目标

单位: 百万元	目标值			
	2021A	2022	2023	2024
营业收入	585.63	937.01	1112.69	1288.38
yoy		60%	19%	16%
净利润	82.17	123.26	139.69	156.12
yoy		50%	13%	12%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 21 年起营收规模加速增长, 22Q1 收入同比增长 131%

21 年公司营业总收入达 5.86 亿元, 同比+65%, 22Q1 同比高增 131.21%, 进入加速成长期。2017-2021 年, 公司实现营业收入 3.40/3.76/4.05/3.56/5.86 亿元, CAGR 为 14.55%, 其中 2020 年收入受海外疫情影响有所下滑, 21 年得益于海外疫情缓解, 国外品牌商的补库需求加速释放, 收入同比高增 64.69%, 22Q1 实现总收入 1.83 亿元, 同比+131.21%, 加速增长趋势持续。

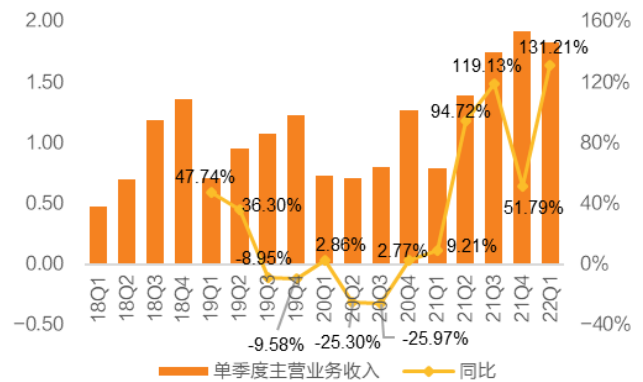
公司收入端具备季节性特点, Q1-Q4 单季度销售收入逐渐递增。公司产品收入主要来源于美国、欧洲等海外客户, 均位于北半球, 受冬季气候以及圣诞节节假日促销影响, 消费者对不锈钢真空保温器皿的需求较大, 2018-2021 年, 公司下半年主营业务收入占比分别为 68.48%/58.18%/58.92%/62.72%, 下半年销售收入占比一般高于上半年。

图 3: 2017-2022Q1 营业总收入 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2018Q1-2022Q1 单季度主营业务收入 (亿元) 及同比

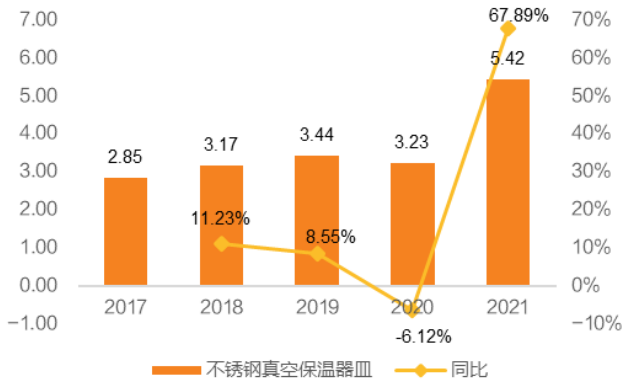


资料来源: wind, 天风证券研究所

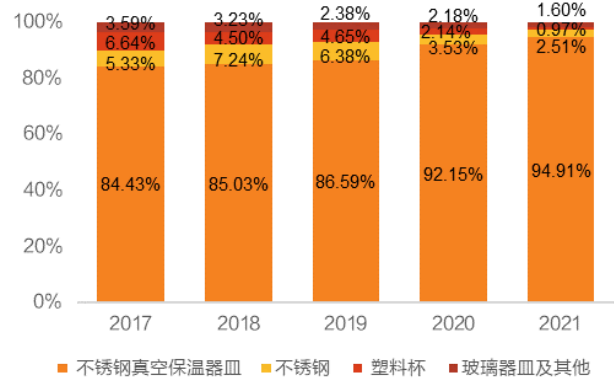
分产品看, 不锈钢真空保温器皿贡献八成以上收入, 占比逐年递增。2017-2021 年不锈钢真空保温器皿销售收入为 2.85/3.17/3.44/3.23/5.42 亿元, CAGR 为 17.45%, 收入占比由 2017 年的 84.43% 逐年提升至 2021 年的 94.91%。不锈钢、塑料杯、玻璃器皿及其他营收占比分别从 17 年的 5.33%/6.64%/3.59% 下降到 21 年的 2.51%/0.97%/1.60%。

图 5: 2017-2021 年主要产品收入 (亿元) 及同比

图 6: 2017-2021 年各产品收入占比



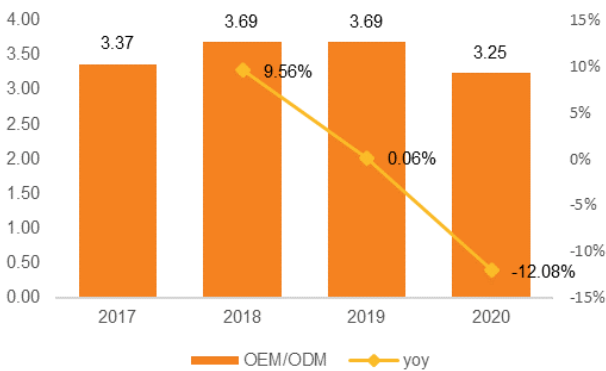
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

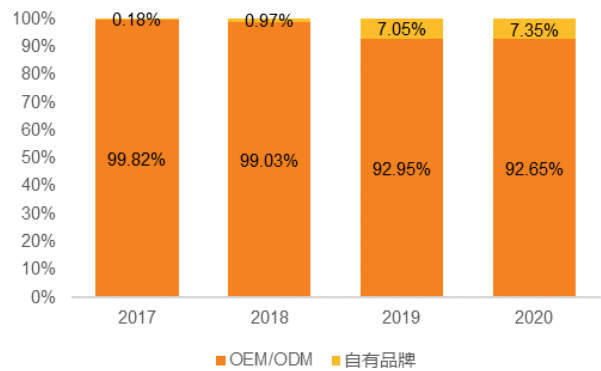
分销售模式看, OEM/ODM 收入占比逾 90%。公司销售模式以 OEM/ODM 为主, 2017-2020 年 OEM/ODM 收入维持在 90% 以上, 19 年由于收购 miGo 品牌, 导致自主品牌收入占比有所提升。

图 7: 2017-2020 年 ODM/OEM 模式收入 (亿元) 及同比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

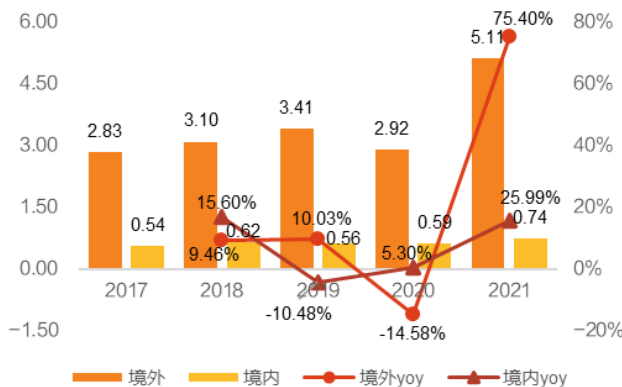
图 8: 2017-2020 年 ODM/OEM 模式收入占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

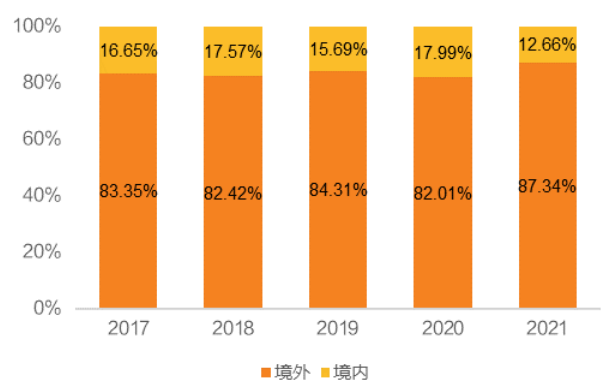
分地区看, 外销收入占比维持 80% 以上水平, 美国、日本为主要销售市场。2017-2021 年, 公司境外销售收入分别为 2.83/3.10/3.41/2.92/5.11 亿元, CAGR 为 15.90%, 占比始终维持在 80% 以上的水平, 21 年占比超过 87%, 美国、日本为境外销售的主要市场。

图 9: 2017-2021 年分地区收入 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 2017-2021 年分地区收入占比



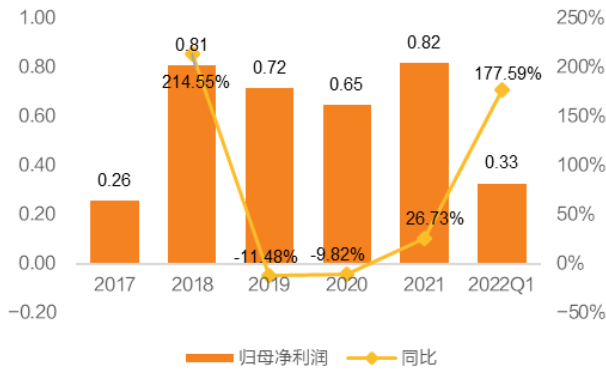
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.4. 22Q1 归母净利润同比高增约 180%，盈利能力有望逐步修复

22Q1 归母净利润同比+177.59%，原材料价格稳步回落、叠加人民币贬值，有望推动盈利水平持续修复。2017-2021 年公司归母净利润分别为 0.26/0.81/0.72/0.65/0.82 亿元, CAGR 为 33.56%，2022Q1 实现归母净利润 0.33 亿元, 同比+177.59%。2017-2022Q1 公司毛利率

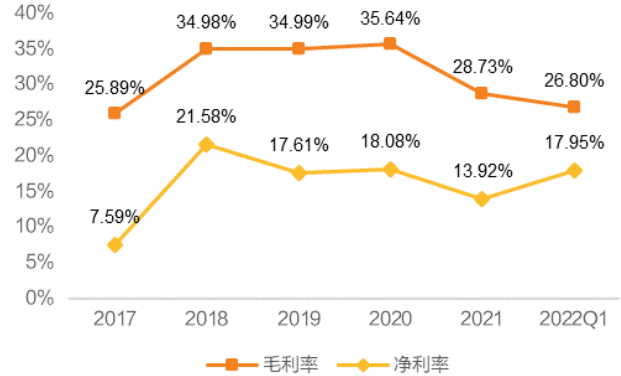
为 25.89%/34.98%/34.99%/35.64%/28.73%/26.80%，同比+9.09/+0.01/+0.65/-6.91/-4.79pct，2017-2022Q1 公司净利率为 7.59%/21.58%/17.61%/18.08%/13.92%/17.95%，同比+13.99/-3.97/+0.47/-4.16/+2.93pct。如后续原材料不锈钢价格稳步回落、人民币贬值，有望推动公司盈利水平持续修复。

图 11: 2017-2022Q1 归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

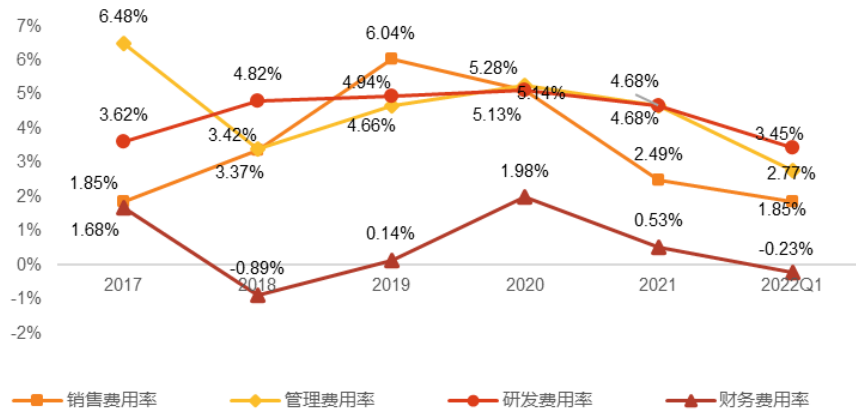
图 12: 2017-2022Q1 毛利率、净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

剔除股份支付、会计准则调整等因素，各项费用总体稳定。2017-2022Q1 公司销售费用率为 1.85%/3.37%/6.04%/5.14%/2.49%/1.85%，19 年因收购 miGo 业务并入自有品牌后，相应销售费用支出提升，总体来看，由于公司采用 OEM/ODM 模式，销售费用率整体较为可控。2017-2022Q1 公司管理费用率为 6.48%/3.42%/4.66%/5.28%/4.68%/2.77%，剔除 17 年、19 年股份支付费用影响，管理费用率较为稳定。财务费用率波动主要为人民币对美元汇率出现波动从而造成的汇兑损益变化。

图 13: 2017-2022Q1 各项费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.5. 募投项目扩大产能，提升智能化生产水平

募投项目着力扩大产能，自动化产线推动规模效应释放。公司计划投资约 3 亿元建设年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地，截至 2022 年 4 月，公司募投项目的基建主体结构已经完工，有序推进后续设备安装调试等工作，其中两栋生产楼预计 22Q4 可投入试生产。通过自动化、智能化产线，公司生产效率有望进一步提高，有效提高订单交付能力、释放规模效应，提升对客户的响应、服务速度。同时将通过建设研发检测中心增强研发实力，丰富及优化产品种类，为公司可持续经营和快速发展提供有力支持。

表 3: 募投项目

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟用募集资金投资额 (亿元)	建设周期 (月)

1	年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设项目	3.085	3.085	24
2	研发检测中心项目	0.588	0.588	24
3	补充流动资金	0.500	0.500	-
合计		4.173	4.173	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

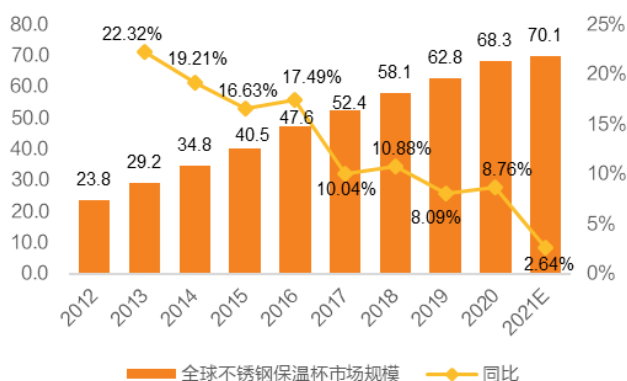
2. 行业：全球市场需求稳步提升，中国贡献约 65%产量

2.1. 应用场景多元+产品加速迭代，推动全球不锈钢保温器皿市场稳步扩容

2012-2021 年全球不锈钢真空保温器皿市场规模稳步提升。全球不锈钢真空保温杯市场规模 2012 年为 23.8 亿美元，2020 年增加至 68.3 亿美元，期间 CAGR 为 14.07%，根据中商产业研究院预测，2021 年全球不锈钢真空保温杯市场规模预计达到 70.1 亿美元，整体市场趋于成熟，保持增长态势。刚性需求的释放及产品升级迭代速度加快推动消费总量稳步提升，由 2015 年的 6.24 亿只上升至 2019 年的 7.88 亿只，预计 2020 年达到 8.41 亿只，全球不锈钢真空保温器皿市场需求依然较大。

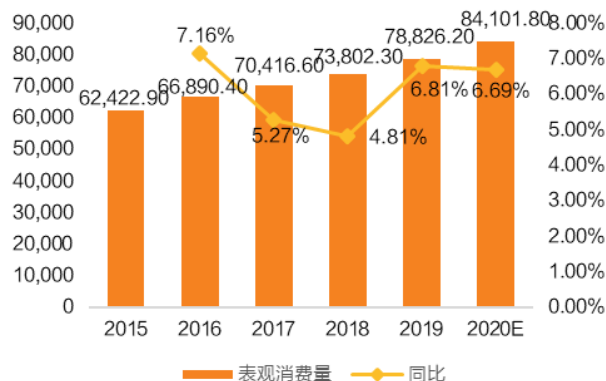
保温器皿在户外、家居、办公等应用场景多元，叠加消费升级趋势，共同推动保温器皿消费总量稳步提升。欧美、日韩等发达国家和地区均处北半球，冬夏两季温差较大，消费者对保温器皿的需求较大。就生活习惯而言，欧美、日韩等国家和地区普遍存在喝热（冰）咖啡、热茶、冰水及冰碳酸饮料的生活习惯，家庭、办公等场景中普遍存在对保温咖啡壶、茶壶的消费需求。同时，在欧美、日韩地区，家庭户外运动及旅游较为频繁，作为国外户外活动必备用品的不锈钢真空保温杯的需求也较大。此外，随着家庭汽车保有量的提高，车载不锈钢保温杯的需求也应运而生。同时，随着人民生活水平的提高，除保温、保鲜、便携等刚性需求以外，消费者在审美、智能、环保等方面有了更高追求，不锈钢真空保温器皿在一定程度上具有了快消品的特征，产品更换频率逐步提高。

图 14：2012-2021E 全球不锈钢保温杯市场规模（亿美元）及同比



资料来源：招股说明书，中国日用杂品工业协会杯壶分会，中商情报网，天风证券研究所

图 15：2015-2020 年全球不锈钢真空保温器皿表观消费量（万只）

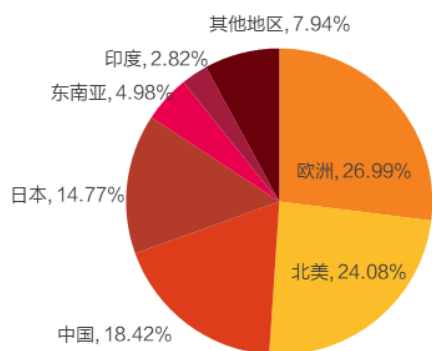


资料来源：招股说明书，《2019-2025 年全球及中国不锈钢保温杯行业发展现状调研及投资前景分析报告》—恒州博智（QYResearch）（2019），天风证券研究所

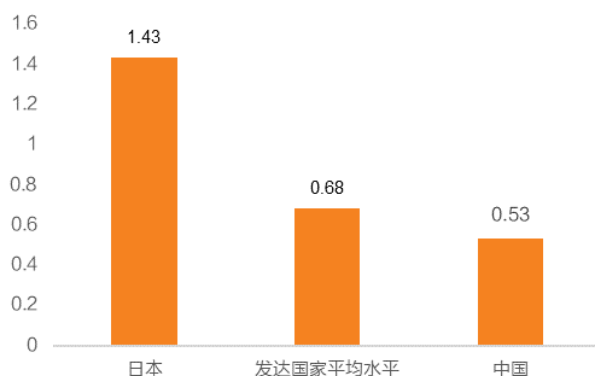
欧洲、北美、中国、日本为主要消费市场，发达国家人均保有量领先。2018 年，欧洲、美国、中国、日本消费量市场份额分别为 26.99%/24.08%/18.42%/14.77%，合计市场份额已超过 84%。人均保有量来看，发达国家平均水平为 0.68 只，日本以 1.43 只远超均值，中国低于发达国家平均水平，仅 0.53 只，仍有提升空间。

图 16：2018 年全球主要地区不锈钢真空保温器皿消费量市场份额

图 17：2017 年末不锈钢真空保温器皿人均保有量（只）



资料来源：招股说明书，《2019-2025 年全球及中国不锈钢保温杯行业发展现状调研及投资前景分析报告》—恒州博智（QYResearch）（2019），天风证券研究所



资料来源：招股说明书，《2018-2023 年中国保温杯行业全景调研与投资前景预测报告》—北京欧立信研究中心（2018），天风证券研究所

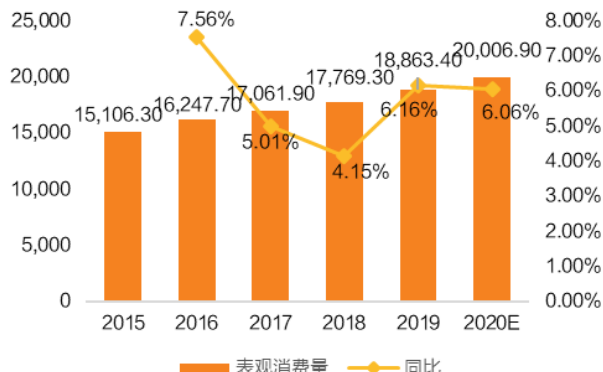
我国不锈钢真空保温器皿消费市场保持平稳较快增长态势。得益于制造中心逐步向我国转移，近年来，我国不锈钢真空保温器皿行业不断发展壮大。随着我国居民生活水平提高、消费偏好改变、环保意识和健康饮水意识增强，我国保温杯市场销售额从 2007 年的 50.3 亿元增长至 2020 年的 261.4 亿元，期间 CAGR 为 13.5%，预计 2021 年达到 283.7 亿元，同比+8.5%。我国不锈钢真空保温器皿的表观消费量由 2015 年的 1.51 亿只上升至 2019 年的 1.89 亿只，预计 2020 年突破 2 亿只，呈增长态势。

图 18：2007-2021E 中国保温杯行业销售额（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，《2018-2023 年中国保温杯行业全景调研与投资前景预测报告》—北京欧立信研究中心（2018），中商情报网，天风证券研究所

图 19：2015-2020 年国内不锈钢真空保温器皿表观消费量（万只）



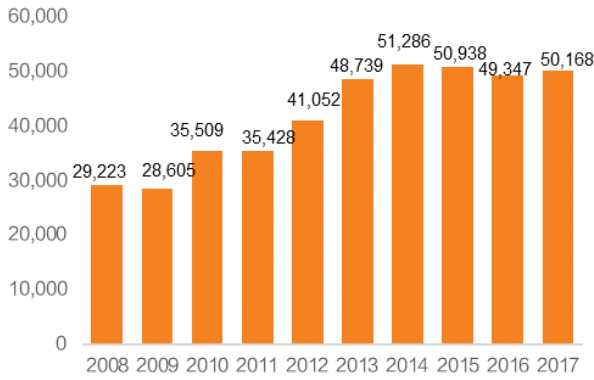
资料来源：招股说明书，《2019-2025 年全球及中国不锈钢保温杯行业发展现状调研及投资前景分析报告》—恒州博智（QYResearch）（2019），天风证券研究所

2.2. 中国为全球最大的不锈钢真空保温器皿生产国，产量占比约 65%

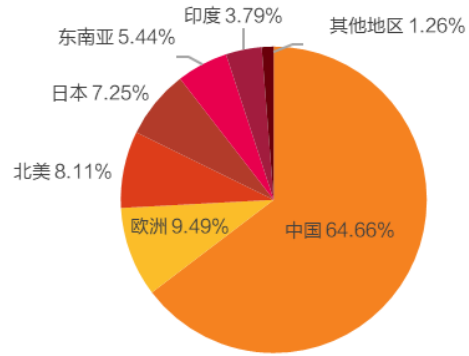
中国为全球最大的不锈钢真空保温器皿生产国，2018 年产量占比约 65%。考虑到劳动力、土地等成本因素，欧美、日韩等发达国家和地区的产能已逐步转移到以中国为代表的发展中国家。我国在产品制造技术、自动化程度、研发设计方面的水平不断提高，来自国际主要品牌商的 OEM/ODM 订单已全面向我国转移。2008-2017 年，我国不锈钢真空保温杯的产量由 2.92 亿只增加至 5.02 亿只，2018 年我国不锈钢真空保温器皿产量占全球总产量的约 65%，远高于欧洲（9.49%）、北美（8.11%）、日本（7.25%）、东南亚（5.44%），已成为全球最大的生产国。

图 20：2008-2017 年中国不锈钢保温杯产量（万只）

图 21：2018 年全球主要地区不锈钢真空保温器皿产量市场份额



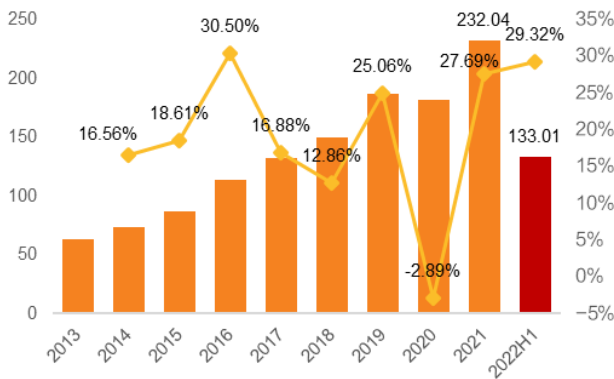
资料来源：招股说明书，中国日用杂品工业协会杯壶分会，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，《2019-2025 年全球及中国不锈钢保温杯行业发展现状调研及投资前景分析报告》—恒州博智 (QYResearch) (2019)，天风证券研究所

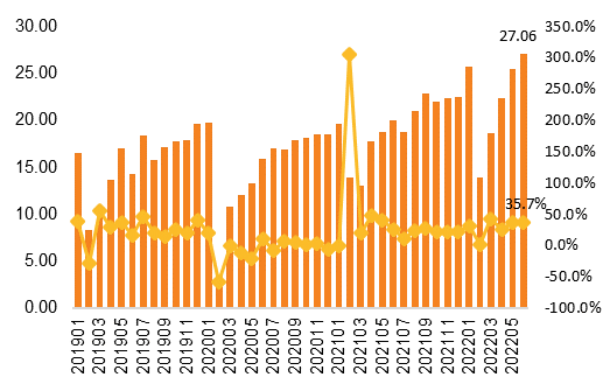
我国不锈钢真空保温器皿出口金额稳步增长，22H1 出口金额同比增长 29.32%。我国保温杯行业出口额由 2013 年的 62.87 亿元增长至 2021 年的 232.04 亿元，期间 CAGR 为 17.73%，2022H1 出口金额达 133.01 亿元，同比+29.32%。从消费量及产量的差额推断，美国、日本是我国不锈钢真空保温器皿的主要出口市场。

图 22：2013-2022H1 中国保温杯出口金额（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，《2018-2023 年中国保温杯行业全景调研与投资前景预测报告》—北京欧立信研究中心 (2018)，海关数据，天风证券研究所

图 23：2019-2022H1 中国保温杯出口单月金额（亿元）及同比



资料来源：海关数据，天风证券研究所

2.3. 中国企业以承接 OEM/ODM 订单为主，行业供给端集中度提升仍有空间

中国企业目前仍以承接 OEM/OEM 订单为主，与国际品牌商尚未形成竞争关系。目前，我国保温杯行业已形成了浙江和广东两大重要产业集群，企业数量及产量规模均远高于其他地区，产品主要分高、中、低端三个层次，竞争格局主要分为国外 OEM/ODM 订单及国内消费市场的竞争。高端产品面向国内中高端消费群体，价格普遍较高，市场多为国际知名品牌产品所占据，例如膳魔师 (THERMOS)、虎牌 (TIGER)、象印 (ZOJIRUSHI) 等。国内生产企业与国际知名品牌商之间尚未形成直接的竞争关系，主要为 OEM/ODM 模式的合作关系。

中端市场由国产领先品牌占据，该类企业多由 OEM/ODM 业务起家，总体行业集中度较低。中端产品性价比较高，主要由“富光”、“哈尔斯”等国内领先品牌占领，上述企业利用与国外品牌商进行 OEM、ODM 合作的机会积累丰富的产品制造和设计经验，并通过提高生产自动化程度、提升产品设计水平、拓宽营销渠道等方式，逐步提高内销市场规模。低端产品通常由小规模企业生产，价格竞争激烈。目前，我国不锈钢真空保温器皿行业中生产企业众多，多数企业规模不大，产业集中度较低，仅有少数企业拥有相对较大规模和较强竞争力，在行业中处于领先地位。

表 4：国内部分竞争对手

公司名称	简介
浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司 (002615.SZ)	公司成立于 1996 年，于 2011 年上市，是中国不锈钢保温器皿行业上市第一股，专注于日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产与销售，是国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一。2021 年，公司金属制品收入 22.47 亿，保温杯销售量 6511.98 万只，生产量 5039.15 万只。
东莞结宝金属塑胶制品有限公司	成立于 1998 年的台资企业，生产车用杯、真空瓶、保温瓶、厨房用具、卫浴设备及酒吧用品等五金塑料制品，产品销往欧美国家和地区。公司在东莞、永康分别设有厂区，共有 12+ 条装配线和现代化车间，平均一个月可生产/出货超过 100 万只产品。
浙江安胜科技股份有限公司	成立于 2015 年，专注于水杯、水壶、特种不锈钢器皿的研发、生产、销售和服务，产品畅销海外几十个国家和地区。2021 年，公司产值突破 12 亿元，增长超 40%。
浙江飞剑工贸有限公司	成立于 1998 年，集研发、生产、销售铝制和不锈钢运动水具于一体的专业制造商，产品远销海外多个国家和地区，同时也为多家国际知名品牌公司提供贴牌加工服务。公司员工 1600 余人，固定资产 2.5 亿元，杯壶年生产能力 2800 万件。
安徽省富光实业股份有限公司	成立于 1993 年，中国玻璃杯、塑料杯和保温杯的生产企业之一，其塑料杯产品市场占有率稳居前列。近年来，推出了定位于中高端市场的不锈钢真空保温杯产品。
上海希诺家庭用品有限公司	成立于 2003 年，主要生产不锈钢、塑料和玻璃器皿三大系列制品，产品远销东南亚和欧美等二十余个国家和地区，共有两座生产基地、3 个研发中心、1500 余名员工。

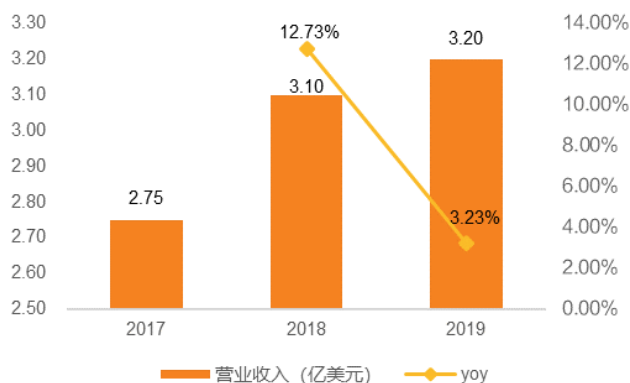
资料来源：招股说明书，哈尔斯 21 年报，浙江新闻网，各公司官网，天风证券研究所

3. 公司亮点：与优质客户长期深度合作，盈利能力行业领先

3.1. 深度绑定优质客户，有望随大客户业务扩张而共成长

公司优质大客户业务范围逐步拓宽，产品应用场景多元，顺应新一代消费者需求，市场份额有望持续提升。公司第一大客户 PMI 成立于 1983 年，是全球知名杯壶类产品品牌商，1994 年起与星巴克开始合作，2002 年收购百年品牌 Stanley 及 aladdin，2014 年通过收购巴西品牌 Agostini 将业务拓展至南美地区，18-19 年营业收入约 3.10/3.20 亿美元，同比 +12.73%/+3.23%，销售规模持续增长。2020 年 PMI 与星巴克签署协议，获得其北美地区水杯类产品的 7 年独家经营权，同时在亚洲和太平洋地区亦是星巴克主要杯壶类产品的供应商，2021 年 PMI 被供应链及冷链物流解决方案提供商、麦当劳物流合作伙伴美国夏晖集团 (HAVI Group) 收购，收购后 PMI 或可借助夏晖在食品供应领域的经验积累进一步拓展业务领域。公司服务的品牌/客户，如 aladdin、S' well 等，其产品尺寸、外形多样，适用于车载、户外运动、家庭出游等多种场景，且产品均具有颜值高、设计感强的特征，符合当前消费需求，市场份额有望持续提升。

图 24：公司第一大客户 PMI 的收入规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：第一大客户 PMI 主要经营/代理品牌



资料来源：PMI 官网，招股说明书，天风证券研究所

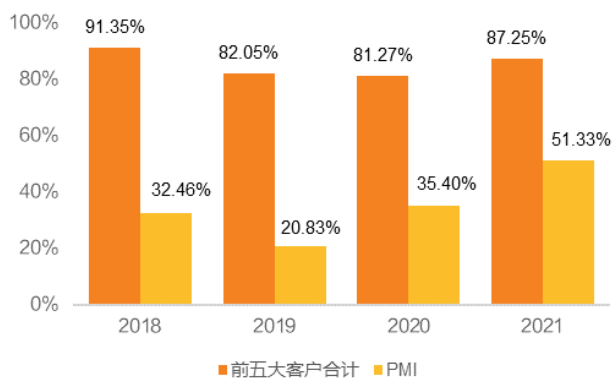
图 26：公司部分客户的产品



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

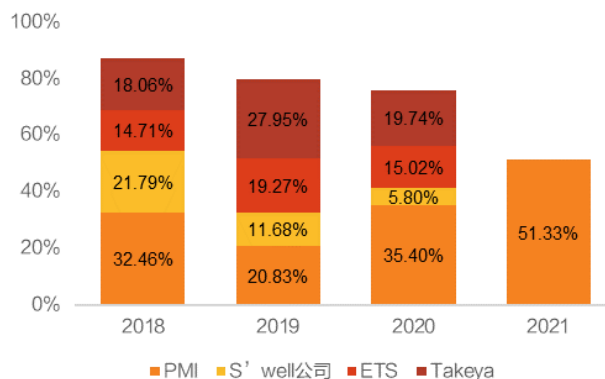
公司与主要客户合作长期稳定。公司合作方均为国际知名不锈钢真空保温器皿品牌商，18年起美国 PMI、S' well 公司、ETS、日本 Takeya 一直为公司前五大客户。18-21 年，前五大客户销售占比分别为 91.35%/82.05%/81.27%/87.25%，客户集中度较高。嘉益股份作为 PMI 的主要供应商，于 12 年开始与 PMI 合作，并一直与其保持长期稳定的伙伴关系，18-21 年对 PMI 的销售收入占比分别为 32.46%/20.83%/35.40%/51.33%，21 年占比首超 50%，同比 +15.93pct，未来有望伴随 PMI 规模提升而增长。国际品牌商客户通常对供应商有严格的挑选和审定程序，对产品质量、订单交付、环保合规、财务稳定性等各方面均有详细标准，因此进入品牌方的供应商体系后，双方通常会结成长期、稳定的合作关系。随着公司与主要客户合作的加深，产品种类的不断增多，客户粘性不断增强，已成为核心大客户的主要供应商。

图 27：2017-2021 年公司前五大客户销售收入占比



资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

图 28：2018-2021 四大国际知名品牌商销售收入占比



资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

表 5：2018-2021 年公司前五大客户销售金额（万元）及销售占比

	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年		
	客户	销售额	占比	客户	销售额	占比	客户	销售额	占比	客户	销售额	占比
1	PMI	12,220.7	32.46%	Takeya	11,316.9	27.95%	PMI	12,587.8	35.40%	PMI	30,061.2	51.33%
2	S' well	8,201.3	21.79%	PMI	8,435.5	20.83%	Takeya	7,017.9	19.74%	客户 2	10,741.1	18.34%
3	Takeya	6,798.0	18.06%	ETS	7,803.1	19.27%	ETS	5,341.8	15.02%	客户 3	5,507.9	9.41%
4	ETS	5,536.4	14.71%	S' well	4,728.8	11.68%	S' well	2,062.9	5.80%	客户 4	2,508.6	4.28%
5	朵麦文化	1,627.4	4.33%	Jordance	938.1	2.32%	Jordance	1,886.8	5.31%	客户 5	2,274.5	3.88%
合计		34,383.9	91.35%		33,222.4	82.05%		28,897.2	81.27%		51,093.3	87.25%

资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

表 6：公司部分客户业务规模及合作情况

客户	合作历史 (至 20 年)	客户情况	主要业务	客户营业额 (2019 年)	公司在其采购 体系中的地位 (至 20 年)
PMI	10 年	全球知名的杯壶类产品品牌商，星巴克重要合作伙伴，主要销售星巴克系列以及 aladdin、STANLEY 等国际知名品牌的保温容器。	销售不锈钢真空保温器皿为主，同时销售塑料杯、玻璃杯、不锈钢杯等	超 3 亿美元	主要供应商
ETS	16 年	美国知名品牌商，主要从事美国礼赠品私人定制业务，是北美促销水杯供应商和设计创新领导者，旗下品牌“H2go”。	销售不锈钢真空保温器皿为主，同时销售塑料杯、玻璃杯、不锈钢杯等	超 1.2 亿美元	主要供应商
Takeya	5 年	日本知名品牌商，成立于 1961 年，销售区域遍及美国、日本、欧洲、澳大利亚等国家和地区，旗下品牌“TAKEYA”、“Thermoflask”，同时全球独家代理 lululemon 杯类产品。	销售不锈钢真空保温器皿及密封容器	超 6000 万美元	主要供应商
S' well	7 年	美国知名品牌商。旗下品牌“S'well”、“S' ip”。	批发和销售保温容器	超 3000 万美元	第一大供应商
Jordance	3 年	新增的美国 OEM/ODM 客户。旗下品牌“Hydro cell”	销售不锈钢真空保温器皿	18 年销售额在 400 万美元左右	第一大供应商

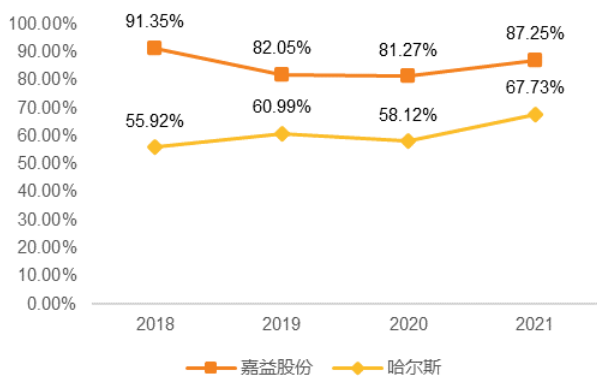
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 优先承接附加值较高的优质订单，盈利能力处于行业领先水平

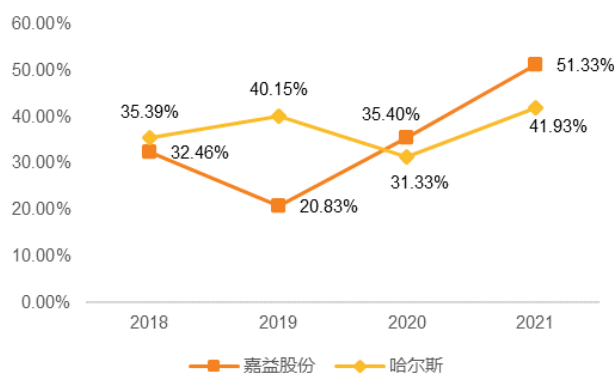
公司实施大客户战略，针对优质客户优先配置资源。同业可比公司哈尔斯合作的品牌商有 YETI、PMI（星巴克、STANLEY）、Takeya、S' well 等，18-21 年哈尔斯前五大客户销售占比分别为 55.92%/60.99%/58.12%/67.73%，其中第一大客户占比分别为 35.39%/40.15%/31.33%/41.93%。公司前五大客户集中度较可比公司更高，主要系公司 OEM/ODM 业务实施大客户战略，将有限产能和资源优先配置给优质客户及其订单，确保客户响应速度、产品质量和服务水平，进而有利于公司产品毛利率和盈利能力保持业内领先水平。

图 29：公司及可比公司前五大客户收入占比

图 30：公司及可比公司第一大客户收入占比



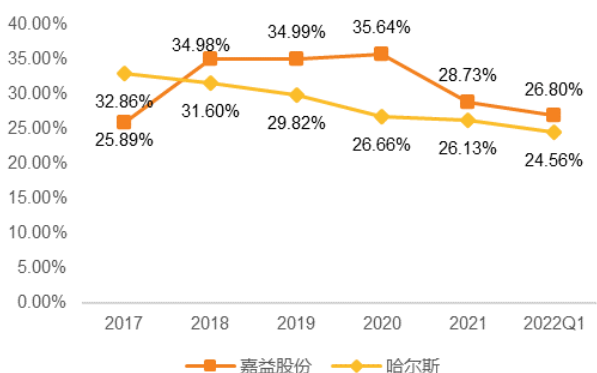
资料来源：招股说明书，哈尔斯年报，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，哈尔斯年报，天风证券研究所

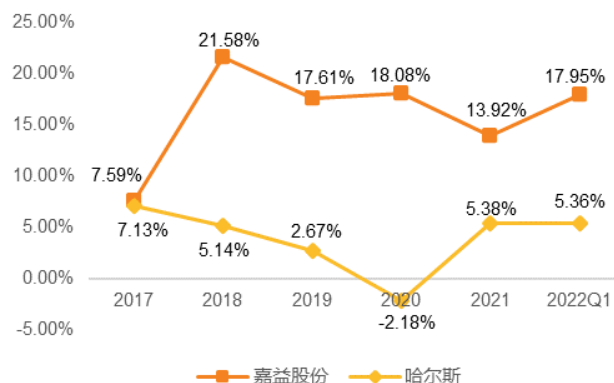
公司毛利率、净利率总体处于领先水平。18-20 年公司主营业务毛利率维持在 33%-35%，21 年受原材料价格上涨、人民币升值影响，毛利率有所下滑。随着公司与客户合作的不断深入，主要客户个性化、多品种、小批量或产品附加值较高的订单需求增加，因此公司保持了较高的毛利率水平。公司在研发方面总体维持稳定投入，销售、管理、财务费用率控制有效，净利率保持较高水平。

图 31：公司及同业毛利率



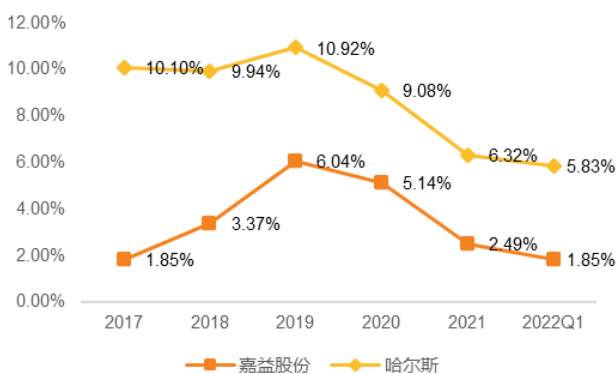
资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：公司及同业净利率



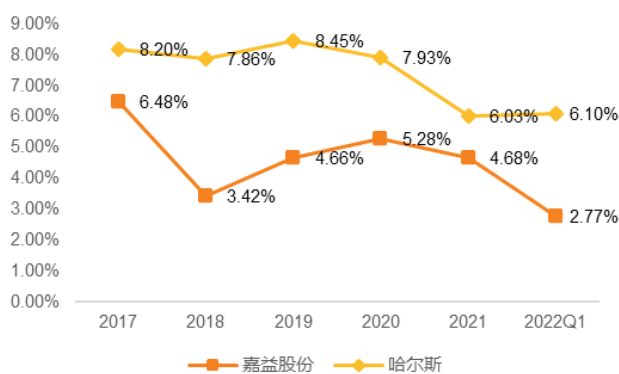
资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：公司及同业销售费用率



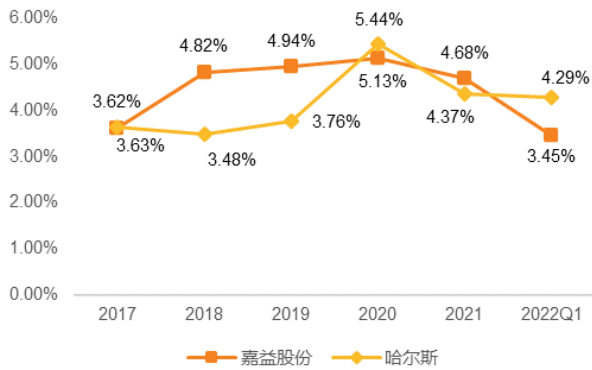
资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：公司及同业管理费用率



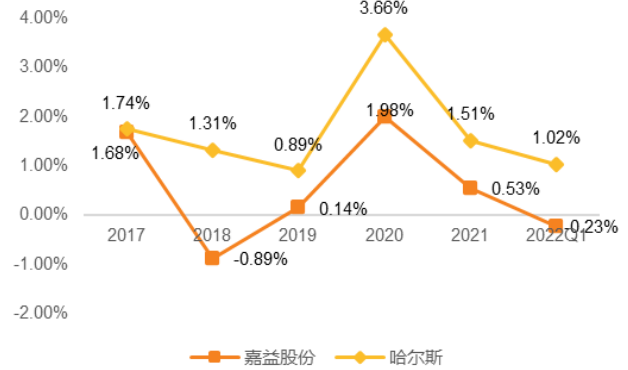
资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：公司及同业研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：公司及同业财务费用率

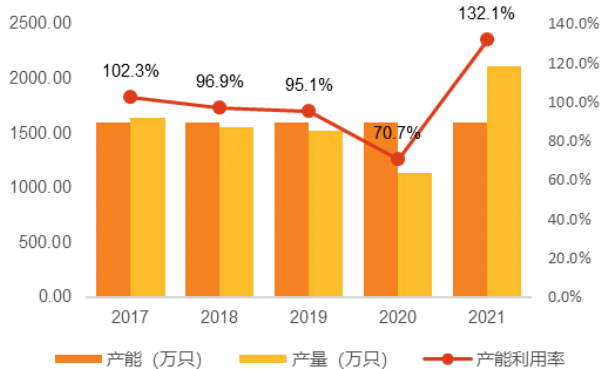


资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 产能扩张在即，原材料价格回落、人民币贬值利好业绩释放

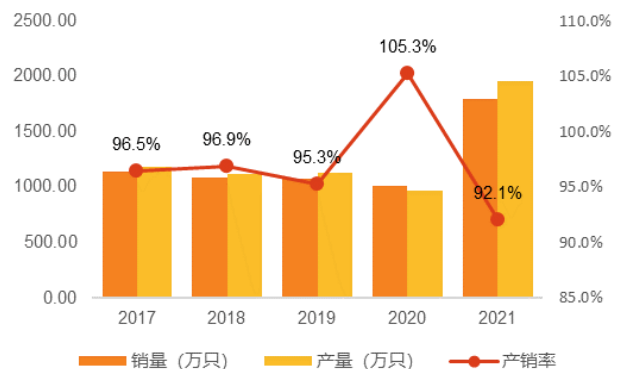
产能利用率、产销率维持高位，突破产能瓶颈为收入增长奠定基础。17-21 年期间，除 20 年受疫情影响开工率较低以外，其余年份公司产能利用率均在 95%以上，通过募投项目及新生产场地建设，公司预计扩产 2000 万只/年，其中年产 1000 万只的募投项目预计 22Q4 可投入试生产。公司以销定产，产销率始终保持高位，21 年受海运运力紧张影响，一定程度上导致了公司产成品的积压，随着海运紧张形势缓解，公司发货逐步恢复常态。

图 37：公司产能利用率



资料来源：招股说明书，21 年报，天风证券研究所

图 38：公司不锈钢真空保温器皿产销率

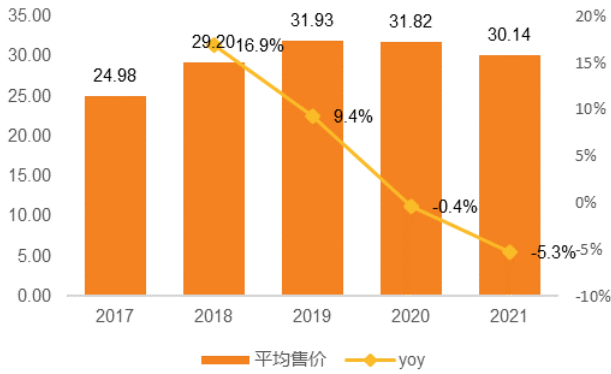


资料来源：招股说明书，21 年报，天风证券研究所；注：因 21 年末单独披露不锈钢真空保温器皿的产量、销量，故假设其产量占金属器皿总产量、销量的比例与 20 年占比相等

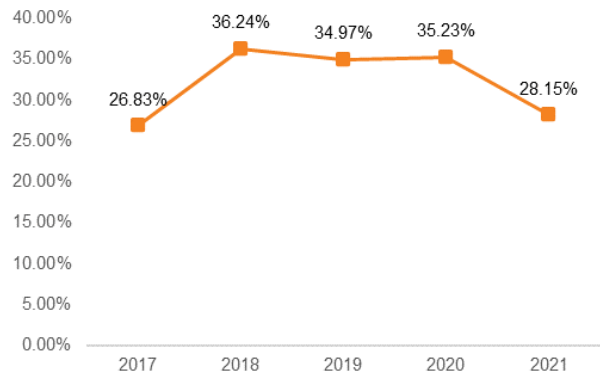
产品定价总体稳中有升，原材料、汇率等外部因素利好公司业绩弹性释放。公司产品平均售价总体稳中有升，ODM/OEM 业务总体采取成本加法定价，针对大客户的特殊项目会采用较为灵活的报价方法，常规产品价格一般一年审核一次，如汇率、原材料等外部因素波动较大，会和客户重新议价，否则价格基本不做调整，21 年在面临汇率、原材料双重压力下，公司不锈钢真空保温器皿平均售价及毛利率均有所下滑，未来随着原材料价格稳步回落、人民币贬值，利润端弹性有望持续释放。

图 39：公司不锈钢真空保温器皿平均售价 (元/只) 及同比

图 40：公司不锈钢真空保温器皿毛利率



资料来源：招股说明书，21 年报，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，21 年报，天风证券研究所

图 41：不锈钢价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所；注：选取指标为市场价:304/2B 冷轧不锈钢卷:1.0mm:宝新:上海

图 42：美元对人民币即期汇率



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 总结及盈利预测

4.1. 总结

公司为国内领先的保温器皿制造商，营收规模进入加速成长期。公司成立于 2004 年，致力于研发设计、生产与销售各类饮品、食品容器，产品包括不锈钢真空保温器皿、塑料器皿、玻璃器皿等日用饮品、食品容器，主要以 ODM/OEM 模式出口至欧美及日韩市场。2017-2021 年，公司实现营业收入由 3.40 提升至 5.86 亿元，CAGR 为 14.55%，其中 21 年得益于海外疫情缓解，国外品牌商加速补库，收入同比高增 64.69%，22Q1 实现总收入 1.83 亿元，同比+131.21%，加速增长趋势持续。

伴随原材料价格稳步回落、人民币贬值，公司盈利水平有望持续修复。2017-2021 年公司归母净利润由 0.26 提升至 0.82 亿元，CAGR 为 33.56%，2022Q1 实现归母净利润 0.33 亿元，同比+177.59%。2022Q1 公司毛利率、净利率分别为 26.80%、17.95%，同比-4.79pct/+2.93pct，伴随原材料价格稳步回落、人民币贬值，公司盈利水平有望持续修复。

行业层面：户外/居家/办公等应用场景多元+产品加速迭代，推动全球不锈钢保温器皿市场稳步扩容。全球不锈钢真空保温器皿市场规模稳步提升，21 年预计达到 70.1 亿美元。保温器皿应用场景日渐多元化，居家、办公、户外活动、车载等使用场景丰富，叠加消费升级趋势下，消费者对审美、智能、环保等方面有了更高追求，不锈钢真空保温器皿在一定程度上具有了快消品的特征，产品更换频率逐步提高，应用场景多元以及产品加速迭代，共同推动消费总量稳步提升。

公司层面：深度绑定优质客户，有望随大客户业务扩张而共成长。公司第一大客户 PMI 于 2020 年与星巴克签署协议，获得其北美地区水杯类产品的 7 年独家经营权。公司服务的其他品牌/客户，如 aladdin、S' well、Takeya 等，其产品尺寸、外形多样，适用于车载、户外运动、家庭出游等多种场景，且产品均具有颜值高、设计感强的特征，符合当前消费需求，市场份额有望持续提升。公司与主要客户合作长期稳定，客户粘性不断增强，未来有望伴随客户规模提升而增长。

4.2. 盈利预测

核心假设：

1) 收入：受益于下游需求旺盛，预计 22-24 年不锈钢真空保温器皿收入同比增速分别为 68%/32.6%/21.2%，不锈钢器皿收入同比增速分别为 15.5%/10.2%/9.1%；

2) 毛利率：原材料价格稳步回落、人民币贬值，预计 22-24 年锈钢真空保温器皿毛利率维持在 30%，不锈钢器皿毛利率维持在 20%，较 21 年有所回升。

表 7：收入拆分

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	404.96	355.59	585.63	958.00	1258.15	1517.47
同比	7.57%	-12.19%	64.69%	63.58%	31.33%	20.61%
毛利率	34.99%	35.64%	28.73%	30.37%	30.29%	30.25%
主要产品						
不锈钢真空保温器皿						
收入	344.02	322.95	542.19	910.87	1207.82	1463.88
同比	8.55%	-6.12%	67.89%	68.0%	32.6%	21.2%
毛利率	34.97%	35.23%	28.15%	30%	30%	30%
不锈钢器皿						
收入	25.36	12.38	14.36	16.59	18.28	19.94
同比	-5.97%	-51.17%	16.01%	15.5%	10.2%	9.1%
毛利率	25.82%	25.94%	15.64%	20%	20%	20%

资料来源：wind，天风证券研究所

保温器皿应用场景日渐多元，居家、办公、户外活动等使用场景更为丰富，叠加消费升级趋势下产品迭代频率提升，行业需求加速释放。公司深度绑定优质大客户，合作长期稳定，募投产能释放增强公司接单能力，伴随原材料价格稳步回落、人民币贬值，盈利水平有望持续修复，我们预计公司 22-24 年归母净利润 1.3/1.7/2.1 亿元，同比+58.9%/+32.4%/+22.1%，对应 PE 为 23.5x/17.7x/14.5x，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

客户集中度较高的风险：公司前五大客户收入占比 80%以上，若未来主要客户销售出现波动或与公司合作关系中止，可能对公司经营产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为不锈钢，原材料占成本比约为 60%，原材料价格波动对公司毛利率可能产生不利影响。

募投项目进度不及预期：募投项目尚未投产，实施过程存在一定不确定性。

汇率波动风险：公司外销收入超过 80%，出口业务主要以美元结算，汇率波动将对业绩产生影响。

海外贸易政策变化风险：公司产品以外销为主，主要客户所在国家和地区贸易政策的不确定性会对公司出口销售产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	173.28	273.58	288.82	471.26	636.48
应收票据及应收账款	63.13	60.56	179.90	146.59	218.48
预付账款	2.50	10.92	5.12	17.81	11.25
存货	60.04	112.72	209.00	215.19	271.68
其他	13.16	60.09	67.04	72.38	72.14
流动资产合计	312.12	517.88	749.88	923.21	1,210.03
长期股权投资	1.01	1.14	1.14	1.14	1.14
固定资产	93.10	99.64	88.10	76.56	65.01
在建工程	0.62	60.03	60.03	60.03	60.03
无形资产	53.85	47.91	45.82	43.73	41.64
其他	4.50	10.52	3.22	3.27	4.15
非流动资产合计	153.07	219.24	198.30	184.73	171.97
资产总计	465.19	737.12	948.18	1,107.94	1,382.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	47.95	66.75	170.77	137.57	209.06
其他	24.97	42.47	39.18	60.63	53.44
流动负债合计	72.92	109.22	209.94	198.20	262.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.95	4.53	3.54	3.67	3.91
非流动负债合计	2.95	4.53	3.54	3.67	3.91
负债合计	77.81	132.43	213.48	201.87	266.40
少数股东权益	0.99	0.35	(0.70)	(2.08)	(3.76)
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	82.69	213.73	213.73	213.73	213.73
留存收益	229.43	291.60	422.20	595.17	806.38
其他	(0.72)	(1.00)	(0.54)	(0.75)	(0.76)
股东权益合计	387.38	604.69	734.70	906.07	1,115.59
负债和股东权益总计	465.19	737.12	948.18	1,107.94	1,382.00

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	64.30	81.53	130.60	172.97	211.22
折旧摊销	15.56	16.96	13.63	13.63	13.63
财务费用	7.99	3.66	0.00	0.00	0.00
投资损失	(1.64)	(5.69)	(1.98)	(3.11)	(3.59)
营运资金变动	(23.19)	8.60	(128.22)	(2.56)	(57.93)
其它	7.27	(9.38)	(1.05)	(1.39)	(1.68)
经营活动现金流	70.30	95.68	12.98	179.55	161.64
资本支出	7.28	71.95	0.99	(0.13)	(0.24)
长期投资	(0.06)	0.13	0.00	0.00	0.00
其他	(18.24)	(203.86)	0.99	3.24	3.84
投资活动现金流	(11.03)	(131.78)	1.98	3.11	3.59
债权融资	(7.05)	(2.93)	(0.19)	0.00	0.00
股权融资	(0.83)	105.77	0.46	(0.22)	(0.01)
其他	4.13	36.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(3.76)	139.09	0.27	(0.22)	(0.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	55.51	102.99	15.24	182.44	165.23

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	355.59	585.63	958.00	1,258.15	1,517.47
营业成本	228.85	417.36	667.01	877.02	1,058.44
营业税金及附加	2.04	2.36	6.38	6.89	8.18
销售费用	18.27	14.58	38.32	50.33	60.70
管理费用	18.76	27.40	46.67	62.17	73.30
研发费用	18.23	27.42	47.10	61.76	73.38
财务费用	7.05	3.12	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(2.69)	(7.31)	(4.25)	(4.75)	(5.43)
公允价值变动收益	3.50	0.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.64	5.69	1.98	3.11	3.59
其他	(14.75)	0.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.67	93.89	150.26	198.34	241.64
营业外收入	0.23	0.05	0.13	0.14	0.11
营业外支出	0.08	0.89	0.46	0.48	0.61
利润总额	74.82	93.05	149.93	198.00	241.14
所得税	10.52	11.52	20.38	26.42	31.60
净利润	64.30	81.53	129.55	171.58	209.54
少数股东损益	(0.53)	(0.64)	(1.05)	(1.39)	(1.68)
归属于母公司净利润	64.84	82.17	130.60	172.97	211.22
每股收益(元)	0.65	0.82	1.31	1.73	2.11

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-12.19%	64.69%	63.58%	31.33%	20.61%
营业利润	-10.61%	25.73%	60.03%	32.00%	21.83%
归属于母公司净利润	-9.82%	26.73%	58.94%	32.44%	22.11%
获利能力					
毛利率	35.64%	28.73%	30.37%	30.29%	30.25%
净利率	18.23%	14.03%	13.63%	13.75%	13.92%
ROE	16.78%	13.60%	17.76%	19.05%	18.87%
ROIC	36.33%	41.25%	47.93%	43.76%	55.02%
偿债能力					
资产负债率	16.73%	17.97%	22.51%	18.22%	19.28%
净负债率	-44.73%	-45.21%	-39.31%	-52.01%	-57.05%
流动比率	4.17	4.05	3.57	4.66	4.61
速动比率	3.37	3.17	2.58	3.57	3.57
营运能力					
应收账款周转率	6.32	9.47	7.97	7.71	8.31
存货周转率	5.60	6.78	5.96	5.93	6.23
总资产周转率	0.81	0.97	1.14	1.22	1.22
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.82	1.31	1.73	2.11
每股经营现金流	0.70	0.96	0.13	1.80	1.62
每股净资产	3.86	6.04	7.35	9.08	11.19
估值比率					
市盈率	47.30	37.32	23.48	17.73	14.52
市净率	7.94	5.07	4.17	3.38	2.74
EV/EBITDA	0.00	11.46	15.91	11.54	8.95
EV/EBIT	0.00	12.59	17.29	12.30	9.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com