

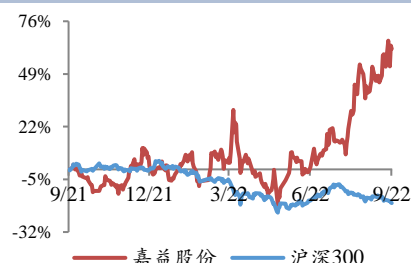
保温杯精益制造商，成长型客户群赋能发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-09-02

收盘价（元）	33.59
近 12 个月最高/最低（元）	34.45/16.89
总股本（百万股）	100
流通股本（百万股）	25
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	34
流通市值（亿元）	8

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：

- **中高端不锈钢杯壶制造商。**公司是国内知名不锈钢杯壶制造商之一。17-21 年间营收/净利润 CAGR 分别为 14.6%/33.65%。公司以国际知名品牌代工业务为主，核心大客户有 PMI、Takeya 等，OEM/ODM 业务合计占比超 80%，外销占比超 90%。
- **行业具备优异成长性，疫情后户外休闲场景提高增速斜率。**当前，野营、骑行等户外休闲场景驱动订单高增长；中期，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。根据公司招股书，2020 年全球不锈钢保温杯市场规模约 68.3 亿美元，同比+8.8%。**中国是全球保温杯生产和出口的大动脉：**根据公司招股书，2018 年中国不锈钢真空器皿产量占全球的 64.7%，2021 年我国保温杯产量达 6.53 亿只。有浙江、广东两大集群，其中浙江金华为“中国口杯之都”。根据海关数据，保温杯近五年出口额 CAGR 达 22.6%，呈现长期优异成长性。22 年 1-7 月累计出口金额 8.68 亿美元，同比+53.3%，增速斜率在 21 年基础上持续向上。
- **公司：供需格局优异，产能释放业绩增长可期。**高盈利、高周转赋能高于行业的 ROE，公司近 5 年平均 ROE 为 22.8%。17-21 年公司净利率、总资产周转率平均值分别 15.8%和 1.07 次，主要基于“小批量、多批次、高档次”订单的商业模式选择。**客户端：**坚持大客户战略，深度绑定具备高成长性的国际知名客户，提供中高端价格带产品。**供需格局优异，产能逐渐释放有望带来确定性业绩增长。**近四年保温杯平均产能利用率 98.7%，接近饱和。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%。募投项目稳步推进，扩产后每年将新增产量约 1000 万只，打开接单能力，容纳更多客户数量。
- **景气周期叠加扩产周期，高复合增速值得期待。**公司凭借大客户战略与小而精的生产优势，供需延续高景气，随新产能落地业绩有望持续攀升。预计公司 22-24 年净利润分别 1.8/2.2/2.6 亿元，同比+119.8%、23.7%、17.6%；对应 PE 为 18.8X/15.2X/12.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**产能投放不及预期、海外贸易政策恶化、汇率波动等。

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	586	931	1084	1395
收入同比（%）	64.7%	59.0%	16.4%	28.7%
归属母公司净利润	82	181	223	263
净利润同比（%）	26.7%	119.8%	23.7%	17.6%
毛利率（%）	28.7%	31.1%	32.5%	31.4%
ROE（%）	13.6%	23.9%	22.8%	21.2%
每股收益（元）	0.94	1.81	2.23	2.63
P/E	21.79	18.77	15.17	12.90
P/B	3.39	4.49	3.47	2.73
EV/EBITDA	15.64	14.54	10.49	8.86

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 嘉益股份：中高端不锈钢杯壶制造商.....	5
OEM/ODM 业务增速亮眼，驱动公司业绩高增	5
核心管理团队年富力强，股权激励彰显发展信心.....	8
2 保温杯行业：具备优异成长性的细分消费成长赛道.....	10
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	11
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	15
3 公司：供需格局优异，产能释放业绩增长可期.....	18
生产端：具备高品质、柔性化、快速交付的生产能力	19
客户端：深度绑定具备高成长性的国际知名客户	22
供需格局优异，产能逐渐释放带来确定性业绩增长.....	24
4 盈利预测与估值分析	25
风险提示：	26
财务报表与盈利预测	27

图表目录

图表 1 公司产品矩阵.....	5
图表 2 2017 年至今公司营收及增速	6
图表 3 2017 年至今公司归母净利润及增速	6
图表 4 2017 年至今公司各品类营收情况 (亿元)	6
图表 5 2021 年公司产品结构	6
图表 6 2017 年至今内外销营收及增速 (亿元)	7
图表 7 2021 年公司内外销销售占比	7
图表 8 2017-2020 年 OEM/ODM/OBM 营收 (亿元)	7
图表 9 2020 年公司 OEM/ODM/OBM 销售占比	7
图表 10 2017 年至今公司毛利率、净利率	8
图表 11 2017 年至今公司各产品毛利率	8
图表 12 2017 年至今公司主营成本构成	8
图表 13 2017 年至今公司期间费用情况	8
图表 14 公司股权结构图	9
图表 15 公司董事、高管履历	9
图表 16 公司股权激励对应业绩指标	10
图表 17 不同材质杯壶对比	10
图表 18 2014-2021 年中国不锈钢粗钢产量 (万吨)	11
图表 19 中国不锈钢产量占全球比重	11
图表 20 全球不锈钢真空保温器皿市场规模 (亿美元)	11
图表 21 我国 2017-2027E 保温杯产量及增速	12
图表 22 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比	12
图表 23 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比	12
图表 24 我国不锈钢保温器皿出口金额及增速	13
图表 25 2019 年至今我国不锈钢保温器皿月度出口额	13
图表 26 2022 年国内保温器皿单月出口额 (亿美元)	13
图表 27 国内保温杯行业集中度情况 (产能口径)	13
图表 28 四家企业 2021 年不锈钢保温器皿产能 (万只)	13
图表 29 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册资金分布	14
图表 30 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册地分布	14
图表 31 哈尔斯、嘉益股份外销占比	14
图表 32 国内保温杯品牌矩阵	14
图表 33 四家公司保温杯历年产能利用率	15
图表 34 全球户外用品行业规模稳健增长	15
图表 35 2016 年全球户外零售产品销售额占比 (%)	15
图表 36 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今营收表现	16
图表 37 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现	16
图表 38 2016-22Q1 YETI 营收及增速 (亿美元)	17
图表 39 2016-2021H1 YETI 扣非归母净利润及增速	17

图表 40 保温杯壶在户外休闲场景中的运用	17
图表 41 STANLEY 多场景/多功能杯壶举例	18
图表 42 LULULEMON 运动专用保温瓶	18
图表 43 国内真空保温器皿市场规模 (亿元)	18
图表 44 2018 年我国与其他国家不锈钢保温杯人均保有量	18
图表 45 2017 年至今公司杜邦分析	19
图表 46 可比公司杜邦分析	19
图表 47 2017 年至今公司研发费用及增速	20
图表 48 可比公司研发费用率	20
图表 49 公司核心技术列举	20
图表 50 永武缙三地区位示意图	21
图表 51 公司 2020 年前五大供应商情况及采购信息	21
图表 52 2017-2020 年公司不锈钢保温杯型号数量 (个)	22
图表 53 2017-2020 年公司销售商品中新品占比	22
图表 54 公司 OEM/ODM 产品历年销量 (万只) 及对应的开始销售年度	22
图表 55 2017 年至今各公司前五大客户销售占比	23
图表 56 公司第一大客户 PMI 历年销售占比	23
图表 57 公司主要客户情况以及合作时间	23
图表 58 公司主要客户经营各类品牌情况	23
图表 59 主要客户历年销售占比变动趋势	24
图表 60 公司主要客户历年单价 (元/只) 对比	24
图表 61 公司 2017-2021 年不锈钢真空器皿产能利用率 (万只)	24
图表 62 公司上市以来 PE-TTM	25
图表 63 公司上市以来市值 (亿元)	25
图表 64 杯壶类可比公司 PE-TTM	26
图表 65 户外休闲板块可比公司 PE-TTM	26

1 嘉益股份：中高端不锈钢杯壶制造商

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，与国内同行业企业相比具有品质精良、自动化程度较高、研发设计能力强、产品线丰富等特点。

图表 1 公司产品矩阵

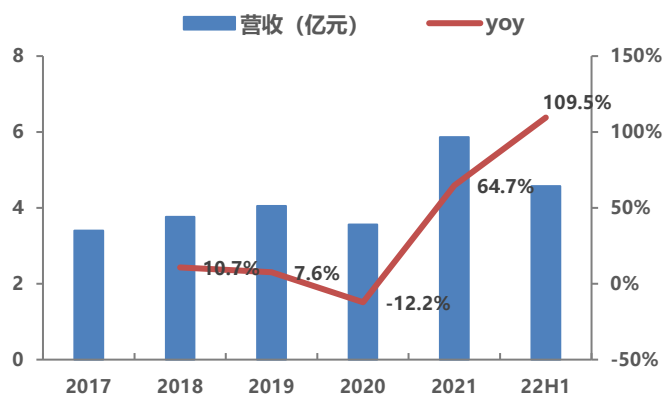
产品类别	产品特性	产品用途	图例
不锈钢真空保温器皿	保温性能好、安全便携、节能环保、外观时尚、功能丰富	保温杯、保温瓶、焖烧罐、保温壶、智能杯等	
非真空器皿			
不锈钢器皿	耐用、不易碎、耐磨损、美观大方	汽车杯、不锈钢杯	
塑料器皿	轻便易携带、不易摔碎	塑料杯	
玻璃器皿	美观、透明度高、耐磨损、不易变色褪色	玻璃杯	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

OEM/ODM 业务增速亮眼，驱动公司业绩高增

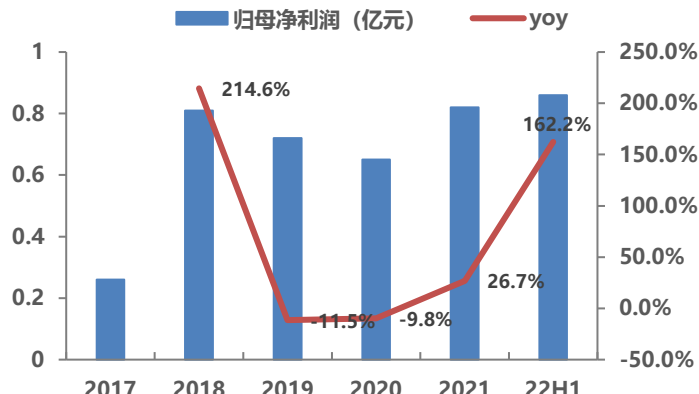
公司近 5 年净利润 CAGR 高达 33.65%，营收 CAGR 为 14.6%。公司业绩增速亮眼，2017-2021 年间公司营收 CAGR 为 14.6%，其中 2020 年受疫情影响营收小幅下滑，但 2021 年公司营收反弹强劲，实现 5.86 亿元达到历史新高，同比增长 64.7%；归母净利润方面，公司 2017-2021 年间归母净利润 CAGR 高达 33.65%，净利润复合增速远高于营收，体现出公司的高盈利能力，2021 年公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比+26.7%，22H1 业绩高成长性延续，净利润同比+162.2%至 0.86 亿元。

图表 2 2017 年至今公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

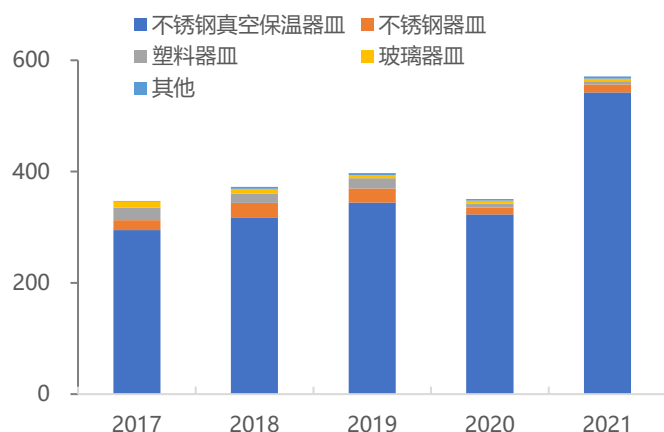
图表 3 2017 年至今公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

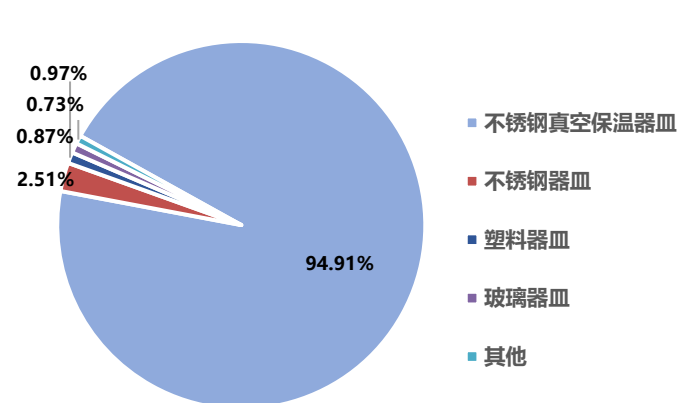
不锈钢真空保温器皿为公司核心业务,2021 年占比 94.91%。按产品品类来看,不锈钢真空保温器皿为公司核心业务,占比由 2017 年的 84.83%提升至 2021 年的 94.91%;公司 2021 年不锈钢真空保温器皿实现营收 5.42 亿元,同比+67.89%,贡献营收增长的主要增量,2017-2021 年该产品营收 CAGR 为 16.4%,22H1 不锈钢真空保温器皿营收 4.3 亿元,同比+116.19%。

图表 4 2017 年至今公司各品类营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

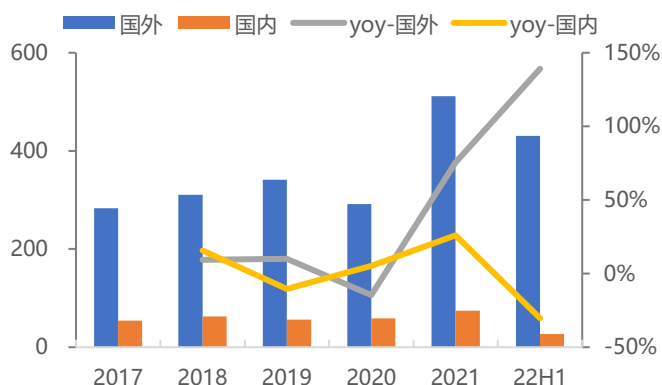
图表 5 2021 年公司产品结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

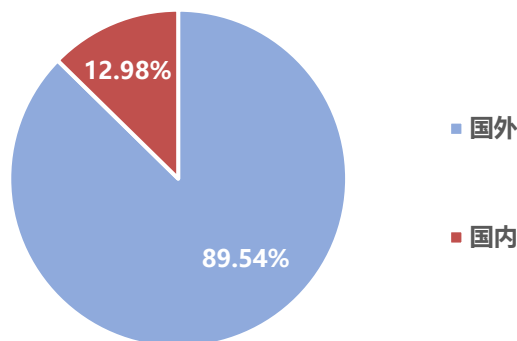
从区域来看,公司以外销为主,2021 年外销占比接近 90%。公司主要销售地区为海外市场,通过为国际知名品牌进行 OEM/ODM 代工进行,公司外销占比基本保持稳定,2020 年受疫情影响占比略有下滑,2021 年公司外销占比 89.54%,外销收入 5.11 亿元,2017-2021 年外销营收 CAGR 为 15.9%,外销增长势头强劲(内销 CAGR 为 8.2%)。22H1 公司外销、内销分别 4.31/0.27 亿元,同比分别+139.1%、-30.27%。

图表 6 2017 年至今内外销营收及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

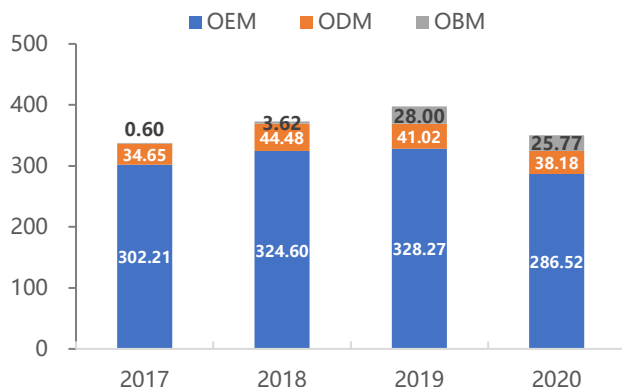
图表 7 2021 年公司内外销销售占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

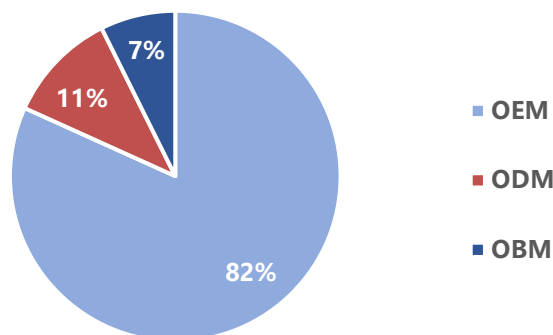
OEM/ODM 为核心销售模式, OBM 处于起步培育期。按销售模式来看,公司以 OEM/ODM 代工为主, 2017-2021 年代工业务 (OEM+ODM) 平均占比 96.11%。其中 2020 年 OEM/ODM 占比分别为 81.75%/10.89%; 除代工外, 近年来公司也逐步加强自有品牌建设, 收购了原 PMI 旗下的 miGo 品牌, 当前公司拥有 miGo、ONE2Go 两大品牌, 自有品牌占比由 2017 年的 0.18% 提升至 2020 年的 7.35%; 公司自有品牌仍处于起步培育期, 体量和占比较小, 凭借多年国际品牌代工经验, 看好未来自有品牌发展。

图表 8 2017-2020 年 OEM/ODM/OBM 营收 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

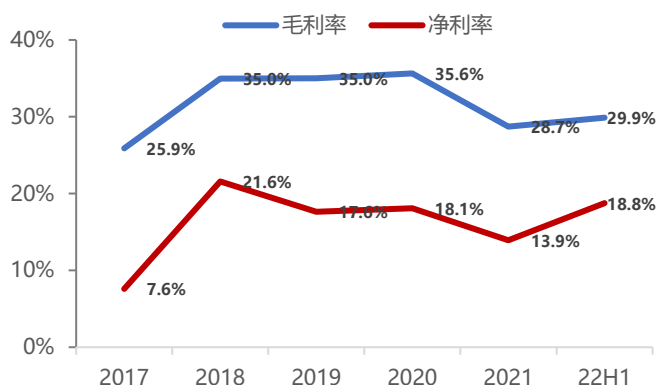
图表 9 2020 年公司 OEM/ODM/OBM 销售占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

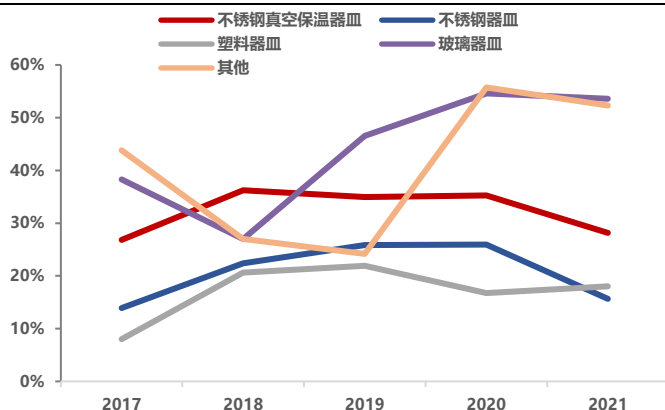
公司毛利率增长稳健, 核心产品毛利率常年稳定。公司专注“小而精”生产, 同时坚持大客户战略, 拥有生产端、客户端双重壁垒, 历年来毛利率稳健增长; 2020 年在疫情压力下毛利率仍有小幅提升。2021 年公司毛利率 28.73%, 较 2020 年下滑 6.91pct, 主因 21 年人民币汇率持续升值, 公司外销占比接近 9 成, 受汇率波动影响较大, 其次是会计准则调整影响, 公司 2021 年将货代代理和运费调整至成本, 导致当年毛利率下滑。22H1 人民币汇率下行, 公司毛利率 29.9%, 同比+0.48pct。

图表 10 2017 年至今公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2017 年至今公司各产品毛利率

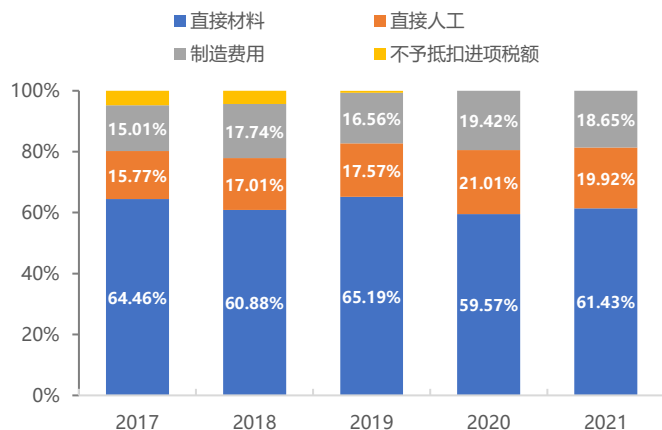


资料来源: wind, 华安证券研究所

从成本和费用来看, 原材料成本占比最高, 期间费用自 2020 年起稳步下降, 费用管理成效初显。从公司主营成本构成来看, 原材料成本占比最高, 约为 60%; 直接人工和制造费用占比接近, 2019 年起人工成本占比小幅提升, 主因公司同期工资及社保有所提升所致。

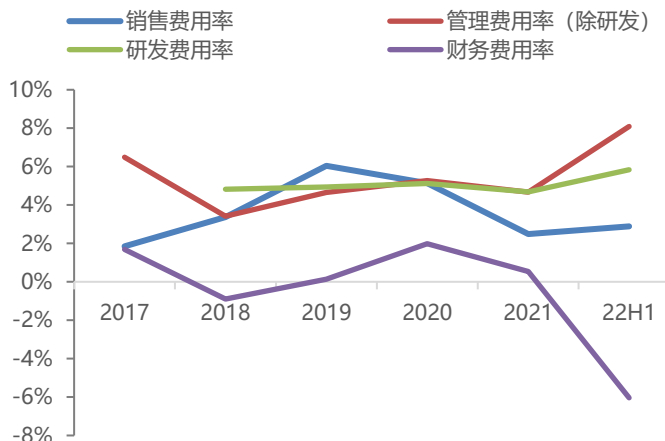
从公司期间费用来看, 期间费用整体占比较低, 主因公司规模较小, 核心业务与下游大客户稳定, 相关费用开支较少。且自 2020 年起公司期间费用稳步下降, 一方面得益于产能提升后规模效应显现, 另一方面公司加强智能化、精细化生产, 费用管控能力较好。

图表 12 2017 年至今公司主营成本构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2017 年至今公司期间费用情况

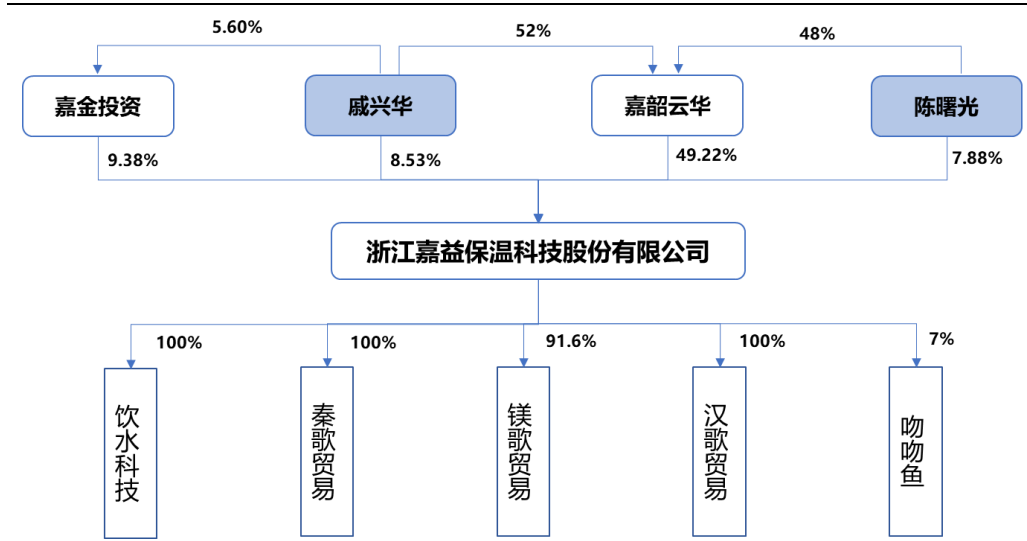


资料来源: wind, 华安证券研究所

核心管理团队年富力强, 股权激励彰显发展信心

公司股权集中, 实控人合计持股 66.16%。公司股权集中, 实控人戚兴华、陈曙光夫妇合计持股 66.16%, 其中戚兴华先生通过直接、间接持有公司 34.65% 的股权, 陈曙光女士合计持有公司 31.51% 股权。此外, 嘉金投资为员工持股平台, 持有公司 9.38% 的股权。

图表 14 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心管理团队年富力强，常年稳定。公司董事长威兴华先生现年 42 岁，拥有多年实业经验，是年富力强的企业家，对市场流行趋势等理解更为透彻，契合公司创新、智能化的发展路线；其余董事及高管均出身实业，行业经验丰富，管理团队常年稳定。

图表 15 公司董事、高管履历

姓名	职位	履历
威兴华	董事长	1980年生，2000年10月至2002年2月任浙江永康日用品有限公司销售员；2002年5月至2004年5月任永康市加益日用品有限公司总经理；2004年5月至2017年11月任嘉益有限合伙执行董事；2017年11月至今任公司董事长。
陈曙光	董事	1996年10月至1998年12月任浙江永康力士达铝业有限公司销售会计；1999年10月至2002年2月任浙江永康日用品有限公司会计；2002年5月至2004年5月任永康市加益日用品有限公司监事；2004年5月至2017年11月任嘉益有限监事、采购员；2017年11月至今任嘉益股份董事、现任公司董事、销售总监助理。
朱中萍	董事、总裁	1988年3月至1996年6月任金华面砖一厂车间主任；1996年6月至2002年4月任金华尖峰陶瓷有限责任公司行政部经理；2002年5月至2004年5月任永康市加益日用品有限公司经理；2004年5月至2017年11月任嘉益有限总经理；2017年11月至今任公司董事、总经理。
顾代华	董事、副总	2001年9月至2004年7月任浙江林炎集团有限公司业务员；2004年7月至2017年11月任嘉益有限销售总监；2017年11月至2018年5月任嘉益股份董事、销售总监；2018年5月至今任公司董事、副总经理。
胡灵慧	财务总监	2001年10月至2004年2月任永康市城建五金工具有限公司主办会计；2004年2月至2017年11月任嘉益有限财务经理、财务总监；2017年11月至今任公司财务总监。
叶松	董秘	曾任职于中国银行玉环支行信用卡部、风险管理部、浙江西子律师事务所、上海杉德银卡通信息服务有限公司风险管理部。2010年8月至2022年7月担任浙江双环传动机械股份有限公司等风控总监、副总经理、董事会秘书、董事会顾问等职务。2022年8月就职于本公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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 亿元，此次股权激励计划也充分彰显公司未来发展信心。

图表 16 公司股权激励对应业绩指标




	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 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。

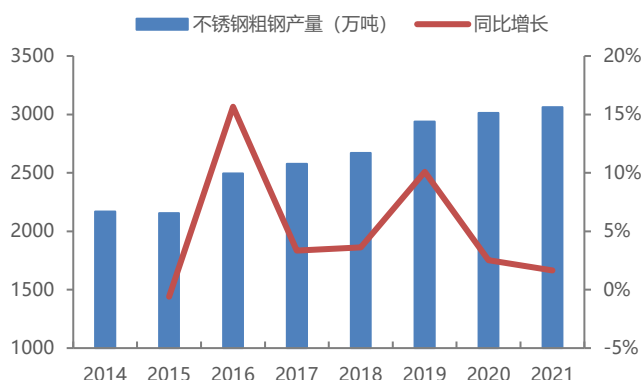
图表 17 不同材质杯壶对比

杯壶类型	细分品类	适用场景人群	使用痛点
	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		
	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	同等体积下容量较小，重量大，不利于携带
	保温壶（含焖烧壶）		
	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	
	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

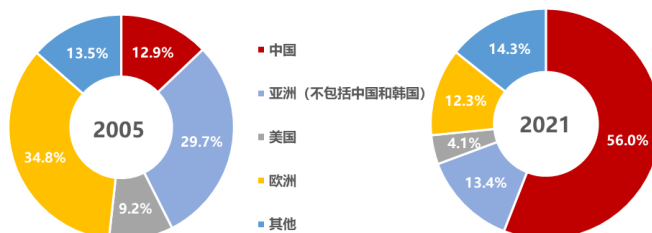
上游：我国不锈钢产量全球第一，原材料供给充足。不锈钢真空保温器皿的主要原材料为 304/316 不锈钢，我国是全球最大的不锈钢生产国，我国不锈钢产量占全球比重由 2005 年的 12.9% 提升至 2021 年的 56%。2021 年我国不锈钢粗钢产量 3063.2 万吨，同比+1.64%，2014-2021 年不锈钢粗钢产量 CAGR 为 5.1%。领先的不锈钢产量为保温杯壶的生产提供充足原材料。

图表 18 2014-2021 年中国不锈钢粗钢产量 (万吨)



资料来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会, 华安证券研究所

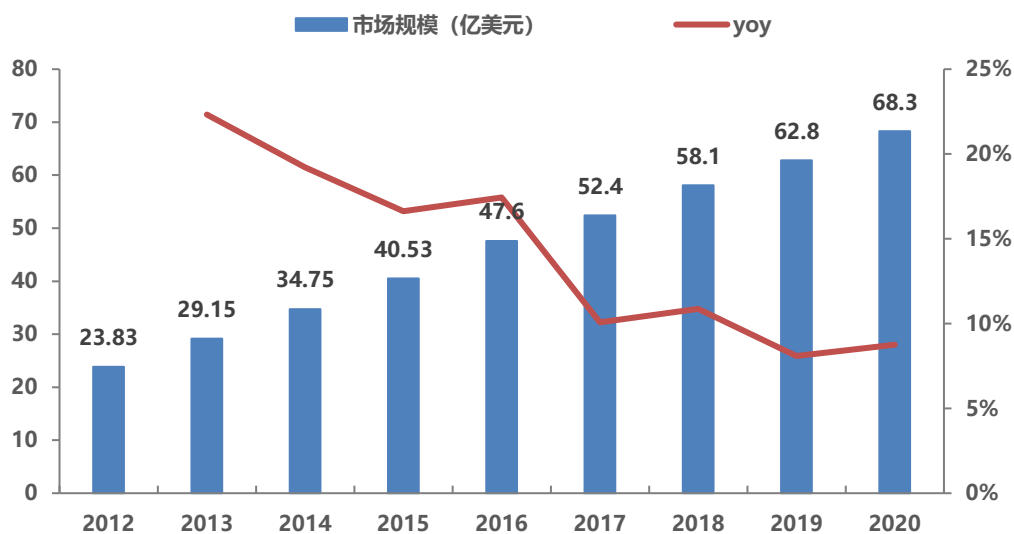
图表 19 中国不锈钢产量占全球比重



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 20 全球不锈钢真空保温器皿市场规模 (亿美元)

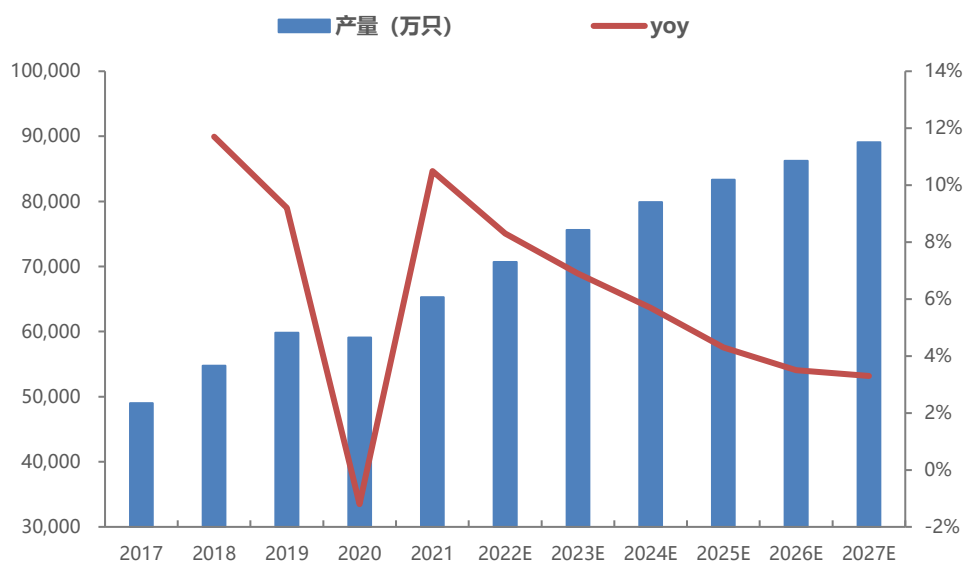


资料来源: 中国日用杂品工业协会杯壶分会, 华安证券研究所

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。

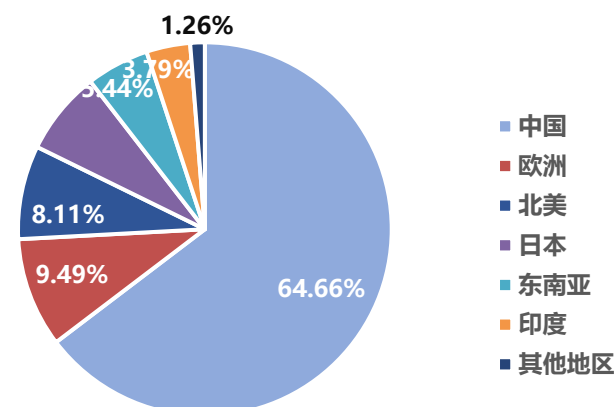
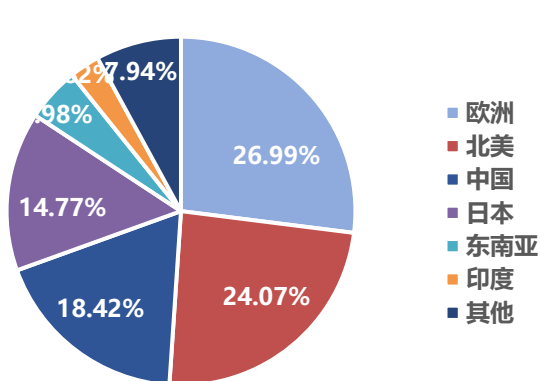
图表 21 我国 2017-2027E 保温杯产量及增速



资料来源：宇博智业，同富股份招股书，华安证券研究所

图表 22 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿消费量占比

图表 23 2018 年全球主要地区不锈钢保温器皿产量占比

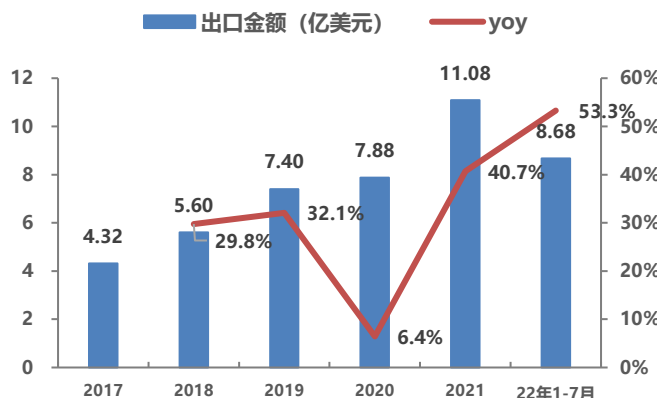


资料来源：嘉益股份招股说明书，华安证券研究所

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 1-7 月累计出口金额 8.05 亿美元，同比 +45.4%，出口高景气度延续。

图表 24 我国不锈钢保温器皿出口金额及增速



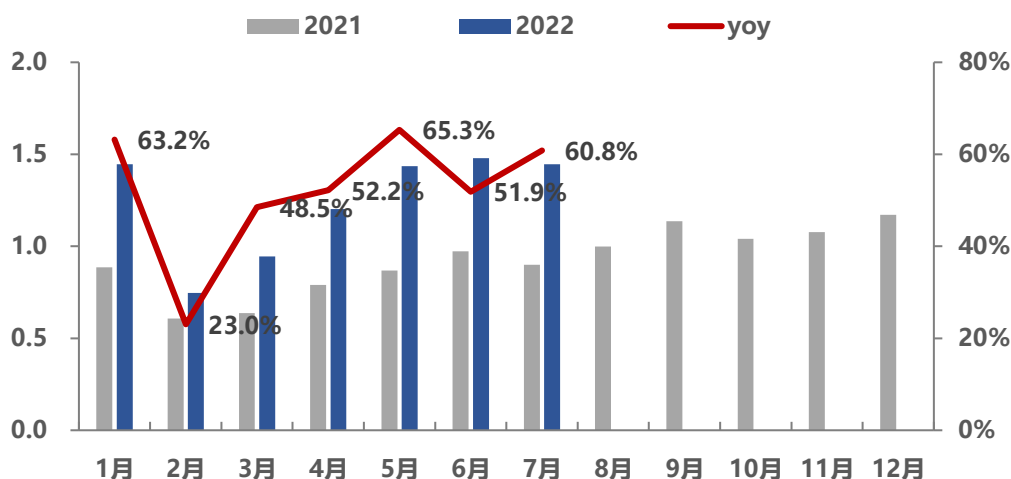
资料来源：海关总署，华安证券研究所；注：HS 为 96170090

图表 25 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

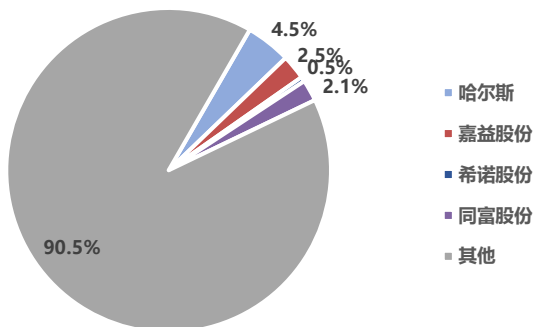
图表 26 2022 年国内保温器皿单月出口额 (亿美元)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

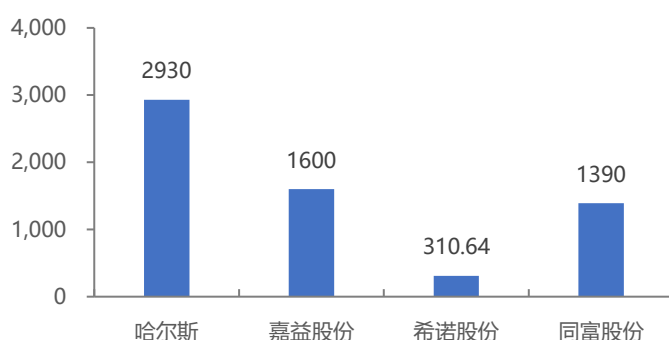
国内保温杯行业集中度较低，哈尔斯为最大的保温杯生产商。我国保温杯行业集中度较低，以 2021 年全国总产量 65292 万只来计算，哈尔斯、嘉益股份、同富股份和希诺股份市占率分别为 4.5%/2.5%/2.1%和 0.5%。其中哈尔斯为国内最大的保温杯生产商，截至 2021 年公司保温杯产能合计 2930 万只。

图表 27 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 28 四家企业 2021 年不锈钢保温器皿产能 (万只)

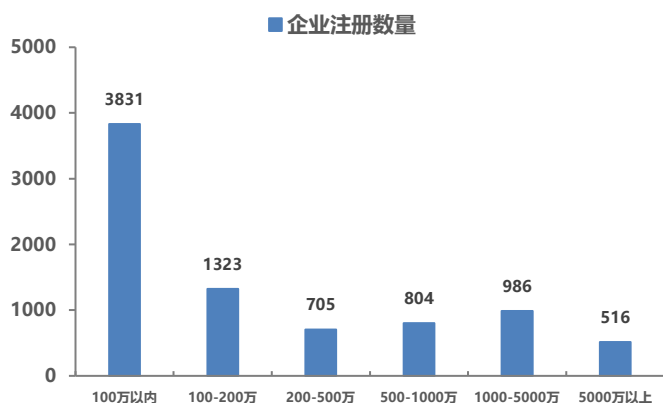


资料来源：各公司公告，华安证券研究所；

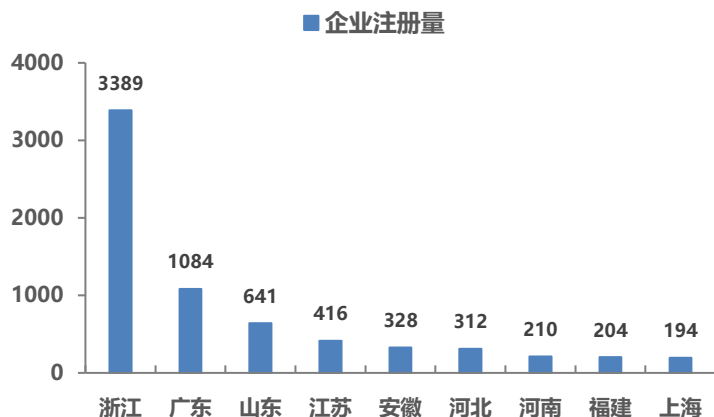
国内不锈钢保温杯以中小企业为主，形成浙江、广东两大产业集群。根据企查查，截至 2022 年 6 月，我国保温杯行业相关企业注册资金在 100 万以内的有 3831 家，占比 46.92%，我国保温杯行业以中小企业为主。从地区分布来看，截至 2022 年 6 月，我国保温杯行业相关企业注册地集中于浙江和广东两地，注册企业数量分别为 3389 家和 1084 家，根据哈尔斯投资者交流会资料，全国有 80% 保温杯产自浙江永康。

图表 29 截至 6 月我国保温杯行业相关企业注册资金分布

图表 30 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；



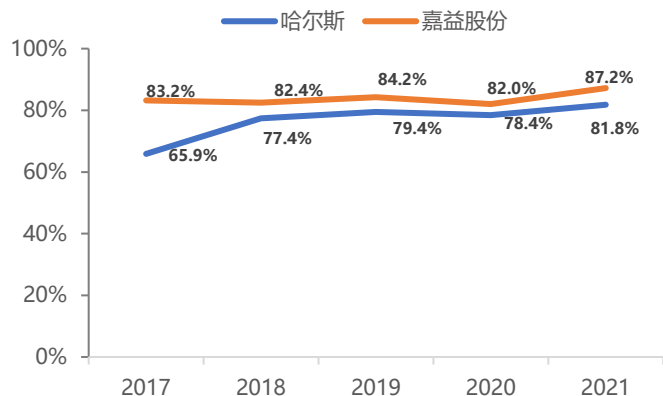
资料来源：企查查，华安证券研究所；

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%。

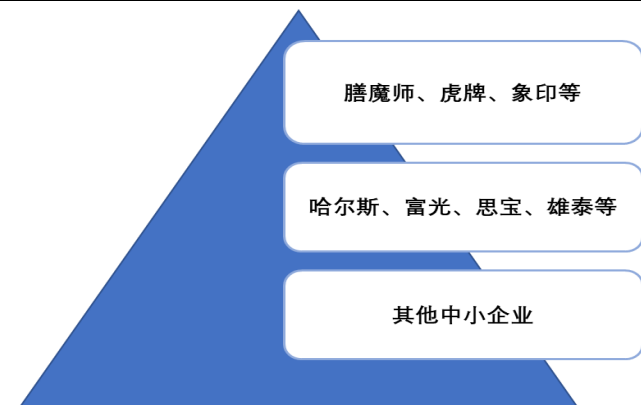
我国保温杯按价格来分主要有三类：高端保温杯品牌以进口产品为主，包括膳魔师、虎牌、象印等；近年来国内保温杯品牌如哈尔斯、富光等快速崛起，产品定位中高端，品牌影响力及消费群体扩张较快；中低端品牌则以区域性中小企业为主，产品同质化高、竞争激烈。

图表 31 哈尔斯、嘉益股份外销占比

图表 32 国内保温杯品牌矩阵



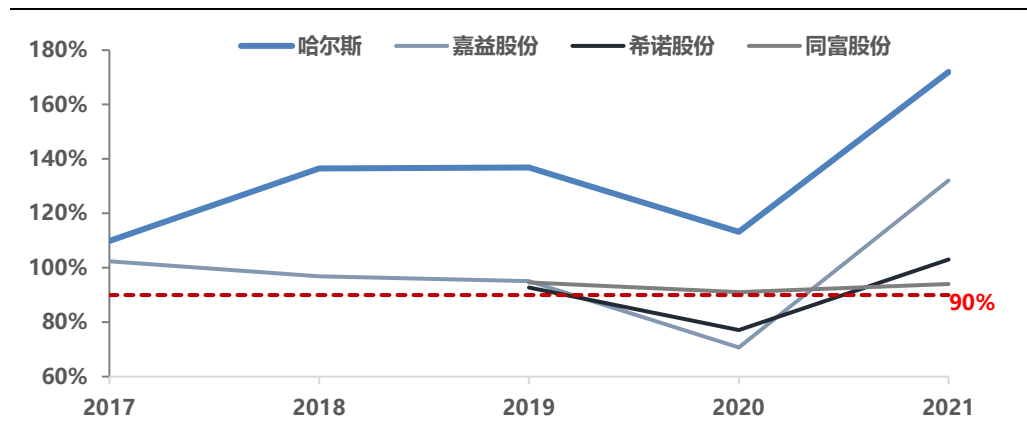
资料来源：公司公告，华安证券研究所；



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 33 四家公司保温杯历年产能利用率



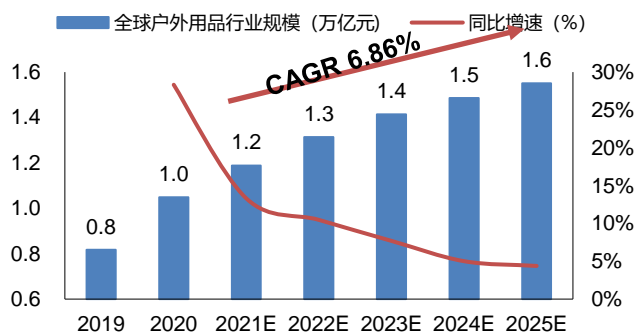
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

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：

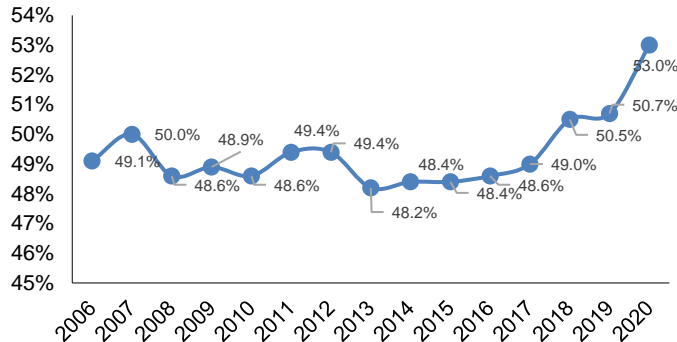
(1) 全球户外休闲活动兴起，保温杯壶类产品以外观及功能性带来的消费属性，受益于短途出行、户外运动增加而订单放量。全球疫情反复下，兼具体育运动、旅游、休闲和社交多重属性的户外休闲活动受到人们青睐。根据华经产业研究院，全球户外用品行业规模稳健增长，2020 年全球户外用品行业营收规模近 1.05 亿元，同比+28.3%，预计 2021-2025E 的 CAGR 达到 6.86%。根据美国户外运动协会数据，2020 年美国户外运动参与率同比增长 2.3pct 至 53%。

图表 34 全球户外用品行业规模稳健增长



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 35 2016 年全球户外零售产品销售额占比 (%)



资料来源：美国户外运动协会，华安证券研究所

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 36 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	22Q2
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	5.4
yoy	21%	19%	11%	18%	53%	44%	26%	58%	36%	51%	56%	65%
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	3.1
yoy	7%	-	-	-	-	45%	55%	37%	53%	38%	47%	13%
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	0.6
yoy	16%	-	-	-	-	74%	229%	112%	55%	11%	-47%	-65%
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	17.7
yoy	6%	8%	3%	28%	1%	65%	35%	59%	156%	84%	15%	21%
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	7.3
yoy	-17%	-40%	-34%	-5%	6%	60%	105%	96%	25%	50%	16%	25%
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	2.7
yoy	-12%	-	-	-	-	65%	8%	90%	116%	50%	131%	97%

资料来源：wind，华安证券研究所

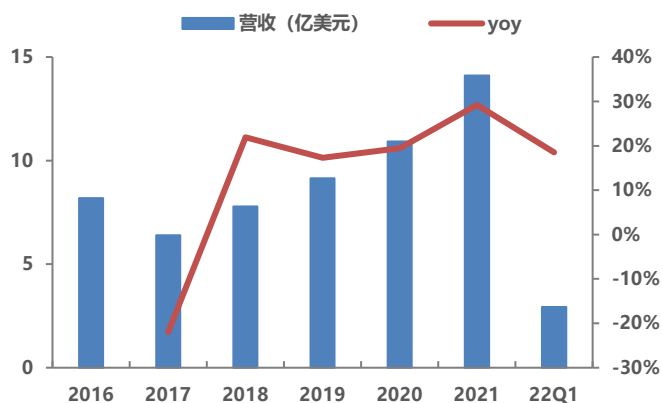
图表 37 户外休闲活动板块相关公司季 2020 年至今归母净利润表现

归母净利润 (亿元)	2020A	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2021A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
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	0.76
yoy	13%	-2%	3%	125%	112%	71%	70%	28%	52%	-301%	73%	137%
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	0.89
yoy	21%	-	-	-	-	38%	60%	34%	39%	14%	38%	18%
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	0.17
yoy	24%	-	-	-	-	68%	279%	113%	51%	-19%	-53%	-70%
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	1.42
yoy	6%	26%	194%	-12403%	-68%	-76%	-28%	-20%	-9%	-574%	-42%	-37%
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	0.96
yoy	-151%	-277%	-121%	-54%	60%	579%	213%	462%	103%	403%	20%	210%
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	0.53
yoy	-10%	-	-	-	-	27%	-13%	32%	170%	-17%	178%	154%

资料来源：wind，华安证券研究所

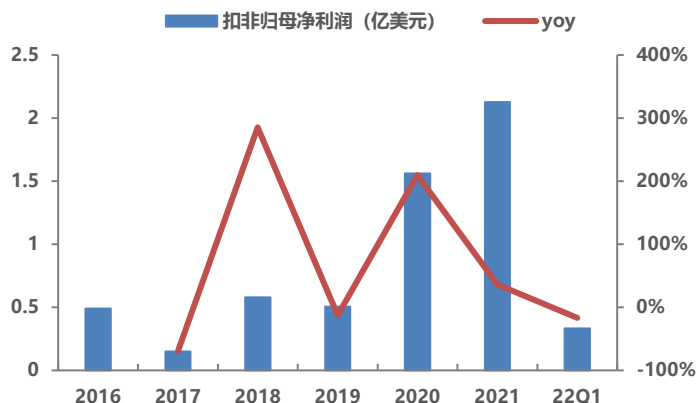
保温杯下游大客户高成长性验证高景气度。以美国户外用品 YETI 为例，YETI 为哈尔斯核心客户之一，是一家全球性的设计、零售商，也是创新耐用户外产品的经销商。从保冷杯和饮料到箱包和服装，充分满足不同户外活动的不同需求。近年来公司业绩增长迅猛，根据公司公告，公司 2021 年营收 14.11 亿美元，同比+29.2%，22Q1 营收 2.94 亿美元，同比+18.5%。公司近五年营收 CAGR 达到 11.49%；2021 年扣非归母净利润 2.13 亿美元，同比+36.3%，近五年 CAGR 高达 34.11%。

图表 38 2016-22Q1 YETI 营收及增速 (亿美元)



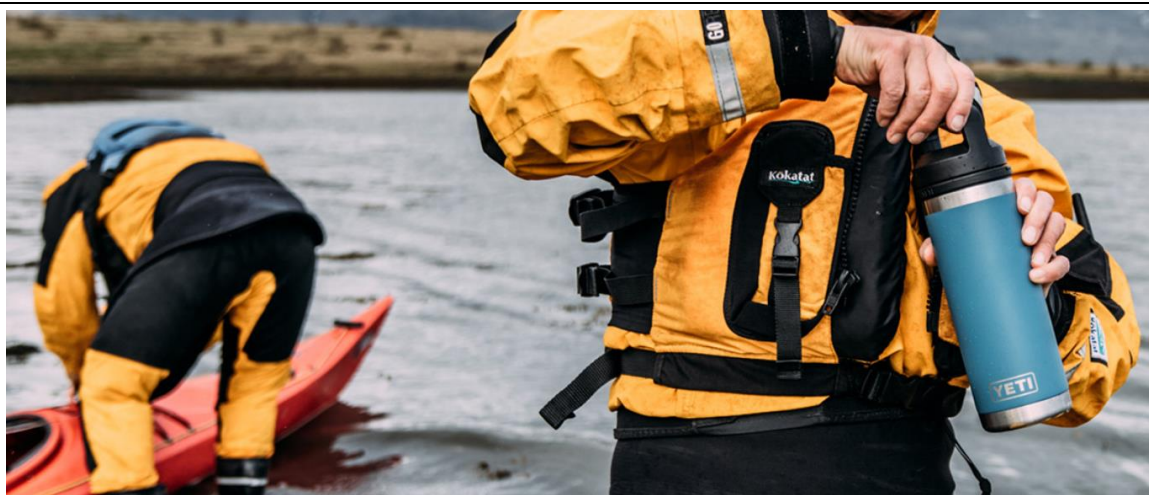
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 39 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 40 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 41 Stanley 多场景/多功能杯壶举例



图表 42 Lululemon 运动专用保温瓶

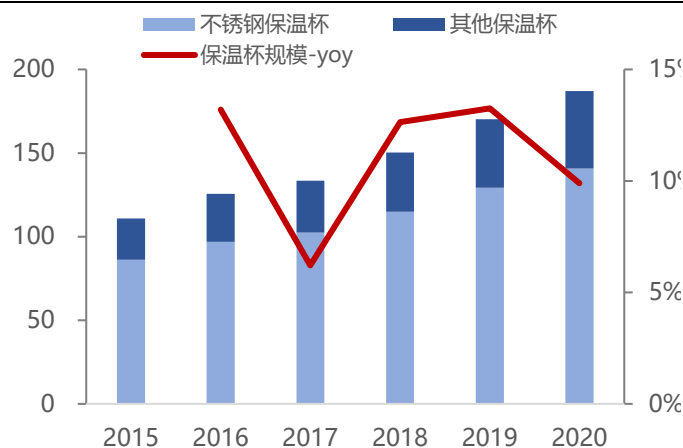


资料来源: Stanley 官网, 华安证券研究所

资料来源: Lululemon 官网, 华安证券研究所

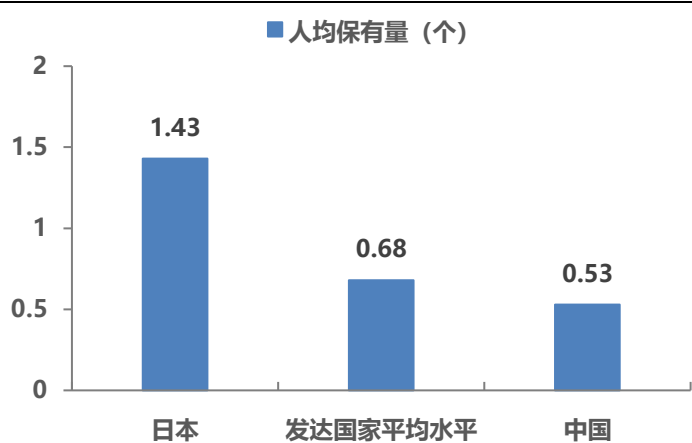
(3) 中国在内的发展中国家保温杯渗透率仍有较大提升空间, 近年国内保温杯需求增速高于全球。根据智研咨询的统计, 我国 2020 年保温杯市场规模达到 186.97 亿元, 同比+9.9%, 其中不锈钢材质的保温器皿 2020 年市场规模为 140.8 亿元, 占比 75.3%。2017-2020 年中国保温杯行业营收 CAGR 为 11.9%; 与此同时, 国内保温杯保有量较低, 未来成长空间较大。根据中商研究院数据, 2018 年我国不锈钢保温器皿人均保有量仅为 0.53 个, 低于发达国家平均水平 0.68 个, 远不及日本的平均水平 (1.43 个), 故随着人均消费能力提升与消费升级趋势, 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 43 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 44 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

3 公司: 供需格局优异, 产能释放业绩增长可期

公司 ROE 处于行业前列, 高盈利能力为核心因素。通过对行业内四家 (哈尔斯、嘉益股份、希诺股份、同富股份) 进行杜邦分析, 其中哈尔斯、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。

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；公司产能规模较大，且订单以小批量、多品种为主，总资产周转水平较高。

通过与可比公司的杜邦分析可知，公司高 ROE 源于较强的盈利能力，2021A、22H1 公司净利率分别为 13.9%/18.8%，17-21 年平均净利率为 15.8%。

图表 45 2017 年至今公司杜邦分析

嘉益股份	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	15.3%	7.6%	1.25	1.62
2018	38.8%	21.6%	1.23	1.45
2019	25.1%	17.6%	1.08	1.30
2020	18.3%	18.1%	0.81	1.23
2021	16.6%	13.9%	0.97	1.21
22H1	13.7%	18.8%	0.58	1.25

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 可比公司杜邦分析

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

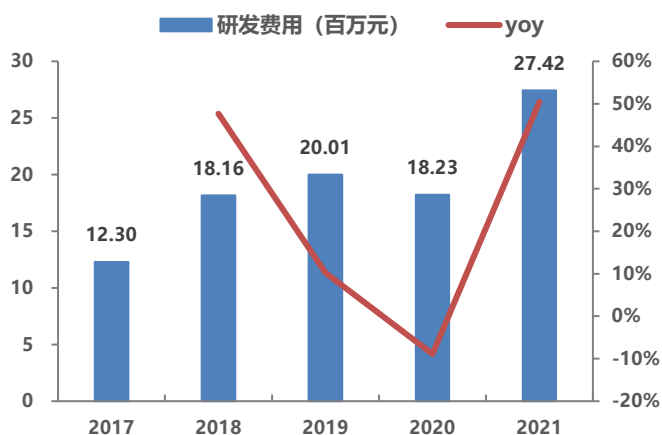
公司高盈利能力来源于：（1）生产端：研发壁垒深厚，叠加区位优势，形成柔性化、快速交付、高品质等生产优势，使得公司选择“小批量、多批次、高档次”订单的商业模式；**（2）客户端：**坚持大客户战略，深度绑定具备高成长性的国际知名客户。具体来看：

生产端：具备高品质、柔性化、快速交付的生产能力

公司坚持差异化路线，重视研发与创新。公司重视研发投入与创新，2021 年公司研发费用 2472 万元，同比+50.43%，公司研发费用率连续多年行业领先。经过多年积累，公司拥有了较为雄厚的研发设计实力，核心技术优势体现在不锈钢真空保温器皿领域中的设计制造能力，其中：1）水胀模具技术提高产品质量稳定性、节约材料；2）轻量旋薄设备可将 0.4mm 不锈钢杯体旋薄至 0.07mm，在行业内具备技术和成本优势；3）水性有机硅喷绘技术实现内部已清洗和抗腐蚀属性；4）真空空气染技术提高表面印花团渗透性，减少固废污染。

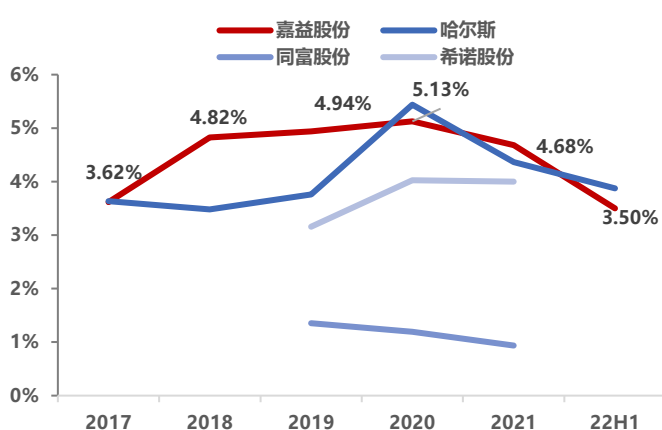
除此之外，公司还持续对现有技术进行优化、提高生产线的自动化程度、加强生产设备技改升级，从而不断提高产品质量和生产效率，满足国内外客户的需求。

图表 47 2017 年至今公司研发费用及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 可比公司研发费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 49 公司核心技术列举

技术名称	应用	技术来源	公司核心技术特点
超薄不锈钢焊接例合金密封液压成形技术	水胀工序	自主研发	公司研发的合金密封液压成形技术可以解决牛筋磨损导致的杯体长短不一问题和牛筋碎屑导致的凹点较多问题, 达到节省材料的目的。
真空气染印技术	产品的表面处理	自主研发	1、经过自主研发创新, 设置独特的底漆配方参数和烤漆参数; 2、对染印纸的涂料改性, 增加图案的渗透性; 3、采用真空吸塑包覆, 使图案全方位贴合杯身, 减少图案褶皱、歪曲等品质问题。
轻量旋薄技术	轻量产品	自主研发	独特的三轴三轮的旋薄装置会让产品质量更加稳定, 产品更加光洁, 可调节性更强, 刀具的承压力更大, 可将不锈钢内胆旋薄至 0.07mm: 在焊接时采用小圆弧底, 将内胆焊缝最小化, 产品更美观。
智能温显技术	保温壶产品的盖体结构	自主研发	公司设计生产的温显保温壶产品解决了温度显示模块的安装结构问题, 能快速拆装电池, 同时保留了便利的保温壶开关功能, 单手操作即可取开盖体并注水。
不锈钢保温杯新型表面处理技术	杯子的表面处理	自主研发	通过对设备的改进和工艺改良, 在喷涂工序可完成单色—双色渐变和横向—纵向的多色渐变。
不锈钢保温杯轧花技术	产品表面处理	自主研发	内外模具采用4轴精雕, 通过设备改良, 加大油缸的增压力, 使内外模具能同步启动、同步止转, 达到内外图案完全嵌合、无偏差, 使图案更完整、适用的图案种类更广泛。
不锈钢螺纹的精密成型加工技术	滚螺纹工序	自主研发	通过5轴加工设备对螺纹模具精加工, 对螺纹模具的起始点和收尾点进行旋转加工, 保证螺纹的精度。改良后的模具可使产品螺纹高度增加0.3mm以上, 提高了产品的密封性和安全性。
玻璃载银离子抗菌剂在保温容器上的应用	抗菌产品	自主研发	公司采用纳米抗菌技术, 在高温作用下使抗菌材料附若在内胆表面及塑件表面, 无需人工操作, 使保温食品容器在各种环境、温度下都能主动、有效发挥抗菌作用。
塑胶螺纹模具精密加工技术	杯盖螺纹	自主研发	公司开发的塑胶螺纹模具加工装置可数控制调节模具运动轨迹, 解决了在车床转动的情况下手工抛光的危险性, 实现数字化精加工, 方便后期维修, 有效降低成本, 安全性得到显著提升
智能娱乐系统在不锈钢真空保温器皿上的应用	智能杯	自主研发	公司设计开发的智能娱乐保温杯产品, 兼具温度显示、智能音箱、提示饮水、语音互动及语音留言等多种功能, 增加了产品的实用性和趣味性。
水性有机硅表面喷涂技术	内喷涂	自主研发	公司选择更安全、环保的水性有机硅材料对内胆进行喷涂, 该喷涂材料无可燃性, 与水兼容, 无油性, 与行业内常用的喷涂材料相比, 水性有机硅材料在烘烤后更坚硬、耐磨, 产品使用寿命更长, 同时具有易清洗、抗腐蚀的特点。

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

坐落五金之都, 成熟产业链条助力公司生产。公司总部位于浙江省金华市武义县, 毗邻“中国五金工匠之乡”永康。根据《永康年鉴》记载, 永康素有“五金工匠走四方, 府府县县不离康”的美誉。永康五金生产企业上万家, 从事五金产业人数超 30 万人, 五金企业产值占工业总产值 90%, 五金产品不锈钢保温杯出口量居全球第一。2000 年后, 永康五金产业逐渐向毗邻的武义、缙云县拓展, 当前, 永康(含武义、缙云)产业集群被列入浙江省产业集群转型升级示范区。

图表 50 永武缙三地区位示意图



资料来源：百度地图，华安证券研究所

永武缙三地不锈钢保温杯形成完善产业集群，有利于生产端降本增效。根据企查查，永康市及周边地区不锈钢真空保温器皿生产企业超 200 家，与永康市其他五金配套产业构建了完善配套的产业集群，形成了钢件采购、塑料配件、硅胶密封圈、杯盖、杯底、喷砂等部件和生产工序的完整产业链。根据公司公告，公司生产环节中非核心技术的部分工序（电解、电镀、抽真空等），由于所处地区市场供给充分，透明度高，公司会选择部分外协委托加工，有利于生产端的降本增效。

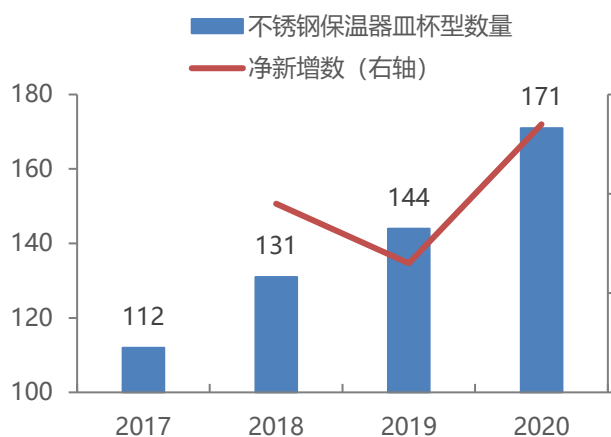
图表 51 公司 2020 年前五大供应商情况及采购信息

供应商	主营业务	2020年采购金额（万元）	占当期采购总额比例	开始合作时间
武义全进金属制品有限公司	金属制日用品、不锈钢管的制造、加工、销售	2412.07	15.73%	2017年
永康市天卓不锈钢制品有限公司	不锈钢制品制造、加工	964.89	6.29%	2019年
东莞市增元硅胶制品有限公司	硅胶制品、橡胶制品的生产、销售	673.28	4.39%	2013年
永康市瑞能不锈钢制品厂	不锈钢制品制造、加工	610.1	3.98%	早于2010年
永康市黄岗五金冲件厂	保温杯内底、五金冲件加工	450.58	2.94%	2013年

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

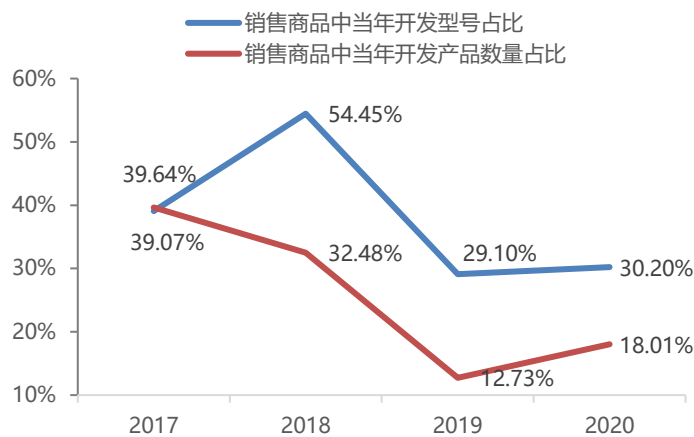
研发壁垒+区位优势下，公司推新速度快，交付能力强。公司研发能力强，每年度均有一定比例型号及数量的新品推出，体现出公司产品持续创新以及时尚属性。根据公司公告，公司 2020 年不锈钢保温器皿杯型数量达到 171 个，2017-2020 年合计净新增保温杯型号数量 59 个，每年销售商品中当年开发型号及产品数量占比较高。除每年推新品节奏较快之外，公司产品具有一定生命周期和持续竞争力，公司 2020 年销售产品中，2017 年及以前已经开始销售产品数量占比为 29.69%。公司主要产品的生命周期约在 3 年以上，部分经典款杯型生命周期超过 6 年。

图表 52 2017-2020 年公司不锈钢保温杯型号数量 (个)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 53 2017-2020 年公司销售商品中新品占比



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 54 公司 OEM/ODM 产品历年销量 (万只) 及对应的开始销售年度

项目	OEM/ODM产品	开始销售年度						小计
		2020年度	2019年度	2018年度	2017年度	2016年度	2015年度及以前	
2020年在售产品	销售数量	204.43	202.72	390.93	303.41	15.21	18.38	1,135.08
	数量占比	18.01%	17.86%	34.44%	26.73%	1.34%	1.62%	100%
2019年在售产品	销售数量		181.06	539.72	588.81	74.9	37.72	1,422.21
	数量占比		12.73%	37.95%	41.40%	5.27%	2.65%	100%
2018年在售产品	销售数量			488.96	831.79	97.46	87.13	1,505.33
	数量占比			32.48%	55.26%	6.47%	5.79%	100%
2017年在售产品	销售数量				628.15	444	512.4	1,584.55
	数量占比				39.64%	28.02%	32.34%	100%

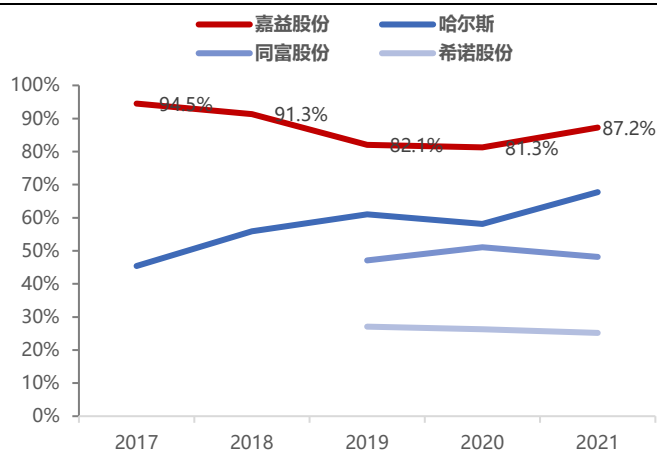
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

此外, 公司交付能力较强, 接订单至交货周期仅为 3-4 月, 满足客户需求的同时可规避原材料等成本大幅波动的影响。凭借先进与高效的技术, 以及区位优势, 公司形成了高效的交付能力。根据公司公告, 公司接订单后采购、生产至交货周期为 3-4 月, 周期相对较短, 一方面可满足客户对于时效性的需求, 增加客户黏性; 另一方面可最大程度规避原材料、汇率造成的成本及费用波动。

客户端: 深度绑定具备高成长性的国际知名客户

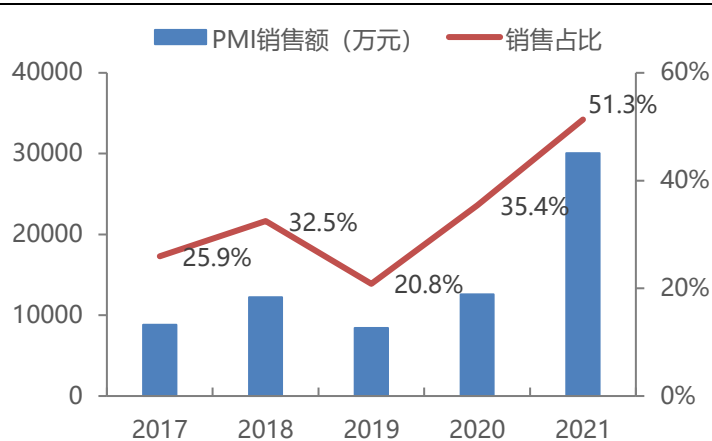
公司坚持大客户战略, 2021 年前五大客户销售占比 87.2%, 第一大客户销售占比超 50%。公司实施大客户战略, 将有限产能和资源优先配置给优质客户和优质订单, 能够快速响应客户需求, 确保产品质量和服务水平。与可比公司相比, 公司前五大客户集中度高, 2021 年公司前五大客户销售占比 87.2%, 第一大客户 (PMI) 2021 年销售额超 3 亿元, 同比+138.8%, 销售占比高达 51.3%。

图表 55 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 56 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 57 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
Takeya	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 58 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

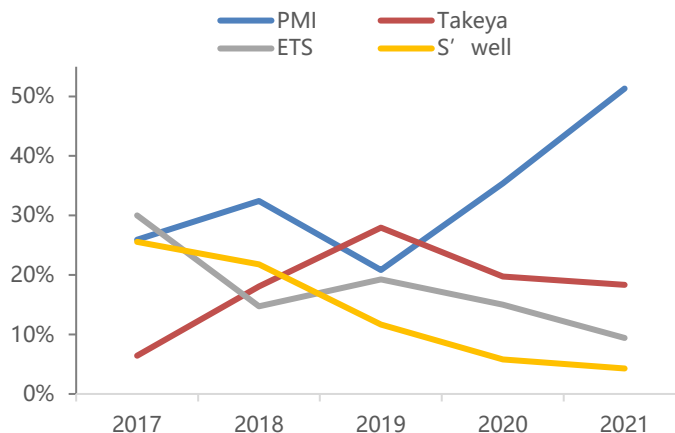
资料来源：公司公告，华安证券研究所

为实现效益最大化，公司不断优化客户结构，提升高溢价、高毛利订单占比。2017 年公司第一大客户为 ETS，占比 30.01%。根据公司公告，ETS 主要从事礼品业务，其采购产品主要系精加工程度相对较低的产品，其采购价格相对较低，故近年来 ETS 销售占比也在持续下降，2021 年相比 2017 年 ETS 销售占比下滑 20.06% 至 9.41%。

另一方面，公司 2021 年第一大客户 PMI 销售占比超 50%，PMI 近年来受益于户外运动兴起、取得星巴克北美杯壶产品开发管理经营权等多重利好，业绩增速快，成长性高，产品个性化强，采购价格较高，故公司逐渐提升 PMI 的销售占比，2021 年相比 2017 年提升 25.39%。此外，第二大客户 Takeya 在传统不锈钢真空保温器皿产品和渠道基础上，与国际知名瑜伽服装品牌 Lululemon 进行业务合作，同时发

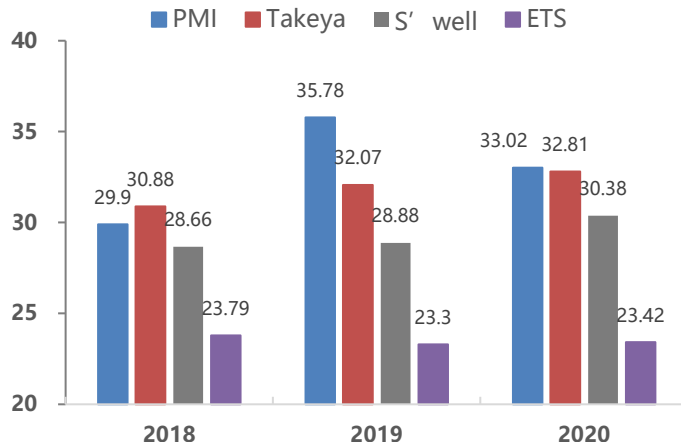
展 Best Buy 等精品店及生活馆渠道,拓展高附加值不锈钢真空保温杯产品业务占比。故近年来公司也提升了 Takeya 的销售占比。

图表 59 主要客户历年销售占比变动趋势



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 60 公司主要客户历年单价(元/只)对比

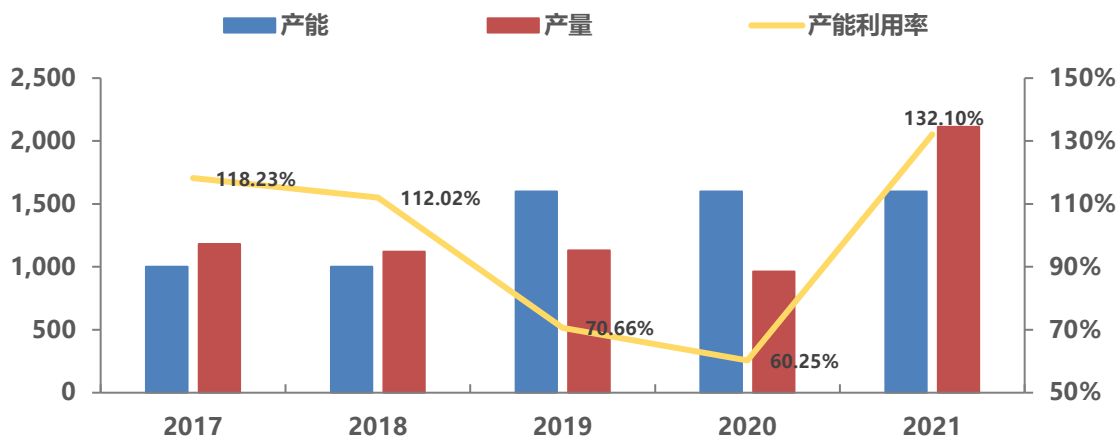


资料来源:公司公告,华安证券研究所

供需格局优异,产能逐渐释放带来确定性业绩增长

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 61 公司 2017-2021 年不锈钢真空器皿产能利用率(万只)



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，扩产后每年将增加约 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。

4 盈利预测与估值分析

盈利预测：公司当前产能利用率与产销率饱和，且保温杯出口景气度得到持续验证。2022 年下半年公司 IPO 募投项目预计达产并逐渐释放产能，根据募投计划和实际建设进度，我们预计公司今年将新增计划产能 1600 万只，预计 2023 年中期完成产能爬坡，产能释放期间，产销率继续维持饱和状态。此外，公司出口商品计价货币为美元，受人民币汇率贬值影响，公司今年售价及毛利率将同比有所提升。

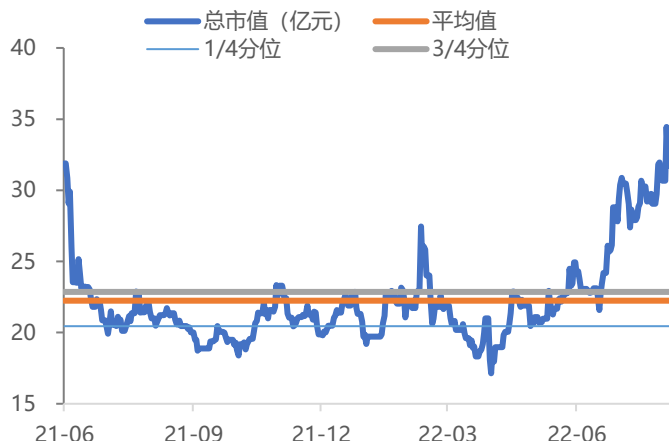
公司当前 PE-TTM 低于上市以来平均值，接近 1/4 分位。公司上市以来 PE-TTM 整体呈现震荡下行态势，自 22 年 4 月底达到最小值 17.39X 后估值逐渐修复，当前 PE-TTM 低于上市以来均值，接近 1/4 分位。公司产销旺盛，主要大客户具备高成长性，供需格局优异，产能利用率饱和，随新增产能陆续投产，业绩规模有望逐季攀升。

图表 62 公司上市以来 PE-TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 63 公司上市以来市值（亿元）

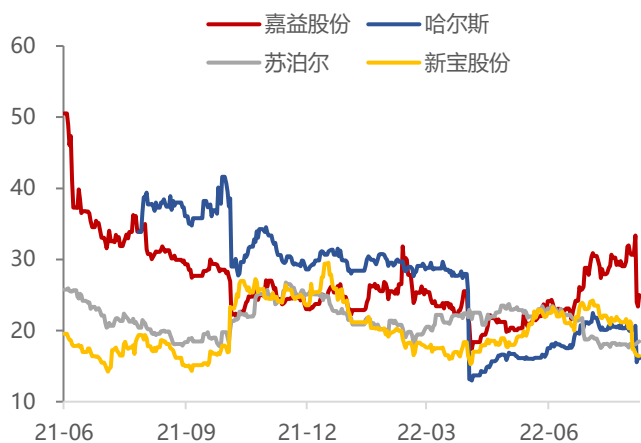


资料来源：wind，华安证券研究所

与杯壶可比公司相比，公司 PE-TTM 处于行业平均水平，由于苏泊尔、新宝股份不锈钢保温杯业务占比较低，参考意义低于同行业公司哈尔斯，公司估值变动趋势基本与哈尔斯保持一致。

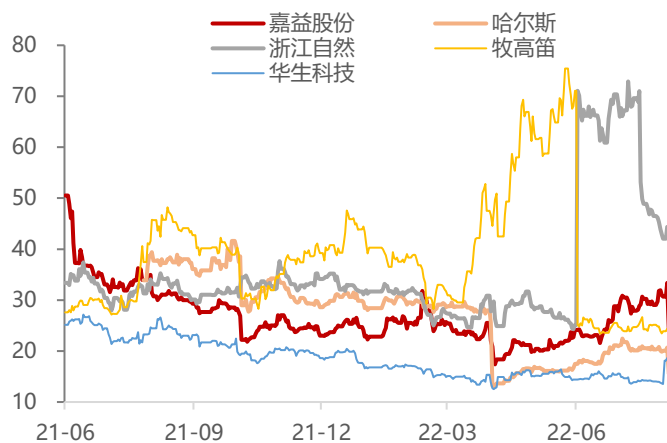
与户外休闲板块相比，公司估值在户外休闲板块中处于低位，远低于行业平均水平，基于低关注度及认知差，估值有望持续提升。公司作为国内保温杯行业后起之秀，凭借大客户战略与小而精的生产优势，供需格局延续高景气，随新增产能落地业绩有望持续攀升。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 9.3/10.8/13.95 亿元，同比分别+59%/16.4%/28.7%；归母净利润分别 1.8/2.2/2.6 亿元，同比+119.8%、23.7%、17.6%；对应 PE 为 18.8X/15.2X/12.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 64 杯壶类可比公司 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 65 户外休闲板块可比公司 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

产能投放不及预期, 海外贸易政策恶化、汇率波动等。

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	518	668	764	1102	营业收入	586	931	1084	1395
现金	274	251	459	475	营业成本	417	642	731	958
应收账款	61	169	86	247	营业税金及附加	2	4	5	6
其他应收款	10	17	14	26	销售费用	15	20	22	31
预付账款	11	14	17	21	管理费用	27	44	47	63
存货	113	168	139	283	财务费用	3	-23	7	5
其他流动资产	50	50	50	50	资产减值损失	-6	-18	-6	-9
非流动资产	219	319	403	488	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	6	5	11	12
固定资产	100	146	175	206	营业利润	94	210	258	305
无形资产	48	62	69	79	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	71	111	157	202	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	737	988	1166	1591	利润总额	93	210	258	305
流动负债	128	229	186	350	所得税	12	30	36	44
短期借款	0	0	0	0	净利润	82	179	222	261
应付账款	67	142	84	217	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	61	88	103	133	归属母公司净利润	82	181	223	263
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	113	216	280	329
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.81	2.23	2.63
其他非流动负债	5	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	132	234	191	354	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	-1	-3	-5	成长能力				
股本	100	100	100	100	营业收入	64.7%	59.0%	16.4%	28.7%
资本公积	214	214	214	214	营业利润	25.7%	123.3%	23.0%	18.3%
留存收益	291	441	665	928	归属于母公司净利	26.7%	119.8%	23.7%	17.6%
归属母公司股东权	604	755	978	1241	获利能力				
负债和股东权益	737	988	1166	1591	毛利率 (%)	28.7%	31.1%	32.5%	31.4%
现金流量表					净利率 (%)	14.0%	19.4%	20.6%	18.8%
单位:百万元					ROE (%)	13.6%	23.9%	22.8%	21.2%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	13.9%	22.6%	22.9%	21.3%
经营活动现金流	96	122	302	115	偿债能力				
净利润	82	179	222	261	资产负债率 (%)	18.0%	23.7%	16.4%	22.3%
折旧摊销	18	17	19	22	净负债比率 (%)	21.9%	31.0%	19.6%	28.7%
财务费用	4	0	0	0	流动比率	4.05	2.91	4.10	3.15
投资损失	-6	-5	-11	-12	速动比率	3.08	2.12	3.26	2.28
营运资金变动	-8	-86	66	-164	营运能力				
其他经营现金流	96	283	162	434	总资产周转率	0.97	1.08	1.01	1.01
投资活动现金流	-132	-114	-94	-98	应收账款周转率	9.47	8.12	8.53	8.39
资本支出	-91	-119	-105	-110	应付账款周转率	7.28	6.16	6.50	6.38
长期投资	-50	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	9	5	11	12	每股收益	0.94	1.81	2.23	2.63
筹资活动现金流	139	-30	0	0	每股经营现金流薄)	0.96	1.22	3.02	1.15
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.04	7.55	9.78	12.41
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	25	0	0	0	P/E	21.79	18.77	15.17	12.90
资本公积增加	131	0	0	0	P/B	3.39	4.49	3.47	2.73
其他筹资现金流	-17	-30	0	0	EV/EBITDA	15.64	14.54	10.49	8.86
现金净增加额	100	-22	207	17					

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。