

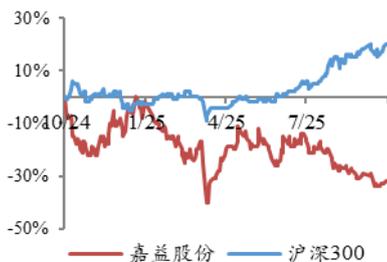
外部环境变化，25Q3 业绩承压

投资评级：增持（下调）

报告日期：2025-10-29

收盘价(元)	58.29
近12个月最高/最低(元)	133.86/56.31
总股本(百万股)	145
流通股本(百万股)	135
流通股比例(%)	93.11
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	79

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 新增生产基地产能爬坡，25Q2 业绩短期承压 2025-08-31

2. 25Q1 持续增长，越南产能爬坡顺利 2025-04-30

3. 24 年业绩高增长，客户订单延续增长 2025-03-31

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 7.85%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比下降 30.79%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 4.30 亿元，同比下降 47.68%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比下降 70.56%。经营业绩下滑主要原因系部分客户订单需由越南产能交付，相关订单转移及产品认证测试过程导致订单交付节奏阶段性延迟；同时，受制于外部环境复杂多变，部分主要客户出于对市场需求的主动判断，逐渐转变为保守观望策略，选择阶段性去库存，从而减少了新订单的下达，进一步影响了公司的出货节奏。

● 毛利率净利率下滑，盈利能力短期承压

2025 年前三季度公司毛利率为 31.86%，同比-7.68pct；销售/管理/研发/财务费用率为 1.11%/4.06%/4.31%/0.03%，同比+0.26/+0.25/+1.07/+0.25pct；归母净利率为 20.09%，同比-6.66pct。2025 年第三季度公司毛利率为 25.83%，同比-13.51pct；销售/管理/研发/财务费用率为 1.43%/4.29%/4.65%/1.00%，同比+0.77/+0.67/+1.26/-0.34pct；归母净利率为 14.64%，同比-11.38pct。公司前三季度财务费用率提升主要系利息支出增加所致；净利率主要系销售收入下降、期间费用增加所致。

● 越南工厂生产体系已全面理顺，稳步提升全球化交付能力

截至 2025 年第三季度末，公司越南工厂生产体系已全面理顺，认证测试顺利完成，随着各项能力逐步提升，越南工厂订单量逐步增加，整体经营运行平稳有序，未来公司将进一步推动越南工厂的自动化升级与供应链配套完善。在海外产能逐步理顺的同时，公司积极拓展新客户，并持续加大研发与技术投入，加快新品类布局，利用国内平台支持新客户开拓和新品研发，提升整体运营质量及抗风险能力。面对全球经济与相关政策的双重压力，公司始终聚焦长期主义，深化全球产能布局，优化客户与产品结构，稳步提升全球化交付能力与运营韧性。

● 投资建议

保温杯需求持续旺盛，且公司优质客户助力发展。公司产品结构丰富多元、产能扩产提供支撑，预计后续业绩有望继续增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 26.63/32.31/37.89 亿元(前值为 35.28/42.79/50.17 亿元)，分别同比变化-6.1%/+21.3%/+17.3%；归母净利润分别为 5.4/7.62/9.21 亿元(前值为 8.01/10.07/12.2 亿元)，分别同比变化-26.3%/+41.1%/+20.9%；EPS 分别为 3.71/5.24/6.33 元，截至 2025 年 10 月 28 日，对应 PE 分别为 15.7/11.13/9.2 倍。下调至“增持”评级。

● 风险提示

国际宏观经济下行风险，国际客户需求变化风险，原材料价格波动风险，人民币汇率波动风险，大客户集中风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2836	2663	3231	3789
收入同比 (%)	59.8%	-6.1%	21.3%	17.3%
归属母公司净利润	733	540	762	921
净利润同比 (%)	55.3%	-26.3%	41.1%	20.9%
毛利率 (%)	37.7%	32.0%	35.4%	35.9%
ROE (%)	37.3%	23.9%	27.0%	26.4%
每股收益 (元)	7.20	3.71	5.24	6.33
P/E	16.06	15.70	11.13	9.20
P/B	6.11	3.75	3.01	2.43
EV/EBITDA	13.16	10.94	7.54	5.79

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 10 月 28 日收盘价计算)

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1823	2137	2726	3498	营业收入	2836	2663	3231	3789
现金	654	949	1356	1992	营业成本	1768	1812	2089	2431
应收账款	421	370	431	474	营业税金及附加	20	19	23	27
其他应收款	28	26	31	36	销售费用	22	24	25	28
预付账款	31	32	36	41	管理费用	104	105	126	144
存货	408	403	453	506	财务费用	-31	-8	-16	-28
其他流动资产	281	358	421	450	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1015	1011	1047	1027	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	8	8	10	11
固定资产	709	752	778	775	营业利润	863	637	898	1085
无形资产	115	109	104	99	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	190	148	164	152	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2838	3148	3774	4525	利润总额	861	635	896	1083
流动负债	533	521	584	656	所得税	128	95	134	163
短期借款	29	29	29	29	净利润	733	539	762	921
应付账款	360	352	395	446	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	144	140	161	181	归属母公司净利润	733	540	762	921
非流动负债	340	367	372	377	EBITDA	892	723	996	1188
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	7.20	3.71	5.24	6.33
其他非流动负债	340	367	372	377					
负债合计	873	888	956	1033					
少数股东权益	0	0	-1	-1	主要财务比率				
股本	104	145	145	145	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	373	331	331	331	成长能力				
留存收益	1488	1784	2342	3017	营业收入	59.8%	-6.1%	21.3%	17.3%
归属母公司股东权益	1965	2260	2819	3493	营业利润	57.9%	-26.2%	41.0%	20.9%
负债和股东权益	2838	3148	3774	4525	归属于母公司净利润	55.3%	-26.3%	41.1%	20.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	37.7%	32.0%	35.4%	35.9%
					净利率 (%)	25.8%	20.3%	23.6%	24.3%
					ROE (%)	37.3%	23.9%	27.0%	26.4%
					ROIC (%)	30.1%	20.2%	23.3%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	30.8%	28.2%	25.3%	22.8%
					净负债比率 (%)	44.5%	39.3%	33.9%	29.6%
					流动比率	3.42	4.10	4.67	5.33
					速动比率	2.56	3.23	3.79	4.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	0.89	0.93	0.91
					应收账款周转率	9.68	6.73	8.07	8.38
					应付账款周转率	6.73	5.08	5.59	5.79
					每股指标 (元)				
					每股收益	7.20	3.71	5.24	6.33
					每股经营现金流	3.41	4.95	5.69	7.05
					每股净资产	18.92	15.54	19.38	24.02
					估值比率				
					P/E	16.06	15.70	11.13	9.20
					P/B	6.11	3.75	3.01	2.43
					EV/EBITDA	13.16	10.94	7.54	5.79

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 10 月 28 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

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。