

哈尔斯（002615.SZ）

杯壶行业龙头，制造与品牌协同并进

优于大市

核心观点

哈尔斯是国内杯壶行业深耕多年的龙头企业。同时经营 OEM/ODM 和自有品牌业务，OEM 业务方面与下游 YETI、PMI 等国际头部品牌保持长期稳定合作，自有品牌方面拥有哈尔斯和 SIGG 为主的两大自主品牌。2021-24 年收入复合增速 25%至 33 亿元，归母净利润从 1.36 亿提升至 2024 年的 2.87 亿。

杯壶行业：从耐用品到时尚消费品，国内空间和集中度仍有较大提升空间。海外：保温杯在头部品牌的引领下，行业从传统主打功能性“耐用品”，演变为主打时尚健康的“消费品”，这一改变背后，杯壶的使用场景也延展至户外、车用等领域。中国作为杯壶行业的主要生产国，2017-2021 年我国保温杯产量保持 7.4%的 CAGR，从 4.9 亿只提升至 6.5 亿只。

国内：有望复制海外趋势，且 IP 联名有望成为增长的催化剂。国内保温杯 2021 年销量约为 1.5 亿只，2017-21 的 CAGR 为 5.1%，低于出口增速，从保有率角度看，假设 3 年更新周期，则预计国内国内保有率仅为 0.5 只/人，这一水平较日本（1.5 只）/美国（0.68 只）等成熟市场相比仍有较大提升空间。近年随着 IP 联名、社媒传播的带动下，国内保温杯“时尚消费品”的定位也开始逐步显现，体现出“一个场景用一种杯子”的特点。同时美国线上行业 CR4 的 45%也远高于国内 CR4 的 20%，集中度提升空间同样较大。

公司竞争优势：研发生产实力领先，大客户基础稳固；自有品牌稳步发力。**OEM：**公司与 YETI、PMI、OWALA 等国际头部品牌建立了稳固合作，以美国为代表的发达国家头部品牌影响力大，且是行业升级扩围的引领者，而公司的产品则是这一趋势下的支撑。公司对标“灯塔工厂”提升智能制造能力，通过数字化手段打造了具备快反能力的供研产销协同体系，协同全面数字化运营体系，从研发到销售形成了完善高效的闭环，通过这一成熟的体系，不仅现有客户得到长足发展，也加速了新客户和新区域的拓展。

自有品牌：公司 2024 年内外销自有品牌收入占比超 20%，盈利能力持续改善。近年在品牌、产品、渠道的矩阵构建方面日臻成熟，通过全渠道布局，并拥抱各类新营销打法（如 IP 联名、“品牌挚友”、赛事活动冠名等），持续强化自有品牌认知，从“杯壶制造商”升级为“生活方式品牌运营商”。

盈利预测与估值：公司制造和自有品牌并重，2025Q3 利润率受转产泰国产能爬坡影响降低到较低水平，随着泰国产能上量，盈利能力有望在 2026 年恢复，预计 2025-27 年归母净利润-51%/+93%/+34%至 1.4/2.7/3.7 亿，EPS 为 0.30/0.58/0.78 元，PE 为 27/14/10 倍。预计公司合理估值 8.77-9.94 元/股之间，2026 年 PE 为 15-17 倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；贸易摩擦及关税风险；原材料及汇率大幅波动。

公司研究·深度报告

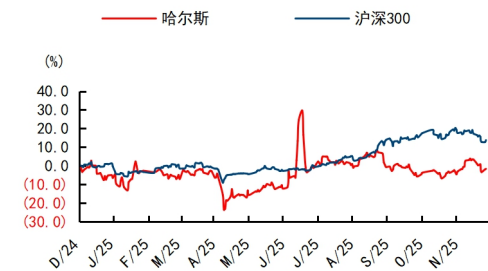
轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004
证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004
证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn S0980523020001
证券分析师：李晶 0755-81983163 lijing29@guosen.com.cn S0980525080003

基础数据

投资评级 优于大市（首次）
合理估值 8.77 - 9.94 元
收盘价 8.09 元
总市值/流通市值 3772/2471 百万元
52 周最高价/最低价 11.28/5.90 元
近 3 个月日均成交额 83.14 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,480	4,109	4,697
(+/-%)	-0.9%	38.4%	4.5%	18.1%	14.3%
净利润(百万元)	250	287	141	273	365
(+/-%)	21.3%	14.7%	-50.8%	93.3%	34.0%
每股收益(元)	0.54	0.61	0.30	0.58	0.78
EBIT Margin	9.1%	8.3%	6.1%	8.4%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	16.7%	7.7%	13.5%	16.1%
市盈率 (PE)	15.1	13.2	26.75	13.84	10.32
EV/EBITDA	16.4	14.6	17.8	12.0	10.0
市净率 (PB)	2.57	2.19	2.07	1.87	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

一、哈尔斯：深耕杯壶行业的领军企业.....	5
杯壶行业“元老”企业，专注深耕行业.....	5
收入保持稳健增长，盈利能力持续增长.....	6
二、杯壶行业：从耐用品到消费品，国内海外齐增长.....	8
1、海外杯壶市场规模：终端规模近 300 亿美金，美国是主要需求地.....	9
2、国内杯壶市场规模：预计国内规模超 400 亿元，对标海外仍有较高增长空间.....	9
3、行业格局：行业相对分散，但近年行业集中度趋升.....	10
三、公司竞争优势：利用产能和客户优势内外扩张.....	12
研发保持高力度投入，数字化提效持续推进.....	12
外销 OEM：国际大客户多年合作.....	14
自有品牌：好产品+渠道经验积累+品牌营销发力.....	15
四、财务表现.....	17
公司收入规模行业领先.....	17
现金流表现较好，周转重回稳定.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	19
盈利预测.....	19
盈利预测情景分析.....	21
估值与投资建议.....	21
投资建议.....	23
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	28

图表目录

图 1: 公司成立于 1996 年, 深耕保温杯行业并与国际头部品牌合作多年.....	5
图 2: 公司大股东持股比例较高.....	5
图 3: 公司收入经历北美去库存后 2024 重回增长 (单位: 亿元)	7
图 4: 公司归母净利润 2025H1 受关税影响下滑.....	7
图 5: 公司毛利率稳中有增, 净利率受费用影响有所波动.....	7
图 6: 公司费用率经历扩张后基本维持稳定.....	7
图 7: Stanley 旗下爆品 Quencher 依靠社媒大火.....	8
图 8: Yeti 的使用场景拓展至各种户外场合.....	8
图 9: Owala 水杯凭借独特设计、外形和社媒营销扩大声量.....	8
图 10: Sigg 官网强化多场景属性.....	8
图 11: 国内保温杯出口金额保持高增.....	9
图 12: 北美和亚太是全球主要需求区域.....	9
图 13: 国内保温杯行业规模超 400 亿元, 近年稳健增长.....	10
图 14: 国内保温杯线上均价保持高增.....	10
图 15: 中国保温杯保有率低于美国和日本.....	10
图 16: 美国亚马逊线上头部品牌销额份额显著提升.....	11
图 17: 行业龙头 YETI 的保温杯收入超 10 亿美元.....	11
图 18: 国内保温杯集中度处于较低状态.....	11
图 19: 公司研发费用率保持较高水平.....	13
图 20: 公司在功能、材质、外观、智能化等领域的产品丰富.....	13
图 21: 公司人均创利持续提升.....	13
图 22: 公司国内外产能布局均衡, 泰国产能即将上量.....	13
图 23: 公司前五大客户收入增速高于公司整体收入增速.....	14
图 24: 公司连续两年获得 Stanley 最佳供应商奖项.....	14
图 25: 以 Yeti 为例, 非美国区域的收入增速更高.....	15
图 26: 公司内销收入保持稳健增速.....	15
图 27: 各公司内销毛利率持续提升.....	15
图 28: 公司两大主要品牌旗下产品系列丰富.....	16
图 29: 公司内销份额近年稳定攀升.....	16
图 30: 公司外销品牌业务保持稳健增长.....	17
图 31: 外销品牌业务净利润保持持续增长.....	17
图 32: 公司收入规模高于同业 (单位: 亿元)	17
图 33: 公司的收入增速变化趋势与行业保持相似方向.....	17
图 34: 公司毛利率处于行业平均水平偏高的位置.....	18
图 35: 公司净利率在费用率较高背景下处于行业中枢偏低.....	18
图 36: 公司研发费用率处于行业中等偏上水平.....	18
图 37: 公司销售费用率在自有品牌拉动下较高.....	18

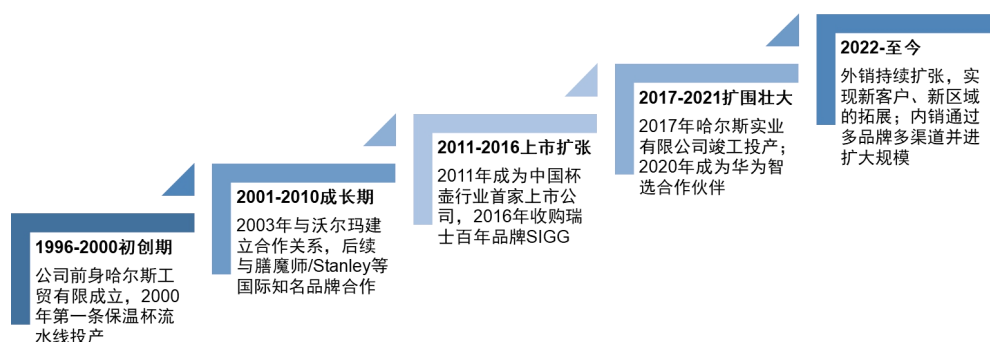
图 38：公司现金流表现较好.....	19
图 39：公司周转经历海外去库周期后有所优化.....	19
表 1：公司几年持续保持股权激励.....	6
表 2：公司高管从业时间长，拥有丰富的产业经验.....	6
表 3：海外不同区域均有强势品牌.....	11
表 4：国内保温杯出口企业主要情况.....	12
表 5：春武里府工业园距离泰国主要港口较近，物流条件较好.....	14
表 6：公司 2024 年底至 2025 年推出丰富的营销活动.....	16
表 7：哈尔斯收入及毛利率预测.....	20
表 8：哈尔斯盈利预测表.....	20
表 9：情景分析（在收入变动 5%，成本、费用项全部同向变动 2.5%时，乐观、中性、悲观情景）.....	21
表 10：公司盈利预测假设条件（%）.....	21
表 11：资本成本假设.....	22
表 12：哈尔斯 FCFF 估值表.....	22
表 13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	22
表 14：可比公司估值情况对比.....	23

一、哈尔斯：深耕杯壶行业的领军企业

杯壶行业“元老”企业，专注深耕行业

公司创立于 1996 年，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，产品远销全球 80 多个国家和地区。业务涵盖 OEM/ODM 和自有品牌，其中 OEM/ODM 类业务方面，公司掌握从研发开始的保温杯壶的全产业链，高效高质量的产品全球领先，与下游 YETI、PMI 等国际头部品牌保持长期稳定合作。自有品牌方面，国内和海外均有自有品牌业务。渠道也涵盖线上、线下和各类经销礼品渠道。旗下品牌包括哈尔斯、SIGG、NONOO、SANTECO 等，定位不同的消费群体。

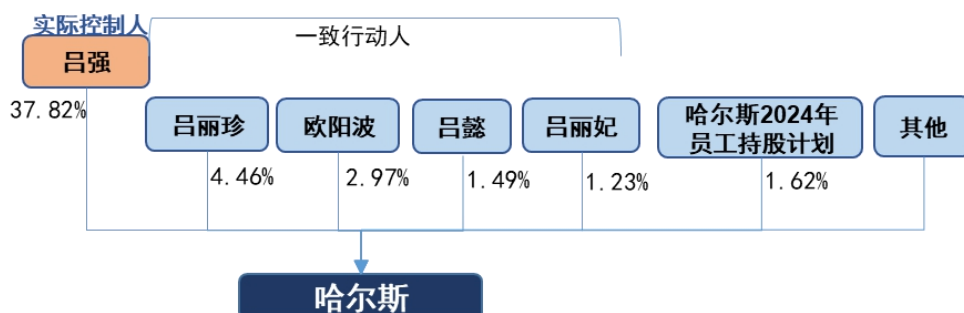
图1：公司成立于 1996 年，深耕保温杯行业并与国际头部品牌合作多年



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中，激励充分。公司实控人吕强持股 37.82%，吕丽珍、欧阳波、吕懿与吕丽妃为一致行动人，合计持股 10.15%，具有家族持股特征。多次股权激励绑定核心高管骨干，公司自上市以来发布多次股票激励计划与特别人才持股计划，覆盖对象范围较广，调动积极性并赋能公司长远稳健发展。

图2：公司大股东持股比例较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 公司几年持续保持股权激励

激励计划	激励对象	授予数量	考核目标
2020 年限制性股票激励计划	董事、高管、中层管理人员及核心骨干等 116 人	1133.5 万股, 占总股本 2.76%	定比 2019 年, 2021-2023 年净利润增长不低于 145%/220%/316%
2024 年员工持股计划	董事、高管、监事、核心技术业务骨干等不超过 36 人	1019.86 万股, 占总股本 2.19%	目标值以 2023 年营收为目标, 2024-2026 年营收增长不低于 15%/30%/45%; 触发值为不低于 10%/20%/30%
2024 年股票增值权激励计划	高管、核心骨干等 2 人	120 万股股票增值权, 占总股本 0.26%	目标值以 2023 年营收为目标, 2025-2026 年营收增长不低于 30%/45%; 触发值为不低于 20%/30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司管理层具有丰富从业经验。董事长吕强 1985 年起创业, 曾任永康市政协常委、中国日用杂品工业协会杯壶分会会长, 现为中国五金制品协会执行会长, 荣获全国五金制品行业终身成就奖; 总裁吴子富曾任顾家集团副总裁; CFO 吴汝来曾在中粮、农夫山泉等知名企业负责财务。

表2: 公司高管从业时间长, 拥有丰富的产业经验

姓名	任职	简介
吕强	董事长	1985 年开始创业, 创办永康县四路轻工机械厂并任厂长; 任浙江哈尔斯工贸执行董事与总经理、浙江哈尔斯工贸董事长; 2008/8 至今, 任浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司董事长。曾任永康市政协常委、中国日用杂品工业协会杯壶分会会长, 现为中国五金制品协会执行会长, 荣获全国五金制品行业终身成就奖
吴子富	董事、总裁	2006/2-2018/8, 历任盾安控股副总裁、浙江盾安人工环境董事长、盾安控股集团有限公司总裁; 2018/9-2021/5, 任顾家集团副总裁; 2021/6 至今任公司总裁、董事
吕丽珍	董事、副总裁	2000-2003-担任浙江哈尔斯工贸有限公司财务部经理; 2003-2008/8 担任浙江哈尔斯工贸有限公司财务负责人; 2008/8-2017/9 担任公司财务总监。2012 年 2 月至 2014 年 8 月担任公司董事会秘书; 2013 年 3 月至今担任公司董事, 副总裁
欧阳波	董事、副总裁	1997/2-2008/8 先后担任浙江哈尔斯工贸有限公司销售部长、副总经理、总经理职务; 2008/4-2008/11 担任公司董事、总经理; 2008/11 月至今担任公司董事; 2015/10 至今担任公司副总裁
吴兴	副总裁	2014/10- 2018/9 任盾安环境制冷配件事业部总经理; 2018/10 至今任公司副总裁
张建闻	副总裁	2005/8 任海尔集团运营经理、大客户经理; 2009/11 任顾家家居总裁助理兼国际事业部战略执行管理中心总监, 欧洲区总监, 顾家集团董事长助理, 集团战略发展中心副总经理, 国际业务发展中心总经理, 顾家集团副总裁
吴汝来	董事、首席财务官	历任浙江太古可口可乐多个财务关键岗位、中粮可口可乐财务运作经理及战略规划经理、海南中粮可口可乐财务总监、中粮集团旗下公司总经理助理兼财务总监、中国食品财务部总经理助理兼多个财务关键岗位、农夫山泉财务中心总经理等
邵巧蓉	董事会秘书	高级会计师, 中国注册会计师。曾任中汇会计师事务所高级经理、顾家集团投资总监兼子公司副总经理。2022/6 至今任公司投资与证券管理中心总经理, 2022/8 至今任公司董事会秘书

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

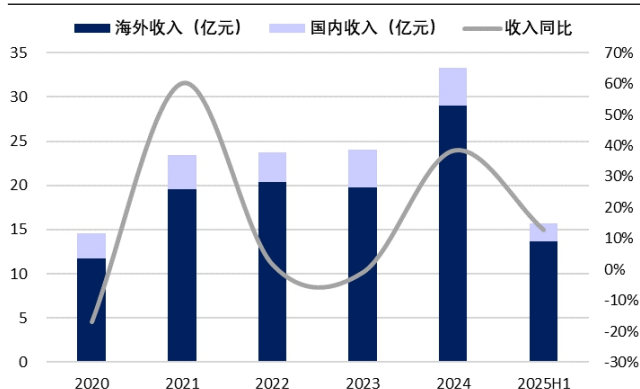
收入保持稳健增长, 盈利能力持续增长

公司收入以北美为代表的海外市场为主, 2020-2024 年公司营收从 14.9 亿元提升至 33.3 亿元, 年复合增速 22.2%。收入的持续增长受益于客户开拓与业务规模扩

容、公司份额持续提高。2023 年受行业去库影响收入增长放缓，2024 年重回高双位数增长。

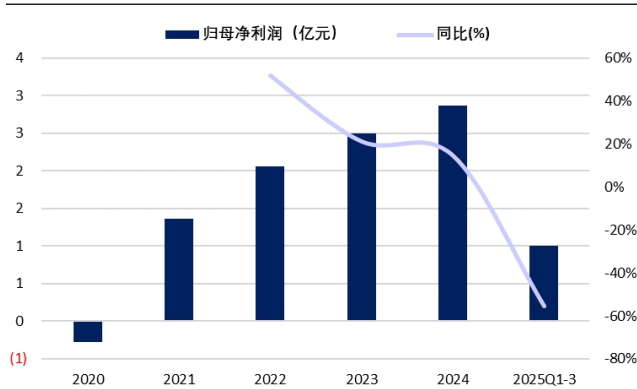
2025H1 出货节奏受关税影响，公司收入增速有所收窄至 12.8%至 15.7 亿元，2025Q3 起公司转产泰国后，产能处于爬坡阶段，收入进一步受到负面影响下滑 11%至 8.7 亿元，而利润端受负面影响更大，主要由于泰国产能爬坡初期折旧等带来的较低毛利率（单 Q3 毛利率下滑 6.7pct，是利润下滑的主因）、以及较高的人力支出所致，在毛利率和费用投放双重影响下公司 2025Q3 归母净利润下滑 91%至 0.09 亿元。

图3：公司收入经历北美去库存后 2024 重回增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润 2025H1 受关税影响下滑

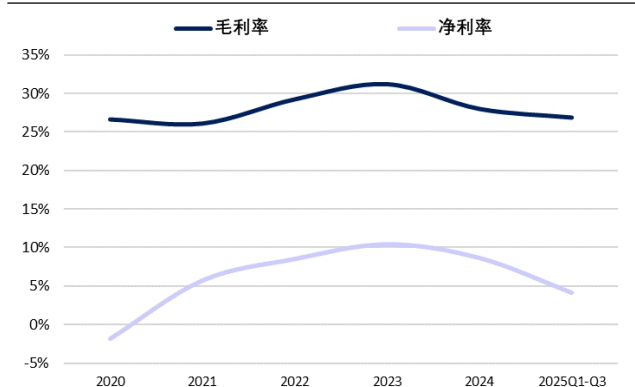


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司毛利率从 2020 年的 26.7%提升至 2024 年的 28.0%，2025Q1-Q3 毛利率同比降低 3.07pct 至 26.90%，主要受关税转产带来的成本提升影响。其中 Q3 毛利率下滑 6.7pct 主要为泰国新产能折旧和产能爬坡带来的毛利率影响。

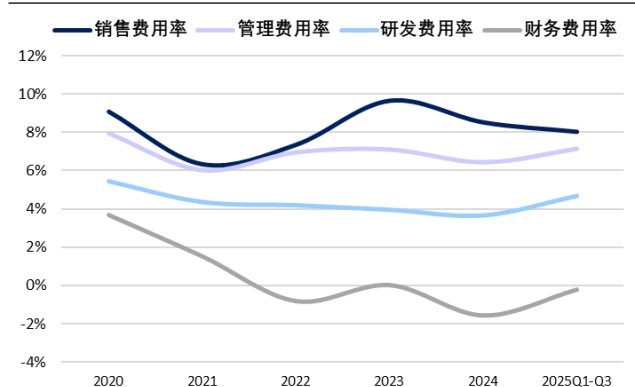
费用方面控制得当，自 2021 年以来公司期间费用率整体控制在 17-22%区间，2024 年销售/管理/研发/财务费用率为 9.3%/7.9%/5.0%/0.9%。其中销售费用率在波动中提升，主要系自主品牌营销投放；管理费用率相对稳定，研发和财务费用率稳步下降。在毛利率整体稳中略增、费用率基本平稳背景下，公司净利率从 2020 年的-1.9%提升至 2024 年的 8.6%。2025Q1-Q3 净利率的下降一方面受毛利率下降影响，另一方面也受到收入增长波动带来的销售费用率提升、财务费用率提升影响。

图5：公司毛利率稳中有增，净利率受费用影响有所波动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率经历扩张后基本维持稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、杯壶行业：从耐用品到消费品，国内海外齐增长

海外爆款水杯的背后，是消费场景和需求内核的改变，其属性的转向与社媒发展密不可分：PMI 旗下品牌 Stanley 在 2016 年推出了当今的爆款 Quencher，但当时美国市场反应平淡，直到 2020 年，The Buy Guide 网站的推荐使 Quencher 水杯开始在社交媒体上走红。Stanley 爆品的背后，反映了社交媒体发展成熟后，水杯这一天然适合附带时尚附加值的产品具备了更多“炫耀”、“攀比”的属性，进而强化了其“消费品”的属性。而美国另一大杯壶品牌 Owala，近年凭借自身的产品创新和社媒营销持续发力，也成为了风靡美国的时尚单品。

在此基础上，场景扩充带来了海外需求的进一步扩围：Yeti 作为美国传统保温杯龙头，其 2019 年推出了高质量保温产品 Rambler，在 2020 年公共卫生事件冲击过后、美国户外休闲和运动风潮崛起时，其凭借产品力迅速成为户外领域的宠儿，而 Yeti 也迅速跟上推出了多款户外系列，将保温杯的使用场景成功拓展至露营、徒步、钓鱼等一系列户外场景。另外欧洲百年品牌 Sigg（现为哈尔斯旗下品牌）也在消费者教育方面通过不同使用场景强化产品“时尚多场景”的属性。

图7: Stanley 旗下爆品 Quencher 依靠社媒大火



资料来源：TIKTOK，国信证券经济研究所整理

图8: Yeti 的使用场景拓展至各种户外场合



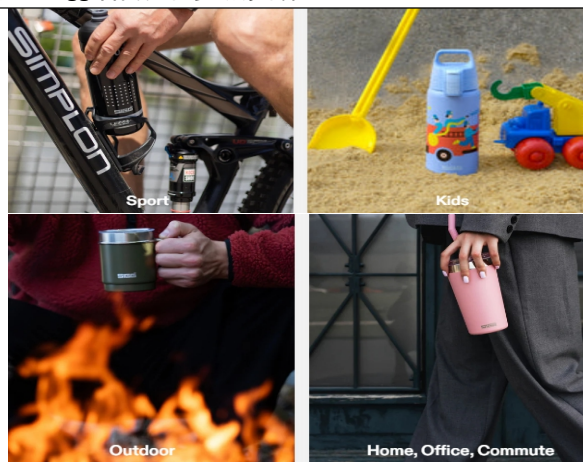
资料来源：YETI 官网，国信证券经济研究所整理

图9: Owala 水杯凭借独特设计、外形和社媒营销扩大声量



资料来源：Owala 官网，国信证券经济研究所整理

图10: Sigg 官网强化多场景属性



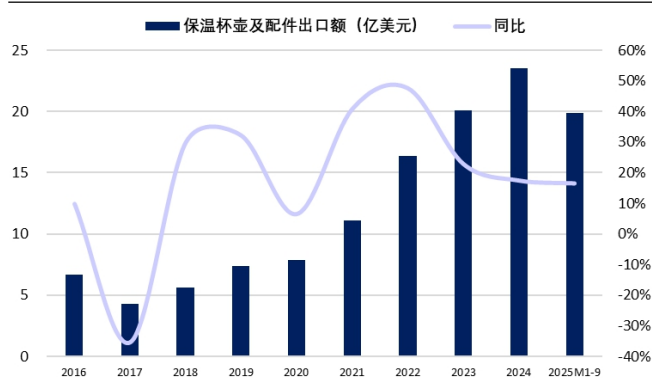
资料来源：YETI 官网，国信证券经济研究所整理

1、海外杯壶市场规模：终端规模近 300 亿美金，美国是主要需求地

参考国内出口量和国内产能占比，2024 年国内保温杯相关产品（海关编码 96170090）出口总金额 24 亿美元，同比增长 17%。考虑到国内产能占全球超 65%，因此预计海外保温杯壶的规模超过 37 亿美元（出货口径，参考主要公司出货均价和产品的终端价格，假设 8 倍加价倍率，则终端销售规模预计 296 亿美元）。同时 2025 年以来，行业的出口额依然保持了较高增速，2025 年 1-9 月行业出口金额同比增长 16%。

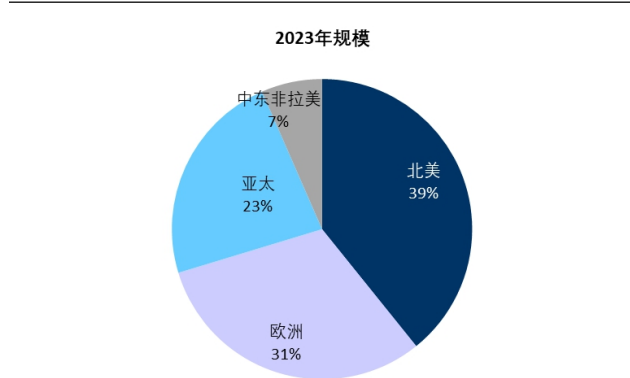
分区域来看：预计北美占据全球近四成需求。根据 GrandView 的统计数据，预计 2023 年北美市场规模占比约为 40%；欧洲 2023 年行业规模占海外需求约 31%；亚太地区规模占比 23%；中东非和拉美区域总规模占比不到 10%，但预计未来增速随着经济发展和部分地区环保政策驱动下，塑料、一次性器皿的淘汰，有望实现更快的增速。

图11：国内保温杯出口金额保持高增



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图12：北美和亚太是全球主要需求区域

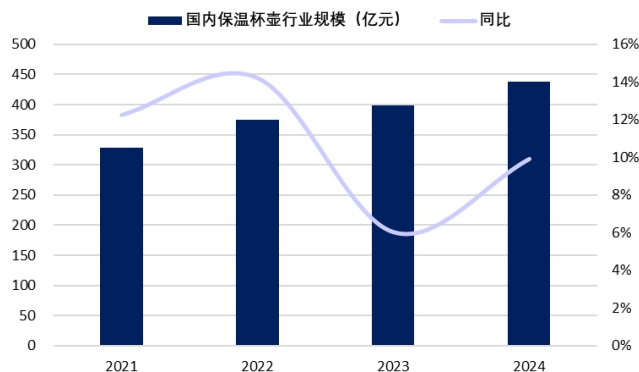


资料来源：Grandview，国信证券经济研究所整理

2、国内杯壶市场规模：预计国内规模超 400 亿元，对标海外仍有较高增长空间

参考哈尔斯公司公告以及久谦的线上数据，预计 2024 年国内保温杯行业规模约为 437 亿（+10%），近年行业保持了相对稳健的增速。国内行业均价同样稳步提升，功能性和新样式产品（温度显示、类似 Quencher 的吸管款等）的比例提升显著拉升了单价，以线上销售为例，行业均价从 2019 年的 70 元显著提升至 2025 年约 96 元/只的水平。

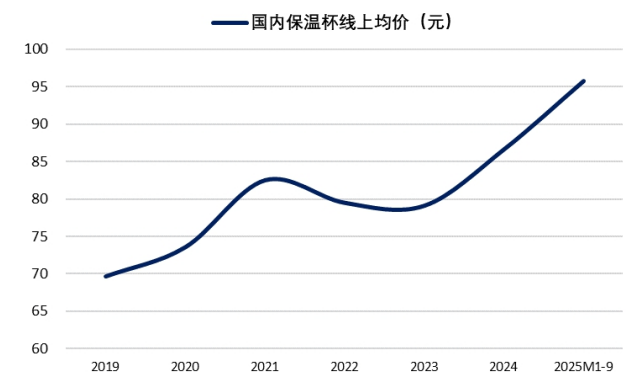
图13: 国内保温杯行业规模超 400 亿元，近年稳健增长



资料来源：公司公告，久谦，国信证券经济研究所整理

注：公司公告中未涉及 2024 年行业销额，故 2024 年销额增速参考久谦线上销额增速

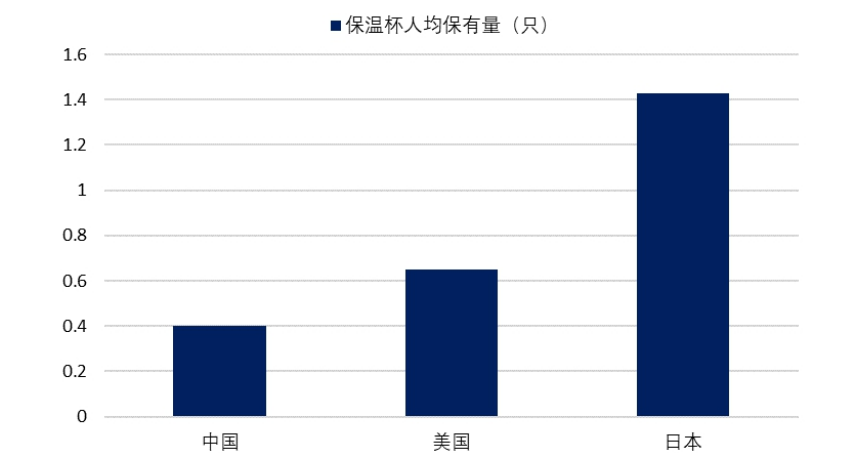
图14: 国内保温杯线上均价保持高增



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

但从销额和销量增速差异可以明显看到，均价提升是规模增长的主要拉动力，类似海外的场景扩张或更新换代周期缩短在国内目前尚未完全发生。同时从保有率角度看，假设 3 年更新周期，则预计国内保有率仅为 0.47 只/人，这一水平较日本（1.40 只）/美国（0.60 只）等成熟市场相比仍有较大提升空间。

图15: 中国保温杯保有率低于美国和日本



资料来源：智研咨询、亚马逊、久谦、各国国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：保有率计算参考线上近 3 年合计销量并放大到全渠道总销量再除以各国人口数

3、行业格局：行业相对分散，但近年行业集中度趋升

下游集中度不高，国内集中度对标海外仍有提升空间

从各市场头部企业来看，各区域均有相对强势品牌。其中北美龙头主要为 Yeti、Stanley、Owala、Hydro Flask（HOT 旗下品牌）；欧洲为 Thermos、Sigg；国内为膳魔师、富光、苏泊尔、哈尔斯等。

以行业龙头品牌 Yeti、Stanley 等为例，2024 年 Yeti 保温杯壶收入约为 10.9 亿美元，同比增长 7%，若以 1.5 倍加价倍率做假设，其销额规模预计占海外市场规模的 15%。

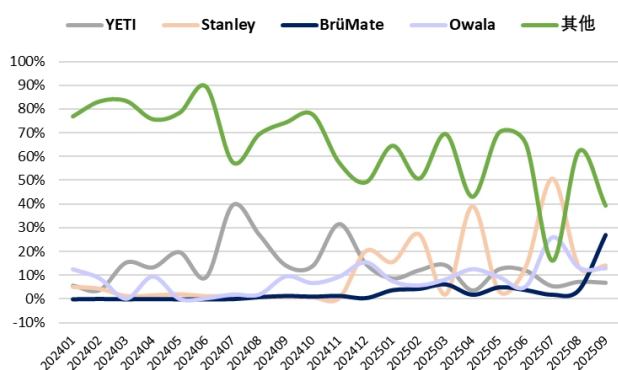
表3: 海外不同区域均有强势品牌

区域市场	代表品牌	主要渠道
北美	Yeti、Stanley、Owala、Hydro Flask	DTC 官网、户外用品店、品牌专营店
欧洲	Thermos、Sigg	高端百货、品牌体验店
日本/韩国	Tiger、LOCK&LOCK	电器商城、跨境电商
中国	哈尔斯、小米、膳魔师（Thermos）、富光	全域电商、线下商超
东南亚	Thermos、中国本土品牌	Shopee/Tokopedia、社区直销

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

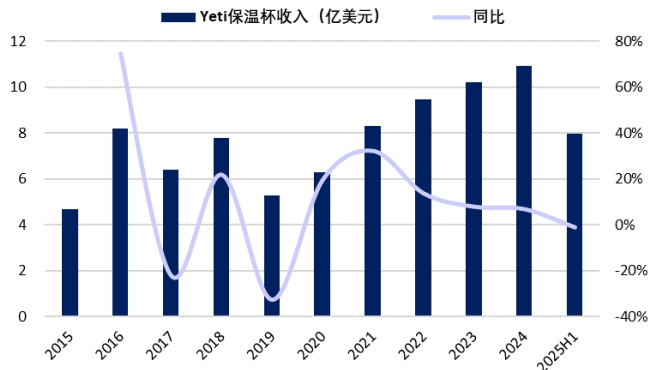
动态来看，美国保温杯头部品牌集中度近年提升。以美亚为例，近两年行业线上头部品牌的销额份额明显提升，亚马逊 2025 年 1-9 月 CR4 的销额达到了 45%，而小散品牌以及主打中低端性价比的品牌份额显著收缩。若进一步考虑均价更高、品牌认知度更强的线下渠道，预计头部品牌的份额集中度会更高，且预计头部集中趋势也更明显。

图16: 美国亚马逊线上头部品牌销额份额显著提升



资料来源：亚马逊，久谦，国信证券经济研究所整理

图17: 行业龙头 YETI 的保温杯收入超 10 亿美元

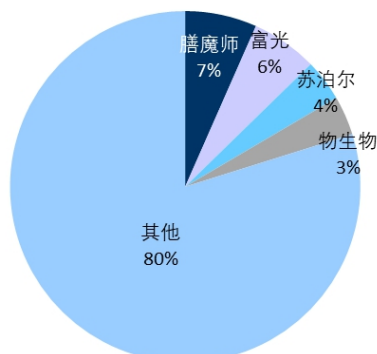


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

而国内方面参考线上销售数据，国内头部品牌 CR4 在 2024 年的销额份额仅为 20%，行业处于较为分散的状态，且参与的公司包括了专业保温杯品牌、家电品牌、以及快消品品牌等。

图18: 国内保温杯集中度处于较低状态

2024年线上销额（亿元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

对美国和国内的格局情况，我们认为差异主要来自于：（1）美国较高的线下渠道消费习惯，天然使得更少的品牌能在线下 KA 等渠道露出，从而使品牌集中度较高；（2）美国保温杯产能多来自于非美地区产业链更长，而国内产能更加丰富，因此美国相对更窄的供给同样提升了品牌集中度；（3）美国保温杯行业已逐渐从日用品转变为时尚消费品，品牌在这一过程中起到的作用更大。因此对比美国来看，尽管国内的产能相对更富余，但随着行业时尚消费品属性的逐步增强，消费者的品牌意识也有望逐步增强，进而提升优质品牌的份额。

上游集中度同样较低，中国主导全球供应链

国内是全球产能主要区域。我国保温杯生产出口占比长期接近 70%，产能集中于浙江金华的永康、武义等地，以及广东的潮安、揭阳、新会，其中金华永康可贡献全国 80% 的保温杯产量，现有不锈钢保温杯生产企业有 300 余家，其中年产值 1000 万以上的有 30 余家，年产值 5000 万以上的 10 余家。

以头部企业收入计，预计产值集中度较低。以头部企业哈尔斯、嘉益股份为例，2024 年两公司的外销收入规模分别为 29 亿、27 亿元，以出口产值计，预计两公司的出口额份额约为 11%、10%，行业整体仍处于相对分散的状态。第二梯度企业如同富股份/安胜科技/嘉特股份规模相对更小。

但参考前文美国的下游行业集中度逐步提升的格局，而国内头部 OEM 企业又以美国头部品牌为主要客户，因此预计国内上游企业的格局也有望随着美国下游集中度趋升进一步集中化。

表4：国内保温杯出口企业主要情况

企业名称	核心客户	产能规模	2024 年收入（亿元）
哈尔斯	YETI、PMI、Owala 等	国内：4600 万只/年，国内预计新建 2300 万只 泰国：一期 550 万/只投产，二期预计 1225 万只（2025）	33.3
嘉益股份	Stanley、Owala 等	国内：5000 万只/年 越南：一期 1350 万只，二期约 1100 万只（2025）	28.4
同富股份	S'well、ETS、Takeya 等	在建产能：6090 万只（2025 年达产）	27.6
安胜科技	YETI、Takeya 等	国内+马来拟建	22.5
嘉特股份	Klean Kanteen、Corporate Promotional	国内+外协+泰国拟建设	13.2

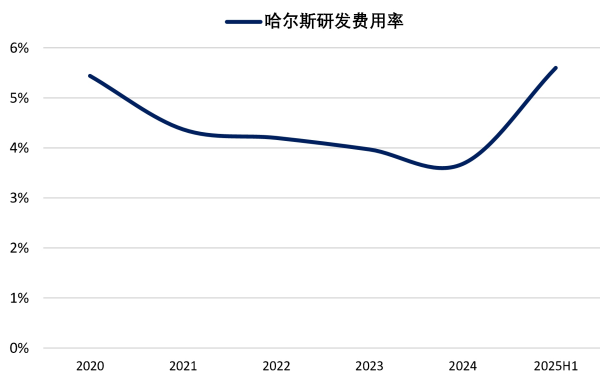
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

三、公司竞争优势：利用产能和客户优势内外扩张

研发保持高力度投入，数字化提效持续推进

研发投入保持较高强度，是行业标准的主导者。公司 2024 年研发费用 1.22 亿元，研发费用率近年基本保持约 4% 的水平，显著领先行业。截至 2024 年底公司累积的有效专利共有 724 项，其中国家发明专利 63 项。累计主导或参与制修订的已发布标准共计 40 项，其中国家标准 6 项。在生产制造基础上，公司积极探索智能化 AI 产品落地，在基于鸿蒙协议下的水杯智能化交互、AI 赋能产品设计、多场景（车用等）智能化产品等方面持续研发。

图19: 公司研发费用率保持较高水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 公司在功能、材质、外观、智能化等领域的产品丰富

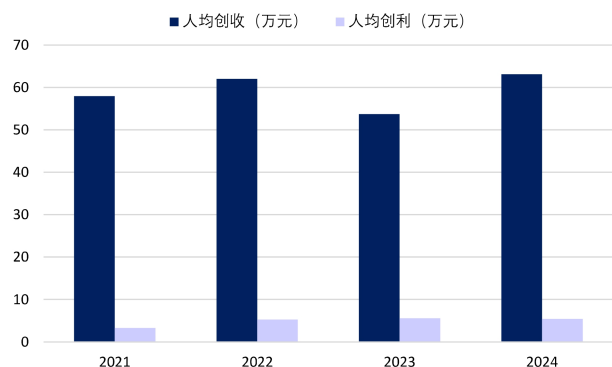


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

自动化生产和数字化能力助力强大的交付能力。公司不断对标“灯塔工厂”提升智能制造能力。在全流程自动化体系的基础上，公司通过数字化手段打造了具备快反能力的供研产销协同体系，建立起了全面数字化运营体系。人均创收、创利等人效指标自 2021 年以来稳中有升。

前瞻布局海外产能，国内外产能协同。根据公司增发说明书，2024 年公司国内产能 4600 万只/年领先行业，同时公司前瞻布局海外产能，2023 年即在泰国投产 550 万只保温杯的产能。2024 年度泰国哈尔斯一期项目处于产能爬坡阶段，累计产能利用率已达 79.96%，对应收入贡献约为 1.9 亿元。

图21: 公司人均创利持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 公司国内外产能布局均衡，泰国产能即将上量

区域	项目	产能(万只)	投产情况
国内	浙江金华	4600	已投产
	哈尔斯未来智创项目（一期）	2300	预计 2027
泰国	泰国一期	550	已投产
	泰国二期	2450	预计 2025
合计		9900	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

后续拟进行国内外扩产，国内拟于 2027 年达产新产能 2300 万只，泰国预计新增

产能 2450 万只。公司泰国产能位于春武里府的 WHA3 工业园，作为泰国重要的工业基地，春武里府还包含了机械、电子、汽车配件、家电等多家企业的产能，其相对发达的生产制造业布局使得区域的钢铁、能源等产业链布局完善丰富。另外春武里府距离拉差港、林查班港、兰乍邦港、廉差邦港等泰国主要港口距离均较近，物流交通条件较好。

表5: 春武里府工业园距离泰国主要港口较近，物流条件较好

拉差港	泰国东部春武里府的重要码头，北距林查班国际集装箱港仅 5 海里，两港共同构成曼谷湾核心航运枢纽。
林查班港	是泰国最大海港，曼谷外港之一，1998 年开始投入商业运营。
兰乍邦港	是泰国现代化港口的代表，1991 年建成开放，该港口是泰国最重要的国际集装箱枢纽港之一，也是东南亚地区重要的现代化深水港。
廉差邦港	泰国最大的集装箱深水港口和物流枢纽，位于泰国春武里府，承担泰国 52% 的集装箱运输量

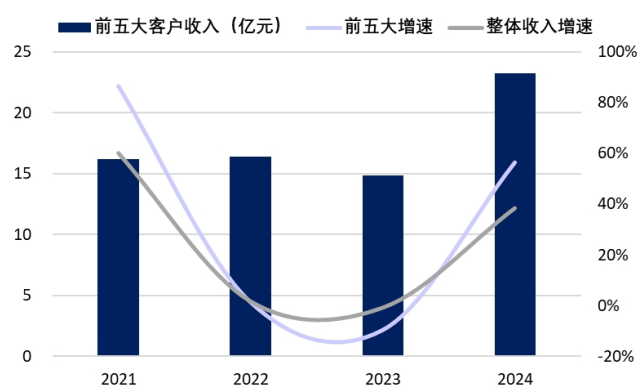
资料来源：易舱网，国信证券经济研究所整理

外销 OEM：国际大客户多年合作

与头部大客户合作稳定，以研发实力牵引客户创新深度合作的 ODM。公司与国际头部品牌如 Yeti、Stanley 等建立了长期稳定的合作关系，合作年限均已超过 10 年。在与头部客户合作的过程中，公司不仅助力其开拓多元化市场，还加快了其在全球市场的布局，公司已连续两年荣获头部客户颁发的“年度最佳供应商奖”等荣誉奖项。以主要客户 YETI 为例，近年其美国以外市场的 2020-2024 年收入复合增速达到 51%。

公司在头部客户内的份额持续提升，2020-24 年前五大客户的销售额复合增速 28%，高于公司近四年整体收入增速 22%。考虑到海外客户（尤其是美国的行业龙头）切入壁垒较高，属于典型的“易守难攻”。

图23: 公司前五大客户收入增速高于公司整体收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

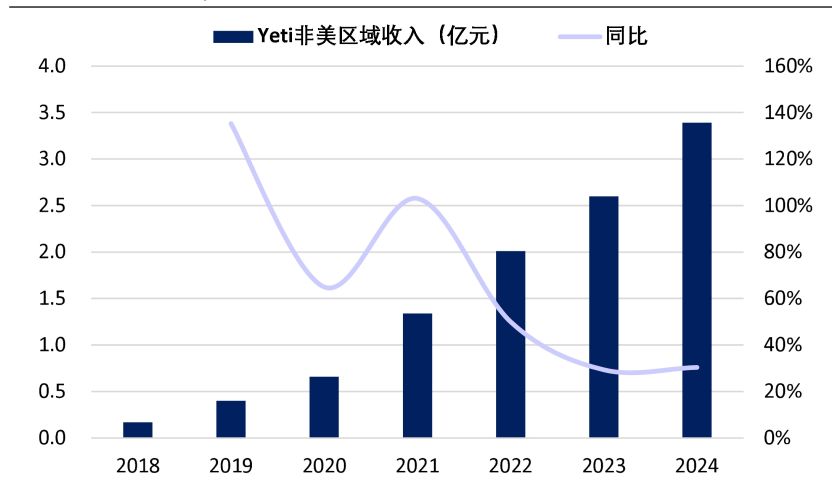
图24: 公司连续两年获得 Stanley 最佳供应商奖项



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

在当前的客户基础上，有望进一步携手客户在新品类拓展和区域扩张方面实现突破。2024 年度新增签约境外客户约 60 家，主要在 RCEP 成员国、中东等地区，新增客户营业收入占比持续提升。以公司主要客户之一 Yeti 为例，其收入增速近年同样是非美区域的增速高于美国，展现出杯壶行业拓区域的潜力。

图25: 以 Yeti 为例，非美国区域的收入增速更高

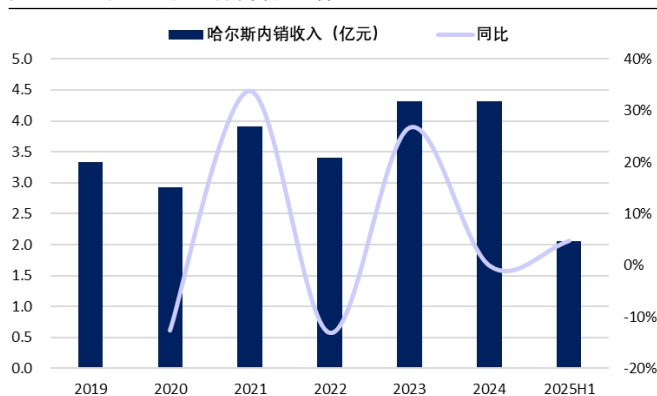


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自有品牌：好产品+渠道经验积累+品牌营销发力

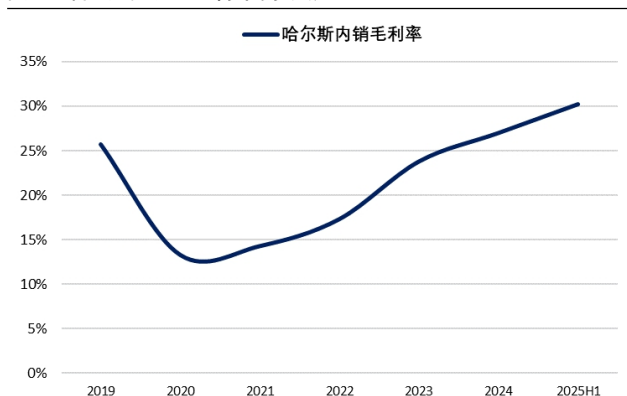
自有品牌持续开拓，多品牌矩阵布局完善。公司以“哈尔斯”和“SIGG”两大品牌为核心，分别深耕国内和欧洲市场。其中国内市场 2024 年内销收入 4.3 亿元，2020-2024 年 CAGR 约为 5.2%，毛利率也稳步提升至 2025H1 年的 30%。

图26: 公司内销收入保持稳健增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 各公司内销毛利率持续提升



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

国内：定位中高端，全渠道布局，营销持续创新

公司在国内全渠道运营，以线上、经销和 2B 渠道为主，同时通过战略客户开发和异业合作，实现 2B 客户的对接以及 2C 领域的渠道共建共享。公司品牌矩阵和价格带相对丰富（哈尔斯整体均价中枢 100 元，智能产品 150 元以上，SIGG 价格中枢 200+），整体偏中高端的定位也使公司的均价高于行业。

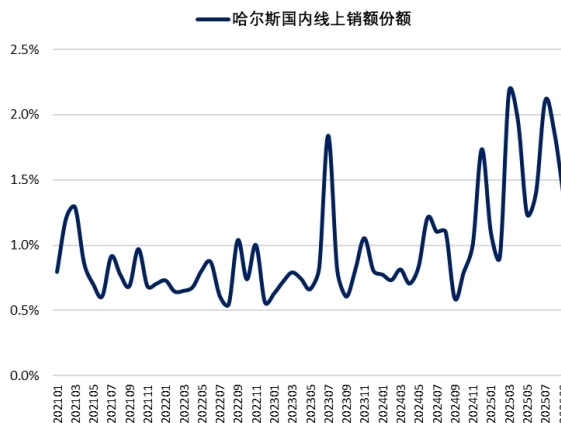
尽管内销竞争激烈，但公司近年通过差异化定位和丰富多元的产品矩阵支撑下，在线上依然实现了份额稳步上行，参考前文行业线上份额第一的品牌也仅有 7% 的份额，目前公司旗下品牌也已经在国内行业头部有了一席之地。

图28：公司两大主要品牌旗下产品系列丰富



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：公司内销份额近年稳定攀升



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

公司秉持中高端定位的同时，近年持续强化和拥抱新的营销方式。借鉴奶茶店“一日店长”快闪灵感，首创“品牌挚友”轻量化合作模式，在艺人热度峰值时集中爆破流量，大幅提升品牌营销效率。同时延续此前成熟的 IP 联名、明星同款等营销模式，持续扩大声量。

表6：公司 2024 年底至 2025 年推出丰富的营销活动

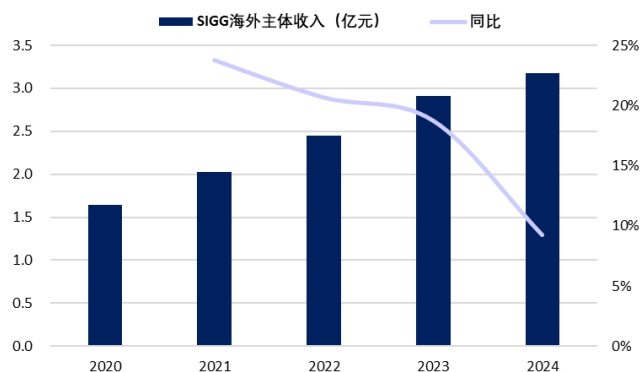
营销活动类型	营销内容
明星类	官宣担任品牌挚友，主题“一鹭繁花·做闪耀的自己”，主推 NEW STAR 星芒杯系列，通过直播、话题互动等方式精准触达年轻消费群体
	章若楠、梓渝、张婧怡同款等
IP 联名	推出 ROY6 联名款「元气小霸杯」和「双饮花茶杯」
	与马迭尔集团达成“哈尔斯&尔滨”品牌生态建设战略合作，实现跨地域的文旅联动
赛事活动	推出英雄钢笔联名礼盒，融合经典与创新设计，深化国潮品牌形象
	作为主要参与方举办“潮·水之器”国潮新品秀，展示品牌在东方美学与时尚设计上的成果
	成为西湖玫瑰跑赛事总冠军赞助商，并联合推出限量款“轻氧运动提手杯”等联名产品

资料来源：公司官微、公司官网，国信证券经济研究所整理

海外：收购欧洲百年品牌 SIGG，规模持续扩张

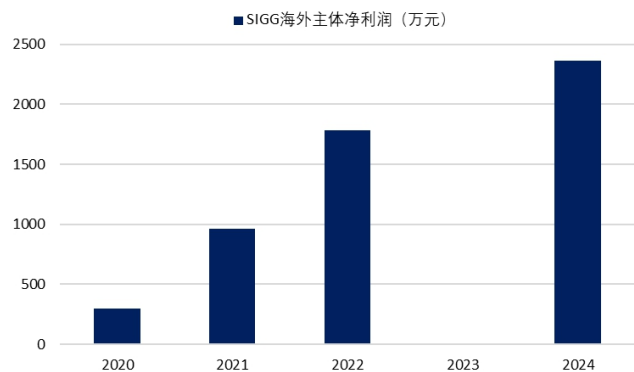
公司于 2016 年全资收购瑞士运动水杯品牌 SIGG。SIGG 于 1908 年创立于瑞士，公司持续通过联合世界顶级奢侈品品牌(LV、宾利等)、Supreme、Stussy 等众多潮流品牌、顶级体育赛事(ATP 网球赛事-温网、法网、劳力士大师赛等)等联名合作，持续扩大品牌影响力。SIGG 主要主体 2024 年收入 3.2 亿元，2020-24 年收入 CAGR 达到 18%，净利润 0.24 亿，四年利润 CAGR 达到 68%。

图30：公司外销品牌业务保持稳健增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：外销品牌业务净利润保持持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

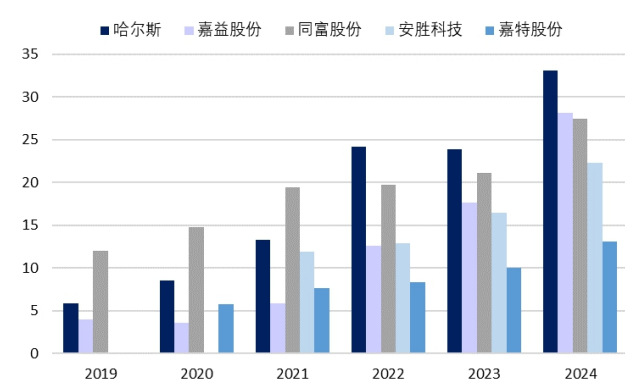
注：2023年公司未披露子公司利润情况

四、财务表现

公司收入规模行业领先

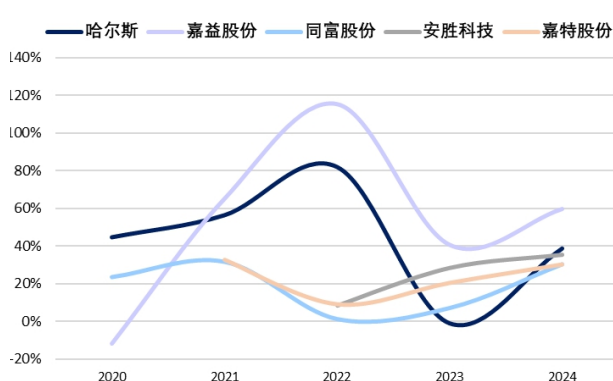
公司收入规模高于可比公司，增速趋势与行业相仿。我们选取保温杯壶行业的 OEM 企业嘉益股份、同富股份、安胜科技、嘉特股份为主要可比公司。公司深耕行业多年，与头部客户长期合作，收入规模在可比公司中处于领先地位。同时近年收入规模同样保持较高的增长水平，收入变动情况与行业相仿，主要受以美国为代表的市场需求景气度，以及关税等因素影响。

图32：公司收入规模高于同业（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：公司的收入增速变化趋势与行业保持相似方向



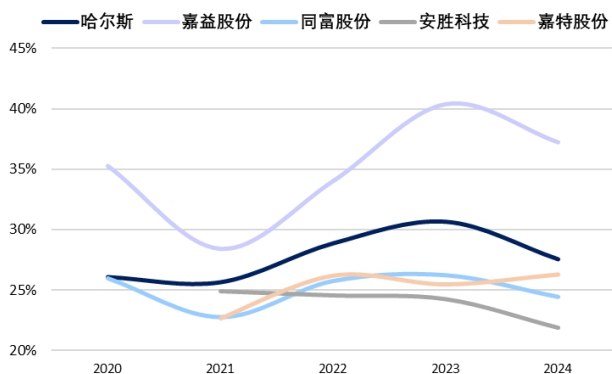
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率处于行业中等偏上。公司毛利率整体处于行业的正常区间，而由于与国际龙头合作多年，产品结构相对偏中高端，叠加公司规模效应优势，使得公司整体毛利率近年保持稳定较高的水平。同时在部分爆款单品拉动和自有品牌业务盈利逐渐好转的拉动下，毛利率近年整体呈现提升的状态。

费用端整体保持相对稳定，整体期间费用率高于行业平均水平，这主要由于发展自有品牌业务带来的相对较高的销售费用率，以及更高的研发投入和海外持续扩

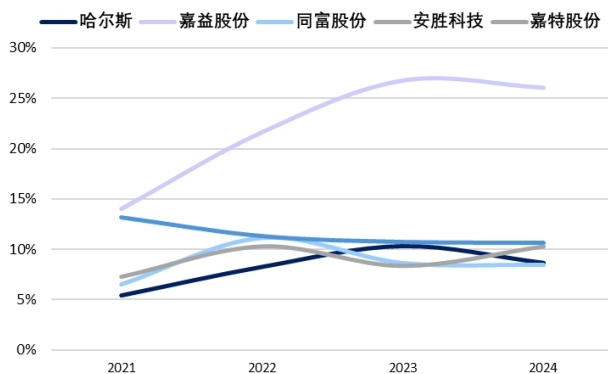
张等带来的费用率提升。因此综合来看净利率公司处于行业中枢略低的水平。

图34: 公司毛利率处于行业平均水平偏高的位置



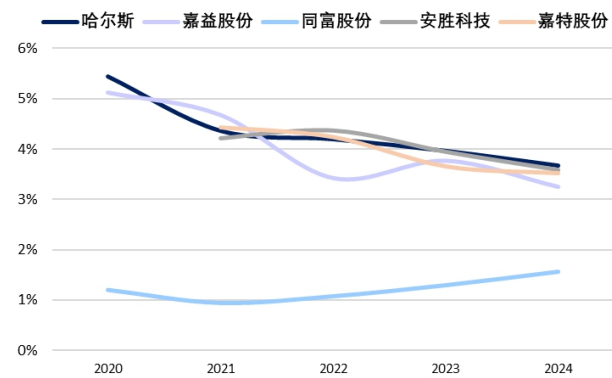
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 公司净利率在费用率较高背景下处于行业中枢偏低



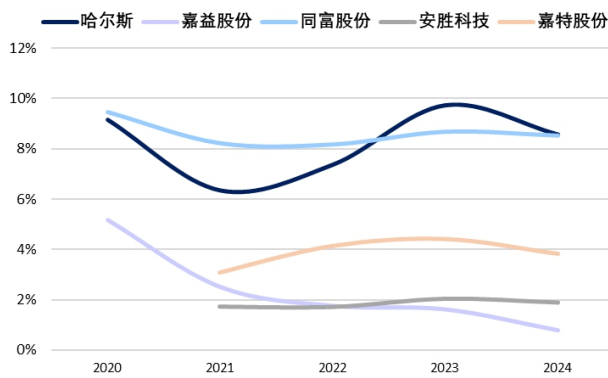
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司研发费用率处于行业中等偏上水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 公司销售费用率在自有品牌拉动下较高

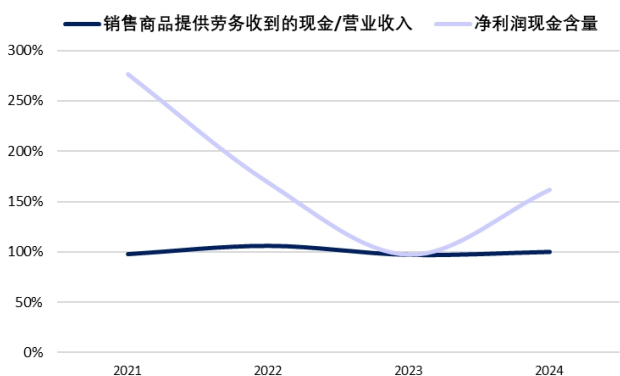


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流表现较好，周转重回稳定

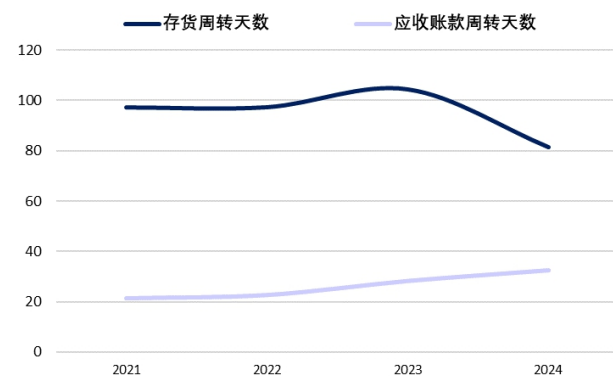
公司现金流表现较好，营收的现金含量基本处于 100%的中枢，净利率的现金含量也保持相对健康的水平。公司的应收账款周转天数受客户的区域和种类多元化影响，近年略有升高，而存货周转天数在经历以美国为代表的市场去库存后有所优化。

图38：公司现金流表现较好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：公司周转经历海外去库周期后有所优化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

1) 外销：预计短期承压后实现增长

参考海外主要市场行业增速，同时结合公司大客户近年增速高于行业这一特点，我们预计公司凭借创新的产品研发和强交付能力，在客户中的供应份额依然有提升空间。对标当前行业内其他头部企业在海外头部客户的销售额规模和份额（近年部分头部企业的收入增量大多来自于海外少量头部品牌），预计公司在除第一大客户外的其他客户中依然有较高成长空间。

同时考虑到 YETI 近年美国以外市场的高达 51% 的复合高增速，叠加新客户方面公司近年仍不断开拓，预计新客户和新兴市场有望使外销业务进一步加速。因此结合原有客户份额提升和新客户、新区域的扩张，同时考虑 2025 年关税带来的短期影响，我们预计 2025-2027 年公司外销有望实现收入为 35/41/47 亿元，同比增长 4%/18%/14%，复合增速约 12%，其中 2025 年受美国贸易政策影响预计对短期增速略有影响。

毛利率短期受泰国新产能投产和产能转移影响，预计短期有所下降，但后续随着产能爬坡和关税影响下降预计有望持续提升，预计 2025-2027 年毛利率约为 25.7%/27.5%/28.0%。

2) 内销：短期收入稳健、盈利提升，远期规模提升潜力更大

公司内销业务近年通过渠道结构调整和产品升级，收入规模稳增，盈利能力持续提升。参考 2025H1 的内销情况以及过去三年公司国内线上份额的稳步提升，我们预计在内销竞争激烈的市场中，公司线上收入有望保持稳健增长，另一方面考虑到公司近年持续对线下和礼品等渠道进行升级调整，预计线下渠道整体稳中有升。

因此预计 2025-2027 年国内收入约为 5.1/6.1/7.0 亿元，同比增长 17%/20%/15%。毛利率在线上运营优化、产品结构提升拉动下，预计毛利率持续优化，预计 2025-2027 年内销毛利率平稳提升至 30.0%/32%/32%。

整体来看，预计公司 2025-2027 年收入增长 4%、18%、14%至 35、42、48 亿元。毛利率则主要受短期关税影响和长期产品结构提升先降后升，2025-2027 年为 26.4%/28.2%/28.6%。

表7: 哈尔斯收入及毛利率预测

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24.1	33.3	34.8	41.1	47.0
收入 yoy	-1%	38%	4%	18%	14%
综合毛利率	31.2%	28.0%	26.4%	28.2%	28.6%
外销收入	19.5	29.0	29.1	34.4	39.3
外销收入 yoy	-4%	49%	0%	18%	14%
外销毛利率	32.8%	28.2%	25.7%	27.5%	28.0%
内销收入	4.3	4.3	5.1	6.1	7.0
内销收入 yoy	26%	0%	17%	20%	15%
内销毛利率	23.8%	27.0%	30.0%	32.0%	32.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

费用及其他收益假设:

销售费用: 公司销售费用规模随自有品牌规模的提升预计仍保持增长，同时美国以外市场的拓展预计同样带来销售费用的投放，预计 2025-2027 年销售费用率呈现先升后降的趋势，分别为 8.6%、8.4%、8.0%。

管理费用: 公司管理费用的投入整体随收入体量扩大平稳增长，而考虑到公司当前泰国工厂和海外扩张带来的人员派驻、扩招等，预计 2025-2027 年管理费用率短期保持相对稳定为 7.0%、7.0%、6.9%。

研发费用: 公司研发费用率保持在 4.0%的中枢水平，预计未来研发投入依然保持较高的强度，但随着营收规模的增长，费用率预计略有降低，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 3.8%、3.5%、3.5%。

财务费用: 公司此前财务费用受汇兑损益影响较大，考虑到 2025 年以来人民币对美元汇率整体趋降，因此预计 2025 年汇率带来一定汇兑损失，而后续假设汇率中性影响，2025-2027 年财务费用率分别为 0.4%、0.4%、0.1%。

综上，预计 2025-2027 年公司归母净利润同比分别-51%、+93%、+34%至 1.4、2.7、3.7 亿，对应 EPS 为 0.30、0.58、0.78 元/股。

表8: 哈尔斯盈利预测表

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24.1	33.3	34.8	41.1	47.0
收入 yoy	-1%	38%	4%	18%	14%
毛利率	31.2%	28.0%	26.4%	28.2%	28.6%
管理费用率	7.09%	6.44%	7.00%	7.00%	6.90%
研发费用率	3.97%	3.68%	3.80%	3.50%	3.50%
销售费用率	9.65%	8.52%	8.60%	8.40%	8.00%
财务费用率	0.01%	-1.57%	-0.40%	-0.10%	0.00%
归母净利润	2.5	2.9	1.4	2.7	3.7
净利润 yoy	21.3%	14.7%	-50.8%	93.3%	34.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测情景分析

表9：情景分析（在收入变动 5%，成本、费用项全部同向变动 2.5%时，乐观、中性、悲观情景）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,647	4,488	5,354
(+/-%)	-0.9%	38.4%	9.5%	23.1%	19.3%
净利润(百万元)	250	287	231	399	534
(+/-%)	21.3%	14.7%	-19.4%	72.8%	34.0%
摊薄 EPS	0.54	0.61	0.50	0.86	1.15
中性预测					
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,480	4,109	4,697
(+/-%)	-0.9%	38.4%	4.5%	18.1%	14.3%
净利润(百万元)	250	287	141	273	365
(+/-%)	21.3%	14.7%	-50.8%	93.3%	34.0%
摊薄 EPS(元)	0.54	0.61	0.30	0.58	0.78
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,324	3,294	3,270
(+/-%)	-0.9%	38.4%	-0.2%	-0.9%	-0.7%
净利润(百万元)	250	287	59	137	170
(+/-%)	21.3%	14.7%	-79.5%	132.7%	23.9%
摊薄 EPS	0.54	0.61	0.13	0.29	0.36

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：12.57-16.47 元

基于行业规模和天花板较高，而公司持续拓展品类和区域，并发展自有品牌，我们预计公司营收仍有望保持增长；在利润端，公司随着后续规模的扩大，盈利能力有望得到修复并提升。未来 5 年估值假设条件见下表：

表10：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-0.86%	38.40%	4.6%	18.8%	14.9%	10.4%	8.3%
毛利率	31.20%	28.00%	29.4%	31.1%	31.5%	32.0%	32.0%
管理费用/营业收入	11.06%	10.11%	10.4%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用/销售收入	9.65%	8.52%	8.3%	8.1%	7.7%	7.2%	7.2%
所得税税率	-10.07%	7.96%	7.6%	8.2%	9.6%	9.6%	12.0%
股利分配比率	42.62%	22.42%	29.6%	31.2%	31.2%	41.6%	41.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；注：此处管理费用包含研发费用

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	14.40%
无风险利率	2.50%	Ka	8.35%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价 (元)	7.97	Ke	9.21%
发行在外股数 (百万)	466	E/(D+E)	85.35%
股票市值 (E, 百万元)	3716	D/(D+E)	14.65%
债务总额 (D, 百万元)	638	WACC	8.52%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 10.36-13.11 元。

表12: 哈尔斯 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	213.2	347.2	441.4	537.9	581.7
所得税税率	7.96%	8.50%	10.00%	10.00%	12.50%
EBIT*(1-所得税税率)	196.2	317.6	397.2	484.1	509.0
折旧与摊销	106.0	134.2	150.3	162.6	171.0
营运资金的净变动	(40.3)	6.1	21.9	(19.0)	10.2
资本性投资	(330.0)	(270.0)	(215.0)	(135.0)	(90.0)
FCFF	(68.2)	188.0	354.3	492.8	600.2
PV (FCFF)	(62.1)	155.9	267.7	339.1	376.1
核心企业价值	6,073.3				
减: 净债务	672.8				
股票价值	5,400.5				
每股价值	11.58				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%
永续增长率变化	2.0%	15.06	13.74	12.59	11.59	10.70
	1.5%	14.30	13.11	12.06	11.13	10.31
	1.0%	13.64	12.55	11.58	10.72	9.96
	0.5%	13.06	12.05	11.16	10.36	9.64
	0.0%	12.54	11.61	10.78	10.03	9.35

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 8.77-9.94 元/股

公司主要业务为保温杯壶产品的 OEM/ODM 和自有品牌销售, 我们选取 A 股从事杯壶 OEM 的头部企业嘉益股份、国内厨房用具综合龙头苏泊尔以及国际保温杯壶龙

头 Yeti 作为可比公司（前文同富股份、安胜科技、嘉特股份为新三板公司已退市公司，缺乏盈利预测且交易活跃度较低，难以作为估值方面的参考）。

从行业的规模和增速角度来看，考虑到公司所处赛道尚处成长期，无论是非美地区和还是国内，保温杯壶都仍处于低保有水平逐步提升的状态，因此主要采用 PE 估值作为参考。

由于公司 2025 年关税和新产能投产爬坡带来的收入和盈利能力波动，我们主要参考 2024-2027 年平均的预期增速，公司 2024-2027 年利润复合增速约 7.5%，略低于嘉益股份但高于苏泊尔和 Yeti。

其中公司与 Yeti 的业务属性和发展方向相对更贴近，Yeti 未来预期复合增速相对较慢，但同时其具备品牌溢价；嘉益股份业务基本均为代工业务，其增速基本取决于下游客户的需求和库存情况；而苏泊尔由于拥有自有品牌业务，叠加自身品牌溢价以及相对较高的分红水平，尽管增速较慢但 PE 估值水平依然较高。

哈尔斯的业务结构、利润增速介于可比公司之间，一方面利润预期增速慢于嘉益股份但快于苏泊尔和 Yeti，但另一方面其自有品牌的占比高于嘉益股份、低于苏泊尔和 Yeti。因此参考可比公司的业务属性、利润增速，给予公司 2026 年 PE 区间 15-17 倍，股价区间为 8.77-9.94 元。

表14: 可比公司估值情况对比

公司名称	主营业务	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				2024-27 利润CAGR	PE			PEG 2024- 2027E
			2024	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
嘉益股份	保温杯壶外销代工为主	81	7.33	5.4	7.62	9.21	7.91%	15.1	12.7	10.0	1.90
苏泊尔	小家电及厨房用品自有品牌及代工	405	22.44	22.25	23.77	25.28	4.05%	18.2	17.1	16.0	4.50
Yeti	保温设备、杯壶和户外消费用品	31	1.76	1.69	1.88	2.1	6.06%	18.2	16.3	14.6	3.00
平均								17.1	15.4	13.6	3.1
哈尔斯	保温杯壶的外销 OEM/ODM, 及内外销自有品牌	38	2.87	1.4	2.7	3.7	8.37%	26.7	13.8	10.3	3.18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注 1：苏泊尔、嘉益股份、Yeti 均采用 Wind 一致预期，其中嘉益股份采用 2025 年三季报后 Wind 一致预期均值

注 2：Yeti 单位为美元

综合绝对估值、相对估值，我们认为当前公司自有品牌积极扩张的背景下，相对估值中同时参考 OEM/ODM 和品牌可比公司可以更好反应公司未来的估值发展方向。因此主要参考相对估值，给予公司 2026 年 15-17 倍 PE，对应公司合理估值区间在 8.77-9.94 元/股之间。

投资建议

公司所处赛道目前仍处于外销需求稳健、内销潜力大且品牌格局尚未稳定之时，而公司产品力领先的同时，外销深耕多年具备扎实的客户基础，内销份额积极扩张，经营效率也有望持续提升，从杯壶制造商逐步转型为品牌运营商。预计 2025-2027 年公司归母净利润同比增长-51%、+93%、+34%至 1.4、2.7、3.6 亿元，对应 EPS 为 0.30/0.58/0.78，对应 PE 为 26/14/10 倍。通过多角度估值，预计公司合理估值 8.77-9.94 元/股之间，对应 2026 年 PE 为 15-17 倍。首次覆盖，给予

“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 8.77-9.94 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 公司未来的高增长建立在客户份额、品类和非美市场持续顺利扩张以及内销盈利能力提升的基础上，若未来行业增长不及预期、或竞争格局出现较大变化、或公司新品类、新市场的销售不及预期，均会导致对公司未来的盈利预测过于乐观的风险；
- ◆ 公司的期间费用率采用随规模扩张在未来年度有所下降的预测假设，但若未来公司在研发、营销等方面投入加大则有可能高于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险。

经营风险

国际贸易摩擦及关税风险

2018 年以来，国际贸易摩擦对中国企业开展海外市场业务造成了一定阻力，国际贸易及海外商业环境的不确定性风险上升。2025 年 2 月 1 日，美国政府宣布对进口自中国的商品加征 10% 的关税；2025 年 3 月 4 日，美国对进口自中国的商品再次加征 10% 的关税；2025 年 4 月 2 日，美国总统签署行政令，宣布对所有贸易伙伴征收最低为 10% 的关税，并在后续对部分贸易伙伴征收税率更高的关税，中国大陆及中国香港面临被加征 34% “对等关税” 等更严厉的关税政策；2025 年 5 月 12 日，美国修改 4 月 2 日行政令中对中国商品加征的 34% “对等关税”，将其中的 24% 在初始的 90 天内暂停实施，保留加征剩余 10% 的关税。同时美国对东南亚国家，如公司产能所在地泰国，于 2025 年 8 月 1 日宣布加征关税 19%。由于美国关税政策变化频繁，公司难以预测未来美国关税变化及关税水平。该等关税政策将对全球贸易、经济环境以及消费需求产生潜在不利影响，从而影响公司的业务发展及经营状况。公司已

采取相应措施积极应对。如果境外国家持续加大实施对公司出口明显不利的贸易、关税等政策，公司存在无法维持境外销售高速增长的风险甚至由此导致业绩下滑的风险。

境外经营风险

公司境外销售收入 2022-2024 年占主营业务收入比例分别为 84%、82%、87%。在后续的海外市场竞争中，不排除因国际市场产品设计理念及技术发展状况等因素发生重大变化，如果未来国际市场业务开拓不顺利或未能达到预期，将影响公司国际市场业务发展。

客户集中风险

公司主要客户包括 Yeti、PMI、OWALA 等。2022-2024 年公司对前五名客户的销售收入占营业收入比例分别为 68%、62%、70%，客户集中度较高。如果未来主要客户需求下降，将会对公司的业务规模和经营业绩产生不利影响。

原材料价格上涨的风险

公司主营业务成本中原材料成本占比较高，原材料采购价格的波动对主营业务毛利率的影响较大。尽管公司产品定价采用成本加成原则，能够一定程度转移和消化原材料价格波动带来的风险。但未来如果大宗商品价格发生剧烈变化而公司相关产品价格未能同步传导，将会对公司主要产品的毛利率水平及经营业绩产生不利影响，存在原材料价格大幅波动给生产经营带来不利影响的风险。

财务风险

汇率变动风险

2022-2024 年公司汇兑损益分别为-3742 万元、386 万元和-4183 万元。公司外销收入规模呈逐年上升趋势，随着公司出口业务的增长，如果未来人民币对美元等外汇的汇率波动幅度加大，可能对公司业绩产生一定影响。

存货管理风险

2022-2024 年期末，公司存货账面价值分别为 4.13、4.95、5.37 亿元，随着公司销售规模扩大，需提前储备生产所需重要原材料，若公司存货管理不善，出现损失或损害等情况，将造成公司财产的直接损失，进而对经营业绩造成不利影响。另一方面，若公司重要原材料价格大幅下降，而公司储备量较大，则可能出现存货跌价的风险。

销售费用大幅上涨对发行人业绩影响的风险

公司近年持续拓展品牌授权和自有品牌业务，此类业务需要在渠道推广、营销方面进行较高费用投入，随着销售渠道的增加、营业收入的增长，销售费用也随之增加，尽管近年公司销售费用率控制相对得当，2022-2024 年销售费用率 7.34%、9.65%、8.52%，但若公司不能有效控制各渠道销售费用，将可能对公司经营业绩造成不利影响。

税收政策变化风险

如果未来国家变更或取消高新技术企业税收优惠政策，或者公司未来不能通过高新技术企业认定相关审核，所得税率将由 15%提升至 25%，将对公司未来经营带来一定的负面影响。

技术风险

知识产权和专有技术保护的风险

公司的专利、商标和专有技术，是构成公司竞争优势及核心竞争力的重要要素。公司已经制定了严格的制度并采取措施保护公司的知识产权和专有技术，但未来仍然存在因公司所拥有的知识产权和专有技术受到侵犯而给公司技术研发、生产经营带来不利影响的

技术人才流失风险

公司关键核心竞争力在于产品的研发设计能力、测试试验能力和生产工艺技术。能否持续保持高素质的技术团队、研发并制造具有行业竞争力的产品，对于公司的可持续发展至关重要。公司十分重视对技术人才的培养和引进，并实施了员工持股以增强核心团队的稳定性，保证各项研发工作的有效组织和成功实施。但未来仍可能会面临行业竞争所带来的核心技术及人员流失风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	849	787	817	817	1037	营业收入	2407	3332	3480	4109	4697
应收款项	247	400	400	478	545	营业成本	1656	2399	2561	2950	3352
存货净额	495	537	631	703	788	营业税金及附加	18	21	22	26	30
其他流动资产	196	73	118	129	150	销售费用	232	284	299	345	376
流动资产合计	1787	1797	1965	2128	2520	管理费用	280	353	385	440	497
固定资产	730	1134	1291	1382	1409	财务费用	0	(52)	13	16	4
无形资产及其他	106	219	240	251	257	投资收益	(30)	(20)	(22)	(10)	(12)
投资性房地产	129	198	198	198	198	资产减值及公允价值变动	(39)	(27)	(30)	(29)	(30)
长期股权投资	36	29	29	29	29	其他收入	76	30	5	5	10
资产总计	2789	3376	3722	3988	4414	营业利润	226	310	153	297	405
短期借款及交易性金融负债	242	122	285	195	172	营业外净收支	(2)	2	0	1	1
应付款项	624	869	934	1069	1215	利润总额	225	312	153	298	406
其他流动负债	152	191	209	239	270	所得税费用	(23)	25	12	25	41
流动负债合计	1018	1183	1428	1503	1658	少数股东损益	(2)	1	0	0	0
长期借款及应付债券	289	417	417	417	417	归属于母公司净利润	250	287	141	273	365
其他长期负债	19	63	63	63	77						
长期负债合计	308	479	479	479	494	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1327	1662	1907	1982	2152	净利润	250	287	141	273	365
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	资产减值准备	13	(14)	15	4	2
股东权益	1468	1721	1822	2012	2268	折旧摊销	91	98	106	134	150
负债和股东权益总计	2789	3376	3722	3988	4414	公允价值变动损失	39	27	30	29	30
						财务费用	0	(52)	13	16	4
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(207)	173	(40)	6	22
每股收益	0.54	0.61	0.30	0.58	0.78	其它	(15)	15	(15)	(4)	(2)
每股红利	0.23	0.14	0.09	0.18	0.24	经营活动现金流	171	584	237	442	567
每股净资产	3.15	3.69	3.91	4.32	4.86	资本开支	(74)	(444)	(330)	(270)	(215)
ROIC	14%	13%	9%	13%	16%	其它投资现金流	5	0	0	0	0
ROE	17%	17%	8%	14%	16%	投资活动现金流	(50)	(437)	(330)	(270)	(215)
毛利率	31%	28%	26%	28%	29%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	6%	8%	9%	负债净变化	209	128	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	9%	12%	13%	支付股利、利息	(106)	(64)	(40)	(82)	(110)
收入增长	-1%	38%	4%	18%	14%	其它融资现金流	(290)	(335)	162	(90)	(23)
净利润增长率	21%	15%	-51%	93%	34%	融资活动现金流	(87)	(208)	122	(171)	(133)
资产负债率	47%	49%	51%	50%	49%	现金净变动	35	(61)	29	1	220
股息率	2.8%	1.7%	1.1%	2.2%	2.9%	货币资金的期初余额	814	849	787	817	817
P/E	15.1	13.2	26.8	13.8	10.3	货币资金的期末余额	849	787	817	817	1037
P/B	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	52	79	(68)	188	354
EV/EBITDA	16.4	14.6	17.8	12.0	10.0	权益自由现金流	(30)	(128)	83	84	321

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032