

# 哈尔斯 (002615.SZ)

## 保温杯制造龙头，制造+客户壁垒深厚，盈利水平有望逐渐恢复

### 公司介绍：保温杯制造龙头，外销代工为主，自主品牌同步发力

公司创立于 1985 年，专注于不锈钢真空保温器皿（收入占比 80%+）、玻璃杯壶、铝瓶、塑杯的研发、设计、制造与销售，公司销售模式包括 OEM（为主）和自主品牌销售，自主品牌主要包含国内自主品牌“哈尔斯”、2016 年收购的瑞士杯壶品牌“SIGG”等，收入以外销为主（24 年收入占比 87%），产品远销全球 80 多个国家和地区。公司收入持续增长，利润因海外生产基地爬坡、关税扰动等因素短期有所承压。

### 保温杯行业：结构升级、稳定增长，中国供给处于核心地位

2025 年全球杯壶市场规模有望达 48 亿美元，呈现稳健增长的态势。随着消费者对情绪价值的追求，杯壶产品已逐渐由传统的耐用品向快消品、时尚品、收藏品以及生活方式的象征转变，这些趋势不仅成为产品高溢价的重要因素，更拓宽了行业的市场边界。从区域分布来看，北美、欧洲和亚太地区是全球杯壶市场的主要消费区域，中国出口保温杯保持增长趋势。行业产能集中于中国，美国进口高度依赖中国。海外品牌格局趋于集中，核心供应商有望受益。

### 公司竞争力：海内外供应链布局完善，头部客户代工合作+自主品牌同步发力

1) 深度绑定头部客户，受益行业放量增长。公司与 YETI、PMI (Stanley)、OWALA 等全球头部杯壶品牌建立了深度合作关系，客户粘性强。同时作为大客户核心供应商，受益于大客户的放量增长。2) 海外产能布局，增强接单能力。公司已在泰国完成一期、二期工厂建设，并进入产能快速爬坡阶段。海外建厂有效规避了关税风险，保障了对美核心客户的稳定交付，头部客户份额有望进一步提升。3) 双自主品牌打造，多渠道布局成长可期。公司 2022 年对哈尔斯品牌进行了全新升级，打造“精品国货”，在设计、材质和用户体验上进行了深度优化。SIGG 优化品牌运营，通过亚马逊平台及自营店铺的推广与销售，销售额持续保持良好增长，同时与多个高端品牌及知名运动赛事展开联名合作，巩固并扩大了品牌影响力。

**盈利预测及估值：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.42/2.92/3.71 亿元，同比分别-50.6%/+106.0%/+27.3%，对应 EPS 分别为 0.30/0.63/0.80 元，对应 2025 年 12 月 3 日收盘价 PE 分别为 26.9/13.0/10.2x。公司制造能力、客户壁垒深厚，随公司海外工厂爬坡，成本压力有望缓解，盈利水平进入上行通道，参考可比公司 2026 年估值平均数，给予公司 2025 年 16x P/E，对应目标价 10.01 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**贸易波动与关税波动风险、需求表现不及预期、人民币汇率&原材料波动、产能爬坡不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,407	3,332	3,469	4,118	4,710
增长率 yoy (%)	-0.9	38.4	4.1	18.7	14.4
归母净利润 (百万元)	250	287	142	292	371
增长率 yoy (%)	21.3	14.7	-50.6	106.0	27.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.54	0.61	0.30	0.63	0.80
净资产收益率 (%)	17.0	16.7	7.7	14.5	16.7
P/E (倍)	15.2	13.3	26.9	13.0	10.2
P/B (倍)	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 03 日收盘价

## 买入 (首次)

### 股票信息

行业	家居用品
12 月 03 日收盘价 (元)	8.16
总市值 (百万元)	3,804.74
总股本 (百万股)	466.27
其中自由流通股 (%)	65.51
30 日日均成交量 (百万股)	9.50

### 股价走势



### 作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

分析师 鲍秋宇

执业证书编号：S0680524080003

邮箱：baoqiuyu@gszq.com

### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1787	1797	1547	1835	2159
现金	849	787	472	606	769
应收票据及应收账款	226	377	385	458	523
其他应收款	21	23	24	29	33
预付账款	11	10	10	12	14
存货	495	537	591	664	750
其他流动资产	186	63	64	67	71
<b>非流动资产</b>	1001	1579	2050	2121	2189
长期投资	36	29	29	29	29
固定资产	714	750	1162	1197	1229
无形资产			234	249	264
其他非流动资产	146	582	626	647	668
<b>资产总计</b>	2789	3376	3597	3956	4348
<b>流动负债</b>	1018	1183	1287	1473	1644
短期借款	56	99	99	99	99
应付票据及应付账款	624	869	926	1078	1219
其他流动负债	338	214	262	295	326
<b>非流动负债</b>	308	479	482	482	482
长期借款	289	417	417	417	417
其他非流动负债	19	63	65	65	65
<b>负债合计</b>	1327	1662	1769	1955	2126
少数股东权益	-6	-6	-6	-6	-6
股本	466	466	466	466	466
资本公积	302	291	301	301	301
留存收益	780	1020	1128	1302	1523
归属母公司股东权益	1468	1721	1833	2007	2228
<b>负债和股东权益</b>	2789	3376	3597	3956	4348

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	243	463	274	431	492
净利润	247	287	142	292	371
折旧摊销	109	114	111	88	91
财务费用	19	-24	0	0	0
投资损失	21	2	0	0	0
营运资金变动	-103	62	-4	31	10
其他经营现金流	-51	21	25	20	20
<b>投资活动现金流</b>	-202	-490	-607	-179	-179
资本支出	-188	-487	-619	-179	-179
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-13	-3	12	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-5	-57	-6	-118	-150
短期借款	-161	43	0	0	0
长期借款	209	128	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-30	-11	10	0	0
其他筹资现金流	-23	-216	-16	-118	-150
<b>现金净增加额</b>	35	-61	-316	134	163

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2407	3332	3469	4118	4710
营业成本	1656	2399	2564	2986	3375
营业税金及附加	18	21	22	26	30
营业费用	232	284	312	329	377
管理费用	171	214	243	268	306
研发费用	95	122	156	177	203
财务费用	0	-52	-5	-5	-5
资产减值损失	-39	-26	-30	-21	-21
其他收益	18	14	14	16	19
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	-30	-20	0	0	0
资产处置收益	44	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	226	310	162	333	424
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	225	312	162	333	424
所得税	-23	25	20	41	53
<b>净利润</b>	247	287	142	292	371
少数股东损益	-2	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	250	287	142	292	371
EBITDA	338	396	268	416	510
EPS (元/股)	0.54	0.61	0.30	0.63	0.80

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.9	38.4	4.1	18.7	14.4
营业利润(%)	-4.9	37.1	-47.9	106.1	27.3
归属母公司净利润(%)	21.3	14.7	-50.6	106.0	27.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.2	28.0	26.1	27.5	28.3
净利率(%)	10.4	8.6	4.1	7.1	7.9
ROE(%)	17.0	16.7	7.7	14.5	16.7
ROIC(%)	12.6	11.3	5.6	10.9	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.6	49.2	49.2	49.4	48.9
净负债比率(%)	-21.1	-11.7	8.7	1.2	-6.2
流动比率	1.8	1.5	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.0	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	12.7	11.0	9.1	9.8	9.6
应付账款周转率	3.7	3.8	3.3	3.5	3.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.61	0.30	0.63	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.99	0.59	0.93	1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.15	3.69	3.93	4.30	4.78
<b>估值比率</b>					
P/E	15.2	13.3	26.9	13.0	10.2
P/B	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.2	8.9	14.8	9.2	7.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 03 日收盘价

## 内容目录

一、哈尔斯：保温杯制造龙头，代工为主，自主品牌同步发力	4
1.1、公司介绍：保温杯制造龙头，OEM 为主，自主品牌同步发力	4
1.2、财务分析：收入持续增长，盈利水平短期承压	6
1.3、股权结构集中，管理层经验丰富	6
二、保温杯行业：结构升级、稳定增长，中国供给处于核心地位	8
三、公司竞争力：海内外供应链完善，头部客户代工合作+自主品牌同步发力	11
3.1、深度绑定头部客户，受益行业放量增长	11
3.2、海外产能布局，增强接单能力	12
3.3、双自主品牌打造，多渠道布局成长可期	13
四、盈利预测与估值	15
五、风险提示	16

## 图表目录

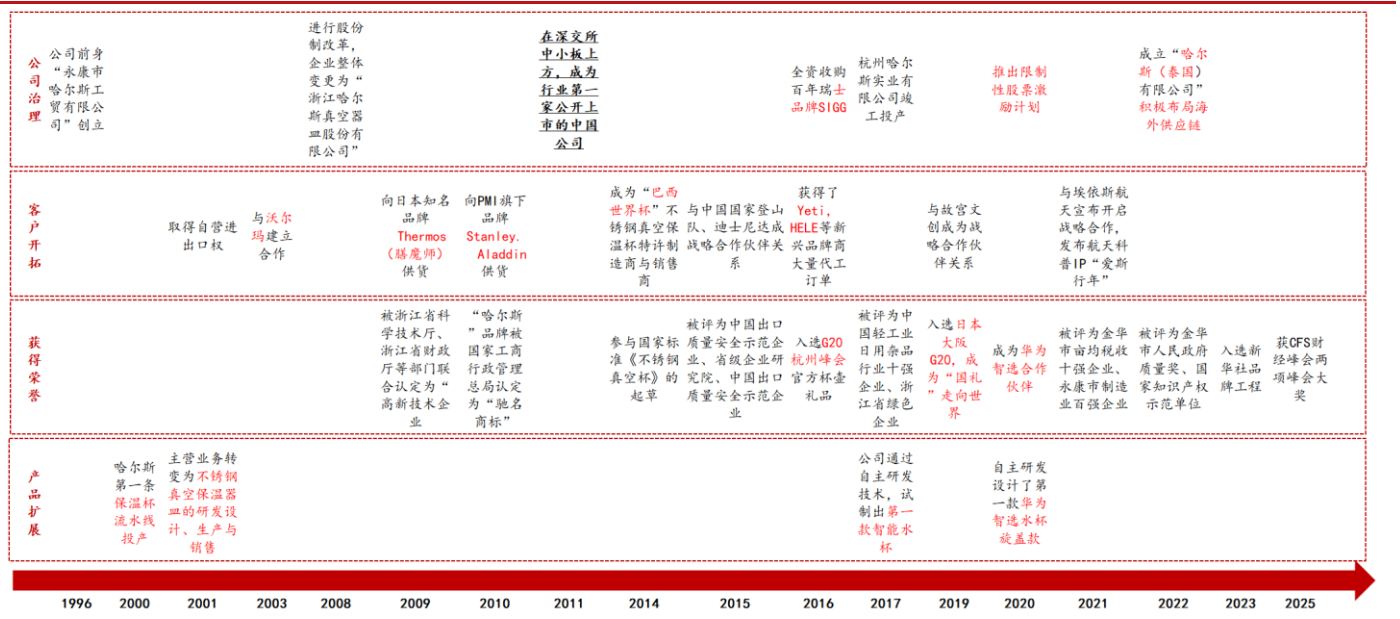
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司分产品营收情况	5
图表 3: 公司分地区营收情况	5
图表 4: 公司分产品毛利率情况	5
图表 5: 公司分地区毛利率情况	5
图表 6: 公司主要自主品牌梳理	5
图表 7: SIGG 收入及净利率	5
图表 8: 公司收入及增速	6
图表 9: 公司净利润及增速	6
图表 10: 公司毛利率与净利率情况	6
图表 11: 公司费用率情况	6
图表 12: 公司管理层简介	7
图表 13: 全球保温杯市场规模（亿美元）	8
图表 14: 2022 年保温杯全球销额区域分布	8
图表 15: 保温杯使用场景拓宽	8
图表 16: 中国保温杯出口额及增速	9
图表 17: 美国自中国进口保温杯销额、增速及进口占比	9
图表 18: 国外保温杯品牌介绍	9
图表 19: 国内保温杯龙头竞争格局	10
图表 20: Yeti 水杯收入及增速	11
图表 21: Yeti 水杯产品矩阵	11
图表 22: YETI 国际收入占比提升（截至 2025Q3）	12
图表 23: YETI 渠道占比变化（截至 2025Q3）	12
图表 24: Owala 水杯“多巴胺”配色	12
图表 25: Owala 价格对比	12
图表 26: 公司产能情况	13
图表 27: 哈尔斯产品矩阵	14
图表 28: SIGG 产品矩阵	14
图表 29: 公司收入及毛利率预测	15
图表 30: 可比公司估值	16

## 一、哈尔斯：保温杯制造龙头，代工为主，自主品牌同步发力

### 1.1、公司介绍：保温杯制造龙头，OEM为主，自主品牌同步发力

公司专注于保温杯生产制造销售，实现了自主品牌与OEM的国内外布局。公司创立于1985年，于2011年登陆深交所，此后不断完善品牌矩阵，积极响应客户供应链全球化布局战略、加速海外扩张。公司专注于不锈钢真空保温器皿、玻璃杯壶、铝瓶、塑杯的研发、设计、制造与销售，目前已成为国内极具影响力的杯壶行业龙头企业，产品远销全球80多个国家和地区。公司主要销售模式包括OEM和自主品牌销售，自主品牌主要包含国内自主品牌“哈尔斯”、2016年收购的瑞士杯壶品牌“SIGG”等。

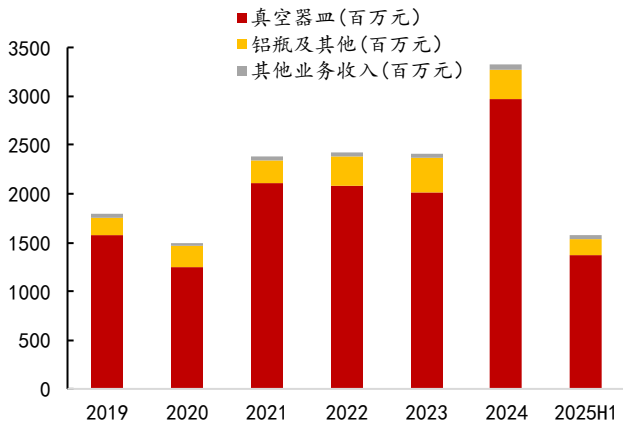
图表1：公司发展历程



资料来源：新华网，公司官网，公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

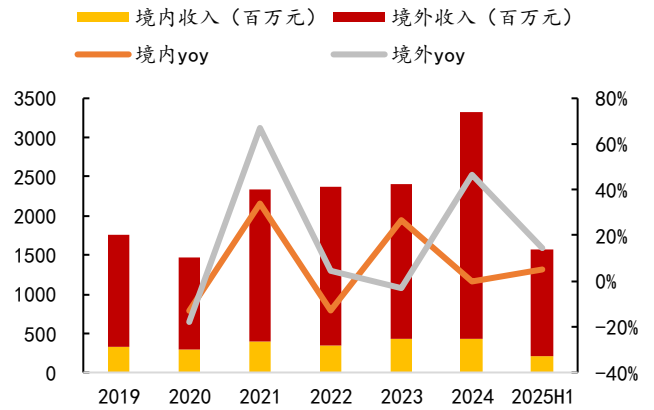
公司产品以保温壶为主，2024年外销占比高达87%。从产品结构来看，公司产品涵盖了多种保温杯、保温壶和焖烧罐，2024年公司真空器皿收入29.8亿元、铝瓶及其他（其他产品主要为玻璃杯、塑料杯等多样化材质的杯壶产品）收入2.9亿元，其他业务收入0.7亿元，分别占总收入比重89.4%、8.7%、2.0%，毛利率分别为27.1%、36.3%、34.4%。从区域结构来看，公司业务以外销为主，2024年公司实现境外收入29.0亿元、境内收入4.3亿元，分别占总收入比重87.1%和12.9%，毛利率分别为28.2%、27.0%。从业务结构来看，2024年国外自主品牌SIGG占比约10%、约70%+为ODM/OEM业务，国内占比约13%，含公司国内自主品牌业务。

图表2: 公司分产品营收情况



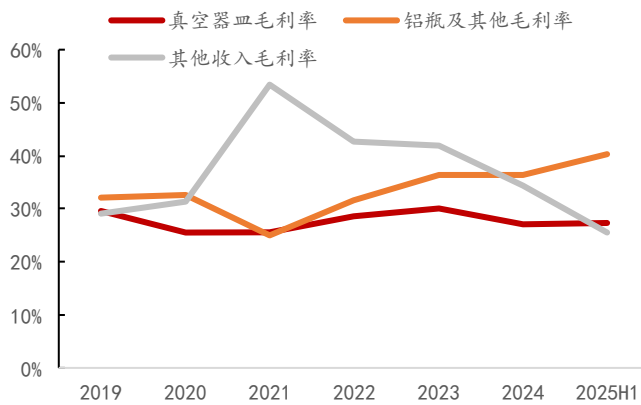
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司分地区营收情况



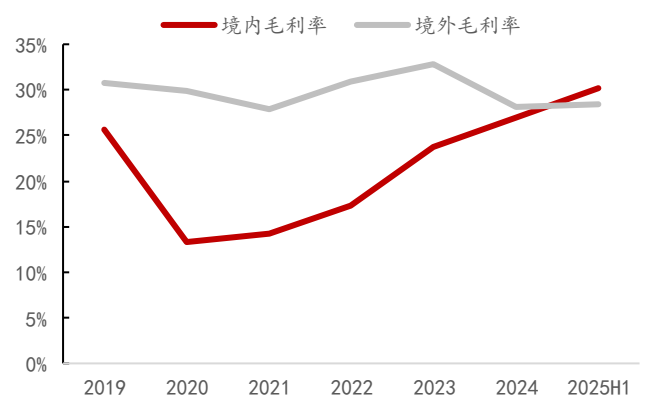
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司分产品毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司分地区毛利率情况



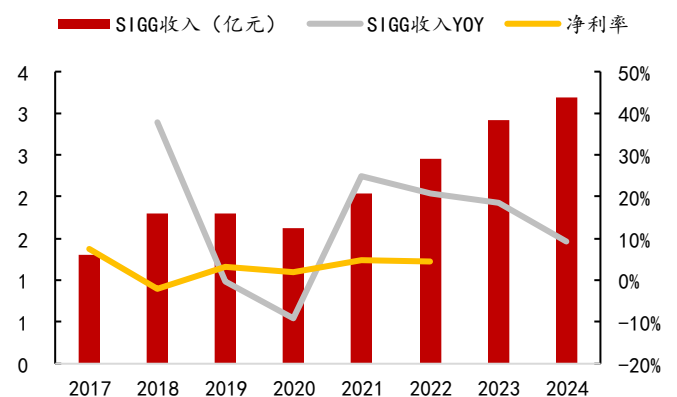
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司主要自主品牌梳理

品牌名称	时间	品牌定位	产品类型
HAERS 哈尔斯	2000年成立, 2022年全新升级	全球领先的中国杯壶专家 公司核心品牌, 致力于成为国民品牌	各类保温杯壶、轻量杯、玻璃杯、塑料杯、保健养生杯、智能数字水杯等
SIGG	1908年成立, 2016年被收购	瑞士国宝级运动水杯 定位高端户外专业产品	铝瓶、不锈钢保温杯、运动杯等

资料来源: 公司财报, 公司公告, 中国轻工工艺品双碳信息披露平台, 国盛证券研究所

图表7: SIGG 收入及净利率

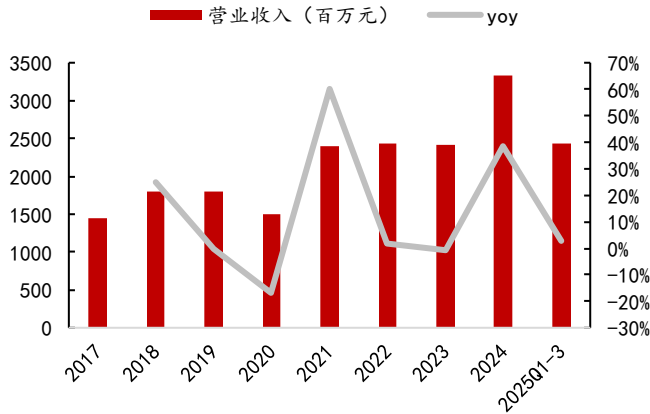


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 1.2、财务分析：收入持续增长，盈利水平短期承压

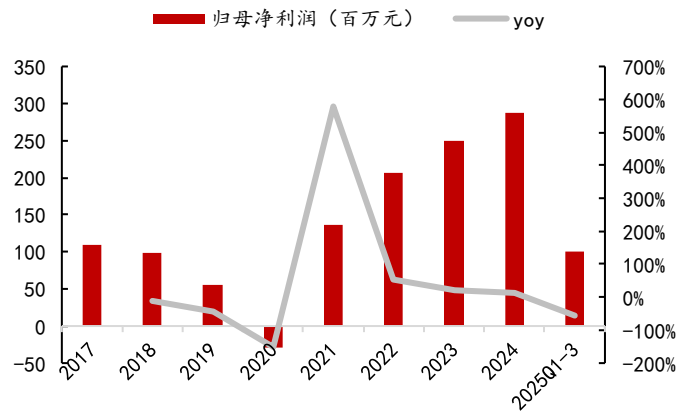
公司收入持续增长，利润因海外生产基地爬坡、关税扰动等因素短期有所承压。公司 2024/2025Q1-3 实现营收 33.3/24.4 亿元，同比分别 +38.4%/+2.9%，公司 2024/2025Q1-3 实现归母净利润 2.9/1.0 亿元，同比分别 +14.7%/-55.5%。收入增长我们判断主要系海外保温杯市场持续扩容、公司头部客户市场开拓步伐加快，以及自有品牌品牌建设成果初显。利润有所承压主要系海外生产基地仍处于爬坡期，前期生产管理成本较高，以及 2025 年美国关税扰动因素。后续随着海外生产基地爬坡完成，规模效应显现，公司持续推新，利润有望回归快速增长阶段。

图表8：公司收入及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

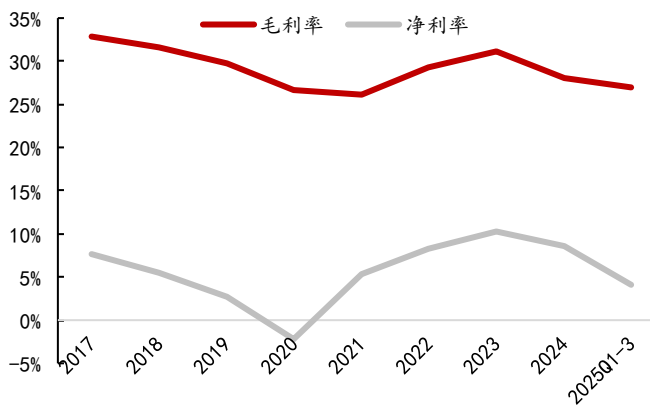
图表9：公司净利润及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

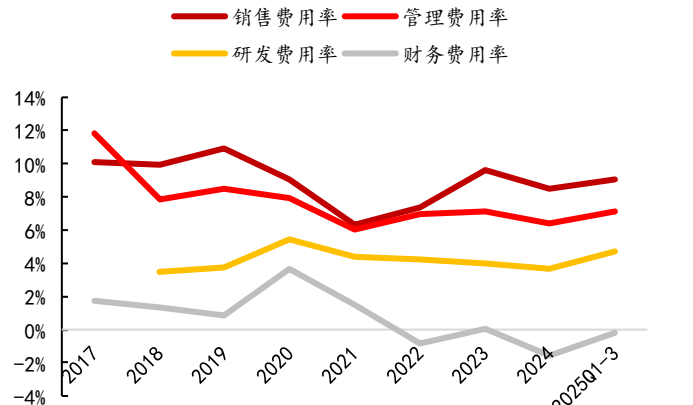
盈利水平主要受成本影响有所波动。公司毛利率由 2023 年的 31.2% 下滑至 2024 年的 28%，后继续下滑至 2025Q1-3 的 26.9%，主因公司海外工厂爬坡成本压力增大。公司费用率较为稳定，盈利水平有所下滑主要系毛利率影响，2023 年公司净利率为 10.3%，后下滑至 2024 年的 8.6%，继续下滑至 2025Q1-3 的 4.1%。

图表10：公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：公司费用率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 1.3、股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构集中，管理层经验丰富。实际控制人为董事长吕强，直接持股 37.8%，与吕丽珍（女儿）、欧阳波（女婿）、吕丽妃（女儿）、吕懿（外孙）为一致行动人，家族合计持股比例达 48.13%（截至 2025Q3 末）。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；总裁吴子富曾任盾安集团总裁、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多个财务关键岗位。

图表12: 公司管理层简介

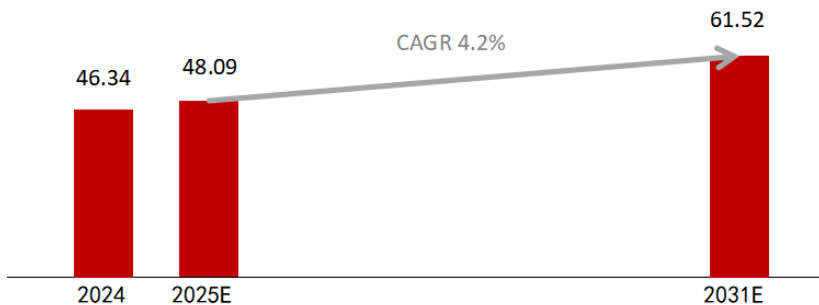
姓名	职务	简介
吕强	董事长	1985年开始创业，创办永康县四路轻工机械厂并任厂长； 1988年将永康四路轻工机械厂改组为永康县活动铅笔厂并任厂长； 1996年5月至2003年2月，任浙江哈尔斯工贸有限公司执行董事、总经理； 2003年2月至2008年8月，任浙江哈尔斯工贸有限公司董事长； 2008年8月至今，任浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司董事长。 <b>所获荣誉：曾任永康市政协常委、中国日用杂品工业协会杯壶分会会长，现为中国五金制品协会执行会长，荣获全国五金制品行业终身成就奖。</b> 2006年2月至2018年8月，历任盾安控股集团有限公司副总裁、浙江盾安人工环境股份有限公司董事长、盾安控股集团有限公司总裁； 2018年9月至2021年5月，顾家集团有限公司副总裁； 2020年9月至2021年5月，任公司独立董事； 2021年6月至今，任公司总裁、董事。
吴子富	董事、总裁	2000年至2003年担任浙江哈尔斯工贸有限公司财务部经理； 2003年至2008年8月担任浙江哈尔斯工贸有限公司财务负责人； 2008年8月至2017年9月担任公司财务总监； 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。 1997年2月至2008年8月，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； 2008年4月至11月担任公司董事、总经理； 2008年11月至今担任公司董事； 2012年10月至2013年3月担任公司副总经理； 2013年3月至2015年10月担任公司总经理； 2015年10月至今担任公司副总裁。
吕丽珍	董事、副总裁	1997年5月至2018年9月期间，历任浙江太古可口可乐饮料有限公司多个财务关键岗位、合肥太古可口可乐饮料有限公司销售运作财务控制经理、中粮可口可乐饮料有限公司集团财务运作经理及战略规划经理、海南中粮可口可乐饮料有限公司财务总监（兼分管桶装水业务）、中粮集团旗下公司总经理助理兼财务总监、中国食品有限公司财务部总经理助理兼多个财务关键岗位、农夫山泉股份有限公司财务中心总经理等。
欧阳波	董事、副总裁	博士研究生学历，博士学位，二级研究员，博士生导师，国务院政府特殊津贴专家； 北京市十四届人大代表、十五届人大代表及财经委副主任委员； 长期潜心于经济理论与经济政策具体运用的研究，对改革开放以来中国应用经济学体系建立有很大影响作用，是国资管理、资本运营、产权制度、集团财务风险控制等领域的专家； 博士毕业后入职前国家国有资产管理局，后在中华人民共和国财政部工作，曾经长期担任中国财政科学研究院（原名财政部财政科学研究所）国有经济研究中心主任、国资管理与资本运营研究中心主任。
吴汝来	董事、首席财务官	会计学博士，会计学教授，博士生导师，浙江大学经济学博士后； 财政部首届可持续披露准则咨询专家、中国会计学会环境与资源会计专业委员会委员、浙江省高校领军人才、浙江省“新世纪151人才工程”培养对象、浙江省高校中青年学科带头人、浙江省之江青年社科学家、英国特许会计师（ACCA）、加拿大注册会计师（CPA-Canada）、中国会计学会和美国会计学会高级会员； 现任浙江财经大学会计信息与资本市场监管研究中心主任、浙江财经大学国际会计系副主任。
文宗瑜	独立董事	法学博士（诉讼法学专业），浙江省“新世纪151人才工程”入选者； 中国法学会行政法学研究会理事，浙江省法学会行政法学研究会副会长，浙江省法学会监察法研究会副会长，浙江省第十四届人大常委会咨询专家，浙江省法学会首席法律咨询专家；浙江省政府行政复议局、杭州市政府行政复议局、宁波市政府行政复议局、湖州市政府行政复议局、丽水市政府行政复议局、衢州市政府行政复议局行政复议专家咨询委员会委员，浙江省人民政府、杭州市人民政府、浙江省教育厅、衢州市政府、临海市政府、青田县政府等单位法律顾问； 2005年7月至2014年3月，担任浙江师范大学专职教师，历任讲师、副教授、教授； 2014年4月至今，任浙江财经大学教授； 2015年12月至今，任浙江社会管理法治化协同创新中心副主任。
慕海静	独立董事	
张旭勇	独立董事	

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

## 二、保温杯行业：结构升级、稳定增长，中国供给处于核心地位

全球杯壶市场规模预计达 48 亿美元，呈现稳健增长的态势。根据 QYR 统计及预测，2024 年全球保温杯市场销售额达 46.3 亿美元，预计 2025 年增长至 48.1 亿美元，后续以 4.2% 的 CAGR 增长至 2031 年的 61.5 亿美元。随着消费者对情绪价值的追求，杯壶产品已不再仅仅是传统的耐用品，而是逐渐向快消品、时尚品、收藏品以及生活方式的象征转变。这一转变推动了杯壶行业向颜值化、爆品化、场景化、IP 化、智能化、健康化和个性化等方向发展，这些趋势不仅成为产品高溢价的重要因素，更拓宽了行业的市场边界。

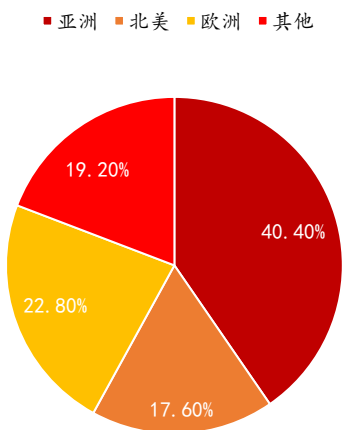
图表13: 全球保温杯市场规模 (亿美元)



资料来源: QYR, 国盛证券研究所

从区域分布来看，北美、欧洲和亚太地区是全球杯壶市场的主要消费区域。其中，北美市场凭借人均保有量的增加、消费频次的加快、使用场景的细分、户外运动的兴起以及社交属性的增强，保温器皿的市场需求尤为旺盛，增长趋势显著。与此同时，亚太地区凭借其庞大的人口基数和快速的经济增长，展现出巨大的市场潜力，成为全球杯壶市场增长的重要引擎之一。

图表14: 2022年保温杯全球销额区域分布



资料来源: 浙江同富特美刻股份有限公司公开转让说明书, 国盛证券研究所

图表15: 保温杯使用场景拓展



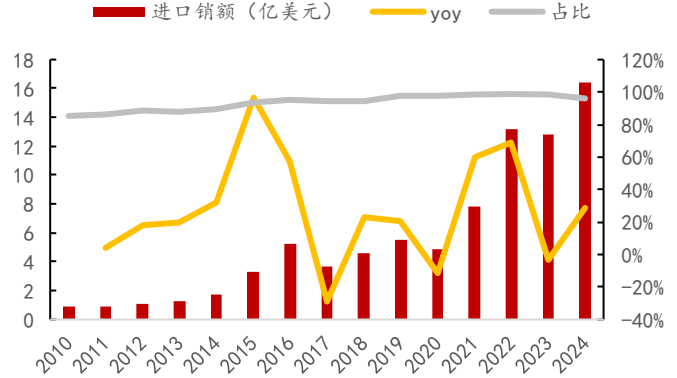
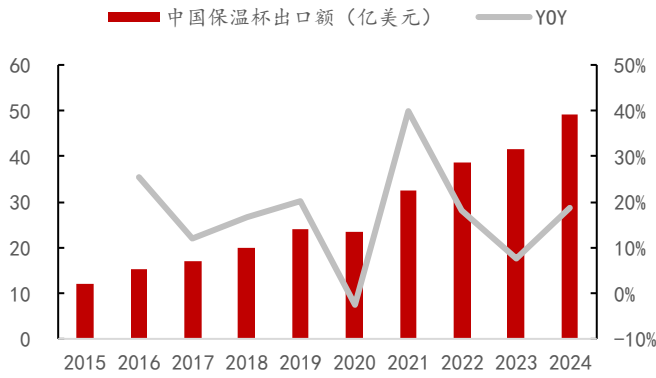
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

中国出口保温杯保持增长趋势，行业产能集中于中国，美国进口高度依赖中国。中国是保温杯全球重要生产与出口国，根据 QYR 数据，中国生产保温杯比例约占全球 68%。2020-2024 年我国保温杯出口金额由 23.3 亿美元增至 49.2 亿美元，其中 2024 年对美

国保温杯出口金额达16.4亿美元，出口量达2.9亿只。与此同时，美国保温杯进口高度依赖中国，2024年美国从中国进口保温杯销额占比高达96%，短期中国出口受关税扰动，但由于行业产能集中中国、人工&工艺依赖度高，供应链仍具议价能力，同时公司已布局海外产能的企业更具对冲能力。

图表16: 中国保温杯出口额及增速

图表17: 美国自中国进口保温杯销额、增速及进口占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: USITC, 国盛证券研究所

海外品牌格局趋于集中，核心供应商有望受益。近年来 Stanley 等龙头品牌加码营销、加速产品迭新，强势推动行业整合，展望未来，保温杯逐步由耐用品向消费品转化，龙头凭借供应链、产品、资金、品牌等优势，在营销宣传、打造爆品等方面优势显著，格局有望持续优化。借助上游格局优化机遇，核心供应商积极扩产，兴建海外生产基地，产能扩张速度加快。此外，受益于产线&设备更新，生产效率提升预计助力龙头成本优势凸显，行业集中度持续提升。

图表18: 国外保温杯品牌介绍

公司名称	旗下品牌	成立时间	销售规模	行业地位
YETI	YETI	2006年	2022年/2023年杯壶营收分别为9.47/10.23亿美元	为行业内少数上市公司之一
PMI 奔迈国际 PMI WW Brands B.V 奔迈商贸(上海)有限责任公司	Stanley、Aladin、Starbucks (战略合作客户)	1983年 2003年 2023年 2023年	2022年销售额约4.15亿美元	拥有STANLEY、Aladdin两个百年品牌
Takeya	Takeya、Thermoflask	1961年	2022年销售额超1亿美元	日本知名保温容器品牌商，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。Lululemon全球唯一杯壶类供应商
ETS	H2go	1985年	2022年销售额约1.2亿美元	主要从事美国礼品私人定制业务，公司长期位列美国礼品协会(ASI)前40大供应商，2018年排名17
Trove Brands	Owala	2020年	2024年主推产品线上销量约每月11万，销额约每月360万美元	美国新兴保温杯品牌，以专利盖设计和独特美学而闻名。主打freesip系列，依靠强大的数字营销和社媒平台运营打造爆款

资料来源: 嘉益股份公告, YETI公告, YETI官网, 品牌出海研究社, 出海网, BusinessQ, 10100大数跨境, 国盛证券研究所

图表19: 国内保温杯龙头竞争格局

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全国	产量 (亿只)	5.48	5.98	5.91	6.53			
	产量 (亿只)	0.40	0.40	0.33	0.50	0.44	0.44	0.63
哈尔斯	市占率	7.30%	6.71%	5.62%	7.72%	-	-	-
	均价 (元/只)	40.19	39.28	31.34	32.01	32.99	-	-
	产品毛利率	32.06%	29.56%	25.52%	25.69%	28.57%	30.06%	27.05%
	单位生产成本 (元/只)	27.31	27.67	23.34	23.79	23.56	-	-
	产量 (亿只)	0.15	0.15	0.11	0.22	0.33	0.40	0.62
嘉益股份	市占率	2.83%	2.54%	1.91%	3.35%	-	-	-
	均价 (元/只)	29.20	31.56	31.56	29.43	38.26	44.5	-
	产品毛利率	36.24%	34.97%	35.23%	28.15%	34.01%	40.89%	-
	单位生产成本 (元/只)	18.62	20.52	20.44	21.15	25.25	26.30	-
同富股份	产量 (亿只)	-	0.13	0.13	0.13	-	-	-
	市占率	-	2.20%	2.14%	2.00%	-	-	-
	均价 (元/只)	-	31.93	33.21	33.54	-	-	-
	产品毛利率	-	30.27%	27.76%	25.11%	-	-	-
	单位生产成本 (元/只)	-	22.26	23.99	25.12	-	-	-
CR3			11.45%	9.67%	13.07%	-	-	-

哈尔斯	哈尔斯	2020	2021	2022	2023	2024
	产能 (万只)	2930	2930	4512.5	4800	5150
嘉益	嘉益股份	2020	2021	2022	2023	2024
	产能 (万只)	1600	1600	2183	2600	5475

资料来源: 公司公告, 公司可转债评级报告, 公司发行股票募集说明书, 嘉益股份公告, 嘉益股份年报, 嘉益股份招股书, 嘉益股份可转债募集说明书, 嘉益股份可转债评级报告, 同富股份招股书, wind, 华经情报网, 国盛证券研究所

### 三、公司竞争力：海内外供应链完善，头部客户代工合作+自主品牌同步发力

作为全球领先的杯壶制造商，公司主要通过 **OEM** 业务为全球知名品牌商提供规模化生产服务。其核心是精益生产管理、成本控制和高效的交付能力。同时，公司也具备“**靠技术赚钱**”的特点，通过参与客户前期产品设计与研发，提供新材料、新工艺解决方案，打造爆款产品，从而获得高于同行的订单份额和议价能力。此外，公司正积极通过发展“哈尔斯”和“SIGG”两大自有品牌，逐步向“**靠品牌赚钱**”的模式转型，以期获取更高的品牌溢价和利润率。

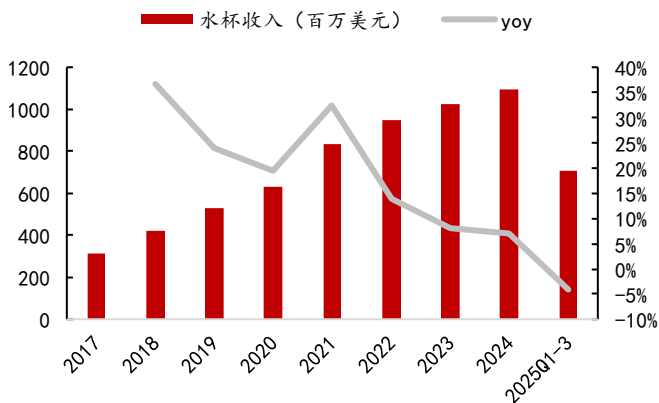
#### 3.1、深度绑定头部客户，受益行业放量增长

公司与全球头部杯壶品牌建立了超过 **10 年** 的深度合作关系，客户粘性强。在当前的市场格局中，头部品牌凭借其品牌影响力和资源优势，市场集中度不断提升，巩固了其在行业中的主导地位。因此，与头部品牌合作能够获得稳定的订单和资源支持，提升企业的制造水平和市场影响力。公司凭借在制造、研发及供应链管理等方面的综合优势，与头部客户建立了长期稳定的合作关系，合作年限均已超过 **10 年**，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战略布局。

公司作为大客户核心供应商，将直接受益于大客户的放量增长。海外杯壶市场在社交媒体催化下呈现快消化和潮流化趋势，**Stanley** 凭借爆款 Quencher 系列的畅销引领行业风潮，其销售额自 2019 年的 0.7 亿美元迅速增长至 2023 年的 7.5 亿美元，CAGR 达 81%。公司 2010 年已与 PMI（Stanley 品牌公司）开展合作；2023 年 2 月荣获 Stanley “2023 年度最佳供应商奖”以及“可持续发展最佳奖”，彰显战略互信与协同深度，2024 年公司已开始批量供应 Stanley Quencher 水杯，有望共享品牌高增红利。

客户 **YETI** 稳健成长，DTC 渠道强化对终端消费者影响力。2024 年 YETI 水杯收入达到 10.9 亿美元，2017-2024 年 CAGR 为 19.7%，2025 年 Q1-3 实现收入 7.1 亿美元，同比 -4.1%。随着 YETI 将渠道发展重心转移至 DTC 渠道，发力官网零售及亚马逊平台，水杯业务实现快速增长，YETI 的 DTC 渠道销售占比已从 2015 年的 8% 提升至 2025Q1-3 的 60%。展望 FY2025，YETI 预计收入端同比增长 1%-2%，公司收入增长指引相对保守。

图表20: Yeti 水杯收入及增速



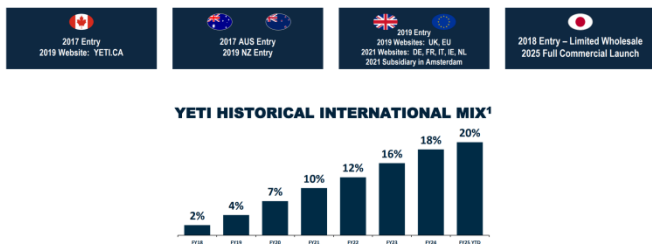
资料来源: YETI 财报, 国盛证券研究所

图表21: Yeti 水杯产品矩阵



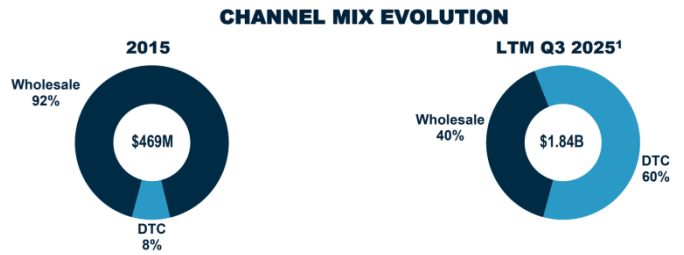
资料来源: YETI 官网, 国盛证券研究所

图表22: YETI 国际收入占比提升 (截至 2025Q3)



资料来源: YETI 官网, 国盛证券研究所

图表23: YETI 渠道占比变化 (截至 2025Q3)



资料来源: YETI 官网, 国盛证券研究所

OWALA 创立于 2020 年, 总部位于美国, 以年轻化、高性价比和独特美学而闻名。品牌以 FreeSip 系列为核心单品, 其专利“一盖双饮”结构(吸管+直饮)解决多场景切换痛点, 获《时代》杂志 2023 年度全球 200 项最佳发明之一, 并摘得红点设计奖。产品不仅采用 304 不锈钢内胆, 能够实现 24h 保冰/12h 保温, 而且拥有“多巴胺”配色的高颜值。OWALA 凭借多渠道销售策略、强大的数字营销和社媒运营打造爆品, 在 TikTok 累积 2.7 亿次曝光, 曾达到月销 11 万只、位于亚马逊厨房类目榜首的成绩。公司早期即与 OWALA 建立 ODM 合作, 依托规模化不锈钢真空器皿产能, 实现快速迭代与交付, 2024 年继续为 OWALA 提供核心产能保障, 形成品牌与制造双赢格局。

图表24: Owala 水杯“多巴胺”配色



资料来源: 品牌出海研究社, 国盛证券研究所

图表25: Owala 价格对比

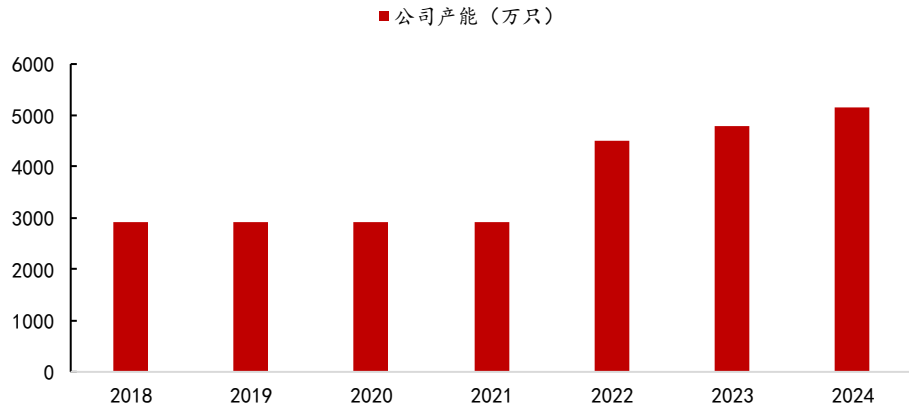
Brand	Typical Price (40 oz)	Key Features	Production Base
Owala	\$38	FreeSip spout, colorful designs	China
Stanley	\$45	Durable, classic heritage	China & U.S.
Yeti	\$50	Outdoor-focused, rugged	U.S./China
Hydro Flask	\$48+	Wide color range, temp retention	China
Klean Kanteen	\$40	Eco-friendly focus	China
S'well	\$50+	Designer collaborations	China

资料来源: iFUN 官网, 国盛证券研究所

### 3.2、海外产能布局, 增强接单能力

面对贸易不确定性, 公司作为行业内前瞻性出海建厂的企业, 已在泰国完成一期、二期工厂建设, 并进入产能快速爬坡阶段。公司 2023 年初泰国基地一期已投产; 泰国二期计划总投资约 3.86 亿元, 已于 2024 年 2 月奠基开工, 目前已经建成达产, 产能在逐渐爬坡阶段。海外建厂有效规避了关税风险, 保障了对美核心客户的稳定交付, 成为获取和锁定 Stanley、YETI、OWALA 等头部品牌订单的关键优势。随着泰国供应链的逐步成熟和本土化运营的深化, 海外制造能力将成为公司抢占全球份额的核心竞争力, YETI 也在 IR 资料里明确说明加快供应商多元化战略, 以减轻地缘政治和运营风险。短期公司虽因厂房爬坡盈利水平有所承压, 后续可期待反转。

图表26: 公司产能情况



资料来源: 公司可转债评级报告, 公司发行股票募集说明书, 国盛证券研究所

### 3.3、双自主品牌打造，多渠道布局成长可期

公司持续打磨双品牌，优化产品结构，提升品牌影响力。

- 哈尔斯: 为顺应“快消化”的行业趋势，公司于 2022 年对哈尔斯品牌进行了全新升级，哈尔斯品牌致力成为“全球领先的中国杯壶专家”，打造“精品国货”，彰显“快乐、匠心、国民、专业、健康”的品牌个性。公司精心打造了一系列能够精准契合消费者情绪价值的产品，不仅满足了消费者对品质和功能的基本需求，更在设计、材质和用户体验上进行了深度优化。例如，在智能水杯领域，公司融合前沿新材料技术，成功研发出“智能钛杯”，集轻质、高强度、生物相容性等钛材质的天然优势与智能科技功能于一身，契合了当下高端消费群体对健康、品质和科技的追求。新品销售对公司内销及毛利率提升产生较大贡献，2025H1 公司国内业务实现收入 2.1 亿元，同比+4.8%，毛利率 30.2%，同比+6.1%。国内品牌经过多年渠道建设，依托自身独特的经销商管理体系和富有竞争力的营销政策，通过与核心经销商签订战略合作协议，进行区域市场和销售服务的深度开发；通过战略客户开发和异业合作推进，创新性地开展渠道共建共享，集合多方品牌影响力扩大产品边界，不断增强产品的快消品属性。
- SIGG: SIGG 奔 1908 是瑞士百年高端专业运动水壶，以环保、耐用、瑞士精工的水壶系列产品享誉世界。2016 年全资收购 SIGG，得以深度开拓欧洲市场。近年来，公司持续优化品牌运营，通过亚马逊平台及品牌自营店铺的推广与销售，销售额持续保持双位数增长，2024 年实现收入 3.18 亿元，同比+9.36%，并通过与多个高端品牌及知名运动赛事展开联名合作，进一步巩固并扩大了品牌影响力。

图表27: 哈尔斯产品矩阵

保温杯	焖烧杯	塑料杯	儿童杯	智能系列	玻璃杯	钛杯	保温壶
							
时尚系列	焖烧杯	运动大容量	萌趣保温杯	智能泡茶杯	智能保温杯	时尚可爱	居家系列
							
商务系列	时尚可爱	train塑料杯	爆款星闪杯	智能咖啡杯	商务系列	户外系列	

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

图表28: SIGG 产品矩阵

Sport			Kids			Outdoor			Home,Office,Commute		
											
Thermo Flasks	Kids Water Bottles	1 L Water Bottles	Kids' thermo flasks	For the kindergartenschool	For the school	Thermo Flasks	Kids Water Bottles	1 L Water Bottles	Travel Mug with straw	To-Go Travel Mug	Thermo Flasks
											
1.5 L Water Bottles	Bicycle Water Bottles	To-Go Travel Mug	Kids' bottles stainless steel	Disney Water Bottles	Batman & Harry Potter	1.5 L Water Bottles	Bicycle Water Bottles	To-Go Travel Mug	Insulated tea bottles	Glass Water Bottles	Glass Water Bottles

资料来源: SIGG 官网, 国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

外销：随海外工厂逐渐爬坡，公司接单能力持续增强，随大客户推新品&新市场拓展，公司外销代工业务营收有望恢复较好增长，海外自主品牌 SIGG 保持稳健成长。预计公司 2025-2027 年外销收入达 30.2/36.2/41.6 亿元，同比分别增长 4.0%/20.0%/15.0%。毛利率预计呈现恢复趋势，2025-2027 年为 25.5%/27.0%/28.0%。

内销：公司近年来积极进行自主品牌升级，加大品牌建设与多渠道协同布局，我们预计 2026 年收入有望提速，预计 2025-2027 年内销收入达 4.5/5.0/5.5 亿元，同比分别增长 5.0%/10.0%/10.0%。毛利率考虑到规模效应释放、高端产品提升、生产模式优化，有望持续提升，2025-2027 年预计为 30.0%/31.0%/31.0%。

综合来看，预计公司 2025-2027 年实现营收 34.7/41.2/47.1 亿元，同比 +4.1%/+18.7%/+14.4%，毛利率为 26.1%/27.5%/28.3%。

图表29: 公司收入及毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023	2024	1H2025	2025E	2026E	2027E
收入	23.9	24.3	24.1	33.3	15.7	34.7	41.2	47.1
YOY		1.6%	-0.9%	38.4%	12.8%	4.1%	18.7%	14.4%
成本	17.6	17.2	16.6	24.0	11.2	25.6	29.9	33.8
毛利	6.2	7.1	7.5	9.3	4.5	9.0	11.3	13.4
毛利率	26.1%	29.2%	31.2%	28.0%	28.7%	26.1%	27.5%	28.3%
国外								
收入	20	20.4	19.8	29.0	13.7	30.2	36.2	41.6
YOY		4.3%	-3.0%	46.8%	14.1%	4.0%	20.0%	15.0%
成本	14.1	14.1	13.3	20.8	10	22.5	26.4	30.0
毛利	5.4	6	6.5	8.2	3.9	7.7	9.8	11.7
毛利率(%)	27.9%	30.9%	32.8%	28.2%	28.5%	25.5%	27.0%	28.0%
国内								
收入	4	3.4	4.3	4.3	2.1	4.5	5.0	5.5
YOY		-12.9%	26.7%	0.0%	4.8%	5.0%	10.0%	10.0%
成本	3.3	2.8	3.3	3.1	1	3.2	3.4	3.8
毛利	0.6	1	1.0	1.2	0.6	1.4	1.5	1.7
毛利率(%)	14.3%	17.3%	23.8%	27.0%	30.2%	30.0%	31.0%	31.0%

资料来源：wind，国盛证券研究所

预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.42/2.92/3.71 亿元，同比分别 -50.6%/+106.0%/+27.3%，对应 EPS 分别为 0.30/0.63/0.80 元，对应 2025 年 12 月 3 日收盘价 PE 分别为 26.87/13.04/10.24x。

我们选取同为保温杯领域领先企业的嘉益股份、新宝股份为可比公司，同时选取当前发展阶段与公司相似的比依股份、欧圣电气、德昌股份为可比公司，这三家企业收入均以外销为主，与公司相同，且均处于海外产能爬坡过程中，因此短期盈利水平有所承压，同时比依股份、欧圣电气均发力自有品牌，与公司结构相似。参考 2026 年可比公司估值平均数为 16X，我们认为公司为全球杯壶领先制造商&品牌商，当前节点老客户订单修复、新客户&新区域扩张。此外，公司海外产能布局、国内基地全面自动化升级改造，地理&成本优势持续凸显，伴随下游品牌格局优化，有望持续抢占全球份额。品牌方面，公司海内外线上&线下渠道、产品&品牌矩阵布局完善，并紧跟行业趋势、全面升级品牌形象，加强终端营销，品牌知名度&美誉度持续提升，贡献长期成长动能。因此，给予公司 2026 年 16x P/E，对应目标价 10.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30: 可比公司估值

证券简称	股价(元)	EPS(元)					PE			
	2025/12/3	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
嘉益股份	56.26	7.06	4.34	5.49	6.67	16.39	12.97	10.25	8.43	
新宝股份	15.10	1.30	1.37	1.52	1.69	11.57	10.98	9.92	8.93	
比依股份	20.54	0.74	0.75	0.92	1.11	22.99	27.28	22.31	18.56	
欧圣电气	24.64	1.39	0.94	1.39	1.83	24.57	26.13	17.72	13.46	
德昌股份	17.27	1.10	0.63	0.87	1.12	19.61	27.25	19.87	15.48	
平均数						19.03	20.92	16.01	12.97	
<b>哈尔斯</b>	<b>8.16</b>	<b>0.61</b>	<b>0.30</b>	<b>0.63</b>	<b>0.80</b>	<b>13.28</b>	<b>26.87</b>	<b>13.04</b>	<b>10.24</b>	

资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 股价为2025年12月3日收盘价, 可比公司数据取自wind一致预期

## 五、风险提示

贸易波动与关税波动风险。若未来中美贸易摩擦升级或关税政策出现超预期调整, 公司境外收入增速、毛利率均将面临下行风险, 进而对盈利端产生不利影响。

需求表现不及预期。公司产品作为可选消费品类, 若海外需求不及预期, 下游客户可能被影响, 进而影响公司收入。

人民币汇率&原材料波动。人民币汇率、原材料价格波动影响公司盈利能力。

产能爬坡不及预期。若公司海外工厂产能利用率爬坡不及预期, 则公司无法承担下游客户订单, 从而影响公司收入; 此外, 若长时间产能利用率处于低位, 折旧摊销等固定成本影响将被放大, 影响影响公司盈利能力。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com