

哈尔斯 (002615.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

海外产能卡位全球格局,自主品牌开辟价值新篇章

公司简介

公司是中国杯壶制造与品牌运营商龙头品牌,引领行业创新与高质量发展。ODM/OEM 业务,公司绑定 Yeti、Stanley、Owala 等核心大客户,通过持续的研发投入,与海外产能阶段性稀缺,筑牢合作壁垒。公司泰国基地一期于 2023 年全面投产,二期 25H1 建成达产,产能快速爬坡。自主品牌业务,公司大力投入渠道开拓、产品创新、IP 联名。资本运作层面,公司通过员工持股、股份回购、大股东增持等多重举措稳固治理、强化激励,彰显长期发展信心。25 年 9 月公司获得定增批文,公司拟发行不超过 1.40 万股,募集资金不超过 7.55 亿元,并使用前次超募资金,合计 8.62 亿元用于哈尔斯未来智创一期建设项目。

投资逻辑:

高效研发&海外产能,持续巩固海外客户粘性:1) Yeti 全球化进程稳中有进,传统业务存量粘性稳定,关注新品高毛利率订单。2) Stanley 正在从短期爆发向长期稳健增长的过渡阶段,公司与 Stanley 的合作呈现出阶段性深化态势,有望凭借海外产能抬升供应链地位。3) Owala 以功能创新与年轻化设计驱动高增长,公司凭借成熟工艺稳产其复杂结构爆品,有望成为强力增长引擎。4) 公司积极开拓 Brumate、Takeya 等高潜力新兴品牌客户,构建更完善的客户矩阵,平滑品牌轮动带来的波动。

多年自主品牌投入进入收获期,多渠道发力哈尔斯品牌建设。渠道方面,传统渠道汰换,上探经销网络、KA 与礼品渠道利润空间,同时积极开拓即时零售、会员商超等新兴渠道,并强化线上高毛利率渠道运营。产品层面,公司以 IP 联名、情绪价值与功能创新驱动品牌年轻化与溢价提升,同时针对高端群健康需求打造不同材质壶杯,并与华为鸿蒙合作打造健康科技饮水产品。

盈利预测、估值和评级

我们预测,2025-2027 年公司实现营业收入 34.5 亿/43.8 亿/53.0 亿元,同比+3.67%/+26.87%/+21.04%,归母净利润 1.44 亿/2.96 亿/4.00 亿元,同比-49.65%/+105.14%/+35.06%。考虑到公司海外产能阶段性稀缺资源,叠自主品牌持续投入逐步放量,给予公司 2026 年 15X PE,对应目标价 9.52 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海外市场需求波动、下游客户拓展不及预期、市场竞争加剧、国内外经营环境变化、汇率波动、原材料价格波动等

国金证券研究所

分析师:赵中平(执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:张杨桓(执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

联系人:谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价(人民币):7.56 元

目标价(人民币):9.52 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,454	4,382	5,304
营业收入增长率	-0.86%	38.40%	3.67%	26.87%	21.04%
归母净利润(百万元)	250	287	144	296	400
归母净利润增长率	21.31%	14.72%	-49.65%	105.14%	35.06%
摊薄每股收益(元)	0.535	0.615	0.309	0.635	0.857
每股经营性现金流净额	0.52	0.99	0.28	1.22	1.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.02%	16.65%	7.80%	14.59%	17.63%
P/E	13.69	12.94	25.24	12.30	9.11
P/B	2.33	2.15	1.97	1.80	1.61

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、壶杯领导品牌：外销精耕细作基本盘稳固，自主品牌持续投入初见成效	5
二、保温杯消费变革全球加速，海外客户质量至关重要，中国市场大有可为	7
2.1. 全球保温器皿市场：市场景气度延续，消费品属性驱动量价齐升	7
2.2. 保温杯出海：下游品牌商主导利润格局，客户质量是代工厂制胜关键	8
2.3. 保温杯内销：消费升级提质放量空间广阔，功能价值与渠道变革共驱增长	9
三、外销业务：大客户合作多点开花，海外产能助力份额提升	10
3.1. 核心大客户实力强劲合作稳定，锁定行业红利助力公司增长	10
(1) Yeti 全球化进程稳中有进，传统业务存量粘性稳定，关注新品高毛利率订单	10
(2) Stanley 潮流品牌青山依旧，海外产能助推合作深化	11
(3) Owala 北美保温杯冉冉新星，Z 世代消费放量贡献增量	12
(4) 新兴品牌表现亮眼，客户结构优化，梯队潜力可期	13
3.2. 供应链优势与产能稀缺性筑牢合作壁垒	13
(1) 泰国基地产能爬坡，阶段稀缺性助力份额提升	13
(2) 工厂智能化降本增效，海外有望复制灯塔工厂模式	14
(3) 创新研发锚定客户需求，聚焦研发价值创造	14
四、自主品牌持续性饱和式，高投入构筑认知壁垒	14
4.1. 外延增长：SIGG 百年瑞士精工品牌，拓展外延发展新空间	14
4.2. 内销持续性饱和式高投入构筑品牌认知壁垒	15
(1) 渠道变革：线上高毛利业务扩充，线下进军即时零售与商超渠道	15
(2) 产品情绪价值：IP 矩阵式联名战略，加速品牌市场渗透	16
(3) 产品功能价值：多元材质&多品类拓展，健康科技领域延伸	16
五、盈利预测	17
六、风险提示	19

图表目录

图表 1： 公司紧跟行业动向，深耕制造扩张至中国壶杯领导品牌	5
图表 2： 公司历年营业收入	5
图表 3： 公司历年归母净利润	5
图表 4： 公司客户结构较为集中	6
图表 5： 核心大客户订单持续提升	6
图表 6： 公司历年内销营收	6
图表 7： 公司四大自有品牌矩阵	6
图表 8： 公司员工持股计划业绩考核标准	7



图表 9: 公司员工持股计划紧密绑定核心骨干	7
图表 10: 21 年起全球保温器皿市场扩容提速 (出厂口径)	7
图表 11: 时尚保温杯龙头品牌全球搜索热度趋势	8
图表 12: 23 年全球保温杯市场区域分布格局	8
图表 13: 以 Stanley 为例看时尚属性抬高产品单价	8
图表 14: 中国在保温杯产业链上游、中游优势明显	9
图表 15: 25 年 9 月中国保温杯出口额同比增加 6.1%	9
图表 16: 25 年 10 月亚马逊美国站保温杯市场竞争格局	9
图表 17: 保温杯产业链代表公司利润率情况一览	9
图表 18: 中国保温杯市场规模 (亿元)	10
图表 19: 天猫保温杯竞争格局	10
图表 20: Yeti Drinkware 营业收入	11
图表 21: Yeti 全球化布局深入比肩户外头部品牌	11
图表 22: Stanley 亚马逊美国站仍维持双位数高增	11
图表 23: Stanley 亚马逊美、加、英、德四站市占率	11
图表 24: Stanley 产品矩阵丰富, 新品有望拉高均价	12
图表 25: Stanley 品牌强市场洞察和及时调整基因	12
图表 26: Owala FreeSip 亚马逊美国站销量	12
图表 27: Owala 登顶 Home&kitchen 亚马逊 Best Sellers	12
图表 28: Owala 亚马逊美国站市占率攀升	13
图表 29: Owala 在 Freesip 主杯形基础上不断拓宽矩阵	13
图表 30: 2025 年美国对越南、泰国关税政策对比	13
图表 31: 公司研发费用率维持相对高位	14
图表 32: 数字化工厂	14
图表 33: 公司自主品牌钛杯阳极氧化工艺领先获奖	14
图表 34: 公司深化 SIGG 布局历程	15
图表 35: SIGG 亚马逊美、英、德、法、西、意六站统计	15
图表 36: 哈尔斯主品牌天猫、抖音、京东销售额高增长	15
图表 37: 爆品萌宠双饮儿童保温杯 10 月销量环比+73%	15
图表 38: 23 年邀请王源为品牌代言人拉新年轻用户	16
图表 39: 哈尔斯 Pingo 联名儿童水杯上架山姆	16
图表 40: 公司自主品牌 IP 联名历程	16
图表 41: 公司与可口可乐等知名 IP 联名	16
图表 42: 公司全材质矩阵覆盖日用保温杯核心场景、主要价格带	17
图表 43: 华为与哈尔斯合作历程	17



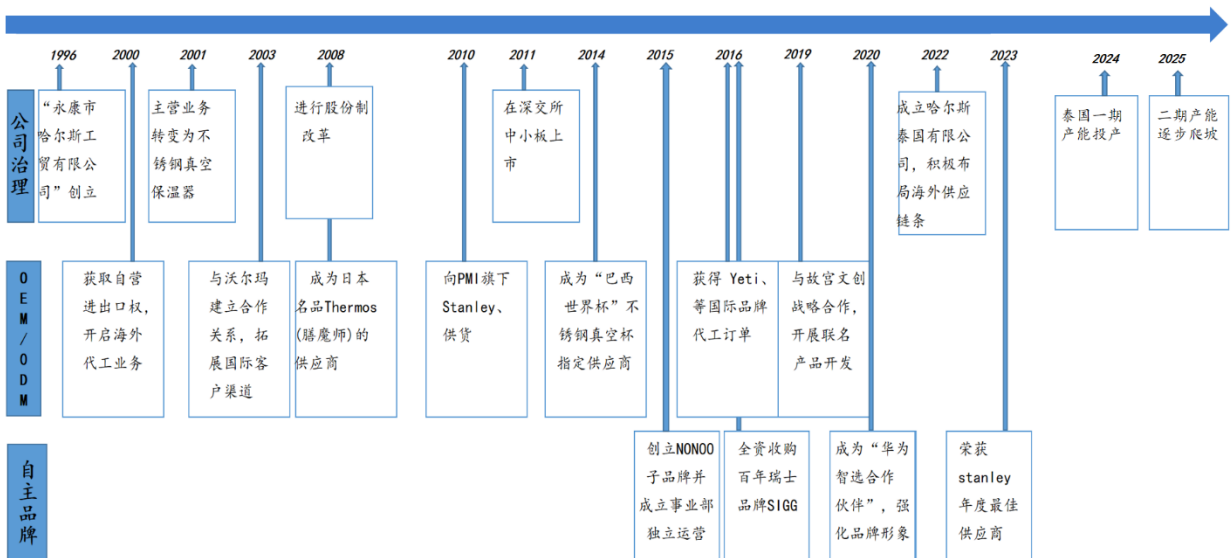
图表 44： 鸿蒙智选哈尔斯钛内胆智能泡茶杯销量情况	17
图表 45： 公司主营业务盈利预测	18
图表 46： 可比公司估值	19



一、壶杯领导品牌：外销精耕细作基本盘稳固，自主品牌持续投入初见成效

公司是中国杯壶制造与品牌运营商龙头品牌，专注多种保温器皿的生产、制造、销售。公司与 Yeti、Stanley、Owala、Takeya 等国际知名保温杯品牌建立深度战略合作，同时积极打造哈尔斯等自主品牌。公司持续进行研发管理，并积极布局海外产能建设，已形成从制造到品牌运营的完整产业体系，持续引领行业创新与高质量发展。

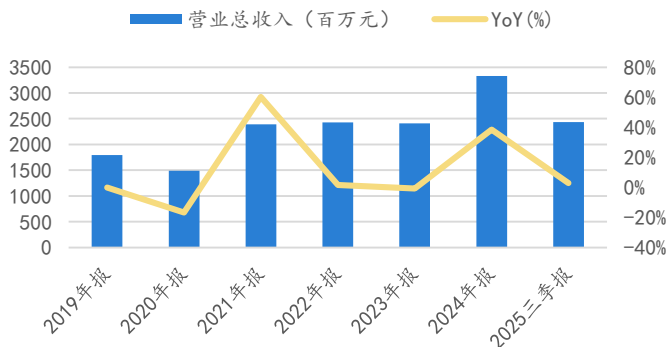
图表1：公司紧跟行业动向，深耕制造扩张至中国壶杯领导品牌



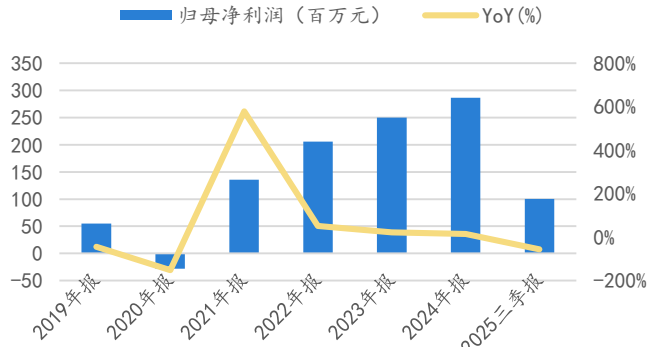
来源：公司官网，公司公告，新华网，国金证券研究所

内外销双轮驱动战略稳健推进。25Q1-Q3 公司营业收入 24.37 亿元，同比+2.94%，归母净利润 1.00 亿元，同比-55.49%，主要系海外产能爬坡、国内品牌投入影响短期利润放量。分品类看，真空器皿/铝瓶及其他/其他业务 25H1 营收分别为 13.76/1.65/0.30 亿元，同比+13.00%/+11.31%/13.54%，占比 87.54%/10.52%/1.94%。分区域来看，海外业务驱动整体业绩，25H1 公司境外/境内营业收入分别为 13.66/2.06 亿元，同比+14.14%/4.81%，占比 86.91%/13.09%。

图表2：公司历年营业收入



图表3：公司历年归母净利润



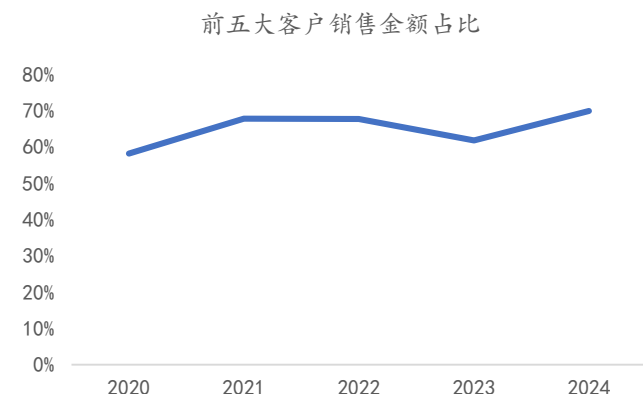
来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

OEM/ODM 基本盘稳步拓展，切入头部供应商实现加速发展。公司采用 OEM 和 ODM 业务模式，聚焦海外市场拓展与深化，以“稳存量、上增量、抓质量”三轴驱动 OEM/ODM 业务额持续发展。对于现有客户，尤其是 Stanley、Yeti、Owala 等核心客户，公司通过精准的品牌概念理解、优秀的产品质量、高效的供应链管理系统三大优势，满足客户对品质、上市效率及市场响应灵活性的要求，稳固传统业务规模与份额，并积极拓展新品与新项目。对于新客户拓展，公司积极构建梯队客户和有潜力新客户矩阵，卡位爆发中的新兴品牌，以多客户组合平滑时尚保温品类下游需求波动，锁定行业红利可持续兑现。

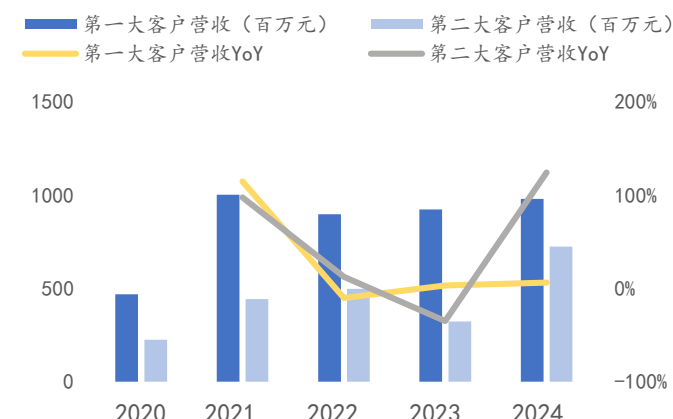


图表4：公司客户结构较为集中



来源：iFind，国金证券研究所

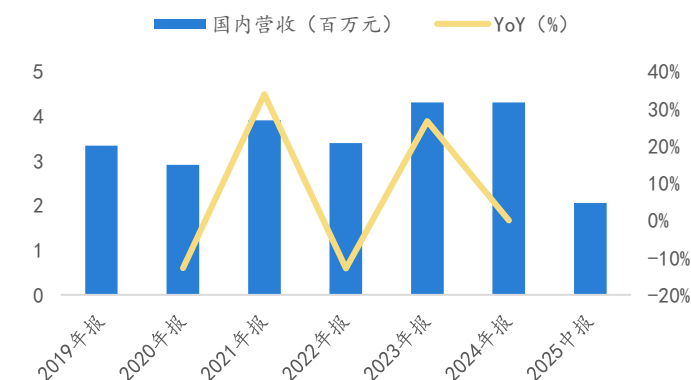
图表5：核心大客户订单持续提升



来源：iFind，国金证券研究所

自主品牌建设初见成效，打开第二增长曲线。25H1 公司品牌中心完成“组织重构+能力跃升”双重升级，独立配备研、产、销全链路战队，锁定高潜力细分赛道，构建自主品牌爆款矩阵，已涵盖哈尔斯、SIGG 等自主品牌。其中哈尔斯品牌 2022 年顺应快消化行业趋势全新升级，有效布局国内大众市场。百年瑞士品牌 SIGG 于 2016 年为公司全资收购，借助原品牌影响力与哈尔斯资源赋能，深耕欧洲壶杯市场。

图表6：公司历年内销营收



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司四大自有品牌矩阵

	布局历程	产品定位	价格带 (元)	主要销售地区
哈尔斯	21 年焕新	大众壶杯	39-229	中国
SIGG	16 年收购	高端品质	85-299	欧洲

来源：公司公告，国金证券研究所

管理层行业经验丰富，赋能公司稳健成长。公司董事长、董事吕强先生深耕五金产业 40 余年，积累了丰富的行业经验与敏锐的市场洞察力，为公司战略方向与业务布局奠定了坚实基础。2021 年 6 月曾任顾家集团副总裁的吴子富加盟公司任总裁，携优秀的职业经理人文化运作模式与大型实体企业运作经验，带领公司开展一系列人事、业务、组织、文化梳理和变革，为公司的战略升级和高效发展奠定了坚实基础。

多措并举强化激励，资本运作彰显发展信心。(1) 2024 年公司推出员工持股计划，拟向 36 名员工授予 1019.86 万股，占总股本约 2.19%，其中董事、监事、高级管理人员为 4 人，深入绑定核心骨干。公司层面考核目标为以 2023 年营业收入为基数，触发值为 2024-2026 年营业收入增长率不低于 10%/20%/30%，目标值为 2024-2026 年营业收入增长率不低于 15%/30%/45%，传递积极信号。(2) 2025 年 9 月公司回购股份用于未来实施股权激励或员工持股计划，建立健全长效激励机制。截止 11 月 30 日。公司累计回购 940.72 万股，约占公司总股本 2.02%。公司控股股东一致行动人吕丽珍、欧阳波于 2025 年 4 月起以自有资金或自筹资金通过集中竞价方式增持公司股份，25 年 9 月底增持计划实施完成，合计增持公司 76.5 万股，占公司总股本的 0.16%。(3) 25 年 9 月公司获得定增批文，批文有效期至 2026 年 9 月，公司拟向 35 名特定对象发行股票不超过 139,880,319 股，募集资金不超过 7.55 亿元，结合前次募集资金中超出部分 0.45 亿元，合计投入 8.62 亿元用于“哈尔斯未来智创”建设项目(一期)，加速推进智能制造升级与产能扩张。



图表8：公司员工持股计划业绩考核标准

考核年份	业绩考核目标	
	目标值 (P)	触发值 (Q)
2024 年	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 15%	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 10%
2025 年	以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 30%	以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 20%
2026 年	以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 45%	以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 30%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：公司员工持股计划紧密绑定核心骨干

持有人	职务	持有股数上限 (万股)	持有份数上限 (万份)	占员工持股计划的比例
吴子富	董事、总裁	120	392.4	11.77%
吴汝来	董事、CFO	60	196.2	5.88%
吴兴	副总裁	60	196.2	5.88%
张建闻	副总裁	60	196.2	5.88%
董事、监事、高级管理人员小计		300	981	29.42%
其他符合参与标准的员工		330	1079.1	32.36%
预留份额		389.8629	1274.8517	38.23%
合计		1019.8629	3334.9517	100.00%

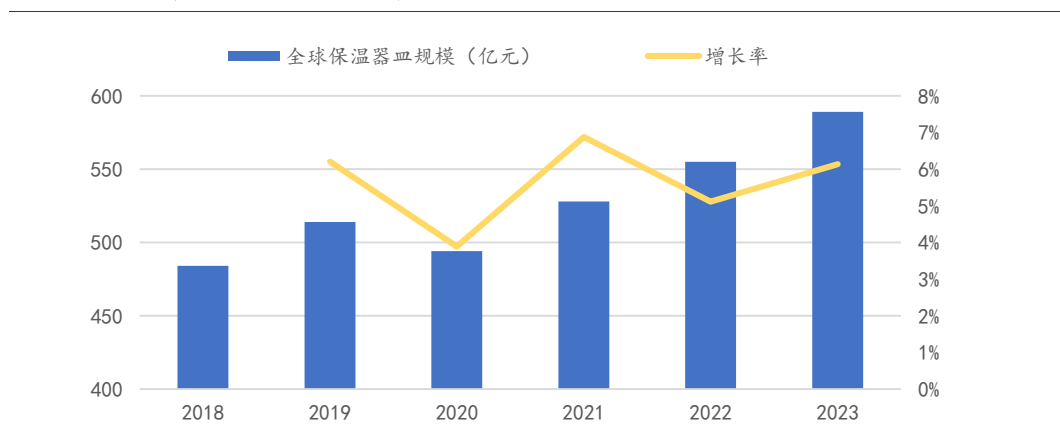
来源：公司公告，国金证券研究所

二、保温杯消费变革全球加速，海外客户质量至关重要，中国市场大有可为

2.1. 全球保温器皿市场：市场景气度延续，消费品属性驱动量价齐升

全球保温器皿市场稳健扩容，21 年以来功能情绪价值双轮加速驱动。功能价值方面，欧美、日韩等地区的人们普遍有饮用冷咖啡、热茶的生活习惯，不锈钢真空保温器皿已成为生活必需品。情绪价值方面，下游保温杯的应用场景正向消费场合过度，即消费者追求物质属性与功能价值以外的心理满足、情绪体验以及自我价值的行为。根据宇博智业统计，2023 年全球不锈钢保温杯市场规模为 589 亿元，2018-2023 年复合增长率为 4.0%。

图表10：21 年起全球保温器皿市场扩容提速（出厂口径）



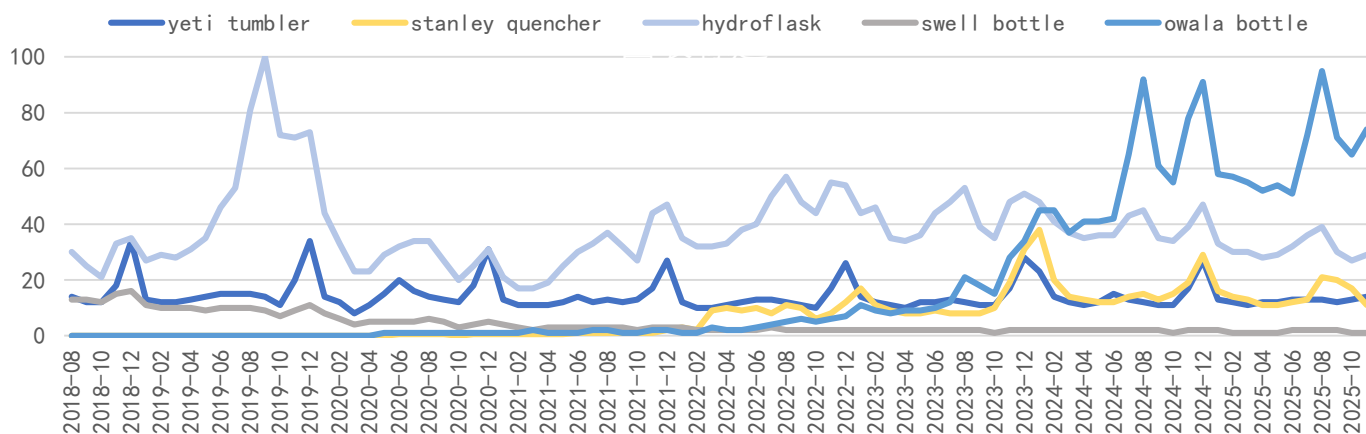
来源：宇博智业，国金证券研究所

北美作为时尚保温杯发源地，多品牌共同发力加速市场渗透。分地区看，全球保温器皿市场的主要消费需求仍集中在美国、欧盟、日本和加拿大等经济发达国家。北美市场 2019 年起率先推动保温杯转型，主流品牌合力推进市场教育，将保温杯打造为兼具审美属性和社会身份标识的时尚单品。具体来看，2019 年 S'well 开启保温杯时尚审美需求，21 年 Hydro Flask 开启社交媒体与 KOL 营销合作打造潮流现象模式，此后 Yeti 通过 Instagram、YouTube 等新媒体将品牌塑造为热爱生活身份标识，并上线 DIY 定制强化品牌情感联结与社交属性，将保温杯使用场景从户外扩充到多元生活方式。此后 Stanley 定位精致时尚、Owala 定位 Z 世代活力路线，多品牌交替流行，驱动市场渗透与行业扩张。

保温杯消费品化影响消费习惯，量价齐升模式跑通蓬勃发展。从价格维度看，消费者对保温杯的认知已从功能性耐用品升级为时尚产品，逐渐愿意为品牌背后的价值理念、生活方式支付溢价。以 Stanley 为例，其 Classic 系列与 Quencher 系列、新品 IceFlow 系列在不同容量的定价差异明显，直观体现市场对时尚化保温杯的溢价认可。从销量维度看，消费者或因喜爱设计、为收集不同款式而主动购买，或因社交媒体晒图展示生活方式、作为礼赠佳品在人际往来中流通，多重动因共同推动消费频次与保有量提升。随着保温杯跳出纯保温的原始诉求，其人均保有量将向多个延伸。

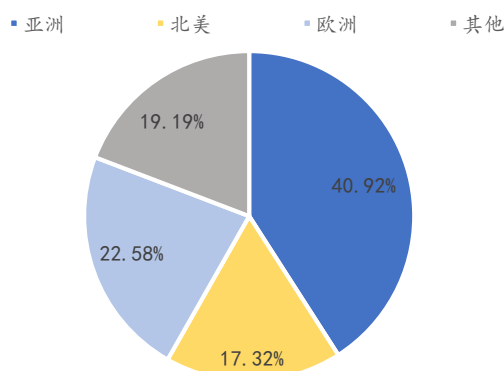


图表11：时尚保温杯龙头品牌全球搜索热度趋势



来源：GoogleTrend，国金证券研究所

图表12：23 年全球保温杯市场区域分布格局



来源：宇博智业，国金证券研究所

图表13：以 Stanley 为例看时尚属性抬高产品单价

容量 (oz) / 售价 (美元)	经典	Quencher	Iceflow
20oz	33.5	35	30
30oz	36	40	35
40oz	37.5	45	45

来源：Stanley 官网，国金证券研究所

全球化布局加速推进，景气度外溢效应显著，有望复刻北美量价齐升模式。全球主要保温杯品牌纷纷加快非美地区市场布局。欧洲市场因其相对发达的经济水平、对环保的重视、以及与北美在文化、社交媒体等方面的相通性，受到北美潮流文化的影响较大，预计量价水平将较快地向北美市场看齐。亚洲市场人均消费量仍处于低位，但凭借庞大的人口基数，伴随城市化进程加速、中产阶级可支配收入提升、消费升级和健康意识的普及，市场潜力巨大。

2.2. 保温杯出海：下游品牌商主导利润格局，客户质量是代工厂制胜关键

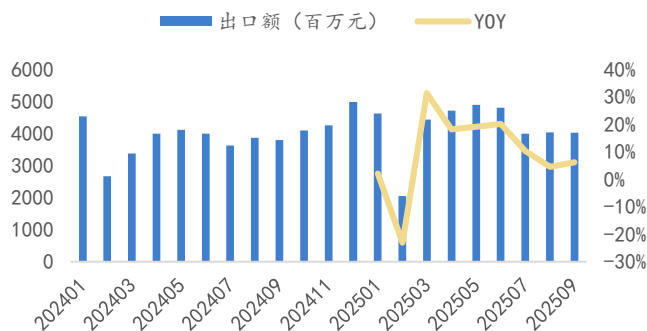
保温杯行业产业链主要包括上游原材料供应商、中游制造商和下游销售渠道。上游原材料方面，中国不锈钢、塑料件等原材料资源丰富，为高质量生产奠定基础。中游制造方面，保温杯真空保温、不锈钢弯曲度及韧性等技术要点对于产品质量和使用感受影响颇深。中国凭借改革开放以来承接保温杯生产的深厚积淀，已形成产业集群，制造水平全球领先。目前中国已成为全球不锈钢保温器皿主要生产大国和出口大国，25 年 Q1/Q2/Q3 中国保温杯出口金额达到 111 亿元/144 亿元/121 亿元，同比+5.1%/+19.1%/+6.9%。



图表14：中国在保温杯产业链上游、中游优势明显



图表15：25年9月中国保温杯出口额同比增加6.1%



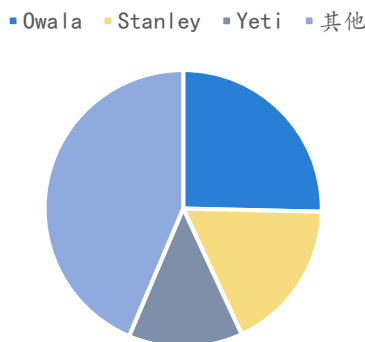
来源：各公司官网，华经产业研究院，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

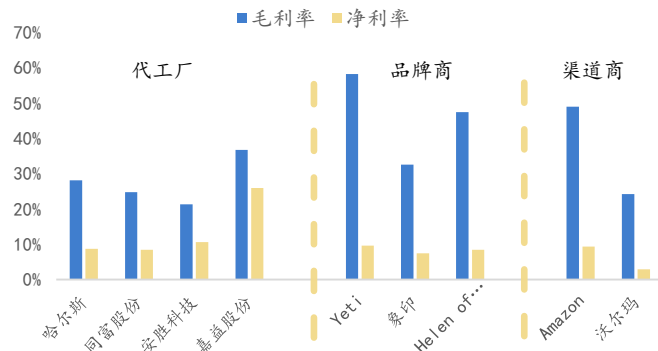
北美为下游保温杯潮流化消费主战场，头部品牌集中趋势明显，核心供应商随之收益。当前中国保温杯出海主要通过 ODM/OEM 模式，该模式下绑定核心大客户至关重要。以保温杯潮流化主战场北美为例，市场主要由 Stanley、Yeti、Owala 主导，根据 Sorftime 数据 25 年 10 月三者在亚马逊美国站市占率分别为 17.71%/13.32%/25.36%。这些品牌具备深厚的行业积淀和广泛的影响力，先发优势明显。龙头品牌合力将产品从功能容器升级为情绪价值的时尚单品，并通过精准品牌建设积累了丰厚用户资产和掌握了行业定义权。ODM/OEM 企业绑定这些优质核心客户，不仅获得持续订单，更融入了全球主流供应链，对确立良好的出海地位至关重要。

优质客户下游利润丰厚，具备高溢价能力。横向来看，欧美品牌普遍具备高定价力、利润率，对应代工厂利润空间较为突出。纵向来看，保温杯产业链品牌商主导上下游联结，ODM/OEM 企业通过服务优质品牌，切入高加价倍率的价值链，可获得优于行业平均的利润空间。

图表16：25年10月亚马逊美国站保温杯市场竞争格局



图表17：保温杯产业链代表公司利润率情况一览



来源：Sorftime，国金证券研究所

来源：各公司官网，iFind，国金证券研究所

2.3. 保温杯内销：消费升级提质放量空间广阔，功能价值与渠道变革共驱增长

中国已稳居全球保温杯制造中枢，但内销市场困于低价白牌。中国自改革开放以来已发展成为全球保温杯核心生产制造基地，国内内销市场的保温杯产品长期局限于功能性应用场景，普遍存在定位大众化、价格带偏低特征。伴随中国宏观经济持续发展及居民人均可支配收入稳步提升，供需两侧同步换挡。供给端层面，行业供给侧改革持续深化，低端落后产能逐步出清，转向高端杯型研发与品牌化布局；需求端层面，海内外品牌纷纷聚焦消费者深层个性化、品质化需求挖掘，露营、通勤、健身、母婴等细分场景爆发，行业竞争格局呈现多元化发展态势。

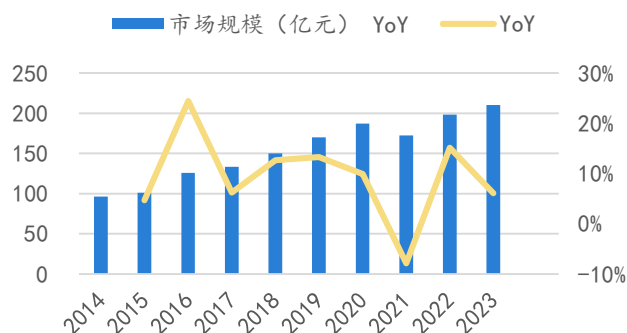
目前我国杯壶行业市场竞争格局较为分散，行业集中度偏低。根据艾瑞咨询数据，膳魔师、虎牌、Stanley、等高端品牌稳占 20% 市场；乐扣乐扣、苏泊尔、小米、华为等跨界或新兴品牌以生态流量切入，拿下 10% 中间带；富光、希乐、哈尔斯等传统杯壶品牌靠渠道纵深覆盖 40% 基本盘；剩余市场份额则由数量众多的区域性中小品牌分割。头部名单高度分散，尚无单一品牌市占率突破，行业洗牌窗口仍开。



展望未来，中国保温杯内销空间提质增量空间明显。功能价值层面，消费升级驱动低端换高端，中高端产品有望成为增量引擎。材质升级聚焦健康需求，金属材质向钛合金迭代，契合消费者健康诉求。钛材质因轻便、抑菌、耐腐蚀等特性收到户外运动群体青睐，多场景的定制化产品增多，其中智能温控、APP 互联等功能提升匹配消费者细分需求使用体验。

渠道变革层面，一方面营销方式趋向多样化，品牌通过新媒体跨界联动、头部达人合作、流量社群运营等强化情感连接，提升品牌溢价与用户粘性，强化品牌在产品定价、新品推广等方面的能力，成为品牌突围的重要路径。另一方面，线上渠道多元化发展和全域结合成为增长的重要动力，直播电商等新模式增速迅猛。线上成为品牌触达消费者、提升市场份额的核心阵地，与哈尔斯等品牌的内销增长战略高度契合。

图表18：中国保温杯市场规模（亿元）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表19：天猫保温杯竞争格局

品牌	天猫保温杯排名
富光	1
膳魔师	2
苏泊尔	3
Stanley	7
希乐	12
乐扣乐扣	13
哈尔斯	14

来源：天猫，国金证券研究所

三、外销业务：大客户合作多点开花，海外产能助力份额提升

3.1. 核心大客户实力强劲合作稳定，锁定行业红利助力公司增长

(1) Yeti 全球化进程稳中有进，传统业务存量粘性稳定，关注新品高毛利率订单

Yeti 在饮具赛道深耕多年，2014 年推出标志性的 Rambler 系列不锈钢保温杯进军饮具市场，此后积极根据市场变化调整公司战略，并从批发起家拓展到 DTC 优质品牌。25Q3 公司实现营收 4.9 亿美元，同比增长 2%，近五年 CAGR 约 10.7%，其中水杯业务营收 2.6 亿美元，同比-4%。整体业绩来看，Yeti Q3 较 Q2 已实现企稳回正，呈现复苏态势。

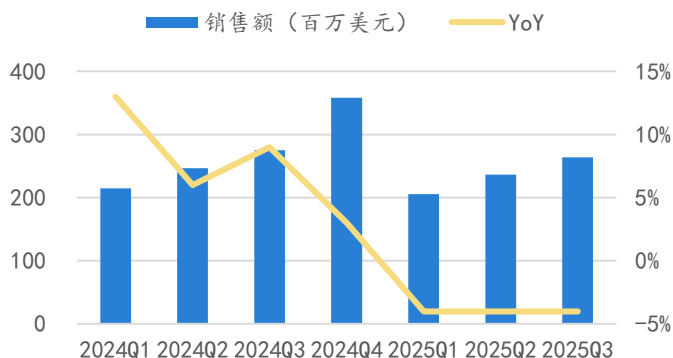
区域层面，全球化布局成效显著，25Q3 非美地区营收突破 1 亿美元，同比增长 14%，占比达 21%，连续六个季度实现同比增长。目前 Yeti 已开设加拿大、澳大利亚、欧洲多国的独立站，并布局亚马逊不同站点，2025 年日本市场启动、欧洲分销网络加速铺设，成为增量引擎。为支撑全球化业务的长期增长，Yeti 正加速构建多元化的全球化供应链体系，其中东南亚地区已明确成为重要产能区。

产品层面，Yeti 牢牢抓住高端时尚保温杯的消费属性，通过高频率推新固化消费心智，拉动换新需求和复购需求。2025 年计划推出超 30 款新品，Rambler 系列聚焦功能与场景升级，同时向酒具等领域延伸，激活换购与新增需求。Yeti 还在全球范围内扩大区域定制化生产能力，以满足不同市场消费者的需求。25Q3 Yeti 完成对 Helimix 品牌 shaker bottle 的资产收购，为第四季度和未来产品布局打下基础，产品持续创新激活换购与新增需求。

公司与 Yeti 的合作持续稳定，合作稳固确定性较高。公司与 Yeti 自 2015 年聚焦饮水器具领域合作，围绕产品研发、生产供应深度绑定，业务模式成熟稳定，且公司持续承接 Yeti 新产品、新项目，在精耕细作中提升业务盈利能力。

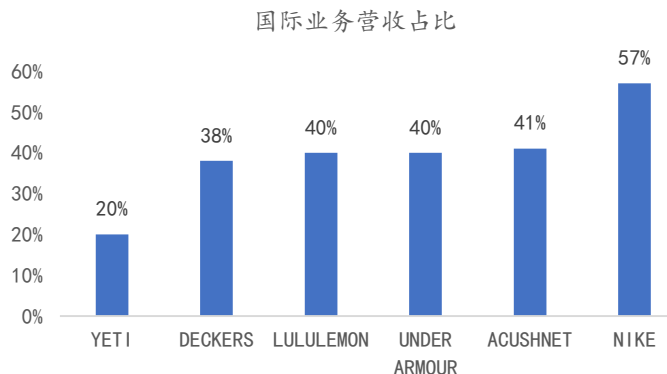


图表20: Yeti Drinkware 营业收入



来源: Yeti 公司公告, 国金证券研究所

图表21: Yeti 全球化布局深入比肩户外头部品牌



来源: Yeti 公司公告, 国金证券研究所

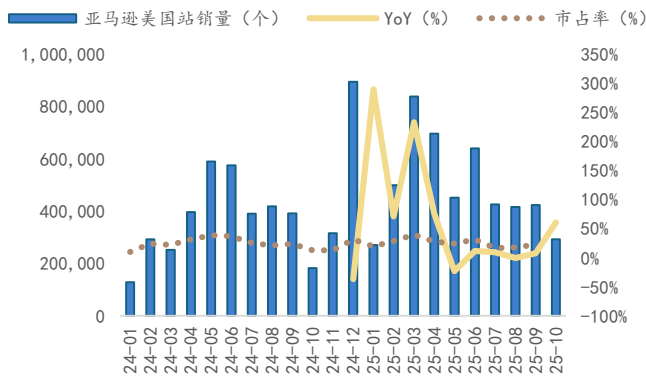
(2) Stanley 潮流品牌青山依旧, 海外产能助推合作深化

Stanley 北美时尚保温杯龙头, 市场嗅觉敏锐品牌焕新能力强。Stanley 在公司发展历程中展现强大市场定位和品牌转型的能力。早期以钢制真空密封瓶立足劳保领域, 2019 年通过产品颜色革命遗迹 The Buy Guide 渠道助力, 切入时尚保温杯领域, 之后抓住 TikTok 热点东风成为网红潮品, 成功从劳保品牌转型为时尚宠儿。

Stanley 正在从短期爆发向长期稳健增长的过渡阶段。Stanley 当前销售短期势能仍在, 虽较此前的爆发式增长有所放缓, 但是在潮流保温杯的主战场亚马逊美国站仍然保持较快增速, 25 年 Q1-Q3 销量为 161 万/179 万/126 万只, 同比+139%/+15%/+5%。同时 Stanley 积极探索非美市场发展潜力, 2025 年 10 月在亚马逊美国站/德国站/英国站/加拿大站的市占率分别为 18%/25%/13.08%/13%。长期来看, Stanley 通过推新品、新杯形 IceFlow, 有望延续势能, 巩固市场地位。

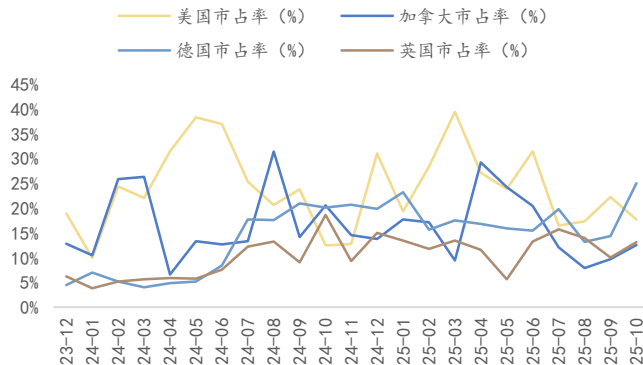
公司与 Stanley 的合作呈现出阶段性深化态势, 未来有望进一步强化协同。2023 年之前哈尔斯主要代工 Classic 系列, 2023 年公司接入核心产品 Quencher 系列订单, 受订单结构的影响, 哈尔斯出货出现阶段性波动。24 年 IceFlow 新品推出, 公司即获得订单, 此后共享 Stanley 的品牌增长红利。25 年双方合作关系深化, 2 月 Stanley 总裁到访, 公司蝉联 Stanley 年度最佳供应商奖。展望未来, 伴随中美经贸格局变化, Stanley 对海外产能重视程度上升。中美贸易摩擦背景下, 订单有望向海外产能更具优势的企业集中。

图表22: Stanley 亚马逊美国站仍维持双位数高增



来源: Sorftime, 国金证券研究所

图表23: Stanley 亚马逊美、加、英、德四站市占率



来源: Sorftime, 国金证券研究所

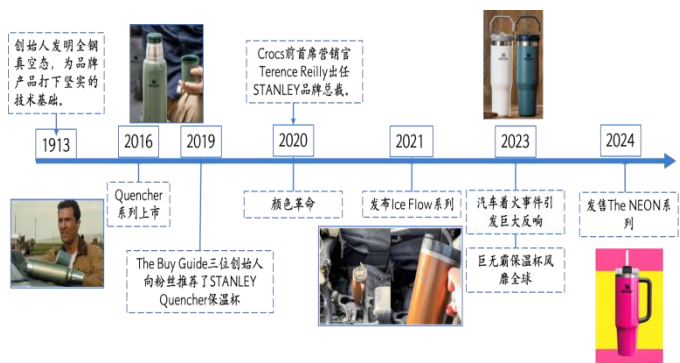


图表24: Stanley 产品矩阵丰富, 新品有望拉高均价

品名		图示	容量 (oz)	价格 (美元)
Quencher	Protour		14	25
			20	35
			30	40
			40	45
			64	60
	FlowState		14	25
			20	35
			30	40
			40	45
			64	60
Classic	Bottle		20	33.5
			35	36
			48	45
			64	50.5
			80	55.5
	Mug		8	20
			12	25
			24	30
Iceflow	Flip Straw Tumbler		14	20
			20	30
			30	35
			40	45
			24	35
	Bottle		36	45

来源: Stanley 官网, 国金证券研究所

图表25: Stanley 品牌强市场洞察和及时调整基因



来源: 品牌创变岛, 国金证券研究所

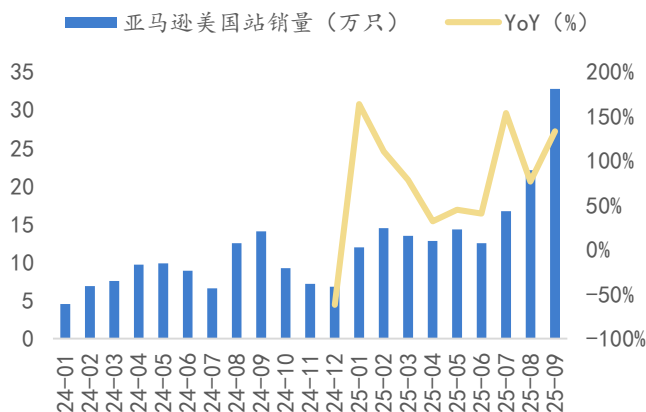
(3) Owala 北美保温杯冉冉新星, Z 世代消费放量贡献增量

产品微创新性引领时尚风采。Owala 是美国 Trove Brands 2020 年推出的新世代品牌, 延续时尚保温杯在功能价值和情绪价值的专注与深耕, 强调功能与美学兼顾、色彩表达与年轻精神融合。功能价值层面, Owala 核心产品 FreeSip 水瓶凭借 FreeSip Lid 专利技术实现双重出水方式, 可以通过内置吸管(sip)饮用, 也可以通过倾斜瓶身用宽口“猛喝”(swig), 满足通勤、健身、母婴、户外等多场景、多人群的饮水习惯, 迅速出圈。情绪价值层面, Owala 采用更加青春、活泼、多元的多巴胺配色, 更加匹配 Z 世代审美偏好, 同时结合社交媒体营销传播, 引导用户心智, 筑造品牌护城河。

2024 年以来, FreeSip 系列水瓶已多次登顶亚马逊 Home & Kitchen 销量榜首, 25 年 Q1-Q3 亚马逊美国站销量分别为 39.9/39.6/85.3 万只, 同比+110%/+39%/157%, 增势迅猛, 站稳时尚保温杯第一梯队。复盘 Yeti、Stanley 的路径, 新品牌在起量后往往仍可维持约 3-5 年的高增长。预计 Owala 将持续受益于功能创新与年轻化双飞轮, 并逐步拓展渠道与海外市场, 有望延续高增。

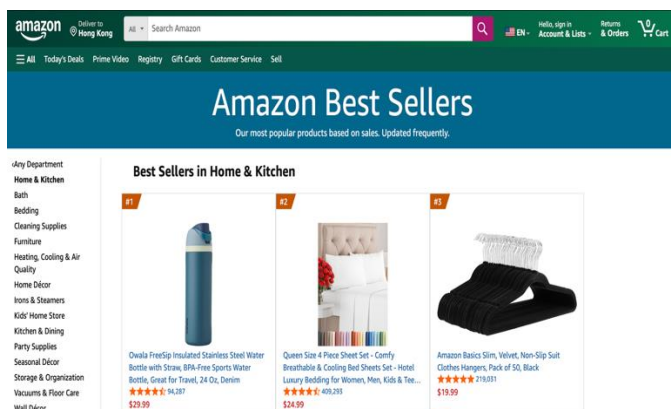
公司自 2016 年起与 Owala 展开合作关系, 目前已签订长期框架协议。Owala 畅销爆品 FreeSip 杯盖结构较为复杂, 公司依托成熟工艺实现稳定量产, 形成了一定的技术壁垒。伴随终端销售放量, 双方互相进主要客户/供应商名单, 合作深度与订单规模同步升级。

图表26: Owala FreeSip 亚马逊美国站销量



来源: Sorftime, 国金证券研究所

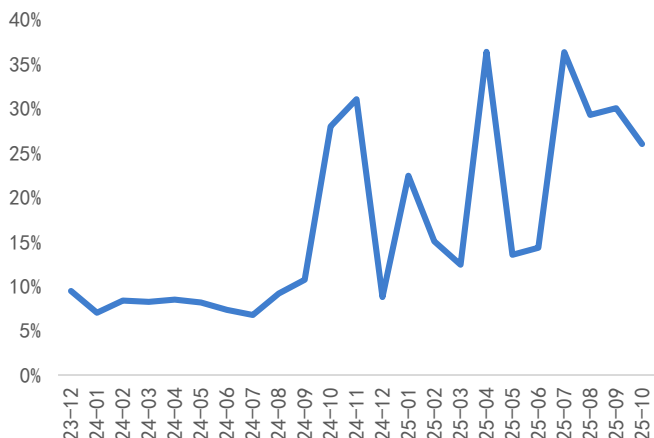
图表27: Owala 登顶 Home&kitchen 亚马逊 Best Sellers



来源: Amazon, 国金证券研究所



图表28: Owala 亚马逊美国站市占率攀升



来源: Sorftime, 国金证券研究所

图表29: Owala 在 Freesip 主杯形基础上不断拓宽矩阵

品类	产品线	容量	价格
FreeSip	FreeSip	24oz	\$29.99
		32oz	\$34.99
		40oz	\$39.99
	FreeSip Sway	30oz	\$34.99
		40oz	\$44.99
	Kid's FreeSip	16oz	\$24.99
Tumbler	FreeSip Twist	18oz	\$26.99
		24oz	\$29.99
	FreeSip Tumbler	40oz	\$44.99
		10oz	\$10.99
		12oz	\$24.99
		20oz	\$27.99
		24oz	\$29.99
	SmoothSip	24oz	\$34.99
		24oz	\$34.99
		40oz	\$39.99
	Tumbler	24oz	\$34.99
		40oz	\$39.99

来源: Owala 官网, 国金证券研究所

(4) 新兴品牌表现亮眼, 客户结构优化, 梯队潜力可期

保温杯潮流化性质本身意味着终端销量的迁移性强, 公司在巩固核心大客户的同时, 积极拓展新兴品牌客户, 平滑终端品牌轮动的风险, 优化客户结构、分散经营风险。Brumate 为美国高端品牌, 以绝缘酒类保温杯起家, 延伸出对于保温杯构件的独家理解, 创新 Softsip 吸管、U-Turn 杯盖与 Ocatalock 螺纹系统, 系统性解决吸管杯的漏水问题。Takeya 专注于高品质的运动水杯, 为 Lululemon 全球唯一杯壶类供应商, 其 Chill-Lock 杯盖技术能够显著提升保冷效果, 其快速关闭帽和自锁铰链设计则极大地方便了用户在户外运动中的使用。

3.2. 供应链优势与产能稀缺性筑牢合作壁垒

(1) 泰国基地产能爬坡, 阶段稀缺性助力份额提升

在中美贸易摩擦背景下, 海外产能阶段性稀缺获得客户青睐。公司加码海外产能, 2023 年泰国生产基地一期全面投产, 年产能约 550 万只。二期规划产能 2450 万只, 二期产能于 25H1 建成达产, 25Q3 产能爬坡顺利。后续公司持续聚焦泰国生产基地成本把控: (1) 启动本地化运营, 通过本土招聘提高人才本地化, 人工成本与运营效率有望同步优化; (2) 打通海外供应链全链路, 25 年 11 月底公司泰国核心配套供应商已在公司 1 小时交通圈内完成布局, 本地化供应链体系正快速成型, 物流与采购成本将持续优化; (3) 泰国生产基地自动化水平逐步提高, 随着产能利用率提升, 规模效应将显著摊薄固定成本。

海外产能卡位时空窗口, 有望抬升海外供应链地位。时间视角下, 泰国产能具备订单转移先发优势。2023 年初, 公司泰国基地率先全面投产, 节奏行业领先。在 25 年保温杯海外产能仍属稀缺的背景下, 公司已实现并持续爬坡的产能, 具备订单承接灵活性与稀缺性。区域视角下, 泰国自带结构性红利。25 年中美贸易摩擦期间, 美方对越关税压力与原产地追溯趋于常态化。泰国对美贸易政策则保持平稳, 出口通道更为顺畅。同时, 泰国制造业底座扎实, 保温杯等金属制品形成集群, 象印等日系龙头在泰国亦有布局, 配套成熟、响应迅捷。政策稳定叠加产业集聚, 公司泰国基地在中占得先机。对冲中美贸易波动、承接订单转移的战略价值凸显。

图表30: 2025 年美国对越南、泰国关税政策对比

时间	越南关税政策演变	泰国关税政策演变
2025 年 4 月	美国特朗普政府于 4 月初宣布计划对越南征收 46% 的“对等关税”, 后宣布暂缓 90 天至 7 月初执行	对泰国原产商品加征 36% “对等关税” +10% 基准普涨税, 合计 46%
2025 年 7 月	越南出口美国关税从 46% 降至 20%	经密集谈判, 将国别税率从 36% 一次性降至 19%, 同时取消 10% 普涨税
2025 年 9 月	美方颁布行政令 14356, 提出“志同道合伙伴”零关税清单, 为越南部分商品降税留下技术空间; 双方同意以 20% 为基准线继续谈判	美泰签署《对等贸易框架联合声明》, 确认 19% 对等关税, 列入行政令附件三清单的商品享受零关税待遇
2025 年 11 月	美方谈判代表对越南新提案给予“积极”回应, 20% 税率短期内不会回调, 但不排除后续个别产品获 0% 豁免可能	19% 税率框架稳定执行, 零关税清单正式生效



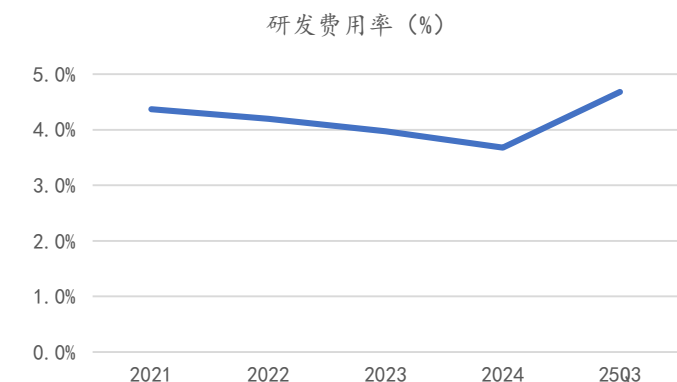
来源：第一财经，开泰研究中心，中华人民共和国商务部官网，国金证券研究所

(2) 工厂智能化降本增效，海外有望复制灯塔工厂模式

公司积极推进智能化转型，国内生产基地 2021 年起实施数字化工厂，以 MES、ERP、APS 等系统为基础实现生产环节的数据整合与设备互联，对标灯塔工厂标准，建立自动化注塑、五金、焊接、抛光等全工序自动化产线。人均生产效率提升超 20%，产品研发周期缩短约 30%，万元产值成本降低超 10%。已向灯塔工厂迈进。依托已跑通数字化精益体系，持续优化全球供应链效率，有望为东南亚输出中国方案。

图表31：公司研发费用率维持相对高位

图表32：数字化工厂



来源：iFind，国金证券研究所

来源：永康人公众号，国金证券研究所

(3) 创新研发锚定客户需求，聚焦研发价值创造

公司高度重视研发投入，组建经验丰富的高水平研发团队，通过自主创新、产学研合作等路径持续开展技术攻关。截至 2025 年 6 月，公司已主导或参与制修订并发布各级标准累计 40 项，其中国家标准 6 项，依托持续领先的研发实力与深厚的产业经验，持续定义行业发展方向，把握竞争制高点。

客户思维提升研发转化率，筑牢客户合作护城河。公司由工厂思维向客户思维、市场意识转换，技术研发与客户需求及市场趋势强关联，尤其围绕核心客户品类延伸方向主动预研、储备相关技术工艺，为公司争取高毛利率的新产品订单提供技术支持，并帮助自主品牌业务提升爆品打造成功率。

图表33：公司自主品牌钛杯阳极氧化工艺领先获奖



来源：国际 CMF 设计奖，国金证券研究所

四、自主品牌持续性饱和式，高投入构筑认知壁垒

4.1. 外延增长：SIGG 百年瑞士精工品牌，拓展外延发展新空间

SIGG 于 1908 年创立于瑞士，百年来持之以恒地给消费者带来健康的饮水体验并持续创新的品牌，以环保、耐用、瑞士精工的水壶系列产品享誉世界。公司于 2016 年全资收购瑞士运动水杯品牌 SIGG，多措并举借助 SIGG 拓展欧洲市场，打开增量空间。

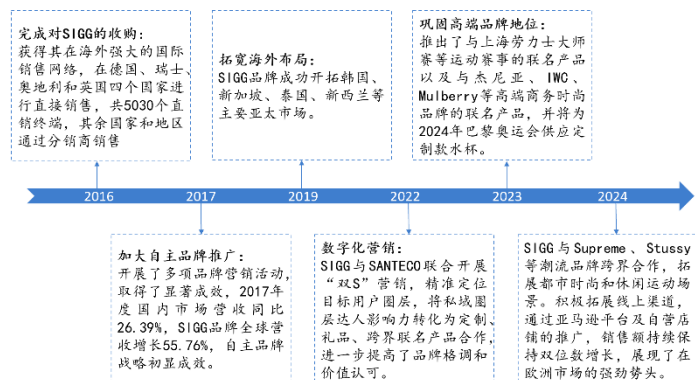


产品层面材质种类持续扩容，公司在经典铝瓶基础上新增 18/8 不锈钢、玻璃、Tritan 等系列，覆盖多场景需求。同时注重坚固防漏，外观设计简洁便携，体现专业运动基因。

价格层面，公司延续 SIGG 高端定位，SIGG 官网基础款标准杯形折合人民币约 165-200 元，上探公司产品矩阵价格带。品牌宣传层面，SIGG 联合 LV 宾利等顶级奢侈品品牌、温网法网等顶级体育赛事开展联名合作，不断强化高端属性与文化价值。

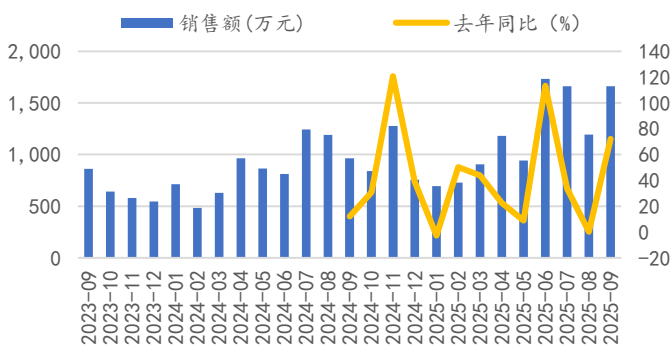
根据 Sorftime 数据，SIGG 亚马逊美、英、德、法、西、意六站 2025H1/2025Q3 销售额为 6179/4514 万元，同比 38%/33%，整体呈现高增长趋势。展望未来，SIGG 公司资源赋能下持续扩容产品矩阵，逐步突破对德语区的依赖，欧洲英语区有望成为下一阶段突破方向。

图表34：公司深化 SIGG 布局历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：SIGG 亚马逊美、英、德、法、西、意六站统计



来源：Sorftime，国金证券研究所

4.2. 内销持续性饱和式高投入构筑品牌认知壁垒

公司内销布局以哈尔斯品牌为战略布局中心，截止 25 年 10 月，哈尔斯主品牌位列天猫榜单·保温杯热销品牌榜第 14 名。后续公司将从渠道变革、情绪价值、功能价值三维共振，驱动自主品牌份额持续抬升。

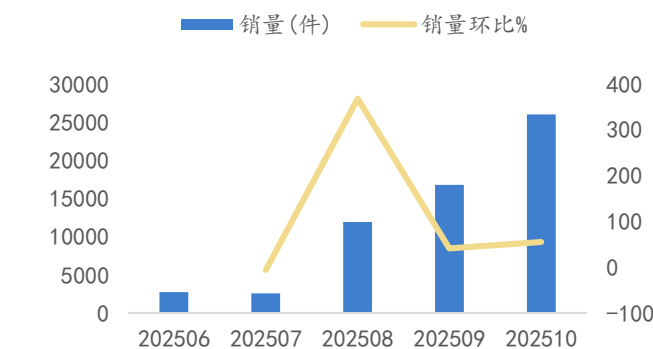
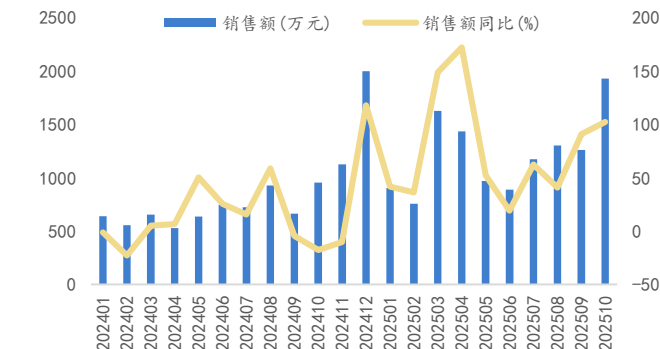
(1) 渠道变革：线上高毛利业务扩充，线下进军即时零售与商超渠道

公司内销布局正以“一盘棋”策略打通线上线下壁垒，实现体系化作战。搭建“线下十线上十新零售渗透十私域沉淀十即时零售”立体网络。

公司线上已覆盖天猫、淘宝、抖音、小红书等全网络运营。25 年 10 月哈尔斯品牌天猫、抖音、京东三平台销量合计 24 万件，同比+105%；销售额约 1930 万元，同比+102%，自 24 年 12 月以来一直保持双位数高增长。公司打造多个爆款产品，其中 25 年 10 月两大爆品分别为萌宠双饮弹跳儿童保温杯/Fufu 小奶罐，10 月天猫、抖音、京东合计销量分别为 2.6/1.1 万件，环比+55%/-4%，销售额为 2.0/0.8 百万元，环比+73%/-10%，整体仍保持较高增长态势。目前线上自主品牌为高毛利率板块，为营收和盈利能力保驾护航。

图表36：哈尔斯主品牌天猫、抖音、京东销售额高增长

图表37：爆品萌宠双饮儿童保温杯 10 月销量环比+73%



来源：久谦中台，国金证券研究所

来源：久谦中台，国金证券研究所

公司传统的线下渠道根基在于经销网络、KA 与礼品渠道，25 年以来公司积极实施渠道汰换，上线渠道费用 ROI 评估模型，按单店产出、获客成本、复购率动态调仓，及时淘汰低



效通路。同时公司积极关注线下渠道新动向，资源聚焦即时零售与会员制商超两大增量赛道。即时零售已入驻小象超市，进一步提升渠道便利性，扩充品牌触达。商超渠道。直营体系进入沃尔玛、大润发等，在山姆会员店上架 Pingo 联名儿童水杯，套装售价为 129.9 元两只，较其他商超渠道价位较高。山姆渠道自然流量的传播广度与其目标群体消费的强能力，有望实现销量与品牌的双重效益，上探公司经销渠道利润空间。

营销方面，公司积极拥抱新媒体渠道，通过与王源、梓渝、鹭卓等明星联动，选择品牌挚友高 ROE 合作模式，并与吉杰、李佳琦等主播合作，进一步提升产品曝光。

图表38：23 年邀请王源为品牌代言人拉新年轻用户



来源：公司公众号，公司小红书官方账号，国金证券研究所

图表39：哈尔斯 Pingo 联名儿童水杯上架山姆

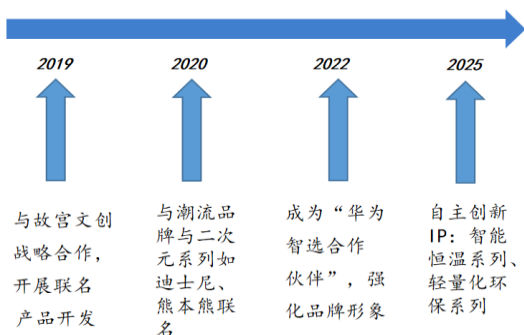


来源：山姆，国金证券研究所

(2) 产品情绪价值：IP 矩阵式联名战略，加速品牌市场渗透

在国内保温杯市场竞争加剧、产品同质化显著的背景下，公司依托自身在材料、杯型及制造工艺方面的综合优势，将高品质产品与文化、潮流及科技元素深度融合，构建系统性的 IP 联名矩阵，以情绪消费与 IP 经济为核心抓手，推动品牌年轻化与价值升级。(1) 潮流二次元系列：公司携手迪士尼、熊本熊等国际及本土潮玩 IP，抢占 Z 世代与泛二次元人群的消费心智。25 年 11 月公司与腾讯广告签约，双方将围绕生意增长、会员服务与内容共创三大核心领域建立长期、全面、优先的战略合作伙伴关系。(2) 国潮文创系列：公司与故宫文创等顶级文化 IP 合作，强化产品的文化内涵与品牌的社会认同感。(3) 科技与智能系列：公司与华为等科技品牌跨界合作，切入高净值商务与科技圈层。(4) 高端与设计师系列：通过与国际设计师及轻奢品牌的合作，探索高端市场溢价空间，提升品牌整体调性与审美层级。

图表40：公司自主品牌 IP 联名历程



来源：哈尔斯公告，哈尔斯官网，国金证券研究所

图表41：公司与可口可乐等知名 IP 联名



来源：淘宝，国金证券研究所

(3) 产品功能价值：多元材质&多品类拓展，健康科技领域延伸

伴随健康生活理念与消费升级趋势的加速，公司在传统不锈钢制品的基础上，构建多元材料矩阵，覆盖日用杯型核心场所与各档位价格带。金属系列产品公司创新性推出钛杯，原先应用于航空航天等高端领域的钛材质拥有超轻、耐腐蚀、无重金属析出及抗菌防异味等特性，满足消费者对于高品质、健康饮水器具的需求。目前钛杯仍处于市场培育早起阶段，公司新材质产品市场渗透也与其渠道变革措施相适应，通过与沃尔玛等 B 端渠道，加速新



材质的市场渗透与普及。

塑料杯系列，公司 Tritan 塑料系列相较传统 PP 与 PC 具有高安全性、出色的透明度和抗摔耐用性轻量化等优势。公司通过自主设计改良，使产品兼具安全、美观与便携特征，契合年轻、运动与通勤人群的使用需求，成为品牌切入轻量化与年轻市场的重要产品线。此外，公司还拓展玻璃与陶瓷系列产品，面向家庭、办公与礼赠场景，巩固品牌在中端市场的文化与品质形象。

图表42：公司全材质矩阵覆盖日用保温杯核心场景、主要价格带

材质类型	主要优势	价位区间	典型应用场景
陶瓷系列	保香性好、不串味、文化属性强	陶瓷内胆杯 600ml (¥89)	品茶、办公、家居场景
钛金属系列	轻量化、无重金属析出、抗菌耐腐蚀、无异味	纯钛杯 250ml (¥209)	商务礼赠、高净值用户、健康生活
玻璃系列	安全健康、易清洗、无异味、设计感强	玻璃杯 570ml (¥59)	办公、家庭、礼品
Tritan 塑料系列	无 BPA、轻便耐摔、透明度高、可循环环保	Tritan 水杯 600ml (¥49)	校园、通勤、户外运动
316L 不锈钢系列	保温性能强、耐磨抗氧化、工艺成熟	不锈钢保温杯 700ml (¥49)	日常通勤、户外与商旅主力产品

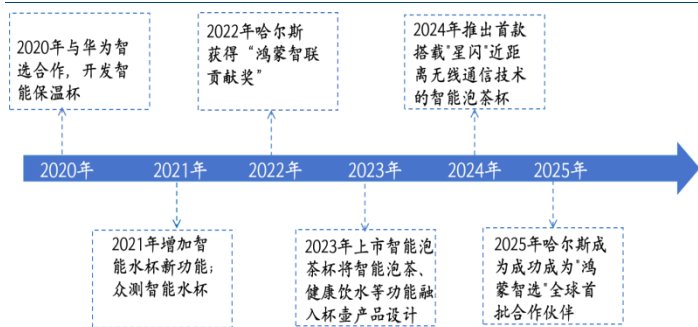
来源：哈尔斯官网，Alibaba 官网，国金证券研究所

携手华为鸿蒙赋能 AI+保温杯，智能制造开辟增长新空间。公司凭借深厚的行业洞察与持续性研发投入，2016 年切入智能饮水赛道，次年即自主试制出首款智能水杯，随后携手华为生态链，在大厂多维赋能下通过 AI+拓宽产品边界。

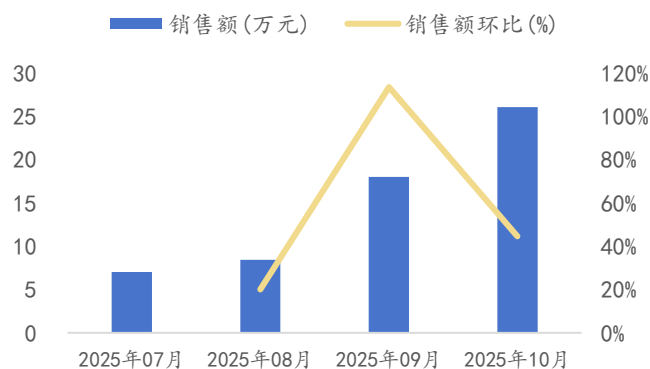
产品端，2020 年 3 月联合华为推出 HiLink 智能保温杯，定价 139 元，能够连接 HUAWEI HiLink 通过智慧生活 App 记录饮水曲线并震动提醒喝水、服药等自定义事项；2024 年再度首发搭载“星闪”近距离无线通信技术的智能泡茶杯，上市即登顶京东 200 元以上智能杯新品销量榜，功能迭代持续激活潜在需求，加速渗透。

渠道层面，部分合作款已进驻华为线下门店，借力华为庞大用户资产实现品牌曝光与盲区客群触达。品牌宣传层面，华为智选为哈尔斯强势背书；2025 年华为智选品牌焕新鸿蒙智家后，公司成为全球首批合作伙伴，产品革新叠加生态赋能，增量空间有望持续打开。

图表43：华为与哈尔斯合作历程



图表44：鸿蒙智选哈尔斯钛内胆智能泡茶杯销量情况



来源：哈尔斯官网，哈尔斯年报，国金证券研究所

来源：Sorftime，国金证券研究所

五、盈利预测

外销业务：公司长期以来深耕保温杯制造赛道，保持高水平研发投入，工艺精湛，保温杯产品质量高，形成了具有竞争优势的技术壁垒，预计 25-27 年外销营收分别为 29.45/37.73/45.80 亿元，同比+1.55%/+28.11%/+21.41%。公司泰国产能阶段性拖累外销毛利率，伴随泰国产能本地化程度提升、海外供应链打通、自动化水平攀升，预计 25-27 年外销业务毛利率分别为 26.23%/27.25%/27.67%。

- Yeti：2025 年前三季度受国际形势影响，客户订单节奏有所扰动。进入第四季度，随着中美关税战逐渐缓和，公司与 Yeti 合作深度稳固，订单量预计逐步回稳。中长期看，伴随海外产能逐步投产，公司有望凭借技术优势斩获更多高附加值新品订单，进而提升业务毛利率。
- Stanley 品牌基本盘稳固，在北美等核心市场的消费者心智中占据重要地位。伴随海



外产能逐步投产,公司有望凭借阶段性海外产能稀缺性,抬升自身在供应链中的地位,为业务长期盈利奠定坚实基础。

- **Owala** 为北美保温杯新秀,凭借精准的市场定位与差异化的产品设计,终端出货增速迅猛。随着品牌声量持续扩大与渠道覆盖不断完善,**Owala** 有望凭借终端销量成为新的增长引擎。
- 其他大客户:公司积极培育多元化客户梯队,敏锐捕捉保温杯时尚潮流与功能需求变化,以此平滑终端市场需求的周期性波动,未来预计在新兴细分领域与小众市场实现新增量突破。

内销业务:公司长期持续投入自主品牌建设,2025 年开始进入规模化放量阶段,预计 2025-2027 年内销营收分别达 5.09 亿元/6.09 亿元/7.23 亿元,同比增长 17.92%/19.72%/18.69%,有望助力公司利润增长。考虑到公司新拓渠道为高毛利渠道,预计公司 25-27 年内销毛利率分别为 30.52%/31.94%/33.48%。

- 内销线下渠道:线下传统渠道方面,公司正加速对低效门店进行汰换,通过优化终端形象、提升导购专业性、调整产品陈列逻辑等方式,推动传统渠道毛利率逐步提升,预计单店效益与盈利能力将实现质的飞跃。新兴渠道领域,公司强势切入会员超市如山姆超市、即使零售如京东秒送和小象超市等渠道,多维度触达不同圈层消费群体并带来显著增量。
- 内销线上渠道:线上板块,依托公司强大的制造能力与多元的产品,与众多热门 IP 联名,打造出一系列年轻化、个性化产品,成功推动线上销量保持高速增长态势,成为内销增长的核心动力之一。

在费用率方面,公司在积极拓展新客户、新业务的背景下,费用率预计平稳略升:

- 销售费用:预计公司持续积极拓展客户,销售费用率保持在历史平均水平,25-27 年分别为 9.0%/8.5%/8.4%。
- 管理费用:考虑到公司股权激励计划与泰国生产基地本地化进程,预计 2025-2027 年管理费用率分别为 7.5%/7.0%/7.0%。
- 研发费用:公司始终秉承创新引领发展的核心战略,公司持续研发新产品,预计 25-27 年研发费用率将维持在较高位置。

综上所述,我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 34.5 亿/43.8 亿/53.0 亿元,同比 +3.67%/+26.87%/+21.04%,归母净利润 1.44 亿/2.96 亿/4.00 亿元,同比 -49.65%/+105.14%/+35.06%。

图表45: 公司主营业务盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,407.1	3,331.5	3,453.8	4,381.9	5,303.6
YoY (%)	-0.86%	38.40%	3.67%	26.87%	21.04%
营业成本 (百万元)	1,656.1	2,398.7	2,526.1	3,159.3	3,794.1
毛利 (百万元)	751.0	932.8	927.7	1,222.5	1,509.5
YoY (%)	5.79%	24.21%	-0.55%	31.78%	23.47%
毛利率 (%)	31%	28%	26.86%	27.90%	28.46%
外销业务收入 (百万元)	1,975.9	2,900.3	2,945.25	3,773.01	4,580.98
YoY (%)	-3%	47%	1.55%	28.11%	21.41%
营业总成本 (百万元)	1,327.5	2,083.9	2,172.7	2,745.0	3,313.5
毛利 (百万元)	648.4	816.4	772.5	1,028.1	1,267.5
YoY (%)	3%	26%	-5.38%	33.08%	23.29%
毛利率 (%)	32.82%	28.15%	26.23%	27.25%	27.67%
内销业务销售收入 (百万元)	431.2	431.3	508.5	608.8	722.6
YoY (%)	26.67%	0.01%	17.92%	19.72%	18.69%
总营收占比 (%)	17.91%	12.94%	14.72%	13.89%	13.63%
营业总成本 (百万元)	328.7	314.9	353.3	414.4	480.7



毛利 (百万元)	102.5	116.3	155.2	194.5	242.0
YoY (%)	73.94%	13.44%	33.43%	25.31%	24.40%
毛利率 (%)	23.78%	26.97%	30.52%	31.94%	33.48%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 所有货币为原始货币; 收盘价为 2025 年 11 月 18 日数据)

在可比公司选择上, 鉴于公司已形成 ODM/OEM 与自主品牌双轮驱动的业务格局, 且业务版图持续扩张, 我们选取保温杯制造行业的嘉益股份, 消费行业 ODM/OEM 龙头申洲国际, 家电制造领域的新宝股份、苏泊尔, 以及从 ODM/OEM 向自主品牌扩张的源飞宠物、中宠股份作为可比标的。经测算, 2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 19.29X/16.29X/13.88X, 中位数 15.60X/14.33X/13.24X。

综合考量公司海外产能的稀缺性价值, 以及自主品牌持续发力带来的业绩弹性, 我们给予公司 2026 年 15X PE, 对应目标价 9.52 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表46: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301004	嘉益股份	53.13	4.71	7.2	4.57	5.77	7.01	11.63	9.2	7.58
2705	新宝股份	14.6	1.19	1.29	1.4	1.55	1.72	10.46	9.41	8.47
2032	苏泊尔	47.85	2.72	2.82	2.863	3.046	3.155	16.7	15.7	15.15
2313.HK	申洲国际	61.2	3.03	4.15	4.39	4.91	5.48	12.06	10.8	9.67
1222	源飞宠物	25.5	0.66	0.87	0.95	1.15	1.39	26.72	22.09	18.3
2891	中宠股份	54.09	0.8	1.34	1.523	1.917	2.411	37.62	29.89	23.77
中位数								14.38	13.25	12.41
平均数								19.20	16.18	13.82
2615	哈尔斯	7.77	0.54	0.63	0.31	0.63	0.86	25.11	12.24	9.06

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 所有货币为原始货币; 收盘价为 2025 年 12 月 9 日数据; 苏泊尔、申洲国际、中宠股份为国金预期, 其余为 wind 一致预期)

六、风险提示

- 1、海外市场需求波动风险: 公司海外营收占比相对较高, 若主要出口地区经济下行或消费需求转向, 将直接导致订单量下滑, 对公司销售收入与经营业绩构成冲击。
- 2、下游客户拓展不及预期风险: 拓展老客户新品类订单、新客户、新市场的开拓是公司增长和行动力, 若拓展进程受阻, 将影响公司营收增长动能。
- 3、市场竞争加剧风险: 行业竞争日益激烈, 竞争者持续增加。若市场陷入同质化价格竞争, 公司将面临市场份额侵蚀与盈利能力下滑双重压力。
- 4、国内外经营环境变化风险: 国际贸易摩擦等地缘政治因素, 可能扰乱全球供应链稳定性并增加物流成本, 为公司的正常生产经营与成本控制带来不确定性。
- 5、汇率波动风险: 公司外销业务主要以美元结算。若人民币汇率发生超预期波动, 一方面可能产生汇兑损失, 另一方面将影响产品定价竞争力, 从而对公司的盈利能力造成直接影响。
- 6、原材料价格波动风险: 不锈钢等主要原材料价格与大宗商品市场联动紧密。若其价格因供给紧张或通胀因素持续上涨, 而公司无法通过内部增效与产品提价完全对冲, 将直接侵蚀产品毛利率。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,428	2,407	3,332	3,454	4,382	5,304
增长率		-0.9%	38.4%	3.7%	26.9%	21.0%
主营业务成本	-1,718	-1,656	-2,399	-2,526	-3,159	-3,794
%销售收入	70.8%	68.8%	72.0%	73.1%	72.1%	71.5%
毛利	710	751	933	928	1,223	1,509
%销售收入	29.2%	31.2%	28.0%	26.9%	27.9%	28.5%
营业税金及附加	-13	-18	-21	-24	-31	-37
%销售收入	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-178	-232	-284	-311	-372	-446
%销售收入	7.3%	9.7%	8.5%	9.0%	8.5%	8.4%
管理费用	-169	-171	-214	-259	-307	-371
%销售收入	7.0%	7.1%	6.4%	7.5%	7.0%	7.0%
研发费用	-102	-95	-122	-155	-175	-212
%销售收入	4.2%	4.0%	3.7%	4.5%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	248	234	291	178	337	443
%销售收入	10.2%	9.7%	8.7%	5.2%	7.7%	8.4%
财务费用	20	0	52	-18	-24	-22
%销售收入	-0.8%	0.0%	-1.6%	0.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-27	-40	-26	0	0	0
公允价值变动收益	-3	1	-1	0	0	0
投资收益	-20	-30	-20	-10	1	5
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.3%	1.2%
营业利润	238	226	310	148	313	426
营业利润率	9.8%	9.4%	9.3%	4.3%	7.1%	8.0%
营业外收支	1	-2	2	0	0	0
税前利润	239	225	312	148	313	426
利润率	9.9%	9.3%	9.4%	4.3%	7.1%	8.0%
所得税	-39	23	-25	-12	-25	-34
所得税率	16.5%	-10.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	200	247	287	136	288	392
少数股东损益	-6	-2	1	-8	-8	-8
归属于母公司的净利润	206	250	287	144	296	400
净利率	8.5%	10.4%	8.6%	4.2%	6.8%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	200	247	287	136	288	392
少数股东损益	-6	-2	1	-8	-8	-8
非现金支出	127	150	140	131	170	192
非经营收益	7	-51	-27	107	35	31
营运资金变动	13	-103	62	-243	78	41
经营活动现金净流	347	243	463	131	571	656
资本开支	-128	-188	-487	-469	-226	-206
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-8	-13	-3	-10	1	5
投资活动现金净流	-137	-202	-490	-479	-225	-201
股权募资	0	2	0	43	0	0
债权募资	8	209	-1	501	26	-29
其他	-94	-215	-56	-85	-154	-195
筹资活动现金净流	-86	-5	-57	459	-128	-224
现金净流量	164	35	-61	112	218	232

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	814	849	787	885	1,093	1,317
应收款项	188	360	418	472	527	623
存货	413	495	537	657	779	884
其他流动资产	21	83	55	133	116	99
流动资产	1,436	1,787	1,797	2,147	2,514	2,923
%总资产	61.0%	64.1%	53.2%	53.8%	56.9%	60.4%
长期投资	65	36	29	29	29	29
固定资产	707	730	1,134	1,517	1,581	1,602
%总资产	30.1%	26.2%	33.6%	38.0%	35.8%	33.1%
无形资产	100	127	243	240	235	229
非流动资产	917	1,001	1,579	1,847	1,902	1,915
%总资产	39.0%	35.9%	46.8%	46.2%	43.1%	39.6%
资产总计	2,353	2,789	3,376	3,994	4,416	4,838
短期借款	250	242	122	637	663	635
应付款项	478	646	903	932	1,143	1,341
其他流动负债	140	130	157	137	164	191
流动负债	869	1,018	1,183	1,707	1,970	2,167
长期贷款	80	289	417	417	417	417
其他长期负债	22	19	63	34	24	17
负债	971	1,327	1,662	2,157	2,410	2,600
普通股股东权益	1,397	1,468	1,721	1,851	2,028	2,268
其中：股本	467	466	466	466	466	466
未分配利润	478	619	839	925	1,103	1,343
少数股东权益	-14	-6	-6	-14	-22	-30
负债股东权益合计	2,353	2,789	3,376	3,994	4,416	4,838

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.441	0.535	0.615	0.309	0.635	0.857
每股净资产	2.991	3.147	3.690	3.969	4.350	4.864
每股经营现金净流	0.743	0.520	0.993	0.282	1.224	1.408
每股股利	0.200	0.100	0.250	0.124	0.254	0.343
回报率						
净资产收益率	14.74%	17.02%	16.65%	7.80%	14.59%	17.63%
总资产收益率	8.75%	8.96%	8.49%	3.61%	6.70%	8.26%
投入资本收益率	12.09%	12.92%	11.88%	5.67%	10.06%	12.40%
增长率						
主营业务收入增长率	1.63%	-0.86%	38.40%	3.67%	26.87%	21.04%
EBIT 增长率	18.87%	-5.65%	24.38%	-38.76%	89.29%	31.43%
净利润增长率	51.96%	21.31%	14.72%	-49.65%	105.14%	35.06%
总资产增长率	0.95%	18.53%	21.08%	18.28%	10.59%	9.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	28.7	33.0	42.0	36.0	35.0
存货周转天数	98.7	100.1	78.5	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	95.2	99.3	97.1	105.0	105.0	102.0
固定资产周转天数	97.3	108.3	82.2	114.5	93.9	77.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.33%	-21.72%	-14.47%	9.21%	-0.64%	-11.90%
EBIT 利息保障倍数	-12.5	678.9	-5.6	9.8	13.8	20.5
资产负债率	41.25%	47.57%	49.22%	54.01%	54.58%	53.74%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	5	8
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究