

2022 年 10 月 12 日

哈尔斯 (002615.SZ)

出口订单饱满，自主品牌探索新空间

■月销量超 500 万只的保温杯龙头：哈尔斯出口市占率过去 5 年均保持在 10% 以上。公司以外销为主，2022H1 占比达 87%，其中，2022Q1 美国市场业务占比 74%，美国市场的需求变化将影响公司业绩表现。我们估算公司 2022H1 月平均销售 560 万只金属器皿，较 2021 年的 542 万只保持稳定增长，预计下半年销售旺季将持续拉高月平均销量。

■海外大客户收入持续增长利好公司：公司第一大客户 YETI 受益于美国市场户外活动及通勤恢复的需求拉动，收入持续增长。哈尔斯是 YETI 最重要的杯壶生产商之一，同时哈尔斯主要收入也来源于 YETI，相辅相成，共同成就。我们通过跟踪 YETI 在亚马逊平台的销售情况，发现 YETI 的持续增长将有利于公司海外业务基本盘的稳定发展。

■自主品牌发力国内市场：我国保温杯人均保温杯仅是美国的一半，正向快消品消费过渡的阶段，发展空间广阔。通过对天猫平台保温杯品类的跟踪，我国保温杯市场仍以国外品牌为主，品牌知名度更大，拥有更大的品牌溢价。哈尔斯旗下自主品牌的线上渠道销量排名仍有大量提升空间。公司积极布局自主品牌发展战略，在品牌推广、线上线下渠道铺设及改革、产品创新上进行持续发力，以追求国内市场收入占比的不断提高。

■多维度验证收入预测：我们利用哈尔斯大客户 YETI 的收入指引，结合过去的历史数据，估算哈尔斯下半年收入区间在 14.1-14.9 亿元。另一方面，我们利用销量及单价构建金属制品收入矩阵，估算下半年金属制品收入 12-14 亿元，加上其他业务收入，符合上述收入估算区间。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 8.8 元。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入增速分别为 15%、15%、12%，净利润增速分别为 75%、-3%、7%；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.8 元，相当于 2023 年 18x 的动态市盈率。

■风险提示：竞争风险、原料价格风险、汇率风险、预测不及预期风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,491.9	2,388.9	2,755.5	3,170.8	3,564.8
净利润	-28.3	135.5	238.2	229.0	246.0
每股收益(元)	-0.07	0.33	0.51	0.49	0.53
每股净资产(元)	1.96	2.30	2.41	2.70	3.02

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-95.3	19.9	12.8	13.3	12.4
市净率(倍)	3.3	2.8	2.7	2.4	2.2
净利润率	-1.9%	5.7%	8.6%	7.2%	6.9%
净资产收益率	-3.5%	14.2%	21.2%	18.2%	17.5%
股息收益率	0.0%	2.3%	3.1%	3.0%	3.2%
ROIC	2.2%	17.8%	28.5%	33.2%	38.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

小家电

投资评级 买入-A

维持评级

 6 个月目标价：8.8 元
 股价 (2022-10-11) 6.50 元

交易数据

总市值(百万元)	2,759.72
流通市值(百万元)	1,573.19
总股本(百万股)	424.57
流通股本(百万股)	242.03
12 个月价格区间	4.41/8.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.76	23.29	47.76
绝对收益	-12.52	6.38	23.7

张立聪	分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005 zhanglc@essence.com.cn	
罗乾生	分析师
SAC 执业证书编号：S1450522010002 luoqs1@essence.com.cn	

相关报告

哈尔斯：二季度业绩高增，汇率下行利好出口/张立聪	2022-08-31
哈尔斯：双重利好助力增长，自主品牌发力国内市场/张立聪	2022-07-17
哈尔斯：Q1 收入保持稳定增长/张立聪	2022-04-26
哈尔斯：Q3 收入保持快速增长态势/张立聪	2021-10-29
哈尔斯：Q2 单季度收入保持高速增长态势/张立聪	2021-08-22

内容目录

1. 投资概要.....	4
1.1. 投资要点.....	4
1.2. 有别于市场的观点.....	4
2. 国内国外并举的杯壶龙头.....	4
3. 海外需求推动，大客户深度绑定利好收入基本盘.....	7
3.1. 美国户外活动增长+远途通勤恢复利好保温杯需求.....	7
3.2. 大客户 YETI 保持稳步增长利好哈尔斯海外业务.....	8
4. 国内市场前景广阔，自主品牌重点发力.....	9
4.1. 人均消费低，户外概念+咖啡文化渗透带动杯壶消费.....	9
4.2. 自主品牌重点发力国内市场.....	11
5. 盈利预测.....	13
5.1. 大客户持续增长带动哈尔斯表现.....	13
5.2. 预计海外稳步增长，国内持续渗透开拓新空间.....	15
6. 估值及风险提示.....	16

图表目录

图 1：哈尔斯专注各类保温杯壶生产销售.....	5
图 2：哈尔斯出口业务市占率.....	5
图 3：哈尔斯产品主要销往海外.....	5
图 4：哈尔斯业务主要以 OEM 为主（亿元）.....	5
图 5：受海外需求刺激 OEM 占比提高.....	5
图 6：哈尔斯以生产不锈钢器皿为主.....	5
图 7：哈尔斯前五大客户营收占比.....	6
图 8：哈尔斯第一大客户营收占比.....	6
图 9：美国国家公园访客量月度数据（万人）.....	7
图 10：美国户外活动参与度.....	7
图 11：美国骑行、露营、登山活动参与度（%）.....	7
图 12：大容量杯更符合美国人驾车通勤需求.....	7
图 13：YETI 杯壶产品矩阵示例.....	8
图 14：YETI 单季营业收入（百万美元）.....	8
图 15：哈尔斯 YETI 业务收入占 YETI 杯壶营业成本占比.....	8
图 16：哈尔斯 YETI 业务收入占公司总收入占比.....	8
图 17：YETI 杯壶销量占比（亚马逊平台）.....	9
图 18：中国保温杯总销量（亿只）.....	9
图 19：人均杯壶消费量中美差距较大（只）.....	9
图 20：天猫数据：登山、攀岩、攀冰装备月度销售额（万元）.....	10
图 21：天猫数据：自行车及相关装备月度销售额（万元）.....	10
图 22：天猫数据：露营、野炊装备月度销售额（万元）.....	10
图 23：保温杯壶是提升户外活动品质的装备.....	10
图 24：中国咖啡零售销量（亿杯）.....	11
图 25：中美人均全年咖啡消费量（杯）.....	11

图 26：国内外知名保温杯品牌均价对比（元）	12
图 27：接入鸿蒙系统的智能化产品打造差异化.....	13
图 28：全球第一款太空保温杯提高品牌调性.....	13
图 29：哈尔斯主要收入来源于金属器皿（亿元）	14

表 1：哈尔斯子品牌阵列.....	6
表 2：天猫平台保温杯月度销量排名.....	12
表 3：哈尔斯金属器皿半年收入矩阵（亿元）	14
表 4：公司收入分拆.....	15
表 5：财务摘要预测.....	16
表 6：哈尔斯 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（20221010）	17
表 7：哈尔斯 FCFE DCF 模型市值敏感性分析（单位：亿元）	17
表 8：可比公司估值一览.....	17

1. 投资概要

1.1. 投资要点

订单充足+人民币贬值利好 Q3 表现。我们通过各项直接数据证明哈尔斯是当前出口市场整体需求回落后仍将保持增长的标的，主要观点：1) 出口订单预计仍将保持充足状态。根据美国人口普查局数据，8 月美国保温杯进口总额 1.3 亿美元，YoY+100%，过去 3 个月保持历史高位，表明美国市场对保温杯需求持续旺盛。哈尔斯第一大客户 YETI 是美国保温杯壶领先品牌，需求持续旺盛利好 YETI，预计将促使 YETI 向杯壶生产商持续下订单，因此我们预计三季度哈尔斯订单仍将保持充足状态，收入端持续增长的态势仍将持续。2) 人民币兑美元汇率从 2 季度末的 6.7 持续下跌至 3 季度末的 7.1 水平，利好以出口美国为主的企业。哈尔斯超过 70% 的业务来自美国市场，人民币汇率下行使公司在 3 季度仍将产生较大的汇兑收益。以上两项原因均支持哈尔斯 Q3 在收入端以及业绩端保持持续增长。

1.2. 有别于市场的观点

部分投资者对美国户外活动高热度推动的保温杯需求的可持续性缺乏信心。我们跟踪美国户外活动参与度，国家公园访客量等直接数据，发现疫情后美国的户外活动参与度达到历史新高，国家公园访客量几乎没有受到疫情的影响。我们分析，户外活动在疫情后的高热度是因为小范围户外群聚活动的不断兴起，是生活和社交方式的一次转变，具有长期可持续性。更多消费者加入户外活动将带动包括保温杯在内的户外设备新增和复购需求。

部分投资者对保温杯消费的理解仍处在耐用品范畴，认为复购或增购的频率低。我们区别于市场发现了美国长途通勤及办公室办公的恢复推动了人们对时尚保温杯的需求，通过分析 NPD Group 统计的近一年保温杯消费量数据，发现美国截至五月的近一年消费了 1.4 亿只保温杯。我们同时利用美国保温杯进口额数据进行测算，发现美国过去 5 年平均每年销售 1.2 亿只保温杯，即平均每两年半新购一只保温杯，说明美国保温杯市场从耐用品向快消品进行演变。更高频率的购买，单人拥有更多的保温杯都将利好保温杯生产企业获得更持续的订单。

资本市场认为，海外需求旺盛是推动保温杯放量，利好国内保温杯生产企业的主要因素，而忽视了国内市场低渗透率所带来的自主品牌长期增长空间，同样也将利好国内保温杯企业。我国人均保温杯消费仅有美国市场的一半，消费习惯正从耐用品向快消品趋势演变，具有长期的增长空间。我们对国内保温杯品牌地位及竞争情况通过销售额排名的方式进行了排序分析（详见表 2），发现销量前十的品牌里国外品牌仍占据上风，国产品牌的品牌影响力以及产品定位与国外品牌相比仍有差距。国内保温杯生产龙头企业哈尔斯旗下的自主品牌品牌影响力相对薄弱，我们认为随着管理层的战略重心不断侧重自主品牌，各项品牌推广、产品扩充、渠道改革等措施的不断落地，哈尔斯的自主品牌发展或将迎来上升期。

2. 国内国外并举的杯壶龙头

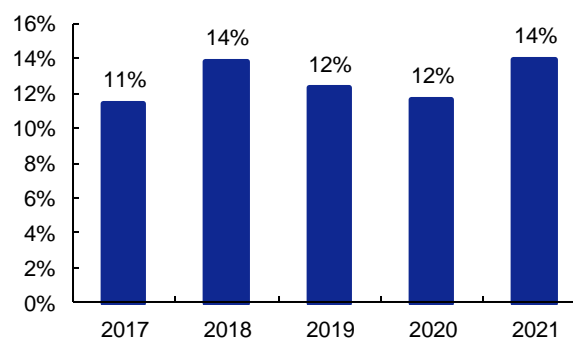
哈尔斯是国内龙头杯壶生产和销售企业。公司于 1995 年成立于浙江省永康市，2011 年在深交所上市，是杯壶企业上市的第一股。哈尔斯市占率以海外收入占我国保温杯总出口的口径来看，过去 5 年均保持在 10% 以上的市场占有率。2021 年哈尔斯实现收入 23.9 亿元，YoY+60%，实现业绩 1.4 亿，较 2019 年+146%（因疫情影响 2020 年业绩为负）。受益于海外需求持续旺盛以及人民币贬值刺激出口的利好，哈尔斯 2022 年上半年实现收入 13 亿元，YoY+21%，实现业绩 1.3 亿元，YoY+124%。

图 1：哈尔斯专注各类保温杯壶生产销售



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

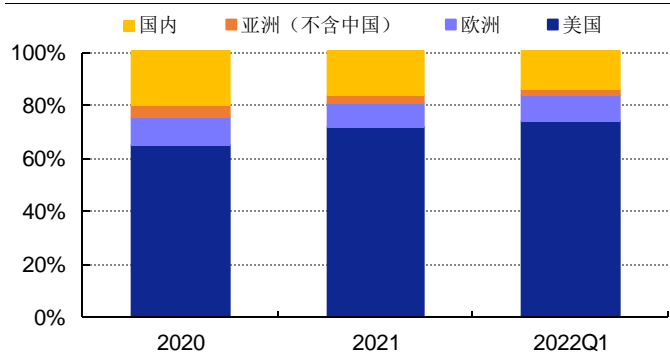
图 2：哈尔斯出口业务市占率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

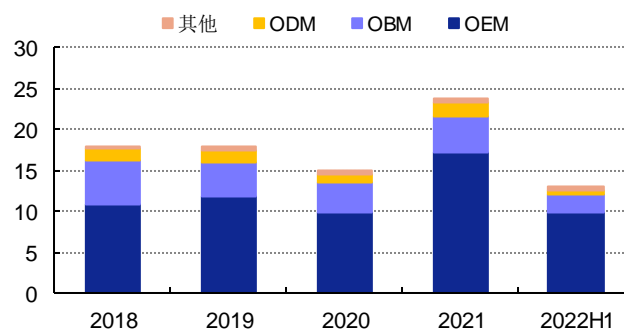
主要业务以海外代工为主。分业务市场看，哈尔斯以外销为主，2021 年受后疫情时代海外需求长利好，收入占比达 83%，2022H1 延续海外需求火热，外销占比进一步扩大至 87%。根据哈尔斯可转债评级报告中的数据显示，公司主要的外销美国市场，2022Q1 美国市场业务占比 74%，美国市场的需求变化将影响公司业绩表现。分销售模式看，哈尔斯以 OEM 为主，业务占比在 2022H1 达到 77%；而自主品牌 OBM 业务占比为 16%。整体上看，针对美国的海外代工仍是目前公司收入的基本盘，美国市场的需求波动将影响哈尔斯整体收入表现。

图 3：哈尔斯产品主要销往海外



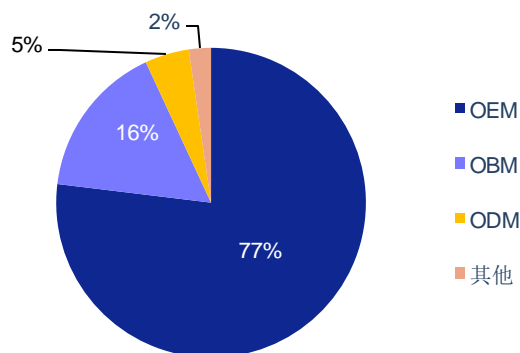
资料来源：公司可转债评级报告，安信证券研究中心

图 4：哈尔斯业务主要以 OEM 为主（亿元）



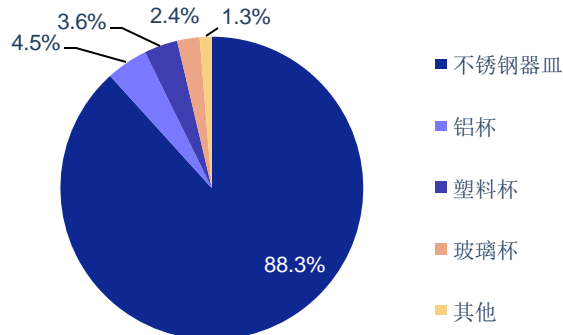
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 5：受海外需求刺激 OEM 占比提高



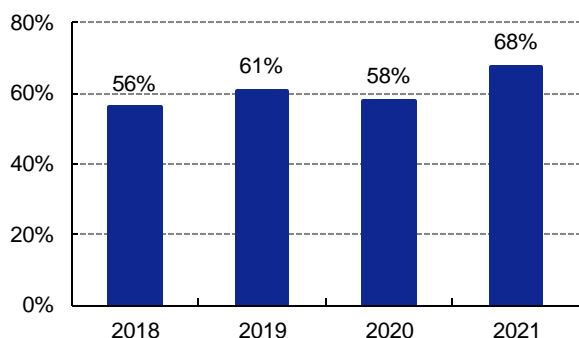
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 6：哈尔斯以生产不锈钢器皿为主



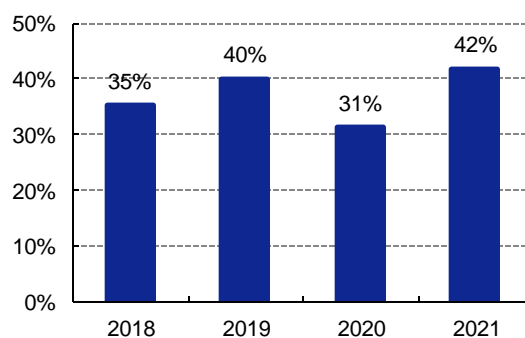
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 7：哈尔斯前五大客户营收占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 8：哈尔斯第一大客户营收占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

哈尔斯战略核心转向自主品牌，以期在国内自主业务的贡献上有所突破。公司除了哈尔斯主品牌外，拥有三大子品牌：SIGG、Santeco、Nonoo。SIGG 主打户外概念，Santeco 主打轻奢高品质，Nonoo 主打年轻潮流。哈尔斯 2022H1 实现 OBM 收入 2.1 亿元，YoY+6.2%，占公司总营收 16%。根据智旗战略咨询的新闻稿中披露，哈尔斯在 7 月 24 日正式启动和智旗战略咨询的品牌战略升级计划，目标是实现自主品牌持续稳定的战略增长。品牌升级计划为期 3 年，公司计划在今年开始品牌重塑，分五步走，包括明确发展机会、打造创新品类、重新定位品牌、执行落实，以及利用新媒体创新营销。哈尔斯在今年完成品牌重塑后，希望在明年打造超级品类，并在后年实现口碑和品牌形象力上的突破。

表 1：哈尔斯子品牌阵列

	品牌定位	产品类型	目标客户	价格段	投放市场
	全品类杯壶	保温杯壶、玻璃杯、塑料杯、智能数字水杯等	大众消费者	20-400 元	国内市场
	时尚户外	铝瓶、不锈钢保温杯、运动杯等	户外爱好者	100-350 元	国外市场为主
	时尚轻奢杯壶	保温杯、钛杯、塑料杯、智能数字杯等	中高端消费者	100-2000 元	国内市场为主
	原创潮牌杯壶	保温杯壶、玻璃杯、塑料杯、智能杯、轻量杯、个性潮流杯等	年轻消费者	50-200 元	国内市场

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

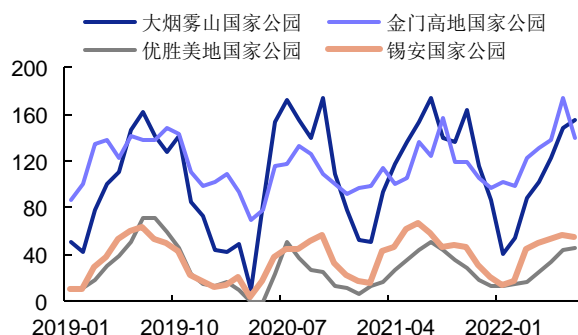
2022 年盈利考核目标大概率达成。哈尔斯 2020 年推出的股权激励计划对 2021 年至 2023 年 3 年公司业绩提出了具体考核要求，要求 2021-2023 年净利润增长率相较 2019 年分别不低于 145%、220%及 316%，即 2021-2023 年考核净利润分别为 1.35 亿元、1.76 亿元及 2.29 亿元。哈尔斯 2021 年净利润 1.355 亿元，达到考核标准；2022H1 净利润受人民币贬值刺激出口的利好，达到 1.3 亿元，YoY+124%，已占 2022 年全年盈利考核门槛的 74%。我们认为在人民币汇率低位波动，海外保温杯市场需求稳步增长的背景下，公司大概率可以实现 1.76 亿元的全年业绩考核目标。

3. 海外需求推动，大客户深度绑定利好收入基本盘

3.1. 美国户外活动增长+远途通勤恢复利好保温杯需求

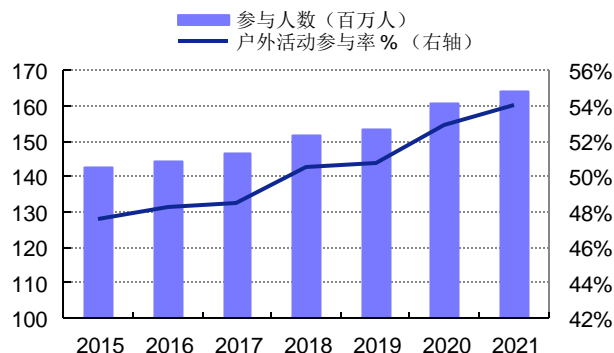
美国 2022H1 保温杯进口额 6.8 亿美元，YoY+124%，达到历史新高，我国保温杯出口也因此得到同步增长，2022H1 出口总额 11.9 亿美元，YoY+26%。我们认为保温杯在美国高需求主要因为美国户外活动参与度的持续提升以及远途通勤需求的逐渐释放。我们跟踪美国国家公园访客量、户外活动参与度、以及与保温杯消费相关的户外活动参与度数据，发现疫情不仅没有影响人们参与户外活动，反而因小范围户外聚会及活动的兴起也使得参与度不断升高。与此同时，美国疫情防控逐步松绑后人们逐渐从居家办公转为办公室办公，远程通勤的逐步恢复也推动了保温杯需求的增长。根据 NPD Group 最新的统计数据，截至 2022 年 5 月水瓶和保温容器近一年的销售额同比增长 30%，增速仅次于露营椅，体现出了更多人在参与户外活动的背景下的新增或换购的需求（具体分析可详见保温杯行业报告：保温杯出口加速，需求有多旺盛？）。

图 9：美国国家公园访客量月度数据（万人）



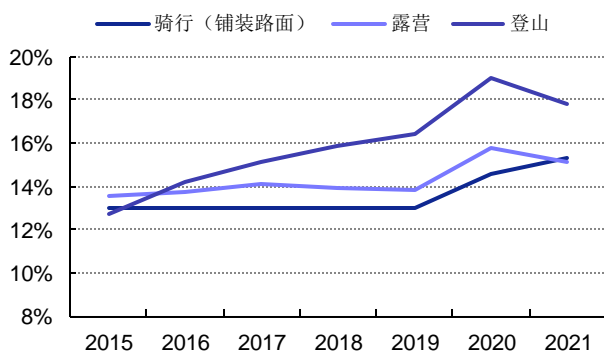
资料来源：美国国家公园管理局，安信证券研究中心

图 10：美国户外活动参与度



资料来源：美国户外基金会，安信证券研究中心

图 11：美国骑行、露营、登山活动参与度（%）



资料来源：美国户外基金会，安信证券研究中心

图 12：大容量杯更符合美国人驾车通勤需求



资料来源：亚马逊，安信证券研究中心

我们认为无论户外参与度的不断提高，或是远程通勤的恢复，都将在未来持续增加保温杯新增或是复购的需求。户外参与度的提高将意味着更多人在参与到户外活动中时新增购买保温杯，或因加速损耗而新增保温杯。而远程通勤的上班族在功能性基础上更关注杯子的时尚性，并会为设计感十足的杯子多次买单。由此可见，无论是户外加速损耗，或是追求时尚，美国保温杯市场都从原来功能性消费向快消品消费进行转变。根据 NPD Group 的最新统计数据，截至 2022 年五月美国市场一年消费了 1.4 亿只保温杯，以美国 3.3 亿人计算，可以认为每个美国人平均每两年新购一只保温杯，与我们惯常观念中一只保温杯动辄使用多年的观念相悖，说明其快消品属性不断释放。

3.2. 大客户 YETI 保持稳步增长利好哈尔斯海外业务

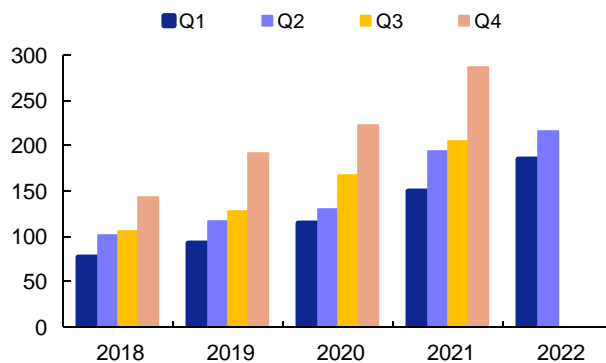
哈尔斯大客户 YETI 是美国保温杯市场龙头企业之一。YETI 是专注于设计和销售耐用户外保温箱/杯壶的美国企业，产品以实用、耐用、粗犷为特征深受美国消费者的喜爱，其杯壶产品在亚马逊平台长期占据销售前列。根据我们跟踪的亚马逊平台保温杯月度销量数据，YETI 品牌在过去两年的月度销售占比绝大多数保持在 20%以上，峰值达到 44%，在众多保温杯品牌中具有领先地位。YETI 产品极少打折促销，以高质量不断收获市场口碑，收入逐年稳步上涨，2022Q2 杯壶业务收入 2.2 亿美元，YoY+12%，已连续 4 年实现收入增长。受益于 2021 年美国疫情防控松绑，户外活动恢复叠加学生返校，YETI 2021 年二季度收入同比增长 50%。在此高基数背景下，2022 年二季度收入依旧实现增长说明消费动能仍在，我们认为短期全球气温的持续高企仍将推动消费者对保温杯的保冷需求，而年底的感恩节/圣诞节销售旺季将有望推动 YETI 收入按季度环比持续增长。

图 13: YETI 杯壶产品矩阵示例



资料来源: YETI 业绩展示, 安信证券研究中心

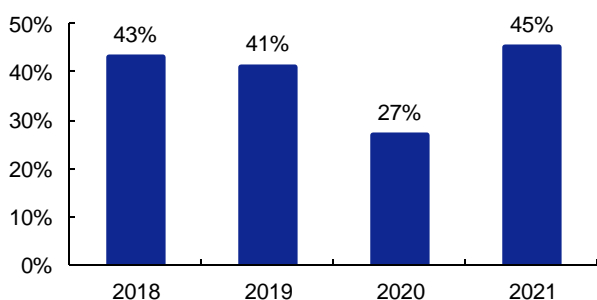
图 14: YETI 单季营业收入 (百万美元)



资料来源: YETI 公告, 安信证券研究中心

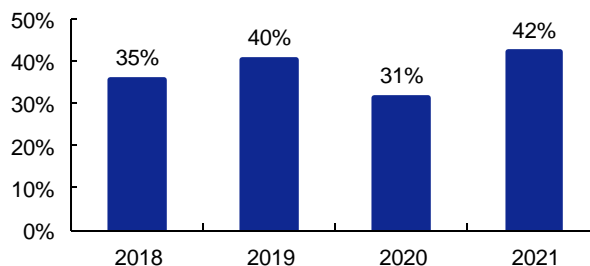
YETI 与哈尔斯相互依靠，互相成就。哈尔斯是 YETI 最大的杯壶生产商，从 YETI 营业成本及哈尔斯 YETI 业务的收入比例来看，哈尔斯占 YETI 杯壶供货的比重常年保持在 40-45% 的区间，2021 年占比是 45%。与此同时，YETI 也是哈尔斯最大的客户，业务占比随着海外需求迸发而不断提高，2021 年 YETI 业务的销售额贡献达到 42%。因此，从业务占比上来看，哈尔斯和 YETI 相辅相成，互相成就。而从生产能力上看，YETI 在美国行业龙头的地位以及以高产品质量取胜的策略决定了对生产商产能及质量的高要求。哈尔斯与 YETI 合作多年积累的生产经验和生产工艺，已获得多数杯壶产品的模具，加之哈尔斯行业领先的产能优势确及时充足的产品供应，这些优势都是 YETI 与哈尔斯长期合作的基础。

图 15: 哈尔斯 YETI 业务收入占 YETI 杯壶营业成本占比



资料来源: YETI 公告, 安信证券研究中心

图 16: 哈尔斯 YETI 业务收入占公司总收入占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

YETI 预计短期放量利好哈尔斯。通过对亚马逊平台保温杯月度销量数据的跟踪，我们发现 YETI 的销售表现有季节性规律，即旺季集中在四季度，一季度回落，约在二季度末三季度初触底后逐步回暖。我们看到 7 月销售占比到达 22% 的底部位置后于 8 月份开始回升，8 月销售占比已逐步回升至 25%。以往年经验来看，YETI 的销售表现会在四季度受益于感恩节/圣诞节销售旺季得以放量，预计在销售旺季来临前加大备货量，利好哈尔斯下半年营收表现。

图 17: YETI 杯壶销量占比（亚马逊平台）



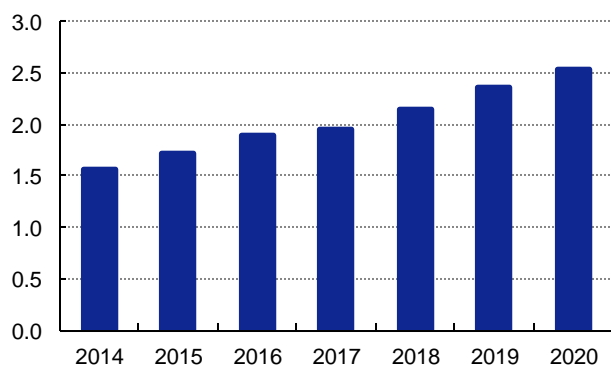
资料来源：卖家精灵，安信证券研究中心

4. 国内市场前景广阔，自主品牌重点发力

4.1. 人均消费低，户外概念+咖啡文化渗透带动杯壶消费

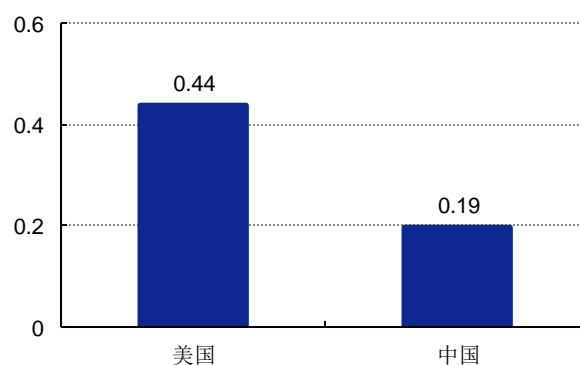
我国保温杯消费增长空间广阔。我国 2020 年保温杯销量 2.5 亿只，而根据 NPD Group 最新统计的数据，美国截至 2022 年 5 月的过去一年保温杯的销量 1.4 亿只，总量上我国占据领先地位，但人均消费上我国仍有较大差距，美国人均消费 0.4 只保温杯，而我国只有 0.2 只，仅有美国的一半。我们认为目前我国保温杯消费仍处在功能性消费的阶段，随着生活水平的不断提高，新的消费场景的不断加入，将带动保温杯向个性化和精细化升级，产品属性也从耐用消费品逐渐向时尚快消品领域递进，渗透更多消费人群。

图 18: 中国保温杯总销量（亿只）



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

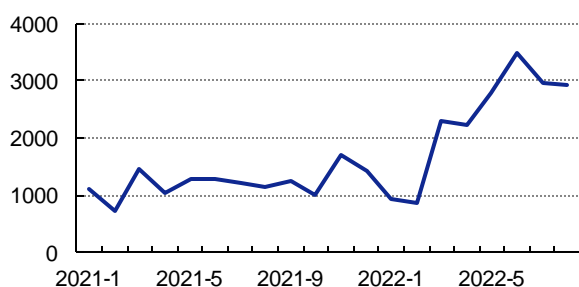
图 19: 人均杯壶消费量中美差距较大（只）



资料来源：NPD Group，智研咨询，安信证券研究中心

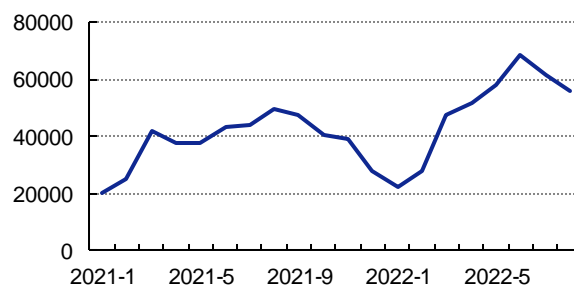
户外活动火热带动保温杯壶需求。我国户外活动市场在今年初迎来快速增长，我们统计了与杯壶相关的户外项目，譬如户外登山攀登、自行车，以及露营的天猫月度销售数据，可以看出各项户外项目均在今年二月后迎来上涨，主要原因是 2022 年初因疫情封控促进了人们对于户外小团体，非聚集活动的需求。七、八月销售额有所回落，我们认为或是因为气候炎热不利于户外活动。随着季节转向秋冬季，气温回落更适宜户外活动，相关消费活力将有望继续保持。保温杯壶作为长时间户外活动的必备装备，也将随着户外活动的蓬勃发展而得以水涨船高。

图 20: 天猫数据：登山、攀岩、攀冰装备月度销售额（万元）



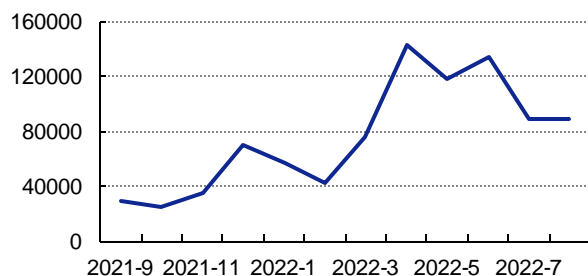
资料来源：魔镜数据，安信证券研究中心

图 21: 天猫数据：自行车及相关装备月度销售额（万元）



资料来源：魔镜数据，安信证券研究中心

图 22: 天猫数据：露营、野炊装备月度销售额（万元）



资料来源：魔镜数据，安信证券研究中心

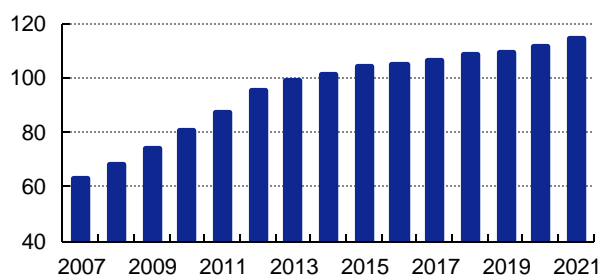
图 23: 保温杯壶是提升户外活动品质的装备



资料来源：小红书，安信证券研究中心

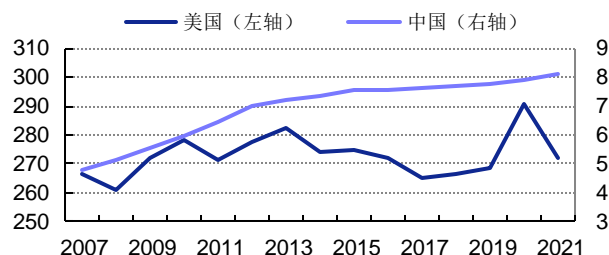
咖啡消费持续渗透利好周边杯壶产品。我国咖啡消费量呈稳步上升的趋势，2021 年零售销售量达 114 亿杯，过去 15 年 CAGR 为 4.0%。对比美国，我国咖啡消费渗透率差距较大，2021 年美国咖啡零售销量 903 亿杯，人均全年消费是 272 杯，而我国人均消费是 8 杯，市场持续渗透的空间巨大。我们认为保温杯作为咖啡消费的周边产品，将随着咖啡消费的不断渗透而获得更多的关注，主要体现在：1) 咖啡店渗透提高了消费者接触保温杯和咖啡杯的机会；2) 消费量上升所带来的一次性杯环保问题将引导消费习惯向自带杯发展。

图 24：中国咖啡零售销量（亿杯）



资料来源：欧睿数据，安信证券研究中心

图 25：中美人均全年咖啡消费量（杯）



资料来源：欧睿数据，安信证券研究中心

4.2. 自主品牌重点发力国内市场

代工龙头基础稳固，发展国内市场底气十足。哈尔斯目前在海外杯壶代工领域处于龙头地位，大客户收入贡献稳定，表现出公司与大客户多年形成的良好合作关系。与此同时，国内保温杯市场渗透率低，国产品牌辨识度低的市场环境为哈尔斯自主品牌带来广阔的市场空间。因此，向国内市场要增长，发展自主品牌是哈尔斯当前的战略核心。相较于其他自主品牌企业，我们认为稳固的海外业务基本盘让公司积累了更深厚的技术及财力基础，使得在未来自主品牌的发展上底气更足。

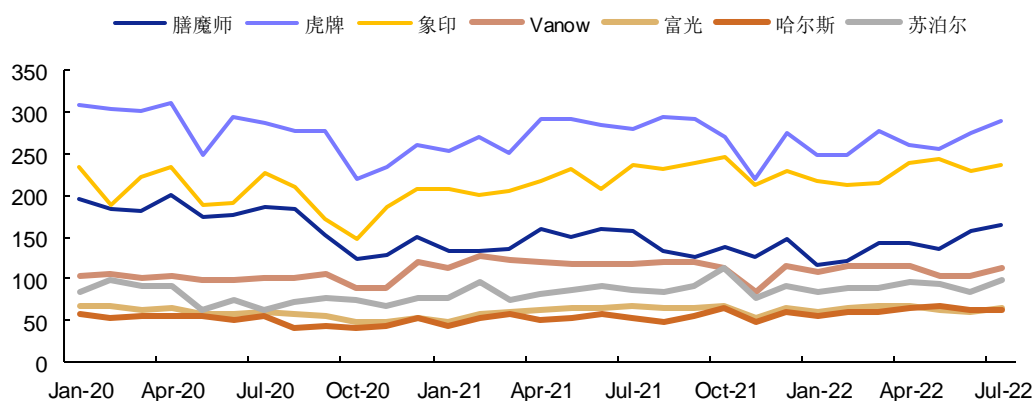
海外品牌品牌力占优，哈尔斯内销增长潜力足。我国保温杯市场以海外品牌为主，我们统计了天猫平台自 2020 年以来月度销量排名前 10 的品牌，外国品牌和国产品牌平分秋色，行业前三的位置长期被膳魔师、Vanow 和富光占据。另外，我们发现销量前 10 的海外品牌相对更稳定，而国产品牌上榜品牌经常轮换，说明国产品牌内部竞争更激烈，仍未产生真正能与国际品牌一分高下的龙头品牌。我们同时对比了海外代表性品牌与国产品牌的产品均价，海外代表性品牌的产品均价均在国产品牌之上，其中虎牌以接近 300 元的均价在主流品牌中价格最高，而 Vanow 则以 100 元左右的均价在国产品牌中价格最高，我们认为 Vanow 以主打咖啡杯击中当下饮品潮流是实现保温杯高均价的原因。我们同时发现富光作为销量龙头，均价偏低，是追求以价格换市场的策略。哈尔斯的主品牌无论在均价上还是在销量上都与海外品牌和国产龙头有一定差距，销量排名在 15 名左右。哈尔斯在海外代工业务的龙头地位帮助了其在自有品牌具有先进的制造工艺，优质的品控能力，产品力属行业顶尖水平。随着哈尔斯逐渐把未来中长期发展中心移至国内市场，管理层的主要战略均围绕国内市场开展，我们认为哈尔斯无论在价格提升还是在销量提升上都具有广阔的发展空间。

表 2：天猫平台保温杯月度销量排名

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Jan-20	膳魔师	富光	虎牌	Vanow	倍美家	乐扣乐扣	象印	苏泊尔	杯具熊	大卡
Feb-20	倍美家	富光	膳魔师	Vanow	Face	虎牌	淘宝心选	迪士尼	乐扣乐扣	象印
Mar-20	富光	膳魔师	Vanow	虎牌	大卡	英菲格雅	杯具熊	倍美家	乐扣乐扣	象印
Apr-20	富光	膳魔师	Vanow	虎牌	大卡	英菲格雅	杯具熊	倍美家	乐扣乐扣	象印
May-20	富光	象印	膳魔师	Vanow	虎牌	倍美家	杯具熊	迪士尼	英菲格雅	乐扣乐扣
Jun-20	膳魔师	富光	象印	虎牌	Vanow	杯具熊	倍美家	乐扣乐扣	迪士尼	小米
Jul-20	飞利浦	富光	膳魔师	Vanow	虎牌	倍美家	杯具熊	象印	迪士尼	苏泊尔
Aug-20	膳魔师	富光	迪士尼	杯具熊	虎牌	Vanow	苏泊尔	倍美家	乐扣乐扣	象印
Sep-20	膳魔师	富光	Vanow	倍美家	乐扣乐扣	象印	迪士尼	虎牌	杯具熊	苏泊尔
Oct-20	膳魔师	富光	倍美家	苏泊尔	杯具熊	象印	飞利浦	Vanow	乐扣乐扣	迪士尼
Nov-20	膳魔师	富光	虎牌	乐扣乐扣	杯具熊	倍美家	苏泊尔	象印	Vanow	GERM
Dec-20	富光	膳魔师	Vanow	苏泊尔	虎牌	象印	倍美家	乐扣乐扣	杯具熊	物生物
Jan-21	富光	膳魔师	Vanow	虎牌	杯具熊	苏泊尔	倍美家	象印	乐扣乐扣	希诺
Feb-21	富光	膳魔师	杯具熊	Vanow	倍美家	花伴森	苏泊尔	象印	虎牌	迪士尼
Mar-21	富光	膳魔师	Vanow	飞利浦	倍美家	杯具熊	苏泊尔	虎牌	乐扣乐扣	象印
Apr-21	富光	膳魔师	Vanow	倍美家	杯具熊	虎牌	苏泊尔	乐扣乐扣	迪士尼	小米
May-21	富光	膳魔师	Vanow	杯具熊	倍美家	虎牌	苏泊尔	乐扣乐扣	迪士尼	象印
Jun-21	膳魔师	富光	Vanow	虎牌	杯具熊	倍美家	象印	乐扣乐扣	苏泊尔	小米
Jul-21	富光	膳魔师	Vanow	倍美家	苏泊尔	杯具熊	虎牌	乐扣乐扣	象印	迪士尼
Aug-21	杯具熊	膳魔师	富光	Vanow	苏泊尔	迪士尼	倍美家	虎牌	乐扣乐扣	象印
Sep-21	膳魔师	富光	杯具熊	乐扣乐扣	Vanow	ALL-JOINT	苏泊尔	花伴森	倍美家	虎牌
Oct-21	富光	膳魔师	Vanow	苏泊尔	乐扣乐扣	杯具熊	希乐	Hoomey	倍美家	花伴森
Nov-21	膳魔师	富光	乐扣乐扣	Vanow	杯具熊	苏泊尔	虎牌	倍美家	象印	小米
Dec-21	富光	膳魔师	Vanow	乐扣乐扣	倍美家	杯具熊	虎牌	苏泊尔	花伴森	GERM
Jan-22	膳魔师	富光	Vanow	倍美家	乐扣乐扣	虎牌	苏泊尔	杯具熊	GERM	象印
Feb-22	富光	Vanow	膳魔师	乐扣乐扣	倍美家	苏泊尔	迪士尼	花伴森	杯具熊	GERM
Mar-22	膳魔师	富光	Vanow	虎牌	倍美家	杯具熊	GERM	乐扣乐扣	苏泊尔	象印
Apr-22	富光	Vanow	膳魔师	倍美家	GERM	杯具熊	苏泊尔	乐扣乐扣	象印	花伴森
May-22	Vanow	富光	膳魔师	倍美家	苏泊尔	GERM	杯具熊	Mosh	象印	乐扣乐扣
Jun-22	膳魔师	Vanow	富光	虎牌	倍美家	象印	杯具熊	GERM	苏泊尔	乐扣乐扣
Jul-22	Vanow	富光	膳魔师	苏泊尔	倍美家	GERM	Revomax	虎牌	乐扣乐扣	杯具熊

资料来源：久谦数据，安信证券研究中心。备注：颜色标注的为国产品牌。

图 26：国内外知名保温杯品牌均价对比（元）



资料来源：久谦数据，安信证券研究中心

重塑品牌，期待品牌影响力全面升级。根据智旗咨询披露的信息，哈尔斯在7月24日正式启动和智旗战略咨询的品牌战略升级计划，目标是实现自主品牌持续稳定的战略增长。品牌升级计划为期3年，公司计划在今年开始品牌重塑，分五步走，包括明确发展机会、打造创新品类、重新定位品牌、执行落实，以及利用新媒体创新营销。哈尔斯在今年完成品牌重塑后，希望在明年打造超级品类，并在后年实现在口碑和品牌影响力上的突破。

科技赋能提高竞争力，高端钛杯拉高品牌调性。哈尔斯2021年与华为合作推出华为智选智能保温杯，成为华为生态中唯一入选的水杯。除了长时间保温保冷、高效抑菌等保温杯功能外，水杯可链接华为鸿蒙系统，通过杯身上的智能触控屏实现饮水提醒、饮水记录、专属定制等创新功能。通过打入华为生态，让更多消费者认识哈尔斯，体验到产品质量不亚于海外大牌的，智能化程度更高的国产保温杯。今年，哈尔斯将智能水杯（非华为智选）下放至各线下线上渠道，不断提高哈尔斯主品牌产品线的智能化创新化水平。另外，在拔高产品调性方面哈尔斯同样也有重大举措。2022年8月9日，Santeco“钛一生水”保温杯搭载“东海一号”卫星成功进入太空，是全球第一款进入太空的保温杯。公司可以验证太空中受辐射以及极热极寒的极端影响下杯子的保温性能。目前“钛一生水”系列已在各渠道平台销售，售价2599元，是目前哈尔斯最高端的保温杯产品，以展示公司最高水平的材料应用和制造工艺，提升品牌调性。未来哈尔斯将配合品牌重塑计划，继续铺设智能化及新材料产品阵列，品牌影响力、产品均价均有望得到提高。

图 27：接入鸿蒙系统的智能化产品打造差异化



资料来源：京东、安信证券研究中心

图 28：全球第一款太空保温杯提高品牌调性



资料来源：公司资料、京东、安信证券研究中心

5. 盈利预测

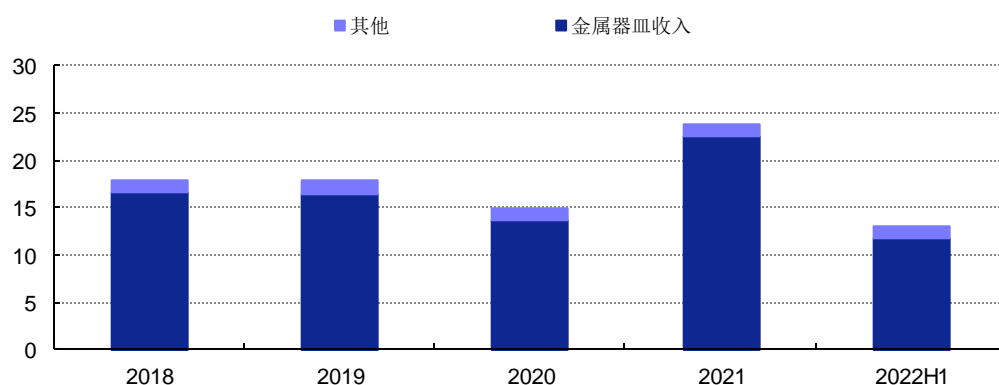
5.1. 大客户持续增长带动哈尔斯表现

上半年月平均销售只数预计 560 万只，下半年或将持续提高。我们利用哈尔斯金属制品月销售只数以及单杯均价两个变量对金属制品收入进行矩阵分析，预计公司上半年月销售只数的大致范围以及对下半年销售情况的预测。哈尔斯 2021 年金属器皿销售了 6512 万只，即每月平均销售 542 万只金属器皿，实现金属器皿收入 11.7 亿元，折算平均价格 35 元。我们以此数据为基础构建了半年度金属制品收入矩阵，考虑到调价商讨的复杂性，我们认为上半年人民币贬值的同时海外客户调价的可能性不高，若以平均价格在 35 元的水平进行假设，推断上半年月平均销售只数在 560 万只的水平。由于下半年秋冬季气温偏低以及海外市场感恩节/圣诞节的购物旺季，保温杯销售情况通常优于上半年，但同时考虑到人民币贬值所带来的订单调价压力，我们认为下半年月平均销售量或将优于 560 万只的水平，但单杯均价或将有所下滑，由此预计下半年金属制品收入或在 12-14 亿元。

表 3：哈尔斯金属器皿半年收入矩阵（亿元）

单月金属器皿销售额		月销售只数（万只）					
		300	400	500	600	700	800
单杯均价 （元）	32	5.76	7.68	9.60	11.52	13.44	15.36
	33	5.94	7.92	9.90	11.88	13.86	15.84
	34	6.12	8.16	10.20	12.24	14.28	16.32
	35	6.30	8.40	10.50	12.60	14.70	16.80
	36	6.48	8.64	10.80	12.96	15.12	17.28
	37	6.66	8.88	11.10	13.32	15.54	17.76
	38	6.84	9.12	11.40	13.68	15.96	18.24

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 29：哈尔斯主要收入来源于金属器皿（亿元）


资料来源：公司定期报告，安信证券研究中心

预计下半年业绩保持稳步增长。随着公司大客户 YETI 三季度在欧洲市场投放新杯壶产品以及积极备战美国市场年底节日销售旺季，我们预计整体营收在三、四季度将有 10%和 8%的同比增长。净利率方面，我们预计三季度人民币持续贬值仍将在汇兑收益上利好公司业绩，若四季度人民币汇率保持稳定，公司汇兑收益增厚业绩的效应难以持续，净利率将恢复到历史平均~6%水平。由此我们预计下半年收入 14.7 亿元，YoY+12%；业绩 1.0 亿，YoY+29%。全年收入 27.6 亿元，YoY+16%；业绩 2.3 亿元，YoY+69%。

YETI 下半年业绩指引验证公司收入预测。我们利用大客户 YETI 披露的最新 2022 年全年指引回推公司全年收入预测，以确认我们预测的准确性，具体回推的逻辑如下：

- (1) YETI 更新全年营运收入指引为 2.6-2.7 亿美元，营运收入占总收入占比指引为 15.7%-16.2%，全年营收 16.2-16.5 亿美元。YETI 上半年杯壶收入占比 51%，考虑到保温箱及户外装备需求同样迅猛，我们预计全年杯壶收入占比 50%。
- (2) 以整体毛利率指引 52%-53%对其杯壶板块的营业成本进行估算，计算得出杯壶营业成本 3.8-3.9 亿美元，约合人民币 25.4-25.9 亿元。
- (3) 公司 YETI 业务收入占 YETI 营业成本的占比历史上均保持在 40-45%的稳定水平(2020 年受疫情影响占比 27%)，我们预计全年占比 45%，得出 2022 年哈尔斯 YETI 业务收入为 11.4-11.7 亿元。
- (4) 考虑到海外市场高需求，YETI 业务占公司总收入占比预计提高（2018-2021 占比在 35%-42%之间浮动），我们以 42%的占比进行估算，最终得出公司全年收入 27.1-27.9 亿元，符合我们预估的 27.6 亿元的收入预测。

(需要留意的是，YETI 杯壶产品主要销往北美市场，其业务表现受市场需求、外汇结算等因素影响，管理层的全年指引因此也具有不确定性。)

5.2. 预计海外稳步增长，国内持续渗透开拓新空间

我们对哈尔斯 2023-2024 年盈利预测作出如下假设：

- (1) 海外业务方面，我们认为，在海外市场规模庞大且增长稳定的背景下，公司所服务的大客户作为海外市场龙头将通过优化产品的方式保持竞争力，持续为公司带来充足的订单。
- (2) 国内业务方面，我们认为，随着居民生活质量的提升，保温杯将从功能性向时尚性、快消品方向演进，渗透率不断提升，行业预计保持快速增长，龙头公司具备领先优势。
- (3) 公司核心管理团队调整完毕，各项经营策略已进入落实推进阶段，管理层高执行力将推动各项核心业务的收入及业绩稳步增长。
- (4) 公司发力国内自主品牌建设，着重优化线下渠道，大力发展线上渠道，不断推出高端新品，致力于提升自主品牌影响力。我们预计未来两年公司自主品牌业务收入快速增长，盈利能力不断提升。
- (5) 自主品牌目前仍处于品牌培育期，营销费用及产品研发投入较大，预计销售费用率、研发费用率未来将有所提升。
- (6) 我们通过对哈尔斯各子公司收入占比进行回溯并将对应比例代入 OBM 业务中得出哈尔斯旗下各自主品牌的收入预估，可以看出 OBM 业务以哈尔斯主品牌为主，其他子品牌收入占比较低。我们预计未来自主品牌的发展会以哈尔斯主品牌为中心面向大众消费者，其他子品牌面向特定群体特色化发展。 预测

表 4：公司收入分拆

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
OBM					
自主品牌收入预估					
哈尔斯主品牌	1.7	2.7	3.0	3.6	4.4
Sigg	0.9	0.9	1.0	1.2	1.5
Nonoo	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
其他（含 Santeco）	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
收入（亿元）	3.6	4.4	4.8	5.8	7.3
毛利率	22.3%	23.6%	24.5%	24.7%	24.9%
OEM					
OEM-YETI 业务收入	4.7	10.0	11.6	13.0	14.0
OEM-其他客户收入	5.2	7.1	8.6	10.3	11.6
收入（亿元）	9.9	17.1	20.2	23.3	25.6
毛利率	29.1%	27.2%	28.5%	28.0%	28.0%
ODM					
收入（亿元）	1.1	1.9	2.0	2.1	2.2
毛利率	18.3%	15.7%	16.0%	18.0%	18.0%
其他业务					
收入（亿元）	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
毛利率	31.8%	53.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计					
收入（亿元）	14.9	23.9	27.6	31.7	35.6
毛利率	26.7%	26.1%	26.9%	26.8%	26.8%
不锈钢器皿					
收入（亿元）	12.5	21.0	24.4	28.3	32.0
毛利率	25.5%	25.7%	26.3%	26.4%	26.5%
玻璃杯					
收入（亿元）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率	8.0%	-0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
塑料杯					
收入（亿元）	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
毛利率	21.6%	18.1%	19.0%	19.0%	19.0%

铝杯					
收入(亿元)	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3
毛利率	45.3%	37.1%	37.0%	36.0%	35.0%
其他					
收入(亿元)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
毛利率	23.5%	31.6%	42.2%	35.0%	35.7%
合计					
收入(亿元)	14.9	23.9	27.6	31.7	35.6
毛利率	26.7%	26.1%	26.9%	26.8%	26.8%

资料来源：公司报告，安信证券研究中心预测

表 5：财务摘要预测

(百万元)(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	14.92	23.89	27.56	31.71	35.65
净利润	-0.28	1.36	2.38	2.29	2.46
每股收益(元)	-0.07	0.33	0.51	0.49	0.53
每股净资产(元)	1.96	2.3	2.41	2.7	3.02
盈利和估值					
市盈率(倍)	-95.3	19.9	12.8	13.3	12.4
市净率(倍)	3.3	2.8	2.7	2.4	2.2
净利润率	-1.90%	5.70%	8.60%	7.20%	6.90%
净资产收益率	-3.50%	14.20%	21.20%	18.20%	17.50%
股息收益率	0.00%	2.30%	3.10%	3.00%	3.20%
ROIC	2.20%	17.80%	28.50%	33.20%	38.20%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

6. 估值及风险提示

现金流折现估值：根据下列假设，我们采用 FCFE 折现法对公司进行估值。

主要假设如下：

- (1) 选择十年期国债到期收益率作为无风险收益率，数值为 2.76%。
- (2) 选择 2011-2021 年上证指数年化平均收益率作为市场预期收益率 R_m ，数值为 7.50%，结合无风险收益率，推算风险溢价为 4.74%。
- (3) 选取过去 5 年哈尔斯的贝塔，数值为 1.2。
- (4) 公司于 2022 年 9 月 30 日披露赎回可转换债券计划，以半年报披露的可转债价值 2.92 亿元、转股价 5.55 元进行计算，预计将增加 5259 万的股本，即总股本预计为 4.66 亿。
- (5) 我们将公司的预测期分为三阶段：2022-2025 年为第一阶段进行逐年财务预测，2026-2033 年为第二阶段，公司国内自主品牌业务处于起步阶段，国内保温杯市场低渗透率环境为公司自主品牌发展提供广阔发展空间。我们期待公司自主品牌持续放量，预计自由现金流增速为 8.4%。2033 年后为第三阶段，我们预计公司各项业务进入成熟期，给予公司永续增长率 2.5%。

根据以上假设，结合公司长期的发展空间，我们预估公司权益价值可达 39.8 亿元，对应每股价格为 8.5 元。此预估并未考虑公司未来开拓新业务板块的情况，若未来公司向新的业务板块外延，估值或有进一步提升。

表 6：哈尔斯 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值 (20221010)

估值假设		权益 FCFE 估值	
无风险利率	2.8%	显性预测 (百万)	453.9
风险溢价	4.7%	半显性预测 (百万)	1358.5
β 系数	1.2	永续价值 (百万)	2165.5
R_m	7.50%	权益价值 (百万)	3977.9
K_e	8.4%	总股本 (百万)	466.3
WACC	8.4%	每股权益价值 (元)	8.5
永续增长率	2.5%		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 7：哈尔斯 FCFE DCF 模型市值敏感性分析 (单位：亿元)

K_e	永续增长率			
	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
10%	28.6	30.2	32.3	35.1
9%	32.5	34.8	37.9	42.2
8%	37.6	41.0	45.7	52.8
7%	44.4	49.6	57.4	70.4

资料来源：Wind，安信证券研究中心

相对估值：根据我们盈利预测的结果，哈尔斯 2022-2024 年的 PE 分别为 12.77x、13.29x、12.37x。公司拥有行业领先的杯壶生产和销售能力，海外客户粘性高，自主品牌持续发力。考虑到海外市场销售相对稳定，管理层战略重心围绕国内市场开展，自主品牌的业务贡献有望持续增长。结合可比公司估值，我们维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.8 元，对应 2023 年 18x 动态市盈率。

表 8：可比公司估值一览

代码	公司名称	币种	最新价格	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
					2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
301004.SZ	嘉益股份	人民币	29.29	30.23	0.82	1.57	2.02	2.49	24.92	18.6	14.47	11.75
002032.SZ	苏泊尔	人民币	46.13	373.03	2.4	2.71	3.08	3.46	25.89	17.05	14.96	13.32
002242.SZ	九阳股份	人民币	14.77	113.29	0.97	1	1.15	1.29	23.87	14.75	12.79	11.41
002705.SZ	新宝股份	人民币	17.72	146.5	0.96	1.32	1.53	1.76	25.77	13.37	11.56	10.08
002959.SZ	小熊电器	人民币	51.12	79.75	1.81	2.22	2.73	3.2	35.26	22.98	18.71	15.96
300824.SZ	北鼎股份	人民币	8.54	27.87	0.5	0.31	0.41	0.51	37.45	27.36	20.68	16.59
002701.SZ	奥瑞金	人民币	4.63	119.14	0.37	0.35	0.41	0.47	18.93	13.15	11.32	9.92
601968.SH	宝钢包装	人民币	7.61	86.22	0.24	0.36	0.44	0.52	43.6	21.39	17.45	14.54
002752.SZ	昇兴股份	人民币	4.67	45.62	0.17	0.28	0.33	0.4	38.68	16.77	13.99	11.79
平均值									30.49	18.38	15.1	12.82
002615.sz	哈尔斯	人民币	6.52	26.97	0.33	0.51	0.49	0.53	19.9	12.77	13.29	12.37

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测，股价截止 2022 年 9 月 30 日。

风险提示

行业竞争加剧

随着生活水平的不断提高，消费者对保温杯需求结构和数量的增长给行业带来机遇的同时，也带来行业竞争的新变化，行业传统优势企业不断进行产品升级，提升性价比；新生品牌不断涌现，如本公司旗下品牌 **NONOO**，国际时尚潮品牌 **SWELL** 等；其他行业跨界介入，如小米、苏泊尔等。公司若不能持续提升产品创新和高端制造能力，将不能适应新的竞争形势，可能对公司持续增长带来风险。

原材料价格波动风险

公司生产所需的原材料主要是优质不锈钢，因此不锈钢价格波动是影响公司产品成本变动的重要因素之一。公司对于主要原材料价格的波动风险有较强的管理能力，多年来采取多方面控制措施降低原材料价格波动对公司经营产生的不利影响。但钢材价格受宏观经济因素影响，若发生原材料价格大幅波动，会造成公司生产经营成本增加的风险。

汇率风险

公司海外收入占主营业务收入比重较高，境外销售产品计价和结算以外币为主。如人民币汇率持续升值及可能出现异常波动将可能对公司的外汇结算业务产生一定影响。

海外订单波动风险

公司海外大客户业务收入占主营业务收入比重较高，海外大客户订单受大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等因素影响，若大客户订单出现大幅波动，会造成公司收入波动的风险。

预测不及预期风险

本文涉及的对哈尔斯的预测是基于对保温杯市场以及公司基本面的预测，存在假设与实际情况产生偏差的风险。若宏观经济波动超出预期，将可能产生对公司基本面预测的偏差。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,491.9	2,388.9	2,755.5	3,170.8	3,564.8	成长性					
减:营业成本	1,094.2	1,764.8	2,013.7	2,322.0	2,609.9	营业收入增长率	-16.8%	60.1%	15.3%	15.1%	12.4%
营业税费	12.3	16.3	13.8	15.9	17.8	营业利润增长率	-146.0%	-610.5%	81.6%	-1.9%	7.4%
销售费用	135.4	150.9	168.1	199.8	231.7	净利润增长率	-151.4%	-578.7%	75.8%	-3.9%	7.4%
管理费用	118.3	143.9	168.1	193.4	221.0	EBITDA 增长率	11.3%	77.0%	13.5%	8.6%	6.3%
研发费用	81.1	104.3	115.7	133.2	153.3	EBIT 增长率	16.5%	130.6%	16.4%	11.0%	8.0%
财务费用	54.7	36.1	-4.1	31.7	35.6	NOPLAT 增长率	-58.5%	537.2%	47.6%	11.0%	8.0%
资产减值损失	-37.0	-25.7	-	-	-	投资资本增长率	-22.5%	-7.7%	-4.6%	-6.1%	-12.6%
加:公允价值变动收益	18.7	1.8	-	-	-	净资产增长率	-9.3%	17.1%	18.1%	12.7%	12.1%
投资和汇兑收益	-3.4	1.1	-	-	-						
营业利润	-30.2	154.3	280.3	274.9	295.4	利润率					
加:营业外净收支	-1.7	-0.5	-	-	-	毛利率	26.7%	26.1%	26.9%	26.8%	26.8%
利润总额	-31.9	153.8	280.3	274.9	295.4	营业利润率	-2.0%	6.5%	10.2%	8.7%	8.3%
减:所得税	0.7	25.3	42.0	41.2	44.3	净利润率	-1.9%	5.7%	8.6%	7.2%	6.9%
净利润	-28.3	135.5	238.2	229.0	246.0	EBITDA/营业收入	11.9%	13.1%	12.9%	12.2%	11.5%
						EBIT/营业收入	6.9%	9.9%	10.0%	9.7%	9.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	160	97	83	66	52
						流动营业资本周转天数	43	6	-1	1	1
						流动资产周转天数	294	202	161	137	150
						应收账款周转天数	42	24	23	23	23
						存货周转天数	104	72	66	62	59
						总资产周转天数	505	333	276	231	225
						投资资本周转天数	246	129	105	86	70
						投资回报率					
						ROE	-3.5%	14.2%	21.2%	18.2%	17.5%
						ROA	-1.6%	5.5%	12.5%	10.8%	10.9%
						ROIC	2.2%	17.8%	28.5%	33.2%	38.2%
						费用率					
						销售费用率	9.1%	6.3%	6.1%	6.3%	6.5%
						管理费用率	7.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%
						研发费用率	5.4%	4.4%	4.2%	4.2%	4.3%
						财务费用率	3.7%	1.5%	-0.2%	1.0%	1.0%
						四费/营业收入	26.1%	18.2%	16.3%	17.6%	18.0%
						偿债能力					
						资产负债率	61.5%	59.5%	41.4%	42.1%	38.6%
						负债权益比	159.4%	146.9%	70.6%	72.6%	62.9%
						流动比率	1.23	1.33	1.35	1.55	1.84
						速动比率	0.80	0.85	0.71	0.87	1.20
						利息保障倍数	1.9	6.6	-66.8	9.7	9.3
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.15	0.20	0.20	0.21
						分红比率	0.0%	45.8%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	0.0%	2.3%	3.1%	3.0%	3.2%
资产负债表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
货币资金	588.3	666.6	274.5	464.2	710.2						
交易性金融资产	47.0	5.6	5.6	5.6	5.6						
应收账款	143.9	172.0	180.1	225.1	230.4						
应收票据	-	-	-	-	-						
预付账款	8.5	13.3	20.2	18.5	25.0						
存货	437.6	515.7	491.1	605.4	554.6						
其他流动资产	20.5	61.8	61.8	61.8	61.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	51.4	55.9	55.9	55.9	55.9						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	635.9	649.0	615.6	546.4	477.3						
在建工程	23.2	30.2	47.0	47.0	47.0						
无形资产	93.9	86.4	77.9	67.1	56.2						
其他非流动资产	39.9	74.0	72.5	72.5	72.5						
资产总额	2,090.3	2,330.4	1,902.1	2,169.3	2,296.4						
短期债务	479.6	307.8	-	-	-						
应付账款	419.7	571.9	527.7	675.8	604.4						
应付票据	17.0	56.1	27.3	68.8	39.2						
其他流动负债	93.3	146.1	209.7	145.2	220.6						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	274.9	304.6	22.7	22.7	22.7						
负债总额	1,284.5	1,386.6	787.4	912.5	887.0						
少数股东权益	-3.4	-9.3	-9.3	-4.6	0.4						
股本	413.0	414.1	466.8	466.8	466.8						
留存收益	370.4	514.3	657.2	794.6	942.2						
股东权益	805.8	943.8	1,114.7	1,256.8	1,409.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-32.6	128.5	238.2	229.0	246.0	EPS(元)	-0.07	0.33	0.51	0.49	0.53
加:折旧和摊销	78.3	79.6	80.0	80.0	80.0	BVPS(元)	1.96	2.30	2.41	2.70	3.02
资产减值准备	47.6	26.7	-	-	-	PE(X)	-95.3	19.9	12.8	13.3	12.4
公允价值变动损失	-18.7	-1.8	-	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.7	2.4	2.2
财务费用	65.1	44.6	-4.1	31.7	35.6	P/FCF	14.3	39.5	-9.3	11.0	9.0
投资损失	-0.1	-6.1	-	-	-	P/S	1.8	1.1	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	-4.3	-7.0	-	4.7	5.0	EV/EBITDA	11.0	6.9	7.6	6.5	5.5
营运资金的变动	206.4	63.8	14.1	-32.3	13.3	CAGR(%)	-170.7%	11.7%	70.7%	-292.8%	25.0%
经营活动产生现金流量	289.1	374.3	328.2	313.0	380.0	PEG	0.6	1.7	0.2	-0.0	0.5
投资活动产生现金流量	-68.4	-48.7	-54.8	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	0.3	2.1	3.4	3.9	4.5
融资活动产生现金流量	-119.8	-197.1	-665.4	-123.3	-134.1	REP	8.6	1.3	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034