

评级：买入（首次）

市场价格：34.51元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	586	1,260	1,485	1,712	1,940
营业收入增速（%）	65%	115%	18%	15%	13%
净利润（百万元）	82	272	337	390	457
净利润增长率（%）	27%	231%	24%	16%	17%
摊薄每股收益（元）	0.79	2.61	3.24	3.75	4.39
每股现金流量（元/股）	0.92	2.54	3.30	3.69	4.61
净资产收益率（%）	14%	31%	28%	25%	23%
P/E	43	13	11	9	8
P/B	6	4	3	2	2

备注：股价取自2023年6月13日

## 基本状况

总股本(百万股)	104.03
流通股本(百万股)	25.00
市价(元)	34.51
市值(百万元)	3590.08
流通市值(百万元)	862.75

## 股价与行业-市场走势对比



## 报告摘要

### ■ 保温杯代工领先企业，受益于海外需求旺盛，下游大客户放量业绩高增。

公司是国内领先的保温杯代工企业。2022年，受益于海外细分品类需求景气高基础上的大客户订单旺盛，公司业绩迎来高增，实现营收12.60亿元，同比+115.08%，归母净利润2.72亿元，同比+230.90%；其中不锈钢真空保温器皿业务营收达到1.96亿元，同比+120.62%，迎来快速放量。2023Q1公司实现营收2.42亿元，同比+32.46%，实现归母净利润0.53亿元，同比+61.03%，业绩增长趋势得以延续。高频数据来看，2023年1-4月保温杯出口同比增长44.27%，呈快速增长态势。公司接单排产饱满，高景气增长可期。

### ■ 行业景气度持续走高，中国制造引领保温杯行业前景广阔。

2012-2021年，全球不锈钢保温杯市场CAGR为20.21%，规模达到124亿美金。多重因素催化保温杯行业持续发展：①全球户外休闲活动兴起，带动户外用品稳健增长。据Statista，2021年全球户外用品市场规模达1812亿美元，同比+13.30%，预计2022-2025年行业CAGR达6%，呈稳健增长态势。②保温杯从耐用品向快消品转变。目前在欧美地区保温杯已具备快消品特征，市场需求旺盛。近年来我国消费者对保温杯的购买频次有所提高，73.1%消费者购买频率在一年以内，未来有望继续提升。③北美人均消费量及中国渗透率待提升。据我们测算，到2025年北美人均消费量达0.44只/人，有较大提升空间，随着未来消费频次增加，人均消费量将明显提升。我国人均保有量仅为0.53只，与日本等发达国家差距较大。随着消费升级趋势，预计未来我国保温杯渗透率将进一步提升。

在生产端，2018年中国贡献了全球65%的产量，是全球制造中心。在原料端，2021年我国不锈钢产量占全球比重达56%，2022年不锈钢产量达3197.5万吨，不锈钢供给充足。出口端，2017-2022年我国不锈钢真空保温器皿出口金额CAGR为30.49%，2023年1-4月出口金额达6.23亿美元，同比+44.27%，呈现高景气。中国制造与出口优势将赋能本土保温杯企业高质量发展。

### ■ 核心客户赋能公司发展，突破产能瓶颈未来成长可期。

深度绑定国际知名客户，共同实现高成长。公司实施大客户战略，2018-2022年TOP5客户销售额占比维持在80%以上。公司第一大客户PMI于20年与星巴克签订7年独家合作协议，此后增长势头迅猛。销售收入占比逐渐提升至68.30%，2022年PMI客户收入8.60亿元，同比增长186.19%，带动公司业绩共同高增。23年PMI旗下第一品牌STANLEY所推出的新款保温杯大受欢迎，为23年订单增长带来新动能。

产能投放在即，未来成长可期。公司 2018 年以来的产能利用率基本在 90% 以上，每年产销率均在 90% 以上，处于饱和状态。公司预计国内 1000 万只保温杯产能于 2023 年底投产（IPO 项目），越南 1350 万只保温杯产能建设项目于 2024Q1 出货。公司产能释放在即，届时将有效解决产能瓶颈，中期增长可期。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内保温杯制造行业领先者，目前产能释放在即且具备客户、研发等多方面优势，有望充分受益于全球户外运动高景气、保温杯快消品属性日益凸显、北美保温杯人均消费量及中国渗透率持续提升，业绩迎来稳健增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.37、3.90、4.57 亿元，未来 3 年收入 CAGR 为 14.29%，归母净利润 CAGR 为 16.42%，根据最新股价，对应 PEG 分别为 0.4、0.6、0.5，PE 分别为 11、9、8 倍，而可比公司平均 PE 估值为 16、53、12 倍。因此我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、大客户合作关系变动风险、汇率波动及贸易政策变化风险、产能投放不及预期风险、研报中使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>1、保温杯代工领先企业，受益于海外需求旺盛</b> .....	<b>- 6 -</b>
1.1、保温杯代工领先企业，海外需求景气助力业绩高增.....	- 6 -
1.2、盈利能力领先，现金流表现优秀.....	- 10 -
1.3、股权结构稳定集中，股权激励促进公司经营.....	- 13 -
<b>2、行业高景气可持续，保温杯发展前景广阔</b> .....	<b>- 15 -</b>
2.1、保温杯市场规模稳定增长，中国是生产和出口大国.....	- 15 -
2.2、多重因素催化，保温杯行业发展前景广阔.....	- 17 -
2.3、行业集中度待提升，头部企业未来可期.....	- 22 -
<b>3、绑定核心客户+突破产能瓶颈，未来成长可期</b> .....	<b>- 24 -</b>
3.1、深度绑定国际知名客户，共同实现高成长.....	- 24 -
3.2、产能投放在即，完善业务布局.....	- 27 -
3.3、研发创新实力雄厚，地理区位优势明显.....	- 28 -
<b>4、首次覆盖，给予“买入”评级</b> .....	<b>- 31 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 34 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司营业收入及增速.....	- 6 -
图表 2: 公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 3: 公司发展历程.....	- 7 -
图表 4: 公司主要产品简介.....	- 7 -
图表 5: 2017-2022 年公司分产品营收 (亿元) .....	- 8 -
图表 6: 2022 年公司分产品营收占比.....	- 8 -
图表 7: 2017-2022 年公司收入分市场情况 (亿元) .....	- 9 -
图表 8: 2022 年公司收入分市场结构.....	- 9 -
图表 9: 公司主营业务成本构成稳定.....	- 9 -
图表 10: 公司收入增加主要由于量增.....	- 10 -
图表 11: 公司分产品毛利率 .....	- 10 -
图表 12: 可比公司毛利率对比 .....	- 10 -
图表 13: 原材料不锈钢价格走势 (元/吨) .....	- 10 -
图表 14: 海运价格走势 (点) .....	- 10 -
图表 15: 美元兑人民币中间价 (RMB/USD) .....	- 11 -
图表 16: 中国保温杯出口到美国的关税税率.....	- 11 -
图表 17: 公司期间费用率.....	- 11 -
图表 18: 可比公司期间费用率对比.....	- 11 -
图表 19: 公司存货与应收账款周转天数.....	- 12 -
图表 20: 公司经营活动现金流量净额 (百万元) .....	- 12 -
图表 21: 可比公司应收账款周转率对比.....	- 12 -
图表 22: 可比公司存货周转率对比.....	- 12 -
图表 23: 公司股权结构 (截至 2023Q1) .....	- 13 -
图表 24: 公司业绩考核目标与摊销费用.....	- 14 -
图表 25: 不同材质杯壶对比.....	- 15 -
图表 26: 保温杯产业链概览.....	- 15 -
图表 27: 2018 年全球不锈钢真空保温器皿消费量市场份额.....	- 16 -
图表 28: 全球不锈钢保温杯市场规模 (亿美元) 及同比增速.....	- 16 -
图表 29: 2018 年全球主要地区保温器皿产量市占率.....	- 16 -
图表 30: 中国保温杯产量 (万只) 及同比增速.....	- 16 -
图表 31: 中国不锈钢粗钢产量 (万吨) .....	- 17 -
图表 32: 中国不锈钢产量占全球比重.....	- 17 -
图表 33: 历年中国不锈钢保温器皿出口情况.....	- 17 -
图表 34: 2022 年起中国保温器皿单月出口情况.....	- 17 -

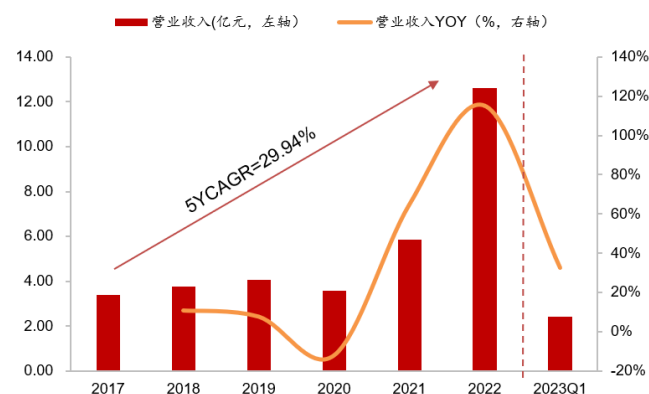
图表 35: 美国户外运动参与率 .....	- 18 -
图表 36: 全球户外用品行业规模稳健增长 .....	- 18 -
图表 37: 2020-2023Q1 户外用品公司单季度收入同比增速 (%) .....	- 18 -
图表 38: 保温杯快消品属性增强 .....	- 19 -
图表 39: 中国消费者近 3 年购买高端保温杯频率 .....	- 19 -
图表 40: 保温杯应用场景丰富 .....	- 19 -
图表 41: 北美市场保温杯人均消费量有较大提升空间 .....	- 20 -
图表 42: 中国不锈钢保温器皿市场规模 .....	- 21 -
图表 43: 2017 年末保温器皿人均保有量 (只) .....	- 21 -
图表 44: 保温杯行业标准与相关政策逐步完善 .....	- 21 -
图表 45: 主要品牌划分 .....	- 22 -
图表 46: 保温杯行业形成浙江和广东两大产业集群 .....	- 23 -
图表 47: 保温杯制造商以中小型企业为主 .....	- 23 -
图表 48: 保温杯制造端核心企业 .....	- 23 -
图表 49: 公司 TOP5 客户占比维持在 80% 以上 .....	- 24 -
图表 50: 2020 年公司收入分客户结构 .....	- 24 -
图表 51: 2018-2021 年公司对四大国际知名品牌销售收入占比 .....	- 24 -
图表 52: 2018-2021 年公司对四大国际知名品牌销售收入 (亿元) 及同比增速 (%) .....	- 24 -
图表 53: 公司主要客户情况梳理 .....	- 25 -
图表 54: PMI 客户占比呈现提升趋势 .....	- 25 -
图表 55: aladdin 和 STANLEY 保温杯产品 .....	- 25 -
图表 56: 百年品牌 Stanley 拥抱年轻化改造 .....	- 26 -
图表 57: Takeya 与 Lululemon 代表性产品 .....	- 27 -
图表 58: 公司产能、产量及产能利用率 .....	- 27 -
图表 59: 公司销量及产销率 .....	- 27 -
图表 60: IPO 募投项目 .....	- 27 -
图表 61: 可转债募投项目 .....	- 27 -
图表 62: 子公司业务关系与发展定位情况 .....	- 28 -
图表 63: 2017 年至今公司研发费用及增速 .....	- 29 -
图表 64: 可比公司研发费用率 .....	- 29 -
图表 65: 公司主要核心技术 .....	- 29 -
图表 66: 公司主要供应商情况 .....	- 30 -
图表 67: 公司业绩拆分 .....	- 32 -
图表 68: 可比公司估值 .....	- 33 -
图表 69: 公司盈利预测模型 .....	- 35 -

## 1、保温杯代工领先企业，受益于海外需求旺盛

### 1.1、保温杯代工领先企业，海外需求景气助力业绩高增

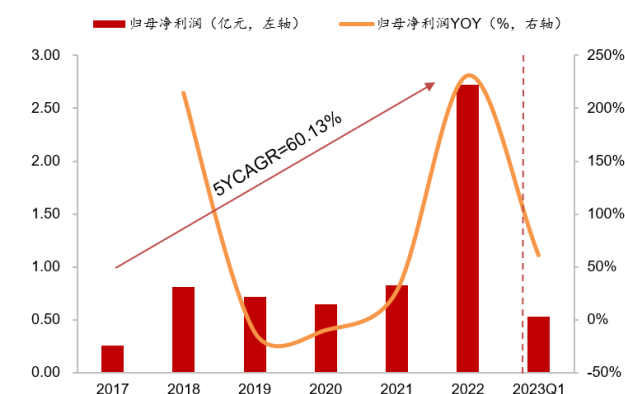
- 国内保温杯代工领先企业，业绩高速增长。**嘉益股份成立于 2002 年，专注于不锈钢保温器皿产品的研发、生产和销售，与美国 PMI、ETS、S'well、日本 Takeya 等全球知名不锈钢保温器皿品牌商保持长期深度的合作关系，为其提供 OEM 及 ODM 产品，是国内领先的保温杯代工企业。2017-2022 年，公司营收从 3.40 亿元增长至 12.60 亿元，CAGR 达 29.94%；归母净利润从 0.26 亿元增长至 2.72 亿元，CAGR 达 60.13%。2022 年，公司受益于产能充分释放、海外市场订单旺盛及人民币贬值影响，业绩迎来高增，实现营收 12.60 亿元，同比+115.08%，归母净利润 2.72 亿元，同比+230.90%。2023Q1 公司实现营收 2.42 亿元，同比+32.46%，实现归母净利润 0.53 亿元，同比+61.03%，业绩增长趋势得以延续。

图表 1：公司营业收入及增速



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司归母净利润及增速



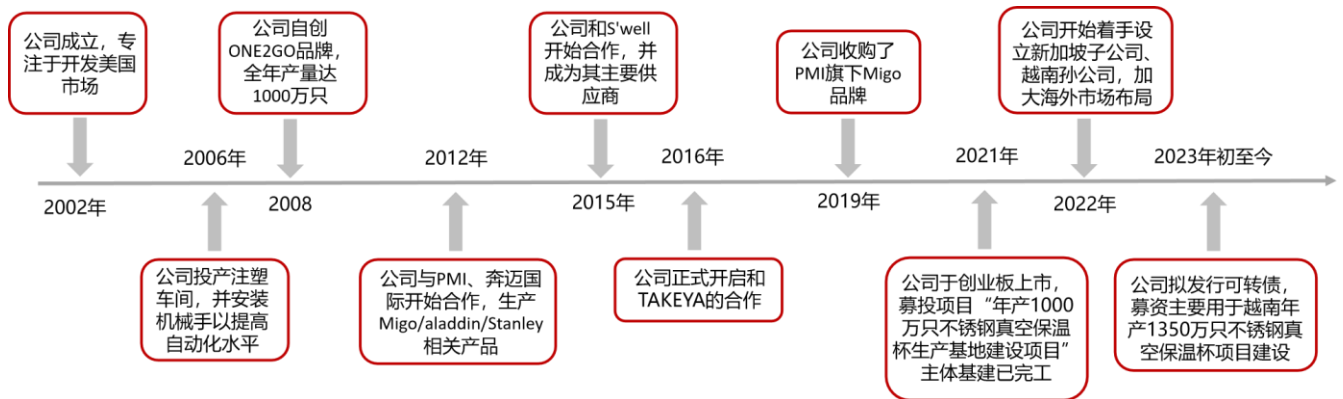
来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

- 公司 20 余年的发展历程可总结为 3 个阶段：**
- 1) 2002-2012 年：初创积累，沉淀核心竞争力。**公司于 2002 年在浙江省金华市永康俞皮成立，开始生产和销售不锈钢保温器皿。为享受优惠的土地政策，公司于 2004 年搬迁至武义白洋工业区，并将业务范围拓展至不锈钢真空保温器皿等食品、饮品容器的生产于销售，随后公司正式投产注塑车间并提高其自动化水平。公司所在的金华市为“中国口杯之都”，保温杯产业受到当地政策重点支持，助力公司加速成长。2008 年，公司创立自主品牌 ONE2GO，保温器皿全年产量达到 1000 万只。
- 2) 2012-2019 年：开发知名客户资源，大力拓展国际业务。**2012 年，公司与 PMI、奔迈国际建立合作，开始为其旗下的 Migo、aladdin 和 Stanley 品牌代工生产相关产品；2015 年，公司成为 S'well 的主要供应商；2016 年，公司与日本 Takeya 开始合作；2019 年，公司通过收购 miGo 品牌，加强海外市场拓展力度。
- 3) 2019 年至今：努力解决产能瓶颈，助力高速增长。**2021 年公司通过 IPO 募资主要投入不锈钢真空保温杯生产基地，预计项目扩产后每年将增加 1000 万只不锈钢真空保温杯产能，预计于 23 年 Q4 投产，有效解决产能瓶颈。2022 年 11 月以来，公司设立新加坡子公司、越南孙公



司，为扩充海外产能做铺垫。2023 年公司拟发行可转债，募资主要用于越南 1350 万只保温杯产能建设。公司已成为国内较早布局海外的保温杯制造企业，抗风险能力与竞争力正在不断提高。

图表 3：公司发展历程



来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

- 公司已形成较为丰富的产品线。公司的主要产品包括不锈钢真空保温器皿（保温杯、保温瓶、焖烧罐、保温壶、智能杯等）、不锈钢器皿、塑料器皿（PP、AS、Tritan 等材质）、玻璃器皿以及其他材料的日用饮品、食品容器，产品具备保温性能好、安全便携、节能环保、外观时尚、功能多样、种类丰富等优势。

图表 4：公司主要产品简介

不锈钢真空保温器皿			
保温杯	保温瓶	焖烧罐	保温壶
轻量系列	智能系列	降温系列	抗菌系列
不锈钢器皿			
塑料器皿			

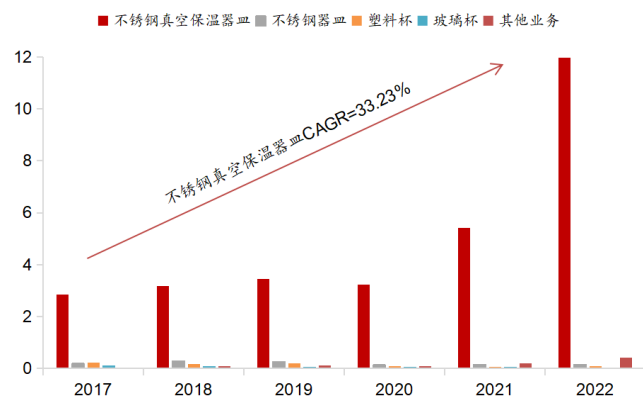


玻璃器皿

来源：公司公告，中泰证券研究所

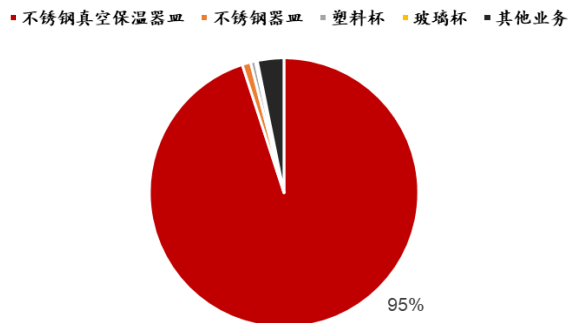
- 产品结构：不锈钢真空保温器皿营收比例超九成。**2022年，公司不锈钢真空保温器皿业务营收占比为95%，同时受益于终端需求扩张，该业务营收达到11.96亿元，同比+120.62%，迎来快速放量。2022年国内外掀起一阵以露营、徒步为主的户外活动热潮，消费者对户外用品需求明显增加，进而带动了不锈钢保温杯市场规模的进一步扩大。2017-2022年，不锈钢真空保温器皿业务营收CAGR为33.23%，呈现快速增长态势。

图表 5：2017-2022 年公司分产品营收 (亿元)



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 6：2022 年公司分产品营收占比

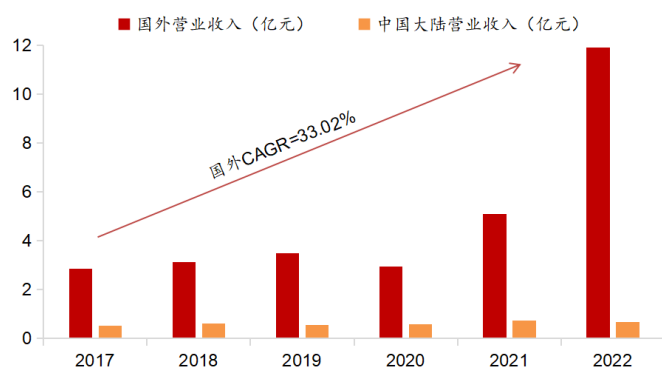


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 业务结构：海外 ODM 与 OEM 业务是核心销售模式。**在国外发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿在一定程度上具有快消品的特征，产品消费更换频率较高，市场需求旺盛。公司业务主要以出口 ODM 或 OEM 为主，充分受益于海外保温杯市场需求高景气。2022年，公司海外市场收入11.91亿元，同比+132.89%，营收占比94.58%；2017-2022年海外市场占比均维持在80%以上，并且海外市场营收CAGR达33.02%，呈现快速增长态势。

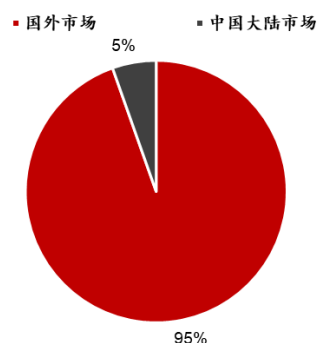


图表 7: 2017-2022 年公司收入分市场情况 (亿元)



来源: 公司招股书、公司公告, 中泰证券研究所

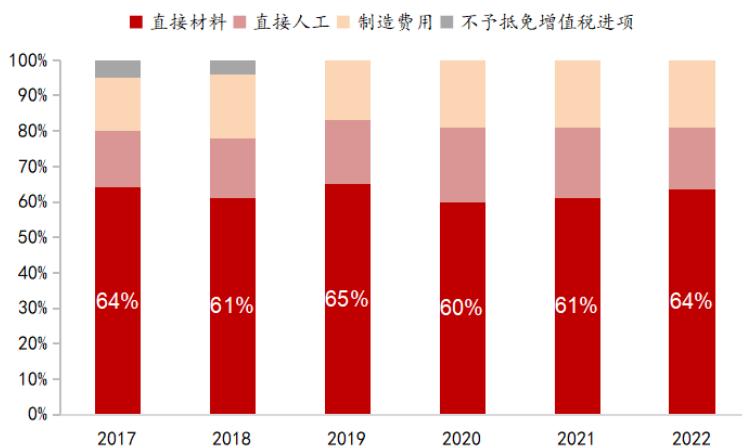
图表 8: 2022 年公司收入分市场结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 成本结构:** 公司主营业务成本结构保持稳定, 直接材料占比约 60%。公司的主营业务成本主要包括直接材料、直接人工及制造费用, 直接材料(不锈钢)为最大占比项目, 占比维持在 60%左右, 直接人工及制造费用占比分别近 20%。公司实行 ODM 及 OEM 业务模式, 若主要原材料价格大幅上涨, 公司可利用其自身的议价能力, 合理向下游客户适当转移主要原材料的涨价风险, 因此公司主营业务成本结构大体保持稳定。

图表 9: 公司主营业务成本构成稳定



来源: 公司招股书、公司公告, 中泰证券研究所

- 产品量价分析:** 公司收入增加主要由于销量增加, 2022 年量价齐升。
  - 销量方面,** 根据公司招股书, 2018-2020 年不锈钢真空保温器皿占金属制品销量比分别为 84.70%、86.73%、92.97%, 呈逐年上升趋势; 同时考虑到 2021-2022 年公司保温杯收入有明显的增长, 故假设不锈钢保温杯销量占金属制品比例为 95%, 则经我们测算, 公司 2021-2022 年不锈钢保温杯销量为 1847、3079 万只, 同比分别+82%、+67%, 销量高增主要受益于海外户外运动兴起带动相关产品需求增多。
  - 产品单价方面,** 据我们测算, 2018-2020 年保温杯平均单价由 29.2 元/件提升至 31.8 元/件(销售收入/销量=平均单价), 2021-2022 年公司产品单价为 29.4、38.9 元/件, 2021 年产品单价同比下降可能受销量增加带来的规模效应

影响，而 2022 年产品迎来量价齐升。

图表 10：公司收入增加主要由于量增

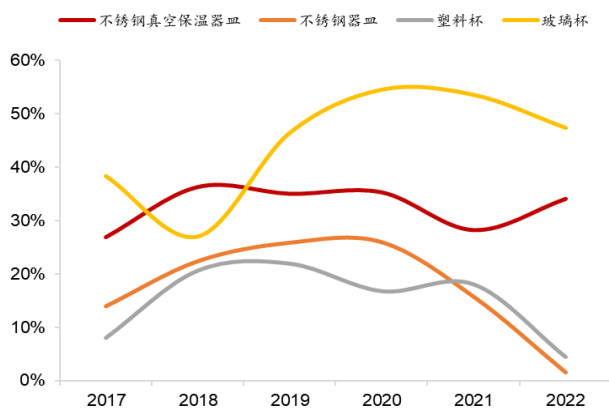
	2018	2019	2020	2021	2022
销售收入 (万元)	31692.60	34402.00	32294.90	54218.70	119620.48
同比增速 (%)	11.20%	8.60%	-6.10%	67.90%	120.63%
保温杯销量 (万件)	1085.44	1077.28	1014.93	1847.30	3079.21
同比增速 (%)	-	-0.75%	-5.79%	82.02%	66.69%
单价 (元/件)	29.20	31.93	31.82	29.35	38.85
同比增速 (%)	-	9.37%	-0.35%	-7.76%	32.36%

来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所，注：标红数据为预测值

## 1.2、盈利能力领先，现金流表现优秀

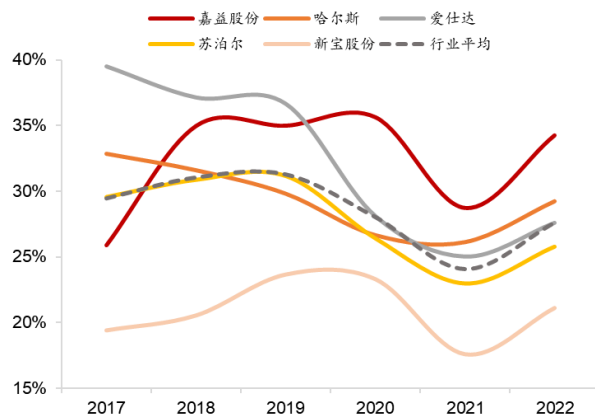
- 盈利能力处于业内领先水平。** 2017-2022 年，公司分别实现毛利率 25.89%/34.98%/34.99%/35.64%/28.73%/34.26%，整体上领先于行业内主要企业。毛利率波动主要来自于：①汇率，公司外销主要以美元定价；②原材料价格。2021 年，受人民币升值、原材料涨价及会计准则变更（运费和代理费计入营业成本）影响，不锈钢真空保温器皿毛利率下降 6.9pct，其中人民币升值影响较大。2022 年随着人民币贬值、原材料不锈钢价格及海运费下跌，公司毛利率明显提升，不锈钢真空保温器皿毛利率为 34.01%，同比提升 5.86pct，公司整体毛利率同比提升 5.53pct。

图表 11：公司分产品毛利率



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 12：可比公司毛利率对比



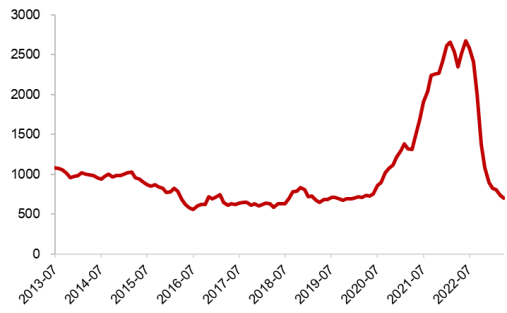
来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 13：原材料不锈钢价格走势 (元/吨)

图表 14：海运价格走势 (点)



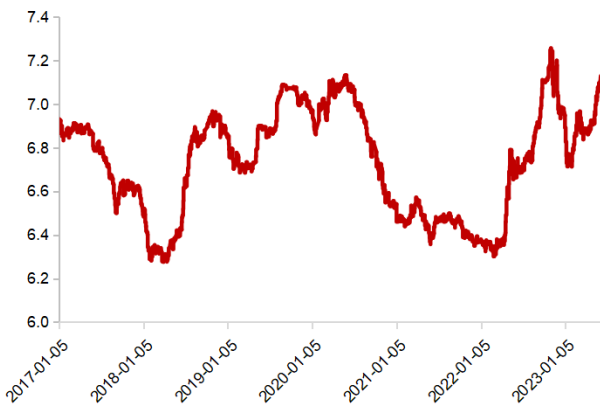
来源: Wind, 中泰证券研究所, 注: 选取指标为市场价:304/2B 冷轧不锈钢卷:1.0mm:宝新:上海



来源: Wind, 中泰证券研究所, 注: 选取指标为中国:CCFI:美西航线

- **拟设立越南生产基地, 规避加征关税风险。**在关税方面, 如果美国对中国加征关税, 中国出口美国的商品将会失去价格优势。截至 2023 年 5 月 8 日, 公司主要产品未被加征关税, 但是随着中美贸易形势等国际局势的变化, 外销产品仍存在被加征关税的风险。因此, 公司于 2023 年 5 月计划募资在越南建设生产基地, 扩大越南工厂的产能, 并将越南工厂生产的产品出口至美国, 以规避关税对利润的影响, 并有助于维护公司平稳运营。

图表 15: 美元兑人民币中间价 (RMB/USD)



来源: 中国人民银行, 中泰证券研究所

图表 16: 中国保温杯出口到美国的关税税率

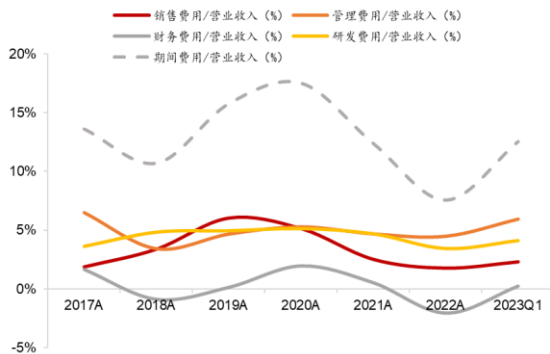
海关编码	商品名称	一般关税税率	加征关税税率
9617.00.10	真空保温器皿 (容量 ≤1L)	7.2%	-
9617.00.30	真空保温器皿 (1L < 容量 ≤2L)	6.9%	-
9617.00.40	真空保温器皿 (容量 ≥2L)	6.9%	7.5%
9617.00.60	真空保温器皿配件	7.2%	-

来源: 美国国际贸易委员会, 中泰证券研究所, 注: 以上资料截至 2023 年 6 月 8 日

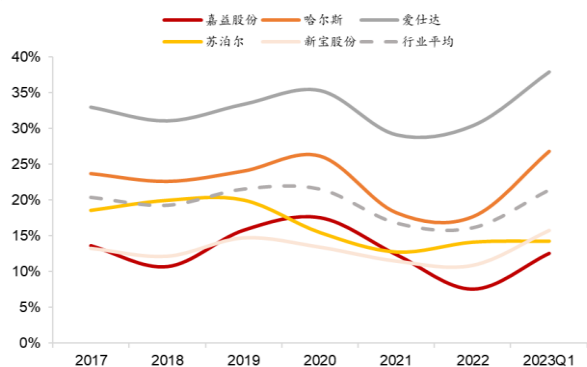
- **费用管控良好, 整体费用率低于可比公司。**2018-2020 年公司期间费用率上升的主要原因是①公司推广自有品牌导致销售费用增加; ②业务规模扩大, 管理人员人数及工资增加导致管理费用增加; ③人民币升值导致财务费用增加。2020-2022 年公司期间费用率下降的主要原因是①公司收入规模扩大, 规模效应显现, 费用管控能力提升; ②人民币贬值促使汇兑收益增加。2023Q1, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.28%、5.93%、4.11%和 0.25%, 同比分别+0.43pct、+3.16pct、+0.66pct 和+0.48pct, 费用率同比上升的主要原因是股权激励费用增加、研发人员增加及人民币升值影响。近年来公司整体费用率低于业内多数可比公司, 费用管控良好。

图表 17: 公司期间费用率

图表 18: 可比公司期间费用率对比

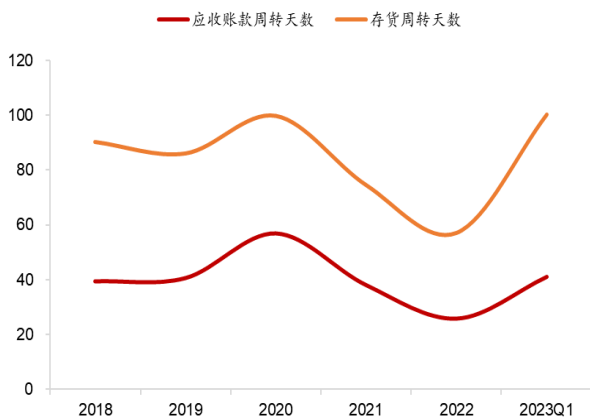


来源: Wind, 中泰证券研究所

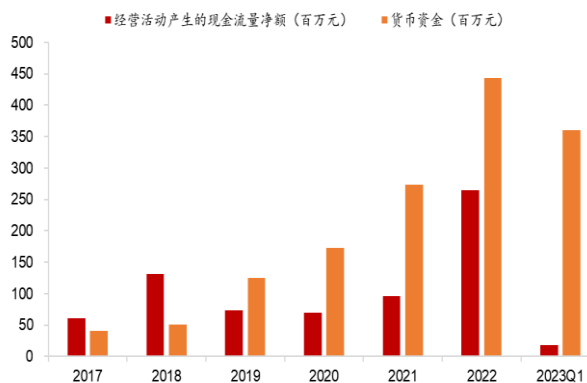


来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **营运能力处于行业平均水平, 现金流表现优秀。**近年来, 公司应收账款周转率和存货周转率整体处于行业平均水平。2023Q1, 公司应收账款周转天数为 41.04 天, 同比增加 5.47 天, 主要由于公司营收规模增加影响; 公司存货周转天数为 100.35 天, 同比增加 26.67 天, 主要由于终端需求相比去年同期明显改善, 公司增加备货。2017-2022 年公司货币资金逐年增加, 经营活动现金整体呈现上升态势。2023Q1, 公司货币资金为 3.60 亿元, 同比+40.60%, 经营活动现金流为 0.18 亿元, 同比由负转正。总体而言, 公司现金流情况表现优秀, 抗风险能力强。

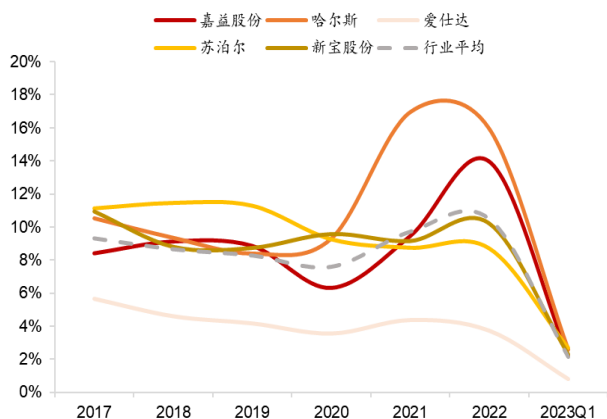
**图表 19: 公司存货与应收账款周转天数**


来源: Wind, 中泰证券研究所

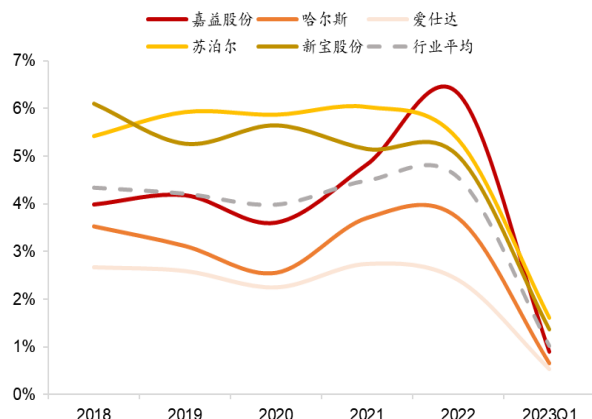
**图表 20: 公司经营活动现金流量净额 (百万元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 21: 可比公司应收账款周转率对比**
**图表 22: 可比公司存货周转率对比**



来源：Wind，中泰证券研究所

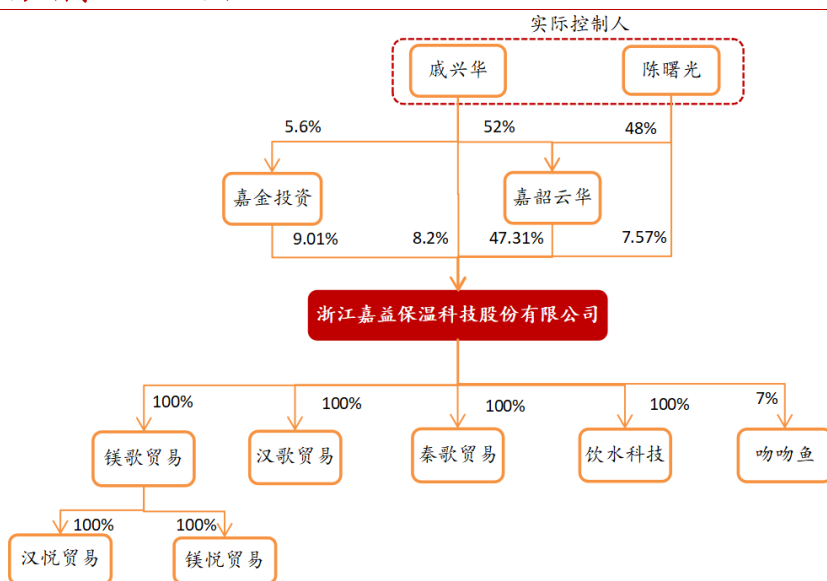


来源：Wind，中泰证券研究所

### 1.3、股权结构稳定集中，股权激励促进公司经营

- **公司股权结构稳定集中。**截至 2023Q1，公司创始人兼董事长戚兴华先生通过嘉韶云华、嘉金投资平台间接持有公司 25.11%的股份，直接持有公司 8.20%的股份；其妻子陈曙光女士通过嘉韶云华间接持有公司 22.71%的股份，直接持有公司 7.57%的股份。夫妇二人为公司实控人及最终受益人，合计持有公司 63.58%的股份，股权结构较为集中。
- **设立员工持股平台，实施股权激励彰显发展信心。**2017 年底，公司设立员工持股平台嘉金投资，激励对象为管理团队核心成员，将员工个人利益与公司长期发展相结合。公司于 2022 年内先后两次颁布股权激励方案，合计授予股票数量超 800 万股。2022 年 8 月，公司已向最新一期股权激励计划中的 66 名激励对象授予 320 万股限制性股票，授予价格 10.90 元/股，激励对象包括公司高管、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。股权激励能有效激发公司员工积极性，助力公司长远发展。

图表 23：公司股权结构（截至 2023Q1）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2022 年超额完成激励考核目标。**最新一期激励计划考核目标为



2022-2024 年公司净利润目标值分别较 2021 年（净利润 0.82 亿元）增长 50%/70%/90%，或 2022-2024 年公司营业收入目标值分别较 2021 年（营收 5.86 亿元）增长 60%/90%/120%。2022 年公司营收同比增长 115.08%，净利润同比增长 230.90%，超额完成考核目标。2023Q1 公司营收为 2.42 亿元，净利润 0.53 亿元，已完成营收考核目标值的 21.74% 及净利润考核目标值的 38.02%。

**图表 24：公司业绩考核目标与摊销费用**

行权期		业绩考核目标			
第一个归属期	以 2021 年（净利润 0.82 亿元、营收 5.86 亿元）为基数，2022 年净利润增长率不低于 50%或营收增长率不低于 60%				
第二个归属期	以 2021 年（净利润 0.82 亿元、营收 5.86 亿元）为基数，2023 年净利润增长率不低于 70%或营收增长率不低于 90%				
第三个归属期	以 2021 年（净利润 0.82 亿元、营收 5.86 亿元）为基数，2024 年净利润增长率不低于 90%或营收增长率不低于 120%				
预计股权激励实施对各期摊销费用的影响					
限制性股票数量（万股）	预计摊销的总费用（万元）	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
320	6659.2	1442.83	3440.59	1331.84	443.95

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2、行业高景气可持续，保温杯发展前景广阔

### 2.1、保温杯市场规模稳定增长，中国是生产和出口大国

- **不锈钢真空保温杯具有保温性能好、安全耐用等特点。**不锈钢真空保温杯由内外双层不锈钢制造而成，利用焊接技术把内胆和外壳结合在一起，再用真空技术把内胆与外壳夹层中的空气抽出，利用真空绝热原理以延缓内部液体温度变化。与玻璃、陶瓷、塑料等容器相比，不锈钢真空保温器皿具有保温性能好、安全耐用等特点。

图表 25：不同材质杯壶对比

杯壶类型	细分品类	产品特性	适用场景
<p>保温杯（壶）</p> 	<input type="checkbox"/> 不锈钢保温杯 <input type="checkbox"/> 陶瓷/紫砂/银内胆保温杯 <input type="checkbox"/> 钛保温杯 <input type="checkbox"/> 保温壶（含焖烧壶）		<input type="checkbox"/> 保温需求较高，温水可得性较低的场景 <input type="checkbox"/> 例如：长途旅行、逛街游玩、司机驾驶、商务会议、学习培训等
<p>玻璃杯</p> 	<input type="checkbox"/> 单层玻璃杯 <input type="checkbox"/> 双层玻璃杯		<input type="checkbox"/> 保温需求一般，温水可得性较好，杯具不易损坏的室内场景 <input type="checkbox"/> 例如：冲饮茶水、日常居家、商务办公
<p>塑料杯</p> 	<input type="checkbox"/> PC/AS/PET 塑料杯 <input type="checkbox"/> Tritan 塑料杯		<input type="checkbox"/> 保温需求低，温水可得性较好或对温水要求较低的户外运动场景 <input type="checkbox"/> 例如：日常居家、婴幼儿、户外运动

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- **保温杯产业链介绍：**上游原材料主要为不锈钢卷板、钢件及不锈钢杯体，其他原材料包括塑料粒子、塑料件、包装材料，部分产品会使用铝等原材料等；中游为保温杯的生产与制造；国内真空保温器皿企业外销大多为OEM或ODM，其下游是国外品牌商，内销主要为自主品牌产品销售，其下游包括零售渠道、经销商以及产品最终消费者。

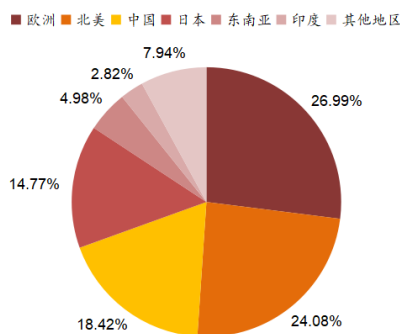
图表 26：保温杯产业链概览



来源：智研咨询，中泰证券研究所

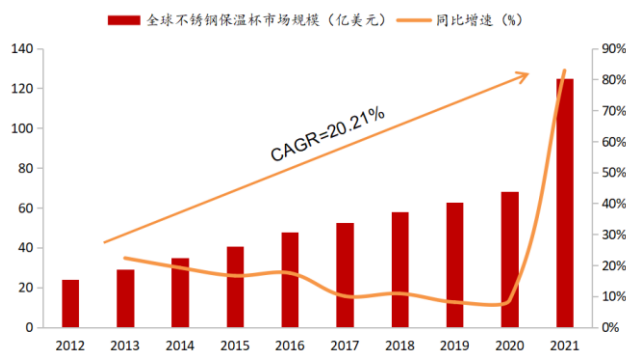
- **全球不锈钢保温杯市场规模呈现快速增长态势，欧美为主要消费市场。**据中国日用杂品工业协会杯壶分会披露，2012-2021年，全球不锈钢保温杯市场规模由23.8亿美元增长至124.91亿美元，期间CAGR为20.21%，整体呈现快速增长态势。2021年，受益于全球户外活动兴起，保温杯行业规模高增，同比+82.88%。2018年，从区域分布来看，欧洲、美洲、中国、日本为不锈钢真空保温器皿的消费主力，分别占全球市场26.99%、24.08%、18.42%和14.77%的份额，合计份额已超过84%。

**图表 27：2018 年全球不锈钢真空保温器皿消费量市场份额**



来源：恒州博智（QYResearch），中泰证券研究所

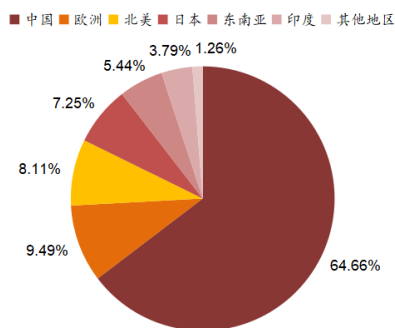
**图表 28：全球不锈钢保温杯市场规模（亿美元）及同比增速**



来源：中国日用杂品工业协会杯壶分会，中泰证券研究所

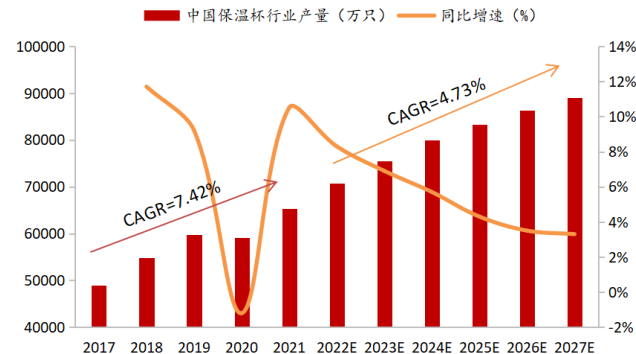
- **中国是全球不锈钢真空保温器皿的制造中心。**从生产情况来看，2018年全球不锈钢真空保温器皿最大的生产国为中国，贡献了全球65%的产量。考虑到劳动力、土地等成本因素，欧美、日韩等发达国家和地区的不锈钢真空保温器皿生产已逐步转移到以中国为代表的发展中国家，中国已成为全球不锈钢真空保温器皿的制造中心。近年来，随着中国保温器皿行业产能持续扩大、产能利用率不断提升，中国保温器皿产量呈现持续增长态势，2021年达到6.53亿只，2017-2021年CAGR为7.42%，根据宇博智业，预计2022-2027年我国保温杯产量CAGR为4.73%，到2027年达到8.91亿只。

**图表 29：2018 年全球主要地区保温器皿产量市占率**



来源：恒州博智（QYResearch），中泰证券研究所

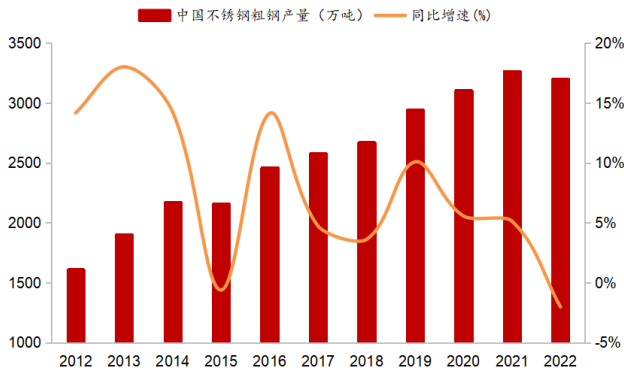
**图表 30：中国保温杯产量（万只）及同比增速**



来源：宇博智业，中泰证券研究所，注：2020年受疫情影响，保温器皿产量同比有所减少

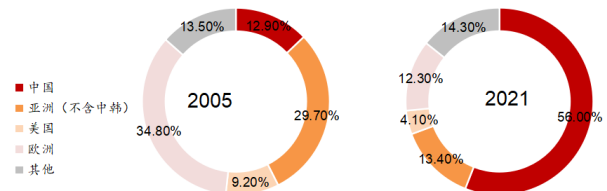
- **中国不锈钢原材料供给充足。**不锈钢真空保温器皿的主要原材料为304/316 不锈钢，我国是全球最大的不锈钢生产国，我国不锈钢产量占全球比重由2005年的12.9%提升至2021年的56%。2012-2022年不锈钢粗钢产量CAGR为7.11%，2022年我国不锈钢粗钢产量达3197.5万吨。我国不锈钢供给充足，可满足保温器皿生产所需原材料的需求。

图表 31：中国不锈钢粗钢产量（万吨）



来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，中泰证券研究所

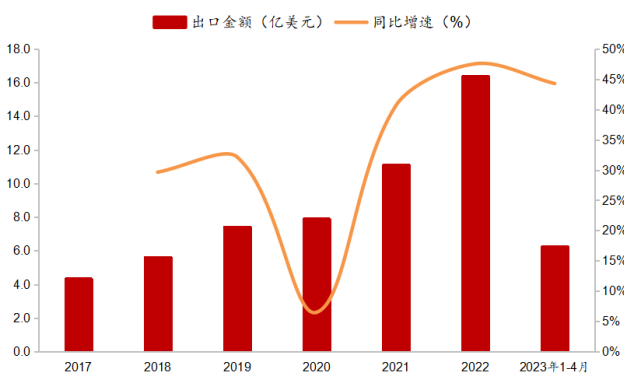
图表 32：中国不锈钢产量占全球比重



来源：世界不锈钢协会，中泰证券研究所

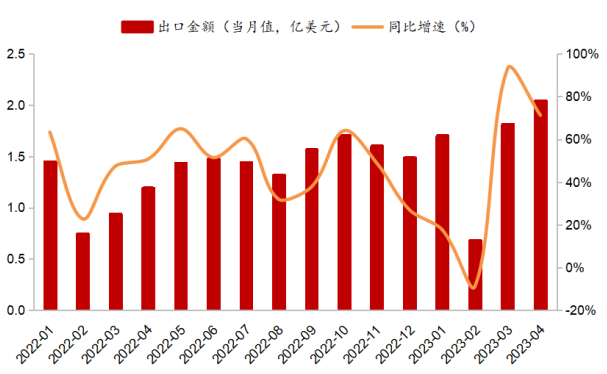
- **我国不锈钢真空保温器皿出口持续高景气。**2017-2022年，中国不锈钢真空保温器皿出口金额从4.32亿美元增长至16.35亿美元，CAGR为30.49%，2023年1-4月，中国不锈钢真空保温器皿出口金额达到6.23亿美元，同比+44.27%，呈现快速增长态势。从单月的出口金额来看，2022年以来，中国不锈钢真空保温器皿出口金额整体同比正增长，出口高景气度延续。

图表 33：历年中国不锈钢保温器皿出口情况



来源：海关总署，中泰证券研究所

图表 34：2022年起中国保温器皿单月出口情况



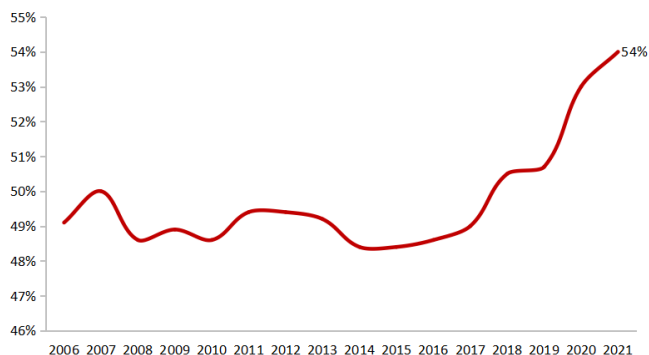
来源：海关总署，中泰证券研究所

## 2.2、多重因素催化，保温杯行业发展前景广阔

- **催化因素一：全球户外休闲活动兴起，带动户外用品稳健增长。**在疫情背景下，美国民众对户外运动的热情仍然高涨，根据 Outdoor Foundation 数据，2006-2021年美国6岁以上居民户外运动参与率由49.1%提高至54%，创历史新高。全球疫情反复的背景之下，人们对户外体育、健康生活方式有更高需求，也愿意为时尚和个性化的户外休闲运动用品买单。根据 Statista 数据，2020年与2021年全球户外用品市场规模分别达到

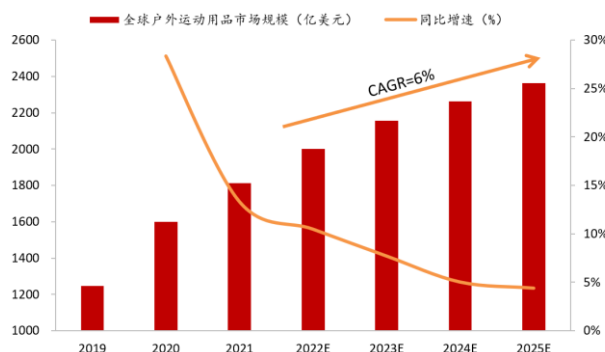
1600 亿美元与 1812 亿美元，分别同比增长 28.33%与 13.30%。据 Statista 预测，2022-2025 年行业规模 CAGR 有望达到 6%，呈现稳健增长态势。

图表 35: 美国户外运动参与率



来源: Outdoor Foundation, 中泰证券研究所

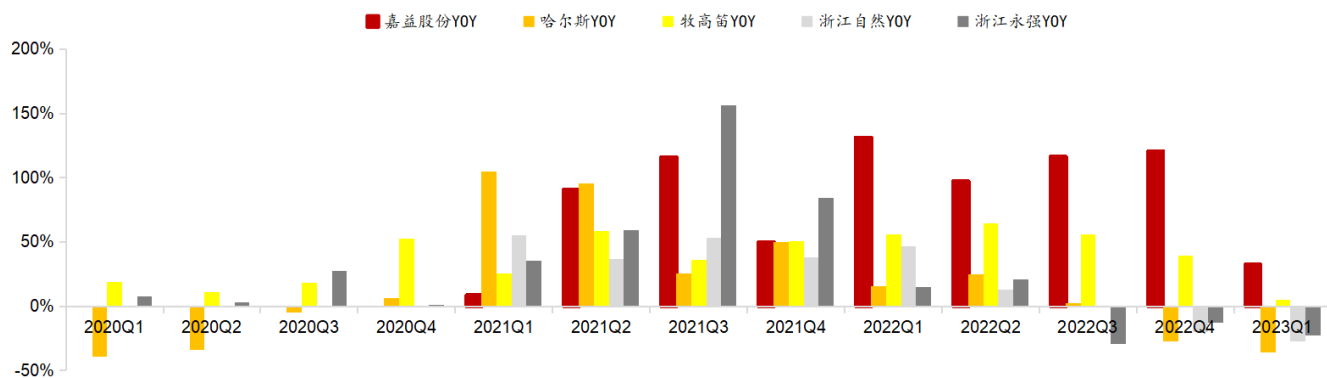
图表 36: 全球户外用品行业规模稳健增长



来源: Statista, 中泰证券研究所

- **户外运动兴起促进产业链相关公司业绩提升。**我们复盘 2020-2023Q1 主要户外用品公司单季度收入同比增速，户外用品公司收入自 2021 年起迎来放量增长，包括保温器皿制造商嘉益股份、哈尔斯、帐篷品牌商牧高笛、床垫制造商浙江自然、户外家具商浙江永强，且其中嘉益股份单季度收入的快速增长一直延续到 2023Q1，占据领先地位。

图表 37: 2020-2023Q1 户外用品公司单季度收入同比增速 (%)



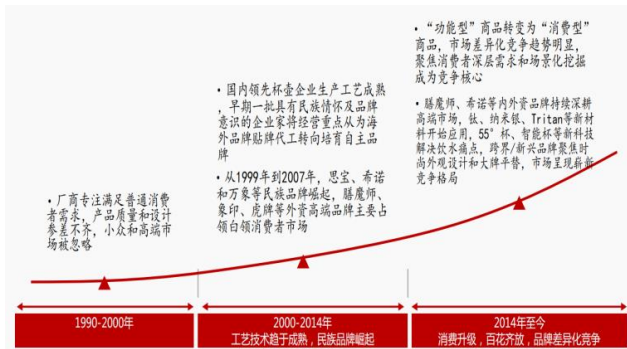
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **催化因素二：保温杯从耐用品向快消费品转变。**保温杯行业发展大致经历三个阶段：①1990-2000 年为发展初期，厂商专注满足普通消费者简单的需求，产品质量和设计参差不齐，忽略小众和高端市场；②2000-2014 年工艺技术步入成熟，民族品牌如希诺、万象等崛起，外资品牌膳魔师、象印、虎牌等主要占领高端消费者市场；③随着消费者购买力及消费理念的不断提高，保温杯从功能型耐用品逐步转变为彰显个人品味和时尚的快速消费品，被赋予时尚外观、新材料应用与智能化功能等特色，应用场景不断丰富，产品 SKU 快速增长。目前在欧美等发达国家和地区，保温杯在一定程度上已具备快消费品特征，产品消费更换频率高，市场需求旺盛。近年来我国消费者对高端保温杯的购买频次也更高，据艾瑞咨询显示，73.1%的中国消费者购买高端保温杯的频率在一年以内，24.4%



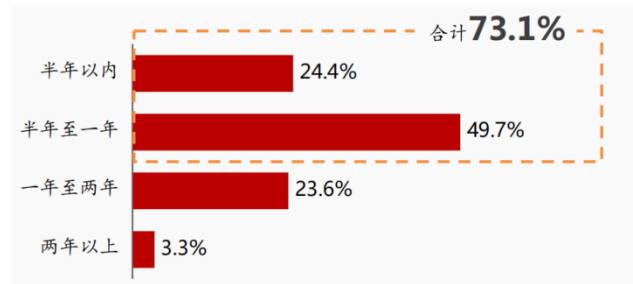
的消费者购买频率在半年以内。

**图表 38：保温杯快消品属性增强**



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

**图表 39：中国消费者近 3 年购买高端保温杯频率**



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- **保温杯应用场景延伸，刺激市场规模进一步扩大。**保温杯的应用场景在逐渐细分化，不同场景下消费者对保温性、杯体容量以及便携性等条件的需求存在较大差异，这使产品品类更为多样化，例如在户外运动场景中，用户更注重保温杯的便携程度，而在驾驶场景中，用户更注重保温需求。保温杯应用场景的增多，有望助力市场规模进一步扩大。
- **海外环保与可持续消费理念将催化不锈钢保温杯发展。**除了对时尚个性、便携轻便的需求，消费者对健康环保的关注度也在日益提高。尤其是欧美国家更强调“环保主义消费”，居民的健康和环保意识较为强烈，许多消费者会选择不含有害材质的保温杯，如食品级硅胶、玻璃、不锈钢等，也倾向于多使用保温杯以代替一次性饮料杯，以减少垃圾的产生。欧美环保、可持续消费理念有望继续催化不锈钢保温杯快速发展。

**图表 40：保温杯应用场景丰富**



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

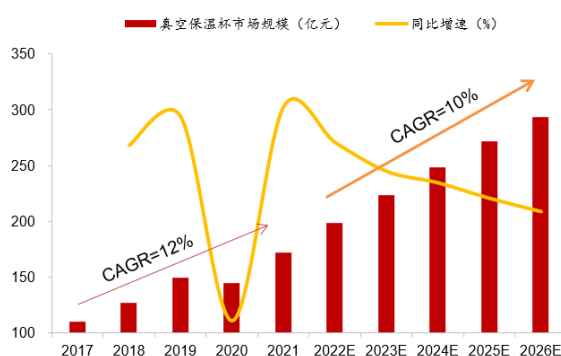
- 催化因素三：北美保温杯人均消费量、中国保温杯渗透率待提升。
- 我们对北美市场保温杯人均消费量和人均保有量进行测算，关键假设包括：
  - ①根据前文分析，2012-2021 年全球不锈钢保温杯市场规模 CAGR 为 20.21%，整体呈现良好增长态势，我们保守假设 2022-2025 年全球不锈钢保温杯市场规模同比增速为 15%；
  - ②参考中国日用杂品工业协会杯壶分会数据，假设北美不锈钢保温杯市场规模占比约 25%；
  - ③参考嘉益股份招股书，假设 2017 年北美保温杯保有量为 0.65，保温杯生命周期为 3 年；
  - ④参考亚马逊官网数据，假设 2022 年北美不锈钢保温杯平均单价为 30 美元/只，2017-2021 年保温杯平均单价根据 2022 年数据及美国通胀率水平进行调整，根据纽约联储预测数据，假设 2023-2025 年通胀率 3%，即保温杯单价逐年上升约 0.9 美元/只。
  - ⑤根据世界银行数据，2010-2021 年北美人口数量 CAGR 为 0.7%，假设 2022-2025 年人口增速为 0.7%。
- 北美市场保温杯人均消费量有较大提升空间。经我们测算，2025 年北美不锈钢保温杯消费量和保有量将分别达到 1.67、6.51 亿只，2022-2025 年 CAGR 分别为 12%、14%。到 2025 年，北美不锈钢保温杯人均保有量达到 1.71 只/人，人均消费量达 0.44 只/人，人均消费量还有较大提升空间。随着未来北美地区保温杯快消品属性日益凸显，消费频次将继续增加，有望推动人均消费量明显提升。

图表 41：北美市场保温杯人均消费量有较大提升空间

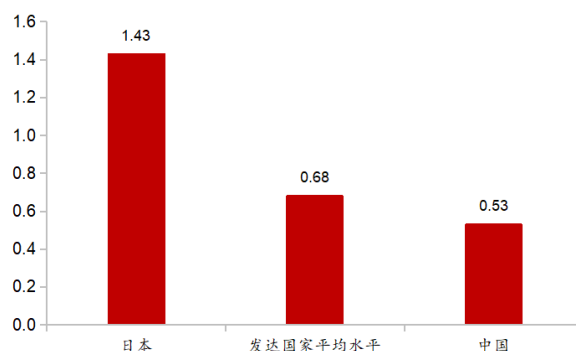
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球不锈钢保温杯市场规模 (亿美元)	52.40	58.10	62.80	68.30	124.91	143.65	165.19	189.97	218.47
YOY	10%	11%	8%	9%	83%	15%	15%	15%	15%
北美不锈钢保温杯市场规模 (亿美元)	13.10	14.53	15.70	17.08	31.23	35.91	41.30	47.49	54.62
YOY	38%	11%	8%	9%	83%	15%	15%	15%	15%
北美市占率 (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
北美不锈钢保温杯消费量 (亿只)	0.52	0.56	0.60	0.64	1.12	1.20	1.34	1.49	1.67
北美不锈钢保温杯保有量 (亿只)	2.35	2.63	2.90	3.14	3.75	4.38	5.12	5.96	6.51
北美人口 (亿人)	3.62	3.64	3.66	3.70	3.70	3.73	3.75	3.78	3.81
北美不锈钢保温杯人均消费量 (只/人)	0.14	0.16	0.16	0.17	0.30	0.32	0.36	0.39	0.44
北美不锈钢保温杯人均保有量 (只/人)	0.65	0.72	0.79	0.85	1.01	1.17	1.36	1.58	1.71

来源：中国日用杂品工业协会杯壶分会、公司招股书、世界银行、亚马逊，中泰证券研究所

- 近年国内保温杯市场快速发展，中国保温杯渗透率有望继续提升。**根据艾瑞咨询统计，2021年我国真空保温杯市场规模达到172.2亿元，同比+19.33%，2017-2021年CAGR为11.86%，呈现快速增长态势；同时，预计2022-2026年我国真空保温杯市场规模CAGR为10.24%，到2026年达到293.69亿元。从人均保有量来看，根据北京欧立信研究中心测算，截至2017年末，发达国家平均水平为0.68只，其数量还在稳步上涨；日本人均保有量高达1.43只，我国仅为0.53只，我国保温杯行业成长空间较大。随着人均消费能力提升以及消费升级趋势，预计未来我国保温杯市场规模增速将高于发达国家，渗透率也将进一步提升。

**图表 42：中国不锈钢保温器皿市场规模**


来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

**图表 43：2017 年末保温器皿人均保有量（只）**


来源：北京欧立信研究中心，中泰证券研究所

- 行业标准与相关政策逐步完善，助力保温杯行业持续发展。**随着保温杯行业走向成熟，相关的国家/行业标准也逐步出台，此外还有数量众多的团体标准，对各类产品的定义、分类、性能要求以及检验规则等方面做出明确规定，有利于推进行业规范化和标准化进程。政策方面，国家在促进消费升级、提倡品质消费、促进真空绝热等保温材料技术方面的众多政策陆续出台，将有利于保温杯行业的蓬勃发展。

**图表 44：保温杯行业标准与相关政策逐步完善**

标准名称	发布部门	标准类型	标准号
不锈钢真空杯	国家质量监督检验检疫总局	国家标准	GB/T 29606-2013
不锈钢器皿	国家质量监督检验检疫总局	国家标准	GB/T 29601-2013
双层玻璃口杯	国家工信部	行业标准	QB/T 5035-2017
双层口杯	国家发展和改革委员会	行业标准	QB/T 2933-2008
塑料饮水口杯	国家工信部	行业标准	QB/T 4049-2010
双层玻璃口杯	浙江省品牌建设联合会	团体标准	T/ZZB 1112-2019
政策名称	颁发部门	主要内容	
国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要	全国人大	“全面促进消费”、“顺应居民消费升级趋势，把扩大消费同改善人民生活品质结合起来”“开展中国品牌创建行动，提升自主品牌影响力和竞争力”	

关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见	国务院	实施增品种、提品质、创品牌的“三品”战略”，制定了提高创意设计水平、增加中高端消费品供给和培育知名品牌等规划
轻工业发展规划（2016-2020年）	工信部	“推动日用玻璃工业向节能、环保、轻量化方向发展，重点发展高硼硅耐热玻璃器具、高档玻璃器皿等高附加值产品”
消费品标准和质量提升规划（2016—2020年）	国务院	“引导企业增强品牌和营销意识夯实品牌发展基础，完善质量奖励制度，实施消费品精品工程推动中国产品向中国品牌转变”

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

### 2.3、行业集中度待提升，头部企业未来可期

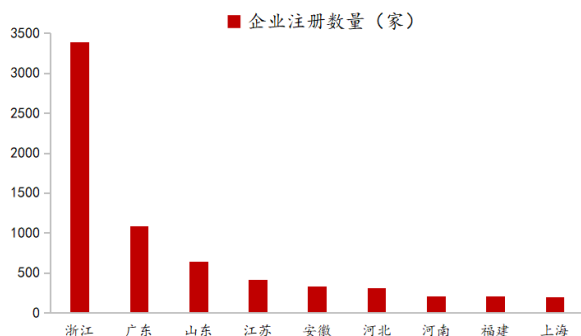
- 品牌端：我国不锈钢保温杯品牌可分为高端、中高端以及中低端三类，竞争格局分散。** 高端保温杯品牌以进口产品为主，包括膳魔师、虎牌、象印等，高端品牌在市场上形成了较稳定的消费群体和品牌认知度，销售额占比约为 7%；近年来国内保温杯品牌如哈尔斯、希诺、富光等快速崛起，产品定位中高端，品牌影响力及消费群体扩张较快，销售额占比约为 32%；中低端品牌则以区域性中小企业为主，产品同质化高、竞争激烈，销售额占比达 61%。整体而言，保温杯品牌市场的竞争格局较为分散。

图表 45：主要品牌划分

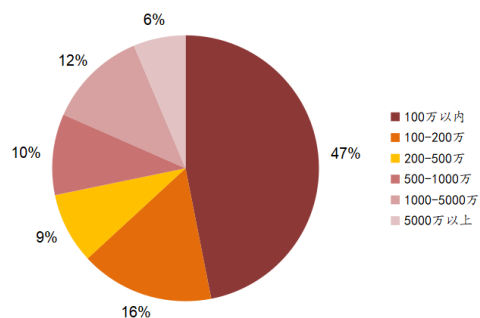
保温杯品牌定位	主要企业	销售额占比
高端	膳魔师、虎牌、象印等	7%
中高端	哈尔斯、希诺、富光等	32%
中低端	区域性中小企业	61%

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- 制造端：形成两大产业集群，竞争格局分散。** 我国目前保温杯行业形成了浙江、广东两大产业集群。截至 2019 年底，浙江为第一大产地，全国大约有 80%保温杯产自浙江金华，金华是“中国口杯之都”，永康是“中国五金之都”。永康和武义周边形成了完整的保温杯生产产业链。根据企查查数据，截至 2022 年 6 月，浙江注册资金在 100 万以内的相关企业约 3389 家。其次为广东，注册资金在 100 万以内的相关企业约 1084 家。行业制造企业以中小型为主，中小企业受限于资金和技术，通常存在产品品种单一、品质较低的情况。

**图表 46：保温杯行业形成浙江和广东两大产业集群**


来源：企查查，中泰证券研究所

**图表 47：保温杯制造商以中小型企业为主**


来源：企查查，中泰证券研究所，注：图例指企业注册资金

- 国内头部制造商竞争力不断增强，发展前景可期。**在品牌方面，头部保温杯制造商嘉益股份、哈尔斯、同富股份和希诺股份均打造了自有品牌，能通过与国外品牌商的合作机会积累产品设计、营销推广经验，为后续提升自有品牌影响力做铺垫。在客户方面，嘉益股份、哈尔斯、同富股份均进入国际知名品牌商供应体系，能受益于国际市场的高景气。在产能方面，截至 2021 年底，嘉益股份、哈尔斯、同富股份和希诺股份的保温杯产能分别为 1600/2930/1390/311 万只，按照 2021 年全国总产量 65292 万只来计算，四家公司的市占率分别为 2.5%/4.5%/2.1%/0.5%。我们预计随着保温杯市场的快速发展和集中，领先企业凭借品牌、客户和产能等优势有望进一步提升经营规模和市占率。

**图表 48：保温杯制造端核心企业**

公司名称	所在地区	主要业务模式	主要拥有品牌	主要客户	业绩情况	保温杯产能情况	2021 年市占率
嘉益股份	浙江金华	OEM/ODM	拥有 miGO、ONE2GO 自主品牌	PMI、S'well、Takeya、ETS	2021 年营收为 5.86 亿元，同比+64.69%，归母净利润为 0.82 亿元，同比+26.73%	截至 2021 年底，保温杯产能约 1600 万只	2.50%
哈尔斯	浙江永康	OEM/ODM	拥有哈尔斯、SIGG、SANTECO、NONOO 四个自主品牌	YETI、S'well、Takeya、STANLEY	2021 年营收为 23.89 亿元，同比+60.12%，归母净利润为 1.36 亿元，同比扭亏为盈	截至 2021 年底，保温杯产能约 2930 万只	4.50%
同富股份	浙江杭州	外协生产、贴牌产品	拥有 TOMIC、水魔王、BottleBottle 等自主品牌	星巴克、沃尔玛、Takeya、RealValue	2021 年营收为 19.48 亿元，同比+31.75%，归母净利润为 1.26 亿元，同比+33.96%	截至 2021 年底，保温杯产能约 1390 万只	2.10%
希诺股份	江苏南通	自主研发、设计、生产和销售	希诺/HEENOOR 自主品牌	经销商客户	2021 年营收为 7.00 亿元，同比+26.00%，归母净利润为 1.96 亿元，同比+11.04%	截至 2021 年底，保温杯产能约 311 万只	0.50%

来源：各公司公告，中泰证券研究所，注：表中 2021 年市占率以国内总产量为口径计算

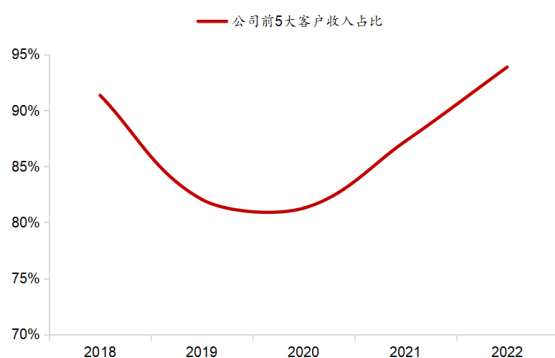


### 3、绑定核心客户+突破产能瓶颈，未来成长可期

#### 3.1、深度绑定国际知名客户，共同实现高成长

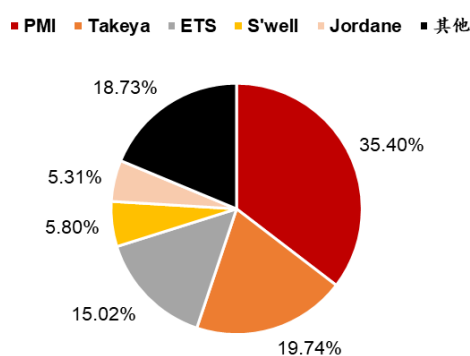
- **实施大客户战略，核心客户销售占比维持高位。**2020年公司前五大客户分别为国际知名品牌商，包括美国 PMI（旗下品牌 Stanley、aladdin）、ETS（旗下品牌 H2go）、日本 Takeya（旗下品牌 TAKEYA、Thermoflask）、S'well 公司（旗下品牌 S'well、Sip）、Jordane（旗下品牌 Hydrocell）。2018-2022 年 TOP5 客户销售额占比维持在 80% 以上，客户集中度较高，主要是因为公司实施大客户战略，优先将产能与资源配置给优质客户和优质订单，确保客户响应速度与服务质量。分客户情况来看，近年来，公司对 PMI 销售收入以及收入占比明显提升，2020-2021 年公司对 PMI 收入为 1.26 亿元、3.01 亿元，同比分别增长 11.23%、138.81%，2021 年收入占比超 50%，PMI 已成为公司第一大客户。

图表 49：公司 TOP5 客户占比维持在 80% 以上



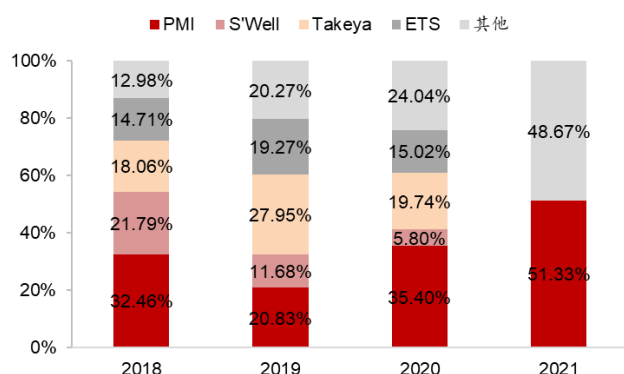
来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 50：2020 年公司收入分客户结构



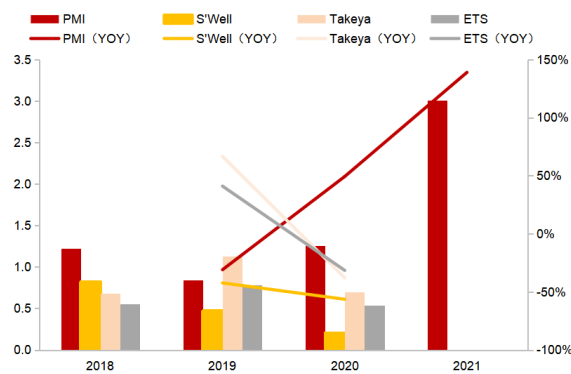
来源：公司招股书，中泰证券研究所

图表 51：2018-2021 年公司对四大国际知名品牌销售收入占比



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所，注：由于 2021 年年报的前五大客户中只披露了 PMI 的销售份额，故 2021 年未显示 S'well、Takeya、ETS 的数据

图表 52：2018-2021 年公司对四大国际知名品牌销售收入（亿元）及同比增速 (%)



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所，注：由于 2021 年年报的前五大客户中只披露了 PMI 的销售份额，故 2021 年未显示 S'well、Takeya、ETS 的数据

- **公司与核心客户建立了长期合作关系，是其主要供应商。**公司与核心客

户建立了长期、稳定的合作关系，其中与 PMI、ETS、S'well 公司合作时间在 8 年以上，与客户共同成长。根据公司招股书，截至 2021 年 6 月 22 日，公司为 S'well 的第一大供应商，为 PMI、ETS、Takeya 的主要供应商。假设当时 PMI 与 S'well 的毛利率为 60%~70%，ETS 与 Takeya 毛利率为 50%~60%，经我们测算，公司在 PMI、Takeya、ETS、S'well 公司的供应商采购份额占比分别达到 10%~13%、55%~68%、19%~24%、57%~76%。

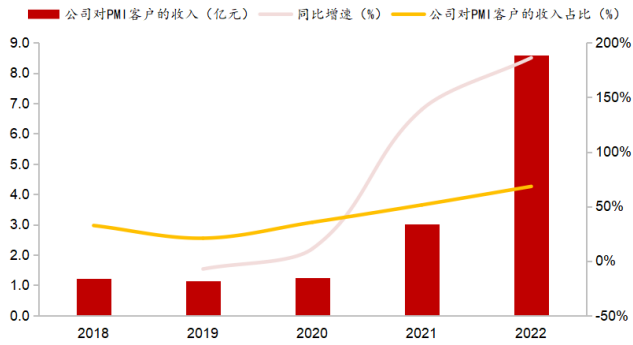
**图表 53：公司主要客户情况梳理**

客户	PMI	Takeya	ETS	S'Well
简介	美国知名品牌商，主要从事保温器皿容器的销售	日本知名品牌商，主要从事保温器皿容器的销售	美国知名品牌商，主要从事礼品私人订制业务	美国时尚品牌商，主要从事保温器皿的销售
客户主要销售品牌	星巴克、aladdin、STANLEY	TAKEYA、Thermoflask、Lululemon	H2go	S'well、S'ip
合作历史	约 11 年	约 7 年	约 17 年	约 8 年
公司在其供应商中的地位（截至 2021 年 6 月 22 日）	主要供应商	主要供应商	主要供应商	第一大供应商
2019 年客户销售情况（百万美元）	320	60	120	30
毛利率估计	60%~70%	50%~60%	50%~60%	60%~70%
2019 年公司在客户的收入情况（百万元）	84.35	113.17	78.03	47.29
公司占客户的供应份额估算	10%~13%	55%~68%	19%~24%	57%~76%

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- 第一大客户 PMI 发展迅速。**近年来，公司第一大客户 PMI 销售收入占比明显提升，2022 年 PMI 客户收入 8.60 亿元，同比增长 186.19%，收入占比提升 16.97pct 至 68.30%。PMI 成立于 1983 年，为美国著名咖啡连锁企业星巴克（Starbucks）的长期合作伙伴，于 2020 年与星巴克签署了北美地区星巴克的 7 年独家经营权。PMI 在 2002 年收购了两家百年保温杯品牌 aladdin、STANLEY，开启了自主品牌运营之路，aladdin、STANLEY 主要面向欧美中高端市场，售价相对较高，公司的销售单价和毛利率也相应较高。2021 年，美国夏晖集团（HAVI Group）完成了对 PMI 的收购，夏晖集团是麦当劳全球供应链的重要成员之一。我们预计夏晖集团的入主有望为 PMI 提供如食品供应链器皿、麦当劳销售渠道等更多业务拓展机会，以及更雄厚的资金与团队支持。

**图表 54：PMI 客户占比呈现提升趋势**
**图表 55：aladdin 和 STANLEY 保温杯产品**



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所



来源：aladdin、STANLEY 官网、京东、Lookin，中泰证券研究所

- 百年品牌 Stanley 拥抱年轻化改造，打破刻板形象。** Stanley 品牌起源于 1913 年，在发展中逐渐成为美国保温杯的经典，其墨绿色直筒保温杯是常见的经典款式。随着消费者对保温杯时尚和个性化的需求提升，Stanley 经典款产品显得较为落后，夏晖集团的入主助力 Stanley 品牌开启年轻化转型之路。在亚马逊网站新上架的 Stanley 产品中，保温杯颜色从主打亚光黑、暗绿色逐步转变为淡紫色、莓红色，颜色更加鲜艳多元，并且在瓶身形状也从原来的直筒改变为曲面特殊形状，产品更具时尚和个性。据亚马逊热销排名，2022~2023 年新上架的部分保温杯在较短时间内，排名已经超越 2020 年上架的经典款保温杯，年轻化改造后产品具有更受消费者青睐的趋势，将为 Stanley 销量做出较大贡献。

图表 56：百年品牌 Stanley 拥抱年轻化改造

款式	示意图	上架时间	颜色	亚马逊热销排名	款式	示意图	上架时间	颜色	亚马逊热销排名
经典款		2020 年 2 月	亚光黑	暂无排名	新款		2023 年 3 月	淡紫色	第 94 名
		2019 年 4 月	暗绿色	第 280 名			2022 年 8 月	莓红色	第 61 名

来源：亚马逊，中泰证券研究所，注：此表中亚马逊热销排名统计的是截至 2023 年 6 月 7 日，各类保温杯的历史最高排名

- Takeya 与 ETS 客户产品偏户外运动风格，受益于行业高景气。** Takeya 与 ETS 客户的产品风格更偏户外运动风，例如 Takeya 代表性的挂钩保

温杯适合运动携带，而且 Takeya 也是 Lululemon 全球唯一杯壶产品供应商，已推出 Lululemon 款式的保温杯。随着全球户外运动景气度的不断提升，预计 Takeya 等客户产品销售有望充分放量。

**图表 57: Takeya 与 Lululemon 代表性产品**

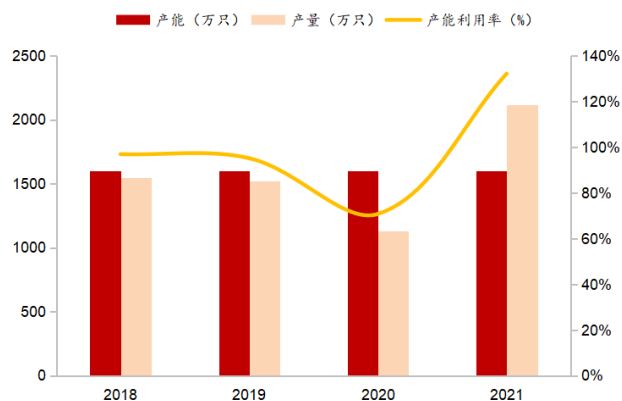


来源：Takeya 官网、天猫，中泰证券研究所

### 3.2、产能投放在即，完善业务布局

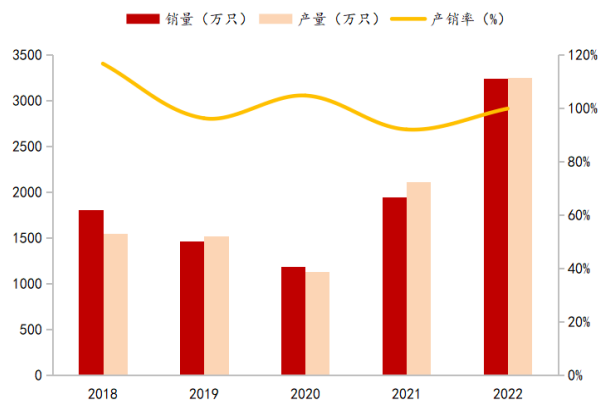
- **公司产销旺盛，产能利用率饱和。**2018 年以来，公司产能利用率基本在 90% 以上，2020 年受疫情影响产能利用率有所降低。2021 年，在订单需求旺盛刺激下，公司通过提高自动化水平及部分环节委外加工等方式，将产能利用率提高至 132%。从产销率来看，2018 年以来，公司每年产销率均在 90% 以上，产能供应处于较为紧张的状态。

**图表 58: 公司产能、产量及产能利用率**



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

**图表 59: 公司销量及产销率**



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

- **募投项目产能释放在即，有望解决产能瓶颈。**2021 年 9 月，公司通过 IPO 募资主要投入年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设，预计项目于 2023 年底开始投产。公司实际通过 IPO 募资约 1.10 亿元投入该项目，低于所需总投资 3.09 亿元。2023 年 5 月，公司公告拟发行可转债募资约 1 亿元继续完善 1000 万只保温杯产能建设，同时募资约 2 亿元投入越南 1350 万只保温杯产能建设，越南项目预计于 2023 年底完成基建、设备调试及试生产，有望于 2024Q1 出货。总体而言，公司募投项目产能释放在即，届时将有效解决产能瓶颈。

**图表 60: IPO 募投项目**

**图表 61: 可转债募投项目**

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	募资实际投入金额(亿元)
年产1000万只不锈钢真空保温杯生产基地建设	公司	3.09	1.10
研发检测中心	公司	0.59	0.10
补充流动资金	公司	0.50	0.36
合计		4.17	1.56

来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	拟用募资金额(亿元)
越南年产1350万只不锈钢真空保温杯生产建设	嘉益越南公司	2.41	2.00
年产1000万只不锈钢真空保温杯生产基地建设	公司	3.09	1.00
补充流动资金	公司	1.00	1.00
合计		6.50	4.00

来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

- 收购 miGo，设立子公司加大品牌拓展力度。**2019年，公司向 PMI 收购了 miGo 品牌，此次收购使公司拥有了 miGo 品牌在亚洲和太平洋地区（不含澳大利亚和新西兰）的全部商标、专利及其他资产，可以独立地在该地区范围内生产和销售 miGo 品牌产品。2018~2019 年公司设立了饮水科技、镁歌贸易、秦歌贸易、汉歌贸易、镁悦贸易和汉悦贸易等子公司，以加大 miGo 等自有品牌市场拓展力度。目前，公司拥有 miGo、ONE2GO 等多个自主品牌，在扩大公司产品市场覆盖面的同时产生良好的品牌协同效应，有效提升产品市场影响力。

**图表 62：子公司业务关系与发展定位情况**

子公司名称	业务关系与发展定位
饮水科技	为提升客户服务及响应水平，开展产品研发和销售，未来在北美市场发展自有品牌，公司在美国加利福尼亚州设立饮水科技。
镁歌贸易	镁歌贸易是公司自有品牌 miGo 的销售子公司，主要通过互联网及线下从事 miGo 品牌相关饮品、食品容器等产品的推广和销售。
秦歌贸易、汉歌贸易	公司拟将秦歌贸易、汉歌贸易作为其自有品牌 miGo、ONE2GO 的销售子公司。
镁悦贸易、汉悦贸易	公司拟将镁悦贸易、汉悦贸易作为其自有品牌 miGo 的销售子公司

来源：公司公告，中泰证券研究所

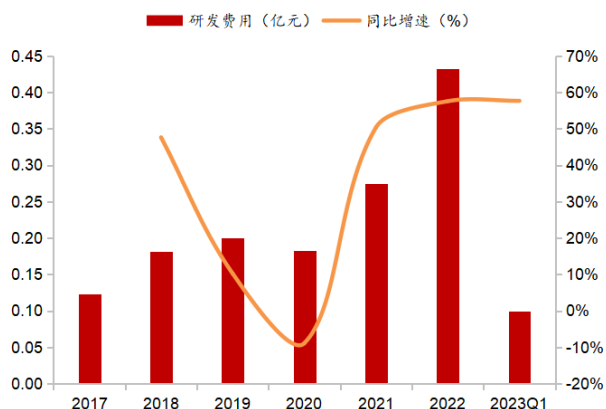
### 3.3、研发创新实力雄厚，地理区位优势明显

- 重视研发投入与创新，具有持续创新实力。**2022 年公司研发费用为 0.43 亿元，同比增加 57.59%，2023Q1 公司研发费用为 1000 万元，同比增加 57.69%，不断加大研发投入。公司研发费用率处于行业领先水平，常年处于 3% 以上，高于主要竞争对手。2020 年公司不锈钢保温器皿杯型数量达到 171 个，2017-2020 年公司当年开发产品型号占比分别为 39.07%、57.45%、29.10%及 30.20%，每年开发新型号占比较高，公司推新速度快，具有持续创新的实力。同时，公司产品具有较长生命周期与持续竞争力，公司 2017 年已推出的产品数量占 2020 年销售产品数



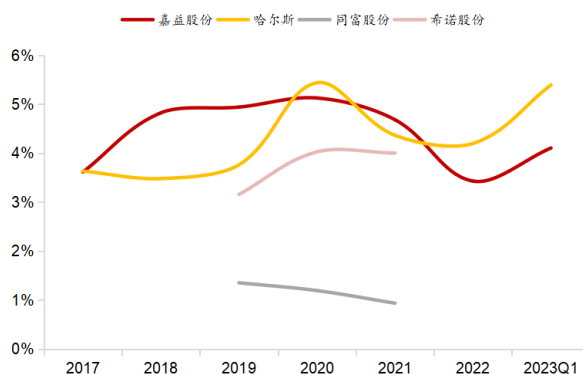
量的 29.69%，主要产品生命周期超过 3 年，部分经典款产品生命周期超过 6 年。

图表 63：2017 年至今公司研发费用及增速



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

图表 64：可比公司研发费用率



来源：公司招股书、公司公告，中泰证券研究所

- 公司核心技术优势体现在水胀模具、轻量旋薄、表面处理工艺等方面。这些技术能有效提高产品质量、稳定性和降低成本，同时提高公司市场竞争力。其中包括：1) 水胀模具技术提高产品质量稳定性、节约材料；2) 轻量旋薄设备可将 0.4mm 不锈钢杯体旋薄至 0.07mm，在行业内具备技术和成本优势；3) 水性有机硅喷绘技术实现内部已清洗和抗腐蚀属性；4) 真空气染技术提高表面印花团渗透性，减少固废污染。

图表 65：公司主要核心技术

序号	技术名称	应用	技术来源
1	超薄不锈钢焊接圆管合金密封液压成形技术	水胀工序	自主研发
2	真空气染印技术	产品的表面处理	自主研发
3	轻量旋薄技术	轻量产品	自主研发
4	智能温显技术	保温壶产品的盖体结构	自主研发
5	不锈钢保温杯新型表面处理技术	杯子的表面处理	自主研发
6	不锈钢保温杯轧花技术	产品表面处理	自主研发
7	不锈钢螺纹的精密成型加工技术	滚螺纹工序	自主研发
8	玻璃载银离子抗菌剂在保温容器上的应用	抗菌产品	自主研发
9	塑胶螺纹模具精密加工技术	杯盖螺纹	自主研发
10	智能娱乐系统在不锈钢真空保温器皿上的应用	智能杯	自主研发
11	水性有机硅表面喷涂技术	内喷涂	自主研发

来源：公司招股书，中泰证券研究所

- 周边产业链配套完善，助力降本增效。公司位于浙江金华武义县，与五金之都永康相邻。根据企查查，2019 年永康拥有保温杯生产企业 300 多家，配套企业 200 多家，从业人员 6 万余名，年产保温杯 6 亿多只，占全国总产量的 80% 以上。永康市与周边地区企业构成了完善配套的产

业集群相关企业研发技术、品质管理水平高，政府支持政策完善。根据公司公告，公司生产环节中非核心技术的部分工序（电解、电镀、抽真空等）会选择部分外协委托加工。公司所处地区市场供给充分，透明度高，助力公司在生产中降本增效。

图表 66：公司主要供应商情况

供应商	主营业务	2020 年采购金额（万元）	占当期采购总额比例	开始合作时间
武义全进金属制品有限公司	金属制日用品、不锈钢管的制造、加工、销售	2412.07	15.73%	2017 年
永康市天卓不锈钢制品有限公司	不锈钢制品制造、加工	964.89	6.29%	2019 年
东莞市增元硅胶制品有限公司	硅胶制品、橡胶制品的生产、销售	673.28	4.39%	2013 年
永康市瑞能不锈钢制品厂	不锈钢制品制造、加工	610.1	3.98%	早于 2010 年
永康市黄岗五金冲件厂	保温杯内底、五金冲件加工	450.58	2.94%	2013 年

来源：公司招股书，中泰证券研究所

- **公司交付周期较短，能及时满足客户需求且规避风险。**依托高效与先进的技术优势及区位优势，公司形成了高效的交付能力。公司接到订单后采购、生产至交货周期为 3-4 月，周期较短，可充分响应客户对时效性的要求，同时可较大程度地规避原材料价格波动及汇率波动等风险。

#### 4、首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司是国内保温杯制造行业领先者，目前产能释放在即、积极拓展国外市场且具备客户、研发等多方面优势，有望充分受益于全球户外运动高景气、保温杯快消品属性日益凸显、北美保温杯人均消费量及中国渗透率持续提升。对公司业务的关键假设如下：

**1) 不锈钢真空保温器皿业务：**2018~2020 年公司不锈钢保温杯平均单价及销量来自公司招股书，根据本文第一章的产品量价拆分分析，我们假设 2021~2022 年公司的金属制品业务销量中不锈钢保温杯占比 95%，由此可以估计出 2021-2022 年保温杯的销量及平均单价。经过前文分析，2012-2021 年全球不锈钢保温杯市场规模 CAGR 约 20%，我们认为市场规模有望继续快速增长，公司作为业内领先企业，保温杯收入增速有望接近行业规模增速，预计 2023-2025 年该业务收入同比增速约 10%~20%。前三年保温杯单价及毛利率相对波动幅度不大，假设 2023-2025 年保温杯单价与前三年水平接近，约 30~35 元/只，毛利率与前三年水平接近，约 35%。

**2) 不锈钢器皿业务：**2020-2022 年该业务收入波动较大的主要原因为疫情以及运费波动影响（根据图表 14 可知，2020-2022 年运费高起回落），且 2022 年该业务毛利率明显下降，我们推测主要受疫情因素影响。随着疫情结束、公司产能释放、需求持续增长及海运费趋稳，预计 2023 年不锈钢器皿业务收入同比增速转正，未来三年收入以 10% 的增速（略低于不锈钢保温杯市场规模增速）稳健增长，毛利率回归到疫情前的水平，假设毛利率约 20%。总体而言，该业务占公司总营收比例较小，不构成重大影响。

**3) 塑料杯与玻璃杯业务：**2020-2022 年塑料杯与玻璃杯业务受疫情及运费波动影响，收入及毛利率分别均呈现大幅波动。随着疫情结束、需求持续增长及海运费趋稳，预计未来三年塑料杯、玻璃杯业务收入稳健增长，毛利率回归到疫情前的水平，假设塑料杯毛利率约 20%、玻璃杯毛利率约 35%。总体而言，塑料杯与玻璃杯业务占公司总营收比例均较小，不构成重大影响。

**4) 其他业务：**主要包括废料销售等收入，占公司营收比例较小，对公司经营不构成重大影响，预计未来稳健增长。

**5) 期间费用率假设：**考虑到公司在海外设立子公司以进一步拓展市场，假设未来三年销售费用率逐年上升；公司实施股权激励将导致管理费用增加，假设未来三年管理费用率逐年上升；公司有望加大新品研发投入，增强核心竞争力，预计未来三年研发费用率逐年上升。

- 首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司净利润分别为 3.37、3.90、4.57 亿元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍。我们选取布局保温器皿的哈尔斯、爱仕达、苏泊尔、新宝股份作为嘉益股份的可比公司。可比公司 2023~2025 年平均 PE 估值为 16、53、12 倍。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 67：公司业绩拆分**

业务	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不锈钢真空保温器皿收入（百万元）	284.92	316.93	344.02	322.95	542.19	1196.20	1401.04	1601.19	1801.34
不锈钢真空保温器皿收入YOY（%）	-	11.23%	8.55%	-6.12%	67.89%	120.62%	17.12%	14.29%	12.50%
不锈钢真空保温器皿平均单价（元/只）	-	29.20	31.56	31.56	29.35	38.85	35.00	32.00	30.00
不锈钢真空保温器皿销量（百万只）	-	10.85	10.90	10.23	18.47	30.79	40.03	50.04	60.04
不锈钢真空保温器皿销量YOY（%）	-	-	0.43%	-6.12%	80.53%	66.69%	30.00%	25.00%	20.00%
不锈钢真空保温器皿收入占比（%）	83.78%	84.19%	84.95%	90.82%	92.58%	94.97%	94.35%	93.55%	92.87%
不锈钢真空保温器皿毛利率（%）	26.83%	36.24%	34.97%	35.23%	28.15%	34.01%	35.00%	35.00%	35.00%
不锈钢真空保温器皿毛利润（百万元）	76.43	114.85	120.30	113.77	152.64	406.86	490.36	560.42	630.47
不锈钢器皿收入（百万元）	18.00	26.97	25.36	12.38	14.36	12.95	14.25	15.67	17.24
不锈钢器皿收入YOY（%）	-	49.83%	-5.97%	-51.18%	15.99%	-9.82%	10.00%	10.00%	10.00%
不锈钢器皿收入占比（%）	5.29%	7.16%	6.26%	3.48%	2.45%	1.03%	0.96%	0.92%	0.89%
不锈钢器皿毛利率（%）	13.89%	22.36%	25.83%	25.93%	15.67%	1.47%	20.00%	20.00%	20.00%
不锈钢器皿毛利润（百万元）	2.50	6.03	6.55	3.21	2.25	0.19	2.85	3.13	3.45
塑料杯收入（百万元）	22.42	16.77	18.46	7.51	5.54	7.21	8.65	10.38	12.46
塑料杯收入YOY（%）	-	-25.20%	10.08%	-59.32%	-26.23%	30.14%	20.00%	20.00%	20.00%
塑料杯收入占比（%）	6.59%	4.45%	4.56%	2.11%	0.95%	0.57%	0.58%	0.61%	0.64%
塑料杯毛利率（%）	8.03%	20.63%	21.94%	16.78%	18.05%	4.44%	20.00%	20.00%	20.00%
塑料杯毛利润（百万元）	1.80	3.46	4.05	1.26	1.00	0.32	1.73	2.08	2.49
玻璃杯收入（百万元）	10.90	8.44	6.00	4.89	4.96	3.10	3.16	3.23	3.29
玻璃杯收入YOY（%）	-	-22.57%	-28.91%	-18.50%	1.43%	-37.50%	2.00%	2.00%	2.00%
玻璃杯收入占比（%）	3.21%	2.24%	1.48%	1.38%	0.85%	0.25%	0.21%	0.19%	0.17%
玻璃杯毛利率（%）	38.35%	27.01%	46.50%	54.60%	53.63%	47.42%	35.00%	35.00%	35.00%
玻璃杯毛利润（百万元）	4.18	2.28	2.79	2.67	2.66	1.47	1.11	1.13	1.15
其他业务收入（百万元）	3.83	7.35	11.13	7.85	18.57	40.08	57.90	81.06	105.38
其他业务收入YOY（%）	-	91.91%	51.43%	-29.47%	136.56%	115.83%	44.46%	40.00%	30.00%
其他业务占比（%）	1.13%	1.95%	2.75%	2.21%	3.17%	3.18%	3.90%	4.74%	5.43%
其他业务毛利率（%）	81.72%	68.84%	72.15%	74.27%	52.34%	56.64%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务毛利润（百万元）	3.13	5.06	8.03	5.83	9.72	22.70	34.74	48.64	63.23
合计营业收入（百万元）	340.07	376.46	404.97	355.58	585.62	1259.54	1485.00	1711.52	1939.70
合计营业收入YOY（%）	-	10.70%	7.57%	-12.20%	64.69%	115.08%	17.90%	15.25%	13.33%
合计毛利率（%）	25.89%	34.98%	35.00%	35.64%	28.73%	34.26%	35.74%	35.96%	36.13%
合计毛利润（百万元）	88.04	131.68	141.72	126.74	168.27	431.54	530.79	615.39	700.78
归母净利润（百万元）	25.82	81.22	71.90	64.84	82.17	271.91	336.96	389.61	456.68
归母净利润YOY（%）	-	214.56%	-11.48%	-9.82%	26.73%	230.91%	23.92%	15.62%	17.21%
归母净利率（%）	7.59%	21.57%	17.75%	18.23%	14.03%	21.59%	22.69%	22.76%	23.54%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 68：可比公司估值**

公司	代码	2023/6/12	EPS (元)				PE (倍)				数据来源
		股价 (元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
哈尔斯	002615.SZ	5.72	0.50	0.35	0.40	0.51	11.44	16.27	14.29	11.18	Wind 一致预期
爱仕达	002403.SZ	8.58	-0.23	-0.05	0.05	-	-37.30	-182.55	171.94	-	Wind 一致预期
苏泊尔	002032.SZ	47.47	2.56	2.83	3.13	3.46	18.51	16.79	15.18	13.71	Wind 一致预期
新宝股份	002705.SZ	17.65	1.17	1.26	1.44	1.59	15.03	13.97	12.22	11.13	Wind 一致预期
均值 (剔除负值进行测算)							14.99	15.68	53.41	12.01	-
嘉益股份	301004.SZ	34.51	2.61	3.24	3.75	4.39	13.22	10.65	9.20	7.86	本文预测数据

来源：Wind，中泰证券研究所



## 5、风险提示

### 市场竞争加剧风险

- 国际市场不锈钢真空保温器皿产品更新换代速度较快，消费者对产品品质和外观的要求也越来越高，同时业内竞争对手也在不断提升产品设计水平和工艺流程。若未来公司不能及时在产品研发设计、制造工艺、品牌营销、渠道建设等方面取得进步，将对公司的市场竞争地位与经营业绩造成不利影响。

### 大客户合作关系变动风险

- 公司的大客户主要为国际知名不锈钢真空保温器皿品牌商，未来若公司与海外大客户的合作关系发生重大不利变化，导致公司无法获取大量 OEM、ODM 订单，将对公司收入及利润水平造成不利影响。

### 汇率波动及贸易政策变化风险

- 公司主要出口地为欧美、日韩等发达国家和地区，主要结算货币为美元，若未来美元等结算货币的汇率出现大幅波动，可能对公司造成一定损失。同时近年来部分海外国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度，贸易政策的变化可能会对公司出口产生不利影响。

### 产能投放不及预期风险

- 公司 IPO 募投项目“年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设”预计于 2023 年底开始投产，可转债募投项目“越南 1350 万只保温杯产能建设”预计于 2023 年底完成基建、设备调试及试生产；若产能投放规模、时间等不及预期，可能对公司的出货、收入确认等产生不利影响，进而影响公司业绩。

### 研报中使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险

图表 69：公司盈利预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	443	865	1,357	1,915	营业收入	1,260	1,485	1,712	1,940
应收票据	0	0	0	0	营业成本	828	954	1,096	1,239
应收账款	120	144	166	187	税金及附加	5	6	7	19
预付账款	27	31	33	37	销售费用	22	27	34	50
存货	150	173	199	224	管理费用	56	71	86	107
合同资产	0	0	0	0	研发费用	43	55	65	83
其他流动资产	52	55	58	61	财务费用	-26	-4	-4	-5
流动资产合计	791	1,267	1,812	2,424	信用减值损失	-5	-5	-5	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-9	-6	-20
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收益	-16	-5	-5	-10
固定资产	260	241	224	208	投资收益	9	10	5	0
在建工程	17	21	25	29	其他收益	11	12	20	122
无形资产	45	39	32	27	营业利润	311	379	436	528
其他非流动资产	18	21	23	25	营业外收入	0	5	5	1
非流动资产合计	341	323	306	291	营业外支出	1	1	1	6
资产合计	1,132	1,591	2,119	2,715	利润总额	310	383	440	523
短期借款	0	97	226	335	所得税	39	46	50	66
应付票据	4	1	2	2	净利润	271	337	390	457
应付账款	141	172	186	215	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	2	1	1	归属母公司净利润	272	337	390	457
合同负债	5	6	7	8	NOPLAT	248	334	386	452
其他应付款	37	37	37	37	EPS (按最新股本摊薄)	2.61	3.24	3.75	4.39
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	72	88	102	124	主要财务比率				
流动负债合计	260	403	561	722	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	115.1%	17.9%	15.3%	13.3%
其他非流动负债	4	4	4	4	EBIT增长率	195.7%	33.3%	15.0%	18.7%
非流动负债合计	4	4	4	4	归母公司净利润增长率	230.9%	23.9%	15.6%	17.2%
负债合计	264	407	565	726	获利能力				
归属母公司所有者权益	868	1,184	1,553	1,989	毛利率	34.3%	35.7%	36.0%	36.1%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.5%	22.7%	22.8%	23.5%
所有者权益合计	868	1,184	1,553	1,989	ROE	31.3%	28.5%	25.1%	23.0%
负债和股东权益	1,132	1,591	2,119	2,715	ROIC	34.7%	30.4%	24.9%	22.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	23.3%	25.6%	26.7%	26.7%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	0.5%	8.5%	14.8%	17.1%
经营活动现金流	265	343	384	480	流动比率	3.0	3.1	3.2	3.4
现金收益	264	357	408	472	速动比率	2.5	2.7	2.9	3.0
存货影响	-37	-23	-26	-26	营运能力				
经营性应收影响	-58	-19	-18	-6	总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.7
经营性应付影响	114	30	14	29	应收账款周转天数	26	32	33	33
其他影响	-17	-1	6	10	应付账款周转天数	45	59	59	58
投资活动现金流	-115	-1	-5	-16	存货周转天数	57	61	61	61
资本支出	-133	-3	-3	-4	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	2.61	3.24	3.75	4.39
其他长期资产变化	18	2	-2	-12	每股经营现金流	2.55	3.30	3.69	4.61
融资活动现金流	4	80	113	93	每股净资产	8.34	11.38	14.93	19.12
借款增加	0	97	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-30	-21	-21	-21	P/E	13	11	9	8
股东融资	35	0	0	0	P/B	4	3	2	2
其他影响	-1	4	5	5	EV/EBITDA	38	29	25	22

来源：wind，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。