

嘉益股份 (301004.SZ) 保温杯制造优质企业，需求景气+扩产在即加速成长

2022 年 11 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）
周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

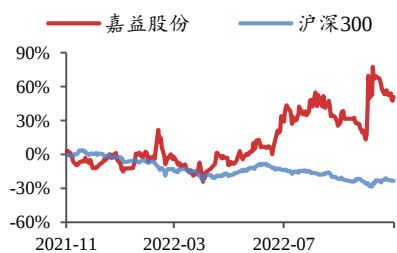
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/11/24
当前股价(元)	33.55
一年最高最低(元)	40.50/17.08
总市值(亿元)	34.62
流通市值(亿元)	8.39
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.25
近 3 个月换手率(%)	560.14

股价走势图



数据来源：聚源

● 保温杯制造优质企业，需求景气+扩产在即，首次覆盖给予“买入”评级

公司为国内知名的不锈钢杯壶制造商，业务以 OEM/ODM 代工模式为主，深度绑定 PMI、Takeya 等国际知名保温器皿品牌商。受益于海外客户订单持续放量，2022Q1-Q3 公司营收及业绩实现高增，分别同增 112.5%/172.2%。我们认为依托核心客户持续绑定、海外需求高景气度延续，公司在产能扩充后将迎来新一轮发展。预计 2022-2024 年归母净利润为 2.03/2.17/2.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.96/2.10/2.66 元，当前股价对应 PE17.1/15.9/12.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 三重驱动不锈钢保温杯行业景气度持续，看好公司从中受益

市场规模方面，全球不锈钢保温杯市场正稳健扩张，2021 年全球市场规模约为 70 亿美元。中国市场方兴未艾，行业产品消费属性增强叠加应用场景多元化，三重驱动下，行业景气度有望延续，长期发展逻辑通顺。**从品牌及制造端看**，行业竞争格局分散，现有产品质量良莠不齐，留给优质的保温杯制造商较大发挥空间，我们看好嘉益股份作为该赛道的优质企业从中受益。

● 核心客户持续绑定订单收入确定性强，自有品牌逐步发力

OEM/ODM 业务：公司较早切入 PMI、Takeya 等国际大客户供应链体系，且牢牢占据主要/第一供应商地位。核心客户在保温杯赛道内表现亮眼，公司第一大客户 PMI 获得星巴克北美地区水杯类产品 7 年独家经营权，2021 年公司 PMI 销额同增 51.33%；公司独供 Takeya 下 Lululemon 系列产品持续热销。**自有品牌**：miGo 品牌底蕴深厚，线上线下渠道已全面跑通，2025 年销额预计达 9529 万元。

● 研发实力行业领先，产能爬升公司高速增长可期

研发：公司研发能力行业领先，核心技术覆盖产品结构、表面处理、生产工序等多方面，且投入持续加大，2021 年公司研发费用达 2742 万元，同增 50.4%。**产能**：公司目前年产能 1600 万台，产能利用率及产销率常年高位运行，2021 年分别为 132%/92%，产品供不应求。截止 2022H1，公司扩产项目主体基建已经完成，2 栋生产楼将于 2022Q4 投入试生产，年产能预计将于三年内提升 56% 至 2500 万台，有效解决产能瓶颈，助力公司进行新一轮订单开拓。

● 风险提示：市场竞争加剧、原材料价格上升、大客户订单不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	356	586	1,060	1,189	1,441
YOY(%)	-12.2	64.7	80.9	12.3	21.2
归母净利润(百万元)	65	82	203	217	274
YOY(%)	-9.8	26.7	146.7	7.2	26.4
毛利率(%)	35.6	28.7	31.5	30.2	31.0
净利率(%)	18.1	13.9	19.0	18.1	18.9
ROE(%)	16.6	13.5	25.9	22.0	22.0
EPS(摊薄/元)	0.63	0.80	1.96	2.10	2.66
P/E(倍)	53.4	42.1	17.1	15.9	12.6
P/B(倍)	9.0	5.7	4.5	3.5	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、保温杯制造优质企业，2022Q1-Q3 实现业绩高增	5
1.1、聚焦不锈钢杯壶制造，客户资源积累深厚	5
1.2、股权架构稳定，股权激励投入加大	6
1.3、财务分析：海外需求景气助力公司业绩高增，盈利能力有望提升	8
2、不锈钢保温杯行业：整体规模稳健扩张，多因素驱动景气度上行	12
2.1、行业规模：整体规模持续扩张，疫后实现逆势增长	13
2.1.1、消费端：发达国家为不锈钢保温杯主要消费市场	14
2.1.2、制造端：以中国为首的发展中国家为不锈钢真空保温器皿制造中心	14
2.2、行业驱动：多因素驱动行业景气度上行，持续增长逻辑通顺	15
2.2.1、驱动一：户外需求景气助力行业扩大，应用场景多元化提升市场规模扩大可能性	15
2.2.2、驱动二：行业产品耐用属性减弱，消费属性增强	18
2.2.3、驱动三：国内市场方兴未艾，低渗透率带来成长想象空间	18
2.3、竞争格局：品牌及制造端市场均较为分散，国有品牌力逐步增强	19
2.3.1、品牌端：市场竞争格局分散，进口品牌拥有较大品牌吸引力	19
2.3.2、制造端：形成两大产业集群，行业以中小制造厂商为主	19
3、核心竞争力：核心客户绑定赋能公司发展，突破产能瓶颈后高速增长可期	21
3.1、业务端：海外代工业务增速亮眼，核心客户合作稳固	21
3.2、产品端：技术创新能力行业领先，研发投入持续加大	24
3.3、产能端：IPO 有效解决产能瓶颈，产能有望爬升至 2500 万台	27
4、盈利预测与投资建议	28
4.1、关键假设	28
4.2、相对估值	29
5、风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1：国内知名不锈钢杯壶制造商，深耕保温杯制造领域	5
图 2：公司客户资源丰富，多为国际知名保温器皿制造商	6
图 3：公司股权架构稳定，创始人夫妇为实控人	7
图 4：2022Q1-Q3 公司营业收入同增 112.5%	8
图 5：2022Q1-Q3 公司归母净利润同增 172.2%	8
图 6：不锈钢真空保温器皿为营收主要支柱（单位：亿元）	8
图 7：公司出口型企业特征明显（单位：亿元）	8
图 8：公司主营业务成本结构稳定，直接材料占比约 60%	9
图 9：2022Q1-Q3 公司盈利能力趋势向好	10
图 10：嘉益股份毛利率高于可比公司	10
图 11：2022 年初产品原材料不锈钢价格回落（单位：元/吨）	10
图 12：2022 年 7 月起海运价格高位回落利好公司出口业务（单位：点）	10
图 13：2022Q1-Q3 公司期间费用率同比下降 5.5pct	11
图 14：2022H1 公司存货及应收账款周转天数分别为 68/34 天	11
图 15：2022H1 公司经营活动现金流为 0.5 亿元	11
图 16：保温杯下游品牌商毛利率超过 50%，中、上游毛利率在 20%-30%左右	13

图 17: 2021 年全球不锈钢保温器皿市场规模约为 500 亿元 (单位: 亿元)	14
图 18: 2020 年全球不锈钢保温器皿实现逆势增长	14
图 19: 2018 年欧洲为保温器皿主要消费市场	14
图 20: 不锈钢保温器皿消费量稳健增长	14
图 21: 2021 年中国不锈钢产量全球占比达 56%	15
图 22: 2018 年中国不锈钢真空保温器皿产量占比 65%	15
图 23: 中国不锈钢保温器皿出口金额占比持续走高	15
图 24: 保温杯行业产量在疫后快速恢复原有增速	15
图 25: 2020 年全球户外用品市场增速亮眼	16
图 26: 2020 年美国家庭在户外用品上的花费明显增多	16
图 27: 2021 年我国保温杯出口金额增速明显	16
图 28: 2022Q2 户外相关公司营收增速表现亮眼	17
图 29: 2022Q2 户外相关公司利润增速表现亮眼	17
图 30: 保温杯产品形态演变, 消费属性增强	18
图 31: IP 联名、明星限量版等营销方式兴起	18
图 32: 不锈钢保温杯市场稳健增长	19
图 33: 我国不锈钢保温杯人均保有量低于发达国家水平	19
图 34: 不锈钢保温杯市场产品主要分为三层次	19
图 35: 2021 年中国杯壶市场 CR5 仅 17%	19
图 36: 行业以中小型制造企业为主	20
图 37: 保温杯行业形成浙江、广东两大产业集群	20
图 38: 2020 年 OEM/ODM 业务合计收入 3.25 亿元	21
图 39: 2020 年公司自有品牌收入提升至 7.35%	21
图 40: 公司前五大客户销售占比维持在 80% 以上	22
图 41: 高毛利 PMI 客户收入占比不断增高	22
图 42: S'well 独特的保龄球造型产品风靡全球	23
图 43: miGo 品牌产品种类丰富	23
图 44: miGo 京东、天猫旗舰店粉丝总计达 50 万人次	23
图 45: miGo 品牌 2025 年销售收入或近一亿元	24
图 46: 公司实用新型专利占比达 44.14%	24
图 47: 不锈钢保温杯产品型号稳定增多	24
图 48: 2021 年公司研发费用投入同比增长 50.4%	26
图 49: 2021 年嘉益股份研发费用率达 4.7%	26
图 50: 2021 年公司产能利用率达 132%	27
图 51: 公司整体产销率维持在 90% 以上	27
图 52: 2021 年公司人工成本占比近 20%	28
图 53: 公司生产设备自动化程度较高	28
表 1: 产品矩阵完善, 覆盖目标市场范围广	5
表 2: 公司于 2022 年内先后两次颁布股权激励方案	7
表 3: 公司销售收入主要来源于量增	9
表 4: 杯壶行业主要产品划分, 保温杯适用于多场景	12
表 5: 保温杯可在多场景应用, 不同场景有不同的产品需求	17
表 6: 我国保温杯行业涌现较多优质公司	20
表 7: 公司与数家国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商保持深度合作 (单位: 万美元)	22

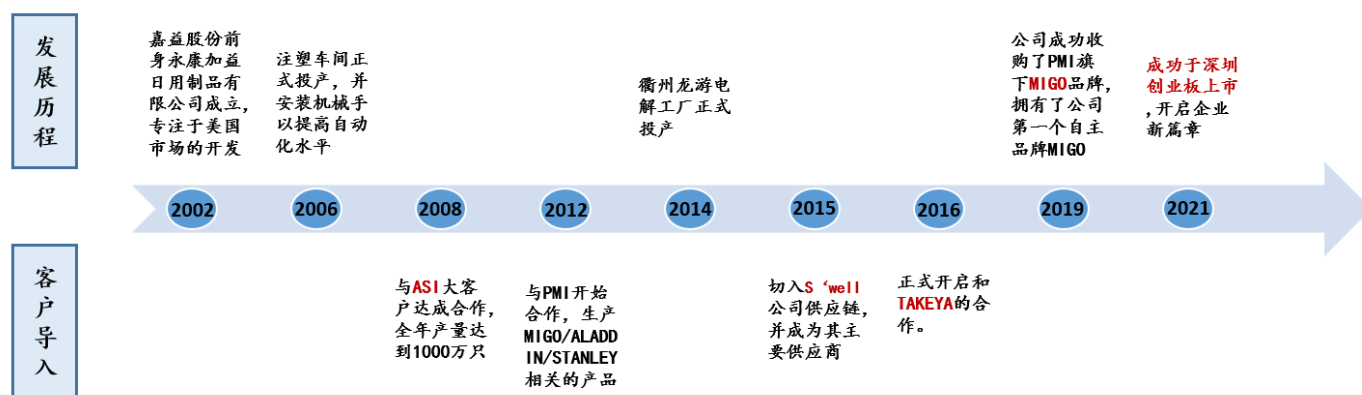
表 8： 公司多项核心技术解决行业痛点	25
表 9： 公司储备项目有望进一步巩固核心竞争优势.....	26
表 10： 募投项目有望显著改善公司产能瓶颈.....	28
表 11： 2022-2024 公司营业总收入增速预计分别为 80.9%/12.3%/21.2%	29
表 12： 可比公司估值情况	30

1、保温杯制造优质企业，2022Q1-Q3 实现业绩高增

1.1、聚焦不锈钢杯壶制造，客户资源积累深厚

聚焦不锈钢杯壶制造，OEM/ODM 为主要业务模式。自 2004 年成立至今，公司专注于不同材质的饮品、食品容器的研发设计、生产与销售，经过多年发展已成为是国内知名不锈钢杯壶制造商之一，形成不锈钢真空保温器皿和非真空器皿两大产品系列。**业务布局方面**，公司自成立之初专注美国市场开发，采用 OEM/ODM 业务模式与国际知名品牌商进行合作，近年来，在拓展国际市场业务的基础上，通过自创 ONE2GO 品牌和收购 miGo 品牌，加强自主品牌的开发和宣传力度，形成品牌协同效应，进一步扩大企业影响力。

图1：国内知名不锈钢杯壶制造商，深耕保温杯制造领域



资料来源：公司官网、开源证券研究所

产品矩阵完善，客户资源积累深厚。嘉益股份已形成不锈钢真空保温器皿和非真空器皿两大系列生产制造产品线，覆盖户外、居家日常、办公等应用场景。不锈钢真空保温器皿主打保温功能，针对不同的应用场景设计出不同的产品形态。非真空器皿系列产品主打安全便携、节能环保等功能，场景普适性高。客户开拓方面，公司已与包括 PMI、ETS、Takeya 在内的众多国际知名不锈钢真空保温器皿品牌商客户展开合作，销售区域主要分布在欧美、东南亚等地区。

表1：产品矩阵完善，覆盖目标市场范围广

应用场景/适用人群		产品	价格区间（元/件）
不锈钢器皿	日常生活	不锈钢保温瓶	79-208
	办公、日常居家	不锈钢杯	约 29-129
	短途旅行、户外活动	不锈钢旅行马克杯	约 128-498
	长途旅行	不锈钢旅行瓶	约 98-529

应用场景/适用人群		产品	价格区间（元/件）	
金属器皿	宾客宴请	不锈钢酒杯		约 39-156
	青少年儿童	不锈钢儿童杯		49.9-208.9
	日常居家，办公	不锈钢壶		268
	日常居家烹饪	焖烧壶		约 119-586
玻璃器皿	日常生活	玻璃杯		47.7-84.9
	日常生活	玻璃泡茶壶		74.9-139.9
塑料器皿	日常生活	塑料杯		49.9-96.9

资料来源：嘉益股份招股说明书、天猫 MiGo 旗舰店、开源证券研究所

图2：公司客户资源丰富，多为国际知名保温器皿制造商

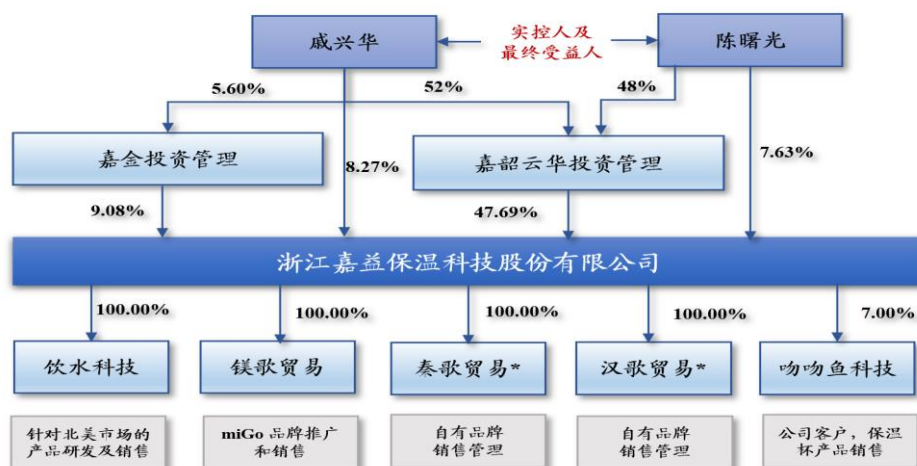
				
				
				

资料来源：嘉益股份官网

1.2、股权架构稳定，股权激励投入加大

公司股权架构稳定集中，创始人夫妇为实控人。截止至 2022Q3，公司创始人兼董事长戚兴华先生，通过嘉韶云华、嘉金投资等平台合计控制公司 33.58%股份，其妻子陈曙光女士通过嘉韶云华间接持股 23.63%，合计控制公司 57.21%股份，夫妇二人为公司实际控制人及最终受益人。同时，公司设立员工持股平台嘉金投资，持有公司 9.38%股份。

图3：公司股权架构稳定，创始人夫妇为实控人



资料来源：嘉益股份官网、Wind、开源证券研究所

股权激励力度加大，护航员工与公司共成长。公司于 2022 年两次颁布股权激励计划，合计收入股票数量约 830 万股，授予对象涵盖公司中、高层管理人员与核心技术骨干。最新股权激励考核目标为以 2021 年为基数，2022、2023、2024 年公司净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%；或营业收入增长率分别不低于 60%、90%、120%。股权激励的加大投入有助于绑定公司与高管、核心人才利益，业绩考核目标一定程度彰显公司长期发展信心。

表2：公司于 2022 年内先后两次颁布股权激励方案

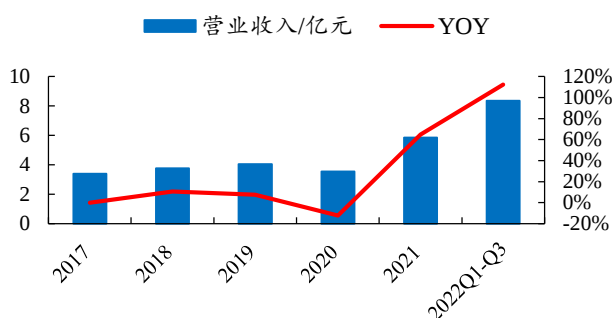
股权激励项目	激励对象	拟授予股票数量	授予价格	考核指标
2022 年第二期 限制性股票激励 计划	1、公司董事、公司 高级管理人员（3 人）；	332 万股	10.90 元	以 2021 年为基数，公司 2022、2023、 首次授予第一 2024 年净利润增长率分别不低于 50%、 至三个解除限 70%、90%；或以 2021 年为基数，公司 售期 2022、2023、2024 年营业收入增长率分 别不低于 60%、90%、120%。
	2、中层管理人员、 核心技术（业务）骨 干（65 人）	83 万股		以 2021 年为基数，公司 2023、2024 年 预留部分第一 净利润增长率分别不低于 70%、90%； 至二个解除限 或以 2021 年为基数，公司 2023、2024 售期 年营业收入增长率分别不低于 90%、 120%。
2022 年限制性 股票激励计划	1、公司董事、公司 高级管理人员（3 人）；	332 万股	10.14 元	以 2020 年为基数，公司 2022、2023、 首次授予第一 2024 年净利润增长率分别不低于 30%、 至三个解除 60%、90%；或以 2020 年为基数，公司 限售期 2022、2023、2024 年营业收入增长率分 别不低于 80%、120%、160%。
	2、中层管理人员、 核心技术（业务）骨 干（65 人）	83 万股	10.14 元	以 2020 年为基数，公司 2023、2024 年 预留部分第一 净利润增长率分别不低于 60%、90%； 至二个解除限 或以 2020 年为基数，公司 2023、2024 售期 年营业收入增长率分别不低于 120%、 160%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：海外需求景气助力公司业绩高增，盈利能力有望提升

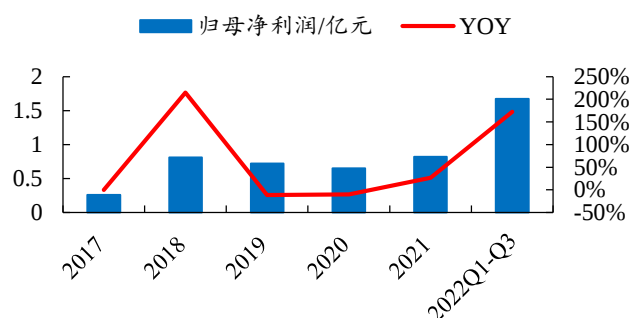
海外订单增加带动公司营收及业绩快速增长。公司营业收入从 2017 年的 3.4 亿元增长至 2021 年的 5.9 亿元，CAGR 为 14.7%%；归母净利润从 2017 年的 0.26 亿元增长至 2021 年的 0.82 亿元，CAGR 为 33.3 %。2021 年，海外疫情影响减弱，户外消费兴起带动不锈钢保温杯需求扩大，公司从中受益，海外客户订单增多，收入及利润呈现高增长。2022 年，我们预计海外市场的户外场景的产品需求仍将保持较高景气度，带动公司收入及利润进一步增长。2022Q1-Q3 公司收入及利润分别同比增长 112.5%/172.2%至 8.4 亿元/1.7 亿元，维持高增速态势。

图4：2022Q1-Q3 公司营业收入同增 112.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

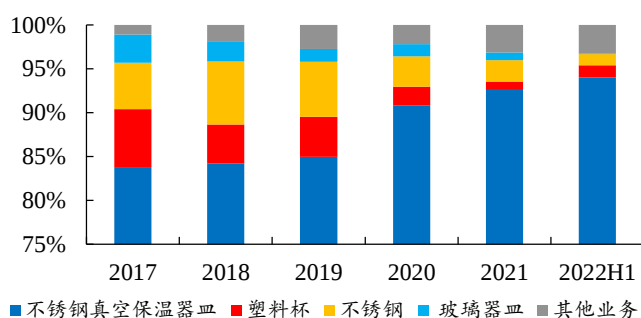
图5：2022Q1-Q3 公司归母净利润同增 172.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

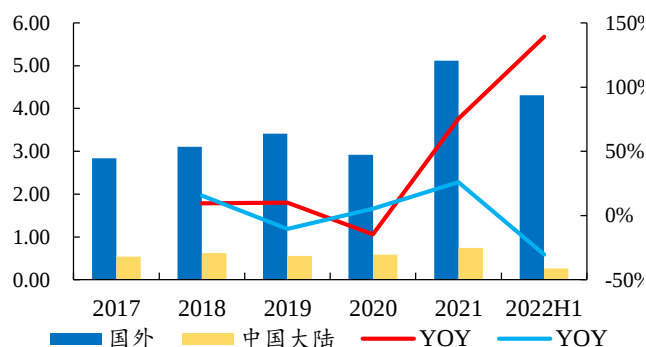
分业务看，不锈钢保温器皿为营收重要支柱，且收入占比逐步提升。不锈钢真空保温器皿为公司主要的营收来源，2021 年占比 92.6%，2022H1 上升至 94.0%。分地区看，国外市场收入占比保持八成以上。公司为出口型企业，国外市场贡献收入持续增长，且占比维持在 80%以上，2022H1 国外市场占比实现营收 4.3 亿元，占比达 94.2%，我们预计人民币走弱及关税调整将有利于公司出口业务竞争力增加、增厚公司货币收益。

图6：不锈钢真空保温器皿为营收主要支柱(单位:亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司出口型企业特征明显(单位: 亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

产品量价分析：公司销售收入主要来源于销量增加。销量方面，2021 年公司金属制品销量达 1,944.5 万只，主要产品保温杯收入占金属制品业务比例为 90%以上，按此比例计算，我们预计公司不锈钢保温杯销量超 1800 万只，同增 82%，销量增速明显主要受益于海外户外应用场景兴起带动下游需求增多。产品价格方面，2018 年-2020 年保温杯单价由 29.2 元/件提升 2.6 元至 31.8 元/件，按金属制品业务数据测算

2021 年公司产品单价为 29.4 元/件，单品价格下降或主要受销量增多后产生的规模效应影响，总体来看，产品单价仍在 29-32 元/件区间浮动，公司产品单价维持稳定。

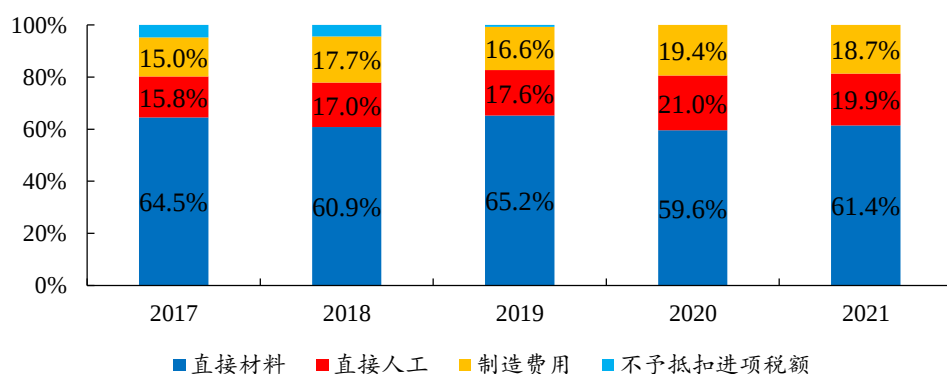
表3：公司销售收入主要来源于量增

	2018	2019	2020	2021
收入（万元）	31,692.6	34,402.0	32,294.9	54,218.7
YOY	11.2%	8.6%	-6.1%	67.9%
保温杯销量（万件）	1,085.4	1,077.3	1,014.9	1,847.3*
YOY		-0.8%	-5.8%	82.0%*
单价（元/件）	29.2	31.9	31.8	29.4*
YOY		9.4%	-0.4%	-7.8%*

数据来源：嘉益股份公司公告、开源证券研究所（标红数据由公司金属制品业务销量及收入推算得出，我们假设公司金属制品销售量中不锈钢保温杯占比 95%）

成本端分析：公司主营业务成本结构保持稳定，直接材料占比 60%左右。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均近 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。

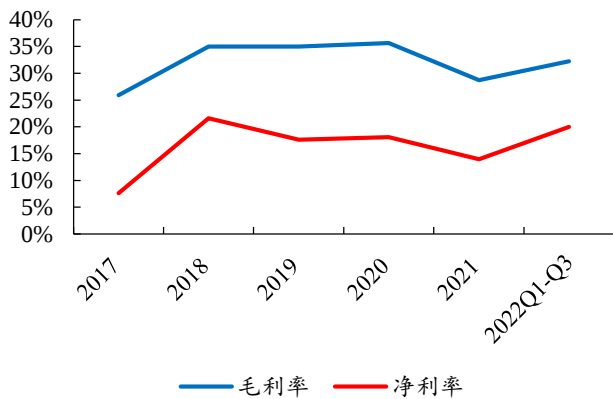
图8：公司主营业务成本结构稳定，直接材料占比约 60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

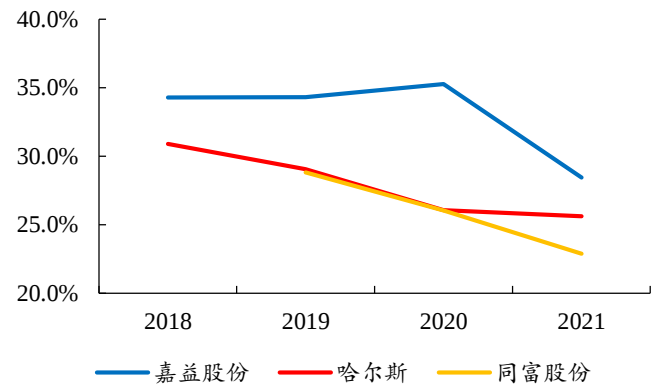
内外环境边际向好，盈利能力有望进一步提升。2018-2020 年，公司毛利率及净利率分别维持在 35%/18% 左右水平，盈利能力为行业领先。2021 年由于疫情及人民币汇率波动影响，叠加公司主要产品价格已经提早固定，公司的毛利率及净利率阶段性承压，分别同比下降 6.9pct/4.2pct。2022 年，外部原材料不锈钢价格及全球海运运费高位回落叠加公司内部控费能力不断提升，我们看好公司盈利能力进一步增强。相较于可比公司，嘉益股份绑定核心客户，为客户提供个性化、多品种、小批量的价值量较高产品，因此保持了较高的毛利率水平。2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率分别同比增加 3.3pct/4.4pct 至 32.2%/20.0%。

图9：2022Q1-Q3 公司盈利能力趋势向好



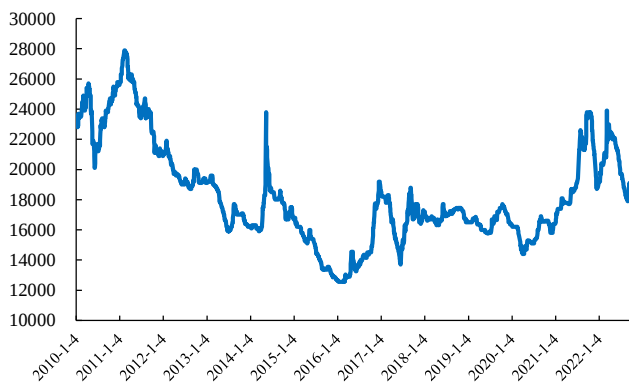
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：嘉益股份毛利率高于可比公司



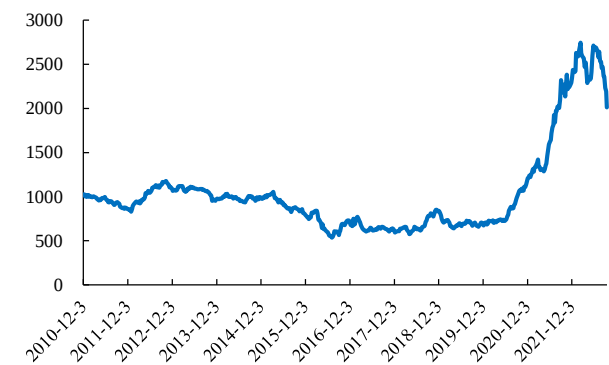
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022 年初产品原材料不锈钢价格回落（单位：元/吨）



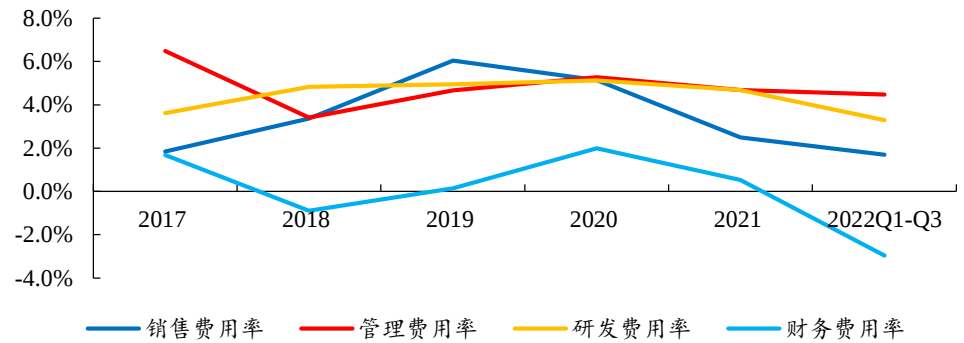
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：选取指标为市场价:304/2B 冷轧不锈钢卷:1.0mm:宝新:上海）

图12：2022 年 7 月起海运价格高位回落利好公司出口业务（单位：点）



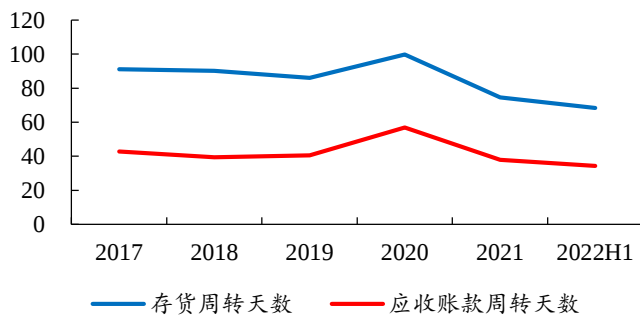
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：选取指标为 CCFI: 美西航线指数）

费用管控能力有所提升，规模效应逐渐显现。公司期间费用率呈逐年下降趋势，2022Q1-Q3 公司期间费用率为 6.5%，同比下降 5.5pct，主因规模效应逐渐显现下，公司费用管控能力提升。其中，2019-2022Q1-Q3 公司的销售费用率由 6.04%下降 4.31pcts 至 1.73%，研发费用率由于收入规模扩大下降 3.6pct 至 3.3%，管理费用率保持稳定在 4.6%左右，财务费用率下降 2.9pcts 至-3.0%，主系美元升值贡献汇兑收益所致。

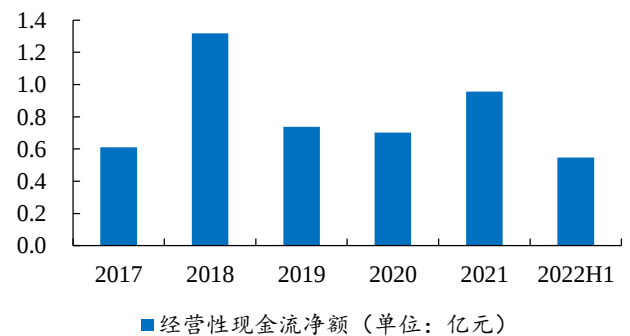
图13：2022Q1-Q3 公司期间费用率同比下降 5.5pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

存货及应收账款周转效率保持稳定。存货周转方面，公司存货周转天数连续下降，从 2020 年的 100 天下降至 2022H1 的 68 天，主因海外消费市场复苏、客户提货积极性高所致。回款能力方面，因公司客户大多为国际知名品牌商，公司回款能力保持稳定，2017-2022H1 公司应收账款周转天数稳定在 40 天左右。现金流方面，公司经营活动现金流较为充裕，为后续新品研发和推广打下坚实基础。

图14：2022H1 公司存货及应收账款周转天数分别为 68/34 天


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2022H1 公司经营活动现金流为 0.5 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、不锈钢保温杯行业：整体规模稳健扩张，多因素驱动景气度上行

不锈钢保温杯产品优势突出，应用场景丰富。不锈钢保温杯是杯壶行业中密封型产品的一种，其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，再用抽真空技术将内胆与外壳的夹层中的空气抽出以达到真空保温的效果。不锈钢保温杯相较于传统的玻璃、陶瓷等保温容器，保温性更好、使用更安全，应用场景涵盖长途旅行、休闲娱乐、司机驾驶、户外露营等。

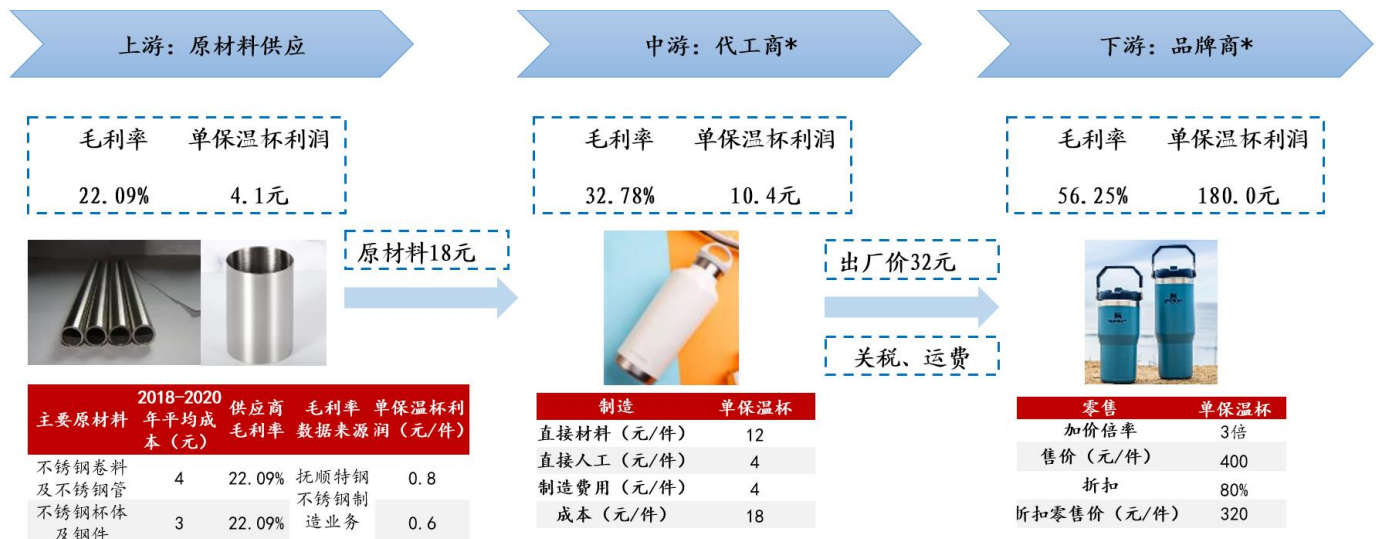
表4：杯壶行业主要产品划分，保温杯适用于多场景

产品划分	细分品类	适用场景人群	使用痛点
保温杯	不锈钢保温杯	保温需求较高,温水可得性较低的场景。 具体应用场景： 长途旅行、逛街游玩、司机驾驶、商务会议、学习培训等	➤ 即饮性较差,容易烫嘴、闷茶。 ➤ 同等体积下容量较小,重量大,不利于携带。 ➤ 不适合存放酸性/碱性液体。
	其他材质保温杯		
	陶瓷/紫砂/银内胆保温杯		
	钛保温杯 保温壶(含焖烧壶)		
非保温杯	玻璃杯	单层玻璃杯	保温需求一般,温水可得性较好,杯具不易损坏的室内场景。
		双层玻璃杯	具体应用场景： 冲饮茶水、日常居家、商务办公
	塑料杯	PC/AS/PET 塑料杯	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。
		Tritan™M 塑料杯	具体应用场景： 日常居家、婴幼儿、户外运动

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

保温杯行业下游品牌商毛利率超过 50%，中、上游毛利率在 20%-30%左右。为了保持产品链销售稳定，保温杯行业中游代工商通常会让利于下游品牌商或渠道销售，挤压上游原材料供应商利润空间。我们参考代工商嘉益股份的成本结构以及其下游品牌商 STANLEY 的零售结构测算可知，单个终端零售价为 320 元的保温杯，其上游原料供应商的毛利率为 22.09%，中游代工商的毛利率为 32.78%，下游品牌商的毛利率为 56.25%。

图16：保温杯下游品牌商毛利率超过 50%，中、上游毛利率在 20%-30%左右

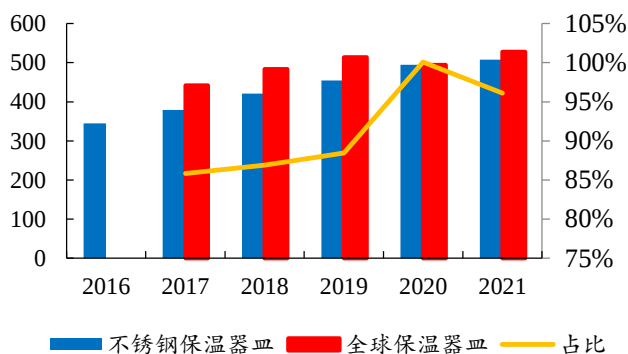


资料来源：各公司公告、开源证券研究所（*中游代工商及品牌商数据分别参考嘉益股份、Stanley 公司披露相关数据）

2.1、行业规模：整体规模持续扩张，疫后实现逆势增长

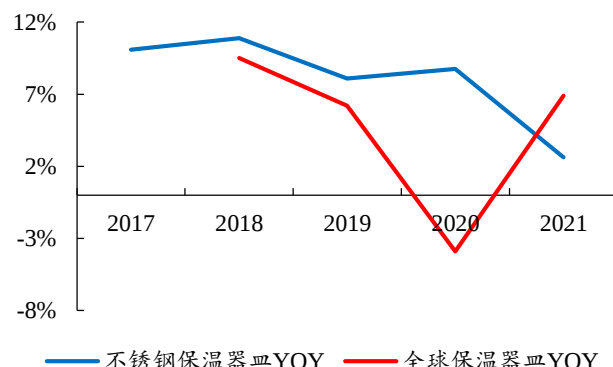
行业规模持续扩张，疫后实现逆势增长。全球总体市场规模方面，据中国日用杂品工业协会杯壶分会数据，2017-2020 年全球不锈钢保温杯市场规模由 52.4 亿美元增长至 68.3 亿美元，且在全球保温器皿的收入占比由 2017 年的 82.51%提升 13.72pct 至 2020 年的 96.23%。收入增速方面，全球不锈钢保温杯 2017-2020 年 CAGR 为 6.85%，明显高于整体保温器皿市场的年复合增速；2019 年后整体保温器皿因疫情影响增速放缓，但不锈钢保温器皿细分赛道显示出较强韧性，在 2020 年实现逆势增长。据华经产业研究测算，2021 年全球不锈钢保温杯市场规模约为 500 亿元。

图17：2021 年全球不锈钢保温器皿市场规模约为 500 亿元（单位：亿元）



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所（采用 2022 年 11 月 22 日汇率 1 美元=7.15 人民币换算）

图18：2020 年全球不锈钢保温器皿实现逆势增长

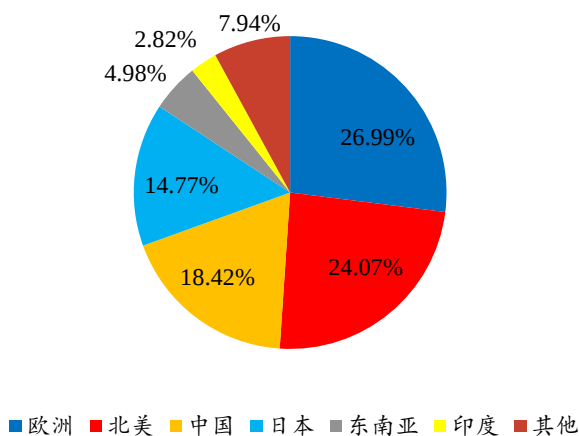


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.1.1、消费端：发达国家为不锈钢保温杯主要消费市场

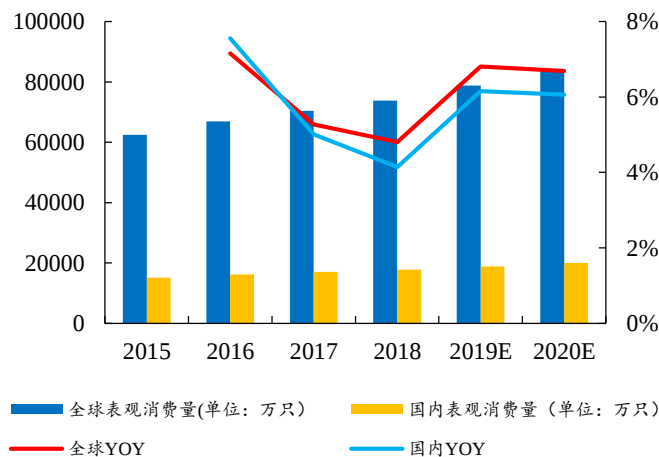
2020 年全球不锈钢真空保温器皿（除保温杯外，还包含保温箱等）表观消费量约为 8.4 亿只，2015-2020 年的 CAGR 约为 5%，呈现稳健的增长趋势。分地区来看，2018 年欧洲为最大的消费市场，占比高达 27%，其次为北美、中国和日本，分别占比 24%/18%/15%，发达国家相比于发展中地区有更大的不锈钢真空保温器皿的消费市场。

图19：2018 年欧洲为保温器皿主要消费市场



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图20：不锈钢保温器皿消费量稳健增长



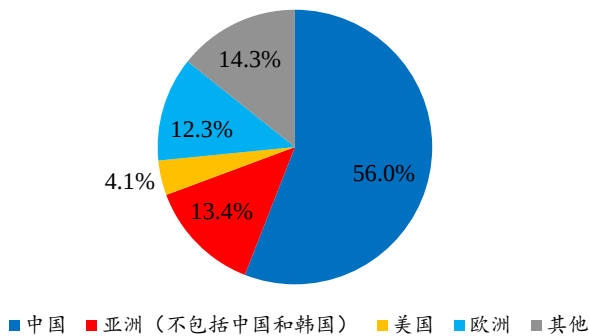
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.1.2、制造端：以中国为首的发展中国家为不锈钢真空保温器皿制造中心

发展中国家为产品制造中心，中国为不锈钢真空保温器皿生产第一大国。从产品上游的生产材料来看，2021 年中国不锈钢为全球第一大生产国，产量占比达 56%。生产原料充足叠加我国较高的现代化制造水平及较低廉的人工、土地成本，2018 年

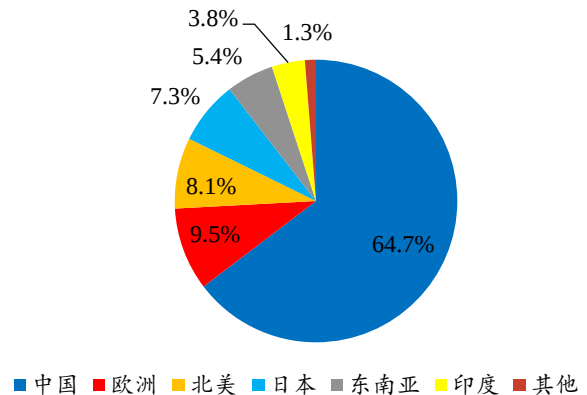
我国便成为了全球不锈钢真空保温器皿的制造中心，产品产量占比达 65%，远高于欧洲、北美等发达国家地区占比。

图21：2021 年中国不锈钢产量全球占比达 56%



数据来源：世界不锈钢协会、开源证券研究所

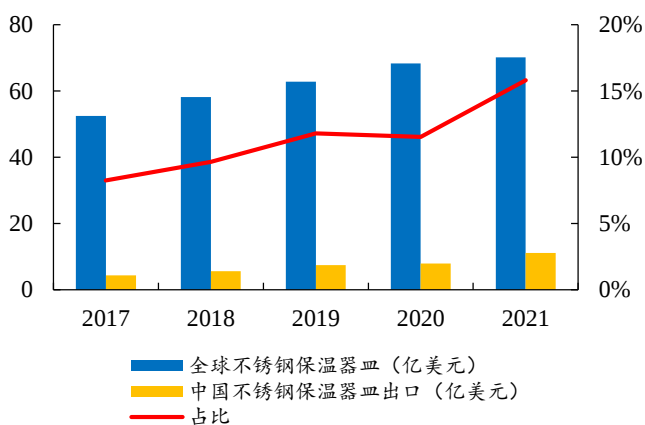
图22：2018 年中国不锈钢真空保温器皿产量占比 65%



数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

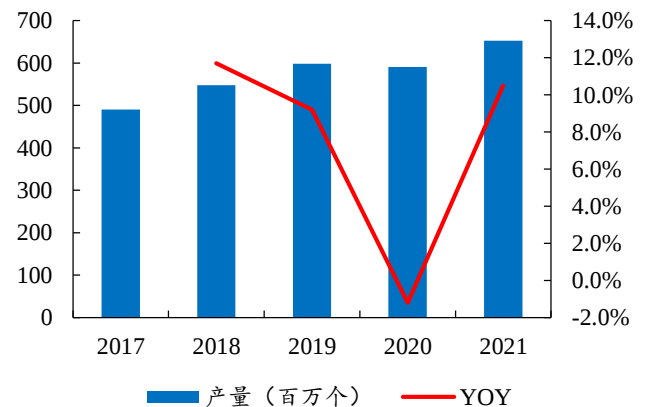
我国保温杯制造以出口为主，生产供应链稳定。我国生产的不锈钢保温器皿主要以出口为主，目前是其种类的出口第一大国，且出口金额及占比呈逐年上升趋势，2017-2021 年，我国出口金额由 4.32 亿美元增长至 11.08 亿美元，CAGR 为 20.7%；占比提升 7.6pct 至 15.8%。从产品产量看，我国不锈钢保温器皿生产供应链的稳定性较强，除 2020 年疫情影响下我国保温杯产量同比下降外，我国保温杯产量均保持 10% 左右的同比增长。2017-2021 年，我国保温杯产量由 490 百万个增长至 653 百万个，GAGR 为 5.9%。

图23：中国不锈钢保温器皿出口金额占比持续走高



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图24：保温杯行业产量在疫后快速恢复原有增速



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

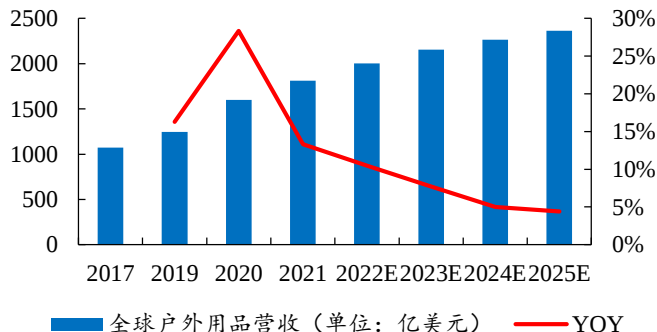
2.2、行业驱动：多因素驱动行业景气度上行，持续增长逻辑通顺

2.2.1、驱动一：户外需求景气助力行业扩大，应用场景多元化提升市场规模扩大可能性

疫情影响减弱，户外活动热潮带动户外用品需求明显增加。2020 年中起，国外疫情影响减弱，掀起一阵阵以露营、徒步为主的户外活动热潮，消费者对户外用品

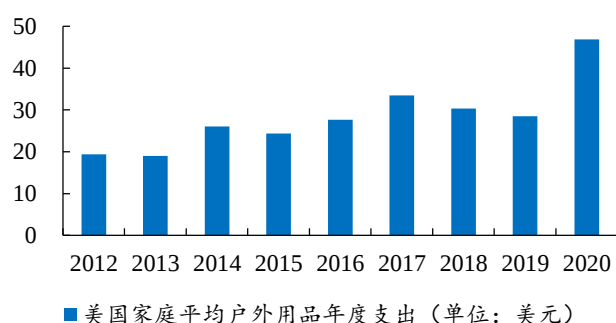
的需求增加，2020 年全球户外用品市场规模增速明显，由 2019 年的 1246 亿美元扩大至 2020 年的 1600 亿美元，同增 28.3%；同时，户外用品最主要的消费市场美国的家庭平均户外用品年度支出也有明显提升，由 28.5 美元提升至 46.9 美元，同增 64.6%。

图25：2020 年全球户外用品市场增速亮眼



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

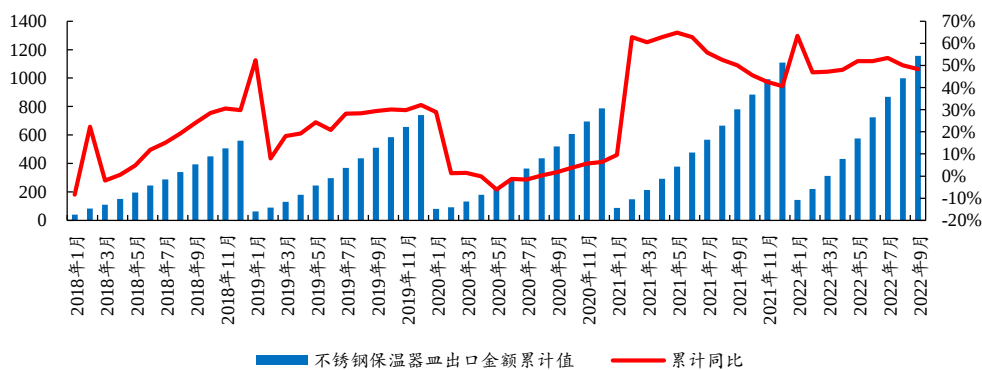
图26：2020 年美国家庭在户外用品上的花费明显增多



数据来源：Statista、开源证券研究所

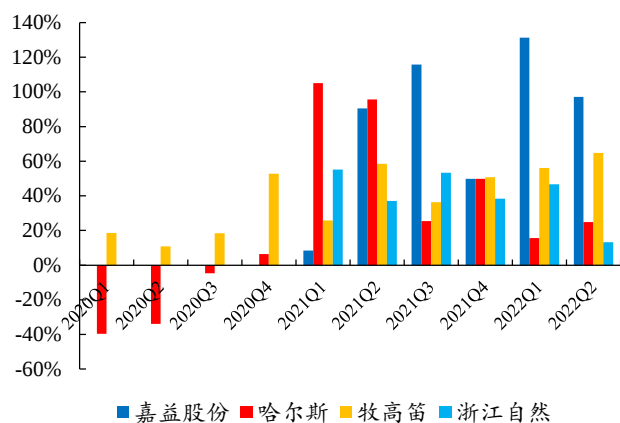
户外需求增加刺激保温杯市场扩大。从我国保温杯出口金额来看，2020 年出口金额由于国外品牌商去库存影响同比下降，2021 年初受益于品牌商补库存及户外需求景气延续，保温杯出口金额增速大幅增加至 30%-50%区间，且高增速延续至今。从户外板块标的公司业绩表现来看，自 2021Q1 起牧高笛、浙江自然等主营户外用品的公司收入及净利润增速明显，主营保温杯业务的嘉益股份及哈尔斯业绩也出现可喜增长。出口金额及相关标的业绩相互验证了户外场景的兴起带动了不锈钢保温杯市场规模的进一步扩大。

图27：2021 年我国保温杯出口金额增速明显



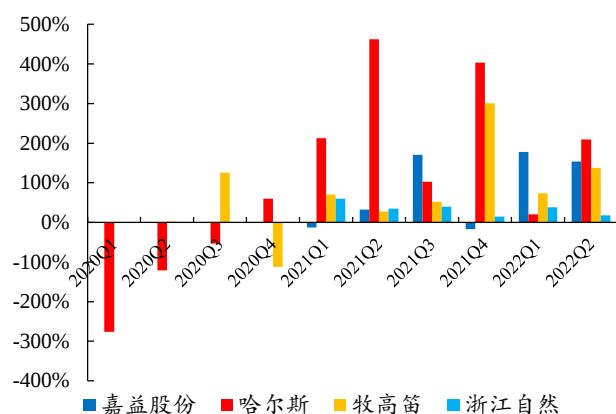
数据来源：海关统计数据平台、Wind、开源证券研究所

图28：2022Q2 户外相关公司营收增速表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2022Q2 户外相关公司利润增速表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

应用场景多元化提升市场规模扩大可能性。除了户外活动场景，用户对保温杯的需求还体现在日常生活中的方方面面，且不同的应用场景对产品的特性也不尽相同，比如在长途驾驶场景中，用户更注重产品的保温性能及容量，而并非携带便捷程度。我们认为，得益于不锈钢保温杯产品的多场景应用和日常生活的渗透，不同场景的需求增多都有可能刺激其市场规模的进一步扩大。

表5：保温杯可在多场景应用，不同场景有不同的产品需求

产品形态	使用场景	保温需求度	容量需求度	便捷需求度
	商务办公			
	校园			
	户外/运动			
	驾驶			

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2.2、驱动二：行业产品耐用品属性减弱，消费属性增强

行业产品消费属性增强，助力行业规模扩大。保温杯行业发展大致历经三个阶段：（1）在 1990 年代发展初期，更偏向定位为“功能型”商品，厂商专注满足普通消费者简单的保温需求，产品质量和设计参差不齐，小众和高端市场被忽略，市面上的产品形态单一。（2）步入 2000 年代，国内领先杯壶企业如哈尔斯、富光等生产工艺逐渐成熟，膳魔师、虎牌等外资高端品牌入驻中国市场，该阶段产品质量及功能性有明显提升。（3）2014 年至今，随着消费者的购买力增强，保温杯逐渐从“功能型”商品转变为“消费型”商品，产品 SKU 呈现快速增长，其中智能化保温杯（如自动控温、测温保温杯），IP 联名设计限量版保温杯等产品多维度刺激了用户的消费热情；用户在产品上也提出了更高的消费需求。

我们认为，保温杯消费属性的增强，将进一步扩展产品受众人群并加快用户的产品替换速度，提升产品溢价，助力行业规模扩大。

图30：保温杯产品形态演变，消费属性增强



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图31：IP 联名、明星限量版等营销方式兴起

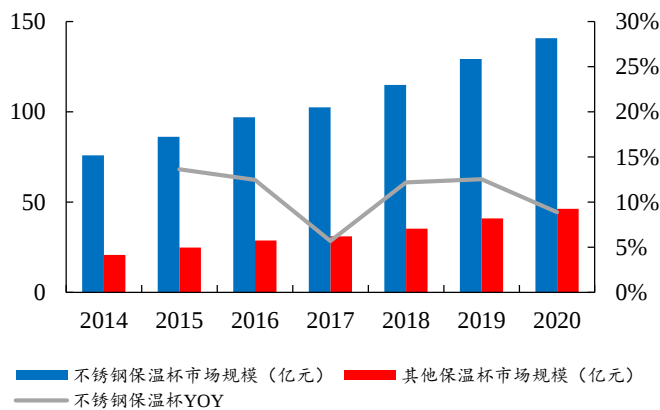


资料来源：富光天猫旗舰店、哈尔斯天猫旗舰店

2.2.3、驱动三：国内市场方兴未艾，低渗透率带来成长想象空间

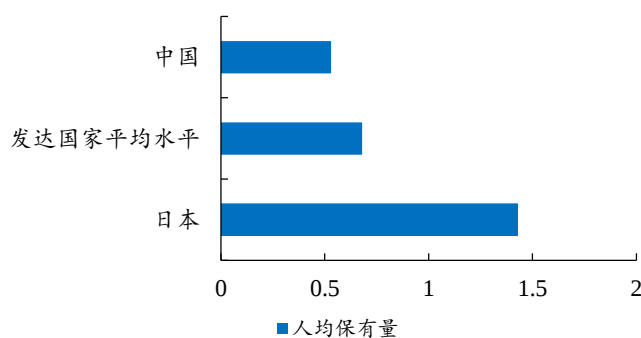
不锈钢保温杯市场稳健增长，产品人均保有量低于发达国家水平。我国不锈钢保温杯占据了国内保温杯市场的大部分市场份额，2020 年占比达 75%，且市场规模呈现稳健增长趋势，由 2017 年的 102.44 亿元增长至 2020 年的 140.8 亿元，CAGR 为 8.3%。但从人均保有量上看，我国保温杯人均保有量为 0.53 个与发达国家的 0.68 个相比仍有较大提升空间。我们预计，随着我国国民消费水平的提升及保温杯产品多元化应用场景的落地，我国不锈钢保温杯行业规模在低渗透率下将继续稳步扩大。

图32：不锈钢保温杯市场稳健增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图33：我国不锈钢保温杯人均保有量低于发达国家水平



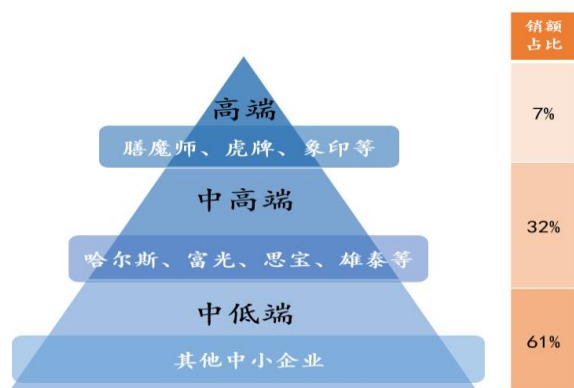
数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

2.3、竞争格局：品牌及制造端市场均较为分散，国有品牌力逐步增强

2.3.1、品牌端：市场竞争格局分散，进口品牌拥有较大品牌吸引力

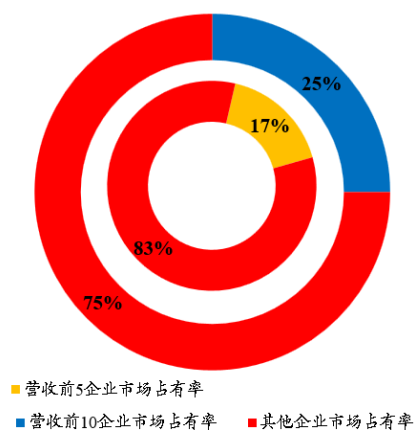
不锈钢保温杯市场主要分为高端、中高端以及中低端三类。以我国不锈钢保温杯市场为例，高端保温杯品牌以膳魔师、虎牌、象印等合资或外资品牌为主，且品牌在市场上形成了较稳定的消费群体和品牌认知度，销售额占比约为 7%；国内保温杯品牌如哈尔斯、希诺、富光等快速崛起，产品定位中高端，品牌影响力及消费群体扩张较快，销售额占比约为 32%；中低端品牌则以区域性中小企业为主，产品同质化高、竞争格局分散，销售额占比达 61%。从整体市场来看，市场竞争格局同样较为分散，杯壶行业中营收前 5 企业的市场占有率仅为 17%。

图34：不锈钢保温杯市场产品主要分为三层次



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图35：2021 年中国杯壶市场 CR5 仅 17%



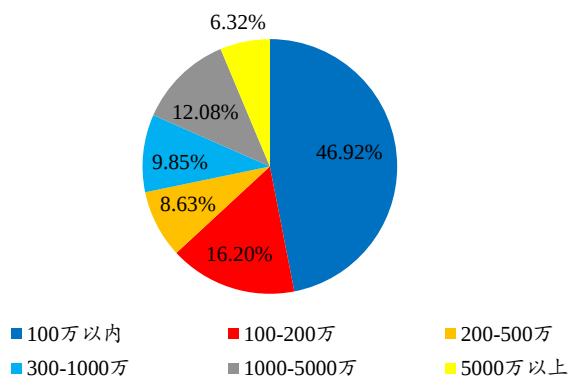
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.3.2、制造端：形成两大产业集群，行业以中小制造厂商为主

形成两大产业集群，竞争格局分散以中小企业为主。我国目前保温杯行业形成了浙江、广东两大产业集群，根据企查查数据，截至 2022 年 6 月，浙江注册企业数

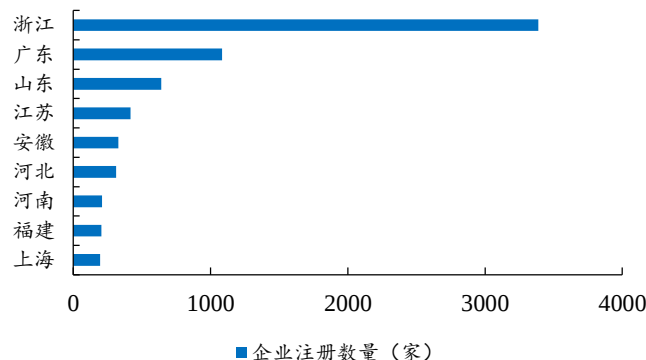
量达 3389 家，遥遥领先于其他地区；其次为广东，企业注册数量为 1084 家。行业制造企业以中小型为主，截至 2022 年 6 月，我国保温杯行业相关企业注册资金在 100 万以内的有 3831 家，占比达 46.92%，中小企业受限于资金和技术，通常存在产品品种单一、品质较低的情况，因此我国保温杯行业整体看来竞争较为激烈，价格竞争频出。

图36：行业以中小型制造企业为主



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图37：保温杯行业形成浙江、广东两大产业集群



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

优质企业不断涌现，国有品牌品牌力增强。近年来，以哈尔斯、嘉益股份、富光、希诺股份为代表的国有品牌利用与国外品牌商进行 OEM、ODM 合作的机会积累了丰富的产品制造和设计经验，在此基础上，通过提高产品质量和生产自动化程度、提升产品设计水平、拓展产品功能、拓宽营销渠道、提升产品附加值等方式，逐步占领行业的领先地位。我们预计，随着市场的快速发展和集中，领先企业的经营规模和市场占有率将逐步提升。

表6：我国保温杯行业涌现较多优质公司

公司	所在地区	介绍	业务模式	客户情况	营收情况	保温杯产品目前产能情况
嘉益股份	浙江省金华市	成立于 2004 年，公司产品已形成不锈钢真空保温器皿和非真空器皿两大系列产品，公司先后获得金华市人民政府质量奖、浙江五金名品、浙江出口等奖项和荣誉，是国内知名不锈钢真空保温器皿制造商之一。	以 OEM、ODM 业务模式目前拥有 miGo、ONE2GO 自主品牌。	PMI、S'well、Takeya、ETS	2021 年营收为 5.9 亿元，近三年 GAGR 为 13.1%；2021 年归母净利润为 0.8 亿元，近三年 GAGR 为 4.6%。	1600 万只
哈尔斯	浙江省永康市	成立于 1996 年，于 2011 年成功登陆深交所中小板，成为中国不锈钢保温器皿行业上市第一股。是国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一。	以 OEM/ODM 业务为主，同时拥有哈尔斯、SIGG、SANTECO 和 NONOO 四个自主品牌	YETI，星巴克、STANLEY、Takeya、Swell	2021 年营收为 23.9 亿元，近三年 GAGR 为 0.1%；2021 年归母净利润为 1.4 亿元，近三年 GAGR 为 35%。	2930.0 万只
同富股份	浙江省杭州市	公司的主营业务为研发、设计、生产和销售不锈钢器皿、塑料器皿、玻璃器皿、户外产品和小家	以 OEM/ODM 业务为主，拥有 TOMIC、水魔王、BottleBottle	星巴克、沃尔玛、玛、Takeya、RealValue、	2021 年营收为 19.5 亿元，近三年 GAGR 为 17.6%；2021 年归母净利润为 1.3	1390 万只

公司	所在地区	介绍	业务模式	客户情况	营收情况	保温杯产品目前产能情况
		电；同时为行业内最早布局跨境 B2B 电商企业之一。	等自有品牌矩阵	Brumate	亿元，近三年 GAGR 为 17.9%。	
希诺股份	江苏省南通市	成立于 2003 年，主要生产不锈钢、塑料和玻璃器皿三大系列制品，产品涉及真空器皿、保温容器、密封容器、家用小电器、厨卫用品等多个领域。该公司历时十余年打造的“希诺”（HEENOOR）品牌现已成为行业的主要品牌之一。	自主品牌杯壶产品的研发、设计、生产和销售。	/	2021 年营收为 7.0 亿元，近三年 GAGR 为 6.5%；2021 年归母净利润为 2 亿元，近三年 GAGR 为 5.7%。	310.64 万只

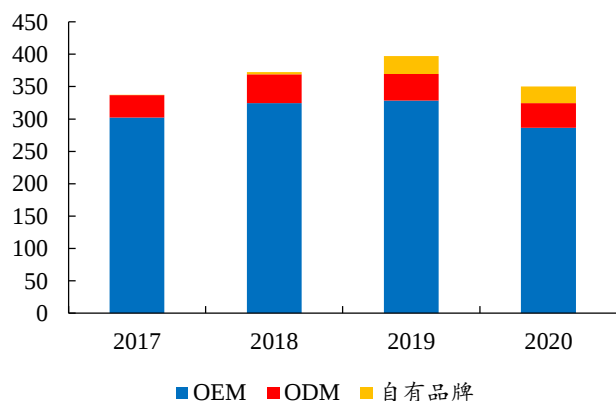
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、核心竞争力：核心客户绑定赋能公司发展，突破产能瓶颈后高速成长可期

3.1、业务端：海外代工业务增速亮眼，核心客户合作稳固

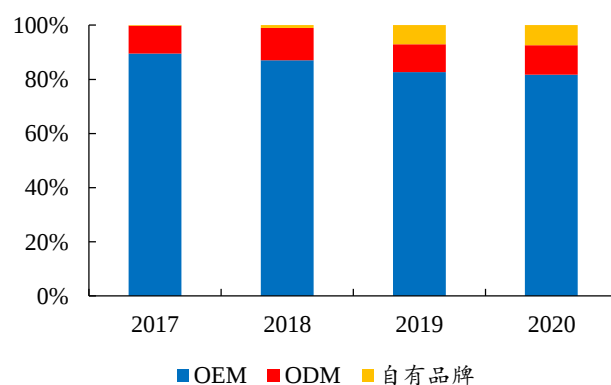
OEM/ODM 为公司主要业务模式，自有品牌占比增高。因自主品牌产品进入欧美、日韩等发达国家和地区的推广营销成本和风险相对较高，目前公司仍然采取为国际不锈钢真空保温器皿知名品牌商 OEM、ODM 代工生产的销售模式。2017-2020 年代工（OEM+ODM）收入占比均维持在 90%以上，2020 年公司 OEM/ODM 业务收入分别为 2.86/0.38 亿元，占比分别为 81.75%/10.89%。2019 年，公司收购了 PMI 子品牌 miGo，开始发力自有品牌建设，2019-2020 年，公司自有品牌收入占比由 7.05% 增长 0.3pct 至 7.35%。

图38：2020 年 OEM/ODM 业务合计收入 3.25 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2020 年公司自有品牌收入提升至 7.35%



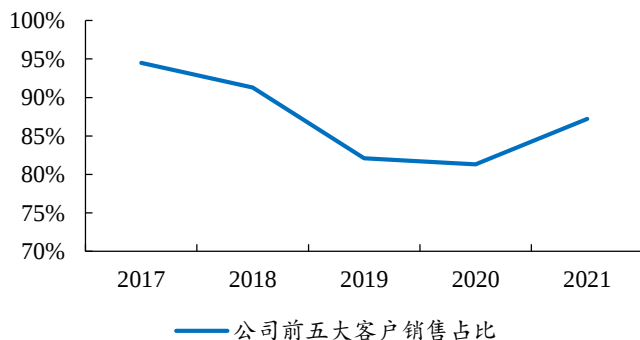
数据来源：Wind、开源证券研究所

实施大客户战略，核心客户收入占比持续提高。公司实施大客户战略，客户集中度较高，2017-2021 年前五大客户销售占比平均为 87.3%。同时，公司积极调整客

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

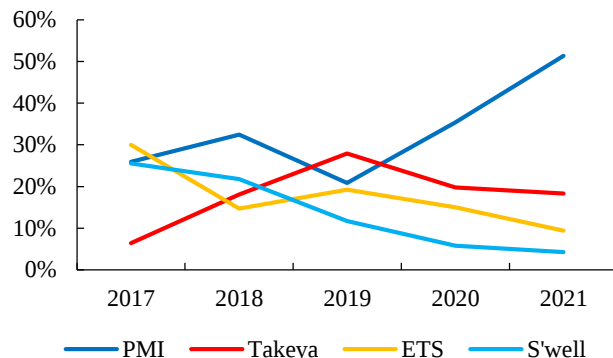
户结构将有限产能和资源优先配置给优质客户和优质订单，用以确保客户响应速度、产品质量和服务水平，高毛利高单价客户 PMI 销售收入金额及占比明显提升，2021 年 PMI 客户收入 3.0 亿元，同比增长 138.8%，收入占比提升 15.9pcts 至 51.3%。

图40：公司前五大客户销售占比维持在 80%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：高毛利 PMI 客户收入占比不断增高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

深度绑定国际优质客户，合作稳定兼可持续良性发展。公司长期合作的主要客户均为国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商，包括 PMI、ETS、Takeya 等，间接或直接向星巴克、STANLEY、aladdin 等知名品牌供货。一方面公司与大客户合作稳定（合作年份均为 5 年以上），且国际品牌的保温器皿供应商甄选流程复杂，通常需多维度考察企业生产制造能力、整体经营情况以及企业社会责任等多维度，转换供应商亦相对复杂。另一方面公司大客户模式长期逻辑通顺，主要客户 PMI 客户收入逐年上涨，核心客户合作有望起到标杆效应，进一步提升品牌在行业内知名度。

表7：公司与数家国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商保持深度合作（单位：万美元）

客户名称	介绍	合作时长	其采购体系中 所处地位	2019 年客户 销售额情况	2019 年公司该客 户收入情况	2019 年预计客 户采购金额	公司预计供应 链占比
PMI	为星巴克重要合作伙伴，主要销售星巴克系列以及 aladdin、STANLEY 等国际知名品牌的保温容器	10 年	主要供应商	\$32,000.0 (同比增长 3.2%)	\$1,178.1	\$12,000.0	9.8%
Takeya	日本知名品牌，不锈钢真空保温器皿及密封容器的销售	5 年	主要供应商； Lululemon 保温杯独家供应商	\$6,000.0	\$1,580.6	\$2,400.0	65.9%
ETS	美国知名品牌商，主要从事美国礼赠品私人定制业务	16 年	主要供应商	\$12,000.0	\$1,089.8	\$4,800.0	22.7%
S'well	美国时尚品牌，保温容器的批发和销售	7 年	第一大供应商	\$3,000.0	\$660.4	\$1,200.0	55.0%

资料来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所（采用 2022 年 11 月 25 日汇率 1 美元=7.16 人民币换算；供应商毛利率假设为 60%）

核心客户市场开拓持续强劲，公司在手订单充足。分客户看，（1）PMI：2020 年公司第一大客户 PMI 获得星巴克北美地区水杯类产品 7 年独家经营权，同时 PMI 也已成为星巴克亚洲和太平洋地区的产品主要供应商。**（2）TAKEYA：**TAKEYA 与

Lululemon 深度合作，是杯壶类产品唯一供应商，该系列产品为嘉益公司独家生产，近年来 Lululemon 品牌发展势头向好，该系列产品的采购数量也持续攀升。(3)S'well: 品牌因明星效应及时尚独特的保龄球型产品风靡全球，成为市场流行爆款，网络热度居高不下。

图42: S'well 独特的保龄球造型产品风靡全球



资料来源: S'well 官网

收购 miGo 发力自有品牌业务，线上、线下销售渠道均已跑通。公司目前旗下有 miGo 及 ONE2GO 两个自有品牌，其中自有品牌中收入占比较高的为收购品牌 miGo，2020 年收入占比 88.8%。miGo 品牌原为 PMI 在中国市场的主打品牌，有较深厚的品牌基础，2015、2017 年品牌系列产品两获 REDDOT 红点奖。miGo 品牌已推出应用于户外、校园、长途驾驶各个场景的不锈钢保温杯产品，并跑通线上及线下渠道，入驻线下 KA 卖场及天猫、京东、小红书等各大电商平台，且积极开展 IP 联名、明星代言等营销活动，打造出桃花兔、灵犬戏芙蓉等多款热门单品。

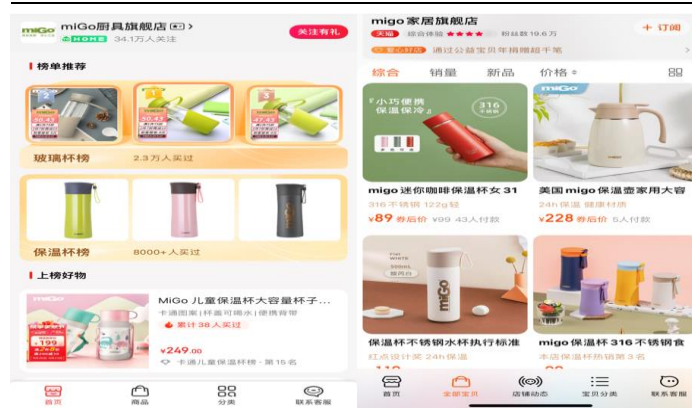
自主品牌 miGo 2025 年销售收入或近一亿元。据嘉益股份招股说明书披露，公司预测 miGo 品牌销售收入将从收购年份 2019 年的 2234.58 万元增长至 2025 年的 9528.75 万元，CAGR 为 27.3%。我们看好公司通过自有品牌拓展，扩大公司产品市场覆盖面，且产生良好的品牌协同效应，推动公司整体发展。

图43: miGo 品牌产品种类丰富

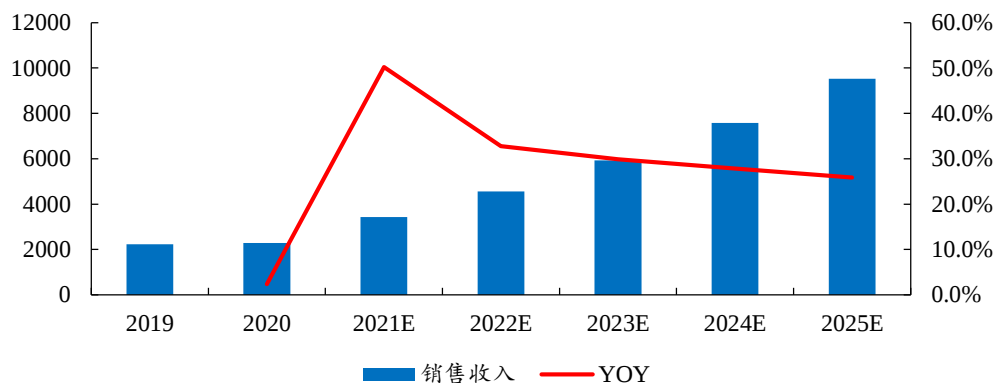


资料来源: miGo 天猫旗舰店

图44: miGo 京东、天猫旗舰店粉丝总计达 50 万人次



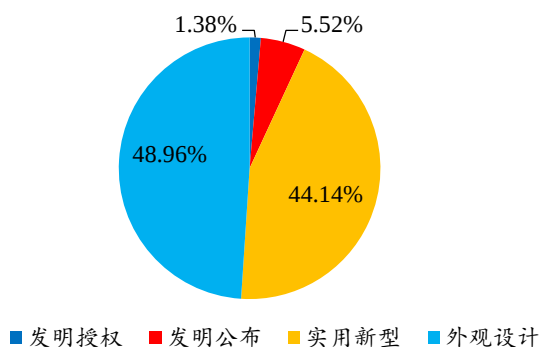
资料来源: 淘宝 miGo 厨具旗舰店、京东 miGo 家居旗舰店

图45：miGo 品牌 2025 年销售收入或近一亿元


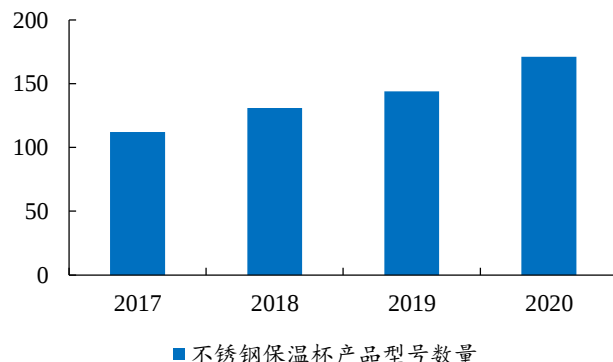
数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

3.2、产品端：技术创新能力行业领先，研发投入持续加大

行业领先的技术创新能力，积累大量核心技术。专利类型方面，与产品功能升级迭代、新产品功能拓展相关的实用新型专利数占比达 44%。**核心技术方面**，公司目前已掌握了超薄不锈钢焊接圆管合金密封液压成形技术、轻量旋薄技术、真空气染印技术等多项不锈钢真空保温器皿核心技术，以及涉及产品的结构设计、表面处理、生产工序等众多方面，其中超过一半的核心技术为公司自主研发的专利技术。专利及核心技术的积累体现了公司在行业内较为雄厚的技术创新能力，在产品质量控制、智能化水平提升等方面较为显著的先发优势；同时保障了产品的更新迭代。

图46：公司实用新型专利占比达 44.14%


数据来源：企查查、开源证券研究所

图47：不锈钢保温杯产品型号稳定增多


数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

表8：公司多项核心技术解决行业痛点

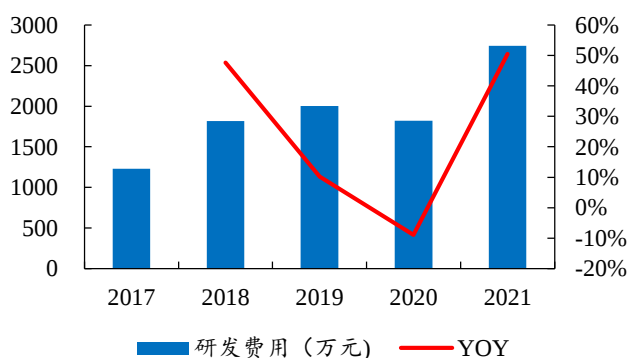
序号	技术名称	技术应用领域及迭代更新方向	行业传统技术特点	公司核心技术特点	对应的专利及非专利技术
1	超薄不锈钢焊接圆管合金密封液压成形技术	水胀工序，提升产品质量，降低原材料成本	保温杯行业内水胀成形的模具主要采取牛筋外封或牛筋内封两种结构，产品存在凹点不良率高、长短不齐的问题。	公司研发的合金密封液压成形技术可以解决牛筋磨损导致的杯体长短不一问题和牛筋碎屑导致的凹点较多问题，达到节省材料的目的。	专利技术
2	塑胶螺纹模具精密加工技术	杯盖螺纹，提升产品安全性，降低生产成本	行业内的塑胶螺纹模具是通过数控车床车加工成型，然后手工抛光处理，加工周期长、模具维修不方便，精确性不高。	公司开发的塑胶螺纹模具加工装置可数控调节模具运动轨迹，解决了在车床转动的情况下手工抛光的危险性，实现数字化精加工，方便后期维修。	专利技术
3	不锈钢螺纹的精密成型加工技术	滚螺纹工序，提升产品的密封性和安全性	行业内主要采用渐变螺纹加工，对螺纹深度要求较低，起牙和收尾都不饱满，导致不锈钢杯体、杯盖的咬合不够紧密。	通过5轴加工设备对螺纹模具精加工，对螺纹模具的起始点和收尾点进行旋转加工，保证螺纹的精度。改良后的模具可使产品螺纹高度增加0.3mm以上。	专利技术
4	真空气染印技术	产品表面处理，提升产品美观度	行业内传统的底漆喷涂工艺，用棉线缠绕杯身后进行低温短暂烘烤，使图案吸附于杯身。	1、经过自主研发创新，设置独特的底漆配方参数和烤漆参数；2、对染印纸的涂料改性，增加图案的渗透性；3、采用真空吸塑包覆，使图案全方位贴合杯身，减少图案皱褶、歪曲等品质问题。	非专利技术
5	轻量旋薄技术	轻量产品，提升产品美观度	行业内主要采用两轴两轮的方式旋薄，旋薄的厚度在0.1~0.15mm，并且只能用较高的圆周焊接，因旋薄后杯身太薄焊接小圆弧底时会导 致杯身变形。	独特的三轴三轮的旋薄装置会让产品质量更加稳定；装置可将不锈钢内胆旋薄至0.07mm；在焊接时采用小圆弧底，将内胆焊缝最小化。	专利技术
6	不锈钢保温杯新型表面处理技术	杯子表面处理，提升产品美观度	行业内主要采用的是单色喷涂方法，少数工厂能做双色喷涂，但只能做横向的渐变双色喷涂。	通过对设备的改进和工艺改良，在喷涂工序可完成单色-双色渐变和横向-纵向的多色渐变。	非专利技术
7	不锈钢保温杯轧花技术	产品表面处理，提升产品美观度	行业内主要采用滚压和涨形方式形成立体图案，但获得的图案不够立体清晰，仅限于少数形状的图案，应用范围较小。	内外模具采用4轴精雕，通过设备改良，加大油缸的增压力，使内外模具能同步启动、同步止转达到内外图案完全嵌合，无偏差，使图案更完整，适用的图案种类更广泛。	专利技术
8	智能温显技术	产品盖体结构，提升产品智能化程度	行业内已有温显保温杯产品，少数品牌在2019年推出了温显保温壶产品，但只能在螺纹旋转盖上实现温显功能。	公司设计生产的温显保温壶产品解决了温度显示模块的安装结构问题，能快速拆装电池，同时保留了便利的保温壶开关功能，单手操作即可取开盖体并注水。	专利技术
9	玻璃载银离子抗菌	抗菌系列产品，提	行业内多采用在杯体内添加	公司采用纳米抗菌技术，在高温作 用	非专利技术

序号	技术名称	技术应用领域及迭代更新方向	行业传统技术特点	公司核心技术特点	对应的专利及非专利技术
	剂在保温容器上的应用	升产品抗菌功能性	紫外线的方式，利用紫外线达到抗菌、抑菌效果。但是紫外线对人体有一定的危害，开启和关闭均需人工操作，没有主动抗菌、抑菌效果。	下使抗菌材料附着在内胆表面及塑件表面，无需人工操作，使保温食品容器在各种环境、温度下都能主动、有效发挥抗菌作用。	
10	智能娱乐系统在不锈钢真空保温器皿上的应用	智能杯，提升产品实用性及趣味性	行业内的智能杯产品一般仅具有温度显示和蓝牙音箱功能。	公司设计开发的智能娱乐保温杯产品，兼具温度显示、智能音箱、提示饮水、语音互动及语音留言等多种功能	专利技术
11	水性有机硅表面喷涂技术	内喷涂，提升产品抗腐蚀性及产品寿命	行业内主要采用电解方式对内胆进行加工。部分国外品牌采用特氟龙喷涂，喷涂后的产品易清洁、抗腐蚀。	公司选择更安全、环保的水性有机硅材料对内胆进行喷涂，该喷涂材料无可燃性，与水兼容，无油性，与行业内常用的喷涂材料相比，水性有机硅材料在烘烤后更坚硬、耐磨。	非专利技术

资料来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

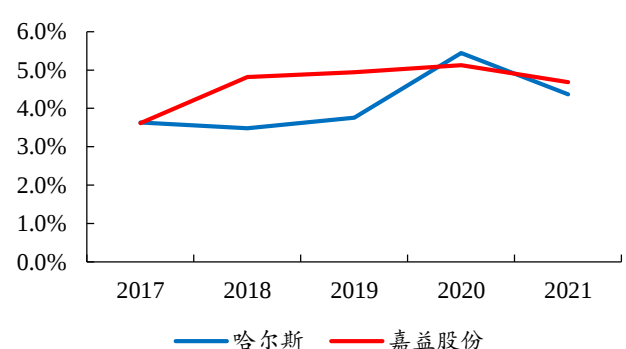
研发投入显著加大，储备研发项目有望进一步深化产品核心竞争优势。公司持续加大新产品开发力度及研发队伍建设投入，2021 年研发费用达 2742.24 万元，同比增长 50.4%，研发费用率超过可比公司哈尔斯达 4.7%。截至 2022H1 储备研发技术涵盖智能化新产品开发、生产线自动化、特色工艺技术研发等多项技术。我们认为持续的研发投入下公司产品技术以及自动化生产线降本增效推进有望进一步巩固公司核心竞争优势。

图48：2021 年公司研发费用投入同比增长 50.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：2021 年嘉益股份研发费用率达 4.7%



数据来源：嘉益股份公司公告、哈尔斯公司公告、开源证券研究所

表9：公司储备项目有望进一步巩固核心竞争优势

序号	项目名称	产品类别	开发内容	应用领域	研发阶段
1	TPS 精益生产线的研究与开发	五金制品	提升自动化	加工、生产	开发初期
2	保温杯四色喷涂技术开发	五金制品	工艺技术开发	保温杯表面处理	测试阶段
3	保温杯超疏水纳米表面处	五金制品	工艺技术开发	保温杯表面处理	测试阶段

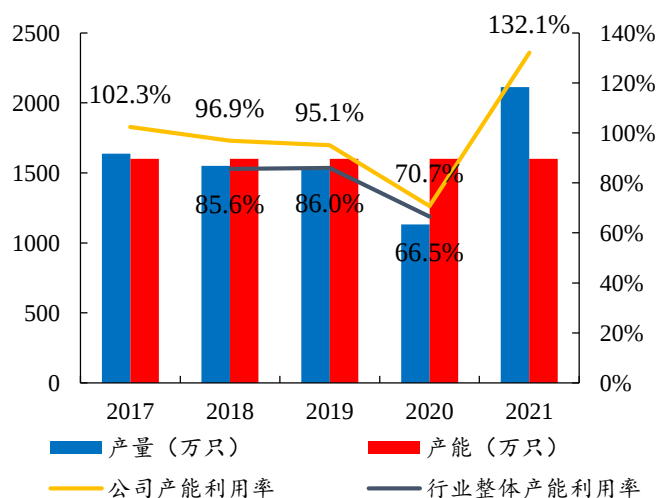
序号	项目名称	产品类别	开发内容	应用领域	研发阶段
理技术研究开发					
4	保温杯内、外表面磁针抛光技术	不锈钢真空保温器皿	生产工艺	加工、生产	测试阶段
5	保温杯内胆粉末喷涂技术	新产品	工艺技术开发	保温杯表面处理	测试阶段
6	数显温控智能加热杯的研究与开发	新产品	开发新产品	国内市场	已完成
7	360 度旋转出水盖的保温杯开发	不锈钢真空保温器皿	开发新产品	海外市场	已完成
8	一盖两用多功能保温杯盖的研究与开发	新产品	开发新产品	国内市场	开发初期
9	便携式系列的保温壶开发	不锈钢真空保温器皿	开发新产品	海外市场	已完成
10	锥形保温杯不规则图案轧花成型工艺的研究与开发	不锈钢真空保温器皿	工艺技术开发	加工、生产	已完成

资料来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

3.3、产能端：IPO 有效解决产能瓶颈，产能有望爬升至 2500 万台

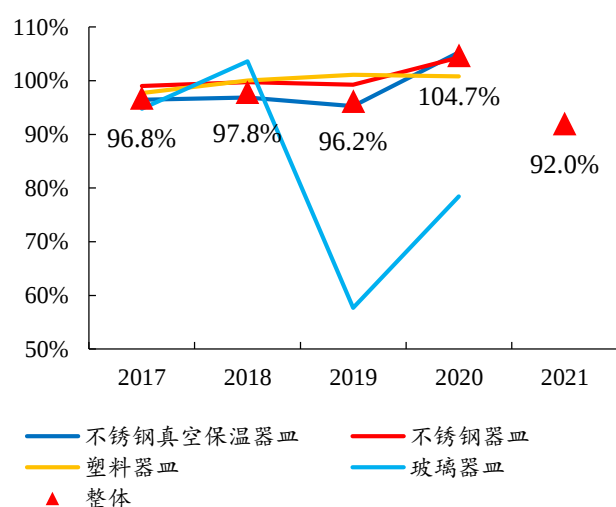
IPO 有效解决产能瓶颈，后续三年产能将逐步提升至 2500 万台以上。自 2017 年起，公司产能为 1600 万只，产能利用率及产销率一直处于高位，平均产能利用率及产销率分别为 99.4%/97.5%，产品处于供不应求状态。随着 IPO 募集资金逐步到位，公司重点项目“年产 1,000 万只不锈钢真空保温杯生产基地”持续推进，该项目规划总投资额超过 3 亿元，占总募集资金的 74%。目前该募投项目生产楼主体已经完工，其中两栋预计 2022Q4 将投入试生产，并计划在后续 3 年内将年产能提升至 2500 万台，有效解决产能瓶颈。

图50：2021 年公司产能利用率达 132%



数据来源：嘉益股份招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图51：公司整体产销率维持在 90% 以上



数据来源：嘉益股份招股说明书、公司公告、开源证券研究所

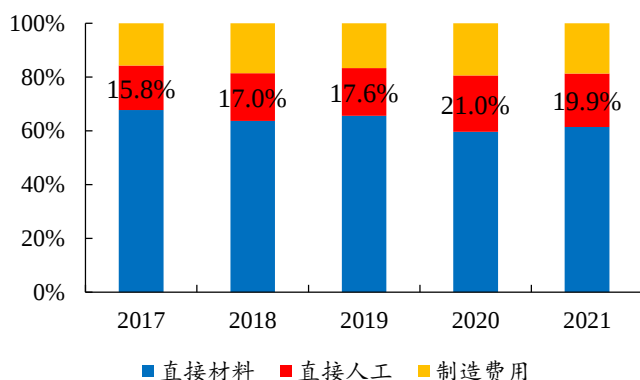
表10：募投项目有望显著改善公司产能瓶颈

募投项目	募投金额	项目建设期	预计达产时间	产能提升率	预计满产后增加年收入
年产 1,000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设项目	3.08 亿元	建设周期为 24 个月，建成后第 3 年实现 100%达产	建成后第 1 年实现 40%达产；建成后第 3 年实现 100%达产	62.5%	2.94 亿元

资料来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

精益化及自动化生产为公司未来战略目标，人工成本占比或将逐步降低。公司目前已有机器人生产线，全自动陶瓷涂装线等行业领先的自动化生产设备。依托募投项目的实施，公司未来将继续推进工业互联网、自动化生产、智能仓储物流建设，打造智慧工厂，实现核心生产步骤的“机器换人”，提高生产供应链的“精益化”、“自动化”和“信息化”水平。2017-2021 年，公司的人工成本占比由 15.8%提升 4.1pcts 至 19.9%，预计该项成本占比将会随着公司自动化制造水平的提高逐步减少。

图52：2021 年公司人工成本占比近 20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：公司生产设备自动化程度较高



资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端：我们预计 2022-2024 年公司总营收分别为 10.60/11.89/14.41 亿元，同比+80.9%/+12.3%/+21.2%。我们看好依托核心客户持续绑定、自有品牌逐步发力，公司在产能扩充后将迎来新一轮发展。

利润端：原材料及海运价格回落利好公司盈利能力弹性恢复，叠加公司营收增长带来规模效应，我们看好公司盈利能力稳步提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.03/2.17/2.74 亿元，同比+146.7%/+7.2%/+26.4%，对应净利率 19.0%/18.1%/18.9%。关键假设如下：

业务端：公司主要业务为不锈钢真空保温器皿，业务细分为 OEM、ODM 及自有品牌三种模式。分模式来看，**(1) OEM/ODM 模式：**短期来看，公司将受益于海外核心客户的订单持续放量，收入预计呈现较快增长；长期来看，不锈钢保温杯行

业在产品消费属性增强及市场低渗透率下成长性较强，公司作为赛道优质企业，有望凭借研发能力及客户积累获取更大市场份额。(2) **自有品牌**：miGO 品牌线上及线下营销渠道已打通，有望成为公司第二增长曲线。我们预计 2022-2024 年公司不锈钢真空保温器皿收入增速分别为 63.5%/22.2%/17.4%。

量价端：随着公司产能募投项目逐步落地，2022 年下半年公司的产能预计将会显著增长。我们预计公司 2022-2024 年产能分别为 2100/3000/3500 万只，对应产能利用率 140%/120%/110%。产能瓶颈突破叠加行业需求景气，我们预计不锈钢真空保温器皿产品销量 2022-2024 年将继续维持较高增速，销量分别为 2940/3600/3850 万只，单品单价将维持在 30 元左右。

表11：2022-2024 公司营业总收入增速预计分别为 80.9%/12.3%/21.2%

单位：亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	4.05	3.56	5.86	10.60	11.89	14.41
YOY	7.6%	-12.2%	64.7%	80.9%	12.3%	21.2%
不锈钢真空保温器皿	3.44	3.23	5.42	8.86	10.84	12.73
YOY	8.6%	-6.1%	67.9%	63.5%	22.2%	17.4%
销量（万只）	1077.28	1014.93	1847.3	2940	3600	3850
YOY	-0.8%	-5.8%	82.0%	59.2%	22.4%	6.9%
单价（元/件）	31.9	31.8	/	30.15	30.1	33.0
毛利率	35.0%	35.2%	28.2%	31.5%	30.2%	31.0%
不锈钢器皿	0.12	0.14	0.17	0.26	0.41	0.66
YOY	-6.0%	-51.2%	16.0%	80.0%	60.0%	60.0%
销量（万件）	164.76	82.09	97.23	199.08	314.34	499.65
YOY	-10.1%	-50.2%	18.4%	104.8%	57.9%	59.0%
单价（元/件）	15.39	15.08	/	15	15.2	15.3
毛利率	25.8%	25.9%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
其他	0.49	0.18	0.27	1.47	0.64	1.02
归母净利润	0.72	0.65	0.82	2.03	2.17	2.74
YOY	-11.5%	-9.8%	26.7%	146.7%	7.2%	26.4%
净利率	17.8%	18.1%	13.9%	19.0%	18.1%	18.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

我们选取可比公司哈尔斯、苏泊尔及新宝股份，其中以与嘉益股份主营业务相似，同所处杯壶行业的哈尔斯最具参考价值。可比公司 2022 年平均 PE 为 14.2X，我们看好公司凭借强劲的订单获取能力和产能瓶颈亟待突破，获得一定的估值溢价。

嘉益股份持续绑定核心客户且海外需求高景气度延续，我们看好 2022 年公司在产能扩充后将迎来新一轮发展，业绩增长确定性带来估值提升。预计 2022-2024 年归母净利润为 2.03/2.17/2.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.96/2.10/2.66 元，当前股价对应 PE17.1/15.9/12.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：可比公司估值情况

公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
哈尔斯	29.5	1.4	2.4	2.8	3.1	0.3	0.5	0.6	0.7	18.7	11.8	10.3	9.4
新宝股份	143.5	7.9	10.8	12.2	14.3	1.0	1.3	1.5	1.7	17.8	13.1	11.6	9.9
苏泊尔	367.8	19.4	20.6	23.7	26.9	2.4	2.5	2.9	3.3	18.7	17.7	15.4	13.5
平均		9.6	11.3	12.9	14.8	1.2	1.5	1.7	1.9	18.4	14.2	12.4	10.9
嘉益股份	34.2	0.8	2.0	2.2	2.7	0.8	2.0	2.1	2.7	42.1	17.1	15.9	12.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：嘉益股份、新宝股份、苏泊尔盈利预测来源于开源证券研究所，哈尔斯采用 Wind 一致预期，总市值、收盘价截至 2022 年 11 月 21 日）

5、风险提示

市场竞争加剧、原材料价格上升、大客户订单不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	312	518	764	789	1023
现金	173	274	495	556	673
应收票据及应收账款	63	61	0	0	0
其他应收款	5	10	18	14	25
预付账款	2	11	13	14	19
存货	60	113	188	156	256
其他流动资产	8	50	50	50	50
非流动资产	154	219	328	344	389
长期投资	1	1	1	1	2
固定资产	93	100	206	227	269
无形资产	54	48	56	60	66
其他非流动资产	6	71	65	56	53
资产总计	466	737	1091	1133	1412
流动负债	75	128	311	148	167
短期借款	0	0	250	86	105
应付票据及应付账款	48	67	0	0	0
其他流动负债	27	61	61	61	62
非流动负债	3	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	5	5	5	5
负债合计	78	132	316	152	172
少数股东权益	1	0	-1	-3	-5
股本	75	100	100	100	100
资本公积	83	214	214	214	214
留存收益	229	292	468	649	862
归属母公司股东权益	386	604	777	984	1245
负债和股东权益	466	737	1091	1133	1412

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	70	96	118	257	161
净利润	64	82	201	215	272
折旧摊销	16	17	20	23	28
财务费用	7	3	-9	-13	-20
投资损失	-2	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	-15	-8	-88	39	-112
其他经营现金流	0	8	-4	-5	-4
投资活动现金流	-11	-132	-125	-36	-69
资本支出	14	92	128	40	73
长期投资	0	-50	-0	-0	-0
其他投资现金流	3	9	3	5	4
筹资活动现金流	-4	139	-21	3	6
短期借款	0	0	250	-163	19
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	131	0	0	0
其他筹资现金流	-4	-17	-271	166	-13
现金净增加额	49	100	-28	224	99

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	356	586	1060	1189	1441
营业成本	229	417	726	830	995
营业税金及附加	2	2	7	7	8
营业费用	18	15	34	38	48
管理费用	19	27	46	51	62
研发费用	18	27	44	50	61
财务费用	7	3	-9	-13	-20
资产减值损失	-1	-6	-7	-8	-11
其他收益	9	3	9	7	6
公允价值变动收益	4	0	1	2	1
投资净收益	2	6	2	3	4
资产处置收益	0	-1	0	-0	-0
营业利润	75	94	233	249	314
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	75	93	233	249	313
所得税	11	12	32	33	41
净利润	64	82	201	215	272
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	65	82	203	217	274
EBITDA	85	102	249	266	329
EPS(元)	0.63	0.80	1.96	2.10	2.66

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	64.7	80.9	12.3	21.2
营业利润(%)	-10.6	25.7	148.2	6.8	26.0
归属于母公司净利润(%)	-9.8	26.7	146.7	7.2	26.4
获利能力					
毛利率(%)	35.6	28.7	31.5	30.2	31.0
净利率(%)	18.1	13.9	19.0	18.1	18.9
ROE(%)	16.6	13.5	25.9	22.0	22.0
ROIC(%)	15.3	12.2	19.2	19.6	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	16.8	18.0	28.9	13.4	12.2
净负债比率(%)	-43.8	-44.5	-31.1	-47.4	-45.4
流动比率	4.1	4.0	2.5	5.3	6.1
速动比率	3.3	3.1	1.8	4.2	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	6.3	9.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	7.3	21.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.80	1.96	2.10	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.93	1.14	2.49	1.56
每股净资产(最新摊薄)	3.74	5.86	7.53	9.54	12.07
估值比率					
P/E	53.4	42.1	17.1	15.9	12.6
P/B	9.0	5.7	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	37.4	29.8	12.3	10.6	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn