

嘉益股份 (301004.SZ)

保温杯代工龙头，与大客户共生长

公司评级

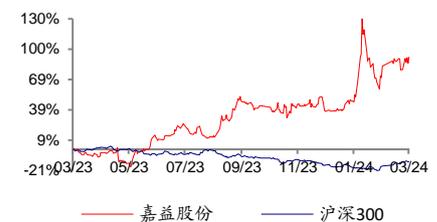
买入

当前价格	64.96 元
合理价值	67.32 元
报告日期	2024-03-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	104.0/26.1
总市值/流通市值 (百万元)	6268/1575
一年内最高/最低 (元)	72.3/26.7
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.5/87.9
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	37.9/30.2

相对市场表现



分析师:

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师:

张雨露



SAC 执证号: S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

核心观点:

- **保温杯代工领先企业，盈利能力强劲。**公司专注于不锈钢真空保温器皿领域，深耕国际市场二十余年。据公司三季报，23Q1-3 实现营收 12.28 亿元，同比+46.90%；毛利率 39.37%，同比+7.13pct；归母净利润 3.14 亿元，同比+87.34%。公司代工产品多定位于中高端，2018-2022 年毛利率/净利率基本保持在 35%/18%以上，领跑行业平均。
- **保温杯市场逐年扩容，中美分处供需两端。**据华经产业研究院，2021 年全球不锈钢保温器皿市场规模 528 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 4.54%，户外运动热潮/社媒口碑宣传/电商渠道助力三重因素推动市场扩容。其中美国始终为保温杯最大消费国，进口份额不断攀升，自 2019 年 22.73% 升至 2022 年的 35.32%。据 UNCTD，2022 年我国保温杯出口份额达 52.35%，中国最大保温杯出口国地位不变，同时出口金额不断上涨，2022 年我国不锈钢保温杯出口金额达 22.2 亿美元，2017-2022 年 CAGR 达 11.82%，保温杯赛道高景气度持续。
- **强研发提产能筑稳代工根基，优质客户深度协作确保未来预期。**公司主要客户均为国际知名杯壶企业，关系稳定，大客户 Stanley 产品销量爆发式增长助力公司盈利高增。公司重视研发，真空染印、轻量旋薄等差异化技术突出，顺应保温杯时尚化、轻便化、美观化趋势。公司通过 IPO 和可转债募投越南年产 1350 万及国内年产 1000 万只不锈钢真空保温杯项目，预计 24-25 年有效突破产能瓶颈，应对国际市场需求。
- **盈利预测与投资建议。**嘉益作为保温杯代工龙头，预计持续与大客户共生长，持续拉开与小企业的差距。预计公司 23-25 年归母净利润 4.7/5.8/6.9 亿元，参考可比公司估值，给予公司 24 年 12xPE，对应合理价值 67.32 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**地缘政治波动、客户订单转移、海外需求衰退等。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	586	1,260	1,775	2,201	2,627
增长率 (%)	64.7%	115.1%	41.0%	23.9%	19.4%
EBITDA (百万元)	113	316	553	676	796
归母净利润 (百万元)	82	272	472	583	694
增长率 (%)	26.7%	230.9%	73.6%	23.6%	19.0%
EPS (元/股)	0.94	2.72	4.54	5.61	6.68
市盈率 (x)	21.79	10.95	14.31	11.58	9.73
ROE (%)	13.6%	31.3%	38.2%	32.1%	27.6%
EV/EBITDA (x)	15.64	8.31	11.17	8.37	6.50

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、不锈钢保温器皿代工龙头企业，一体化持续扩张.....	5
（一）保温杯代工领先企业，客户持续拓张.....	5
（二）管理层股权集中，股权激励促进长期稳健发展.....	5
（三）盈利能力强劲，不锈钢真空保温器皿为收入核心.....	7
二、保温杯行业：时尚需求爆发，高成长性可期.....	10
（一）全球保温杯市场增长稳健，中国为保温杯出口第一大国.....	10
（二）多元需求助力保温杯景气度持续向上.....	12
三、嘉益股份：打磨生产供应，与大客户共生长.....	16
（一）客户端：拥抱核心大客户，实现共同飞跃.....	16
（二）产品端：强化研发制造底蕴，打造高品质高毛利产品线.....	18
（三）生产端：行业集聚降本增效，产能投放有序放量.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	22
五、风险提示.....	24

图表索引

图 1: 嘉益股份发展历程.....	5
图 2: 嘉益股份股权结构图 (截至 2024 年 3 月 11 日, 数据来自 wind)	6
图 3: 嘉益股份营收及同比 (亿元, %)	7
图 4: 嘉益股份归母净利润及同比 (亿元, %)	7
图 5: 23H1 嘉益股份分产品收入 (亿元)	8
图 6: 23H1 嘉益股份分产品收入占比 (%)	8
图 7: 嘉益股份销售地区分布 (亿元)	8
图 8: 嘉益股份销售地区占比 (%)	8
图 9: 嘉益股份毛利率与净利率 (%)	9
图 10: 嘉益股份期间费用率 (%)	9
图 11: 全球不锈钢保温器皿规模及增速(亿元, %)	10
图 12: 2022 年保温杯进口分区域占比 (%)	10
图 13: 全球保温杯出口格局 (亿美元).....	11
图 14: 2022 年全球保温杯出口格局 (%)	11
图 15: 17-22 年中国保温杯出口额及其同比 (亿美元, %)	11
图 16: 22-23 年中国保温杯季度出口额及其同比 (亿美元, %)	11
图 17: 2021 年中国杯壶行业格局 (%)	12
图 18: 中国保温杯行业相关企业注册资金分布	12
图 19: 不同杯型对比分析.....	12
图 20: 欧美地区为最大户外运动市场	13
图 21: 全球户外用品市场规模 (亿美元, %)	13
图 22: 17-22 年美国保温杯进口额 (亿美元, %)	14
图 23: 21-23 年美国保温杯月度进口 (亿美元, 截至 23 年 10 月)	14
图 24: S'well 创新产品设计.....	14
图 25: S'well 社媒矩阵.....	14
图 26: 全球户外运动用品电商市场规模 (亿美元, %)	15
图 27: 全球户外运动用品销售渠道占比 (%)	15
图 28: 公司营收分销售模式 (万元, %)	16
图 29: 公司前五大客户销售额及营收占比 (万元, %)	16
图 30: 公司前五大客户销售额分别占营收比例 (%)	17
图 31: 2024 年 1 月 16 日前 30 天内亚马逊水杯产品分品牌销售情况 (美元, %)	17
图 32: Stanley 特色产品及单价 (美元)	18
图 33: 2024 年 1 月 16 日前 30 天内 Stanley 畅销产品销售额 (左, 百万美元)、占比 (右, %) 及销量排名 (横轴)	18
图 34: 2018-2023Q3 研发费用率 (%)	18
图 35: 2018-2023Q3 研发费用金额 (亿元)	18
图 36: 永康保温杯 (壶) 产业链.....	20
图 37: 公司产能情况 (万只)	21

图 38: 公司产能利用率及产销率 (%) 21

表 1: 嘉益股份股票激励计划分配情况 6

表 2: 保温杯分类 13

表 3: 2020 年公司与主要客户合作情况 16

表 4: 公司核心技术 19

表 5: 公司募投项目 21

表 6: 嘉益股份核心业务拆分 (百万元, %) 22

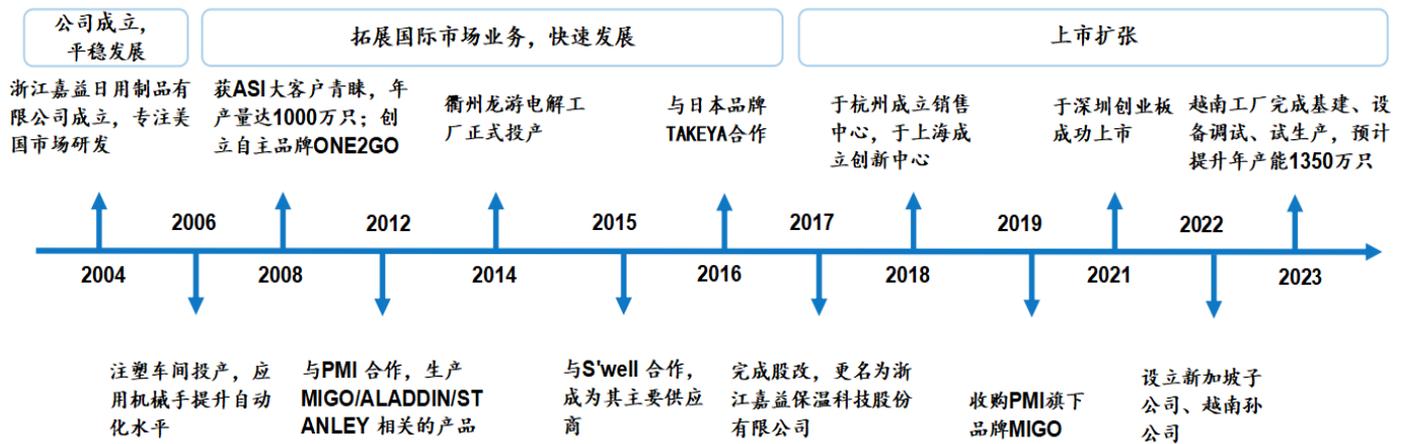
表 7: 嘉益股份可比公司估值对比 (截至 2024 年 3 月 11 日) 23

一、不锈钢保温器皿代工龙头企业，一体化持续扩张

（一）保温杯代工领先企业，客户持续拓张

保温杯头部制造商，产品实力强劲。浙江嘉益保温科技股份有限公司于2004年在金华成立，主要从事各种不同材质的饮品和食品容器的研发设计、生产和销售，包括不锈钢真空保温器皿、不锈钢/塑料/玻璃器皿以及其他新材料日用食饮容器。经过多年发展，公司ODM业务产品线丰富，研发设计能力优秀，制造技术经验充足，能够满足不同市场、不同客户在外观、功能等方面的多种需求；同时通过自创和收购的方式发展OEM业务，拥有miGo、ONE2GO等多个自主品牌。公司深耕美国市场，并逐步扩张至其余国际市场，现已与PMI、S'well、ETS、TAKEYA等国际知名客户实现稳定合作。

图1：嘉益股份发展历程

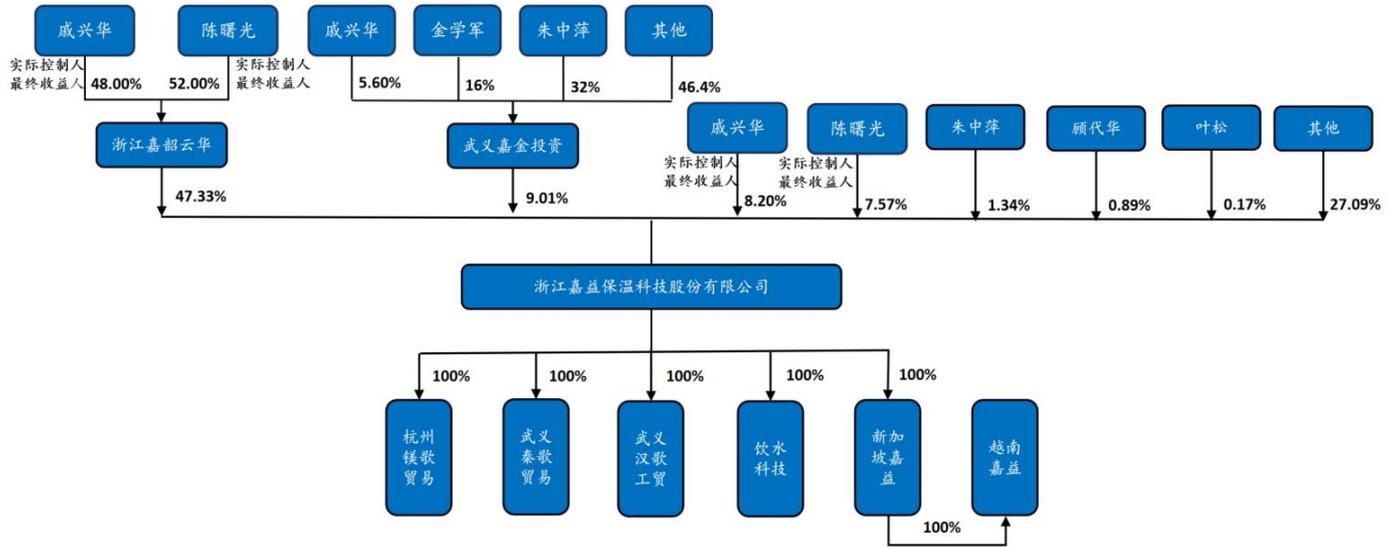


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）管理层股权集中，股权激励促进长期稳健发展

股权结构稳定集中，公司创始人兼董事长戚兴华先生和其妻子陈曙光女士为实际控制人。据Wind数据显示，戚兴华先生直接持有公司8.20%的股份，并通过浙江嘉韶云华、武义嘉金投资间接持有公司25.12%的股份，总计持股33.32%，其妻子陈曙光女士直接持有公司7.57%的股份，并通过浙江嘉韶云华间接持有公司22.72%的股份，总计持股30.29%。夫妇二人共计持股63.61%，为公司的实际控制人。公司整体股权结构集中，核心管理层激励充足。

图2: 嘉益股份股权结构图 (截至2024年3月11日, 数据来自wind)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2022 年启动限制性股票激励计划, 助力业绩增长。公司于 2022 年发布《2022 年第二期限限制性股票激励计划首次授予激励对象名单》及《2022 年第二期限限制性股票激励计划预留授予激励对象名单》公告, 本次计划总共向激励对象授予 403 万股限制性股票, 占公司股本总额的 4.03%, 激励对象为 4 位公司高管、中层管理人员以及 90 位核心管理人员以及技术 (业务) 骨干, 主要面向基层一线员工, 旨在提高其工作积极性, 以推动公司的长期业绩平稳有力增长, 提高企业的整体竞争力和市场地位。公司需满足 (1) 以 2021 年为基数, 公司 2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 50%/70%/90%, 或 (2) 以 2021 年为基数, 公司 2022/2023/2024 年营业收入增长率不低于 60%/90%/120%。

表 1: 嘉益股份股票激励计划分配情况

姓名	职务	国籍	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本次激励计划公告时股本总额的比例
首次授予激励对象					
朱中萍	董事、总经理	中国	35	10.94%	0.35%
顾代华	董事、副总经理	中国	30	9.37%	0.30%
胡灵慧	财务总监	中国	20	6.25%	0.20%
	核心管理人员及技术 (业务) 骨干 (63 人)		235	73.44%	2.35%
	合计		320	100%	3.20%
预留授予激励对象					

叶松	董事、董事会秘书	中国	18	21.69%	0.18%
	核心管理人员及技术（业务）骨干（27人）		65	78.31%	0.65%
	合计		83	100%	0.83%

数据来源：嘉益股份《2022年第二期限限制性股票激励计划首次授予激励对象名单》、《2022年第二期限限制性股票激励计划预留授予激励对象名单》、广发证券发展研究中心

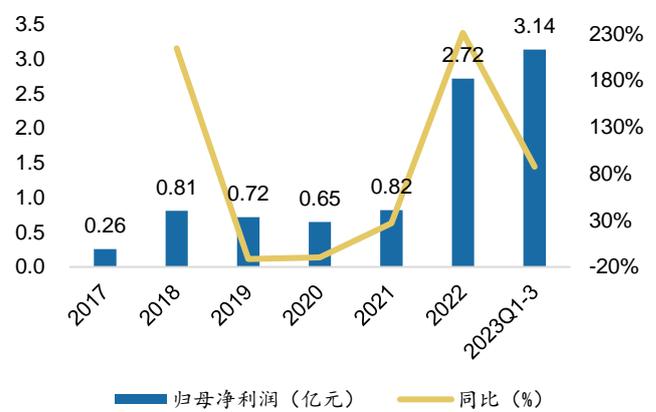
（三）盈利能力强劲，不锈钢真空保温器皿为收入核心

公司快速扩张，营收利润上升势头强劲。据公司年报，2017-2022年公司营收从3.40亿元上升至12.60亿元，CAGR为29.94%；归母净利润从0.26亿元上升至2.72亿元，CAGR为60.13%。2020年，受新冠疫情影响，国内生产遭受冲击、国际市场需求疲软、航运受阻明显，公司2020年营收3.56亿元，同比减少12.19%，归母净利润0.65亿元，同比减少9.82%，保温杯出口业务暂时承压。2021-2023年外贸逐渐恢复，订单量回升，叠加原材料不锈钢价格下降和人民币贬值双重影响，公司营收利润表现优异。据公司三季报，23Q1-3营收12.28亿元，同比+46.95%。毛利率39.37%，同比+7.13pct，归母净利润3.14亿元，同比+87.34%，盈利能力强劲。

图3：嘉益股份营收及同比（亿元，%）



图4：嘉益股份归母净利润及同比（亿元，%）

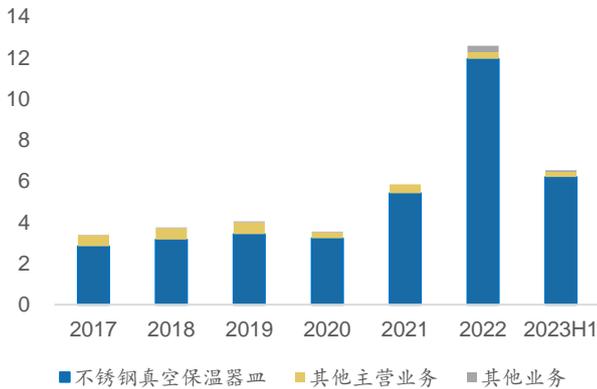


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

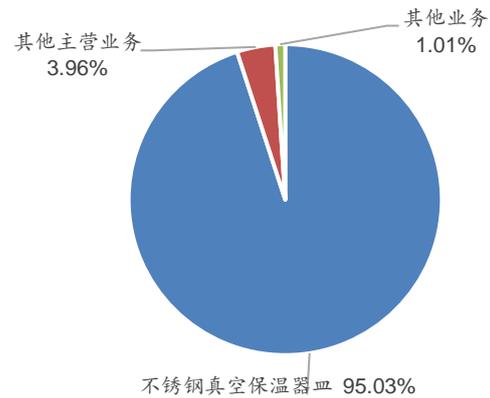
分产品看，不锈钢真空保温器皿的收入核心地位稳固。据公司23年半年报，截至2023H1，公司产品以不锈钢真空保温器皿为绝对核心，长期占据总收入的90%以上。2023H1公司不锈钢真空保温器皿销售收入达到6.21亿元，占比达到95.03%，受益于不锈钢保温杯在海外应用场景的不断扩充，且产品价格带覆盖不断完善，2017-2022年公司不锈钢保温杯收入CAGR达到33.23%，为公司收入增长做出较大贡献。

图5: 23H1嘉益股份分产品收入(亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

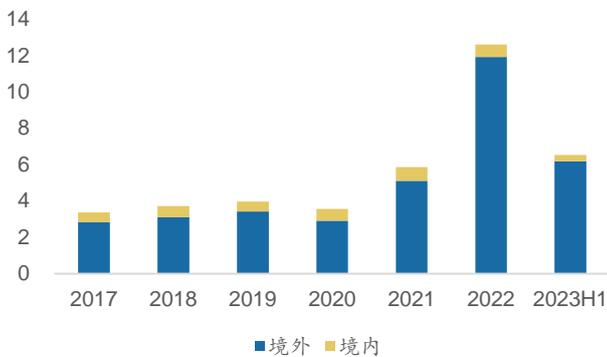
图6: 23H1嘉益股份分产品收入占比(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

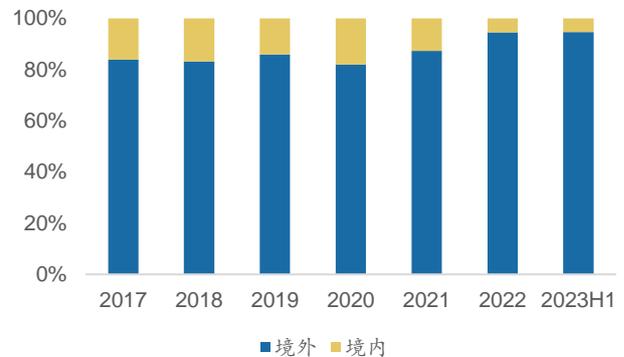
分地区看,公司以国际市场销售为主。据公司年报,2017-2022年境外收入贡献长期稳定在80%以上,占据主要地位。2022年,公司实现境外收入11.91亿元,国内收入0.68亿元,占比分别达到94.58%、5.42%。由于公司业务聚焦于国际市场,2023年人民币贬值推动营收进一步增长。据公司23年半年报,2023H1公司境外收入6.19亿,占比达到94.68%,未来嘉益股份预计将持续聚焦海外市场,依靠强大的制造研发能力,维持客户粘性,筑牢企业护城河,持续拉开与小企业之间的差距。

图7: 嘉益股份销售地区分布(亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

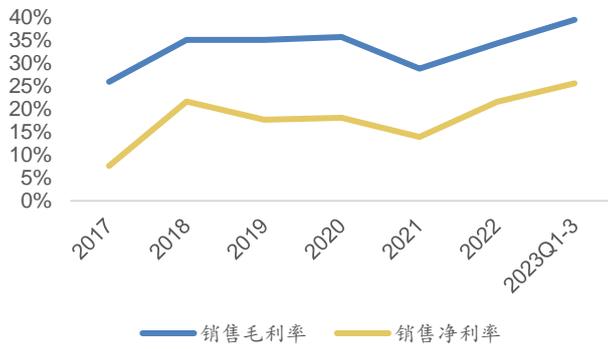
图8: 嘉益股份销售地区占比(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

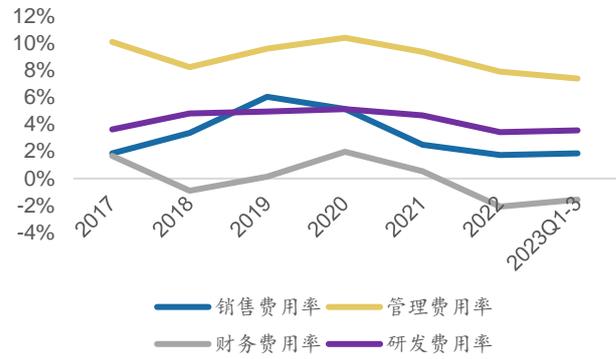
毛利率保持稳定,净利率稳中向好。据Wind数据显示,公司毛利率较稳定,2019-2023Q1-3毛利率分别达到34.99%/35.64%/28.73%/34.26%/39.37%。2022年公司毛利率同比+5.53pct,2023Q1-3同比+7.13pct,毛利率回升明显。近三年期间费用率持续下降,从2020年的22.65%下降为2022年的11.01%,其中,由于人民币兑美元汇率变化,财务费用率波动较大。受益于良好的费用控制,公司的销售、管理及研发费用率持续下降,同时净利率在2021年受挫后企稳回升,23Q1-3净利率达到25.55%。

图9: 嘉益股份毛利率与净利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 嘉益股份期间费用率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、保温杯行业：时尚需求爆发，高成长性可期

(一) 全球保温杯市场增长稳健，中国为保温杯出口第一大国

市场规模稳步扩张，欧美为最大消费市场。据华经产业研究院，2017-2021年全球不锈钢保温器皿市场规模由442亿元增长至528亿元，CAGR约为4.54%。分地区看，相比于发展中国家，发达地区市场更大，欧美地区合计市场份额超过50%。据联合国商品贸易统计数据，2022年保温杯主要进口地区为美国、欧洲、日本，分别占比35%、21%以及6%，近年来，欧美地区保温杯全球进口份额稳中有升，其中，美国进口占比自2019年22.73%升至2022年35.32%，涨势明显。

图11：全球不锈钢保温器皿规模及增速(亿元，%)

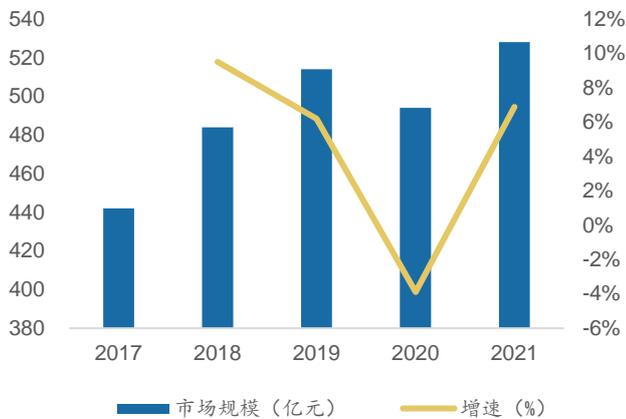
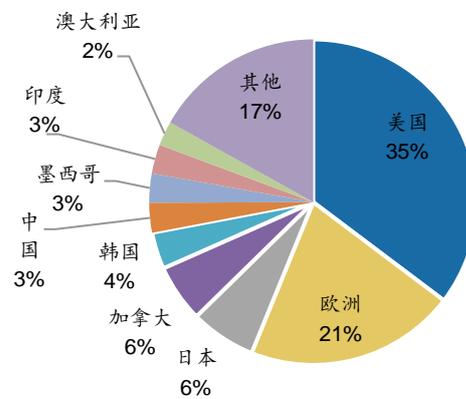


图12：2022年保温杯进口分区域占比 (%)

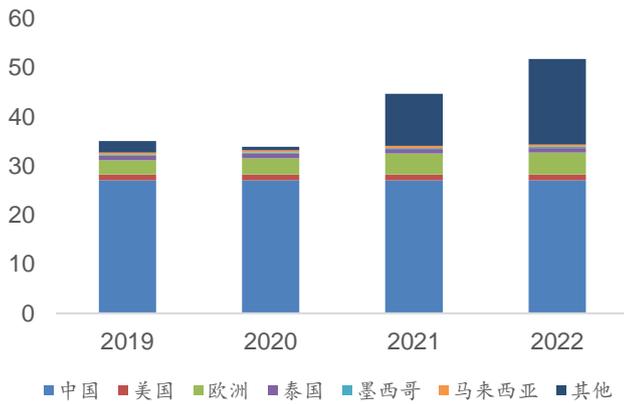


数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

数据来源：UNCTAD、广发证券发展研究中心

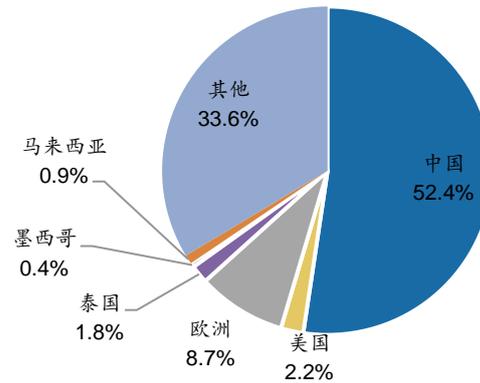
中国为保温杯出口第一大国。根据我国海关总署数据，2017-2022年间，中国不锈钢保温杯出口金额从12.7亿美元增长至22.2亿美元，期间CAGR为11.82%，持续稳健向上。根据UNCTAD，我国在全球保温杯出口格局中占据主体地位，22年份额达52.35%，近年来随产业转移趋势占比减少。当前来看，受2022年市场需求较为旺盛、基数偏高，叠加欧美经济与消费形势低迷等因素扰动，2023年年初保温杯月度出口金额同比有所回落，但随海外去库接近尾声叠加户外活动运动热度催生保温杯需求高涨，行业迎来景气度回升。据wind显示，23年11月中国保温杯出口额为1.84亿美元，同比增长16.83%，环比提升3.15%，保温杯细分赛道仍然在轻工出口制造中维持较高景气度。

图13: 全球保温杯出口格局 (亿美元)



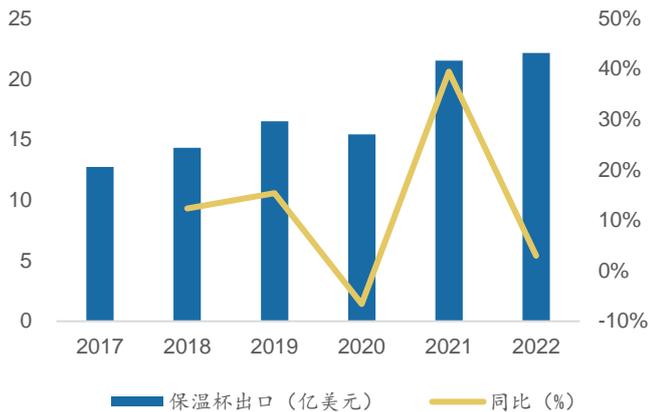
数据来源: UNCTAD、广发证券发展研究中心

图14: 2022年全球保温杯出口格局 (%)



数据来源: UNCTAD、广发证券发展研究中心

图15: 17-22年中国保温杯出口额及其同比 (亿美元, %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 22-23年中国保温杯季度出口额及其同比 (亿美元, %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

竞争格局较为分散, 市场集中度仍具提升空间。国内不锈钢保温杯产业以中小企业规模为主, 形成浙江、广东两大产业集群, 截至2022年6月, 据华经产研院, 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46.92%。国内品牌以ODM/OEM代工为主, 嘉益股份、哈尔斯、希诺、富光等企业产品定位偏中高端, 而中低端品牌产品则同质化较高、竞争格局分散。嘉益、哈尔斯等占据产业中高端位置, 各自拥有彼此核心客户, 形成稳定的竞争格局, 小企业暂时难以突破供应限制。

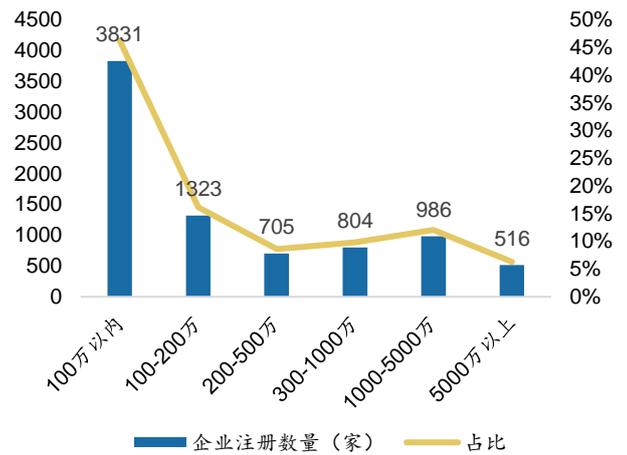
图 17: 2021年中国杯壶行业格局 (%)

2021年中国杯壶行业市场集中度



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 18: 中国保温杯行业相关企业注册资金分布



数据来源: 华经产业研究院、广发证券发展研究中心 (注: 截至 2022 年 6 月)

(二) 多元需求助力保温杯景气度持续向上

应用场景逐渐细分化, 产品品类多元化。据艾瑞咨询, 保温杯在杯壶产品市场中占比约为 50%, 相较于玻璃杯、塑料杯, 消费者在保温杯的选择上相对更注重耐用性和保温性。保温杯从传统的家用单一需求逐步演变为多元场景下的消费单品, 现已延伸至户外、校园、露营、驾驶、商务办公等多个不同的场景。单纯的保温性不再是唯一吸引消费者的卖点, 外带时是否轻便防漏水, 开车时单手操作是否便捷、儿童使用时是否安全隔热、使用后是否方便拆卸清洗、杯体是否能智能化显示水温等, 都成为人们购买时候或会考虑的因素。不同生活场景下消费者对杯体的保温性、杯体容量、智能化程度以及便捷性等条件的需求存在较大差异, 保温杯产品矩阵得以不断延伸。

图 19: 不同杯型对比分析

杯壶类型	细分品类	产品特性	适用场景/人群	使用痛点	占比 ¹ 及趋势
保温杯 (壶)	<ul style="list-style-type: none"> □ 不锈钢保温杯 □ 陶瓷/紫砂/银内胆保温杯 □ 钛保温杯 □ 保温壶 (含焖烧壶) 	<p>保温性</p> <p>健康性 美观性 轻便性 耐用性</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 保温需求较高, 温水可得性较低的场景 □ 例如: 长途旅行、逛街游玩、司机驾驶、商务会议、学习培训等 	<ul style="list-style-type: none"> □ 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 	
玻璃杯	<ul style="list-style-type: none"> □ 单层玻璃杯 □ 双层玻璃杯 	<p>保温性</p> <p>健康性 美观性 轻便性 耐用性</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 保温需求一般, 温水可得性较好, 杯具不易损坏的室内场景 □ 例如: 冲饮茶水、日常居家、商务办公 	<ul style="list-style-type: none"> □ 玻璃材质易碎, 不便于携带 	
塑料杯	<ul style="list-style-type: none"> □ PC/AS/PET塑料杯 □ Tritan[®]塑料杯 	<p>保温性</p> <p>健康性 美观性 轻便性 耐用性</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 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 □ 例如: 日常居家、婴幼儿、户外运动 	<ul style="list-style-type: none"> □ 传统塑料材质在高温下有释放双酚-A的风险 □ 存放高温液体易损坏材质 	

数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

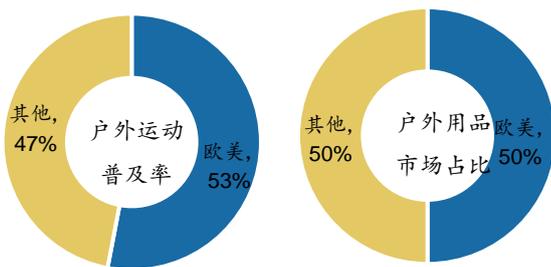
表 2：保温杯分类

分类方式	产品种类
按应用场景	商务保温杯、运动保温杯、户外保温杯、车载保温杯等
按样式	广口保温杯、窄口保温杯
按受众	中老年用保温杯、青少年用保温杯、幼儿用保温杯
按档次和价格	高档保温杯、中档保温杯、平价保温杯
按性能	智能保温杯、非智能保温杯
按材质	不锈钢保温杯、玻璃保温杯、陶瓷保温杯、塑料保温杯等

数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

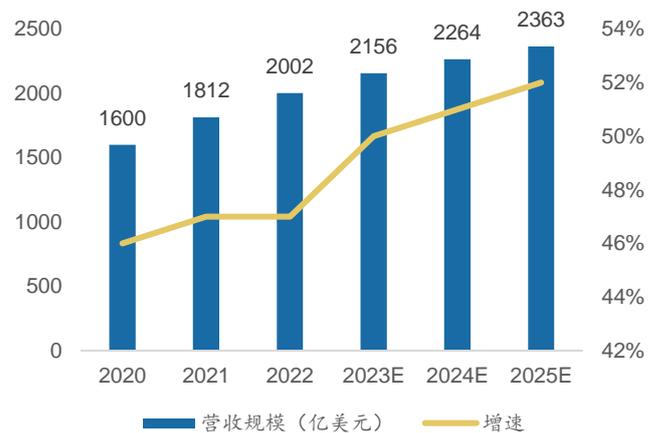
户外活动景气度提升，欧美保温杯市场消费回暖、进口抬升。户外运动内容广泛，包括跑步、登山、徒步旅游、露营野炊等多项运动，能够同时满足人们的运动、社交、休闲娱乐等多重需求。据中商产业研究院，2022年全球户外用品行业营收规模约2002亿美元，同比增长10%。预计到2025年营收规模将达到2363亿美元，其中，欧美市场占比达50%。后疫情时代，美国居民户外运动热情高涨，带动保温杯等相关用品销量的持续抬升。根据联合国进出口商品数据统计，2017-2022年，美国保温杯进口额从4.08增至13.93亿美元，CAGR达27.8%。户外场景中，欧美地区大量用户使用保温杯以保持水或饮料的冰凉口感，随户外运动热度攀升，保温杯“保冷”属性进一步破圈，打开新成长空间，22-23年春夏季美国保温杯进口额同比提升明显。

图20：欧美地区为最大户外运动市场



数据来源：前沿知识库《2023年全球户外用品行业白皮书》、广发证券发展研究中心

图 21：全球户外用品市场规模（亿美元，%）



数据来源：前沿知识库《2023年全球户外用品行业白皮书》、广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/586044114001010101>