

轻工制造

报告日期：2024 年 07 月 27 日

潮流升级高景气，精益制造定乾坤

——保温杯行业深度报告

投资要点

出口行情演绎至今，我们建议优选中长期高景气赛道，或通过制造/品牌优势提市占个股。我们看好美国保温杯赛道中长期潮流升级高景气，短期处于补库弹性周期，同时，STANLEY 等品牌崛起带来格局变化新机遇，看好下游绑定头部客户，具海外产能优势、高交付能力、强运营效率的个股，推荐关注嘉益股份、哈尔斯等。

□ 全球保温杯行业景气度究竟如何？

全球保温杯行业：千亿市场，景气回暖。全球零售终端市场千亿规模，17-23 年复合增长率为 4.7%，其中欧美市场规模最大。中长期看，欧美国家处于潮流升级高景气阶段，美/英/法保温杯进口额近 10 年复合增速均在 10%以上，美国增速最快；短期看，当前处于去库结束、景气回暖周期，美国修复弹性最大。

美国保温杯行业：景气高增，潮流升级。美国保温杯进口额近 5 年/近 10 年复合增速达到 21.9%/24.3%，量增为核心驱动，主要体现为人均保有量增多，消费频次加快，需求端使用场景细分，户外运动兴起带动、社交属性增强等，供给端时尚单品推新，自媒体营销造势，保温杯正从耐用品向快消品转型。

价值链梳理：欧美加价率高，上下游利润丰厚。欧美头部品牌普遍定价较高，价值链利润通常较厚，代工厂/品牌商/渠道商毛利率分别约在 30%/50%/30-50%左右。

□ 代工厂近年格局有何变化？同行的利润率差异源自什么？

代工厂近年格局有何变化？中国是全球保温杯生产和出口中心，全球产量占比可达 65%。目前代工厂格局分散，**哈尔斯**稳占龙头（23 年中国市占率 8.4%），**嘉益股份**市占近年快速提升（从 20 年 1.8%提升到 23 年 5%）。

竞争力对比：大客户绑定致胜，产能+交付能力分化。我们认为，决定保温杯代工格局和变化的关键是大客户。要求代工厂具有进入国际保温杯品牌严格供应商体系的能力，目前头部代工厂保温杯制造工艺成熟，产能利用率较满，海外产能和生产交付能力较为关键，目前**嘉益股份**、**哈尔斯**、**安胜科技**表现较优。另外，要求代工厂对终端品牌格局变化足够灵敏，掌握先发者优势，近年**嘉益股份**灵敏抓住 Stanley 品牌 Quencher 杯型热销快速提市占，未来关注 Iceflow 等新杯型或新锐品牌崛起对格局变动的影响。

利润率对比：优质客户取胜，成本管控分化。决定保温杯代工厂利润率的是客户类型、客户集中度及成本控制能力，**嘉益股份**毛利率比同行高 10-15%得益于 Stanley 订单盈利更优及占比更高，同时，生产自动化水平更高带来单位成本更低，且费用率比同行低 2-10%，与更优的营运效率有关，关注净利率表现同样优秀且持续优化的**哈尔斯**、**安胜科技**。

□ 品牌商近年格局有何变化？STANLEY 品牌销售持续性如何？

品牌商近年格局有何变化？全球呈格局分散，区域割据特征，美国格局变化明显，潮流化趋势下，掌握潮流打法、社媒运营的头部玩家和新白牌快速崛起，**STANLEY** 超越 YETI 成为当地保温杯第一品牌（市占率接近 20%），同时 Simple Modern、Owala 等新锐品牌也在快速崛起，且受益于美国潮流文化外溢，**STANLEY** 等开始全球扩张。

解构 STANLEY 破局之路：创立于 1913 年，美国保温杯百年品牌，20 年 Terence Reilly 出任品牌总裁落地改革，聚焦女性用户，标志杯型+多巴胺色调具备爆款潜质，联名+限量+自媒体种草组合打法、DTC 渠道运营等，并于 23 年 11 月搭上 TikTok 视频意外爆火东风，登上第一品牌宝座。

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

研究助理：陈秋露
chenqiulu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《优选价值资产，中大件出口海运压制趋缓》 2024.07.23
- 2 《首选稳健价值白马，关注包装高分红资产》 2024.07.15
- 3 《中报业绩前瞻，新消费强势、白马具韧性》 2024.07.01

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

为什么要购买 STANLEY? 该品牌已被打造成中产消费标志，消费者集中在 25-45 岁女性，复购率较高，除基本功能需求，还能满足悦己价值、社交价值、收藏价值等。

STANLEY 运营持续性怎么看? 不可否认，潮流单品明显生命周期属性，且美国保温杯行业竞争在加剧，目前产品同质化、营销打法同质化趋向明显，许多新锐品牌也在崛起抢夺市场。我们认为 **STANLEY** 短期势能仍在持续，目前仍处于 TikTok 视频爆火带来的红利期，近期销售数据维持在高位可作为验证，而中长期销售额的持续突破和成长空间，需要 3 点支撑，目前在初步验证期：1) Quencher 主系列持续推新，目前新品热销，二手市场价格坚挺；2) 延展新系列或新杯型，Iceflow 在起量；3) 拓展新市场，目前加拿大、欧洲等新市场在起量。

□ 投资建议

我们看好美国保温杯赛道中长期潮流升级高景气，短期处于补库弹性周期，同时，STANLEY 等品牌崛起带来格局变化新机遇，看好下游绑定头部客户，当前订单饱满，具有海外产能优势、高交付能力、强运营效率的个股，推荐**嘉益股份**，关注**哈尔斯**，以及**安胜科技**，**同富股份**，**嘉特股份**。

□ 风险提示

行业需求波动；新品销售不及预期；行业竞争加剧；大客户订单波动；原材料成本及汇率波动；关税风险等

正文目录

1 保温杯行业：千亿市场，潮流升级	6
1.1 全球保温杯市场：千亿市场，景气回暖	6
1.2 美国保温杯市场：景气高增，潮流升级	8
1.3 产业链价值梳理：欧美加价率高，上下游利润丰厚	10
2 保温杯代工厂：大客户绑定致胜，精益化管理奠基	11
2.1 格局分析：中国工厂供应全球，嘉益市占提升明显	12
2.2 竞争力对比：大客户绑定致胜，产能+交付能力分化	14
2.2.1 产能布局：产能利用率较满，海外产能抢占先机	16
2.2.2 交付能力：生产自动化，供应链快反，匹配潮流打法	18
2.3 利润率对比：优质客户取胜，成本管控分化	19
3 保温杯品牌商：潮流打法，格局分化	22
3.1 格局分析：格局分散，区域割据	23
3.2 解构 STANLEY：潮流新打法破局登顶，新系列新市场贡献增量	25
3.2.1 公司概况：百年保温杯品牌，潮流打法破局登顶	25
3.2.2 核心竞争力：中产新消费标志，潮流爆款系统打法	26
3.2.3 持续性分析：聚焦新系列、新市场延展	31
4 投资建议：关注绑定强势品牌的优质代工厂标的	36
5 风险提示	36

图表目录

图 1: 全球保温杯市场规模（出厂额口径）	6
图 2: 2018 年全球不锈钢保温器皿消费占比	6
图 3: 21 年至今中国保温杯出口额及同比增速	8
图 4: 2022 年中国保温杯出口额分国家占比	8
图 5: 美国保温杯进口额及同比增速	8
图 6: 保温杯使用场景细分	9
图 7: 美国户外运动参与情况(百万人)和户外参与度	9
图 8: 全球户外用品市场规模及增速	9
图 9: 和朋友抢购 Stanley 发布打卡视频	10
图 10: TikTok 上大量 Stanley 自创内容	10
图 11: 保温杯产业链一图看	10
图 12: 保温杯产业链价值分布（单位：人民币）	11
图 13: 保温杯产业链代表公司利润率情况一览	11
图 14: 中国是全球保温杯生产和出口大国	12
图 15: 中国保温杯产量、出口量及占比	12
图 16: 中国保温杯头部公司境外收入占比	13
图 17: 头部保温杯代工厂第一大客户及前五大客户销售占比较高	15
图 18: 头部保温杯代工厂应收账款周转天数（天）	16
图 19: 2022 年头部保温杯代工厂 TOP5 客户结构一览	16
图 20: 头部保温杯代工厂产能利用率对比	17
图 21: 头部保温杯代工厂产销率对比	17
图 22: 头部保温杯代工厂产能对比（万只）	17
图 23: 头部保温杯代工厂产量对比（万只）	17
图 24: 头部保温杯代工厂存货周转天数对比（天）	18
图 25: 嘉益股份生产线	19
图 26: 哈尔斯生产线	19
图 27: 同富股份生产线	19
图 28: 安胜科技生产线	19
图 29: 头部保温杯代工厂毛利率对比（%）	20
图 30: 头部保温杯代工厂不锈钢器皿出厂均价对比（元/只）	20
图 31: 头部保温杯代工厂不锈钢器皿单位成本对比（元/只）	20
图 32: 2021 年头部代工厂不锈钢器皿单位成本拆分（元/只）	20
图 33: 头部保温杯代工厂毛利率对比及波动分析	21
图 34: 中国头部保温杯代工厂净利率对比（%）	22
图 35: 中国头部保温杯代工厂期间费用率对比（%）	22
图 36: 中国头部保温杯代工厂销售费用率对比（%）	22
图 37: 中国头部保温杯代工厂自主品牌占比	22
图 38: 中国头部保温杯代工厂管理费用率对比（%）	22
图 39: 中国头部保温杯代工厂研发费用率对比（%）	22
图 40: 美国保温杯品牌及核心容量价格带	24
图 41: 亚马逊美国站主流保温杯品牌销量情况（单位：万只）	24
图 42: STANLEY 发展历史回溯	25

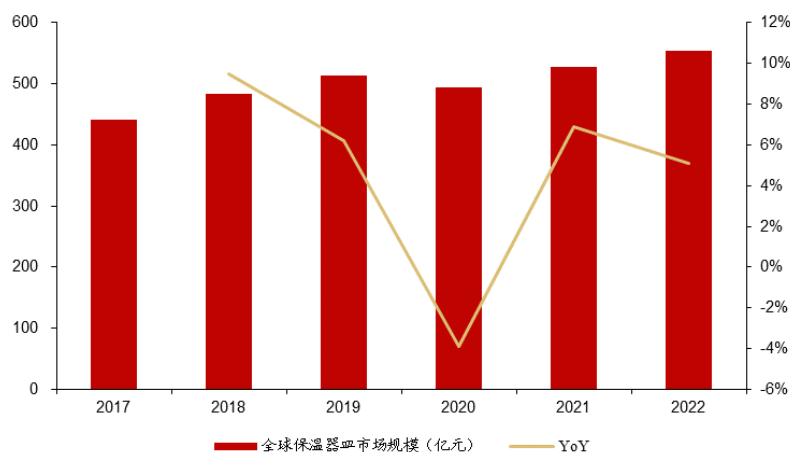
图 43: STANLEY 产品线一览.....	26
图 44: STANLEY Quencher 购买前五大动机分析.....	27
图 45: 某美国大学课堂里人手一个 STANLEY 保温杯.....	27
图 46: 粉丝在社媒分享整墙的 STANLEY 收藏品.....	27
图 47: STANLEY 保温杯在二手市场有溢价.....	27
图 48: 美国主流保温杯品牌标志杯型对比.....	28
图 49: 亚马逊出现大量与 STANLEY 相似杯型的产品.....	28
图 50: STANLEY 联名限量款在 Target 抢购盛况.....	29
图 51: 自媒体上有大量 STANLEY 分享视频.....	29
图 52: STANLEY 入驻自媒体直接与消费者对话.....	30
图 53: STANLEY 自媒体粉丝数和点赞数行业领先.....	30
图 54: YETI 分渠道销售额（亿美元）及 DTC 占比提升.....	30
图 55: STANLEY 在美国线下销售网点分布情况.....	31
图 56: 2023 年以来 STANLEY 在美国亚马逊销量情况及增速.....	32
图 57: 2023 年以来 STANLEY Quencher 系列在 Instagram 官宣主推款复盘.....	32
图 58: 2023 年以来 STANLEY Quencher 系列部分主销款（分色号）在美国亚马逊销售的生命周期复盘（单位：千个）.....	33
图 59: 2023 年以来 STANLEY Quencher 系列在美国亚马逊销量及占比.....	33
图 60: STANLEY Iceflow 系列产品线.....	34
图 61: 2023 年以来 STANLEY Iceflow 系列在美国亚马逊销量及占比.....	34
图 62: STANLEY 在英国和德国亚马逊销量情况（单位：个）.....	35
图 63: 2024 年 6 月亚马逊英/德/加拿大站点保温杯格局（以销量计）.....	35
图 64: STANLEY 在英国进驻的线下零售网点一览.....	36
图 65: YETI 分区域收入（亿美元）及占比.....	36
表 1: 欧美日保温杯进口额及量价同比增速.....	7
表 2: 23 年至今单月欧美日保温杯进口额及量价同比增速.....	7
表 3: 中国保温杯代工格局.....	13
表 4: PMI 核心供应商及市占率一览.....	14
表 5: YETI 核心供应商及市占率一览.....	15
表 6: 头部保温杯代工厂产能规划.....	18
表 7: 全球保温杯品牌格局.....	23
表 8: 保温杯核心标的盈利预测及估值总表.....	36

1 保温杯行业：千亿市场，潮流升级

1.1 全球保温杯市场：千亿市场，景气回暖

全球保温杯千亿市场，稳健增长。根据宇博智业，2022 年全球保温杯市场规模 555 亿元，2017-2022 年复合增长率为 4.7%（2020 年因全球卫生事件冲击出现下滑），考虑终端存在一定加价率，我们预计 2022 年全球保温杯市场零售额超千亿。

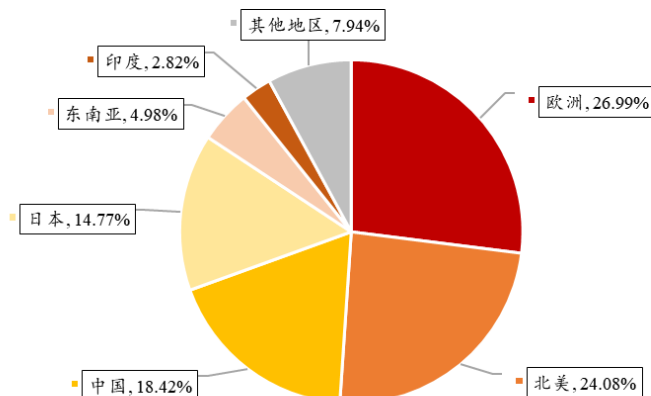
图1：全球保温杯市场规模（出厂额口径）



资料来源：宇博智业，安胜科技公开转让书，浙商证券研究所

分区域看规模：欧美市场规模最大。根据中商情报网，2018 年全球不锈钢器皿消费主要集中在欧洲、美国、中国和日本，占比分别为 26.99%、24.08%、18.42%和 14.77%，这些区域共有特征是人口集中，且所处北温带气候变化快，保温需求较大。

图2：2018 年全球不锈钢保温器皿消费占比



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

分区域看增速：美国市场增速最快，消费升级明显。欧美日保温杯以进口为主，根据联合国数据，美国保温杯进口额近 10 年复合增速达到 24.3%，提速明显，量价拆分看，量

+17% / 价+6.3%，消费升级驱动为主，除均价上升外，购买量提升明显。欧洲国家如法国，英国也有类似趋势，近 10 年复合增速均超过 10%。

表1：欧美日保温杯进口额及量价同比增速

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	近5年CAGR	近10年CAGR
美国进口额yoy	21.4%	28.3%	92.3%	54.7%	-29.5%	21.5%	17.4%	-11.0%	57.5%	70.4%	-4.0%	21.9%	24.3%
量yoy	21.4%	9.7%	93.8%	36.9%	-31.0%	18.5%	3.5%	-16.0%	39.6%	68.8%	-1.2%	15.1%	17.0%
价yoy	0.0%	17.0%	-0.8%	13.0%	2.3%	2.6%	13.5%	6.0%	12.8%	1.0%	-2.8%	5.9%	6.3%
英国进口额yoy	16.7%	10.6%	0.5%	-7.4%	33.0%	35.2%	59.4%	-10.1%	23.8%	-0.9%	2.1%	12.4%	12.7%
量yoy	-0.8%	10.1%	-2.6%	-8.9%	25.1%	37.0%	44.7%	-8.6%	7.6%	-1.7%	3.1%	7.6%	9.2%
价yoy	17.6%	0.5%	3.1%	1.7%	6.3%	-1.3%	10.1%	-1.6%	15.0%	0.8%	-1.0%	4.5%	3.2%
法国进口额yoy	-3.0%	3.8%	-11.5%	9.9%	15.5%	50.0%	14.3%	20.7%	57.4%	-12.1%	-1.3%	13.5%	12.7%
量yoy	-3.5%	7.9%	-10.4%	7.9%	5.0%	44.6%	-4.4%	26.2%	63.7%	-16.9%	-3.8%	9.6%	9.6%
价yoy	0.5%	-3.8%	-1.2%	1.9%	10.0%	3.7%	19.5%	-4.4%	-3.8%	5.8%	2.5%	3.6%	2.8%
日本进口额yoy	15.2%	-4.2%	16.1%	-4.1%	8.4%	7.6%	-8.2%	-18.8%	8.2%	-1.8%	-1.9%	-5.0%	-0.4%
量yoy	8.4%	-10.4%	12.4%	-7.7%	8.0%	6.2%	-10.2%	-17.1%	2.8%	-4.1%	-3.8%	-6.7%	-2.8%
价yoy	6.3%	6.9%	3.3%	3.9%	0.4%	1.3%	2.2%	-2.2%	5.2%	2.4%	1.9%	1.9%	2.5%

资料来源：联合国，浙商证券研究所

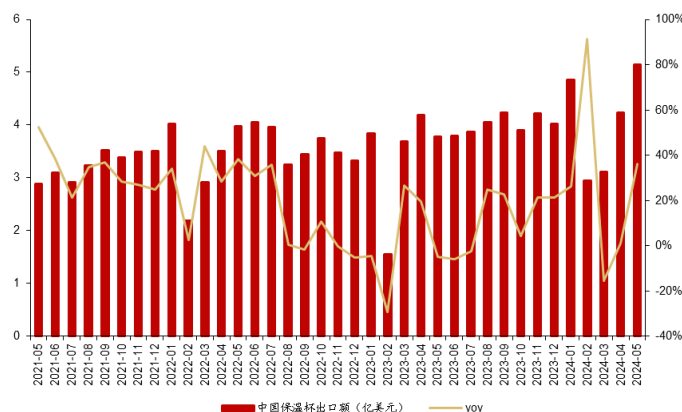
短期看：全球保温杯景气回暖，美国弹性最大，欧洲跟随复苏。由前文，欧美保温杯进口额呈现长期景气向上，短期周期波动较大特征，主要受经济周期和库存周期明显。2022-2023 年上半年受去库存影响，欧美国家保温杯进口额均出现下滑，2023 年下半年去库结束，保温杯进口额出现明显回暖，其中美国增长弹性最大，英国等欧洲国家复苏相对滞后。中国是全球保温杯生产和出口大国，2022 年中国保温杯出口额美国占据 37.9%，保温杯出口额也呈现相似的去库周期结束、行业景气回暖的特征。**建议关注美国出口占比大的保温杯代工厂。**

表2：23 年至今单月欧美日保温杯进口额及量价同比增速

	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	202402	202403	202404
美国进口额yoy	4%	-38%	-37%	-25%	-12%	-7%	-10%	-8%	26%	25%	34%	22%	35%	82%	46%	20%
量yoy	4%	-38%	-37%	-25%	-12%	-7%	-11%	-10%	24%	23%	31%	25%	39%	87%	50%	24%
价yoy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
英国进口额yoy	-23%	7%	-21%	-18%	39%	-23%	16%	57%	5%	17%	-10%	2%	4%	23%	112%	83%
量yoy	-20%	11%	-34%	-11%	31%	-9%	2%	92%	-5%		-15%	10%	18%	10%	168%	59%
价yoy	-4%	-4%	20%	-8%	6%	-15%	14%	-18%	10%		5%	-8%	-12%	11%	-21%	15%
法国进口额yoy	-12%	-3%	-31%	-21%	4%	-5%	8%	-23%	-19%	-13%	-16%	-11%	6%	-25%		
量yoy	-18%	38%	0%	14%	17%	1%	-3%	-7%	-8%	2%	8%	-28%	29%	-30%		
价yoy	-9%	-7%	-3%	-7%	-3%	7%	10%	6%	2%	4%	1%	22%	-18%	7%		
日本进口额yoy	15%	-27%	8%	6%	9%	7%	-17%	-2%	9%	-5%	-11%	-11%	-19%	41%	-26%	-8%
量yoy	7%	-33%	15%	23%	4%	-5%	-12%	-2%	2%	-16%	-12%	-18%	-10%	66%	-31%	-12%
价yoy	7%	8%	-6%	-14%	4%	13%	-5%	-1%	6%	14%	2%	8%	-9%	-15%	8%	5%

资料来源：联合国，浙商证券研究所

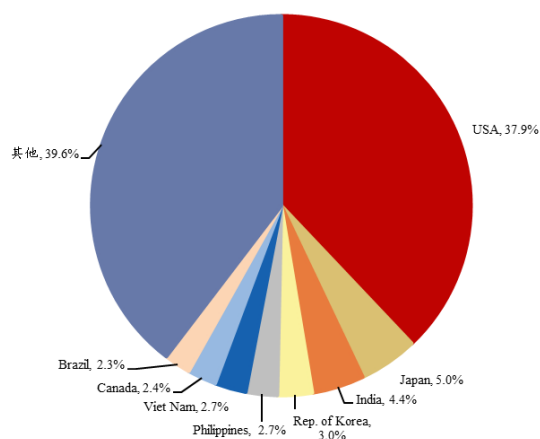
图3：21年至今中国保温杯出口额及同比增速



注：海关代号 961700

资料来源：，海关总署，浙商证券研究所

图4：2022年中国保温杯出口额分国家占比

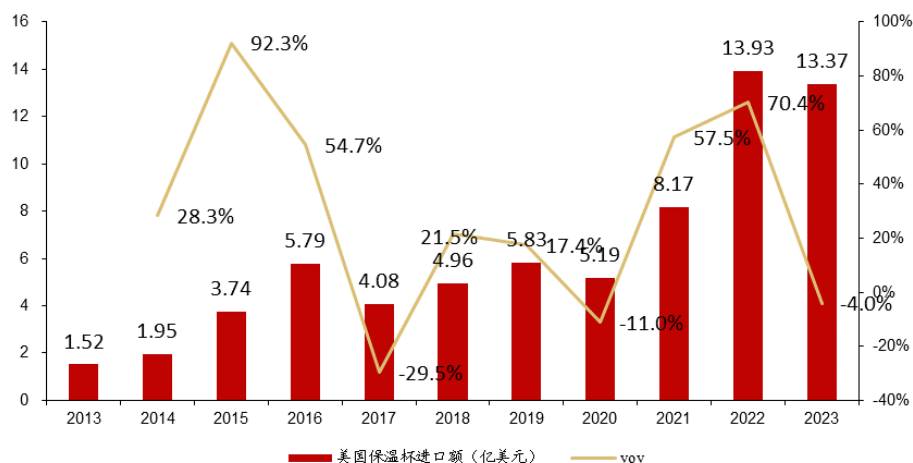


资料来源：联合国，浙商证券研究所

1.2 美国保温杯市场：景气高增，潮流升级

美国保温杯市场量价齐升，景气高增，快消品化。由前文，美国保温杯进口额近5年/近10年复合增速达到21.9%/24.3%，量增为核心驱动，近5年/近10年复合增速分别为15.1%/17%，量增主要体现为人均保有量增多，消费频次加快，主因需求端使用场景细分，户外运动兴起带动、社交属性增强等，同时供给端时尚单品推新，自媒体营销造势，助推该趋势，保温杯正从耐用品向快消品转型。基于2023年美国保温杯进口额13.4亿美元，假设保温杯出厂均价在4美元（接近30元人民币），对应美国保温杯年消费量约3.3亿只，人均年消费量约1只，考虑人均保有量会更高。另外，均价也有贡献，近5年/近10年复合增速分别为5.9%/6.3%，定价较高的潮流新品、大杯型更受欢迎。

图5：美国保温杯进口额及同比增速

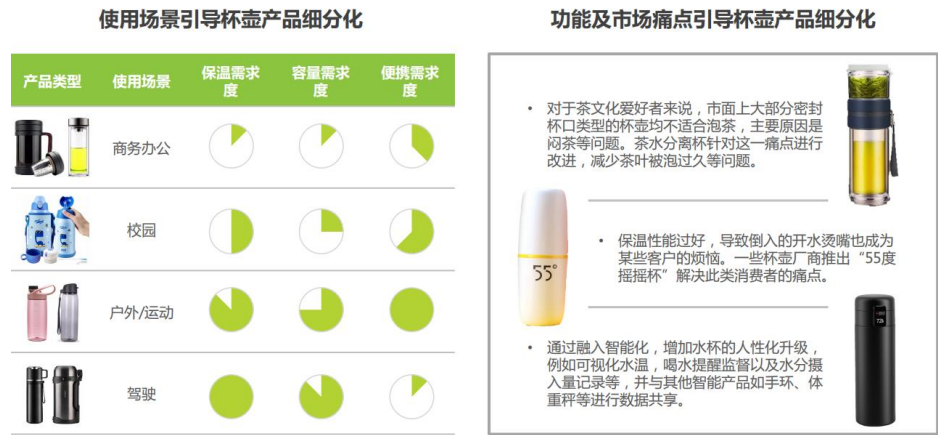


资料来源：联合国，浙商证券研究所

保温杯使用场景细分化，产品需求多样化。与东方消费者“保热”需求不同，欧美用户对保温杯需求以“保冷”为主，且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，如户外场景对便携需求更高，自驾场景对保温和容量需求更高，商务送礼更注重设计外观等。另外，品牌商针对特定场景推出特定产品，比如针对茶文化爱好者

推出“茶水分离杯”解决“闷茶”问题，针对出差人士设计便携烧水杯壶等。

图6: 保温杯使用场景细分



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

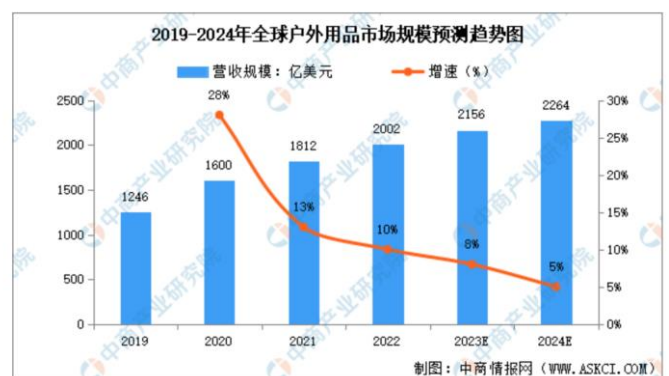
保温杯实用场景中，户外运动最为景气。根据 OIA，美国户外运动参与人数从 2010 年的大约 1.30 亿人，增加到 2021 年的约 1.6 亿人，CAGR 保持在 2% 左右，户外运动参与度从 49% 提高到了 54%。根据中商情报网，2022 年全球户外用品行业营收规模约 2002 亿美元，同比增长 10%，预计到 2025 年营收规模将达到 2363 亿美元。

图7: 美国户外运动参与情况(百万人)和户外参与度



资料来源：OIA，浙商证券研究所

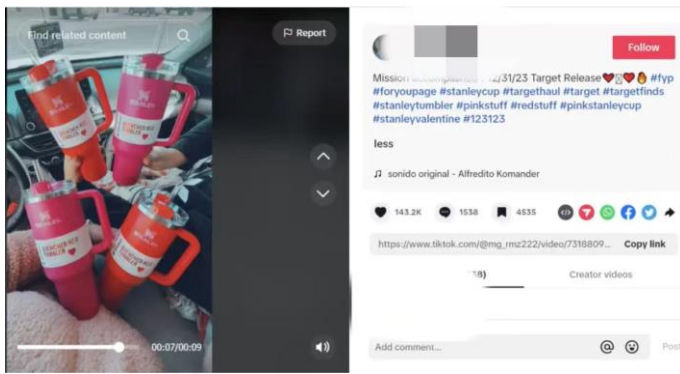
图8: 全球户外用品市场规模及增速



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

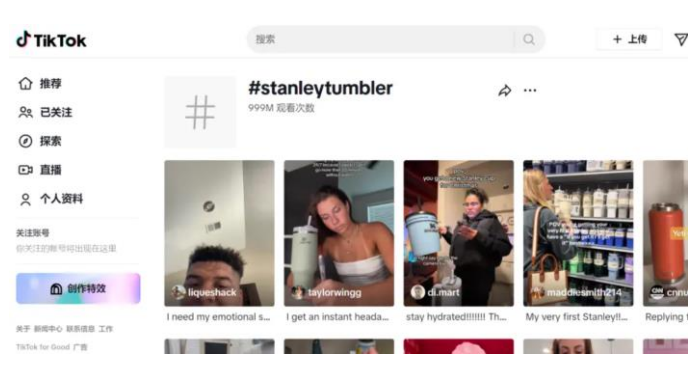
除实用场景外，保温杯社交、收藏、送礼属性增强。以 STANLEY 为例，在 TikTok 和 Instagram 等社媒上，开箱、测评、购买第一视角等内容创作层出不穷，话题互动频繁，多有消费者表示已成为 STANLEY 颜色收藏狂热粉丝。该杯型也变成了一种“社交通货”，在自媒体作为“女孩最想收到的圣诞礼物”、“送给闺蜜的礼物”而被推荐。YETI Rambler、Owala 均有类似爆品推出。

图9: 和朋友抢购 Stanley 发布打卡视频



资料来源: Tiktok, 运营派, 浙商证券研究所

图10: TikTok 上大量 Stanley 自创内容



资料来源: Tiktok, 运营派, 浙商证券研究所

1.3 产业链价值梳理: 欧美加价率高, 上下游利润丰厚

保温杯产业链由上游代工厂, 中游品牌商, 下游渠道商三部分构成。上游头部代工厂集中在中国, 包括哈尔斯、嘉益股份、同富股份、安胜科技、嘉特股份等, 出口多以 OEM 或 ODM 代工方式为主, 也有培育自主品牌但占比相对有限; 中游品牌商呈格局分散, 地域割据局面, 日本主要品牌为膳魔师 (THERMOS)、虎牌 (TIGER)、象印 (ZOJIRUSHI), 北美主要品牌为 Yeti、Stanley (PMI 旗下)、Hydro Flask (Helen of Troy 旗下), 韩国主要品牌为 LCOK&LCOK 等; 下游渠道商主要是亚马逊、公司自营官网等电商平台, 以及沃尔玛、Target、Costco, 劳氏等大型商超。

图11: 保温杯产业链一图看

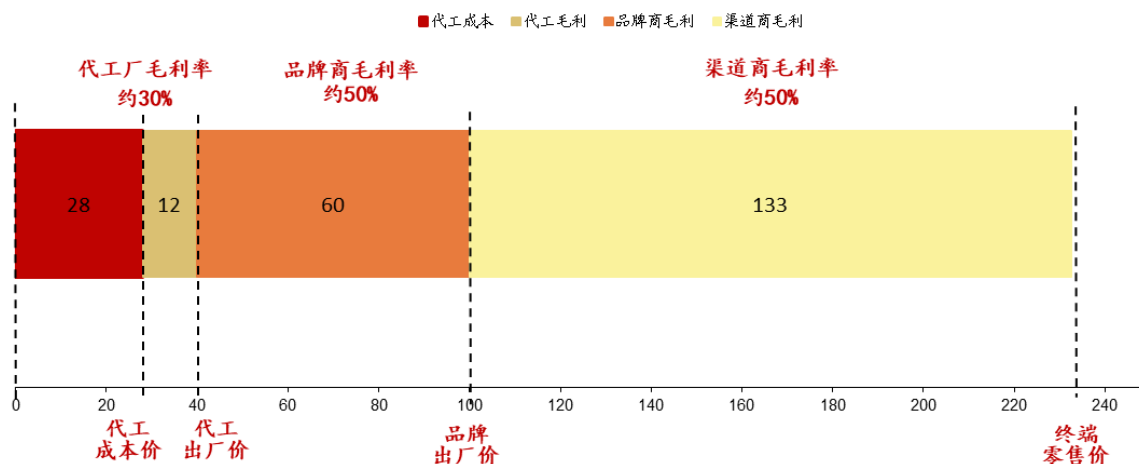


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

保温杯产业链利润由产品加价率决定, 欧美品牌普遍较高, 利润丰厚。以一个终端价格 30-40 美金的中高端保温杯为例, 代工厂成本一般不足 30 元, 代工厂毛利率一般在 25-30%, 经营利润率在 10% 左右, 对应代工出厂价约 40 元, 品牌商毛利率约 50%, 但销售费用率较高, 对应经营利润率 10% 左右, 对应渠道拿货价约 100 元, 渠道商毛利率约 30-50% 不等, 但销售费用率较高, 对应净利率仅个位数, 最终得到终端零售价。该价值链利润较厚, 与产品终端加价率较高有关, 相较而言, 欧美主流品牌普遍定价较高, 毛利率较厚, 对应产业链利润也较丰厚, 比如 23 财年美国品牌 Yeti 毛利率/经营利润率为 56.9%/13.6%, 美国品牌 Hydro flask 母公司 Helen of Troy 毛利率/经营利润率为 47.3%/12.2%, 相较而言, 日本品牌

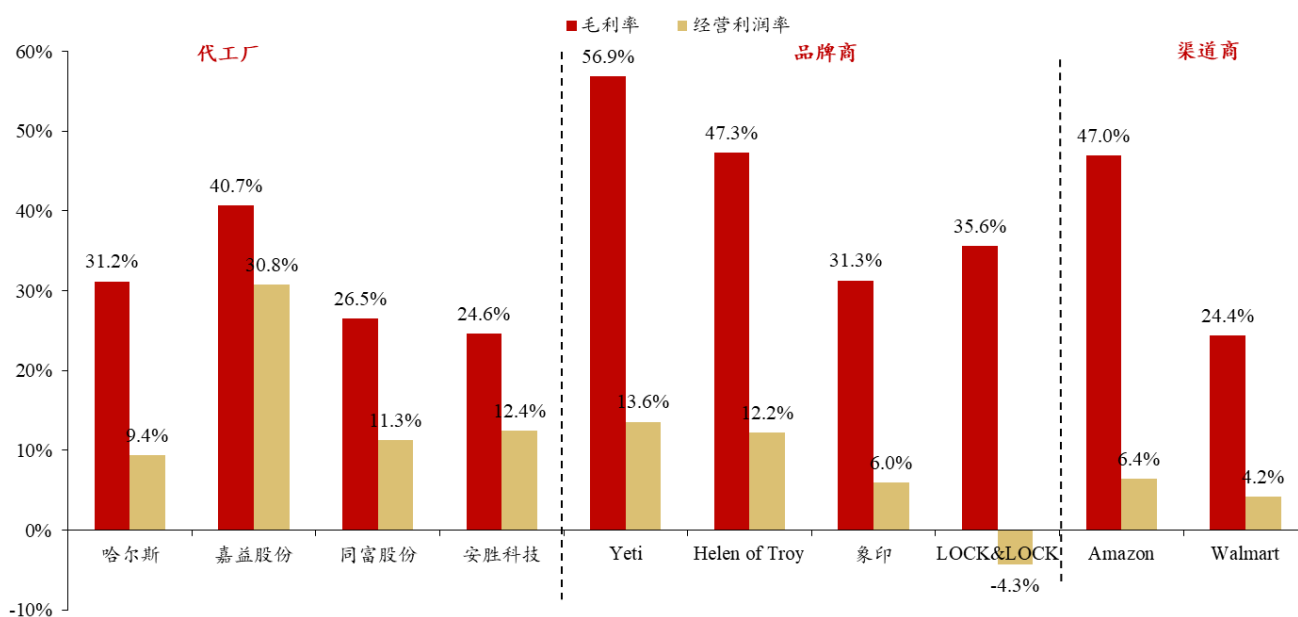
象印毛利率/经营利润率仅为 31.3%/6.0%，韩国品牌 LOCK&LOCK 毛利率/经营利润率仅为 35.6%/-4.3%。

图12：保温杯产业链价值分布（单位：人民币）



资料来源：Bloomberg，公司公告，浙商证券研究所整理

图13：保温杯产业链代表公司利润率情况一览



注：代工厂数据选自 2023 年报，品牌商和渠道商数据选自最新财报

资料来源：Bloomberg，公司公告，浙商证券研究所

2 保温杯代工厂：大客户绑定致胜，精益化管理奠基

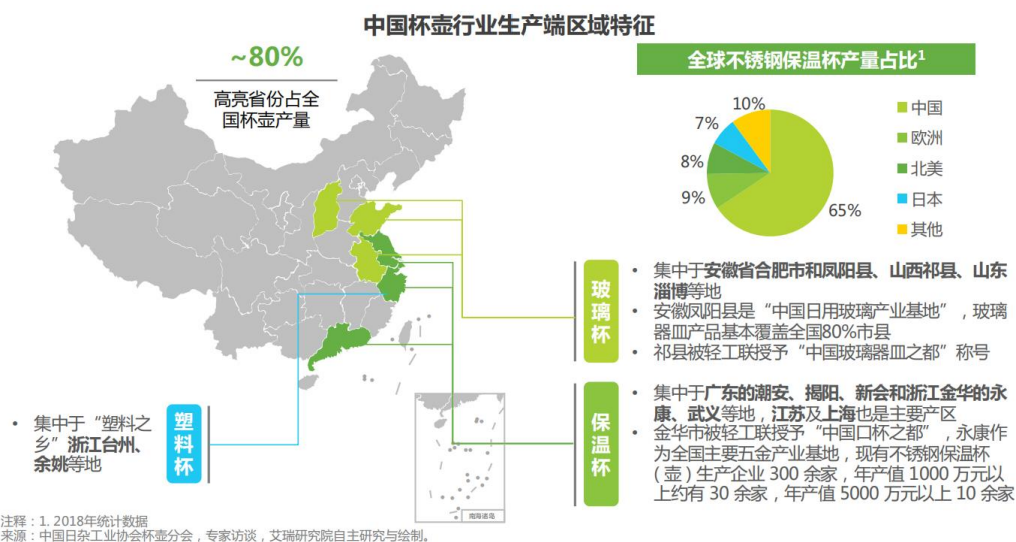
中国是全球保温杯生产和出口中心，目前代工厂格局分散，哈尔斯稳占龙头，嘉益股份市占近年快速提升。我们判断：1）决定保温杯代工格局和变化的关键是大客户。要求代工厂具有进入国际保温杯品牌严格供应商体系的能力，目前头部代工厂保温杯制造工艺成熟，产能利用率较满，海外产能和生产交付能力较为关键，目前嘉益股份、哈尔斯、安

胜科技表现较优。同时，要求代工厂对终端品牌格局变化足够灵敏，掌握先发者优势，近年嘉益股份灵敏抓住 Stanley 品牌 Quencher 杯型热销快速提升市占，未来可关注 Iceflow 等新杯型、以及新品牌崛起对格局变动的影响。**2) 决定保温杯代工厂利润率的是客户类型、集中度及成本控制能力。**目前嘉益股份、安胜科技、哈尔斯表现较优。

2.1 格局分析：中国工厂供应全球，嘉益市占提升明显

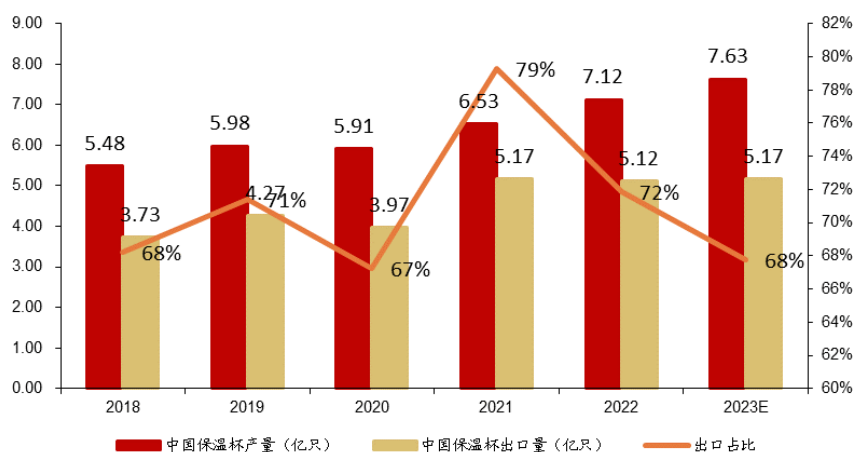
中国是全球保温杯生产和出口大国。根据艾瑞咨询，2018 年全球不锈钢保温杯产量中国占比可达 65%，远超过排名第二的欧洲（占比为 9%）。我国保温杯生产出口占比长期接近 70%，以 2023 年为例，中国不锈钢保温杯产量预计为 7.63 亿只，出口量 5.17 亿只，出口占比达到 68%。中国保温杯生产地集中于浙江和广东，其中，浙江省金华市被轻工联授予“中国口杯之都”，其中金华永康可贡献全国 80% 的保温杯产量，现有不锈钢保温杯生产企业有 300 余家，其中年产值 1000 万以上的有 30 余家，年产值 5000 万以上的 10 余家。

图14：中国是全球保温杯生产和出口大国



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图15：中国保温杯产量、出口量及占比



资料来源：宇智博业，同富股份公开转让书，海关总署，浙商证券研究所

保温杯代工格局分散，哈尔斯稳占龙头，嘉益市约占快速提升。以 2022 年为例，中国保温杯产量为 7.12 亿只，哈尔斯市占率 9.1%，同富股份/嘉益股份/安胜科技/嘉特股份紧随其后，对应市占率分别为 5.8%/4.6%/4.2%/2.2%。保温杯代工格局整体较为分散，与下游品牌客户格局变化相关性较强，如嘉益股份受益于第一大客户 PMI 旗下 STANLEY 品牌热销、品牌格局提升，市占率从 2020 年 1.8% 提升到 2023 年 5.0%。上述企业均以出口代工为主，我们认为与全球保温杯代工格局及变化基本一致。

表3：中国保温杯代工格局

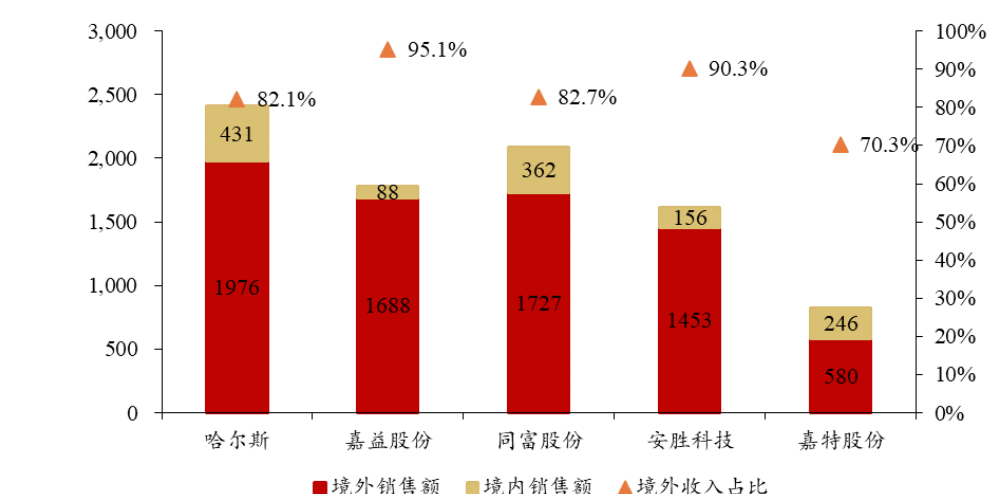
单位：万只	2020	2021	2022	2023
中国保温杯产量	59088	65292	71234	76291
yoy		10.5%	9.1%	7.1%
哈尔斯金属制品销量	3906.8	6512.0	6506.1	6374.1
yoy		66.7%	-0.1%	-2.0%
市占率	6.6%	10.0%	9.1%	8.4%
嘉益股份金属制品销量	1090.2	1944.5	3241.3	3813.0
yoy		78.4%	66.7%	17.6%
市占率	1.8%	3.0%	4.6%	5.0%
同富股份不锈钢器皿销量	3413.9	4214.3	4163.4	4489.1
yoy		23.4%	-1.2%	7.8%
市占率	5.8%	6.5%	5.8%	5.9%
安胜科技不锈钢器皿销量		3239.58	2979.12	
yoy			-8.0%	
市占率		5.0%	4.2%	
嘉特股份金属制品产量		1569.6	1562.3	
yoy			-0.5%	
市占率		2.4%	2.2%	

注 1：因各公司披露口径不一，数据选取口径比实际偏大，仅作近似参考

注 2：哈尔斯 22-23 年销量假设均价 35 元推算

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图16：中国保温杯头部公司境外收入占比



注：哈尔斯、嘉益、同富、安胜为 2023 年数据，嘉特为 2022 年数据

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2 竞争力对比：大客户绑定致胜，产能+交付能力分化

大客户绑定是决定保温杯代工格局的关键。保温杯品牌商和代工厂常形成长期合作关系：**1) 对于品牌商：**头部品牌挑选和审定供应商的程序较为严格，考察产品质量、产能支撑、响应交付能力等，选定供应商后长期合作，不轻易更改，通常设置第一、第二供应商负责主要生产，配备其他供应商灵活响应，以 PMI 为例，经我们测算，2022 年一供嘉益股份采购额占比接近 30%，二供哈尔斯采购额占比接近 20%，嘉特/安胜分别以 6%/3% 紧随其后，以 YETI 为例，经我们测算，2023 年一供哈尔斯采购额占比 32%，二供安胜占比 21%。**2) 对于代工厂：**基于客户合作长期稳定，大客户集中度越高，越有助于发挥规模效应，提升盈利水平，哈尔斯/嘉益/同富/安胜/嘉特第一大客户销售贡献在 20-85% 不等，前 5 大客户收入贡献在 45-96% 不等。因此，终端品牌商格局较大程度决定代工厂格局，考验代工厂是否有进入头部品牌商供应体系的能力。

大客户格局变化带动保温杯代工格局变化。嘉益股份在中国保温杯代工市占率近 3 年提升了 3.2pct，主要得益于其代工美国保温杯头部集团 PMI 旗下 Stanley 品牌市占快速提升。值得注意的是，大客户不同品牌不同杯型主供应商也会有差异，2020-2021 年 PMI 第一供应商原为哈尔斯，经我们测算，采购额占比约 20%，哈尔斯主要代工 Stanley 品牌经典杯型，2022 年嘉益股份凭借代工热销的 Quencher 系列超越哈尔斯成为 Stanley 和 PMI 第一大供应商。值得注意的是，Stanley 品牌 Iceflow 等新系列，以及新品牌也在起量，我们预计将带来新的格局变动机会。总体看，代工厂需要有敏锐观察终端品牌格局变化和机会的能力，同时基于打样、开模、生产需要半年到一年时间，先进入者优势明显。

表4：PMI 核心供应商及市占率一览

	2020	2021	2022	2023
Stanley 销售额（百万美元）	94	194	402	750
yoy	28.8%	106.4%	107.2%	86.6%
假设：Stanley 在 PMI 占比	15%	25%	35%	45%
PMI 销售额（百万美元）	627	776	1149	1667
假设：采购成本占比 40%，美元人民币汇率为 7				
PMI 采购额（百万元）	1755	2173	3216	4667
嘉益股份 PMI 销售额（百万元）	126	301	860	1508
yoy	49%	139%	186%	75%
市占率	7%	14%	27%	32%
哈尔斯 PMI 销售额（百万元）	224	443	497	322
yoy	-10%	97%	12%	-35%
市占率	13%	20%	15%	7%
嘉特股份 PMI 销售额（百万元）	—	89	193	—
yoy			118%	
市占率		4%	6%	
安胜科技 PMI 销售额（百万元）	—	—	81	325
yoy				300%
市占率			3%	7%

注：PMI 销售额为假设 Stanley 销售额占比反推计得，进而假设采购成本为 40%，美元兑人民币汇率为 7 得出

PMI 采购额

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

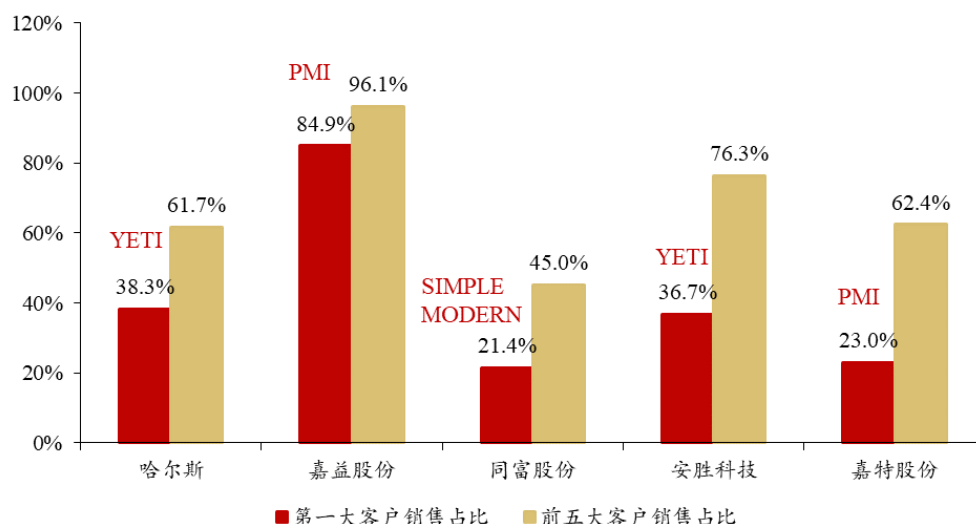
表5: YETI 核心供应商及市占率一览

	2020	2021	2022	2023
YETI Drinkware销售额（百万美元）	629	832	947	1023
yoy		32.4%	13.8%	8.0%
假设：采购成本占比40%，美元兑人民币汇率为7				
推算：YETI Drinkware采购额（百万元）	1760	2331	2652	2864
哈尔斯YETI销售额（百万元）	467	1002	897	923
yoy		114.3%	-10.4%	2.8%
市占率	27%	43%	34%	32%
安胜科技YEETI销售额（百万元）		613	586	608
yoy			-4.4%	3.9%
市占率		26%	22%	21%

注：假设 YETI 水杯采购成本占比 40%，美元兑人民币汇率为 7，计算得出 YETI 水杯采购额。哈尔斯和安胜 22 年 YETI 销售额均有下滑，主要受终端去库影响，YETI 实际销售额增速会高于代工出货增速。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17: 头部保温杯代工厂第一大客户及前五大客户销售占比较高

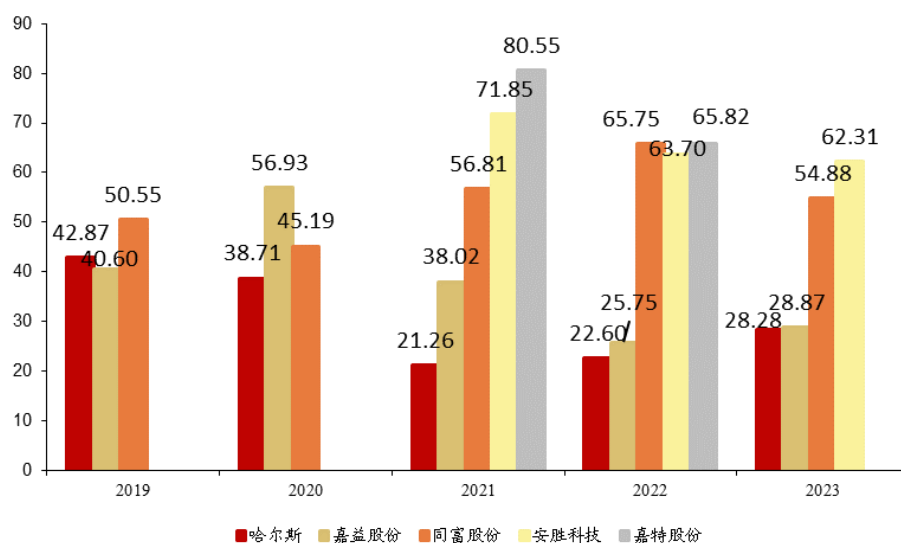


注：嘉特股份为 2022 年数据，其他为 2023 年数据

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

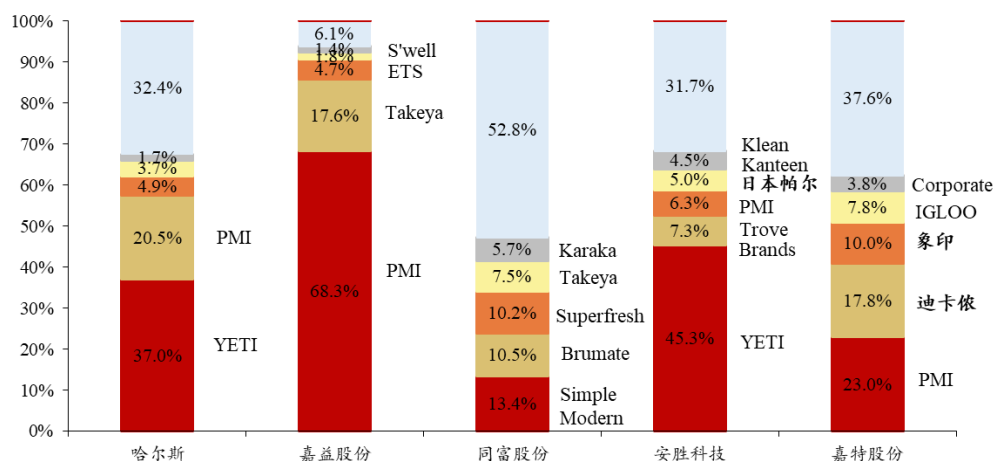
大客户质量是稳健持续运营的关键，哈尔斯和嘉益较优。保温杯代工厂对大客户依赖度高，应收账款回款节奏是稳健运营关键，2023 年，哈尔斯和嘉益股份表现较优，应收账款周转天数分别是 28.3 和 28.9 天，与其较优的客户结构和更强的议价力有关。

图18: 头部保温杯代工厂应收账款周转天数(天)



资料来源: , 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 2022 年头部保温杯代工厂 TOP5 客户结构一览



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

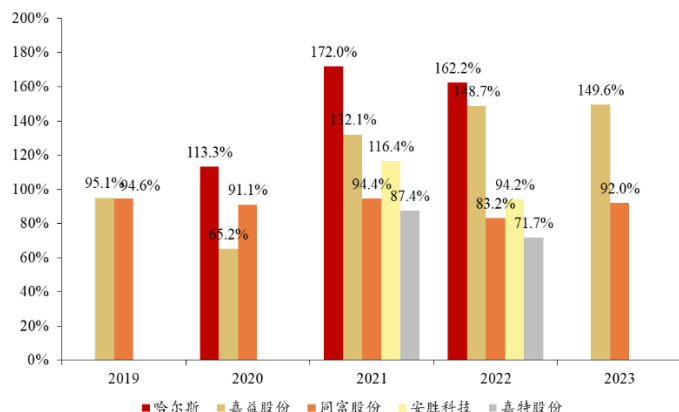
根据前文, 品牌商对供应商评价体系包括产品质量、产能布局、交付能力等, 基于此, 我们对中国头部代工厂进行竞争力对比。由于保温杯制造工艺基本成熟, 头部厂商产品质量差异不大, 我们在此不做展开。

2.2.1 产能布局: 产能利用率较满, 海外产能抢占先机

行业产能利用率普遍较满, 哈尔斯、嘉益、安胜产能领先。近年下游保温杯行业景气度较高, 下游订单旺盛, 国内主流代工厂产能利用率和产销率均较满, 哈尔斯、嘉益等近年产能利用率超过 100%, 主要是采用关键工序自产, 钢件、不锈钢杯体等半成品外采的方式提高产能, 嘉益、哈尔斯、同富、安胜等产销率超过 100%, 主要是通过外协方式补充产量不足, 保证交付。目前哈尔斯、嘉益、安胜产能领先, 23 年自有产能均在 3000 万

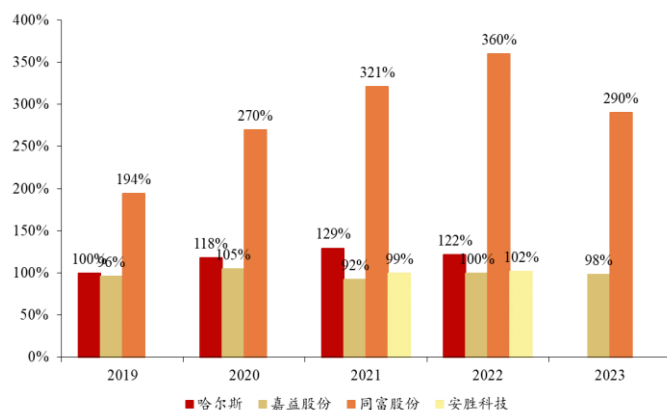
只左右，嘉益通过半成品外采可以达到接近 4000 万产量，哈尔斯 21 年产量超过 5000 万只。

图20：头部保温杯代工厂产能利用率对比



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

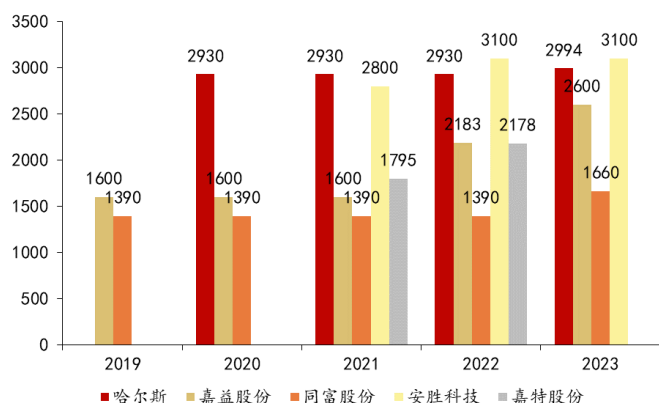
图21：头部保温杯代工厂产销率对比



注：同富股份产销率接近 300%，主因外协占比约 70%

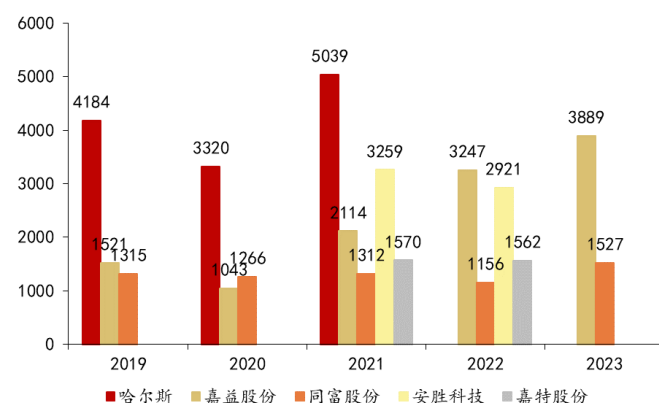
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图22：头部保温杯代工厂产能对比（万只）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图23：头部保温杯代工厂产量对比（万只）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

行业普遍积极扩厂，海外产能前瞻布局。为应对旺盛需求和饱满订单，哈尔斯/嘉益/同富积极扩产，同时，为规避加税风险，保证大客户订单稳健，哈尔斯/嘉益/安胜在海外前瞻布局产能。**1) 哈尔斯：**23 年 12 月公告增发股票募集资金 8 亿元，拟用于搬迁原厂区全部产能并用于哈尔斯未来智创建设项目（一期），项目建成后讲实现年产 4600 万只保温杯产能，预计建设期 3 年；23 年 4 月宣布增资香港哈尔斯 6000 万美元进行泰国工厂建设，目前泰国一期已建成投产，二期处于建设中；**2) 嘉益股份：**23 年 12 月公告拟通过发行可转债方式用于生产“年产 1000 万只不锈钢真空保温杯生产基地建设项目”以及越南年产 1350 万只不锈钢真空保温杯生产建设项目”，建成产能预计能达到 4950 万只；**3) 同富股份：**目前有两项在建项目，21 年 12 月开工项目预计 24 年 12 月达产，预计新增年产 300 万台智能水杯/100 万只智能小家电/400 万只智能化模组/400 万台其他配件；全资子公司金维克智能拟建设年产 3500 万只不锈钢真空保温器皿及 1500 万只塑料器皿建设项目，计划 24 年 3 月开工，预计 25 年 9 月建成投产，届时保温杯产能将达到 6090 万只；**4) 安胜科技：**马来西亚已有厂房布局。

表6: 头部保温杯代工厂产能规划

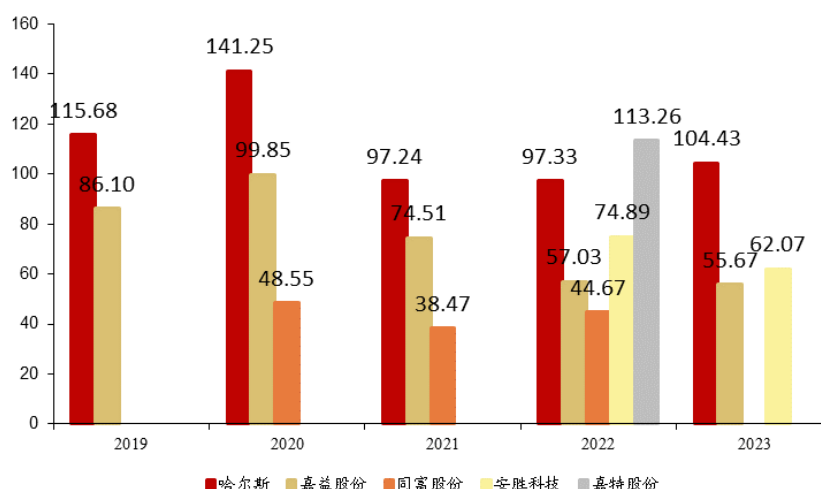
公司名称	产能项目	地点	产能及投放情况
哈尔斯	哈尔斯未来智创建设项目（一期）	浙江金华永康	年产4600万只保温杯产能，预计建设期3年
	泰国工厂	泰国	目前泰国一期已建成投产，二期处于建设中
嘉益股份	不锈钢真空保温杯生产基地建设项目	浙江金华	年产 1000 万只
	越南不锈钢真空保温杯生产建设项目	越南	年产1350万只
同富股份	同富科技建设项目	浙江杭州	21年12月开工，预计24年12月达产，预计新增年产300万台智能水杯/100万只智能小家电/400万只智能化模组/400万台其他配件
	金维克智能建设项目	浙江衢州	拟建设年产3500万只不锈钢真空保温器皿及1500万只塑料器皿建设项目，24年3月开工，预计25年9月建成投产，届时保温杯产能将达到6090万只

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2.2 交付能力：生产自动化，供应链快反，匹配潮流打法

保温杯潮流消费趋势提升快反要求，嘉益、同富交付能力较优。由前文，美国保温杯潮流化趋势相应代工厂快反和交付能力要求提升，这与生产自动化程度、生产组织效率有关。订单交付节奏快的公司，通常表现为存货周转率高、产能利用率高，目前看嘉益、同富能力较优，嘉益通过精益化生产管理实现，同富股份通过外协辅助落地（但对应单位成本也较高）。

图24: 头部保温杯代工厂存货周转天数对比（天）



资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

生产自动化是加强交付能力的关键，同时有助降本增效。目前代工厂均有自动化智能化设备采购和自动化产线布局，自动化程度会有所不同。1) **嘉益股份**：自动化程度较高，持续推行“机器换人”的自动化生产线技术改造和设备更新，现有全自动注塑机、智能旋薄机、智能激光分杯机和平口机、智能激光焊机、智能化自动圆盘式多工位抛光机、激光打标机等先进生产设备，以及机器人金工生产线、全自动喷涂流水线、自动喷塑线、自动机器人水转印流水线以及包装流水线等，对应单位生产升本和期间费用率处于行业低位（详细拆解见后文）；2) **哈尔斯**：自动化程度持续提升，公司对标“灯塔工厂”提升智能制造能力，公司已建立起包括自动注塑机、五金自动化生产线、焊接自动线、连续无铅真空焊接炉、红外测温机、自动抛光线等在内的全方位自动化生产装备体系。根据消费日报记者 24 年 2 月调研，哈尔斯产线自动化可带来辅助人员减少 11.45%、生产损耗降低 14.89%、一次性合格率提升 4.28%、在制品库存降低 11.23%，对应单位生产升本持续下

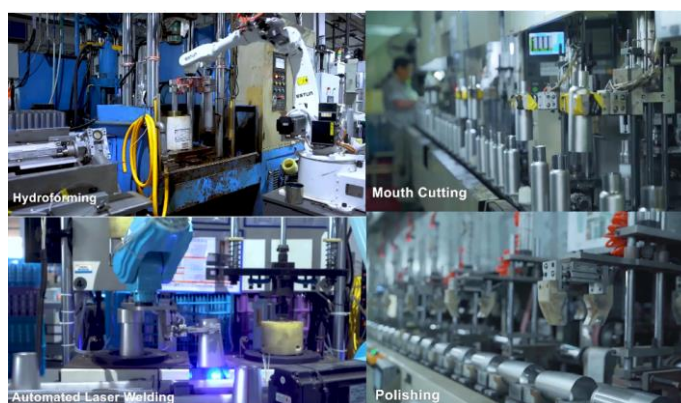
降，毛利率优化（详细拆解见后文）；**3）同富股份**：公司掌握自动化不锈钢保温杯加工成型工艺，拥有保温杯焊接自动化设备、内胆外壳水涨分杯金工自动化设备、360 度激光打标、激光焊接机等先进设备，过去需要配备 35 个工人的保温杯生产线可用机器人生产线替代；**4）安胜科技**：公司真空容器部拥有 12 条金属加工-焊接单流生产线，2 条全自动喷漆线，2 条粉末涂装线、1 条室内喷涂线，3 条圆盘喷漆线，7 条精益生产线等，可生产 300 多个 SKU，每年新开发约 100 多种，公司还新增使用了测温自动线、AGV 小车搬运、智能视觉检测设备、智能飞行打标、无定位振镜焊接线等智能生产制造设施；**5）嘉特股份**：公司配备先进的注塑成型、五金拉伸、模具制造以及工业机器人生产线等生产设备，包括自动平口机、自动喷塑线等。

图25： 嘉益股份生产线



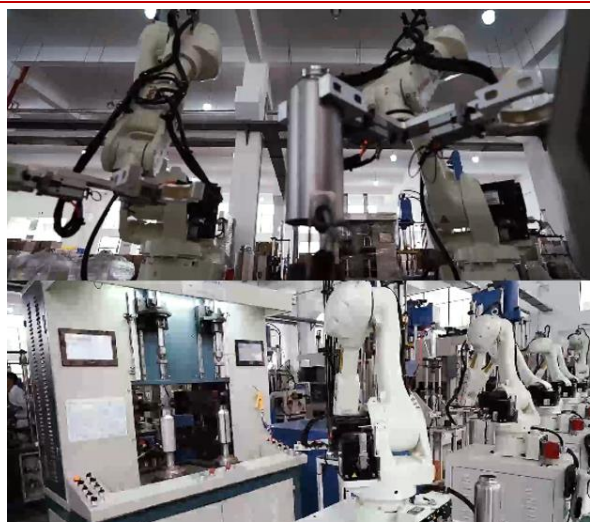
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图26： 哈尔斯生产线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图27： 同富股份生产线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图28： 安胜科技生产线



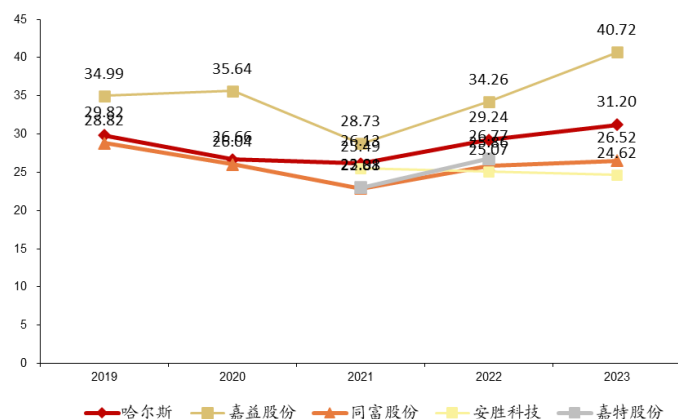
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.3 利润率对比：优质客户取胜，成本管控分化

保温杯代工厂毛利率差异与客户类型、客户集中度及生产自动化程度有关，嘉益、哈尔斯表现最优。23 年毛利率排序，嘉益以 40.7% 排名第一，哈尔斯以 31.2% 紧随，同富、安胜、嘉特均在 25% 左右。嘉益主要得益于绑定产品附加值更高、毛利率更高的品牌 Stanley，对

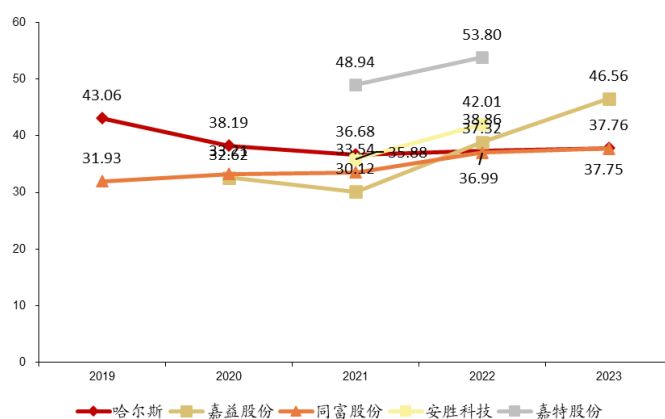
应单位均价处于行业较高水平,同时单位成本较低,主因第一大客户 Stanley 集中度达 84.9%,生产规模效应明显,同时公司具有行业领先的生产自动化程度,拆分看,单位材料成本、单位人工成本和单位制造费用均处于行业较低水平。哈尔斯近年持续提升客户集中度(前 5 大客户销售额从 19 年 54%提升到 23 年 61.7%),生产自动化水平提升,带来单位成本持续下降(从 19 年的 30.22 元/只下降到 2023 年的 25.98 元/只),毛利率有所优化(从 19 年的 29.8%提升到 23 年的 31.2%)。

图29: 头部保温杯代工厂毛利率对比 (%)



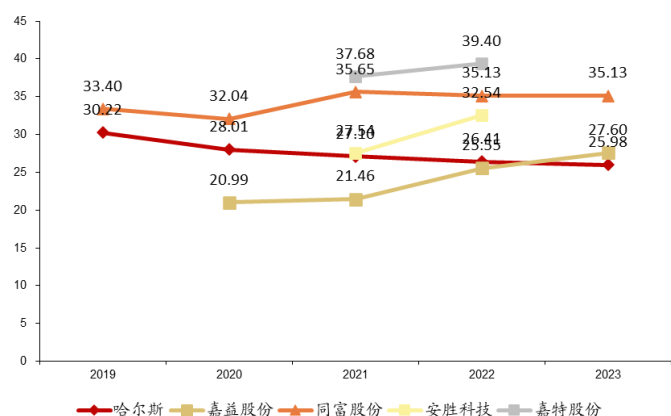
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 头部保温杯代工厂不锈钢器皿出厂均价对比 (元/只)



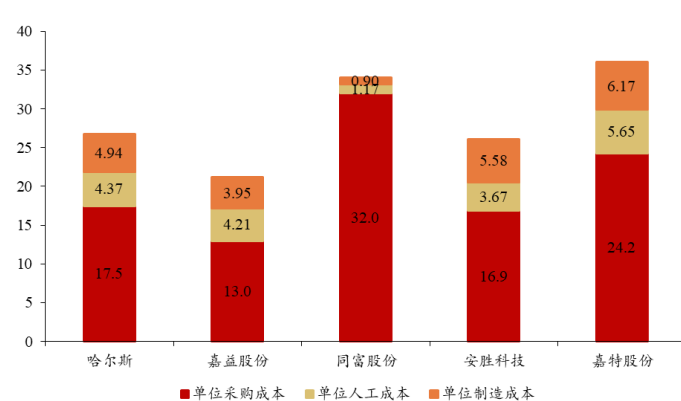
注: 嘉特股份出厂均价偏高, 主因单价更高的保温箱占比更高
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图31: 头部保温杯代工厂不锈钢器皿单位成本对比 (元/只)



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 2021 年头部代工厂不锈钢器皿单位成本拆分 (元/只)

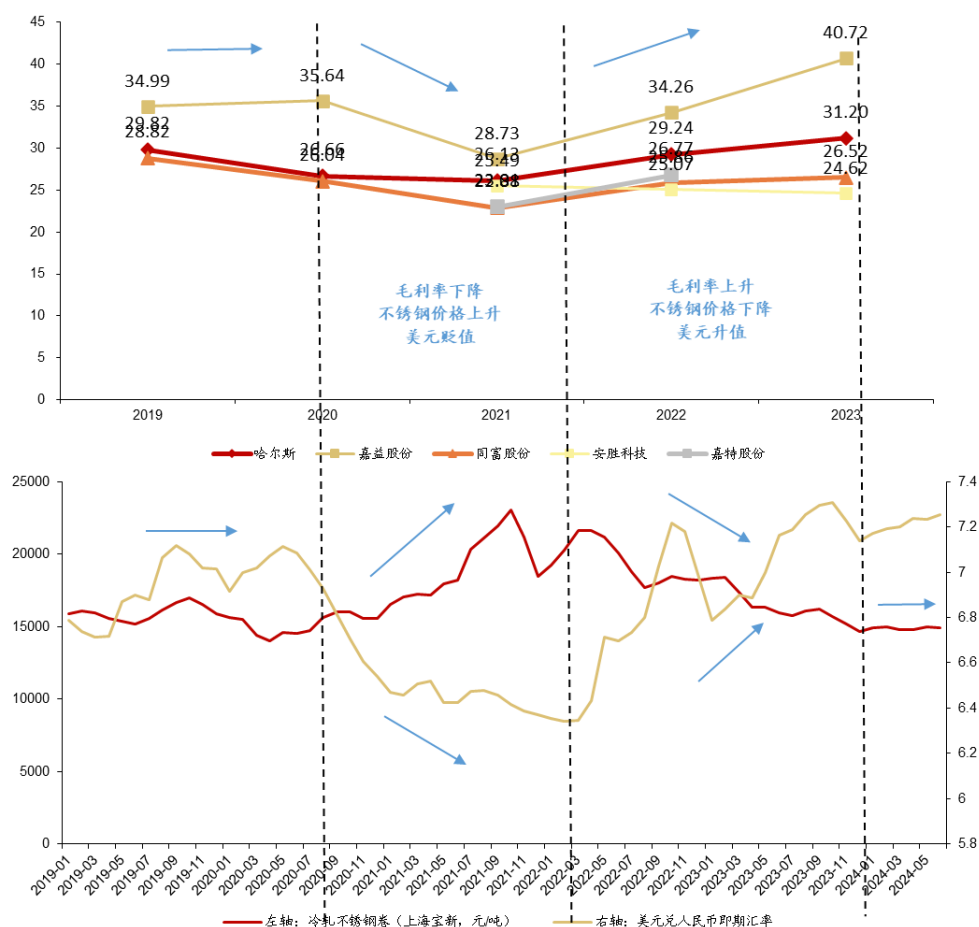


注: 采购成本=直接材料+成品采购, 制造成本=制造费用+燃油动力费
同富股份单位采购成本偏高, 单位人工成本和制造成本偏低, 主因外协占比近 70%

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

保温杯代工厂毛利率波动方向基本一致, 均受原材料成本和美元汇率影响。2021 年, 受不锈钢价格上行及美元贬值影响, 嘉益/哈尔斯/同富毛利率分别同比下降 6.91/0.53/3.16pct; 2022 年, 受不锈钢价格下行及美元升值影响, 嘉益/哈尔斯/同富/嘉特毛利率分别同比提升 5.5/3.1/3.0/3.8pct。上述企业主要采取 FOB 模式, 因此海运价格对毛利率影响有限。**展望 2024 年, 不考虑产品客户结构变化时, 美元有所升值, 不锈钢价格略有上行, 我们预计公司毛利率较为平稳。**

图33: 头部保温杯代工厂毛利率对比及波动分析

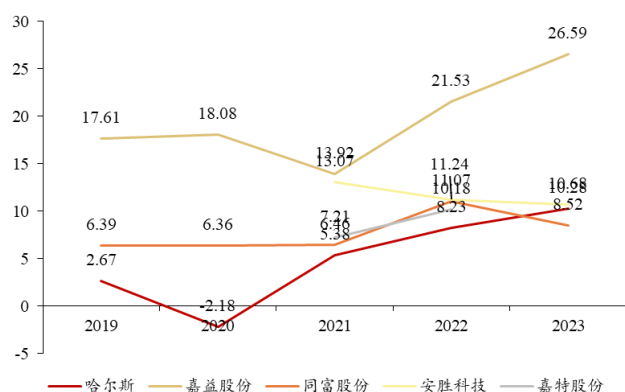


注: 上图毛利率单位为%

资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

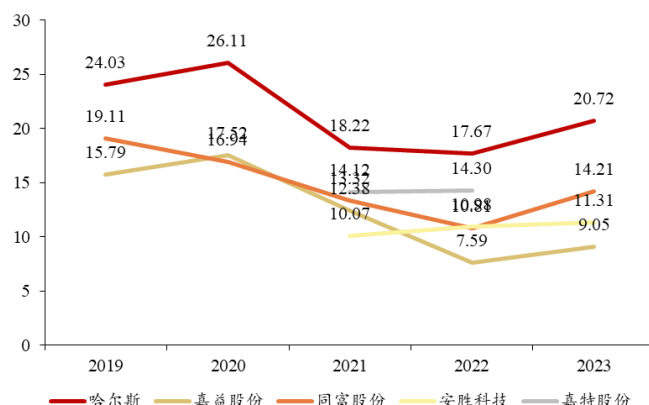
保温杯代工厂净利率差异与毛利率及成本控制能力有关, 嘉益股份、安胜科技最优。哈尔斯、同富、安胜、嘉特净利率基本在 10% 左右, 嘉益得益于优秀的毛利率和成本控制能力净利率于 23 年超过 26%。从期间费用率看 (以 2023 年为例), 嘉益仅为 9%, 安胜科技以 11.3% 紧随, 两者成本控制能力最优, 哈尔斯和同富股份分别为 20.7% 和 14.2%, 嘉特 22 年为 14.3%, 主要是由于自主品牌占比更高 (哈尔斯 21 年占比为 18.5%, 同富/嘉特 22 年占比分别为 10.7%/10.6%), 因此销售费用率明显高于其他公司。此外, 嘉益的管理费用率和研发费用率都处于行业较低水平, 公司运营效率更优。

图34: 中国头部保温杯代工厂净利率对比 (%)



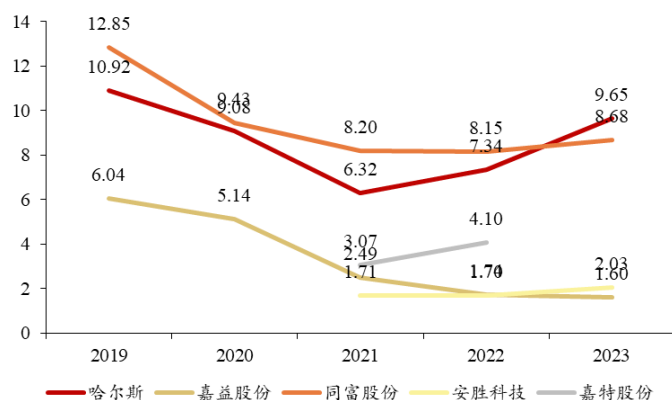
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 中国头部保温杯代工厂期间费用率对比 (%)



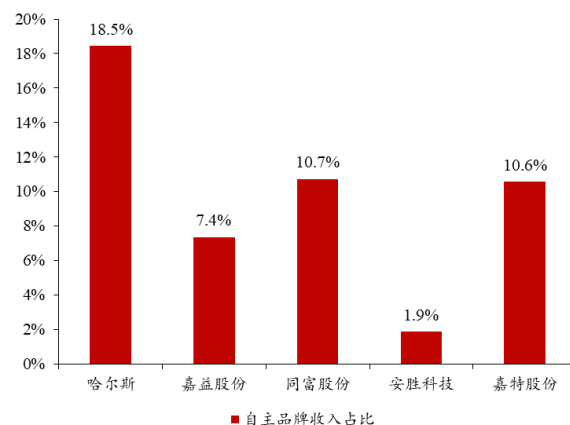
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图36: 中国头部保温杯代工厂销售费用率对比 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

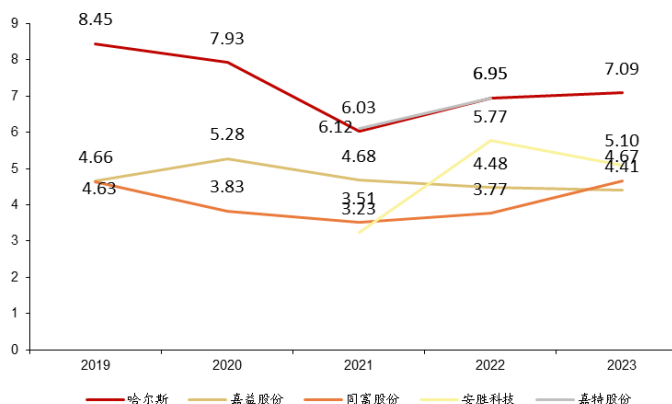
图37: 中国头部保温杯代工厂自主品牌占比



注: 嘉益为 2020 年数据, 哈尔斯为 2021 年数据, 其他为 2022 年数据

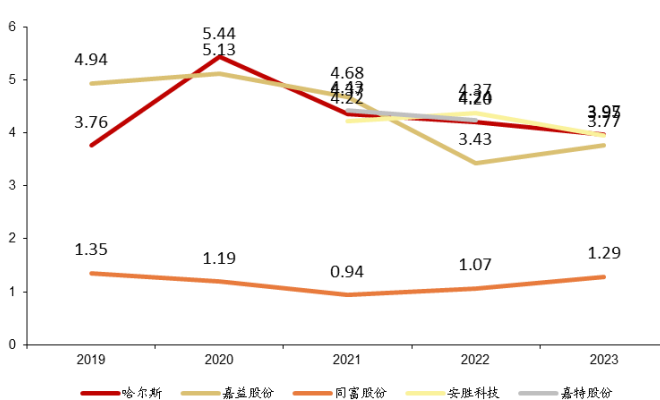
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 中国头部保温杯代工厂管理费用率对比 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图39: 中国头部保温杯代工厂研发费用率对比 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

3 保温杯品牌商: 潮流打法, 格局分化

我们关注到保温杯品牌商格局近年有较大变化：全球呈格局分散，区域割据特征，美国格局变化明显，潮流化趋势下，掌握潮流打法、社媒运营的头部玩家和新白牌快速崛起，STANLEY 超越 YETI 成为当地保温杯第一品牌，同时 Simple Modern、Owala 等新锐品牌也在快速崛起，且受益于美国潮流文化外溢，STANLEY 等头部品牌开始全球扩张。

以 STANLEY 为例，我们希望探讨潮流单品本质属性和运营持续性的关键问题。结论如下：**1) 为什么要购买 STANLEY?** STANLEY 已被打造成中产消费标志，消费者主要集中在 25-45 岁女性，复购率较高，除基本功能需求外，还能满足悦己价值、社交价值、收藏价值等，该标签的成功打造，与公司杯型标志性强、系统化营销打法、DTC 渠道运营能力有关，并幸运地乘上 TikTok 视频意外爆火的东风；**2) 但是，潮流单品有明显生命周期属性，且美国保温杯行业竞争在加剧，目前产品同质化、营销打法同质化趋向明显，许多新锐品牌也在崛起抢夺市场；3) 那么，STANLEY 运营持续性怎么看?** 我们认为 STANLEY 短期势能仍在持续，目前仍处于 TikTok 视频爆火带来的红利期，潮流势能仍在释放，近期销售数据维持在高位可作为验证，而中长期销售额的持续突破和成长空间，需要 3 点支撑，且目前在验证期：a) Quencher 主系列持续推新，目前新品热销，二手市场价格坚挺；b) 延展新系列或新杯型，可关注 Iceflow 起量；c) 拓展新市场，目前加拿大、欧洲等新市场在起量。

3.1 格局分析：格局分散，区域割据

全球格局：格局分散，区域割据。保温杯行业最早可追溯到 1904 年 THERMOS 在德国成立，后该名字成为保温杯通用名词，22 年 THERMOS 为全球保温杯市占第一品牌。目前全球保温杯格局分散，国际知名品牌多源于欧美、日韩等发达国家，除 THERMOS 全球市占率超过 10% 外，其他品牌全球市占率低于 5%，且呈区域割据形态。北美主要是 Yeti、STANLEY (PMI 旗下)、以及 Hydro Flask (Helen of Troy 旗下)；日本主要是膳魔师 THERMOS、虎牌 TIGER、以及象印 ZOJIRUSHI；韩国主要品牌为 LOCK&LOCK；在中国以上国际品牌均处于高端价位段，本土高端品牌包括希诺、万象、思宝，大众价位段主要是富光、哈尔斯等本土品牌。此外，星巴克等跨界品牌也有一席之地。

表7：全球保温杯品牌格局

国家	品牌名	22年公司总销售额 (亿美元)	22年保温杯品类销售额 (亿美元)	市占率	公司介绍
美国品牌	YETI	15.95	9.47	2.4%	美国头部保温杯品牌，YETI Holdings, Inc. 成立于 2006 年，总部位于美国得克萨斯州奥斯汀，是全球知名的户外产品供应商，主要产品覆盖专业户外冷藏箱、户外真空不锈钢保温设备等高端户外健康消费品。
	STANLEY	4.02	4.02	1.0%	美国头部保温杯品牌，母公司 PMI 成立于 2003 年，总部位于美国西雅图，是全球领先的可持续食品和饮料容器解决方案提供商，经营星克、STANLEY、aladdin 等知名品牌。
	Helen of Troy (Hydro flask 母公司)	20.73	9.16	2.3%	全球性的消费产品设计、开发、销售公司，成立于 1968 年，总部位于美国德州，公司部门包括家庭用品、医疗保健/家庭环境、营养补充剂以及个人护理。旗下品牌 Hydro flask 为美国头部保温杯品牌。
	Lifetime brands (Swell 母公司)	7.28	1.18	0.3%	全球领先的家居用品公司，于 1948 年在美国成立，产品组合广泛，包括厨房用具、家居装饰、收纳解决方案和个人护理产品等，旗下 Swell 是美国头部保温杯品牌。
日本品牌	THERMOS 膳魔师	/	/	11.6%	全球最大的专业真空不锈钢家庭用品产品制造和销售集团，于 1904 年在德国创立，在全球 140 多个国家和地区拥有制造及销售厂商、分公司和分销处。
	ZOJIRUSHI 象印	6.45	1.08	0.3%	创立于 1918 年在日本大阪，该公司以电饭煲、电热水瓶等小家电为主打产品，真空保温瓶为代表产品，持续引导着日本日常生活消费的市场。
	Tiger 虎牌	2.67	2.67	0.7%	成立于 1923 年，从生产热水瓶开始，发展到电饭锅/保温锅、厨房用品、储藏用品等其他家用电器用品。该公司的产品以其优良的品质受到了日本、中国、欧美等国家和地区消费者的喜爱。
韩国品牌	LOCK&LOCK 乐扣乐扣	4.05	4.05	1.0%	成立于 1978 年，总部位于韩国忠清南道牙山市，主要生产厨房、浴室用品等多样化的生活日用品，主要产品包括塑料和耐热玻璃食品容器、煎锅/炒锅等炊具以及隔热/保冷产品，如瓶子、马克杯/水壶等。尤其是各类材质的生活密封容器为消费者所熟知。

注意：销售额为各品牌财年口径，由于品牌不单独披露保温杯销售额，采用公司披露所在类目口径，比如 Helen of Troy 采用 Home&Outdoor 品类口径，预计口径偏大。

资料来源：公司公告，公司官网，Bloomberg，，浙商证券研究所

美国格局：龙头集中，尾部分散，线上白牌崛起，STANLEY 强势增长。美国保温杯 TOP 3 品牌是 YETI、STANLEY（PMI 旗下）、以及 Hydro Flask（Helen of Troy 旗下），按 2023 年销售额计，我们测算 YETI 在美国市占率约 15%，STANLEY 市占率约 11%，Hydro Flask 与前两者收入体量相近，其他品牌市占分散。近年在美国保温杯潮流化趋势下，行业格局变化较大，掌握潮流打法、社媒运营的头部玩家和新白牌快速崛起。STANLEY 从 21 年开始销售额每年翻倍，且于 23 年 11 月凭借 TikTok 视频爆火超越 YETI 成为美国保温杯第一品牌（24 年 6 月在美亚 Thermoses 类目销量 TOP100 市占率 26.9%，在 Glassware & Drinkware 类目市占率 32.7%）； Simple Modern 于 2015 年成立，差异化定位高颜值+高性价比，配合 DTC 社媒打法，2022 年登顶 Amazon 保温杯销售额榜首，24 年以来更是通过“STANLEY 平替”标签销售量再上台阶；24 年快速崛起的品牌还有 Owala，依靠 FreeSip 差异化杯型+高颜值配色+TikTok 等新媒体营销在 Amazon 快速起量。

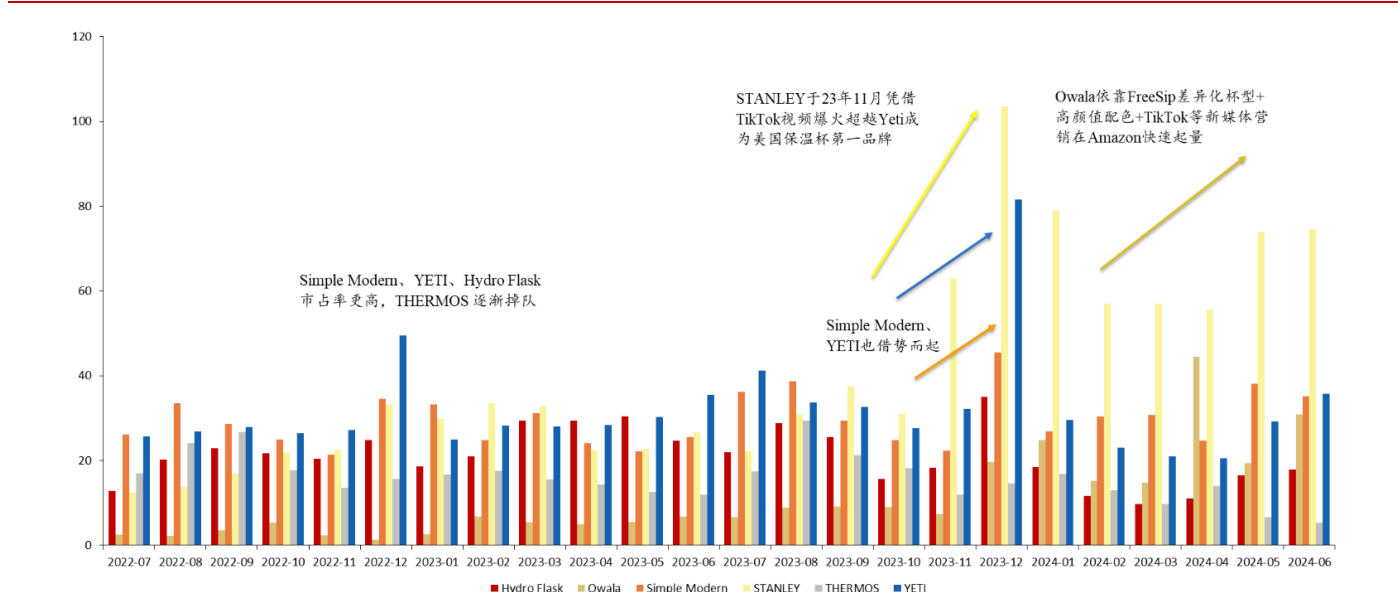
图40： 美国保温杯品牌及核心容量价格带



注：此标注为价格/对应容量，此为亚马逊价格

资料来源：公司官网，亚马逊，浙商证券研究所

图41： 亚马逊美国站主流保温杯品牌销量情况（单位：万只）



注：亚马逊数据口径为卖入 TOP100 产品销量，保温杯主要分散在 Thermoses/Glassware & Drinkware/Sports 三大类目中，此为品牌相关类目加总销量

资料来源：Sorftime，亚马逊，浙商证券研究所

3.2 解构 STANLEY：潮流新打法破局登顶，新系列新市场贡献增量

3.2.1 公司概况：百年保温杯品牌，潮流打法破局登顶

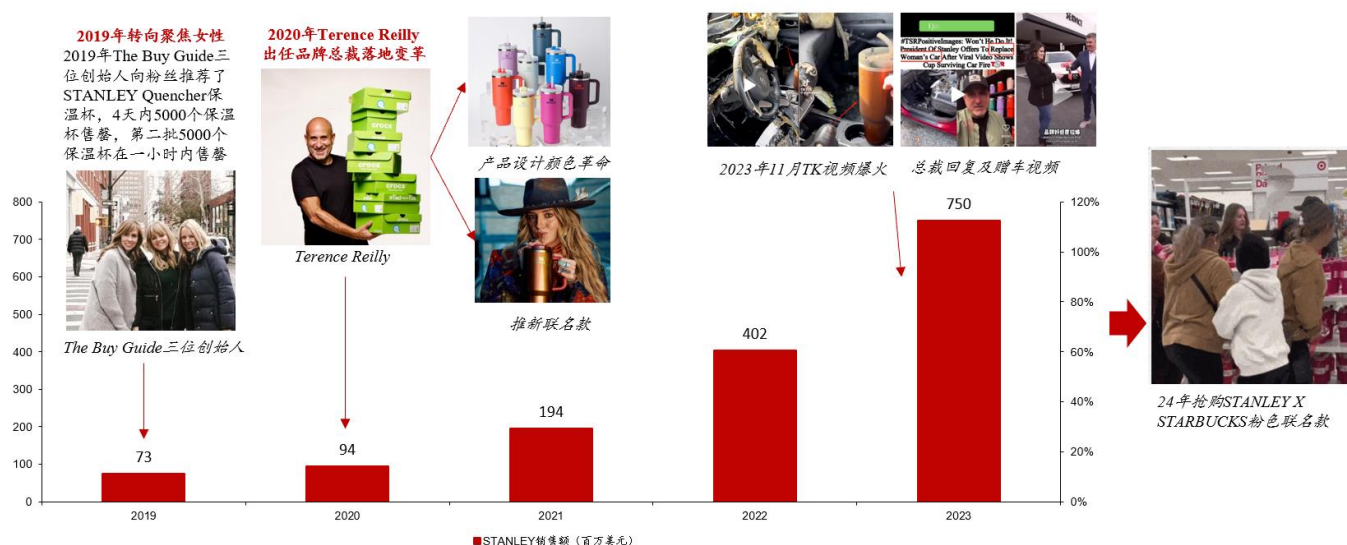
美国保温杯百年品牌，潮流新打法破局登顶。STANLEY 由耶鲁大学毕业的 William Stanley Jr. 于 1913 年创立，以钢制真空密封瓶起家，设计简约硬核，主要面向工人和户外爱好者，最早在二战期间还被用于存储水分或血浆。近年公司在人群定位、管理层、产品设计、营销打法变动较大，支撑公司近年销售额翻倍增长，并超越 YETI 成为美国保温杯第一品牌。回溯公司近年变化，主要有三个关键节点：

1) 2019 年开始聚焦女性。STANLEY 目前主销系列 Quencher 早于 2016 年上市，2019 年因销量不佳面临下架风险，The Buy Guide 三位创始人向粉丝推荐了 STANLEY Quencher 保温杯，强调产品配备手柄吸管、适合车架、可用洗碗机清洗等功能，4 天内 5000 个保温杯售罄，而第二批 5000 个保温杯在一小时内售罄。该网站关注者 97.7% 均为 25-45 岁女性，该事件让公司开始关注女性消费力。

2) 2020 年 Terence Reilly 出任品牌总裁落地变革。2020 年 4 月，Crocs 前首席营销官 Terence Reilly 出任 STANLEY 品牌总裁，其曾在 Crocs 成功将橡胶材质的洞洞鞋转化成潮流单品，擅长女性消费力洞察和潮流新品打法，上任后主要有三大措施：a) 产品设计颜色革命，采用高视觉冲击力的多巴胺色调；b) 联名推新，如 2023 年与乡村音乐歌手 Lainey Wilson 联名创造了 11 分钟售罄的战绩。c) 采用 TikTok、instagram 等社媒营销聚集粉丝群。这带来公司 21-23 年销售额连续翻倍增长。

3) 2023 年 TikTok 视频意外爆火，登上保温杯龙一宝座。2023 年 11 月，TikTok 网友上传视频显示自家汽车着火后，损毁严重的车体中放置着的 Stanley 杯安然无恙，且杯中的冰块都没有融化，该视频引起巨大反响，目前观看次数已经超额接近 1 亿次。STANLEY 总裁 Terence 抓住该次营销契机，发表视频表示会补偿网友同款新车与水杯，过硬品质叠加入文关怀推动 STANLEY 销售量猛增，登上保温杯龙一宝座。公司乘胜追击，23 年 12 月 31 日发布了情人节限定水杯被一抢而空，24 年 Starbucks 联名粉红色水杯上市即售罄，美国线下连锁超市 Target 有通宵排队。

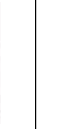
图42：STANLEY 发展历史回溯



资料来源：CNBC，潮人，蓝海亿观、浙商证券研究所

公司产品线：核心保温杯系列主要分为 Quencher, Iceflow, Classic, Adventure, Cross Bottle, All Day Slim Bottle 等，主销款为 Quencher 和 Iceflow，目前在美国亚马逊销量贡献占公司整体约 60%/15%。整体设计改变过去简约形象，以更受女性喜欢的高色觉冲击力的色调为主。定价处于同行较高水平，常见规格 30 盎司定价 35 美元，40 盎司定价 45 美元，联名限量款定价会更高。

图43: STANLEY 产品线一览

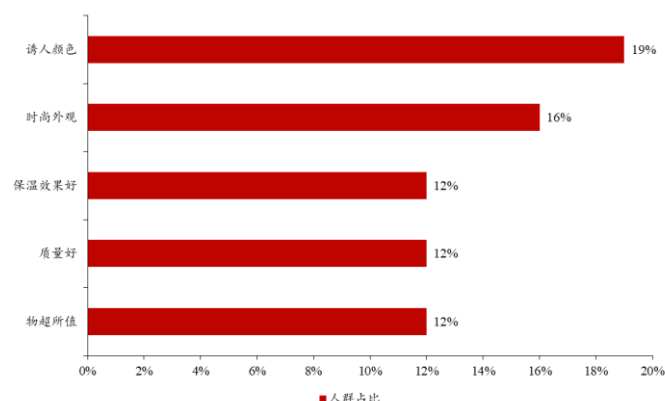
类型	保温杯						水杯			食物储存		露营装备
系列	QUENCHER			ALL DAY	QUICK FLIP	Classic	Beer Pint	Beer Stein	Beer Pitcher	冷藏包	食品箱	煎炸套装
示意图												
价格 (美元)	60	35-45	20-30	30-40	25-28	39-55	20	25	45	170	45-55	130
容量	64oz	30oz-40oz	14oz-20oz	20oz-34oz	24oz-36oz	1QT-2.5QT	16oz	24oz	64oz	/	5.5QT-10QT	/
系列	ICEFLOW			Canteen	CROSS BOTTLE	ADVENTURE	Shaker Set	Can Cooler	Beer Tumbler	食品罐	保温水桶	锅具套装
示意图												
价格 (美元)	30-55	30-90	30-90	32	75	30	40	25	30	30-43	55	20
容量	16oz-50oz	16oz-96oz	20oz-96oz	1.1QT	23oz	1.1QT	/	10oz	13.8oz	18oz-36oz	/	/

资料来源：公司官网，亚马逊，浙商证券研究所

3.2.2 核心竞争力：中产新消费标志，潮流爆款系统打法

STANLEY 已被成功打造成中产消费标志。STANLEY 的消费者主要集中在 25-45 岁女性，复购率较高，除基本补水保温的功能需求外，消费需求可分为三类：**1) 悦己价值：**颜值即正义，通过视觉冲击力强的多巴胺色调设计吸引消费者，方便配合穿搭，且容易产生集邮行为，根据卖家精灵，STANLEY Quencher 系列购买前两大动机为诱人色彩（调研消费者中占 19%），时尚外观（占 16%），类似设计成功率在 Crocs 洞洞鞋、lululemon 瑜伽裤、施华洛世奇多巴胺手链等均可得到验证；**2) 社交价值：**社媒把 STANLEY 保温杯定义为中产阶级消费标志，典型人群是有日常健身、多饮水健康生活习惯、通常自驾出行的都市白领或精致妈妈，同在名利的还有 lululemon 瑜伽裤、始祖鸟冲锋衣，UGG 厚底鞋等，通常指定价小贵、可展示身份和生活态度的消费品，消费者热衷在社交中带上 STANLEY 展示自我，该消费趋势从中产白领向大学生和 Z 世代人群蔓延，同时也是送礼佳品，根据卖家精灵，STANLEY Quencher 系列 56%使用场景在送礼；**3) 收藏价值：**Instagram、TikTok 等社媒上常见粉丝晒出收藏的多个系列产品，除色彩集邮需求外，二手市场的高溢价也是支撑收藏行为的关键，24 年 7 月最新限量联名款 STANLEY X 歌手 Olivia Rodrigo 原价 55 美元（40oz），目前在 ebay 平均售价在 100 美元左右。

图44: STANLEY Quencher 购买前五大动机分析



资料来源: 卖家精灵, 浙商证券研究所

图45: 某美国大学课堂里人手一个 STANLEY 保温杯



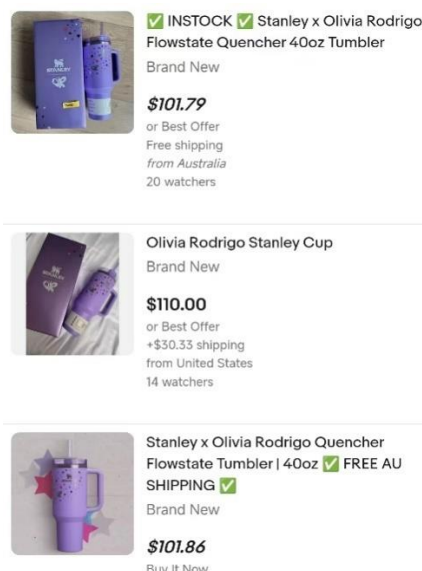
资料来源: 清柚留学, 浙商证券研究所

图46: 粉丝在社媒分享整墙的 STANLEY 收藏品



资料来源: Instagram, 浙商证券研究所

图47: STANLEY 保温杯在二手市场有溢价



资料来源: ebay, 浙商证券研究所

STANLEY 受追捧, 除了 TikTok 视频意外爆火强化品质过硬+人文关怀形象外, 也与公司系统化的潮流爆款运营力有关, 主要可以归纳为以下 3 点:

产品差异: 标志杯型, 鲜明配色, 品质过硬

STANLEY Quencher 标志杯型, 差异化明显, 解决以下问题: 1) 量大: 热销款通常在 30-40 盎司, 可以解决大量饮水需求; 2) 吸管设计: 方便冰饮; 3) 手柄设计: 便于携带; 4) 窄底部设计, 方便放入车架; 4) 易清洗: 平底可放入洗碗机, 零件均可拆除清洗。头部保温杯品牌均有标志性杯型, 比如 YETI Rambler 的平口平底杯型, S'well 的子弹头杯型, Owala 的 FreeSip 双重瓶盖设计。

STANLEY 标志杯型受热捧, 吸引大量同业跟随。由于 STANLEY 标志杯型不具专利, 吸引同业跟随推出相近杯型, 包括头部品牌 YETI、Hydro Flask 等, 新锐白牌如 Simple Modern、Owala、Meoky 等, 同样 40 盎司规格左右同行定价在 29-45 美元不等, 整体定价性价比优于 STANLEY。Simple Modern 更是被贴上 STANLEY 平替标签快速起量,

且在亚马逊 STANLEY 关键词搜索页中，作为推广位常出现在搜索第一位。为保持潮流引领位置，STANLEY 需要通过持续推新不同图案或联名限定，推出系列相关周边（比如 CARRY-ALL 杯套等），推出不同系列产品和杯型（后文将详细介绍）。

图48：美国主流保温杯品牌标志杯型对比



资料来源：公司官网，亚马逊，北美省钱快报，浙商证券研究所

图49：亚马逊出现大量与 STANLEY 相似杯型的产品



资料来源：亚马逊，浙商证券研究所

营销打法：联名+限量+自媒体种草组合拳

欧美保温杯品牌具有高毛利、重营销特征。YETI 23 财年毛利率/销售费用率/净利率分别为 56.9%/43.4%/10.2%，Helen of Troy（Hydro Flask 母公司）24 财年毛利率/销售费用率/净利率分别为 47.3%/33.4%/8.4%，根据 Sorftime，STANLEY Quencher 系列毛利率约为 67.8%。潮流单品定位赋予保温杯品牌较高定价和毛利率，同时需要持续营销广告投入，以维持稳定曝光和潮流引领地位，因此营销运营能力是决定竞争力的关键。

相比同行，STANLEY 既有 TikTok 爆火视频的东风，亦有系统化营销打法。1) 联名限定发售：历史上联名款包括星巴克、侏罗纪公园电影联名、歌手联名等，联名款助推 STANLEY 破圈，且通常定价较高，如 7 月最新联名款 STANLEY X 歌手 Olivia Rodrigo 的 40 盎司保温杯定价 55 美元，相比普通款高了 10 美元。2) 限量发售：常用于潮流服饰领域，

是打造爆款、饥饿营销、造就话题的常见手法，24 年 1 月，STANLEY X Starbucks 联名粉红色水杯仅在美国连锁超市 Target 门店销售，有消费者通宵排队，该做法也支撑了二手市场的高溢价；3) 自媒体种草：TikTok、Instagram 等主流自媒体上有大量普通消费者或网红博主上传的 STANLEY 拆箱、使用测评、晒系列收藏、穿搭教程等内容，亦有欧阳娜娜、马思纯等明星分享带有 STANLEY 的生活图，截至 24 年 7 月，Instagram 上带#stanleycup 标签的分享帖达到 192 万个。4) 官媒进驻自媒体，直面消费者：消费者洞察是潮流单品运营的关键，STANLEY 进驻主流官媒与消费者互动，包括售后反馈、新品测试、意见收集等，比如 24 年 4 月 1 日，STANLEY 发布未发售新品 Fuzz Flow 视频征求意见，收到大量网友反馈不便清洗，该新品至今未上市。截至 24 年 7 月，STANLEY Instagram/TikTok 上粉丝数达到 113.4 万/120 万。目前头部品牌如 YETI、Hydro Flask，新锐品牌 Owala 均有跟进自媒体营销和运营打法，但目前粉丝数和点赞数仍不及 STANLEY。

图50: STANLEY 联名限量款在 Target 抢购盛况



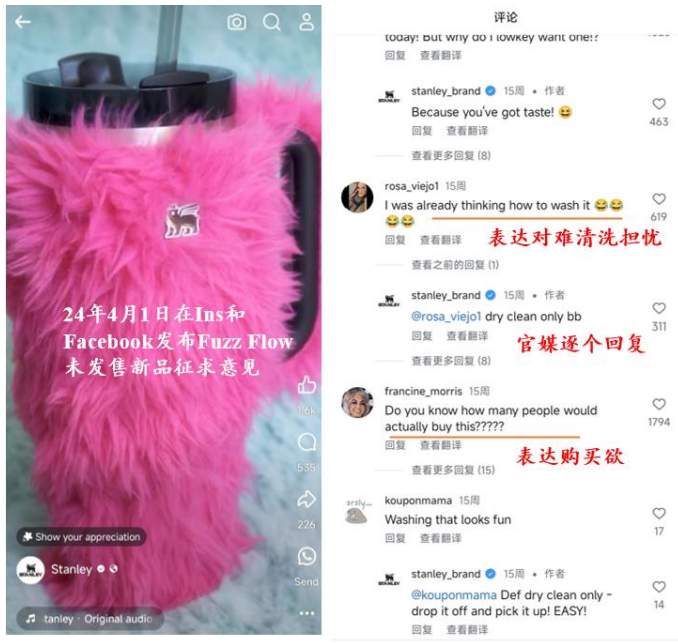
资料来源：Instagram，CHAMPION 体育画报，浙商证券研究所整理

图51: 自媒体上有大量 STANLEY 分享视频



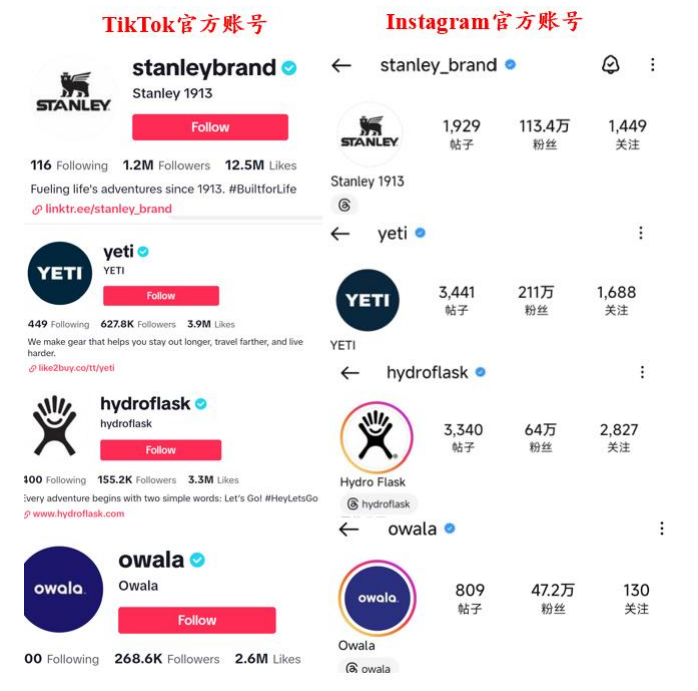
资料来源：Instagram，CHAMPION 体育画报，浙商证券研究所整理

图52: STANLEY 入驻自媒体直接与消费者对话



资料来源: Instagram, 浙商证券研究所整理

图53: STANLEY 自媒体粉丝数和点赞数行业领先

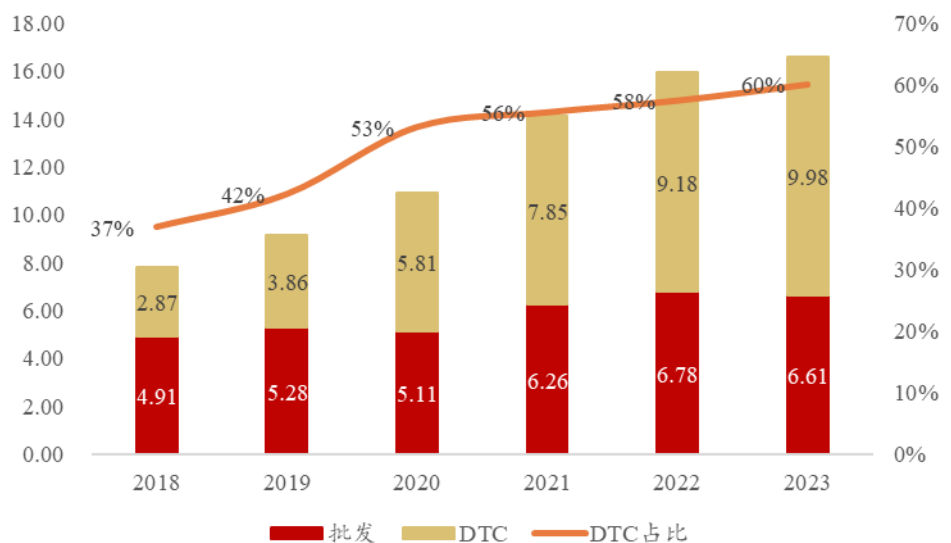


资料来源: TikTok, Instagram, 浙商证券研究所整理

渠道配合: DTC 直面消费者, 线下零售网络密布

DTC 直面消费者, 灵活快反。STANLEY 最新款或限量联名款通常先在官网独立站、亚马逊发布, 或在线下与 Target 等中高端连锁超市合作。DTC 直销是潮流单品常见销售方式, 有助于消费者洞察和实现灵活快反。YETI 最早 Rambler 保温杯于 2014 年爆火, 曾因公司批发渠道库存积累太多戛然而止, 近年积极提升 DTC 收入占比到近 60%

图54: YETI 分渠道销售额 (亿美元) 及 DTC 占比提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

零售网络全美密布。由于保温杯作为生活必需品具有及时性要求，线下渠道网络铺设是必要一步，目前 STANLEY 在美国合作零售商包括 Target，劳氏等头部连锁超市，也包括 DICK'S、Sportsman's 等户外用品店，零售网点密布，且足够下沉。

图55: STANLEY 在美国线下销售网点分布情况



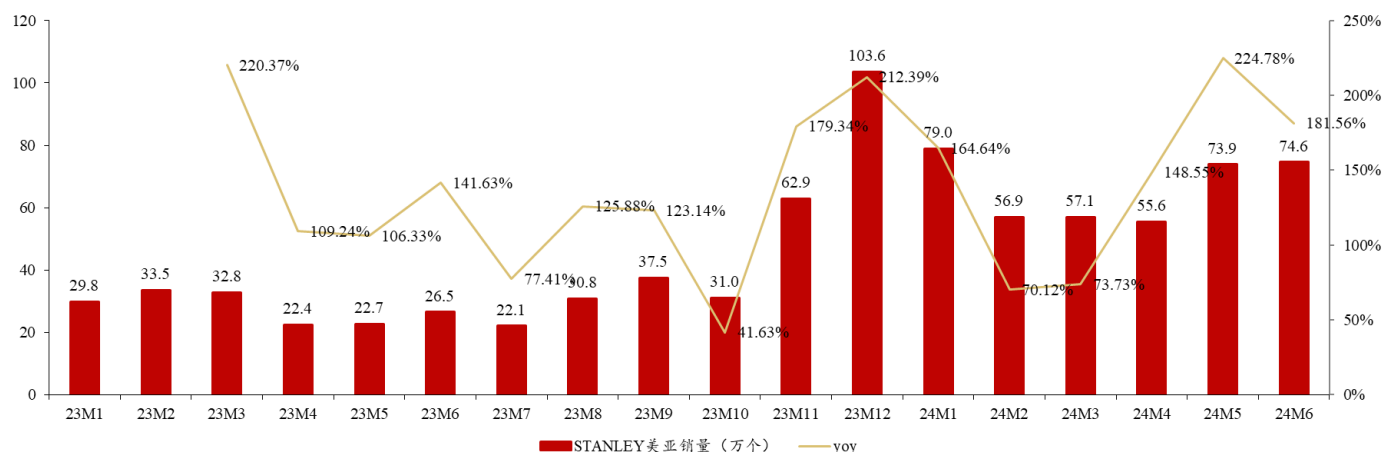
资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

3.2.3 持续性分析：聚焦新系列、新市场延展

潮流单品有明显的生命周期属性，行业竞争也在加剧，考验公司持续运营能力。潮流单品通常有明显生命周期属性，由于针对特定人群或文化圈层，通常也有明显的销售天花板，且爆款打造具有不确定性，持续运营是难点，是 STANLEY 成长到一定体量后不得不面对的问题。另外，保温杯行业竞争也在加剧，根据前文，STANLEY 确实稳居美国保温杯第一品牌，但同时也能看到产品同质化、营销打法等被同行追赶的现象，如 Simple Modern、Owala 等新锐品牌崛起也在抢夺市场，那么如何看到 STANLEY 运营的持续性呢？

我们认为 STANLEY 短期势能仍在持续，目前仍处于 TikTok 视频爆火带来的红利期，潮流势能仍在释放期，近期销售数据维持在高位可作为验证，而中长期销售额的持续突破和成长空间，需要三点支撑：1) Quencher 主系列持续推新；2) 延展新系列或新杯型；3) 拓展非美新市场。

图56：2023年以来STANLEY在美国亚马逊销量情况及增速



注：该销量仅统计美国亚马逊 BestSeller TOP100 产品销量

资料来源：Sorftime，浙商证券研究所

增长驱动一：Quencher 主系列持续推新，延长单系列生命周期。

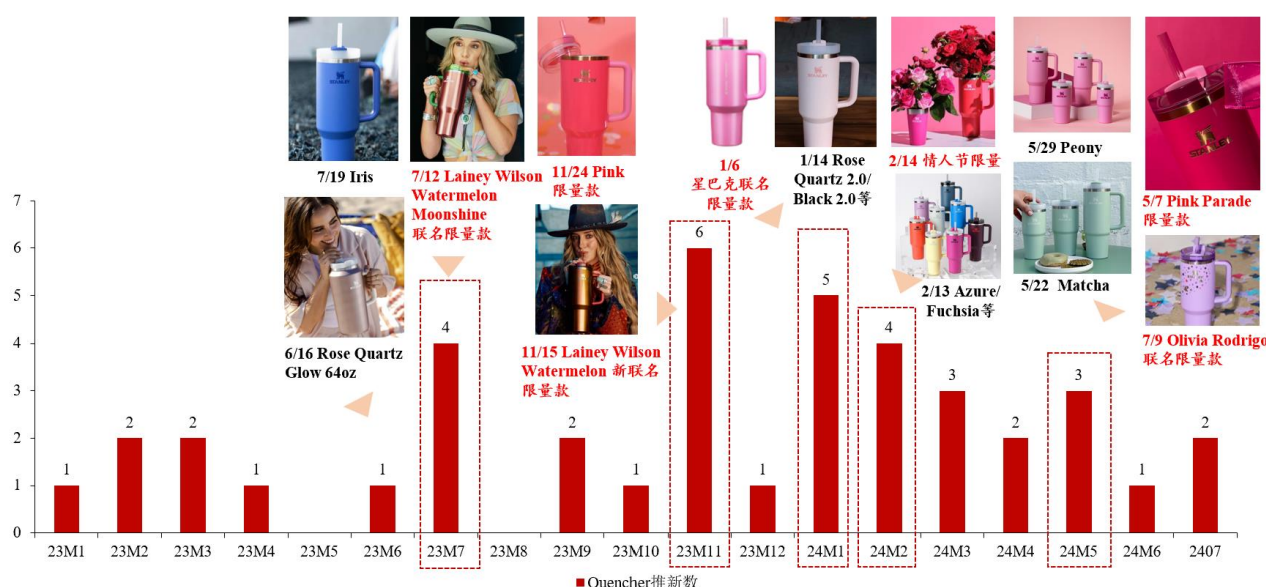
1) 推新数看：公司一般再 Instagram/Facebook 上官宣主推款，23 年以来，Quencher 系列每月平均主推款在 1-6 个不等，每款可选颜色在 1-7 个不等，且 24 年推新有加速趋势（注：实际推新款要更多）。

2) 推新方向看：通常有季节限定款（如春节、母亲节、情人节等），设计款（如 The Clean Slate 系列，The Neon 霓虹系列，Pink 系列等），联名款（如星巴克联名，侏罗纪公园电影联名等）等，也有过往畅销款的升级或扩容款（比如 Rose Quartz 早于 22 年推出，23 年 6 月推出 64 盎司，24 年 1 月推出 2.0 升级款）。

3) 复盘主推款生命周期看，主推款推出后通常在前 3 个月内达到峰值，而后缓慢下降，生命周期可持续约 1 年左右，直至新品或升级版替代，单 SKU（分色号）峰值销量贡献 Quencher 当月总销量比重在 1-20% 不等，与新品销售热度不同有关，整体销售曲线较为平滑，公司不依赖单款爆品。

STANLEY 具有快速推新和稳健销售的能力，这与其消费者洞察能力、上游供应链快反配合、社媒营销造势息息相关。

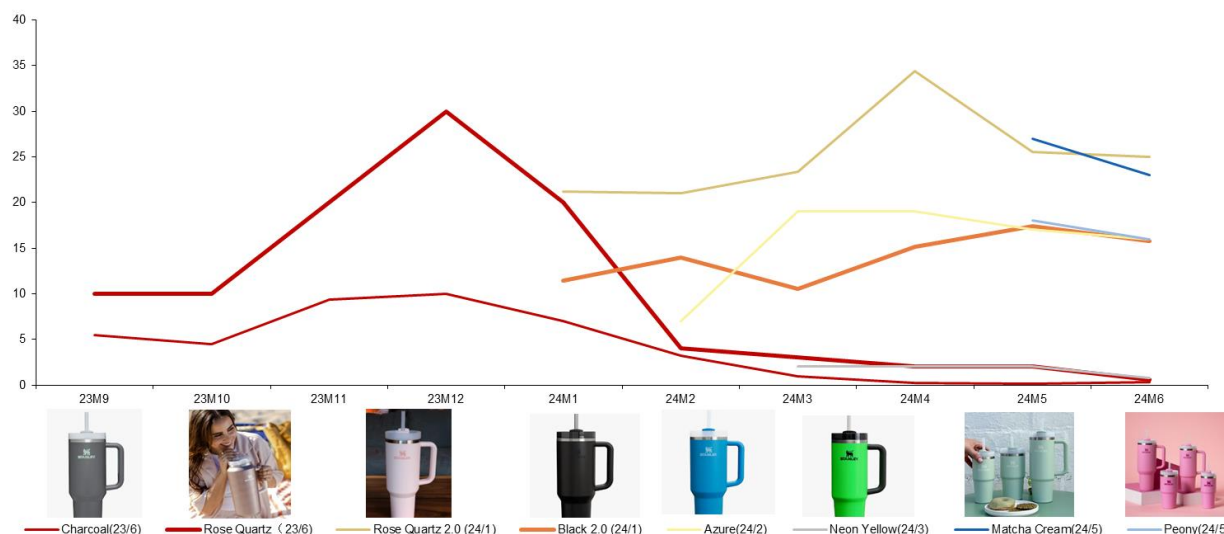
图57：2023年以来STANLEY Quencher 系列在 Instagram 官宣主推款复盘



注：公司一般在 Instagram/Facebook 上官宣主推款（联名限定款或精选爆款为主），实际推新款要更多

资料来源：Instagram，浙商证券研究所

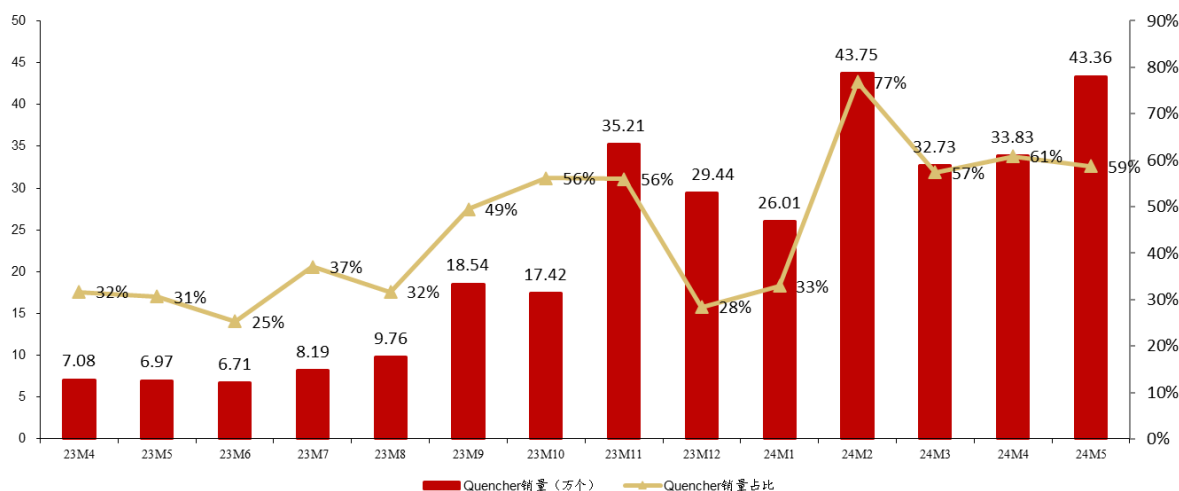
图58： 2023 年以来 STANLEY Quencher 系列部分主销款（分色号）在美国亚马逊销售的生命周期复盘（单位：千个）



注：该销量仅统计美国亚马逊 BestSeller TOP100 产品销量，SKU 后为上新时间

资料来源：Sorftime，浙商证券研究所

图59： 2023 年以来 STANLEY Quencher 系列在美国亚马逊销量及占比

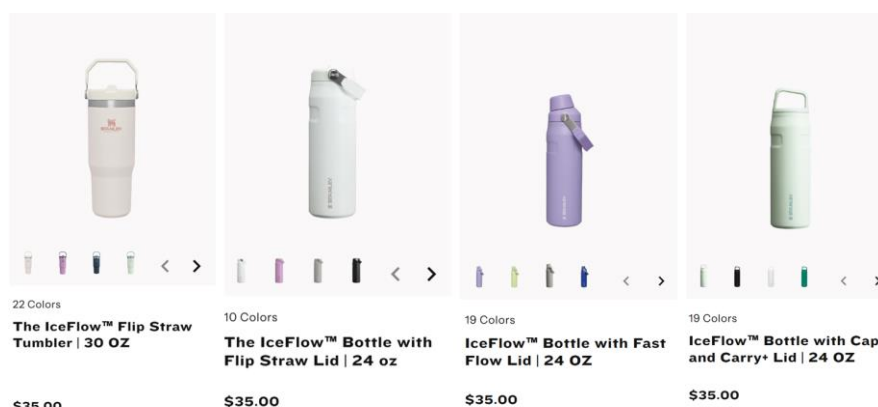


注：该销量仅统计美国亚马逊 BestSeller TOP100 产品销量

资料来源：Sorftime，浙商证券研究所

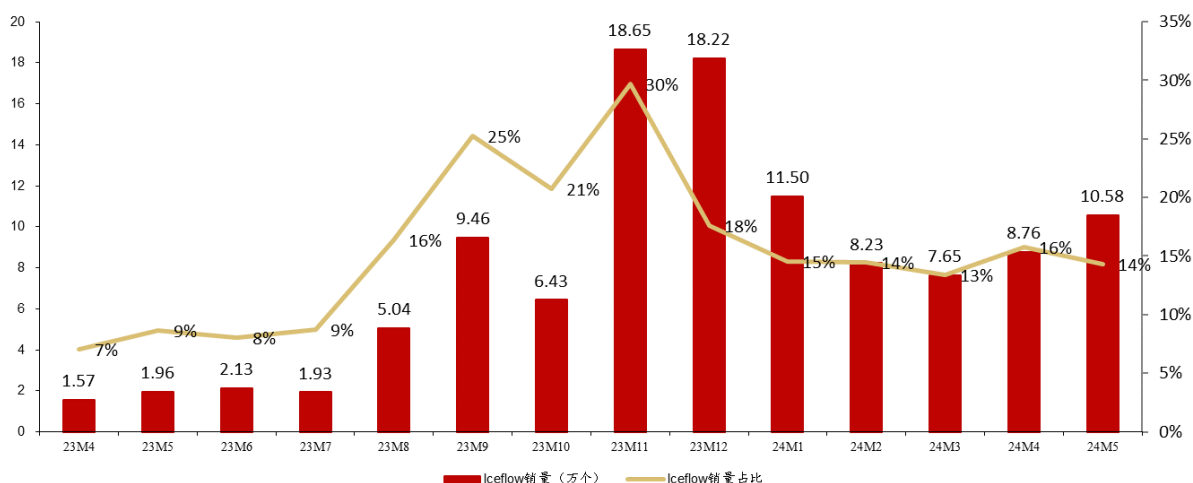
增长驱动二：新系列新杯型延伸，持续渗透多样消费者，Iceflow 起量在即。 Iceflow 系列最早已于 2022 年上市，同规格定价上与 Quencher 一致或更高，杯型设计上有所差别：1）去掉手柄，采用杯盖提环形式，更便携；2）防漏水效果更好；3）保温效果更好，根据官网，相同 40 盎司的保温杯，Iceflow 能实现 14 小时保冷/2.5 天保冰，对比 Quencher 只能实现 11 小时保冷/2 天保冰；4）杯型更加多样，主打便携和轻量款。该设计的差异导致两个系列的受众也有差别，Iceflow 更适用于户外和运动场景，购买的男性占比更多。23 年 11 月 Iceflow 系列跟随 Quencher Tiktok 视频爆火起量，24 年以来美国亚马逊销售贡献在 15% 左右。

图60: STANLEY Iceflow 系列产品线



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图61: 2023 年以来 STANLEY Iceflow 系列在美国亚马逊销量及占比

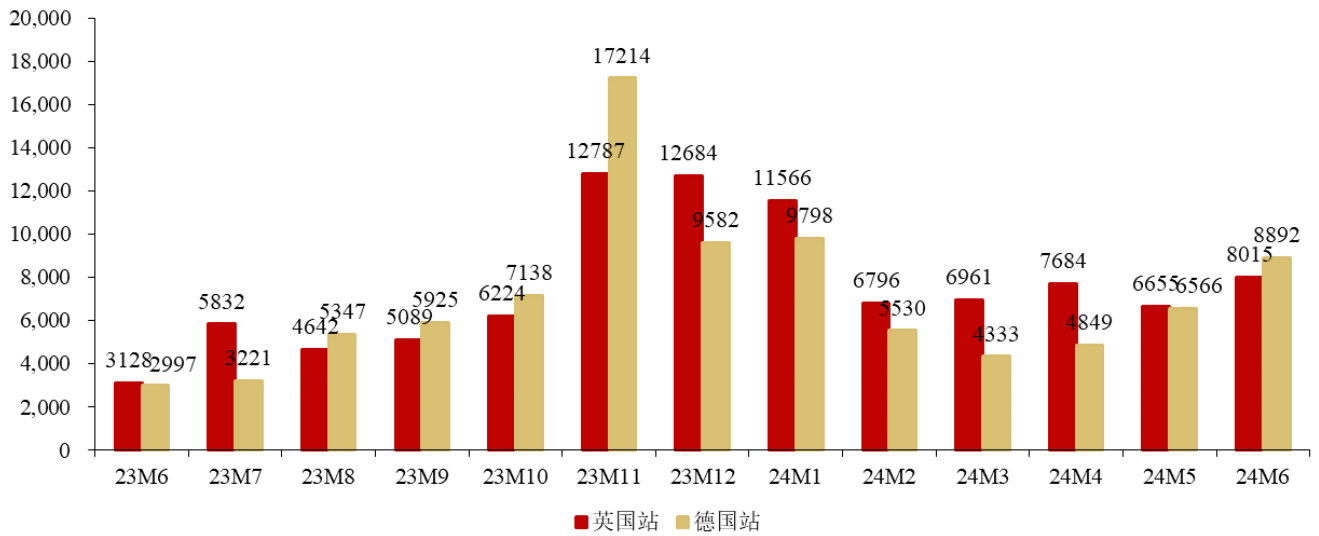


注: 该销量仅统计美国亚马逊 Bestseller TOP100 产品销量

资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

增长驱动三: 受益于美国潮流文化外溢, 英国加拿大居 TOP2, 欧洲起量。根据前文, 我们预计 STANLEY 在美国保温杯市占率已接近 20%, 海外新市场拓展是长期成长的关键。1) **加拿大:** 保温杯格局与美国相近, STANLEY 已成为加拿大亚马逊保温杯品类市占 TOP2 (24 年 6 月销量计市占率 25%, 接近 YETI); 2) **欧洲市场:** 欧美文化和社媒平台相通, 有助美国保温杯潮流文化外溢, 欧洲保温杯格局分散, 以当地品牌为主, STANLEY 在欧洲起量较快, 目前在亚马逊英国站和德国站月销量均已超 8000 个, 相比美国站仅为 1% 左右规模, 参照 YETI 非美占比达到 16% 还有较大空间。目前 STANLEY 已成为英国亚马逊保温杯品类市占率第二品牌 (24 年 6 月销量计市占率 6.5%), 德国市占率第二品牌 (市占率 7.7%); 同时公司也开始线下渠道布局, 比如在英国已经进驻超过 30 个门店, 包括 Greater Outdoors 等户外用品店。3) **亚洲市场:** 逐渐受欧美发达国家文化外溢影响, 目前中国开始有“要想当中产, 杯子带吸管”的说法, STANLEY 受到小红书等时尚博主热捧, 也曾登上李佳琦直播间。

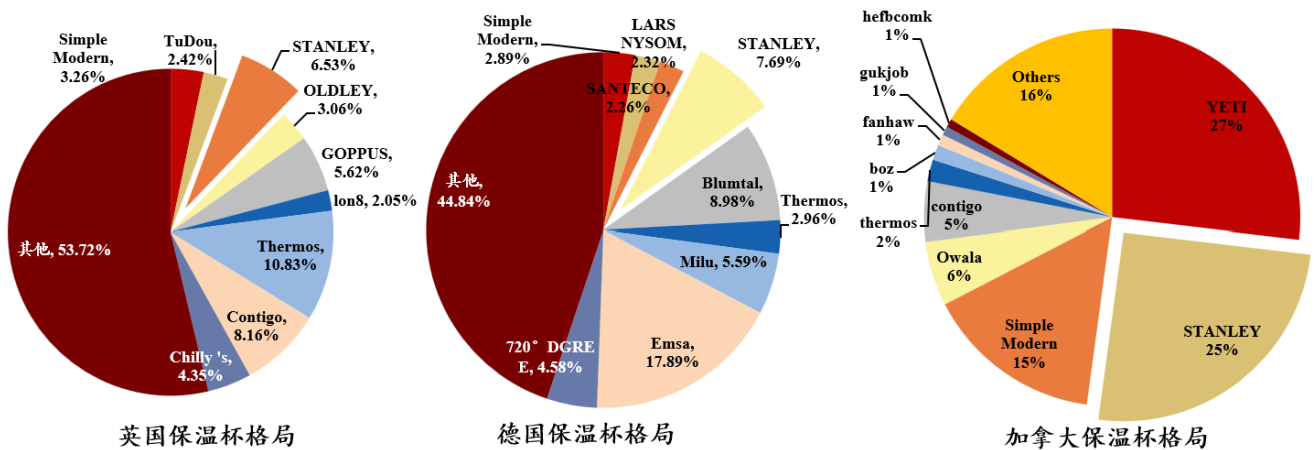
图62: STANLEY 在英国和德国亚马逊销量情况 (单位: 个)



注: 该销量仅统计亚马逊 BestSeller TOP100 产品销量

资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图63: 2024 年 6 月亚马逊英/德/加拿大站点保温杯格局 (以销量计)



注: 该销量仅统计亚马逊各站点 BestSeller TOP100 产品销量

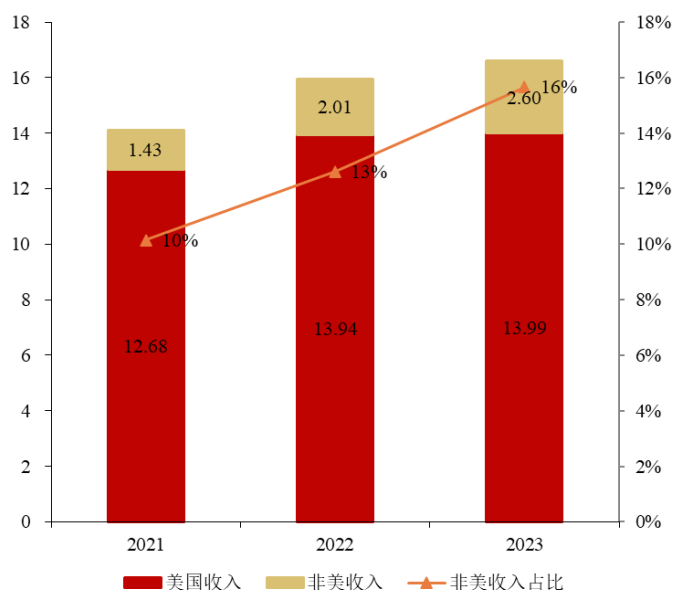
资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图64: STANLEY 在英国进驻的线下零售网点一览



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

图65: YETI 分区域收入 (亿美元) 及占比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 浙商证券研究所整理

4 投资建议: 关注绑定强势品牌的优质代工厂标的

出口行情演绎至今, 我们建议优选中长期高景气赛道, 或通过制造/品牌优势提市占个股。经筛选, 我们看好美国保温杯赛道中长期潮流升级高景气, 短期处于出口补库弹性周期。同时, 美国保温杯品牌近年有较大变化, STANLEY 等品牌快速崛起, 我们认为 STANLEY 短期势能仍在持续, 近期销售数据维持在高位可作为验证, 中长期销售额的持续突破和成长空间, 重点关注新杯型, 新市场延展, 目前在初步验证阶段。因此, 推荐绑定 STANLEY 等强势品牌、终端订单饱满的代工厂标的, 目前保温杯制造工艺成熟, 得益于行业景气度加高, 行业产能利用率均较满, 海外产能优势、高交付能力是抢市占的关键, 优质客户订单强绑定、强运营效率是高利润的关键, 推荐**嘉益股份**, 关注**哈尔斯**, 以及安胜科技, 同富股份, 嘉特股份。

表8: 保温杯核心标的盈利预测及估值总表

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
嘉益股份	81	17.75	27.10	34.01	41.51	4.72	7.07	8.75	10.58	11.4	9.2	7.6
yoy		41%	53%	25%	22%	74%	50%	24%	21%			
哈尔斯	31	24.07	29.61	34.80	40.20	2.50	3.00	3.49	4.03	10.4	8.9	7.7
yoy		-1%	23%	18%	16%	21%	20%	16%	16%			

注: 哈尔斯选自 wind 一致预期, 总市值选自 2024 年 7 月 26 日

资料来源: , 浙商证券研究所

5 风险提示

(1) 行业需求波动。由前文，欧美保温杯行业中长期景气度由消费升级支撑，短期景气度受宏观经济周期和库存周期影响较大，以上因素变动会造成行业需求波动。同时，欧美保温杯具有潮流文化属性，潮流文化的变迁容易造成行业需求波动。

(2) 新品销售不及预期。由前文，欧美保温杯具有潮流文化属性，需要依靠推新和销售维持热度，新品销售不及预期，会带来公司业务波动。

(3) 行业竞争加剧。保温杯品牌商终端竞争加剧造成 STANLEY 等品牌销售不及预期，保温杯代工厂竞争加剧会造成终端价格竞争、代工厂销售不及预期。

(4) 大客户订单波动风险。保温杯代工厂对终端大客户依赖度较高，下游客户需求波动或订单迁移会导致代工厂业务波动。

(5) 原材料成本及汇率变动。代工厂毛利率变动主要受原材料价格和汇率波动影响，如果原材料成本提升，或美元贬值，将对核心公司毛利率产生负面影响。

(5) 关税风险。美国存在加征关税的风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>