

轻工制造

2024年03月26日

嘉益股份 (301004)

——海外保温杯延续潮流化，嘉益供应链优势上台阶

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2024年03月25日

收盘价(元)	67.58
一年内最高/最低(元)	73.2/26.65
市净率	6.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1766
上证指数/深证成指	3026.31/9422.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023年09月30日

每股净资产(元)	10.96
资产负债率%	25.77
总股本/流通A股(百万)	104/26
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《嘉益股份(301004)点评：2023年业绩快报符合预期，增长表现亮眼，盈利能力持续提升》2024/03/12

《嘉益股份(301004)点评：2023年业绩预告表现超预期，大客户订单持续放量，业绩延续高增》2024/01/18

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

黄莎
(8621)23297818x
huangsha@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 我们本篇报告主要围绕市场核心关心的问题进行分析，即嘉益股份及其下游大客户增长的持续性，我们认为来自美国保温杯潮流化趋势延续+嘉益自身供应链优势带动份额提升。
- 回顾美国保温杯企业 YETI 发展，美国保温杯行业上市公司 YETI 2014 年推出第一款 Rambler 系列保温杯，2015-2023 年 YETI 杯壶收入 CAGR 达到 21%。YETI 通过高品质专业化品牌形象塑造，持续的创新产品开发，以及渠道优化和迭代、区域扩张，实现持续增长，验证潮流单品可持续的生命周期。我们将 YETI 与 Stanley 进行对比，进一步说明 Stanley 增长的动因及可持续性：
- 1) 优质的产品：YETI 从第一款冷藏箱到 Rambler 保温杯，Stanley 从军绿色保温瓶到多彩吸管杯 Quencher。YETI 以高品质强功能冷藏箱产品起家，针对专业户外群体，主打强保温功能性，后期以保温功能性为核心卖点，推出 Rambler 保温杯。Stanley 作为百年保温杯品牌，早期军绿色保温瓶主要面向军人、工人等群体；后期推出 Quencher 系列产品，主打大容量、带手把和吸管、车载底座，设计区别与市面上其他产品，颜色选择范围较大，尤其获得女性消费者偏爱。
- 2) 持续的营销，塑造强品牌形象：YETI 品质高端定位，营销聚焦专业户外市场；Stanley 管理营销团队换新，瞄准女性受众，塑造潮流品牌形象。YETI 产品定位中高端，采用高品质材料、提供定制化服务，持续强化高品质品牌形象，与市面品牌形成差异化竞争；YETI 营销推广主要依托户外运动形象大使，品牌定位和受众更聚焦于专业户外市场。YETI 的高端差异化的品牌定位和聚焦的营销打法，带动美国保温杯市场品质、高端化发展。
- 2020 年擅长营销推广的新总裁 Reilly 加入 Stanley，对品牌和营销大刀阔斧革新。Stanley 品牌受众从过去工人、军人等转向女性消费群体，营销抓住美国社交媒体流量红利期，通过社交平台 KOL、网红进行内容影响，并将其产品与“环保、健康”的生活方式相链接，淡化户外专业装备属性，强化 Stanley 保温杯时尚单品属性，具备强社交属性，大幅提升复购率。Stanley 品牌通过限量销售保持产品稀缺属性，二手市场价格高企，金融保值特点助推产品热度。Stanley 时尚潮流品牌形象塑造成功，进一步引领美国保温杯潮流化发展趋势。
- 3) 产品系列、销售区域扩张空间大：YETI 杯壶产品线扩张，并向全球市场延伸；Stanley 爆款打造能力可复制，新系列 IceFlow 开始起量，非美市场扩张空间大。YETI 2014 年推出第一款经典杯型产品，后续持续推出不同杯型；YETI 自 2017 年以来保持海外市场扩张，2017-2023 年非美市场收入 CAGR 达到 101%，2023 年 YETI 非美市场收入占比 15.5%。Stanley 2023 年以来加大新系列 IceFlow 推广力度，根据亚马逊美国站数据，该系列 2023 年月度销量保持环比提升态势，2024 年 2 月 IceFlow 系列销量占比达到 20%，同比提升 16pct。全球保温杯市场规模达 528 亿元（出厂口径），北美占比 17.8%，Stanley 加大非美市场布局，全球扩张空间充足。
- 嘉益股份管理层国际化视野，前瞻性海外消费趋势判断，战略资源聚焦海外代工，供应链优势、表面处理工艺优势突出，产能出海规划领先，扩张全球市场份额。嘉益管理层国际化视野，海外消费趋势前瞻性判断，战略聚焦海外代工。表面处理工艺领先，供应链柔性化布局，契合下游大客户联名、限量款等小批量、快速切换订单需求，实现大客户深度绑定。公司越南基地初具规模，前瞻性布局满足国际客户供应链分散化要求，深度绑定现有大客户、提升供应份额，后期有望进一步拓展其他优质大客户。
- 美国保温杯潮流化发展，全球化趋势开始显现，Stanley 管理和营销焕新，具备爆款打造能力，新系列和区域扩张具备充足成长空间；嘉益股份表面处理工艺及供应链优势突出，前瞻性的海外基地布局，稳步提升大客户供应份额，铺墊其他优质大客户拓展空间。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 4.72/5.83/7.34 亿元，分别同比 +73.4%/+23.7%/+25.8%，对应 PE 为 15X/12X/10X；可比公司 2024 年平均 PE 为 16X，给予嘉益股份 2024 年目标 PE 16X，对应目标市值 93 亿元，较当前 33%向上空间，维持“买入”评级！

财务数据及盈利预测

	2022	23Q1-Q3	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,260	1,228	1,775	2,296	2,881
同比增长率(%)	115.1	46.9	40.9	29.3	25.5
归母净利润(百万元)	272	314	472	583	734
同比增长率(%)	230.9	87.3	73.4	23.7	25.8
每股收益(元/股)	2.63	3.02	4.53	5.61	7.05
毛利率(%)	34.3	39.4	40.3	39.2	39.4
ROE(%)	31.3	27.5	35.2	30.3	27.6
市盈率	26		15	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们本篇报告主要围绕市场核心的关心的问题进行分析，即嘉益股份及其下游大客户增长的持续性，我们认为来自美国保温杯潮流化趋势延续+嘉益自身供应链优势带动份额提升。

美国保温杯潮流化发展趋势延续，2024 年有望进入补库周期，Stanley 具备爆款打造能力，市占率持续提升。通过对 YETI 发展复盘，可以发现 YETI 2014 年推出第一款 Rambler 系列保温杯，2015-2023 年 YETI 杯壶收入 CAGR 达到 21%。YETI 品质高端化定位，差异化营销聚焦专业户外，带动美国保温杯高端专业化发展，同时 YETI 不断系列产品和区域市场扩张，实现稳健增长。Stanley 2020 年管理层换新，品牌、产品定位革新，聚焦女性消费群体，依托新兴社交媒体平台进行内容营销，通过 KOL 带货、限量销售等打法实现爆款大单品打造，推动美国保温杯行业潮流化发展，覆盖消费群体拓宽、复购率大幅提升、金融保值属性出现，推动品牌销售热度持续。我们认为 Stanley 具备爆款打造能力，通过新的系列和区域扩张，潮流化产品具备长生命周期，增长持续性较强。美国保温杯行业经历 22H2-23H1 去库周期，2023 年末库存已经降至合理水平，2024 年有望逐步进入补库周期。

嘉益股份管理层国际化视野，前瞻性海外消费趋势判断，战略资源聚焦海外代工，供应链优势、表面处理工艺优势突出，产能出海规划领先，扩张全球市场份额。嘉益管理层国际化视野，海外消费趋势前瞻性判断，战略聚焦海外代工，实现对客户新品订单快速响应，分享下游潮流化发展红利。表面处理工艺领先，供应链柔性化布局，契合下游大客户联名、限量款等小批量、快速切换订单需求，实现大客户深度绑定。公司越南基地初具规模，前瞻性布局满足国际客户供应链分散化要求，深度绑定现有大客户、提升供应份额，后期有望进一步拓展其他优质大客户。

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 4.72/5.83/7.34 亿元，分别同比 +73.4%/+23.7%/+25.8%，对应 PE 为 15X/12X/10X；可比公司 2024 年平均 PE 为 16X，给予嘉益股份 2024 年目标 PE 16X，对应目标市值 93 亿元，较当前 33%向上空间，维持“买入”评级！

关键假设点

不锈钢真空保温器皿：

根据我们测算公司 2023 年 Stanley 收入占比约 70%-75%，考虑 Stanley 引领美国保温杯潮流化发展趋势，市场份额保持提升趋势，以及新系列和区域扩张，嘉益供应 Stanley 份额同样在提升，我们假设 2023-2025 年客户 Stanley 收入同比增长 82%/39%/31%。根据我们测算 2023 年星巴克收入占比约 10%-15%，2024 年星巴克与 Stanley 联名、限量系列增加，销售有望提速，我们假设 2023-2025 年客户星巴克收入同比增长 15%/29%/19%。假设其他客户收入 2023-2025 年同比 -23%/-8%/+1%。

根据对主要客户增长假设，公司 2023-2025 年不锈钢真空保温器皿销量增速 25%/30%/27%。考虑公司 Stanley 大杯型、及表面处理工艺复杂产品占比持续提升，

结合原材料及汇率变化情况,我们假设 2023-2025 年单价分别同比+14%/+0%/+0%;我们假设 2023-2025 年毛利率稳分别为 40.2%/39.1%/39.3%。

不锈钢器皿、塑料器皿、玻璃器皿业务占比下降, 2023-2025 年假设以稳定为主。

有别于大众的认识

市场认为公司单一大客户依赖度较高, 大客户增长可能存在不确定性, 公司增长持续性难以判断。我们认为: 1) 公司下游第一大客户 Stanley 经过管理和营销变革, 品牌、产品重新定位, 引领美国保温杯行业向潮流化方向发展, 同时具备爆款打造的能力, 后期扩张新系列和区域的空间充足, 还有较大成长空间; 对比美国保温杯上市公司 YETI 也能发现长期收入复合增速保持双位数以上。2) 公司持续大力投入研发, 凭借领先的表面处理等技术及突出的设计能力, 实现新品快速迭代, 及时响应客户和终端需求变化; 同时公司供应链管理高效, 通过过硬的研发设计及精益生产能力, 实现大批量订单稳定高质量供应, 从而具备深度绑定下游优质成长型客户能力; 前瞻性的越南基地布局, 配合下游客户产能出海, 加深客户绑定, 供应份额有望进一步提升, 同时有望开拓新的优质大客户。3) 公司管理层国际化视野, 对海外消费趋势判断具备前瞻性, 资源集中匹配给优质大客户, 主动战略选择导致第一大客户收入占比较高。

股价表现的催化剂

大客户 Stanley 有效拓展其他海外市场、嘉益越南基地产能顺利释放、嘉益成功开发新的大客户。

核心假设风险

原材料价格大幅波动的风险、汇率波动的风险、国内外环境及政策变化的风险、大客户销售不及预期的风险。

目录

引言.....	7
1. 美国保温杯 YETI 发展复盘，品牌塑造、产品扩展、渠道迭代驱动持续增长	9
1.1 专业户外产品起家，品类扩张成功破圈	10
1.2 渠道梳理和变革，DTC 趋势化发展，进军全球市场	13
2. 嘉益第一大客户 Stanley，百年品牌“重获新生”，增长动力充足	18
2.1 Stanley 重塑“她经济”定位，Quencher 爆款成功打造	18
2.2 Stanley 系列、区域扩张空间大，增长动力充足	23
3. 嘉益股份：战略资源聚焦，全球化布局前瞻	29
4. 盈利预测与估值分析.....	34
4.1 盈利预测	34
4.2 估值分析	34
风险提示.....	37
附表.....	38

图表目录

图 1: 嘉益股份估值复盘.....	8
图 2: YETI 冷藏箱经典产品形象.....	10
图 3: YETI 营销宣传更聚焦户外细分市场.....	10
图 4: YETI 重点产品推出时间表.....	11
图 5: 2014 年保温杯推出, 实现收入端高速增长, 杯壶收入长期保持较为稳健增长 11	
图 6: YETI 围绕冷藏箱户外用品及保温杯壶两条产品线持续品类扩张.....	12
图 7: YETI 品牌受众范围持续扩张.....	13
图 8: 2015 年以来公司传统经销渠道收入占比持续下降.....	14
图 9: 终端门店 YETI 展示区域集中、展示效果优化.....	14
图 10: 2018 年后 YETI 存货周转天数保持较为稳定.....	15
图 11: YETI DTC 渠道收入保持较快增长.....	15
图 12: 线下直营门店逐步拓展.....	15
图 13: YETI 毛利率、费用率均呈现上升趋势.....	16
图 14: 2018-2021 年 YETI 利润率向上恢复.....	16
图 15: YETI 经营净利率变化拆解.....	16
图 16: YETI 非美地区销售收入占比快速提升.....	17
图 17: YETI 对标可比公司海外收入仍有较大提升空间.....	17
图 18: Stanley 品牌百年发展历史.....	18
图 19: Stanley Quencher 系列产品相较于当时市面产品, 具备大容量、带把手和吸管等设计优势.....	19
图 20: Stanley Quencher 系列产品色彩丰富, 从专业户外产品向时尚单品转变 20	
图 21: 2023 年 11 月汽车着火, 但 Stanley 保温杯冰块未化的抖音视频爆火 ...	20
图 22: Stanley 与歌手 Lainey Wilson 联名款在官网限量销售.....	20
图 23: 2024 年 1 月在 Target 线下独家销售的 Stanley x Starbucks 联名款保温杯销售火爆.....	21
图 24: Stanley x Starbucks 联名款保温杯在 eBay 售价达到 350 美元以上	21
图 25: Stanley 收入从 2019 年 7300 万美元提升至 2023 年 7.5 亿美金	23
图 26: 亚马逊美国站 Glassware & Drinkware 品类保持快速增长.....	24
图 27: Stanley 市占率位居亚马逊美国站 Glassware & Drinkware 品类第一 .	24
图 28: 亚马逊美国站 Stanley 品牌 TOP100 产品月度销量保持高增	25

图 29: 亚马逊美国站 Stanley IceFlow 系列快速增长	26
图 30: IceFlow 系列销售占比保持提升趋势 (系列产品销量在品牌月度总销量占比)	26
图 31: YETI 各系列保温杯产品销售占比较为平均 (系列产品销量在品牌月度总销量占比)	26
图 32: 2017-2023 年中国出口美国保温杯金额 CAGR 为 14.2%.....	27
图 33: 2023H1 中国出口美国保温杯月度金额同比持续下滑, 处在去库周期	27
图 34: 2022 年 7 月以来美国日用品商场零售库存比持续回落.....	27
图 35: 全球不锈钢保温器皿行业市场规模稳定增长	28
图 36: 2021 年全球各区域不锈钢保温器皿市场规模占比	28
图 37: 中国保温杯产量在全球占比 64.7% (2018 年)	28
图 38: 2023 年我国保温杯出口主要国家为美国、日本、印度、韩国、越南	28
图 39: 公司前五大客户收入维持 80%以上	29
图 40: 嘉益海外收入占比维持 80%以上	29
图 41: 2019 年以来公司人均创收持续提升	31
图 42: 2020 年以来人工成本占比下降.....	31
图 43: 公司单价较低的客户收入占比持续下降	31
图 44: 公司大杯型产品占比持续提升	32
图 45: 2022 年以来保温杯产品毛利率及单价提升	32
图 46: 嘉益订单优势及生产管理效率优秀, 实现更高盈利表现	32
图 47: 公司产能利用率维持高位	33
图 48: 嘉益股份估值复盘.....	35
表 1: Stanley 产品系列多样	24
表 2: Stanley Quencher 与 IceFlow 两大系列产品	25
表 3: 公司董事会成员及主要高管	29
表 4: 公司核心技术及特点	30
表 5: 公司募投产能逐步释放	33
表 6: 可比公司估值表	36
表 7: 收入拆分表	38
表 8: 利润表	39

引言

我们于 2023 年 6 月 30 日发布嘉益股份深度报告《嘉益股份（301004）深度：时尚“嘉”品，精益制造》，对嘉益股份公司基本情况、国内外保温杯行业概貌、嘉益股份供应链及精益智能制造核心竞争力进行详细分析。

我们本篇深度报告围绕市场核心关注的问题进行分析，即嘉益及其下游大客户增长的持续性。通过对嘉益股份上市以来股价复盘分析可以发现，公司业绩增长表现持续超预期，驱动股价上涨，而 2023 年 5 月以来 PE 动态估值一直维持 10-15X 较低水平，我们认为**主要因为市场担心嘉益股份下游大客户爆款产品增长的持续性，及单一大客户依赖风险。**

本篇报告回顾美国两大保温杯品牌 YETI 和 Stanley 发展历程，探究美国保温杯行业品质化、潮流化发展趋势，产品力优秀的企业通过清晰独特的品牌定位和差异化营销，打造夯实的品牌力，通过品类系列和区域扩张，具备持续增长动能。嘉益股份管理层国际化视野，战略布局前瞻，表面处理及柔性化供应链优势突出，越南基地投产有望助力嘉益全球化供应能力上台阶，嘉益保持大客户供应份额提升同时，有望进一步拓展新的大客户。

回顾美国保温杯企业 YETI 发展，通过品牌高端化打法，系列品类和区域持续扩张，实现稳健增长，验证潮流单品长生命周期。美国保温杯行业上市公司 YETI 2014 年推出第一款 Rambler 系列保温杯，2015-2023 年 YETI 杯壶收入 CAGR 达到 21%。我们通过对 YETI 品牌发展历程复盘，以探究 YETI 保温杯业务稳健增长的动因。YETI 以高品质强功能冷藏箱产品起家，品牌定位高品质专业户外市场，提供差异化定制服务，依托户外运动形象大使推广，营销聚焦持续强化品牌形象。通过强单品和品牌调性的塑造，YETI 延伸产品线增加覆盖人群，推出保温杯系列产品，并引领美国保温杯行业品质、高端化升级。YETI 早期依托线下经销零售渠道实现快速扩张，并逐步优化和精耕线下渠道，降低渠道库存风险，顺应线上化趋势，DTC 渠道快速增长。YETI 产品、营销和渠道运营能力提升，以北美市场为核心，逐步布局全球市场，获得持续增长动力。

Stanley 美国百年保温杯品牌，重整团队和定位，破圈营销推动美国保温杯行业潮流化发展。美国百年保温杯品牌 Stanley 早年强功能耐用性产品定位，产品开发能力强，而营销能力弱，品牌形象老旧。2020 年引入前 Crocs 首席营销官担任总裁，管理营销团队焕新，品牌、新管理层重塑产品定位，瞄准女性消费群体，品牌形象从户外装备向配饰、饰品转型。营销方式转变升级，依托 Tiktok 等新兴社交媒体平台进行内容营销，通过 KOL 带货、限量销售等打法实现爆款大单品打造，覆盖消费群体拓宽，推动美国保温杯行业潮流化发展趋势。

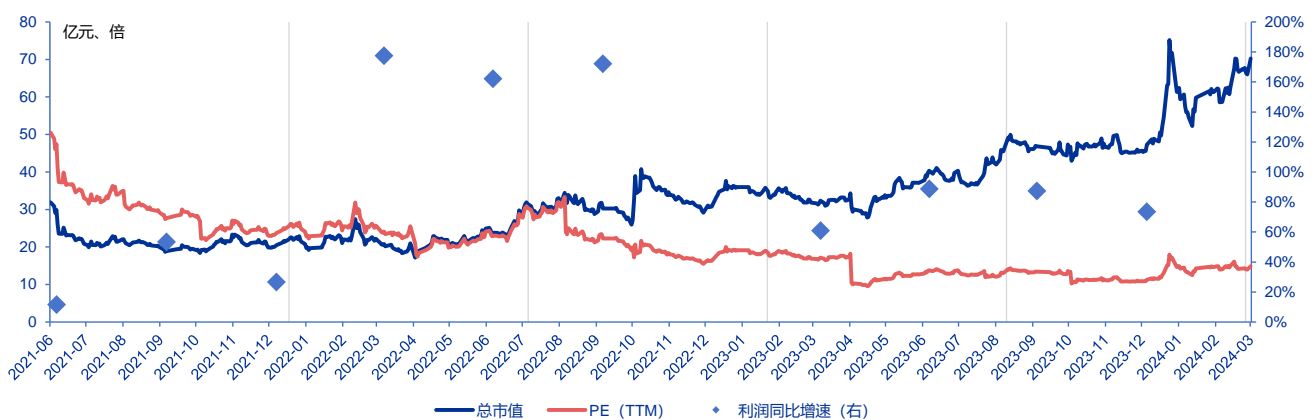
Stanley 具备爆款打造能力，新系列、新区域持续扩张，增长动力充足。Stanley 的成功与 YETI 走了一条不同的路，产品定位不再局限专业户外市场，而是将产品与“环保、健康”的生活态度相结合，强调消费者情感链接、满足消费者精神需求，这样的定位也更加适合新兴社交媒体平台 KOL 内容营销的方式。Stanley 管理层、品牌、产品定位、营销的革新充分顺应了美国消费品营销趋势变化，从而取得成功，这些成功的能力可复制。Stanley Quencher 爆款系列推出明星联名款的同时，也已经在积极准备 IceFlow 等新系列产品；根据亚马逊美国站数据，Stanley IceFlow 系列 2023 年 11-12 月销量已经与 Quencher

系列相当，保持高速增长。Stanley 目前销售仍以北美市场为主，全球保温杯市场规模达 528 亿元（出厂口径），北美占比 17.8%，Stanley 加大非美市场布局，全球扩张空间充足。美国保温杯行业经历 22H2-23H1 去库周期，2023 年末库存已经降至合理水平，2024 年有望逐步进入补库周期。

嘉益股份管理层国际化视野，前瞻性海外消费趋势判断，战略资源聚焦海外代工，奠定高增基础。嘉益股份董事长 80 后创一代，保温杯代工企业销售岗位起步，保持与海外客户和市场紧密联系，国际化经验丰富，对海外消费趋势具备前瞻性判断能力。董事长带领下形成保温杯业务经验丰富的职业经理人高管团队，并将公司战略和资源聚焦海外代工，从而顺利抓住美国保温杯行业潮流化发展趋势，实现订单高增。

嘉益股份供应链优势、表面处理工艺优势突出，产能出海规划领先，充分具备供应份额提升、及其他客户拓展能力。公司战略聚焦海外代工，实现对大客户新品订单和需求的快速响应；同时，表面处理工艺领先，配合客户快速新品开发和迭代。公司柔性化供应链能力充分匹配下游大客户明星联名款、限量款等小批量、快速切换和交付的订单需求，实现对大客户深度绑定，同时嘉益自身代工新品占比持续提升，强化盈利能力。嘉益响应下游客户需求，公司越南基地初具规模，前瞻性布局满足国际客户供应链分散化要求，深度绑定现有大客户同时，有望进一步拓展其他优质大客户。

图 1：嘉益股份估值复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究（更新至 2024/3/25）

1. 美国保温杯 YETI 发展复盘，品牌塑造、产品扩展、渠道迭代驱动持续增长

美国保温杯行业上市公司 YETI 2014 年推出第一款 Rambler 系列保温杯，2015-2023 年 YETI 杯壶收入 CAGR 达到 21%。复盘 YETI 发展历程，YETI 通过高品质专业化品牌形象塑造，持续的创新产品开发，以及渠道优化和迭代、区域扩张，实现持续增长，验证潮流单品可持续的生命周期。我们将 YETI 与 Stanley 进行对比，进一步说明 Stanley 增长的动因及可持续性：

1) 优质的产品：YETI 从第一款冷藏箱到 Rambler 保温杯，Stanley 从军绿色保温瓶到多彩吸管杯 Quencher。 YETI 以高品质强功能冷藏箱产品起家，针对专业户外群体，主打强保温功能性，售价明显高于行业；后期以保温功能性为核心卖点，强调产品品质，推出 Rambler 保温杯。Stanley 作为百年保温杯品牌，首款军绿色保温瓶曾用于二战时期，并主要面向军人、工人等群体，主打耐用和保温性能；后期推出 Quencher 系列产品，主打大容量、带手把和吸管、车载底座，设计区别与市面上其他产品，颜色选择范围较大，尤其获得女性消费者偏爱。

2) 持续的营销，塑造强品牌形象：YETI 强调品质，推出定制化产品，营销更聚焦专业户外市场；Stanley 管理营销团队换新，瞄准女性受众，采用产品限量发售、明星联名推广，持续的社交平台内容营销，塑造潮流品牌形象。 YETI 产品定位中高端，采用高品质材料，并结合专业户外运动者使用反馈进行产品研发，提供产品刻字等定制化服务，持续强化高品质品牌形象，与市面品牌形成差异化竞争；YETI 营销推广主要依托户外运动形象大使，社交平台推广主要聚焦户外爱好者内容分享，品牌定位和受众更聚焦于专业户外市场。YETI 的高端差异化的品牌定位和聚焦的营销打法，带动美国保温杯市场品质、高端化发展。

Stanley 产品开发能力优秀，但早期营销能力较弱，导致增长表现一般，2020 年擅长营销推广的新总裁 Reilly 加入 Stanley，焕发 Stanley 品牌新的生命力。Stanley 品牌定位转变，品牌受众从过去工人、军人等转向女性消费群体，使用场景不再局限于专业露营设备，实现品牌破圈。Stanley 营销抓住美国社交媒体流量红利期，主要通过 Instagram、Tiktok 等社交平台找 KOL、网红进行宣传推广，并将其产品与“环保、健康”的生活方式相链接，淡化户外专业装备属性。同时，Stanley 品牌通过限量销售保持产品稀缺属性，2023 年首次推出明星联名款保温杯。Stanley 通过更为明确的品牌产品定位，以及一系列差异化的内容营销和限量销售等方式，逐步塑造 Stanley 时尚潮流品牌形象，进一步带动美国保温杯潮流化发展趋势。

3) 产品系列、销售区域可扩张空间大：YETI 杯壶类产品线持续扩张，并向全球市场延伸；Stanley 目前以 Quencher 为主，爆款打造能力可复制，新系列 IceFlow 开始起量，非美市场扩张空间大。 YETI 2014 年推出第一款经典杯型 Rambler 产品，后续持续推出不同杯型产品，在行业潮流化发展趋势下，颜色迭代逐步丰富化。YETI 自 2017 年以来保持海外市场扩张，非美市场收入占比保持提升趋势，2017-2023 年非美市场收入 CAGR 达到 101%，2023 年 YETI 非美市场收入占比 15.5%。

Stanley 成功打造 Quencher 爆款产品，根据亚马逊美国站数据，Stanley 销售目前仍以 Quencher 系列为主。Stanley 2023 年以来逐步开始发力新系列 IceFlow 的推广，根据亚马逊美国站数据，该系列 2023 年月度销量保持环比提升态势，2023 年 11-12 月单月销量已经与 Quencher 系列接近，2024 年 2 月 IceFlow 系列销量占比达到 20%，同比提升 16pct。Stanley 新系列 IceFlow 的快速增长也逐步证明 Stanley 具备爆款产品打造能力，后期新系列有望渐次发力。Stanley 目前销售仍以北美市场为主，全球保温杯市场规模达 528 亿元（出厂口径），北美占比 17.8%，Stanley 加大非美市场布局，全球扩张空间充足。

1.1 专业户外产品起家，品类扩张成功破圈

YETI 成立之初针对垂直户外市场，打造市场首个高价高品质冷藏箱。YETI 品牌创始人 Roy 和 Ryan Seiders 是户外运动爱好者，直击市面户外冷藏箱痛点，如手柄易断裂、锁扣易折断、盖子易塌陷、箱体易破裂和存冰时间短，2006 年研发推出市场上首个高品质高性能冷藏箱，也标志着 YETI 的成立。YETI 推出的冷藏箱产品设计坚固耐用，适应各种环境，保温效果持久，密封性极佳，满足户外运动爱好者的严格需求，单价达到 300 美元，远超当时市场 20-30 美元主销价格带。早期公司注重产品功能实用性，产品线相对单一，品牌和营销专注于满足核心目标群体的户外保冷专业化需求，聚焦户外细分市场，早期通过钓鱼、狩猎等领域专业大使进行宣传，有一定局限性。

图 2：YETI 冷藏箱经典产品形象



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：YETI 营销宣传更聚焦户外细分市场

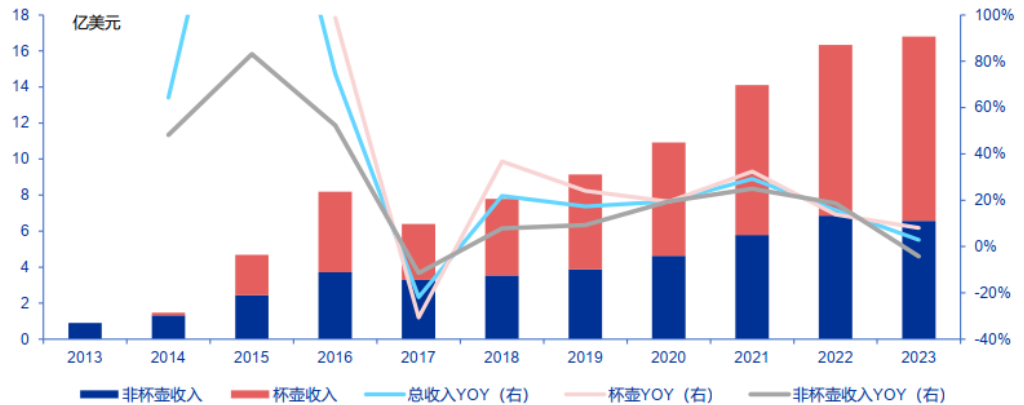


资料来源：公司公告，申万宏源研究

以保温技术为抓手，2014 年开发保温杯，价格带下沉，成功破圈。YETI 以突出的保温技术优势为抓手，2014 年推出真空密封不锈钢保温杯，30-50 美金的保温杯售价远低于上百美金的冷藏箱，充分满足对保温专业性和功能性有更高要求的消费者，成功打造专业入门款产品，实现品牌破圈。叠加 YETI 品牌效应体现，满足送礼需求，2014-2015 年实现收入高增长，2014-2015 年收入同比增速分别达到 64.3%、217.4%。根据 YETI 最新披露业绩，2023 年 YETI 实现总收入 16.80 亿美元，同比增长 2.9%；其中杯壶收入 10.23 亿美元，同比增长 8.0%。YETI 杯壶收入长期保持较为稳健增长，2015-2023 年 YETI 总收入、杯壶收入 CAGR 分别为 17.3%、20.8%。

图 4: YETI 重点产品推出时间表


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5: 2014 年保温杯推出，实现收入端高速增长，杯壶收入长期保持较为稳健增长


资料来源：公司公告，申万宏源研究

持续产品创新，品类扩张丰富化，品牌从破圈到出圈、认知度提升。继 2014 年推出保温杯“破圈”后，YETI 基于消费者洞察和相关产品知识的解决方案，扩大现有产品系列，并进入新的产品类别，持续进行新品创新，相继推出户外箱包、水壶、酒杯、开瓶器等多元化产品。围绕冷藏箱和保温杯壶核心产品，持续扩充产品线，随后产品扩展，例如增加尺寸和配色，然后提供相应的配件，形成完整的产品矩阵。YETI 覆盖市场也逐步从专业细分的户外消费群体向更为广泛的客群扩张，成功实现了从高度专业和户外市场转向更为大众化的日常消费市场。根据 YETI 公告数据，YETI 产品女性使用者占比从 2015 年 9% 提升至 2020 年 39%，使用 YETI 产品的猎人占比从 2015 年 69% 下降至 2020 年 32%。

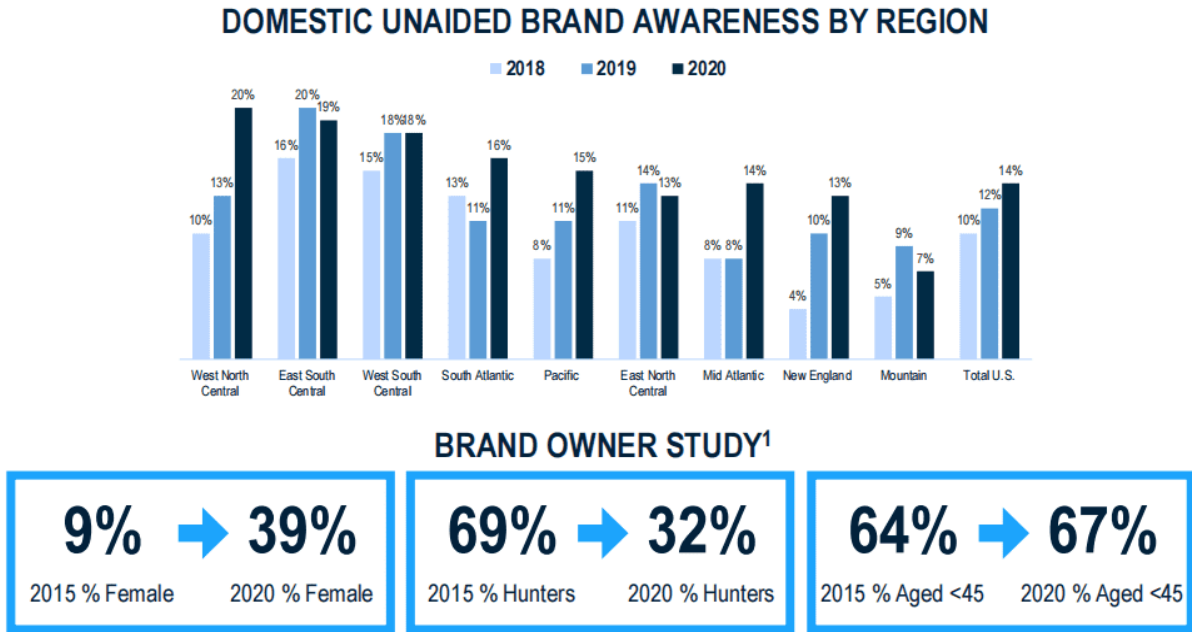
图 6: YETI 围绕冷藏箱户外用品及保温杯壶两条产品线持续品类扩张



资料来源：公司公告，申万宏源研究

定制化产品卖点，及持续营销投入，稳固品牌形象。 YETI 提供定制化产品服务，消费者可以在杯壶产品上个性化进行文字、图案等设计，与行业内其他企业形成差异化竞争，并大幅增强了消费者对品牌的忠诚度。公司持续进行营销投放，除传统的 Instagram、Facebook 等社交媒体的品牌推广外，公司还通过 YouTube 进行原创视频开发（比如讲述狂热户外爱好者的真实故事等）、与户外组织和团队合作以及进行活动赞助等持续进行品牌营销，稳固品牌形象。

图 7: YETI 品牌受众范围持续扩张



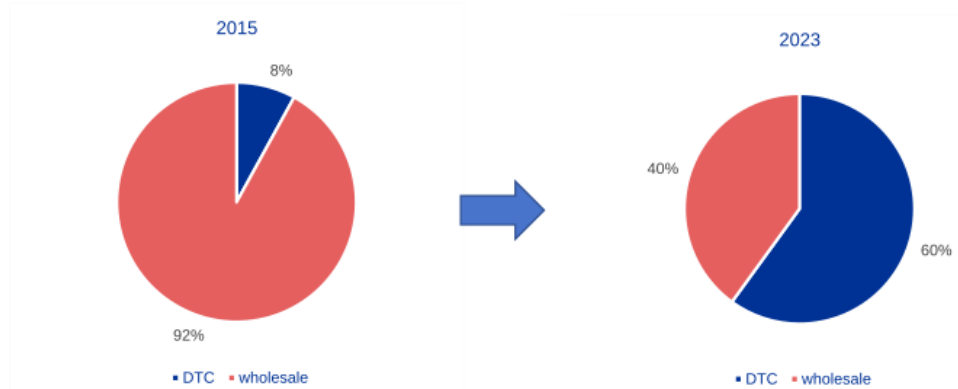
资料来源：公司公告，申万宏源研究

坚持中高端品牌定位，持续提供高品质差异化产品。 YETI 产品设计和开发理念以干净和独特的设计提供强大的功能出发，追求在各种环境中提供卓越的性能和功能，因此产品经过精心设计和严格测试。YETI 产品使用高品质材料，使用专门建造的、最先进的研究和开发中心来生成设计原型和测试性能，持续创造优质产品，重新定义消费者预期。同时，营销和产品开发团队紧密合作确定消费者需求，结合世界级的垂钓者、猎人、牛仔竞技、冲浪者等专业大使使用需求反馈，以冷藏箱和保温杯作为“锚”产品持续扩大产品线，形成强大的产品矩阵，实现 YETI 品牌对各品类的重新定义。

1.2 渠道梳理和变革，DTC 趋势化发展，进军全球市场

传统经销渠道优化，重点合作战略客户，优化门店展示形象、提升渠道效率。 YETI 过去主要通过经销渠道销售，2015 年经销渠道收入占比 92%。2015 年保温杯产品成功“破圈”，品牌知名度打响，同时成为节假日热门礼品，带动需求量快速增长，也导致经销商过度订货、库存高企，因此 2017 年收入下滑 21.9%。YETI 自 2017 年开始优化传统渠道，减少合作零售商数量，根据 YETI 公告数据，公司 2015 年末零售商合作伙伴接近 6000 家，2022 年末降低至约 2900 家，2023 经销渠道收入占比大幅下降至 40%。同时，YETI 推进渠道精细化，加强与重点战略零售商合作，如通过与 Dick’s Sporting Goods 更紧密的合作，获得更大的产品展示面积、以及更积极的终端销售推广等，以提升在重点合作伙伴市场份额；持续优化终端门店 YETI 品牌区域展示形象，维持良好的终端动销，保证库存有效周转，有利维持高端化品牌定位。根据 YETI 2023 年报，公司目前主要合作零售商包括 Dick’s Sporting Goods, REI, Academy Sports + Outdoors, Bass Pro Shops, Ace Hardware, Scheels 等。

图 8：2015 年以来公司传统经销渠道收入占比持续下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：终端门店 YETI 展示区域集中、展示效果优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

内部数字化系统应用和优化，优质人才引进，提升管理效率。2016 年起 YETI 内部开始使用客户关系管理系统、ERP 系统和电子商务等系统，通过技术升级降低库存波动风险，提升运营和订单管理控制效率。同时，公司积极引入多领域拥有丰富经验的管理层，包括人力资源、电子商务、运营、研发等多部门，进一步完善团队和组织架构。从公司存货周转天数来看，2017 年最高达到 220 天，2018 年后控制在 200 天以下。

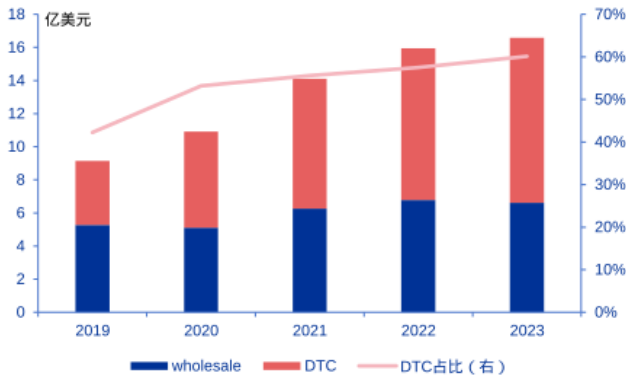
图 10: 2018 年后 YETI 存货周转天数保持较为稳定



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

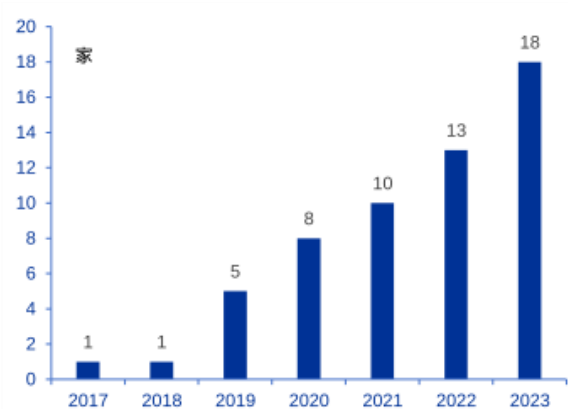
线上化趋势兴起, DTC 渠道快速增长, 线下 DTC 增强展示和宣传效果。受线上化销售趋势推动, 叠加公司传统经销渠道优化控制, 公司 DTC 渠道收入快速增长, 收入占比从 2015 年 8% 提升至 2023 年 60%。公司 DTC 渠道线上、线下共同推进, 线上主要渠道包括 YETI 官网及亚马逊 (根据公司公告, 2023 年亚马逊渠道收入占比约 15%, 在 DTC 渠道中占比约 25%); 线下直营门店逐步拓展, 起到线下消费和体验标杆打造作用, 截至 2023 年末直营门店 18 家, 有利于品牌影响力提升, 起到重要营销宣传作用。

图 11: YETI DTC 渠道收入保持较快增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 12: 线下直营门店逐步拓展

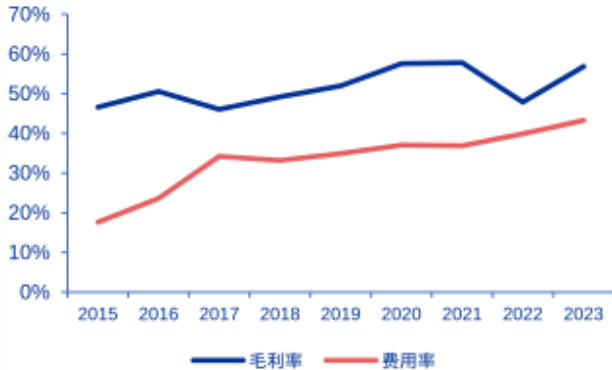


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

DTC 渠道毛利率更高, 渠道结构优化, 带动毛利率持续向上。相较于传统经销渠道, DTC 毛利率更高, 根据 2019-2023 年公司公告数据测算, DTC 渠道毛利率约 63%-67%, 经销渠道毛利率约为 42%-49%。公司 DTC 渠道快速增长, 带动综合毛利率呈现提升趋势, 同时费用率呈现提升趋势, 根据 2018-2023 年 YETI 经营性净利率拆解, 渠道变动仍然带动整体经营性净利率提升。2015-2017 年受去库存影响, 公司盈利持续走弱, 2018-2021 年盈利能力逐步恢复, 2021 年净利率修复至 15.1%。2022 年受海运费上涨、产品召回、

原材料涨价等因素影响，毛利率同比大幅下降，2023Q1 毛利率仍受产品召回影响较大，2023Q2-3 公司净利率修复至 9%以上，2023Q4 达到 15.1%。

图 13: YETI 毛利率、费用率均呈现上升趋势



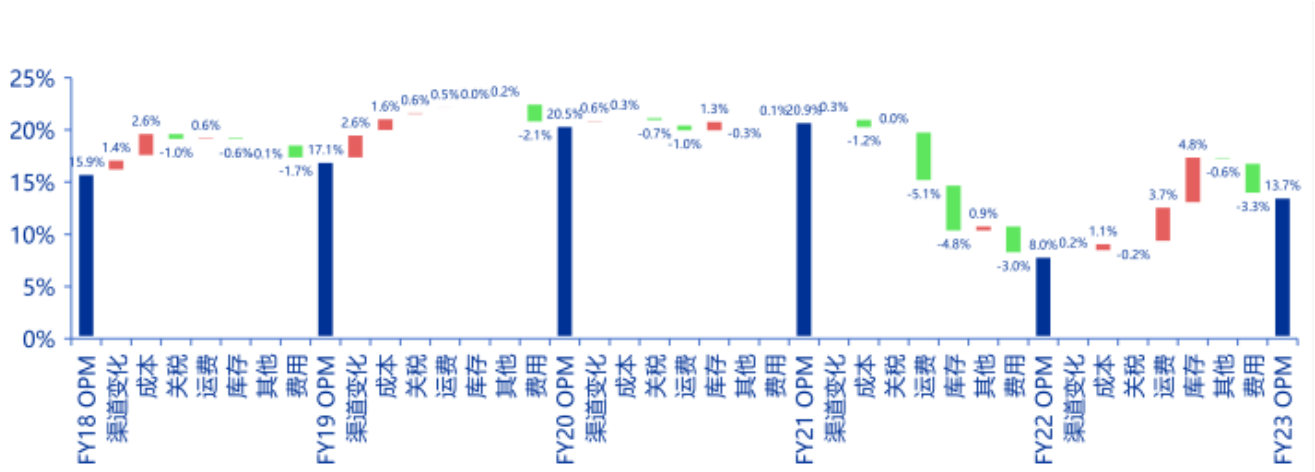
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14: 2018-2021 年 YETI 利润率向上恢复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

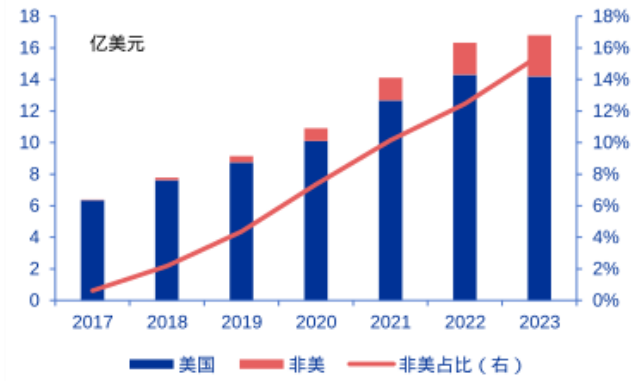
图 15: YETI 经营净利率变化拆解



资料来源：公司公告，申万宏源研究

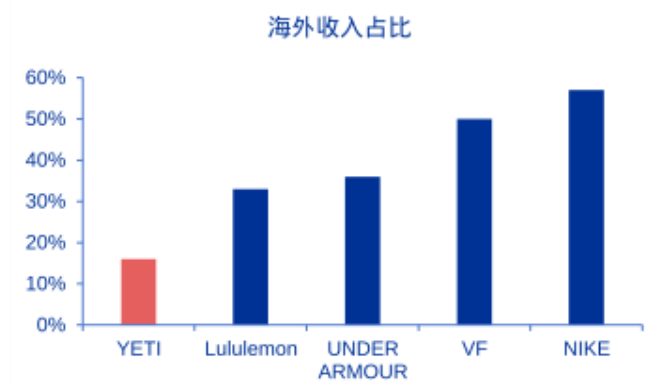
展望未来，美国市场传统经销及 DTC 渠道深耕挖掘，非美市场扩张空间充足，增长空间充足。公司美国市场传统经销渠道目前仍以专业户外零售商为主，后期仍有较大扩张空间；DTC 渠道线上渗透率提升，及线下自营门店均有较大开拓空间。YETI 自 2017 年以来保持海外市场拓展，目前已布局加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、和英国等市场。公司非美市场收入保持高速增长，2017-2023 年 CAGR 达到 101%。根据各公司公告数据，海外其他可选消费品企业如 Lululemon、Under Armour 等公司非美收入占比 30%以上；同时，Lululemon、Under Armour 海外市场扩张形成重要增长拉动力，2017-2022 年两家企业非美市场收入 CAGR 达到 27.2%、13.4%，总收入 CAGR 为 25.1%、3.5%。2023 年 YETI 非美市场收入占比仍只有 15.5%，海外市场扩张空间充足，同时有望成为重要收入增长拉动力。

图 16: YETI 非美地区销售收入占比快速提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 17: YETI 对标可比公司海外收入仍有较大提升空间



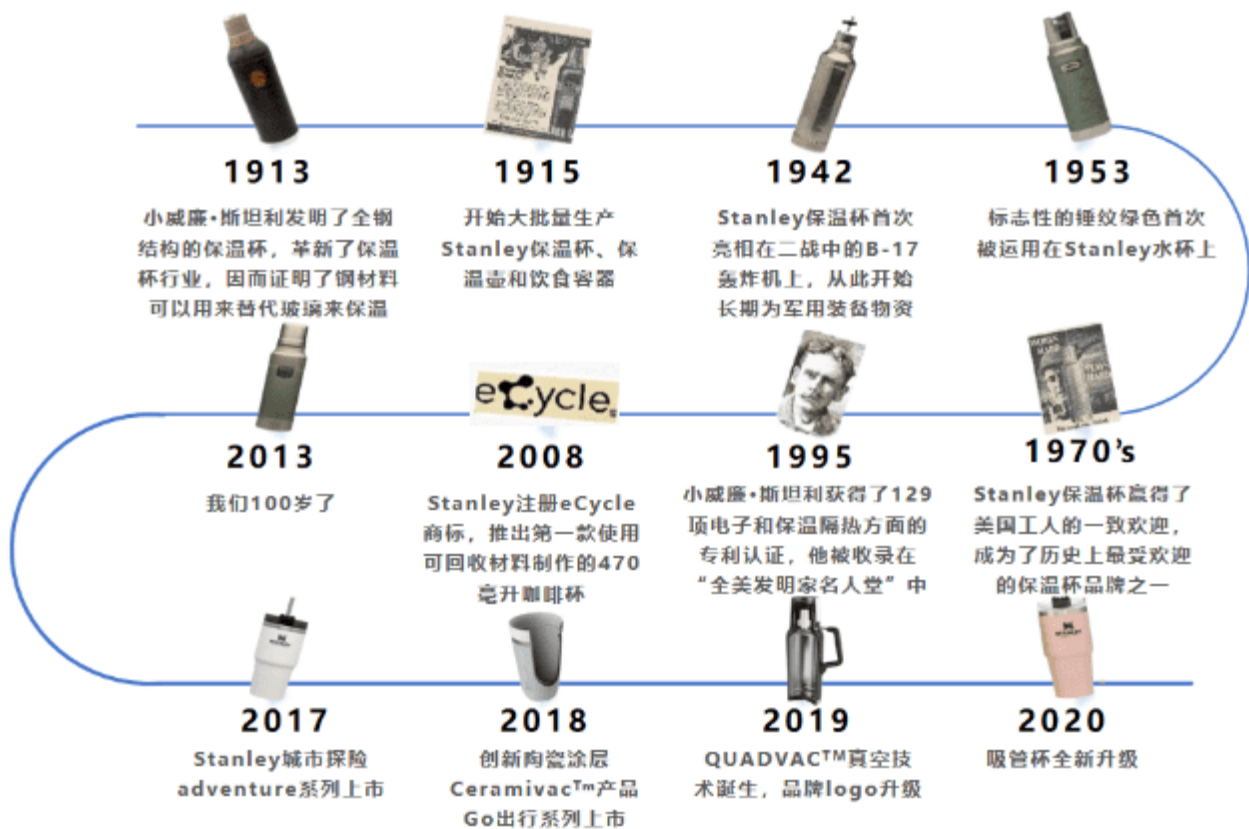
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2. 嘉益第一大客户 Stanley，百年品牌“重获新生”，增长动力充足

2.1 Stanley 重塑“她经济”定位，Quencher 爆款成功打造

Stanley 早年强功能耐用性产品定位，品牌形象老旧，销售较为平淡。Stanley 创始人 William Stanley 于 1913 年发明世界上第一只真空不锈钢保温瓶，首次实现钢材对玻璃保温杯的替代，Stanley 保温杯在二战中作为物资运送容器，二十世纪七十年代现代化的 Stanley 真空保温瓶在美国工人中得到普及，使其成为历史上最受欢迎的保温瓶品牌之一。因此，后期 Stanley 将其产品的耐用性、24h 保温性能作为主打卖点推广，目标客群定位工人和户外运动者，通过《星际穿越》等知名电影营销，进一步强化了其“硬汉”的产品和品牌形象。在 2012 年品牌创始人 Stanley 还表示，Stanley 的产品会引起“有 30 年职业经验的老警察”、“退役陆军士兵”的共鸣。

图 18: Stanley 品牌百年发展历史



资料来源：Stanley 官网，申万宏源研究

Stanley Quencher 是一款设计优秀的产品，早期获得忠实粉丝。2017 年 Stanley Quencher 系列产品已推出，并获得小部分消费者喜爱，尤其是知名社交媒体人 Emily Maynard Johnson。Emily Maynard Johnson 与另外两位女性合伙人共同运营一个专注购物的 Instagram 帐户 The Buy Guide，三位女性合伙人都十分喜爱 Stanley Quencher 的杯子，因为相较于市面产品，Quencher 大容量的杯型充分满足了每日补水的需求，满

足消费者对健康、环保的追求；其带把手和吸管的设计也更利于女性消费者携带和使用，不会影响已经涂抹的口红；其底座设计适合开车使用等。三位女性合伙人以自身使用感受出发，抓住 Quencher 产品卖点，2019 年通过 Instagram 大力宣传和销售，实现 5 天内售罄 5000 只 Quencher 杯子（CNBC（Consumer News and Business Channel，美国消费者新闻与商业频道）数据）。

图 19: Stanley Quencher 系列产品相较于当时市面产品，具备大容量、带把手和吸管等设计优势



资料来源：各品牌官网，申万宏源研究

2020 年新任总裁加盟 Stanley，奠定后期品牌转型基础。2020 年 5 月 Terence Reilly 加盟任职 Stanley 总裁，此前 Terence Reilly 为 Crocs 品牌首席营销官，在 Crocs 成功打造爆款产品，能力突出。2018 年 Reilly 发现说唱歌手 Post Malone 穿着 Crocs 鞋子照片，便立刻进行合作推出 Crocs 首个明星联名款产品，并在几分钟内售罄；在取得成功后，扩大与 Luke Combs、Bad Bunny、Justin Bieber 等其他明星合作。Reilly 对此前 Crocs 营销的成功经验总结为，一方面真正喜欢 Crocs 产品的消费者，如 Post Malone 本身也穿着 Crocs 鞋，其发自内心的推广更打动其他消费者，同时叠加明星效应，拓宽宣传范围，口碑营销助推产品热度。Reilly 早期明星带货的营销经验，为后期 Stanley 营销成功转型做了充足铺垫。

新管理层重塑产品定位，瞄准女性消费群体，品牌形象从户外装备向时尚单品转型。Reilly 加入 Stanley 后，对 The Buy Guide 销售高热度情况进行了解，从而决定重整 Stanley 品牌、受众和产品定位。Stanley 产品目标人群定位为女性消费者，品牌从过去专业露营装备向配饰、饰品形象转型。确定新的品牌和受众定位后，Reilly 带领团队开发颜色明亮、多样化的产品，新产品也更为强调相对独特的吸管设计，从细节处提升女性消费者使用便捷度。

图 20: Stanley Quencher 系列产品色彩丰富, 从专业户外产品向时尚单品转变

资料来源: Pinterest (拼趣), 申万宏源研究

营销方式转变升级, 社交平台内容营销, 产品限量发售、明星联名推广, 持续推升产品热度。经过 The Buy Guide 销售推广, 叠加 Reilly 自身营销经验, Stanley 主要采取内容营销推广, 在 Instagram、Tiktok 等社交平台找 KOL、网红进行宣传推广, Stanley 也抓住美国 Tiktok 流量红利期, 根据 CNBC (Consumer News and Business Channel, 美国消费者新闻与商业频道) 数据, Tiktok 上 Stanley Tumbler 标签的浏览量已超过 9 亿次。通过社交平台内容营销, **Stanley 将其产品与“环保、健康”的生活方式相链接**, 淡化户外专业装备属性, 产品“破圈”覆盖人群大幅扩张, 顺应美国健康喝水的文化趋势。**Tiktok 的兴起也加快品牌传播的速度**, 2023 年 11 月一位 Stanley 消费者的汽车着火, 但 Stanley 水杯中的冰块仍未融化的视频, 在 Tiktok 爆火; 该视频获得 9400 万次观看 (CNBC (Consumer News and Business Channel, 美国消费者新闻与商业频道) 数据), 助力 Stanley 产品再次“出圈”。同时 **Stanley 总裁 Reilly 抓住营销热点**, 送了该消费者一辆新车和水杯, **进一步助推产品热度提升, 充分展示新任总裁营销推广能力。**

图 21: 2023 年 11 月汽车着火, 但 Stanley 保温杯冰块未化的抖音视频爆火**图 22: Stanley 与歌手 Lainey Wilson 联名款在官网限量销售**

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/2260100001000105>