

# 哈尔斯 (002615.SZ)

## 高基数下增速有所放缓，看好长期发展

### ● 收入增速有所放缓，利润保持高增长

2017H1 公司实现营业收入 7.2 亿元 (YoY+37%)，归母净利 7618 万元 (YoY+135%)，毛利率 34.9% (YoY+1.2pct)，净利率 10.4% (YoY+4.3pct)。Q2 单季营业收入 3.4 亿元 (YoY+5%)，归母净利 4000 万元 (YoY+82%)，毛利率 35.7% (YoY+0.2pct)，净利率 11.6% (YoY+4.8pct)。由于 2016 年同期基数较高，Q2 收入增速环比有所放缓。

利润增速快于收入增速的原因主要是：1) 客户结构改善、生产效率提高带动毛利率提升；2) 规模效应下，公司的销售、管理费用率均有下降。

公司预计前三季度归母净利变动区间 1.0 亿元-1.3 亿元，同比增长 20%-50%。

### ● 高基数下，外销市场保持较快增长

分地区，2017H1 内销收入 18.8 亿元，同比增长 26%，外销收入 51.7 亿元，同比增长 41%。外销收入保持较快增长，主要原因：1) 公司持续推进大客户战略，成效显著；2) 公司产能进一步释放，生产效率持续提升；3) 成功收购 SIGG，在海外的品牌力大幅提升，同时丰富了海外渠道。

### ● 2017H2 业绩增速放缓，长期看好公司发展

由于 2016 年同期基数较高，我们预计 2017H2 公司整体业绩增速将放缓。长期来看，我们认为，公司将保持良好增长，主要原因：1) 外销：公司持续推进大客户战略；收购 SIGG 后，海外市场的品牌力、渠道力得到提升；2) 内销：管理层调整后，哈尔斯有望利用其龙头优势，持续提升市场份额，高端户外定位的“SIGG”品牌、中端定位的“HAERS”品牌、青春时尚定位的“NONOO”品牌等多品牌战略，广泛覆盖各消费人群；3) 子公司步入良性发展，未来亏损将逐步减少。

### ● 投资建议

我们预计 2017-19 年净利润分别为 1.6、2.1、2.6 亿元，同比增长 38%、26%、25%。内外销合力，公司长期将保持良好增长，对应 2017 年 25.3xPE，维持“买入”评级。

● **风险提示：**海外经济和需求低迷；子公司继续大幅亏损。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	758	1342	1650	1995	2376
增长率 (%)	1.6%	76.9%	23.0%	21.0%	19.1%
EBITDA (百万元)	65	198	280	335	405
净利润 (百万元)	37	119	164	207	259
增长率 (%)	-47.1%	220.3%	37.6%	26.2%	25.0%
EPS (元/股)	0.09	0.29	0.40	0.50	0.63
市盈率 (P/E)	111.7	34.9	25.3	20.1	16.1
市净率 (P/B)	6.5	5.6	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	67.9	24.6	17.5	14.9	12.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：EPS 按最新股本摊薄，下同

### 公司评级

买入

当前价格

10.12 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-20

### 相对市场表现



分析师：

曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

哈尔斯 (002615.SZ)：外销 2017-04-30  
快速增长，内销弹性可期

哈尔斯 (002615.SZ)：外销 2017-04-27  
带动业绩快速增长

哈尔斯 (002615.SZ)： 2017-03-21  
2017Q1 业绩靓丽，收入维持  
高增长

联系人：

袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	361	678	766	873	985
货币资金	123	262	300	330	360
应收及预付	106	130	172	208	247
存货	123	267	278	315	354
其他流动资产	9	20	16	20	24
<b>非流动资产</b>	529	783	853	975	1,038
长期股权投资	54	91	91	91	91
固定资产	341	485	559	686	754
在建工程	47	171	46	66	55
无形资产	61	114	109	105	100
其他长期资产	73	93	93	93	93
<b>资产总计</b>	889	1,461	1,619	1,848	2,024
<b>流动负债</b>	201	496	542	628	626
短期借款	23	71	126	163	75
应付及预收	127	247	278	299	354
其他流动负债	51	178	137	166	197
<b>非流动负债</b>	47	210	210	210	210
长期借款	45	208	208	208	208
应付债券	45	208	208	208	208
其他非流动负债	2	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	249	706	752	838	836
股本	410	410	410	410	410
资本公积	253	163	163	163	163
留存收益	-26	174	289	433	614
归属母公司股东权	637	747	862	1,007	1,188
少数股东权益	4	7	5	3	-1
<b>负债和股东权益</b>	889	1,461	1,619	1,848	2,024

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	32	230	182	255	346
净利润	37	119	164	207	259
折旧摊销	27	40	46	62	73
营运资金变动	-34	60	-51	-22	8
其它	1	12	23	9	7
<b>投资活动现金流</b>	2	-212	-150	-200	-150
资本支出	0	-174	-150	-200	-150
投资变动	2	-212	-150	-200	-150
其他	0	174	150	200	150
<b>筹资活动现金流</b>	-116	120	6	-25	-166
银行借款	45	163	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	2	7	0	0	0
其他	-163	-50	6	-25	-166
<b>现金净增加额</b>	-83	139	38	30	30
<b>期初现金余额</b>	206	123	262	300	330
<b>期末现金余额</b>	123	262	300	330	360

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	1.6%	76.9%	23.0%	21.0%	19.1%
营业利润增长	-47.1%	220.3%	37.6%	26.2%	25.0%
归属母公司净利润增长	-47.1%	220.3%	37.6%	26.2%	25.0%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	30.4%	35.6%	36.8%	37.3%	37.5%
净利率	4.9%	8.9%	9.9%	10.4%	10.9%
ROE	5.8%	15.9%	19.0%	20.5%	21.8%
ROIC	5.2%	16.7%	18.6%	18.7%	20.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.9%	48.3%	46.4%	45.4%	41.3%
净负债比率	-14.1%	-30.4%	-27.9%	-27.5%	-23.5%
流动比率	1.79	1.37	1.42	1.39	1.57
速动比率	1.18	0.83	0.90	0.89	1.01
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.92	1.02	1.08	1.17
应收账款周转率	7.14	10.33	9.61	9.61	9.61
存货周转率	4.29	3.23	3.75	3.97	4.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.29	0.40	0.50	0.63
每股经营现金流	0.08	0.56	0.44	0.62	0.84
每股净资产	1.55	1.82	2.10	2.45	2.90
<b>估值比率</b>					
P/E	111.7	34.9	25.3	20.1	16.1
P/B	6.5	5.6	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	67.9	24.6	17.5	14.9	12.3

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	758	1342	1650	1995	2376
营业成本	528	864	1043	1252	1484
营业税金及附加	6	12	14	17	20
销售费用	86	140	165	220	261
管理费用	101	167	194	234	278
财务费用	-5	-3	10	11	9
资产减值损失	-1	-13	-25	-12	-10
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	-3	-29	-52	-27	-24
<b>营业利润</b>	40	146	199	251	314
营业外收入	6	3	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	46	145	199	251	314
所得税	9	29	38	48	60
<b>净利润</b>	37	119	164	207	259
少数股东损益	0	-2	-3	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	37	119	164	207	259
EBITDA	65	198	280	335	405
EPS(元)	0.09	0.29	0.40	0.50	0.63

## 广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡益润：分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 袁雨辰：研究助理，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。