

2017年08月23日

# 哈尔斯 (002615.SZ)

## 公司快报

### 高端、智能、新潮，多种类产品打开增长新空间

#### 投资要点

- ◆ **二季度增速明显回落，但三费稳定，净利润维持高增长**：2017年8月20日公司发布半年报，报告期内，公司实现营业收入7.18亿元，同比增长37.4%，实现归母净利润0.76亿元，同比大幅增长135.25%。公司一季度和二季度的营业收入分别为3.81亿元和3.37亿元，二季度同比增速从89.52%下降到4.78%，不过由于公司期间费用率较去年同期明显下降，公司一季度和二季度归母净利润分别同比增长了249.47%和81.56%，分别为0.36亿元和0.40亿元。近一年公司的三费保持稳定，毛利率和净利率自16年下半年行业回暖后一直保持在较高水平，目前分别为34.87%和10.37%，同比上升了1.19pct和4.31pct。
- ◆ **SIGG有望打开中国本土高端品牌市场**：我国水具市场高端品牌一直以来被日、美、德企业所占据。在去年3月对瑞士水具龙头品牌SIGG完成收购后，公司着手从生产、资料、渠道多方面着手整合SIGG，将高端水具产品引入国内市场，填补国内市场本土高端品牌的空白。加上报告期间欧洲市场也有所回暖，上半年SIGG实现营收0.46亿元，同比增长101.39%，虽然净利润略微亏损205万元，但较去年亏损878万元明显改善，随着整合的成熟，我们认为SIGG今年有望实现正收益。
- ◆ **借助SIGG开拓智能杯市场，由生产制造向智能与服务方向转型升级**：公司2016年非公开发行股票审核事项于2017年6月27日获得中国证监会审核通过，本次定向增发募集资金将用于建设SIGG高端杯的生产线、智能杯生产线建设项目以及研发中心的项目。未来公司将形成以“SIGG”品牌为主的新的智能数字化高端产品系列并进行全球销售。报告期内SIGG智能水具产品新拓展线下优质KA、跨界、潮品渠道，进驻深圳KK MALL，深圳、萧山、青岛等地机场，沈阳、郑州无锡等地的万象城以及深圳书城和苏宁优趣等渠道，开设京东官方专营店，与国内知名IP合作，初步形成线上线下与新媒体联动的新型营销系统。我们认为随着公司智能化布局的完成，高端品类占比上升，毛利和净利率存在一定的上升空间。
- ◆ **多品牌聚焦不同客户群体，内外销同时发力**：公司产品外销占比72%，主要通过OEM及ODM的业务模式为大客户量身定做生产线。近一年多以来公司获得多个优质高端大客户，外销收入增速远高于内销，表明公司产品质量和公司稳定供货的能力获得了国外客户的认可。今年上半年公司外销收入增速41%，高于内销26%的同比增速。由于外销毛利较高，随着外销收入占比增加，公司毛利上升。为了巩固海外地位，公司着手布局跨境电商业务，目前跨境电商的实施主体已经搭建完成，预计今年会形成一个新的销售渠道。另外，紧跟国家“一带一路”战略，重点启动如印度、中东、俄罗斯等国的HAERS旗下自主品牌的市场布局。

内销方面，公司聚焦自主品牌建设，上半年加大对国内市场拓展的力度，实现国内销售收入1.88亿元，同比增速26.29%，较近两年增速有较大幅度的提升。公司产品品牌阵列定位明确，主打四系列产品满足不同层次消费群体的多样化需求。如Nonoo品牌和SIGG品牌分别针对90、00后年轻群体和户外运动者的高端群体。HARS主品牌定位中段，一二线城市渠道布局较完善，目前正在大力发展三四线城市经销

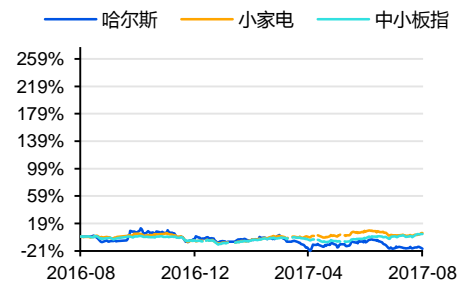
家电 | 小家电 III

投资评级	增持-A(首次)
6个月目标价	10.36元
股价(2017-08-22)	9.77元

#### 交易数据

总市值(百万元)	4,009.61
流通市值(百万元)	2,296.79
总股本(百万股)	410.40
流通股本(百万股)	235.09
12个月价格区间	9.56/20.46元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.46	-17.22	-20.14
绝对收益	0.0	-6.43	-17.63

#### 分析师

王刚  
 SAC 执业证书编号：S0910515070001  
 wanggang@huajinsec.cn  
 021-20377098

#### 报告联系人

王洁婷  
 wangjieting@huajinsec.cn  
 021-20377166

#### 相关报告

商，进一步渠道下沉。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.37、0.51 和 0.65 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 10.36 元，相当于 2017 年 28 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**

- 1、公司库存、应收明显增加，应付减少，导致经营性现金流为负，公司一年内到期借款较多，而货币资金不足，警惕现金流风险。
- 2、汇率风险；
- 3、商誉减值风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	758.4	1,341.5	1,602.6	1,842.9	2,160.5
同比增长(%)	1.6%	76.9%	19.5%	15.0%	17.2%
营业利润(百万元)	40.2	145.8	183.2	256.1	326.4
同比增长(%)	-48.7%	263.1%	25.6%	39.8%	27.5%
净利润(百万元)	37.2	119.1	151.1	210.5	267.8
同比增长(%)	-47.1%	220.3%	26.8%	39.3%	27.2%
每股收益(元)	0.09	0.29	0.37	0.51	0.65
PE	109.1	34.1	26.8	19.3	15.1
PB	6.4	5.4	4.8	4.2	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	758.4	1,341.5	1,602.6	1,842.9	2,160.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	527.9	863.8	1,044.9	1,188.7	1,387.0	营业收入增长率	1.6%	76.9%	19.5%	15.0%	17.2%
营业税费	5.7	11.7	11.2	14.3	16.9	营业利润增长率	-48.7%	263.1%	25.6%	39.8%	27.5%
销售费用	85.7	140.4	137.8	151.1	170.7	净利润增长率	-47.1%	220.3%	26.8%	39.3%	27.2%
管理费用	101.3	167.4	193.9	217.5	250.6	EBITDA 增长率	-32.4%	192.7%	42.6%	30.4%	20.8%
财务费用	-4.7	-2.5	10.6	7.7	-0.1	EBIT 增长率	-52.2%	304.2%	35.2%	36.1%	23.7%
资产减值损失	1.5	13.4	5.2	6.7	8.4	NOPLAT 增长率	-55.7%	300.2%	35.9%	35.8%	23.8%
加:公允价值变动收益	0.5	-	0.2	-0.1	0.0	投资资本增长率	28.4%	38.0%	31.6%	-7.5%	12.1%
投资和汇兑收益	-1.3	-1.5	-16.0	-0.7	-0.6	净资产增长率	-0.7%	17.8%	12.2%	14.8%	14.9%
<b>营业利润</b>	40.2	145.8	183.2	256.1	326.4	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	5.5	-0.4	2.4	2.5	1.5	毛利率	30.4%	35.6%	34.8%	35.5%	35.8%
<b>利润总额</b>	45.6	145.5	185.6	258.6	327.9	营业利润率	5.3%	10.9%	11.4%	13.9%	15.1%
减:所得税	8.6	28.5	35.7	50.2	63.4	净利润率	4.9%	8.9%	9.4%	11.4%	12.4%
<b>净利润</b>	37.2	119.1	151.1	210.5	267.8	EBITDA/营业收入	8.2%	13.6%	16.3%	18.4%	19.0%
						EBIT/营业收入	4.7%	10.7%	12.1%	14.3%	15.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	27.9%	48.3%	45.5%	42.7%	38.0%
货币资金	122.7	261.9	240.4	331.7	324.1	负债权益比	38.8%	93.6%	83.6%	74.6%	61.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.79	1.37	1.50	1.23	1.37
应收帐款	106.2	128.9	200.5	182.8	241.3	速动比率	1.18	0.83	0.97	0.78	0.86
应收票据	-	1.0	0.2	0.4	0.5	利息保障倍数	-7.53	-56.32	18.33	34.15	#####
预付帐款	5.0	6.8	7.2	9.7	9.4	<b>营运能力</b>					
存货	123.1	267.1	255.3	314.4	347.2	固定资产周转天数	132	82	92	100	87
其他流动资产	3.8	12.8	14.5	10.4	12.5	流动营业资本周转天数	28	7	17	23	20
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	187	139	157	153	149
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	44	32	37	37	35
长期股权投资	53.7	91.1	95.5	95.5	95.5	存货周转天数	61	52	59	56	55
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	404	315	339	318	292
固定资产	294.6	313.5	504.9	522.2	523.8	投资资本周转天数	217	164	184	175	152
在建工程	46.8	171.4	51.0	51.2	81.9	<b>费用率</b>					
无形资产	60.6	113.7	100.5	91.0	81.5	销售费用率	11.3%	10.5%	8.6%	8.2%	7.9%
其他非流动资产	72.9	93.1	85.1	88.3	85.2	管理费用率	13.4%	12.5%	12.1%	11.8%	11.6%
<b>资产总额</b>	889.5	1,461.4	1,555.3	1,697.6	1,803.0	财务费用率	-0.6%	-0.2%	0.7%	0.4%	0.0%
短期债务	23.0	61.0	154.9	244.7	226.4	三费/营业收入	24.0%	22.8%	21.4%	20.4%	19.5%
应付帐款	134.7	257.7	232.8	330.1	315.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	5.8%	15.9%	18.0%	21.7%	24.0%
其他流动负债	43.5	177.5	91.6	113.2	140.9	ROA	4.2%	8.0%	9.6%	12.3%	14.7%
长期借款	45.0	208.0	226.9	35.3	-	ROIC	7.2%	22.4%	22.1%	22.8%	30.5%
其他非流动负债	2.3	2.2	1.9	2.2	2.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	248.5	706.5	708.1	725.3	685.3	DPS(元)	0.02	0.14	0.17	0.20	0.29
少数股东权益	3.8	7.5	6.4	4.3	1.1	分红比率	24.5%	48.2%	45.9%	39.5%	44.5%
股本	182.4	273.6	410.0	410.0	410.0	股息收益率	0.2%	1.4%	1.7%	2.1%	2.9%
留存收益	454.7	475.0	430.7	558.0	706.5						
<b>股东权益</b>	640.9	754.9	847.1	972.3	1,117.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	37.0	116.9	151.1	210.5	267.8	EPS(元)	0.09	0.29	0.37	0.51	0.65
加:折旧和摊销	28.2	40.8	66.9	76.2	84.3	BVPS(元)	1.55	1.82	2.05	2.36	2.72
资产减值准备	1.5	13.4	-	-	-	PE(X)	109.1	34.1	26.8	19.3	15.1
公允价值变动损失	-0.5	-	0.2	-0.1	0.0	PB(X)	6.4	5.4	4.8	4.2	3.6
财务费用	-0.7	1.0	10.6	7.7	-0.1	P/FCF	-494.9	30.1	120.6	22.5	36.3
投资损失	1.3	1.5	-0.6	0.7	0.6	P/S	5.4	3.0	2.5	2.2	1.9
少数股东损益	-0.2	-2.2	-1.2	-2.1	-3.2	EV/EBITDA	26.9	14.6	15.9	11.6	9.5
营运资金的变动	-5.3	134.9	-162.2	74.9	-78.2	CAGR(%)	77.8%	31.3%	28.7%	77.8%	31.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	83.3	263.6	64.8	367.8	271.1	PEG	1.4	1.1	0.9	0.2	0.5
投资活动产生现金流量	-191.4	-330.9	-124.2	-84.9	-107.6	ROIC/WACC	0.7	2.2	2.2	2.3	3.0
融资活动产生现金流量	24.7	180.6	37.9	-191.6	-171.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn