

证券研究报告—动态报告

家用电器

哈尔斯 (002615)

谨慎推荐

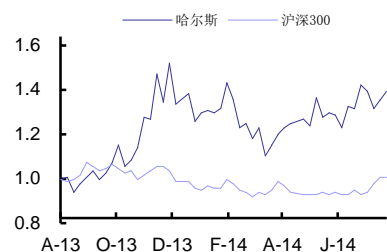
其他电器设备

2014 年中报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	91/33
总市值/流通 (百万元)	2,024/736
上证综指/深圳成指	2,225/8,010
12 个月最高/最低元)	25.62/14.54

财报点评

品牌+渠道推动业绩持续增长

● 收入增速加快，业绩保持较快增长

2014 年上半年，公司主营收入 3.48 亿元，同比增长 28.28%；净利润 4103 万元，同比增长 31.87%；EPS 为 0.45 元。其中，二季度收入 2.03 亿元，同比增长 39.05%；净利润 2397 万元，同比增长 40.10%。公司预计 1-9 月净利润同比增长 20%-40%。

公司的利润增速快于收入增速，主要是规模效应所致。随着收入规模的增大，销售费用率和管理费用率均有所下降。

● 渠道拓展带来内销的快速增长

2014 年上半年，公司内销收入 1.58 亿元、同比增长 34.22%，主要是传统渠道和电商的增长较快，分别同比增长 38.53%、33.61%。未来还将继续开拓新渠道，如婴童、户外、腾讯哈尔斯商城、微商等渠道。

● 品牌塑造，提升空间大

相比国外，我国保温器皿人均保有量仍然较低，功能延伸、健康需求、行业集中度提升都将扩大品牌企业的市场空间。目前，产品终端均价线上为 60-80 元、线下 90 元，作为国内龙头，公司的售价与无名小牌差别不太大，但与国外品牌相比，均价相差 3 倍。因此，我们认为，未来随着公司品牌形象的提升，提价空间大。同时，通过品牌、研发也能提高产品毛利率，如公司的“哈尔斯杯、世界杯”主题保温杯、“妙动”系列保温杯的毛利率较传统产品高近 10 个百分点。

● 风险提示

新渠道推广不力，出口需求下滑。

● 维持“推荐”评级

公司为行业龙头，国内市场拓展中具有技术、规模和品牌优势，未来在电商渠道、婴童和户外产品上具有较好的爆发力；国外市场有众多长期合作的优质客户，随着订单转移和新客户开发，未来收入有望保持稳定增长。我们预计，14-16 年 EPS 为 0.85、1.07、1.34 元，维持“谨慎推荐”评级。

相关研究报告：

《哈尔斯-002615-品牌塑造，多渠道齐头并进》——2014-06-26

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL：wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

证券分析师：曾婵

电话：0755-82130646

E-MAIL：zengchan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070003

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,457	614	765	929	1,096
(+/-%)	44.3%	15.5%	24.6%	21.4%	18.0%
净利润(百万元)	536	58	77	98	122
(+/-%)	31.6%	43.5%	32.3%	26.7%	24.9%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.64	0.85	1.07	1.34
EBIT Margin	9.5%	10.0%	10.5%	11.4%	12.2%
净资产收益率(ROE)	16.1%	9.7%	11.7%	13.5%	15.1%
市盈率(PE)	23.3	34.6	26.2	20.7	16.5
EV/EBITDA	20.9	29.8	24.4	19.7	15.9
市净率(PB)	4.1	3.35	3.07	2.78	2.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

特别声明

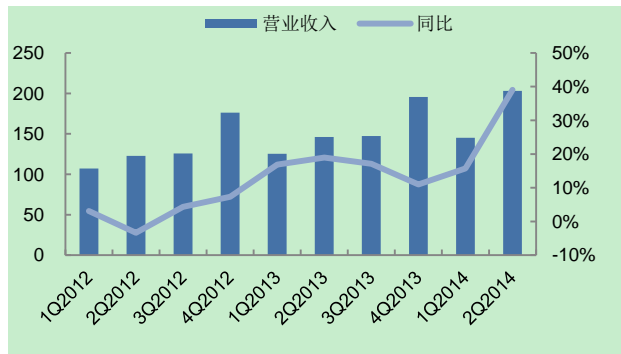
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

收入增速加快，业绩保持较快增长

2014年上半年，公司主营收入 3.48 亿元，同比增长 28.28%；归属于上市公司股东净利润 4103 万元，同比增长 31.87%；EPS 为 0.45 元。其中，二季度收入 2.03 亿元，同比增长 39.05%；净利润 2397 万元，同比增长 40.10%。公司预计 1-9 月净利润同比增长 20%-40%，主要是因为募投项目产能释放以及销售规模扩大。

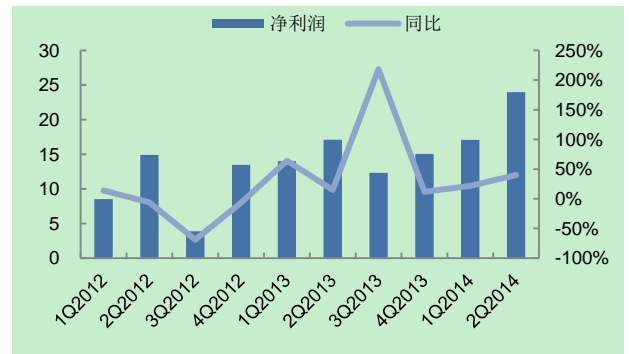
公司的利润增速快于收入增速，主要是规模效应所致。随着收入规模的增大，销售费用率和管理费用率均有下降。

图 1：公司分季度的收入及增速（百万元，%）



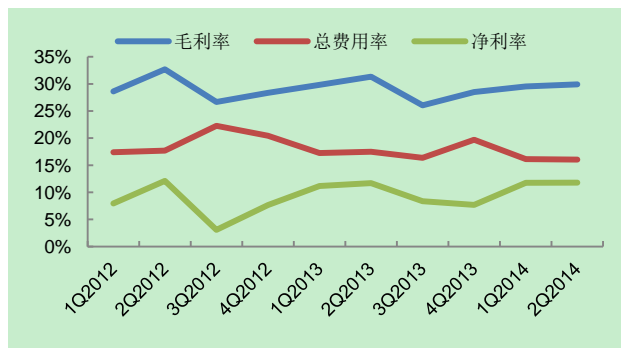
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度的净利润及增速（百万元，%）



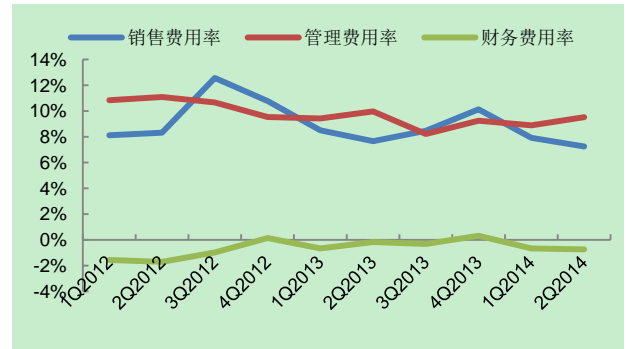
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度的毛利率、费用率、净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度的销售、管理和财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司历年的国内外收入占比（%）

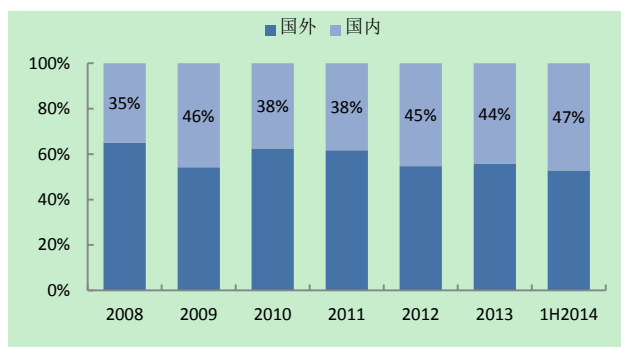
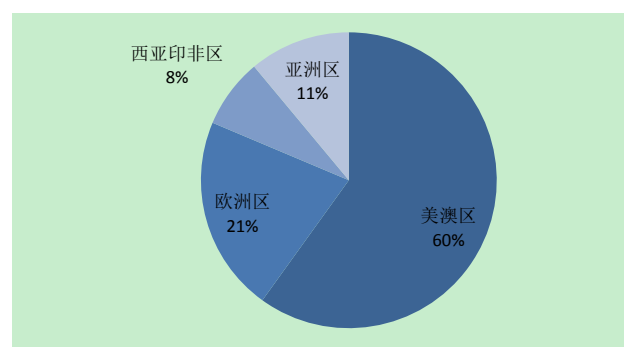


图 6：2014 年上半年，公司国外各区域的收入占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

渠道拓展带来内销的快速增长

2014 年上半年，公司内销收入 1.58 亿元、同比增长 34.22%，主要是传统渠道和电商的增长较快，未来还将继续开拓婴童、户外等渠道。

- ✓ 传统商超：上半年收入 1.22 亿元、同比增长 38.53%。目前，公司拥有 150 个经销商，产品进驻了沃尔玛、家乐福、大润发、乐购、华润万家、卜蜂莲花、物美、乐天玛特、人人乐等 300 多个中大型连锁系统，共有 5000 多个销售终端；未来，公司目标是在一二线城市覆盖率达到 90%，重点开发三四线城市，2014 年预计新开发 20 个经销商。
- ✓ 电商渠道：上半年收入 2266 万元、同比增长 33.61%。目前，有 21 个经销商，已经成功进驻天猫、京东商城、苏宁易购、当当、卓越、邮乐、唯品会、飞牛等 10 多个电子商务平台。2014 年预计新增 5 个电子商务经销商。
- ✓ 继续开拓新渠道，如婴童、腾讯哈尔斯商城、微商、户外等渠道。4 月，公司获得俄罗斯知名卡通动画片“开心球”的授权，以“开心球”形象积极拓展婴童和市场；7 月，公司参加了上海 CBME 中国孕婴童展，婴童产品受到较高关注度；下半年预计新开发 20 个左右经销商。另外，腾讯哈尔斯商城、微商城已经搭建完成，目前处于财付通开通阶段，预计 9 月份能实现销售。

表 1：公司国内各渠道的收入、增速、占比及毛利率（万元，%）

渠道	2013 年				2014 年上半年			
	收入	同比增减	国内占比	毛利率	收入	同比增减	国内占比	毛利率 E
传统商超	19,174.27	3.16%	73.50%	31.22%	12,213.80	38.53%	77.29%	30%
电视购物	1148.25	335%	4.40%	24.59%	563.40	16.73%	3.57%	25%
电子商务	4151.96	70.65%	15.91%	31.67%	2,266.44	33.61%	14.34%	30%
礼品	1614.29	-19.41%	6.19%	30.48%	758.28	-2.47%	4.80%	30%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

表 2：公司国外各地区的收入、增速、占比（万元，%）

地区	2014 年上半年		
	收入	同比增减	国内占比
美澳区	10,580.19	56%	59.93%
欧洲区	3,780.85	6.21%	21.42%
西亚印非区	1,340.73	64.64%	5.64%
亚洲区	1,951.49	-40.69%	11.05%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

品牌塑造，提升空间大

保有量低，行业空间、市占率提升大

真空保温器皿 70 年代德国军用，之后传到日本为民用，90 年代传到国内。欧美、日韩等发达国家和地区不锈钢真空保温器皿消费市场容量巨大，截至 2008 年末上述国家和地区不锈钢真空保温器皿的人均保有量达到了 0.37-0.65 只，在不锈钢真空保温器皿的发明地日本，平均家庭保有量达到了 4 只。分析其具体原因如下：

- ✓ 不锈钢保温器皿已基本替代玻璃保温器皿：欧美、日韩等发达国家和地区均

处于北半球，冬季温度普遍偏低，对保温器皿的需求较大；

- ✓ 不锈钢保温器皿是必备生活用品：欧美、日韩等地区的人们普遍存在的喝热（冰）咖啡、热（冰）茶的生活习惯；
- ✓ 不锈钢保温器皿车载需求较大：家庭汽车保有量极高，由此带也较大的车载不锈钢真空保温器皿的需求；
- ✓ 不锈钢保温器皿产品款式、功能更新带动需求：产品在一定程度上具有快速消费品的特征，消费市场不断形成持续性的需求。

2007年、2008年，全球不锈钢真空保温器皿消费市场的零售量分别达到3.74亿只、4.27亿只，零售额分别达到40.75亿美元、49.36亿美元。2010年数据，日本每年人均保有量4只，国内为人均0.2只。假设保温杯生命周期为2年，则我国每年保温杯消费量为1.3亿只，未来市场空间较大，主要原因是：

- ✓ 相比国外，我国人均保有量仍然较低；
- ✓ 功能延伸：不仅是喝水功能，还有保温、保冷、保险、煲汤等功能；
- ✓ 健康需求：代替玻璃内胆、塑料杯；
- ✓ 行业集中度提升空间大：公司作为行业龙头，目前市场占有率仅8%。

加强品牌宣传，提升研发实力

公司以“哈尔斯杯、世界杯”为核心主题进行品牌宣传。截止6月30日，世界杯系列产品完成生产59万只，实现销售39万只，营业收入1,293.34万元，平均毛利率为41.03%，比传统产品高近10个百分点。

公司积极利用国外设计师团队力量就“妙动”进行全方位的设计，已经形成一套妙动杯系列产品。下半年，妙动系列产品将利用现有渠道重点推广，线下主要为增加体验式的帐篷推广活动、分众传媒的定向宣传以及地堆展示、电视购物等形式为主，线上则是增加京东、天猫以及哈尔斯商城与微商城的推广力度。

公司产品均价、毛利率提升空间大

目前，产品终端均价线上为60-80元，线下为90元。今年7月开始提价，新老产品提价8%左右。以前，公司老产品是2-3年提价一次，提价幅度8%，未来将每年设定不同的提价幅度。作为国内龙头企业，公司的售价与无名小牌差别不太大，但与国外品牌（如象印、膳魔师等）相比，均价相差3倍以上。因此，我们认为，未来随着公司品牌形象的提升，提价空间大。

13年公司毛利率28.85%、14年上半年毛利率29.76%，属于制造毛利率，未来将在品牌、研发上提升毛利率。在研发上，公司建立了多个研发中心，同时加强与西班牙、法国、日本等国外设计研发团队开展合作，目前已经成功开发出“妙动”系列产品（用一只手可以轻松开关杯盖）。公司的妙动、世界杯等具有专利的产品相较传统产品毛利率高近10个百分点。

维持“谨慎推荐”评级

公司为行业龙头，国内市场拓展中具有技术、规模和品牌优势，未来在电商渠道、婴童和户外产品上具有较好的爆发力；国外市场有众多长期合作的优质客户，随着订单转移和新客户开发，未来收入有望保持稳定增长。

我们预计，14-16年EPS为0.85、1.07、1.34元，维持“谨慎推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	310	300	403	443
应收款项	61	84	102	120
存货净额	96	117	140	163
其他流动资产	3	4	5	5
流动资产合计	471	505	650	732
固定资产	175	237	277	314
无形资产及其他	21	19	17	15
投资性房地产	34	34	34	34
长期股权投资	49	49	49	49
资产总计	752	845	1027	1145
短期借款及交易性金融负债	0	19	100	100
应付款项	110	132	158	184
其他流动负债	36	34	41	48
流动负债合计	146	185	299	331
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	1	1	1	1
负债合计	147	186	300	332
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	604	659	727	813
负债和股东权益总计	752	845	1027	1145

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.64	0.85	1.07	1.34
每股红利	0.15	0.25	0.32	0.40
每股净资产	6.63	7.22	7.97	8.91
ROIC	10%	12%	15%	17%
ROE	10%	12%	13%	15%
毛利率	29%	30%	31%	32%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	12%	12%	13%	14%
收入增长	15%	25%	21%	18%
净利润增长率	43%	32%	27%	25%
资产负债率	20%	22%	29%	29%
息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%
P/E	34.6	26.2	20.7	16.5
P/B	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	29.8	24.4	19.7	15.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	614	765	929	1096
营业成本	437	536	641	745
营业税金及附加	4	5	7	8
销售费用	54	69	86	104
管理费用	57	75	89	105
财务费用	(1)	(7)	(6)	(6)
投资收益	5	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	1	0	0	0
营业利润	67	88	111	139
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	66	88	111	139
所得税费用	8	11	13	17
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	58	77	98	122

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	58	77	98	122
折旧摊销	12	10	13	15
公允价值变动损失	1	0	0	0
应付账款	20	22	26	26
财务费用	(1)	(7)	(6)	(6)
营运资本变动	(1)	(24)	(9)	(9)
其他	(20)	(22)	(26)	(26)
经营活动现金流	70	64	102	127
资本开支	(56)	(70)	(50)	(50)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(60)	(70)	(50)	(50)
权益性融资	(3)	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(14)	(23)	(29)	(37)
其它融资现金流	2	19	81	0
融资活动现金流	(29)	(4)	51	(37)
现金净变动	(19)	(10)	103	41
货币资金的期初余额	329	310	300	403
货币资金的期末余额	310	300	403	443
企业自由现金流	8	(13)	46	73
权益自由现金流	10	0	122	68

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态，我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	鄢彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	鄢彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
		龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王晓健 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰 021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺 010-66020272 18611847166	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳 18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼 13818243512	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇 18601123617	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞 18901140709	储贻波 18930809296	刘紫薇 13828854899
		许樱之 18688989863