

# 哈尔斯 (002615.SZ) 家用轻工行业

评级：增持 维持评级

公司点评

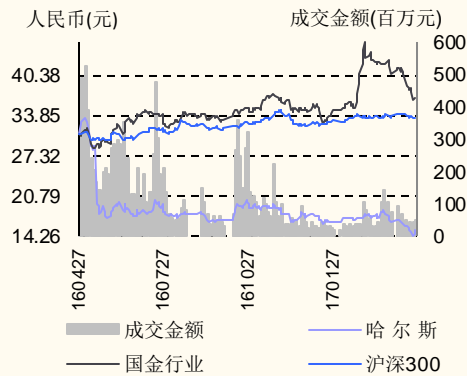
市场价格 (人民币)：15.30 元

## 渠道发力、管理改善，业绩进入爆发期

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	154.11
总市值 (百万元)	4,186.08
年内股价最高最低 (元)	33.38/14.26
沪深 300 指数	3445.18
深证成指	10204.84



### 相关报告

- 《哈尔斯公司点评》，2016.10.21
- 《哈尔斯 2016 中报点评-管理改善，全年业绩增长无忧》，2016.7.19

**揭力** 分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

**袁艺博** 联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

**邱思佳** 联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.44	0.63	0.88	1.20
每股净资产 (元)	3.49	2.73	1.90	2.00	2.14
每股经营性现金流 (元)	0.46	0.96	0.37	0.67	0.89
市盈率 (倍)	119	40	24	17	13
行业优化市盈率 (倍)	58	32	62	62	62
净利润增长率 (%)	-47.10%	220.30%	43.93%	39.62%	37.28%
净资产收益率 (%)	5.84%	15.94%	22.04%	29.18%	37.39%
总股本 (百万股)	182.40	273.60	273.60	273.60	273.60

来源：Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2016 年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 13.42 亿元、1.45 亿元和 1.19 亿元，同比分别增长 76.88%、263.12% 和 220.30%。实现全面摊薄 EPS0.44 元/股，符合预期。经营活动净现金流为 2.64 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 28.60%/78.20%/98.75%/90.49%，归母净利润同比增速分别为 44.48%/188.93%/285.95%/289.18%。2016 年，公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 2.10 元 (含税)。2017 年第一季度，公司实现主营收入 3.81 亿元，同比增长 89.52%，实现归属于上市公司股东的净利润 3,618.86 万元，同比增长 249.47%。

### 经营分析

- **业绩增速大幅提升，盈利能力显著增强：**2016 年，公司收入实现高速增长 (+76.88%)，毛利率大幅提升至 35.61% (+5.22pct.)。期间费用率下降 1.29pct.。其中，销售费用率及管理费用率下降 0.84pct/0.87pct.，销售费用率和管理费用率的下降，主要系由于 16 年公司销售收入大幅增长，且增速高于两项费用增速所致；财务费用率增加 0.43pct.，财务费用率的增加主要系由于汇兑损益增加所致。归母净利率为 8.88% (+3.98pct.)，公司整体盈利能力显著得到增强。
- **两大因素造就业绩高增，渠道布局完备未来营销仍有亮点。**2016 年，公司营收与业绩同步大幅增长，主要得益于：1) 2016 公司海外销售收入大幅增长 137.57%，在整体主营收入中的占比由 15 年的 52.88% 提升至 71.05%，促使公司营收规模大幅增长；2) 公司聚焦大客户战略，围绕大客户需求，持续进行管理改善，通过导入精益生产理念，公司生产效率、质量管理水平和企业内部流程等方面都得到优化提升，公司接单能力大幅提升。同时，内部管理的改进也有效控制成本费用，提升毛利率水平。截止 2016 年末，公司拥有传统经销商 255 家，电子商务经销商 21 家，电视购物经销商 19 家，以及 88 家礼品渠道经销商，公司整体渠道端布局完善，具有较强市场竞争力。2017 年，公司计划持续下沉三四线销售网络，并启动校园项目计划，尽早的布局高校市场，逐步实现品牌沉淀。对于海外销售，公司目前已着手布局跨境电商业务，且实施主体已经搭建完毕，预计今年将会形成新的销售渠道。

- **完成 SIGG 收购，公司全力支持高端产品业务发展。**公司 2016 年 3 月完成对瑞士希 SIGG 的收购，8 月设立希格户外休闲运动用品和希格户外运动投资公司，以支撑 SIGG 业务拓展，强化 SIGG 高端户外用品的市场定位，并进一步提高 SIGG 国内影响力。今年 1 月，公司公告最新非公开发行预案，计划非公开发行过 3,671.97 万，发行价不低于 16.34 元/股，募集资金 6 亿元，其中 4 亿元将用于 800 万只 SIGG 高端杯生产线建设项目。我们认为，本次定增募投项目，将使公司高端产品实现规模化生产，并填补在高端产品线上的空白。同时，SIGG 在全球共有 5,030 个直销终端，若本次募投顺利达产，未来伴随产品的产能释放，一方面将进一步提升品牌市场占有率，另一方面也将带动公司海外销售的继续增长，增强整体盈利能力，全面提升高端产品市场竞争力。
- **定增加码智能水杯业务推进，产品附加值提升在望。**随着居民生活水平提升，消费观念改变，智能健康产品在市场上关注度越来越高。公司与汉华科技合作，通过设立合资公司从事数字化智能饮水机研发、设计及销售，公司正式切入智能硬件领域。公司定增募投项目中，计划拟用 1.2 亿元建设 300 万只智能杯生产线，通过整合智能杯的专利技术，同时基于公司在传统不锈钢保温器皿领域的技术优势，公司将从传统制造业向智能硬件领域扩展。另外，配合在 SIGG 高端产品业务的发力，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。

#### 风险因素

- 募集资金投资项目风险；新业务拓展受阻；产能投放不达预期。

#### 盈利预测与投资建议

- 公司 SIGG 业务已有实质性进展，未来随着定增项目落地，高端、智能产品线有望拉动整体业绩大幅提升。另外，随着公司管理持续改善，杭州哈尔斯业务有望 2016 年实现扭亏同时公司整体毛利率水平进一步提升。我们上调公司 2017-2018 年 EPS 预测至 0.63/0.88 元/股（原为 0.54/0.70 元/股），预测公司 2019 年 EPS 为 1.20 元/股（三年 CAGR40.3%），对应 PE 分为 24/17/13 倍，维持公司“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>747</b>	<b>758</b>	<b>1,342</b>	<b>1,934</b>	<b>2,569</b>	<b>3,375</b>	货币资金	206	123	262	361	431	510
增长率		1.6%	76.9%	44.1%	32.8%	31.4%	应收款项	78	106	130	197	262	345
主营业务成本	-530	-528	-864	-1,255	-1,674	-2,233	存货	133	123	267	277	369	493
%销售收入	71.0%	69.6%	64.4%	64.9%	65.2%	66.2%	其他流动资产	10	9	20	10	13	17
毛利	216	231	478	679	895	1,142	流动资产	428	361	678	845	1,076	1,364
%销售收入	29.0%	30.4%	35.6%	35.1%	34.8%	33.8%	%总资产	52.7%	40.6%	46.4%	53.3%	57.8%	62.2%
营业税金及附加	-4	-6	-12	-14	-18	-23	长期投资	55	54	91	92	91	91
%销售收入	0.5%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	267	341	485	527	567	605
营业费用	-65	-86	-140	-205	-270	-337	%总资产	32.9%	38.4%	33.2%	33.2%	30.5%	27.6%
%销售收入	8.7%	11.3%	10.5%	10.6%	10.5%	10.0%	无形资产	21	65	147	120	125	131
管理费用	-77	-101	-167	-242	-307	-371	非流动资产	384	529	783	741	785	829
%销售收入	10.3%	13.4%	12.5%	12.5%	11.9%	11.0%	%总资产	47.3%	59.4%	53.6%	46.7%	42.2%	37.8%
息税前利润 (EBIT)	71	38	158	218	301	411	<b>资产总计</b>	<b>812</b>	<b>889</b>	<b>1,461</b>	<b>1,586</b>	<b>1,861</b>	<b>2,193</b>
%销售收入	9.5%	5.0%	11.8%	11.3%	11.7%	12.2%	短期借款	0	23	71	30	66	79
财务费用	4	5	3	-10	-9	-8	应付款项	138	150	350	349	464	618
%销售收入	-0.5%	-0.6%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	其他流动负债	27	28	76	214	295	400
资产减值损失	0	-2	-13	0	0	0	流动负债	165	201	496	593	825	1,097
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0	长期贷款	0	45	208	208	208	209
投资收益	5	-1	-2	5	5	5	其他长期负债	1	2	2	0	0	0
%税前利润	5.7%	n.a	n.a	2.1%	1.5%	1.1%	<b>负债</b>	<b>166</b>	<b>249</b>	<b>706</b>	<b>801</b>	<b>1,033</b>	<b>1,306</b>
营业利润	78	40	146	213	297	407	<b>普通股股东权益</b>	<b>646</b>	<b>637</b>	<b>747</b>	<b>778</b>	<b>820</b>	<b>879</b>
营业利润率	10.5%	5.3%	10.9%	11.0%	11.6%	12.1%	少数股东权益	0	4	7	7	7	7
营业外收支	2	5	0	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>812</b>	<b>889</b>	<b>1,461</b>	<b>1,586</b>	<b>1,861</b>	<b>2,193</b>
税前利润	80	46	145	214	299	409	<b>比率分析</b>						
利润率	10.8%	6.0%	10.8%	11.1%	11.6%	12.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-10	-9	-29	-43	-59	-80	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.5%	18.8%	19.6%	20.0%	19.8%	19.6%	每股收益	0.77	0.20	0.44	0.63	0.88	1.20
净利润	70	37	117	171	239	329	每股净资产	7.08	3.49	2.73	1.90	2.00	2.14
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.40	0.46	0.96	0.37	0.67	0.89
归属于母公司的净利润	<b>70</b>	<b>37</b>	<b>119</b>	<b>171</b>	<b>239</b>	<b>329</b>	每股股利	0.32	0.50	0.05	0.34	0.48	0.66
净利率	9.4%	4.9%	8.9%	8.9%	9.3%	9.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.89%	5.84%	15.94%	22.04%	29.18%	37.39%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.66%	4.18%	8.15%	10.81%	12.87%	14.99%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	9.59%	4.33%	12.30%	17.08%	21.91%	28.14%
净利润	70	37	117	171	239	329	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	21.59%	1.57%	76.88%	44.14%	32.84%	31.38%
非现金支出	19	30	54	39	45	50	EBIT增长率	13.93%	-46.58%	318.83%	38.04%	37.78%	36.56%
非经营收益	-4	0	4	12	11	12	净利润增长率	20.25%	-47.10%	220.30%	43.93%	39.62%	37.28%
营运资金变动	-48	17	88	-70	-20	-24	总资产增长率	8.00%	9.57%	64.29%	8.53%	17.33%	17.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>83</b>	<b>264</b>	<b>152</b>	<b>275</b>	<b>367</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-107	-200	-179	3	-87	-92	应收账款周转天数	33	43	31	36	36	36
投资	-6	5	-152	-1	0	0	存货周转天数	79	89	82	81	81	81
其他	-2	4	0	5	5	5	应付账款周转天数	81	87	79	84	84	84
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-114</b>	<b>-191</b>	<b>-331</b>	<b>7</b>	<b>-83</b>	<b>-88</b>	固定资产周转天数	127	142	85	62	48	37
股权募资	0	4	7	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	68	214	-44	36	14	净负债/股东权益	-31.85%	-8.54%	2.26%	-15.69%	-19.04%	-25.05%
其他	-29	-45	-37	-17	-158	-215	EBIT利息保障倍数	-17.3	-8.0	-62.2	21.1	34.5	48.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>27</b>	<b>184</b>	<b>-60</b>	<b>-122</b>	<b>-201</b>	资产负债率	20.49%	27.94%	48.34%	50.48%	55.50%	59.57%
<b>现金净流量</b>	<b>-106</b>	<b>-81</b>	<b>117</b>	<b>99</b>	<b>71</b>	<b>79</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-19	增持	22.80	28.00~32.00
2	2016-07-19	增持	20.19	N/A
3	2016-10-21	增持	18.82	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD