

哈尔斯 (002615) \ 轻工制造

——非公开发行获批，高端产能逐步释放

投资建议：**推荐**
 首次覆盖

当前价格：9.66元
 目标价格：11元

事件：

公司发布半年报称2017年上半年公司实现营业收入7.18亿元，同比增长37.40%；利润总额8812.16万元，同比增长133.89%；归属于母公司所有者的净利润7618.42万元，同比增长135.25%。2017年8月25日，公司发布公告称非公开发行股票获得中国证监会核准批文。

投资要点：

- 收入增长稳健，净利率大幅增长
- 非公开发行股票获证监会批文，高端产能或将逐步释放
- 国内外增长仍有亮点，未来增速可期
- 盈利预测和投资结论

公司作为世界杯具龙头，目前服务了全球近70%的知名品牌。未来随着公司自有品牌业务逐步加强，海外ODM业务比例逐步提高，公司营收或将继续稳健增长。我们预计公司2017、2018年每股收益分别为0.41元与0.52元，对应目前PE23.1倍以及18.7倍，给予推荐评级。

风险提示

汇率大幅波动的风险，公司高端产品投放不及预期的风险

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	410/235
流通A股市值 (百万元)	2,271
每股净资产 (元)	1.88
资产负债率 (%)	45.96
一年内最高/最低 (元)	13.46/9.31

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号：S05905101240001
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

联系人

钱建那瀚文
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

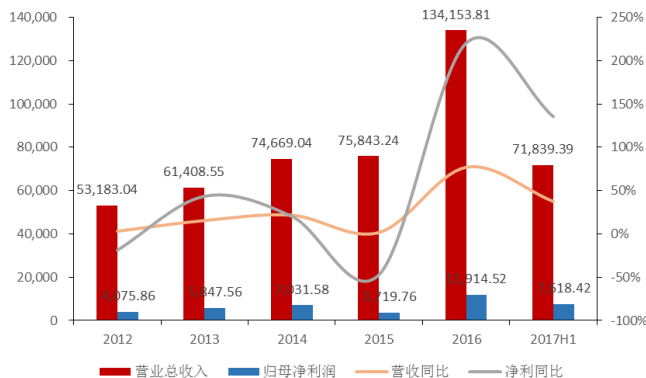
财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	758.43	1,341.54	1,650.09	2,062.61	2,475.14
增长率 (%)	1.57%	76.88%	23.00%	25.00%	20.00%
EBITDA (百万元)	73.55	189.42	260.00	326.88	381.23
净利润 (百万元)	37.20	119.15	166.63	213.12	258.72
增长率 (%)	-47.10%	220.30%	39.86%	27.90%	21.40%
EPS (元/股)	0.09	0.29	0.41	0.52	0.63
市盈率 (P/E)	107.02	33.41	23.89	18.68	15.39
市净率 (P/B)	6.25	5.33	2.81	2.64	2.46
EV/EBITDA	24.79	15.20	12.19	8.83	7.92

数据来源：公司公告，国联证券研究所

1. 收入增长稳健，净利率大幅增长

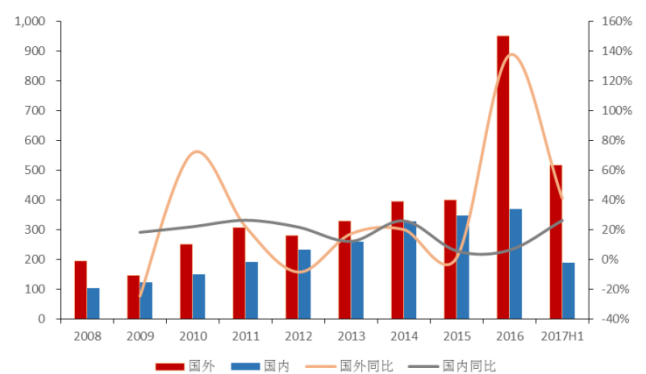
上半年公司营收净利增长稳健，上半年营业收入 7.18 亿元，同比增长 37.40%；利润总额 8812.16 万元，同比增长 133.89%；归母净利润 7618.42 万元，总同比增长 135.25%。这主要是由于上半年国内外仍然保持 20% 以上增长，其中国外收入 5.17 亿元，同比增长 41.24%，国内收入 1.88 亿元，同比增长 26.29%。

图表 1: 营收利润仍稳健增长



来源: Wind, 国联证券研究所

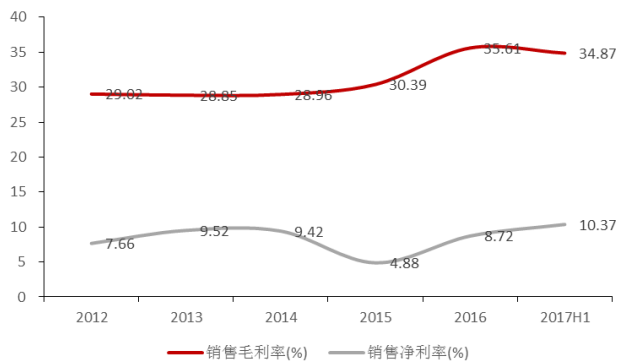
图表 2: 国外增长亮眼



来源: Wind, 国联证券研究所

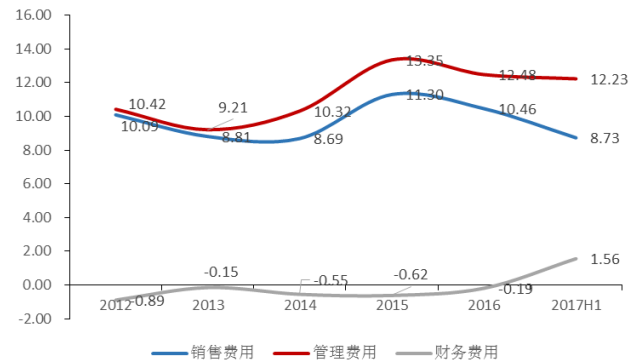
上半年公司毛利率 34.87%，较去年同期增长 1.19%，净利率 10.37%，较去年同期大幅增长 4.31%。我们认为，毛利率有所上升是由于公司主要产品不锈钢真空保温器皿较去年同期毛利率增长 1.1% 以及收购的海外公司 SIGG 产品毛利率高于原有产品导致的，而净利率大幅提升亦是由毛利提升以及三费稳定共同作用的结果。今年上半年销售费用率较大幅下降 2.79%，拆细来看，公司广告费用以及网络费用亦是由所增长，但由于其他项目保持稳定，并未随营收增长而大幅增长，因此销售费用率有所下降，但公司上半年加大了品牌的宣传力度，采取了新的品牌推广模式，如利用知名网络自媒体人、网红等进行宣传，并参与了电影《三生三世十里桃花》《闺蜜 2》等宣传合作以及电视剧《创业时代》和综艺节目《我们相爱吧》的广告植入，公司下半年将继续增加产品推广力度，预计全年公司销售费用率或将有所提高。财务费用率提升至 1.56%，主要是公司杭州产业园建设贷款增加以及 742 万汇兑损失共同影响的，我们认为随着公司非公开发行股份完成，财务费用或将有所下降。

图表 3: 毛利率净利率有所提升



来源: Wind, 国联证券研究所

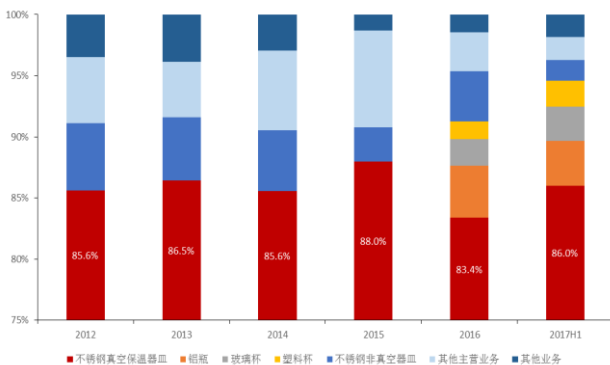
图表 4: 三费总体平稳, 结构有所变化



来源: Wind, 国联证券研究所

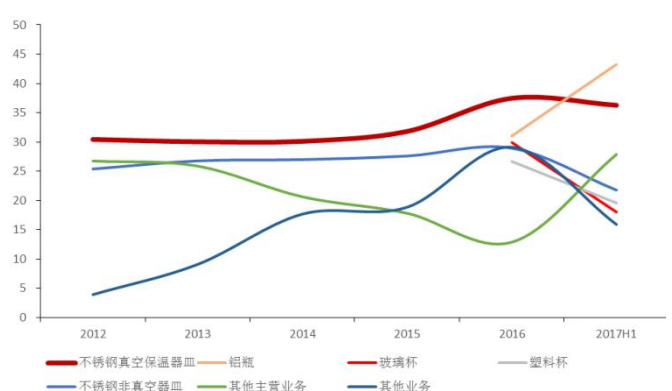
分季度来看, 公司增速有所放缓。第二季度公司营收 3.37 亿元, 同比增长 4.78%, 归母净利润 4000 万, 同比增长 81.56%, 公司预计 2017 年 1-9 月份净利润变动幅度 20%-50%, 变动区间 1.02 亿至 1.27 亿元, 即第三季度净利润在 2557 万元至 5101 万元, 同比增长-51.2%至-2.6%, 第三季度公司净利增长放缓主要是由于去年同期利润大幅增长导致今年基数较高, 再加上公司非公开发行股份批文刚刚拿到, 高端产能将在下半年逐步释放造成的。我们认为随着公司加大对国内外销售渠道的构建以及高端产能逐步释放, 公司利润未来或将再次增长。

图表 5: 产品多样化, 不锈钢产品仍为主要收入来源



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 主要产品毛利稳健提升



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 非公开发行股票获证监会批文, 高端产能或将逐步释放

8 月 24 日公司发布公告称日收到证监会出具的《关于核准浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2017]1508 号)核准公司非公开发行不超过 55,762,072 股新股。从公司 8 月 21 日的投资者关系记录表给予的反馈来看, 杭州工业园的基础建设已完成, 两条高端生产线已开始试产。

图表 7: 非公开发行股票项目

项目名称	实施主体	项目总投资金额	募集资金	增加产能
SIGG 高端杯生产线建设项目	哈尔斯实业	5.66 亿	4 亿	700 万
智能杯生产线建设项目	杭州哈尔斯智能	1.84 亿	1.2 亿	300 万
研发中心项目	哈尔斯实业	0.59 亿	0.5 亿	
补充流动资金	哈尔斯	0.3 亿	0.3 亿	
合计		8.39 亿	6 亿	

来源: 公司公告, 国联证券研究所

在非公开发行股票投入产能达产后, 公司将形成保温杯、高端杯、智能杯、玻璃杯等多品类覆盖, 为大客户做好一站式服务、提高产品在市场的影响力。我们认为, 募集资金将有效缓解公司由于杭州产业园建设产生的借款以及利息支出, 同时非公开发行股票获得批文将加速公司高端产能的释放, 公司预计今年将销售三十万左右的智能杯, 未来随着高端产能的进一步释放, 相关公司或将扭亏, 公司利润或将有所提高。

图表 8: 公司未来预计产能

项目	地址	产能/预计产能
永康原有产能	永康	2400 万左右
高端瓶	杭州	800 万左右
智能杯	杭州	300 万左右
塑料杯	杭州	6000 万左右
小家电	杭州	200 万左右
玻璃杯	安徽	2500 万左右

来源: 国联证券研究所调整理

3. 国内外增长仍有亮点, 未来增速可期

从 2016 年开始, 公司将注意力聚焦在渠道拓展和品牌建设上面。今年上半年公

司聚焦自主品牌建设，强化各品牌之间的协同性，以及线上线下渠道的协同互动，以实现公司全渠道营销体系。预计公司未来会在以下四方面进行国内市场建设：

1) 变革现存经销模式。哈尔斯品牌本身是一个大众化的品牌，覆盖面多，很难分层次和分客户群进行传播。公司未来将形成高端（SIGG 品牌），中高端（HAERS 主品牌），覆盖年轻人群体（NONOO 品牌），覆盖智能水杯品牌（SIGG&NEMOCUP）的多层次覆盖，提高公司对市场的参与度和品牌的引导，更有针对性的进行品牌建造，使得公司在品牌的传播上更有开展空间。未来公司或将加大直接参与市场品牌建设和营销的力度，以提高市场占比和品牌影响力。

图表 9：公司产品线



来源：公司官网，京东，天猫，国联证券研究所整理

2) 渠道的下沉。

公司或将通过将 HAERS 品牌渠道下沉至三、四、五级市场，提升公司中低端的销售量，巩固商超渠道优势，支撑公司基础规模扩张，消化基础的成本费用。

3) 加大高端产品比重。

目前哈尔斯新的轻量杯技术工艺已经成熟，开始试产，即将应用到 SIGG、HAERS 和智能水杯上，在未来批量生产销售后将减少 30% 左右产品材料用料并提升产品价格。同时公司初步搭建了 SIGG 线上线下和新媒体互动的新型营销体系，通过加大对经典 SIGG 运动水杯、SIGG 智能水具和健康数据的增值服务以及 SIGG 户外品牌延伸，进一步强化 SIGG 专业运动品牌属性和市场影响力，使得公司高端产品比重进一步提高。

4) 电商渠道。

上半年公司成立了产品规划部门，专门策划产品和市场营销活动，负责针对精准市场投放的产品的研发和设计。这将会给线上和线下的定向传播和品牌结合带来较大的支持。公司计划自9月9日周年庆开始，推出系列市场活动，这或将有效推动线上电商的发展，增加公司营收。

在聚焦国内市场的同时，公司启动海外品牌建设布局。通过加大自有产品品牌营销并借一带一路向海外延伸。公司海外市场长期以OEM/ODM为主，未来将向着加大ODM比重以及自有品牌两大方向拓展。目前公司服务了全球70%知名品牌，ODM比重增加或将进一步提高公司产品毛利水平，给客户特别是新兴客户提供更好的服务。其次公司在收购SIGG品牌后，在利用SIGG原有市场渠道的基础上借力发展自身品牌，这或将为公司带来新的市场空间。

4. 盈利预测和投资结论

公司作为世界杯具龙头，目前服务了全球近70%的知名品牌。未来随着公司自有品牌业务逐步加强，海外ODM业务比例逐步提高，公司营收或将继续稳健增长。我们预计公司2017、2018年每股收益分别为0.41元与0.52元，对应目前PE23.1倍以及18.7倍，给予推荐评级。

风险提示：汇率大幅波动的风险，公司高端产品投放不及预期的风险

图表 10: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	93.70	186.17	404.06	727.32	633.51	营业收入	758.43	1,341.54	1,650.0	2,062.6	2,475.1
应收账款+票据	106.24	129.85	244.98	223.55	338.68	营业成本	527.91	863.81	1,061.0	1,324.2	1,584.0
预付账款	5.00	6.78	7.69	10.37	11.23	营业税金及附加	5.72	11.69	14.38	17.97	21.56
存货	123.11	267.13	276.97	353.60	400.73	营业费用	85.73	140.37	156.76	206.26	252.46
其他	3.80	12.76	12.76	12.76	12.76	管理费用	101.28	167.42	202.96	253.70	304.44
流动资产合计	331.84	602.69	946.46	1,327.6	1,396.9	财务费用	-4.71	-2.54	16.40	7.62	6.48
长期股权投资	53.66	91.14	91.14	91.14	91.14	资产减值损失	1.55	13.44	5.16	5.16	5.16
固定资产	294.60	313.54	426.09	563.90	534.87	公允价值变动收	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	46.84	171.35	213.00	50.00	0.00	投资净收益	-1.80	-1.52	0.00	0.00	0.00
无形资产	60.60	113.72	108.89	104.07	99.24	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	71.30	90.95	89.35	87.75	87.75	营业利润	39.64	145.84	193.43	247.70	300.94
非流动资产合计	527.00	780.71	928.48	896.86	813.00	营业外净收益	5.98	-0.36	1.11	1.11	1.11
资产总计	858.84	1,383.4	1,874.9	2,224.4	2,209.9	利润总额	45.63	145.48	194.54	248.81	302.05
短期借款	23.00	61.02	0.00	0.00	0.00	所得税	8.59	28.55	29.18	37.32	45.31
应付账款+票据	127.16	247.15	177.25	352.43	281.21	净利润	37.04	116.94	165.36	211.49	256.75
其他	22.74	112.36	64.85	149.72	97.77	少数股东损益	-0.16	-2.21	-1.27	-1.63	-1.98
流动负债合计	172.90	420.53	242.11	502.15	378.98	归属于母公司净	37.20	119.15	166.63	213.12	258.72
长期带息负债	45.00	207.98	207.98	207.98	207.98	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	45.00	207.98	207.98	207.98	207.98	营业收入	1.57%	76.88%	23.00%	25.00%	20.00%
负债合计	217.90	628.51	450.08	710.13	586.95	EBIT	-40.56	227.28	34.55%	25.26%	20.80%
少数股东权益	3.84	7.48	6.21	4.58	2.61	EBITDA	-22.18	157.54	37.26%	25.72%	16.62%
股本	182.40	273.60	329.36	329.36	329.36	归属于母公司净	20.25%	220.30	39.86%	27.90%	21.40%
资本公积	253.02	163.26	707.50	707.50	707.50	获利能力					
留存收益	201.68	310.54	381.78	472.89	583.50	毛利率	30.39%	35.61%	35.70%	35.80%	36.00%
股东权益合计	640.94	754.89	1,424.8	1,514.3	1,622.9	净利率	4.88%	8.72%	10.02%	10.25%	10.37%
负债和股东权益总	858.84	1,383.4	1,874.9	2,224.4	2,209.9	ROE	5.84%	15.94%	11.75%	14.12%	15.97%
						ROIC	5.85%	17.35%	17.39%	15.20%	21.33%
						偿债能力					
						资产负债	25.37%	45.43%	24.01%	31.92%	26.56%
						流动比率	1.92	1.43	3.91	2.64	3.69
						速动比率	1.19	0.77	2.71	1.91	2.59
						营运能力					
						应收账款周转率	7.34	10.64	6.86	9.47	7.45
						存货周转率	4.29	3.23	3.83	3.74	3.95
						总资产周转率	0.88	0.97	0.88	0.93	1.12
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.09	0.29	0.41	0.52	0.63
						每股经营现金流	0.19	0.63	-0.02	1.21	0.13
						每股净资产	1.55	1.82	3.46	3.68	3.95
						估值比率					
						市盈率	107.02	33.41	23.89	18.68	15.39
						市净率	6.25	5.33	2.81	2.64	2.46
						EV/EBITDA	24.79	15.20	12.19	8.83	7.92
						EV/EBIT	40.16	19.37	15.85	11.53	9.98

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064