

哈尔斯 (002615) \ 轻工制造

——主力消费人群换挡，迎合需求多元化

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**9.08元**
 目标价格：**元**

投资要点：

➤ 战略明晰，发展稳定

公司提出三四五的发展战略，目前已经实现其中的标准化生产和自动化生产。前三季度公司营业收入达到9.82亿元，同比增长8.6%，归母净利润1.06亿元，同比增长25.13%。从产品销售结构来看，国外业务仍为公司业绩主要驱动因素，2017年H1国外业务占比达到71.97%。我们认为随着公司在国内渠道逐步梳理，国内业务或将成为未来主要增长新动力。

➤ 消费升级导致行业迅速增长

我国杯壶人均保有量达到0.45亿只，与发达国家2008年末人均0.65只水平仍有差距。我们认为随着消费升级以及二胎政策影响，我国未来杯壶行业增长有较高潜力。

➤ 公司作为杯壶龙头，增长潜力高

短期来看，公司增长将受益于新增800万产能的相继投产，这将使公司2019年金属器皿销售额到达19亿元以上；中期来看，公司通过收购SIGG、自创Nonoo、IP合作提高公司产品品牌和毛利率；远期来看，公司向真空小家电发展或将打开新的增长空间。

➤ 盈利预测

我们预测公司2017-2019年营业收入分别为15.4亿元、18.2亿元以及22.2亿元，同比增长15%、18%以及22%，每股EPS0.38元、0.46元以及0.56元，给予推荐评级。

➤ 风险提示

产能投产不及预期的风险，自有品牌发展不及预期的风险，多元化发展不及预期的风险，海外订单不及预期的风险。

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)	2,135
每股净资产 (元)	1.95
资产负债率 (%)	46.11
一年内最高/最低 (元)	12.42/8.50

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

邢瀚文 研究助理
 电话：0510-85613752
 邮箱：xinghw@glsc.com.cn

相关报告

- 《哈尔斯 (002615) \ 轻工制造行业》
《非公开发行获批，高端产能逐步释放》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	758.43	1,341.54	1,542.77	1,820.47	2,220.97
增长率 (%)	1.57%	76.88%	15.00%	18.00%	22.00%
EBITDA (百万元)	73.55	189.42	246.02	296.30	349.13
净利润 (百万元)	37.20	119.15	154.74	187.05	231.27
增长率 (%)	-47.10%	220.30%	29.87%	20.88%	23.64%
EPS (元/股)	0.09	0.29	0.38	0.46	0.56
市盈率 (P/E)	100.18	31.28	24.08	19.92	16.11
市净率 (P/B)	5.85	4.99	2.64	2.50	2.34
EV/EBITDA	23.25	14.30	11.93	8.94	7.99

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	战略明确的杯壶龙头.....	4
2.	消费升级导致行业迅速增长.....	6
2.1.	消费人群增长叠加消费升级.....	7
2.2.	杯壶市场细分导致规模变大.....	10
3.	从一向多, 全品类壶杯覆盖.....	13
3.1.	OEM/ODM 继续稳固.....	15
3.2.	收购 SIGG、IP 合作, 切入细分市场.....	17
3.3.	小家电打开公司多样化空间.....	22
4.	盈利预测.....	23
5.	风险提示.....	24

图表目录

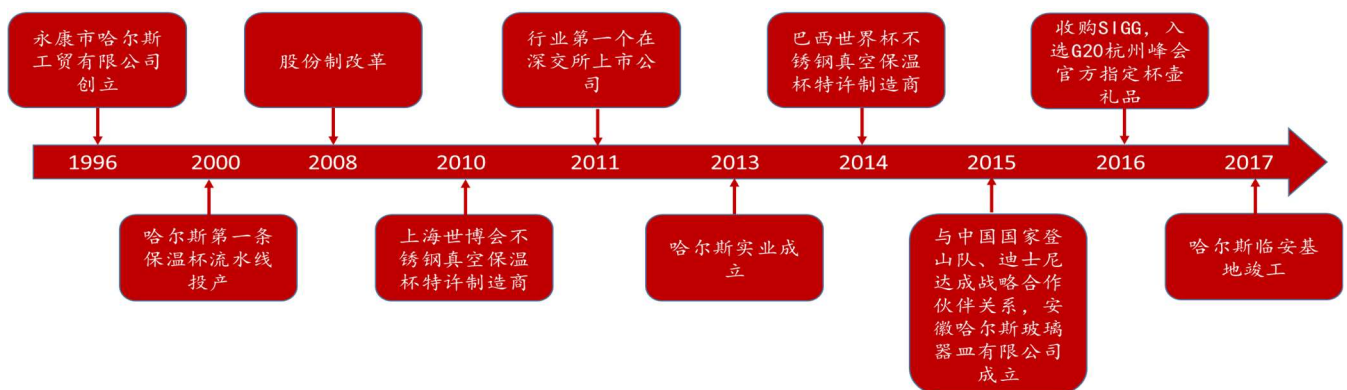
图表 1:	公司历史沿革.....	4
图表 2:	公司结构图.....	4
图表 3:	公司战略.....	5
图表 4:	营收利润增速下降.....	5
图表 5:	国外仍为公司主要驱动因素.....	5
图表 6:	毛利净利有所提升.....	6
图表 7:	期间费用率总体平稳, 结构略有变化.....	6
图表 8:	产品多样化, 不锈钢产品仍为主要收入来源.....	6
图表 9:	主要产品毛利稳健提升.....	6
图表 10:	杯子发展.....	7
图表 11:	真空保温器皿行业规模.....	8
图表 12:	人均收入增长.....	8
图表 13:	2015 年人口分年龄占总人口抽样比例.....	9
图表 14:	生育人群年龄占比.....	9
图表 15:	学历占比.....	10
图表 16:	不同人群需求不同.....	10
图表 17:	不同杯子比较.....	11
图表 18:	杯子需求增多.....	11
图表 19:	2015 年我国真空保温器皿保有量.....	12
图表 20:	高端杯市场.....	12
图表 21:	户外杯 2020 年市场规模预测.....	13
图表 22:	儿童杯市场.....	13
图表 23:	公司产品升级&市场延伸.....	14
图表 24:	公司发展沿革.....	15
图表 25:	产能提升与海外客户拉动公司增长.....	15
图表 26:	2016 年大客户增长导致公司份额增长.....	16
图表 27:	哈尔斯轻量杯仅 177 克.....	16
图表 28:	轻量杯杯体无缝.....	16
图表 29:	800 万高端杯项目预算.....	17
图表 30:	Nonoo 产品.....	17
图表 31:	中端产品以杯子造型比拼为主.....	18
图表 32:	物生物产品.....	18
图表 33:	Nonoo 品牌引入管理团队.....	19

图表 34: 迪士尼卡通人物覆盖年龄段广	20
图表 35: 漫威青年人群受众多	20
图表 36: 迪士尼、漫威微博关注数	20
图表 37: 迪士尼 Facebook 关注数	20
图表 38: 哈尔斯蜘蛛侠杯	21
图表 39: 迪士尼其他 IP	21
图表 40: SIGG 历史沿革	21
图表 41: SIGG 产品图	22
图表 42: SIGG 的马龙 IP 产品	22
图表 43: 哈尔斯电热水壶	23
图表 44: 公司预计达产后情况	23
图表 45: 估值比较	24
图表 46: 财务预测摘要	25

1. 战略明确的杯壶龙头

哈尔斯成立于1996年5月，前身是哈尔斯工贸。从2000年哈尔斯建立第一条保温杯生产线开始，公司始终专注于不锈钢真空保温器皿的研发设计与生产销售。2011年公司在深交所上市，凭借上市为公司带来的资金优势，公司在2015年度KA渠道占有率达到19.4%位居行业第一。2016年公司通过收购SIGG完善了公司的产品链，使得公司中高低端产品全覆盖。

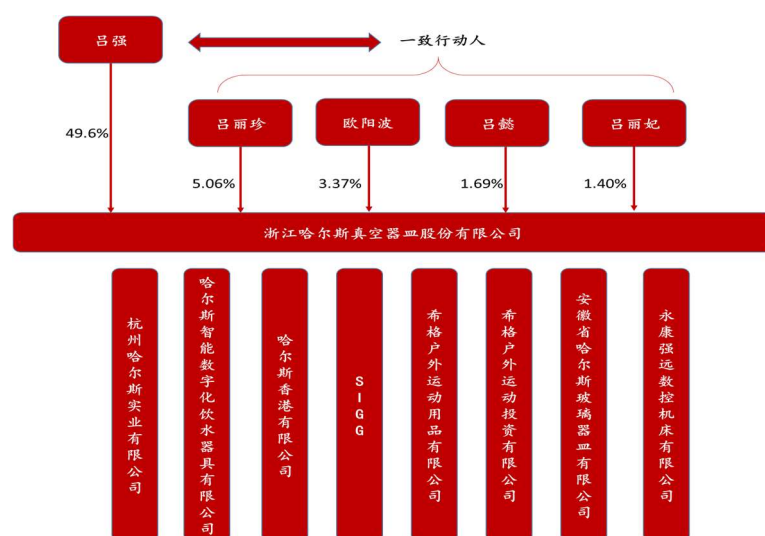
图表 1: 公司历史沿革



来源：公司官网，国联证券研究所

公司自上市起实际控制人未有变化，为董事长吕强先生，股权占比49.59%，吕丽珍（5.06%）、欧阳波（3.37%）、吕懿（1.69%）以及吕丽妃（1.4%）是吕强先生一致行动人，共占有股份11.52%。吕强先生家族共占有股份61.11%，控股结构较为稳定，且吕强先生目前仍有增持公司股份的计划。

图表 2: 公司结构图

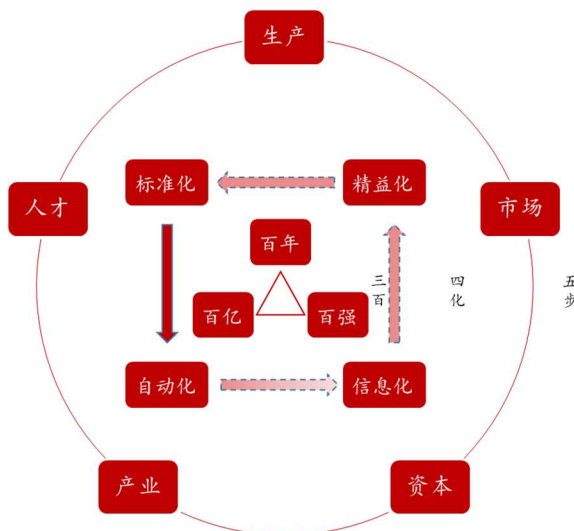


来源：公司公告，国联证券研究所

自成立以来，公司战略十分明晰。公司提出三四五的发展战略，即三百：百年企业、百亿企业、百强企业；四化：标准化、自动化、信息化、精益化；以及五步：人

才、产业、资本、市场和生产。从目前来看，公司已经将非标准化生产的杯壶产业标准化，公司九月份新建成的工厂已实现自动化，而公司目前正向着信息化生产的目标发展，未来公司的长远目标是实现精益化生产。目前公司已经将生产线划分为事业部，激发员工生产积极性。

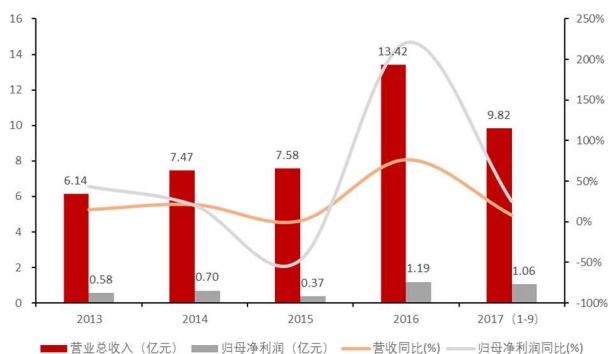
图表 3: 公司战略



来源：公司公告，国联证券研究所

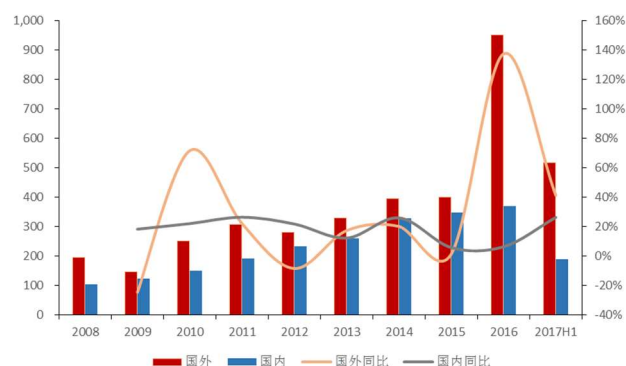
前三季度公司营收净利增速放缓，营业收入达到 9.82 亿元，同比增长 8.6%，利润总额 1.18 亿元，同比增长 20.4%，归母净利润 1.06 亿元，总同比增长 25.13%。从产品销售结构来看，国外业务仍为公司业绩主要驱动因素，2017 年 H1 国外业务占比达到 71.97%。当然，我们认为随着公司在国内渠道逐步梳理，国内业务或将成为未来主要增长来源。

图表 4: 营收利润增速下降



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5: 国外仍为公司主要驱动因素

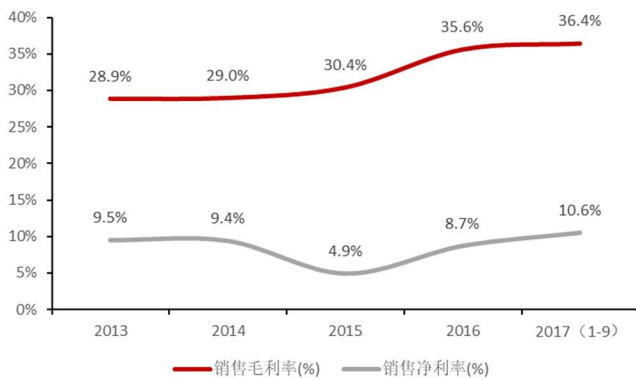


来源：Wind，国联证券研究所

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，前三季度公司毛利率 36.43%，较去年同期增长 0.27%。期间费用率微增 1.30% 至 24.66%，其中销售费用率减少 1.30% 至

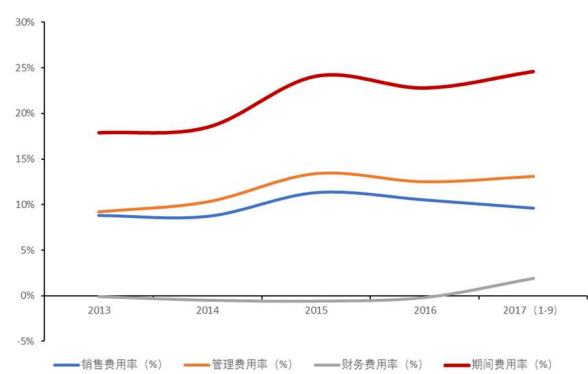
9.60%，管理费用率增加 0.84%至 13.15%，财务费用率由于汇兑损益以及借款利息增加 1.78%至 1.91%。公司净利率达到 10.55%，较去年同期增加 1.28%，这是毛利提升以及三费稳定共同作用的结果。

图表 6: 毛利净利有所提升



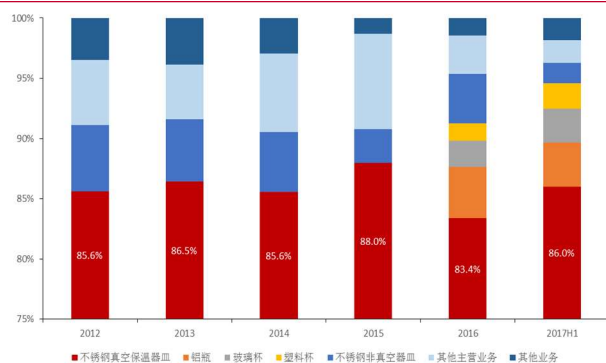
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 期间费用率总体平稳, 结构略有变化



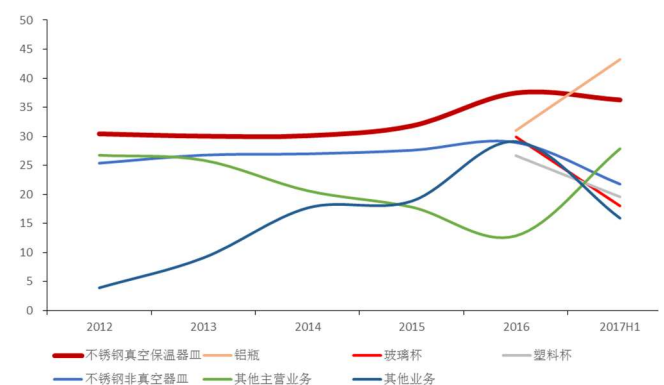
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 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 9: 主要产品毛利稳健提升



来源: Wind, 国联证券研究所

第三季度公司营收 2.64 亿元, 同比减少 30.71%, 归母净利润 0.30 亿, 同比减少 42.31%, 公司预计 2017 全年净利润变动幅度 20%-50%, 变动区间 1.43 亿至 1.79 亿元, 即第四季度净利润在 3700 万元至 7300 万元, 同比增长 8.82%至 114.71%。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。

2. 消费升级导致行业迅速增长

杯子最本质的用途为储存液态物质。从人们发现材质的时间不同, 杯子经历了从木杯、陶杯向玻璃杯、塑料杯、金属杯发展的历程。在杯子满足人们储存液体的功能之后, 人们对其功能需求有了新的要求, 能保温、不烫手、便捷、轻便、展示个性等等。因此在 1892 年詹姆斯·杜瓦尔爵士发明了真空保温杯, 达到了保温的目的; 20 世纪初玻璃内胆保温瓶一经上市便在欧洲引发热潮; 1978 年, 膳魔师日本研发出商

品化的不锈钢双层高真空保温瓶。

图表 10: 杯子发展



来源：百度图片，国联证券研究所

2.1. 消费人群增长叠加消费升级

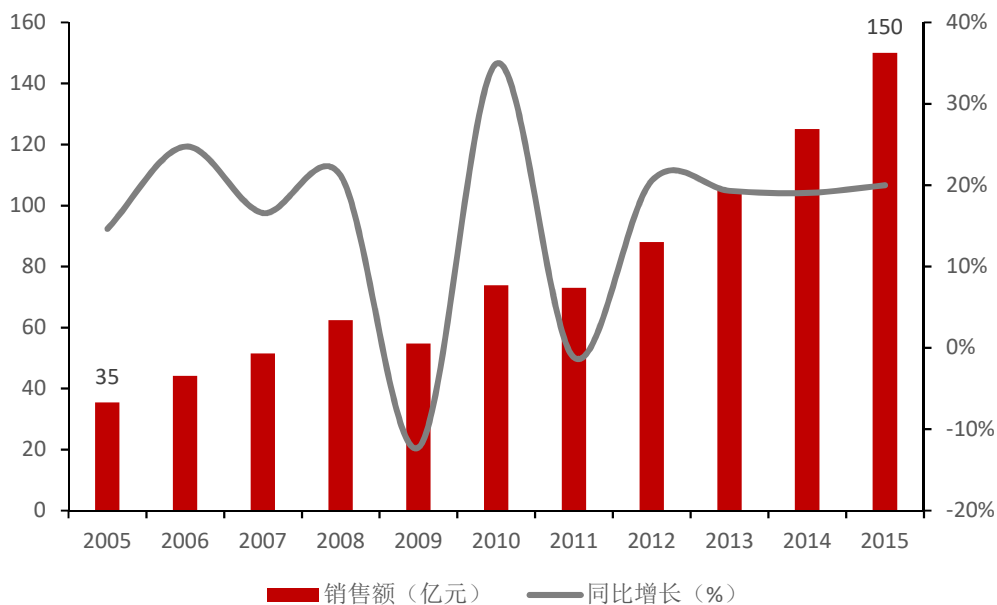
我国已有学者对真空器皿行业进行研究。在《新型消费品行业市场需求研究——以我国不锈钢真空保温器皿行业为例》一文中，作者通过 1998-2008 年行业数据进行回归分析得到我国不锈钢真空器皿行业规模模型为：

$$LN = 0.1979 - 0.1957L_{ENG_t} + 0.9192L_{EX_t} + 0.0249L_{RGDP_t} + 0.077L_{PEO_t} + 0.026L_{ETRAX_t}$$

回归结果显示，出口对我国不锈钢保温器皿市场规模有显著影响，当出口增加 1% 可以带来行业销售收入 0.92% 的增长。影响我国不锈钢保温器皿市场规模增长的其他因素包括经济增长、消费结构升级、人口总数扩大以及生活方式不断改进，他们每增加 1% 就会分别对我国真空器皿行业销售带来 0.03%、-0.19%（恩格尔系数每下降 1%）、0.08% 以及 0.03% 的增长。从模型中我们可以看出出口仍是决定行业销售收入的主要因素，但随着消费升级、消费人群结构的变化，国内影响因素对于行业的影响在逐步扩大。

真空保温器皿作为可选消费品受收入约束曲线与消费偏好影响，因此真空保温器皿规模增长受居民消费水平提升以及消费人群迁移影响。而随着我国人均收入提高、居民消费偏好改变，真空保温器皿市场从 2005 年的 35 亿元规模目前增长至 2015 年的 150 亿元的市场规模，CAGR 达到 15%。

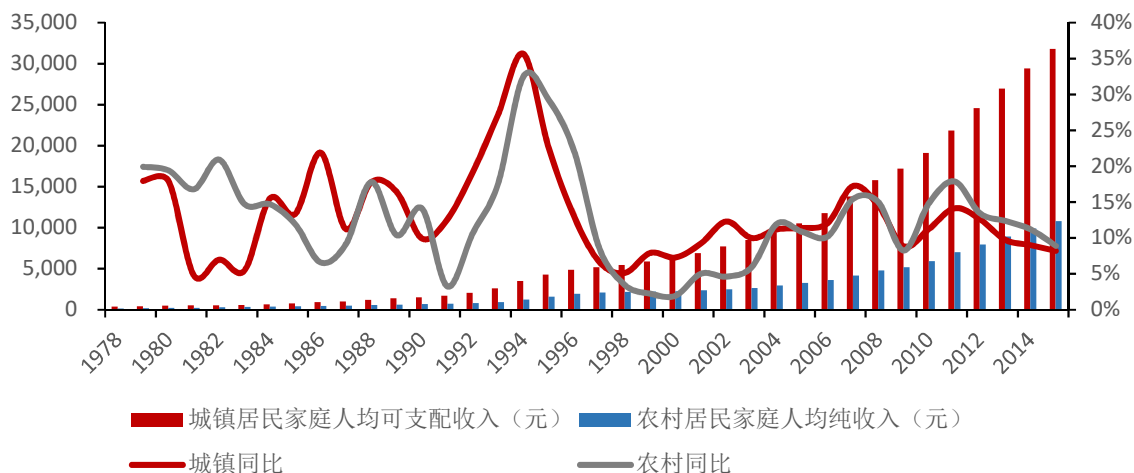
图表 11: 真空保温器皿行业规模



来源: 中国日用杂品工业协会, 国联证券研究所

从我国居民人均收入增长来看, 2009 年居民人均增长有较大的回落, 而真空保温器皿的销售额出现负增长; 2010 年居民收入水平复苏时, 真空器皿也有较大程度增长。当然在 2013 年之后这两者的相关性有所降低。2013 年之后居民收入增速较之前有所回落, 但真空器皿市场仍保持 20% 增长。这是由于居民消费水平在超过临界值后的消费升级带动以及随时间变化主流消费人群的迁移。消费者购买产品开始从“无到有”向“有到优”进行转变。

图表 12: 人均收入增长

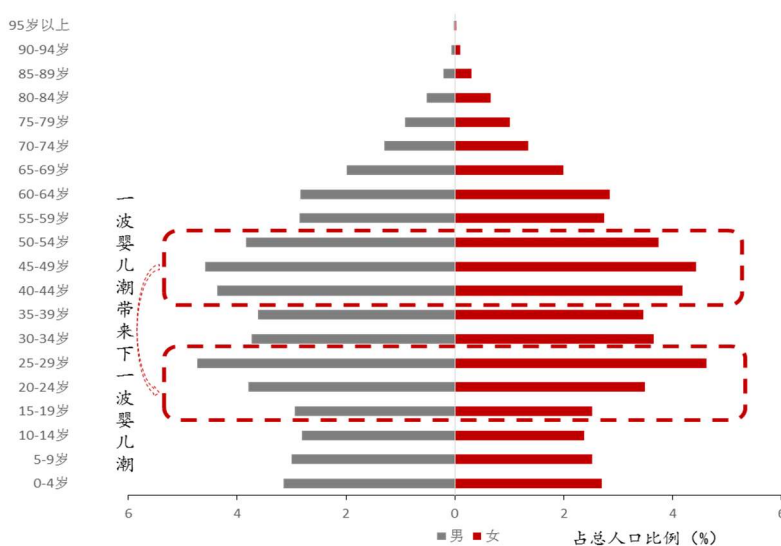


来源: Wind, 国联证券研究所

影响可选消费品的另一个因素是消费人群的变化。代际间人群偏好、人口数量的变化将显著影响消费习惯进而使得消费的产品在代际间产生明显差异。随着 80-90 后

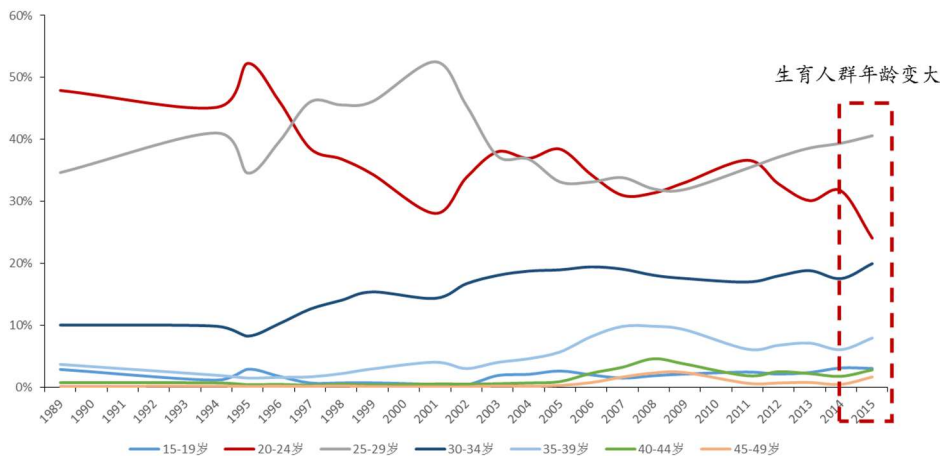
婴儿潮年龄增长、消费能力提高，主流消费人群逐渐从上一波婴儿潮（60-70后）向80-90后迁移。那么由于成长环境及物质水平的不同，导致80-90后更崇尚个性化、理性化、轻奢化消费。这使得高性价比产品得到青睐。同时，由于国家政策、人们生育理念、接受教育年限的不同，导致人口数量和婴儿潮持续时间在代际间也有不同。这影响到产品升级表现出来的力度和持续时间的不同。

图表 13: 2015 年人口分年龄占总人口抽样比例



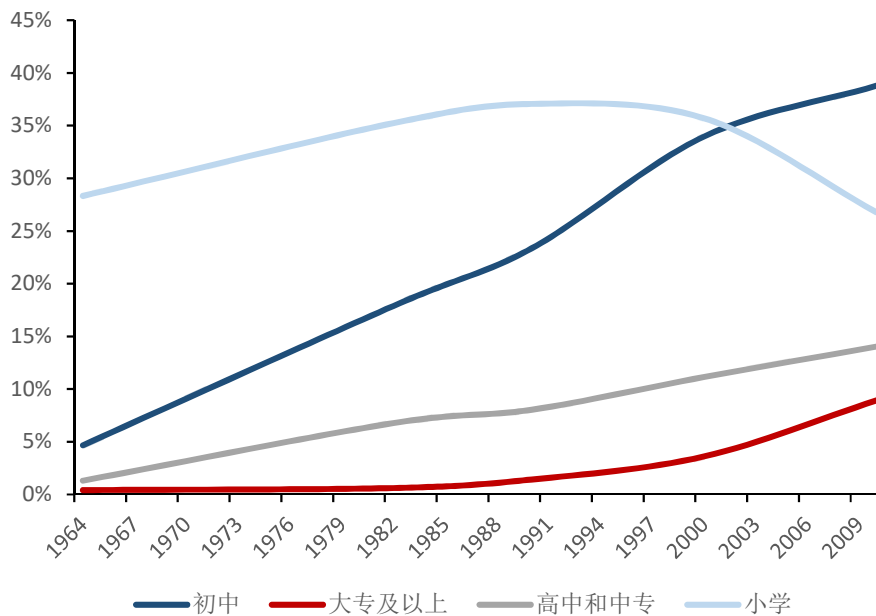
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 生育人群年龄占比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 学历占比



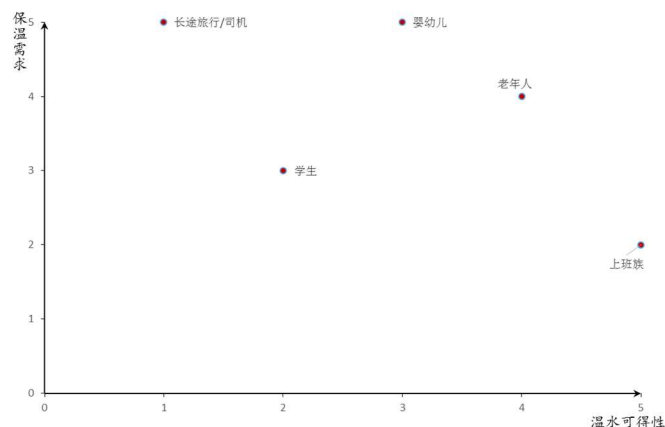
来源: Wind, 国联证券研究所

由于二胎政策、我国人口学历变高引起的生育年龄后置导致以及理念变化导致的生育人群生育年龄变大,使得未来我国新生婴儿潮持续时间更长但波峰更为平缓。这将对家庭消费结构产生持续的影响。

2.2. 杯壶市场细分导致规模变大

就杯壶器皿而言,不同年龄段人群的需求不同,婴幼儿更偏向于温水冲奶粉以及热水的可得性,因此更倾向于选择塑料杯以及便携壶;学生和上班族由于热水可得性高、更倾向于展示自我,因此喜好外表独特的杯子;司机由于热水可得性低,需要保温杯或保温壶。

图表 16: 不同人群需求不同



来源: 国联证券研究所调研整理

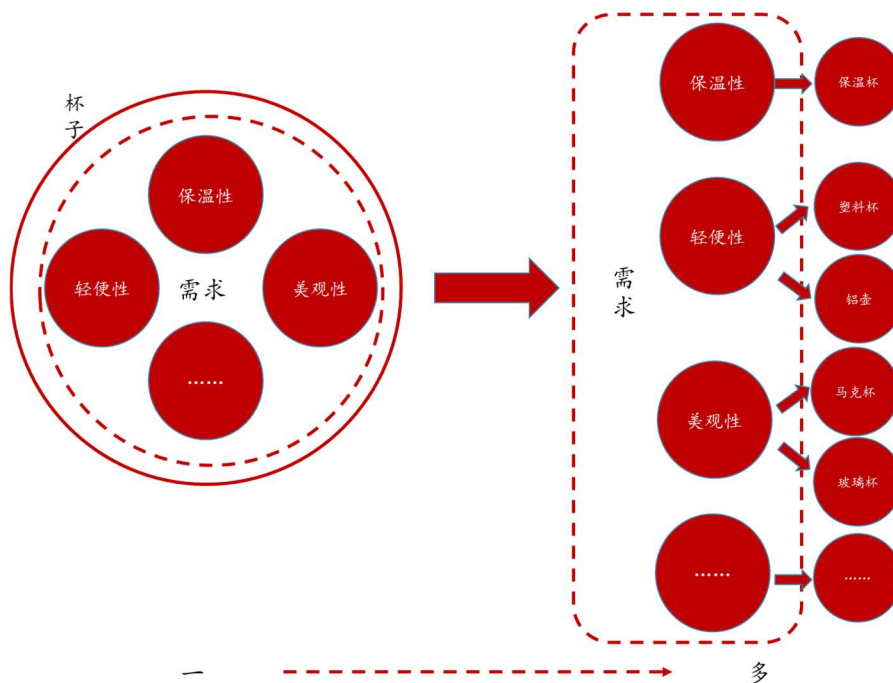
图表 17: 不同杯子比较

性能比较	保温杯	塑料杯	陶瓷杯	玻璃杯
重量	★★★	★★★★★	★	★★
便携性	★★★★★	★★★★★	★	★★
易清理度	★★	★★	★★★★	★★
保温性	★★★★★	★★	★	★★
耐碎性	★★★★★	★★★★★	★	★
耐腐蚀性	★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★

来源: 国联证券研究所

杯子性能需求的细分化导致杯子需求的增加。在“无到有”时期，人们购买杯子需要综合考虑保温性、便捷性、美观性等并在各种杯子中选择最符合产品，即根据杯子选需求。在目前“有到优”时期，人们往往会根据不同需求的考量购买不同的杯子，比如考虑保温性购买保温杯；轻便性购买塑料杯；美观性购买马克杯等等，即根据需求买杯子。由于我们国家城乡消费水平、东西消费水平的差异，目前出现了“无到有”与“有到优”一同出现的现象。

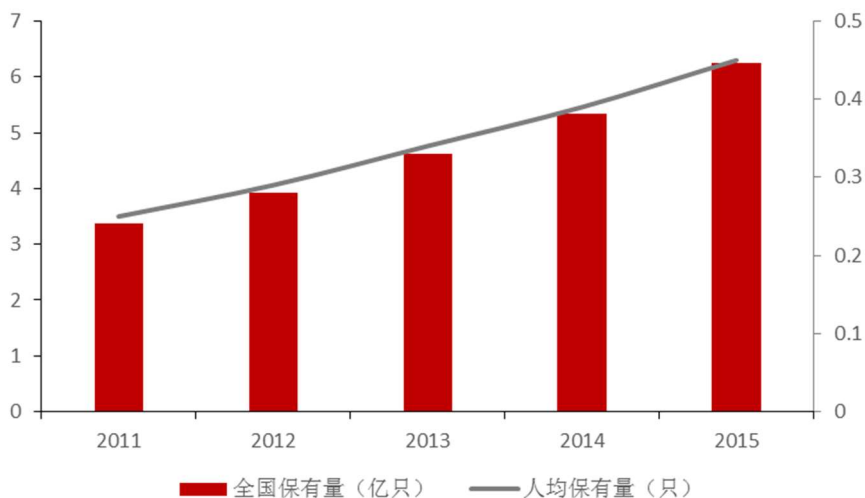
图表 18: 杯子需求增多



来源: 国联证券研究所

随着居民收入的提升以及消费升级，我国不锈钢真空保温器皿市场逐步提高。2015 年我国不锈钢真空保温器皿市场保有量达到 6.25 亿只，人均保有量达到 0.45 亿只，接近发达国家 2008 年末人均 0.37-0.65 只水平。

图表 19: 2015 年我国真空保温器皿保有量

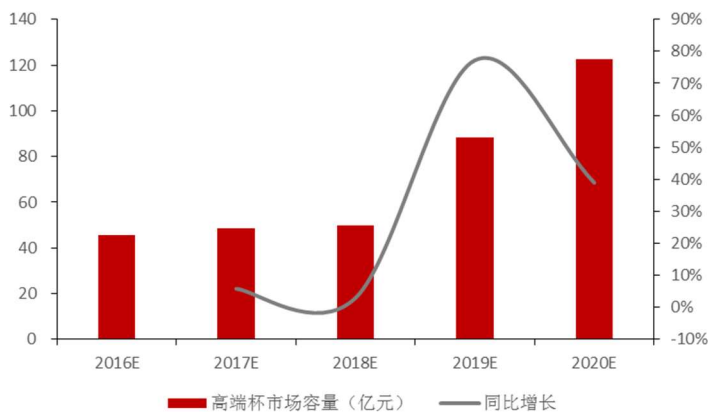


来源: 中国日用杂品工业协会杯壶分会, 国联证券研究所

我们认为, 在消费升级和人口结构变化的大趋势下, 未来在高端杯、户外智能杯以及幼儿杯方面将有较大市场空间。

根据中国日用杂品工业协会杯壶分会的预测。与日本相比较, 根据统计 2015 年日本高端杯保有量约为 0.46 亿只, 占保温杯保有量 36% 的份额。若按照 2015 年全球的发达国家人口 10 亿人、发达国家保温杯 0.65 只/人的人均保有量以及高端杯 30% 的市场渗透率、每只高端杯售价 200 元来计算, 全球发达国家高端杯市场容量约为 390 亿元。到 2020 年随着我国全面建成小康社会的战略完成, 我国人民消费水平与消费意愿将有进一步提高。我国保温杯市场受益于此, 人均保有量和高端杯占比或将有所提升。假设到 2020 年, 我国主要发达省市和地区保温杯人均保有量 0.65 只, 高端杯占比 25%, 其他地区保温杯人均保有量 0.55 只, 高端杯占比 15%, 结合我国人口增长速度和高端杯售价情况, 预测 2016-2020 年我国高端杯市场容量约有 120 亿元。

图表 20: 高端杯市场



来源: 中国日用杂品工业协会杯壶分会, 国联证券研究所

随着家居产品智能化的发展，杯子也出现向更多样化、更智能化、更人性化、更个性化的发展趋势，智能杯将能实现营养成分的检测、智能饮水提醒、智能水质监测、制定个性化健康饮水计划、社交功能、移动通讯和智能定位等功能，可以满足户外运动群体和儿童群体对精准饮水的需要。

在近十几年的时间里，户外运动逐渐走热并高速发展。2015年中国的户外运动参与人数已达到1.3亿，约占全国总人口的10%，相比2010年，在不到5年时间里，中国户外运动的参与人数已翻倍增长。根据国家体育总局发布的《体育发展“十三五”规划》预计2020年，中国户外运动人群规模将达到4.35亿人。户外运动会带来相关户外用品的同幅度增涨。杯壶往往是户外运动必备装备之一且户外运动群体对自己的健康指标更为关注、更需要精确计量摄入水分。因此，未来户外运动群体的快速增长或将刺激户外杯、智能杯产品的快速发展。我们按照2020年锻炼人群4.35亿估计，预计中性情况下运动杯市场规模将达到至少69亿元水平。

图表 21：户外杯 2020 年市场规模预测

	2020 年经常锻炼人数 (亿人)	杯子使用率	杯子数量 (亿个)	杯子价格 (元)	市场规模 (亿元)
下限		10%	0.435		17.4
中性	4.35	40%	1.74	40	69.6
上限		70%	3.045		121.8

来源：国联证券研究所

智能杯在婴幼儿领域亦有较大的市场空间。随着我国“二胎”全面放开，我国预测未来每年或将有1700万至2000万婴幼儿出生，中国将迎来生育小高峰。由于婴幼儿需要杯壶场景多，如冲奶奶壶、随时使用热水的保温壶、断奶后焖烧杯以及幼儿园、小学期间保温杯等，我们乐观估计每年会为保温壶市场带来近16亿元市场规模；保温杯20亿元市场规模以及焖烧杯15亿元市场规模。

图表 22：儿童杯市场

保温壶					
	新生儿数 (万人)	渗透率	保温壶每年需求量 (万个)	保温壶价格 (元)	市场规模 (亿元)
上限	2000	80%	1600	100	16
下限	1700	50%	850	60	5.1
保温杯					
	新生儿数 (万人)	渗透率	保温杯每年需求量 (万个)	保温杯价格 (元)	市场规模 (亿元)
上限	2000	100%	2000	100	20
下限	1700	50%	850	40	3.4
焖烧杯					
	新生儿数 (万人)	渗透率	焖烧每年需求量 (万个)	焖烧杯价格 (元)	市场规模 (亿元)
上限	2000	85%	1700	90	15.3
下限	1700	40%	680	40	2.72

来源：国联证券研究所

3. 从一向多，全品类壶杯覆盖

公司主营不锈钢真空保温器皿，产品包括保温杯、保温瓶、保温壶、保温饭盒、

焖烧壶、真空保温电热水壶等，从公司分季度营收来看，保温杯受益于天气变冷，因此在下半年营收较好。2015 年公司新增了玻璃、塑料（PP、PC、Tritan）等材质产品以切入更多细分市场并平衡原有业务季度销售不均匀。2016 年公司通过收购瑞士品牌“SIGG”切入高端市场并以此向智能饮水器具市场发展。目前公司以形成了涵盖不锈钢、玻璃、铝、塑料等多种材质的产品，产品线也由中低端向高中低端以及细分市场发展。虽然公司目前营收仍然依靠 ODM，但通过差异化竞争与切入细分市场，公司可以较好的规避与代工品牌直接竞争。我们认为随着公司未来产品推过逐步完善，产品线逐步建立，公司或将继续高速发展。

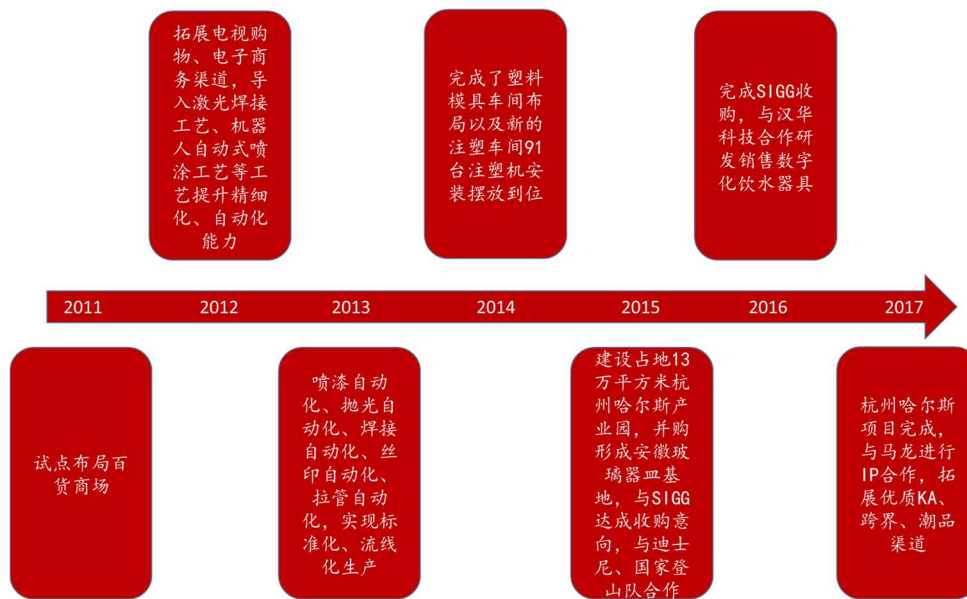
图表 23：公司产品升级&市场延伸



来源：公司官网，国联证券研究所

从公司历史发展来看，公司经历了扩渠道、提质量、多样化三个阶段，目前公司服务了全球 70% 知名品牌，并在稳固海外客户的基础上通过差异化竞争，积极布局自主品牌建设。目前公司已形成 SIGG、Nonoo、哈尔斯等一系列品牌阵列，通过向高端市场发展以及切入细分市场为公司提供增长动能。

图表 24：公司发展沿革

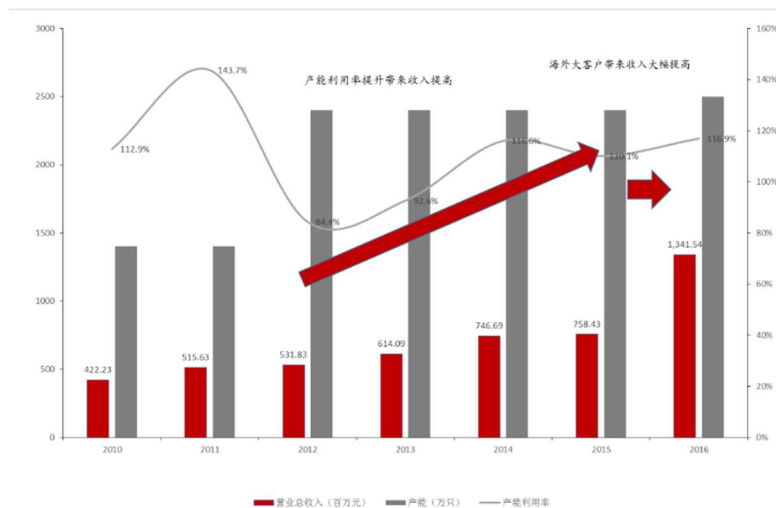


来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.OEM/ODM 继续稳固

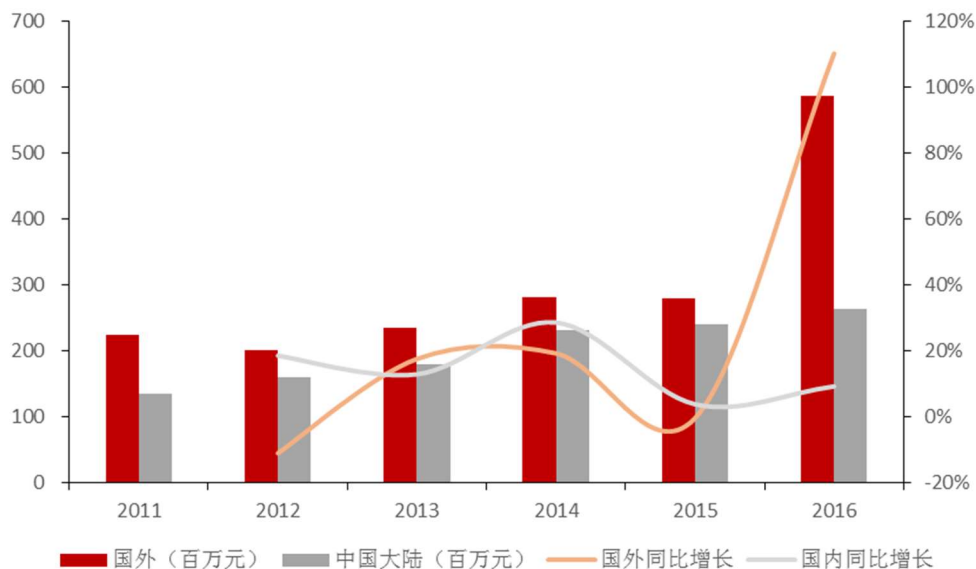
从公司营收增长情况来看，公司 OEM/ODM 产品的增长来源于产能、产能利用率提升以及海外大客户的拉动。2012 年公司 IPO 募集项目投产，产能从 2011 年的 1400 万只增长至 2012 年的 2400 万只，产能利用率从 143% 下降至 84%。在之后的三年时间里，公司通过消化增长产能营业收入从 5.3 亿增长至 7.6 亿，2015 年产能利用率提高至 110%。在 2016 年由于公司产品质量领先，吸引了如 Hydro flask、yeti 等品牌大客户使得海外收入大幅提高。公司也有益于此，营业收入从 7.6 亿元大幅提高至 13.4 亿元。

图表 25：产能提升与海外客户拉动公司增长



来源：Wind，国联证券研究所

图表 26: 2016 年大客户增长导致公司份额增长



来源: Wind, 国联证券研究所

我们认为公司未来 OEM/ODM 业务仍将稳步提高。原因有三:

1. 公司产能持续提升。随着公司杭州基地的投产, 公司将新增 800 万高端杯产能。且这些产能均为高端杯产能, 这将提高已有客户粘性并为公司吸引新的客户。

2. 公司产品质量有较为明显的领先优势。公司目前拥有五项领先行业技术, 分别是不锈钢旋薄拉伸成形技术、激光自动化焊接技术、三室连续式无尾真空钎焊技术、产品表面智能抛光技术。这些技术使得公司的产品更加轻量化, 良品率也有所提高。公司目前的高端杯生产线可以使材料用量减少 30%且良品率提高至 99%, 这将有效控制产品成本, 提高公司毛利率水平。

图表 27: 哈尔斯轻量杯仅 177 克



来源: 哈尔斯微信公众号, 国联证券研究所

图表 28: 轻量杯杯体无缝



来源: 哈尔斯微信公众号, 国联证券研究所

3.较高的设备更新投入使得高端杯市场形成进入壁垒。此次公司 800 万高端杯厂房仅设备和厂房改造费花费 4 亿多元，这对于行业其他公司而言有较高的进入壁垒，因此公司在高端杯代工方面或将存在较强的优势。

图表 29：800 万高端杯项目预算

投资项目	投资金额（万元）	占比
仓储设备及厂房改造费	7120	12.58%
设备购置费	33758.5	59.64%
预备费	1687.93	2.98%
铺底流动资金	14038.31	24.80%
合计	56604.73	100%

来源：公司公告，国联证券研究所

3.2. 收购 SIGG、IP 合作，切入细分市场

根据中国日用杂品协会杯壶分会的预测，未来在高端杯市场、户外杯市场以及婴幼儿杯市场均将有三倍以上增长。目前来看，细分市场表现出来需求多样化、快消化的趋势。这就要求公司能够迅速反应、快速创新为客户提供多样化的服务。从公司在 OEM 产品稳健增长的同时，通过创立自有产品、收购 SIGG 以及 IP 合作切入到有巨大增长潜力的细分市场中。

➤ 创立 Nonoo，迎合年轻人群

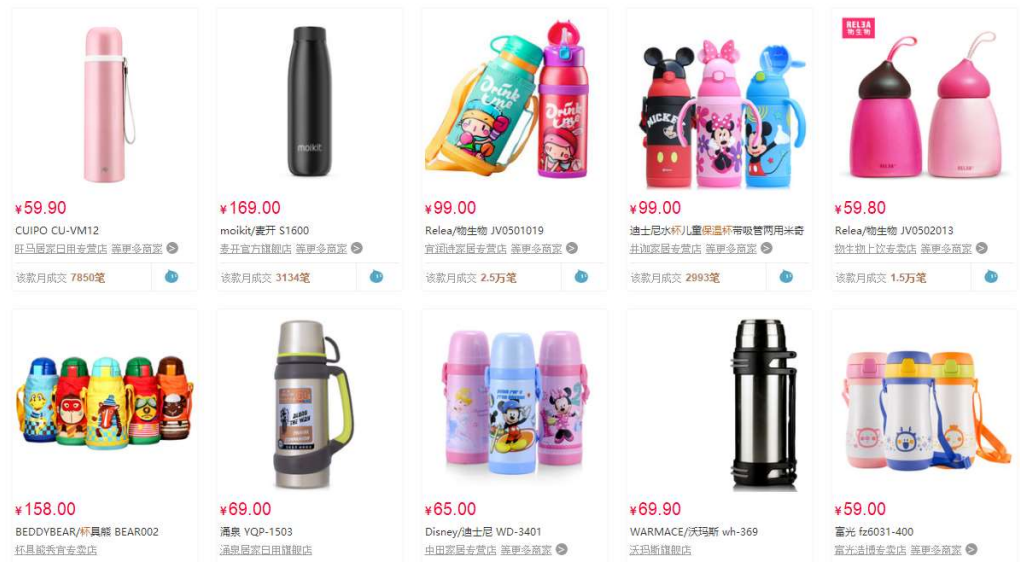
目前我国 80、90 后共有 4.32 亿人。与上一代婴儿潮 60 后人群相比，他们更倾向于如何展现自我。这就使得与表现自我相关的产品市场空间急剧变大。公司通过与洛可可合作，开发出迎合这类群体的 Nonoo 杯。Nonoo 价格定位在 80-180 元之间，通过差异化定价、较高的质量和新潮的设计与低端杯拉开差距，并与高端杯形成差异化竞争。在这个价位的市场中，主要的竞争者包括苏泊尔、物生物等厂家，由于产品质量相差不大，各个厂家均将注意力放在了杯子的创新上面。

图表 30：Nonoo 产品



来源：Nonoo 微信公众号，国联证券研究所

图表 31: 中端产品以杯子造型比拼为主



来源: 天猫, 国联证券研究所

以物生物为例, 物生物与行言、物生物、为先设计团队合作, 通过设计创意杯子, 为客户带来时尚新体验, 2016 年双十一仅一天时间公司销售额达到 1700 万, 2017 年公司在天猫销售额达到 2.18 亿元。目前公司产品包含焖烧罐、SPA 保温杯、钛合金杯等。

图表 32: 物生物产品



来源: 天猫, 国联证券研究所

Nonoo 品牌已成立两年时间, 之前由于公司国内管理层频繁更换的原因, 导致并未有所发展。从 2017 年开始, 公司通过线上线下双线出击, 大力推广 Nonoo 品牌。公司在线上通过设立电商旗舰店、微信产品试用、微博推广、品牌微信群等手段吸引客户并形成较强的用户粘性。在线下公司通过进驻 LP 生活馆、伊藤洋华堂、生活佳等高端商场以及 1983、朴坊, 精品文创连锁和中域电信、极客范儿等数码潮品连锁等渠道并赞助各类新潮展会等进行产品宣传。

为了进一步提高 Nonoo 品牌活力，公司通过 Nonoo 管理团队入股形式实现该品牌独立运营。我们认为 Nonoo 独立品牌将进一步提高公司在中端产品的市场份额。并且与之前哈尔斯品牌定位相隔离，有益于公司未来品牌声誉的积累。独立品牌销量的提高或将大幅提高公司平均产品价格，对公司毛利率提升有较高的促进作用。

图表 33: Nonoo 品牌引入管理团队

股东名称	认缴金额 (万元)	出资比例 (%)
浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司	1020	51
宁波天犇企业咨询管理合伙企业	200	10
杭州旻大科创有限公司	780	39
合计	2000	100

来源：公司公告，国联证券研究所

➤ IP 合作，扩大产品影响

公司在通过自创品牌吸引受众人群的同时，也通过与已有 IP 进行合作，吸引 IP 粉丝，扩大在儿童和户外市场的受众人群。2015 年 4 月，公司与中国登山协会签署排他性战略合作协议，约定从 2015 年 5 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日，中国登山协会授权公司使用“中国登山协会战略合作伙伴”、“中国国家登山队战略合作伙伴”、“中国国家登山队水具行业专用产品（或指定产品）”荣誉称号及中国登山协会官方标识，中国国家登山战略合作伙伴和哈尔斯的联标；使用范围包括产品宣传、品牌宣传、市场营销活动、产品包装、产品促销及其他公开宣传载体。与中国登山协会的合作将对公司提升品牌形象、扩大在户外运动领域的影响有积极意义。2017 年 9 月公司子公司哈尔斯智能数字化饮水器具有限公司与知名乒乓球运动员马龙先生签署的授权。哈尔斯数字被授权在全球范围内的“SIGG”品牌及产品上有权使用其形象相关的信息，授权期限至 2018 年 12 月 31 日。马龙与公司采用自媒体联合推广分成的模式，线上线下全面铺开。目前两边团队加起来两三百客户，马龙自媒体粉丝超过 500 万，粉丝粘性高，有望有较高的转化率。通过世界冠军的联合推广，线上线下明星的推动，预计会带来销量快速增长。

2015 年 5 月，公司与迪士尼签订许可协议，约定从 2015 年 5 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日止，可以使用迪士尼标准人物形象、超能陆战队、小公主苏菲亚、玩具总动员 3、赛车总动员、赛车总动员 2、海底总动员、海底总动员 2、头脑特工队、恐龙当家。

图表 34: 迪士尼卡通人物覆盖年龄段广



来源: 连线杂志, 国联证券研究所

图表 35: 漫威青年人群受众多



来源: 百度百科, 国联证券研究所

与迪士尼的合作将为公司儿童及 80、90 后群体带来较高增量。从微博关注数来看, 迪士尼与漫威粉丝达到近千万级别, 虽然与 Facebook 五千万关注数有差距, 但依然具有庞大的潜在消费人群。

按照协议, 今年年末哈尔斯与迪士尼的合作即将到期。但是从我们调研情况以及目前公司出货状况来看, 公司与迪士尼的合作是长期的, 并且会选择优质 IP 进行合作, 今年 9 月份公司新产品就使用了星战、美队、蜘蛛侠等优质 IP。我们认为与迪士尼的合作或将在扩大儿童客户的同时, 受益于迪士尼影视产品的播放每年带来新的需求增量。

图表 36: 迪士尼、漫威微博关注数

	上海迪士尼度假区 http://weibo.com/SHdisneyresort 上海迪士尼度假区 关注 44 粉丝 72万 微博 1632 简介: 上海迪士尼度假区是中国大陆首座迪士尼度假区, 将于2016年6月16日盛大开幕。上海迪...	+ 关注
	迪士尼中国 http://weibo.com/disneychina 华特迪士尼(中国) 关注 339 粉丝 11万 微博 3959 简介: 迪士尼中国官方微博欢迎您的关注! 我们将带来有关迪士尼的一切: 电影、动画、游戏、主... 标签: 米奇 Mickey Pixar Marvel 迪士尼 漫威 皮克斯 Disney 小蜘蛛侠 迪士尼乐园 职业信息: 华特迪士尼中国公司	+ 关注
	迪士尼电影 http://weibo.com/disneymovie 迪士尼电影中国 关注 387 粉丝 505万 微博 5578 简介: 迪士尼发行, 最受欢迎! 《奇异博士》《侠盗一号: 星球大战外传》《海洋奇缘》《美女与... 标签: 迪士尼 电影 新片推荐 迪斯尼 复仇者联盟 皮克斯 Pixar 漫威 Marvel 钢铁侠	+ 关注
	迪士尼互动 http://weibo.com/dimgchina 迪士尼在线 / 迪士尼移动官方微博 关注 114 粉丝 20万 微博 4612 简介: 欢迎访问迪士尼中国官网www.disney.cn中国移动用户手机登录移动梦网或扫描短信D发送... 标签: 米奇 Disney 迪士尼 苹果 游戏 钓鱼艇洗澡	+ 关注
	漫威影业 http://weibo.com/marvelstudios 美国漫威影业(Marvel Studios)官方微博 关注 168 粉丝 280万 微博 2360 简介: 漫威影业《美国队长3》、《奇异博士》、《银河护卫队2》、《雷神3》等震撼来袭, 万众... 标签: 漫威 漫画 复仇者联盟 钢铁侠 雷神 美国队长 绿巨人 毒液 黑寡妇 Marvel	+ 关注

来源: 新浪微博, 国联证券研究所

图表 37: 迪士尼 Facebook 关注数



来源: Facebook, 国联证券研究所

图表 38: 哈尔斯蜘蛛侠杯



来源：哈尔斯微信公众号，国联证券研究所

图表 39: 迪士尼其他 IP



来源：哈尔斯微信公众号，国联证券研究所

➤ 收购 SIGG，切入高端市场

SIGG 成立于 1908 年，是一家拥有超过一百年历史的瑞士制造业公司，产品包括饮用水瓶（杯）（包括铝制、不锈钢、塑料、玻璃等材质）以及相关配件。SIGG 是拥有多样产品组合、能全方位满足消费者储水需求的全球知名品牌，公司产品核心是高品质、高精度和创新设计水平。哈尔斯通过收购 SIGG，将其产品线延伸至高端市场的铝瓶、保温瓶。这将促进公司产品升级、增强公司的整体实力以及市场竞争力。

图表 40: SIGG 历史沿革



来源：京东，国联证券研究所

在收购 SIGG 后，公司通过扩充 SIGG 产品品类，形成 SIGG 产品的全品类高端 水具产品，并依托哈尔斯在高端渠道、电商渠道和特渠的丰富营销经验来发挥其百年 品牌的价值。目前，哈尔斯已将其保温杯产品扩充至 SIGG，并为 SIGG 扩展了塑料 杯、智能杯品类。同时将已有的 IP 与 SIGG 融合，形成独特的 SIGG+IP 品类。

图表 41: SIGG 产品图



来源: SIGG 官网, 京东, 国联证券研究所

我们认为, SIGG+IP 既可以巩固 SIGG 在运动产品上的地位, 也可以将其受众人群进行扩展。比如目前 SIGG+迪士尼将为 SIGG 品牌带来儿童用户; SIGG+马龙将在巩固 SIGG 运动品牌的同时, 带来马龙的流量用户。

图表 42: SIGG 的马龙 IP 产品



来源: 京东, 国联证券研究所

3.3. 小家电打开公司多样化空间

从公司目前收入结构来看, 真空保温器皿占比在 86%。与象印相比, 象印 2016 年收入 50 亿人民币, 其中保温杯仅有 12-13 亿水平, 占比 25%。从公司战略角度来

看，非杯壶产品是其未来发展的一大重要方向。

图表 43: 哈尔斯电热水壶



来源：天猫，国联证券研究所

公司也在 2015 年通过自筹建立生产基地，建成后将形成年产 600 万台不锈钢真空小家电的生产能力。公司预计会新增收入 10.79 亿元，增值税 7062 万元，利润总额 1.46 亿元。但是由于公司目前仍然着力于杯壶器皿产业的发展，虽然目前已形成 200 万不锈钢真空保温电热水壶的产能，小家电仍不是目前主要发展方向。加之在保温电热水壶产品上，公司与贵族真空仍有法律纠纷。因此我们认为在短期内小家电不会成为公司收入主要增长来源。但长期来看，这是公司走向百亿企业必经之路。

图表 44: 公司预计达产后情况

编号	产品	数量 (万只/台)	销售单价 (元)	销售收入 (亿元)
1	不锈钢真空保温电热水壶	200	130	2.6
2	真空电饭煲	150	250	3.575
3	真空电蒸锅	80	150	1.2
4	真空电炖锅	60	200	1.2
5	真空焖烧锅	50	120	0.6
6	养生壶	60	240	1.44
	合计	600		10.79

来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测

公司目前已形成有竞争力的自主品牌，因此与新宝股份相比可以享受品牌带来的溢价。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 15.4 亿元、18.2 亿元以及 22.2 亿元，同比增长 15%、18%以及 22%，每股 EPS0.38 元、0.46 元以及 0.56 元，给

予推荐评级。

图表 45: 估值比较

简称	目前股价 (元)	EPS (元)			估值		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
九阳股份	18.13	0.96	1.11	1.27	18.68	16.25	14.19
苏泊尔	43.18	1.60	1.93	2.29	26.35	21.84	18.37
新宝股份	12.14	0.59	0.81	1.02	20.33	14.81	11.68
平均值					21.79	17.63	14.75
哈尔斯	9.08	0.38	0.46	0.56	24.08	19.92	16.11

来源: Wind, 国联证券研究所

5. 风险提示

产能投产不及预期的风险, 自有品牌发展不及预期的风险, 多元化发展不及预期的风险, 海外订单不及预期的风险。

图表 46：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	423.61	736.49	633.00	营业收入	758.43	1,341.5	1,542.7	1,820.4	2,220.9
应收账款+票据	106.24	129.85	220.60	192.93	311.58	营业成本	527.91	863.81	992.00	1,168.7	1,421.4
预付账款	5.00	6.78	6.75	9.19	10.19	营业税金及附加	5.72	11.69	13.44	15.86	19.35
存货	123.11	267.13	241.58	314.96	361.91	营业费用	85.73	140.37	146.56	182.05	226.54
其他	3.80	12.76	12.76	12.76	12.76	管理费用	101.28	167.42	189.76	223.92	273.18
流动资产合计	331.84	602.69	905.30	1,266.3	1,329.4	财务费用	-4.71	-2.54	16.30	7.48	6.43
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	公允价值变动收益	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	179.54	217.26	268.89
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	1,833.7	2,163.1	2,142.4	利润总额	45.63	145.48	180.65	218.37	270.00
短期借款	23.00	61.02	0.00	0.00	0.00	所得税	8.59	28.55	27.10	32.76	40.50
应付账款+票据	127.16	247.15	149.65	317.85	250.72	净利润	37.04	116.94	153.56	185.62	229.50
其他	22.74	112.36	56.29	138.97	88.25	少数股东损益	-0.16	-2.21	-1.18	-1.43	-1.77
流动负债合计	172.90	420.53	205.94	456.81	338.97	归属于母公司净利润	37.20	119.15	154.74	187.05	231.27
长期带息负债	45.00	207.98	207.98	207.98	207.98						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	45.00	207.98	207.98	207.98	207.98						
负债合计	217.90	628.51	413.92	664.79	546.95						
少数股东权益	3.84	7.48	6.30	4.87	3.11						
股本	182.40	273.60	329.36	329.36	329.36						
资本公积	253.02	163.26	707.50	707.50	707.50						
留存收益	201.68	310.54	376.70	456.66	555.53						
股东权益合计	640.94	754.89	1,419.8	1,498.4	1,595.5						
负债和股东权益总	858.84	1,383.4	1,833.7	2,163.1	2,142.4						

现金流量表					
单位:百万元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	37.78	120.67	152.61	184.67	228.55
折旧摊销	28.15	40.83	60.07	76.45	78.70
财务费用	-0.72	0.98	5.30	1.48	0.43
存货减少	10.33	-111.67	25.55	-73.38	-46.95
营运资金变动	6.73	199.91	-244.29	276.10	-237.49
其它	-3.42	7.22	5.16	5.16	5.16
经营活动现金流	78.85	257.94	4.40	470.49	28.40
资本支出	200.35	178.80	213.00	50.00	0.00
长期投资	0.25	167.46	0.00	0.00	0.00
其他	9.24	15.41	0.94	0.94	0.94
投资活动现金流	-	-330.86	-212.06	-49.06	0.94
债权融资	68.00	213.69	-61.02	0.00	0.00
股权融资	4.00	7.25	600.00	0.00	0.00
其他	-47.33	-40.31	-93.88	-108.56	-132.83
筹资活动现金流	24.67	180.63	445.10	-108.56	-132.83
现金净增加额	-85.59	111.10	237.44	312.88	-103.48

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.57%	76.88%	15.00%	18.00%	22.00%
EBIT	-	227.28	25.14%	18.23%	23.01%
EBITDA	-	157.54	29.88%	20.44%	17.83%
归属于母公司净利	20.25%	220.30	29.87%	20.88%	23.64%
获利能力					
毛利率	30.39%	35.61%	35.70%	35.80%	36.00%
净利率	4.88%	8.72%	9.95%	10.20%	10.33%
ROE	5.84%	15.94%	10.95%	12.52%	14.52%
ROIC	5.85%	17.35%	16.17%	13.69%	19.87%
偿债能力					
资产负债	25.37%	45.43%	22.57%	30.73%	25.53%
流动比率	1.92	1.43	4.40	2.77	3.92
速动比率	1.19	0.77	3.16	2.05	2.82
营运能力					
应收账款周转率	7.34	10.64	7.12	9.69	7.26
存货周转率	4.29	3.23	4.11	3.71	3.93
总资产周转率	0.88	0.97	0.84	0.84	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.29	0.38	0.46	0.56
每股经营现金流	0.19	0.63	0.01	1.15	0.07
每股净资产	1.55	1.82	3.44	3.64	3.88
估值比率					
市盈率	100.18	31.28	24.08	19.92	16.11
市净率	5.85	4.99	2.64	2.50	2.34
EV/EBITDA	23.25	14.30	11.93	8.94	7.99
EV/EBIT	37.67	18.23	15.79	12.05	10.32

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/或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/或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