

## 毛利率回升, 业绩受团队调整短期压制

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2019年半年报, 上半年公司实现营业收入8.5亿元, 同比下降2%, 实现归母净利润5348.4万元, 同比增长7.9%, 扣非后归母净利润近5268.2万元, 同比增长5.1%。单Q2实现收入4.5亿元, 同比下滑4.1%, 实现归母净利润4065万, 同比增长8.1%。由于受到团队调整的影响, 国内业务增速下滑, 对整体业绩有一定压制。
- **毛利率回升, 盈利能力总体稳定:** 上半年, 公司整体毛利率31.8%, 同比提升近2.2pp, 主要因18年同期公司以进料加工模式为海外客户处理库存商品, 同期的毛利率相对较低, 当前海外合作已经转为正常方式, 毛利率回升。费用方面, 上半年公司销售费率为9.9%, 同比上升0.4pp; 管理和研发费用合计费率为11.4%, 同比微升0.1pp; 四项费用率总和22.3%, 同比上升0.6pp。上半年归母净利率为6.1%, 同比提升0.7pp。盈利能力有所恢复。
- **海外OEM业务稳定扩容:** 公司业务核心为海外OEM业务, 已经建立起了稳定的海外客户资源, “哈尔斯”商标已在美国、俄罗斯、日本等40多个国家和地区完成注册。19年上半年公司OEM业务在现有客户合作加深, 着力深耕印度、印尼等市场, 上半年印度市场新增约600个网店。OEM半年实现营收5.8亿元, 同比增长13.4%, 整体海外业务实现营收6.9亿元, 同比增长3.7%。
- **OBM因团队调整业绩承压:** 上半年公司OBM业务实现营收1.8亿元, 同比下降31.6%, 主要因为上半年公司OBM团队调整, 国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期, 国内各细分渠道销售较18年同期均显著下降。当前公司OBM团队建设已经完成, 预计下半年OBM业务或将恢复。
- **着力提升研发能力和品牌影响力, 可转债发行助公司长期发展:** 公司于18年参股工业设计公司杭州博达设计咨询有限公司、杭州亿智智能科技有限公司, 落地了哈尔斯技术创新研究院; 同时与多家知名设计机构进行合作, 形成分工合作、各有侧重的研发设计体系, 为消费者提供更具价值的新产品奠定基础。此外, 公司与故宫合作共推的文创IP产品已经上线, 新品牌Santeco也已经上市销售。公司3亿元可转债项目于2019年3月获批, 并已于8月份完成发行, 募集资金将用于高端产线的建设, 未来将贡献新的增量。
- **盈利预测与评级:** 预计2019-2021年EPS分别为0.28、0.35、0.43元, 参考同行业OEM类公司19年平均18.7倍PE目标, 考虑到公司目前正处于业绩的拐点期, 尽管国内业务团队刚建立, 尚存不确定性, 但未来零售业务占比上升的确定性较高, 我们给予公司19年20%的估值溢价, 对应目标PE为22倍, 对应目标价6.16, 下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 中美贸易摩擦导致海外业务增长不及预期的风险, 内销渠道拓展不及预期的风险, 汇率波动较大的风险。

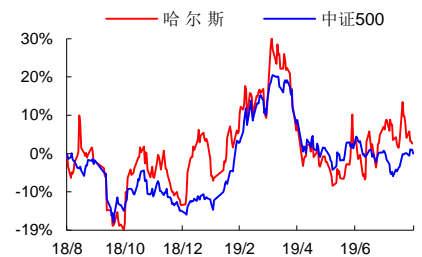
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1794.29	2040.31	2442.72	2988.86
增长率	24.68%	13.71%	19.72%	22.36%
归属母公司净利润(百万元)	99.37	114.32	142.83	178.19
增长率	-9.50%	15.05%	24.93%	24.76%
每股收益EPS(元)	0.24	0.28	0.35	0.43
净资产收益率ROE	11.13%	11.69%	13.17%	14.62%
PE	23	20	16	13
PB	2.79	2.55	2.30	2.04

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通A股(亿股)	2.25
52周内股价区间(元)	4.47-7.22
总市值(亿元)	23.11
总资产(亿元)	18.62
每股净资产(元)	2.06

### 相关研究

1. 哈尔斯(002615): OEM业务快速增长, OBM业绩承压 (2019-04-24)
2. 哈尔斯(002615): 盈利能力修复, 业绩迎来拐点期 (2019-01-09)

**关键假设：**

假设 1：原材料价格企稳回落，进料加工出口订单完成，毛利率恢复到前期水平。预计 19-20 年公司毛利率分别为 31.9%、32.1%、32.2%。

假设 3：公司新募产能顺利推进，于 2020 年开始投产。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
海外业务	收入	1388.2	1596.4	1915.7	2337.1
	增速	46.4%	15.0%	20.0%	22.0%
	毛利率	32.9%	33.0%	33.0%	33.0%
国内业务	收入	377.9	415.7	498.8	623.5
	增速	-19.1%	10.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	27.3%	28.0%	29.0%	29.5%
其他业务	收入	28.3	28.3	28.3	28.3
	增速	16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	1794.3	2040.3	2442.7	2988.9
	增速	24.7%	13.7%	19.7%	22.4%
	毛利率	31.6%	31.9%	32.1%	32.2%

数据来源：Wind，西南证券

由于目前上市公司中没有杯体类可比公司，我们将轻工行业中业务里 OEM 占比较大的企业与公司作对比，19 年平均 PE 约 18.7 倍。

**表 2：可比公司估值表**

股票简称及代码	每股收益（元）			市盈率		
	19E	20E	21E	2019E	2020E	2021E
梦百合 (603313)	1.1	1.42	1.78	14.42	11.18	8.93
浙江永强 (002489)	0.13	0.16	0.2	25.28	20.46	16.85
永艺股份 (603600)	0.57	0.76	1	16.53	12.3	9.41

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.28、0.35、0.43 元，参考同行业 OEM 类公司 19 年平均 18.7 倍 PE 目标，考虑到公司目前正处于业绩的拐点期，尽管国内业务团队刚建立，尚存不确定性，但未来零售业务占比上升的确定性较高，我们给予公司 19 年 20% 的估值溢价，对应目标 PE 为 22 倍，对应目标价 6.16，下调至“增持”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1794.29	2040.31	2442.72	2988.86	净利润	92.19	106.06	132.51	165.31
营业成本	1227.28	1395.54	1664.21	2029.71	折旧与摊销	60.43	97.83	101.37	105.38
营业税金及附加	18.13	18.87	23.29	28.22	财务费用	23.44	9.14	12.20	12.92
销售费用	178.34	210.15	254.04	310.84	资产减值损失	7.06	10.00	10.00	10.00
管理费用	141.07	250.96	305.34	382.57	经营营运资本变动	-146.01	63.05	-92.22	-51.63
财务费用	23.44	9.14	12.20	12.92	其他	15.57	0.73	-8.12	-9.19
资产减值损失	7.06	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>52.67</b>	<b>286.82</b>	<b>155.74</b>	<b>232.78</b>
投资收益	-9.06	-5.00	-3.00	-1.00	资本支出	-129.89	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-1.92	-4.50	0.50	0.50	其他	-12.89	-6.50	-0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-142.78</b>	<b>-46.50</b>	<b>-40.50</b>	<b>-44.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>128.50</b>	<b>136.14</b>	<b>171.13</b>	<b>214.09</b>	短期借款	113.13	-132.41	-27.54	-79.22
其他非经营损益	-4.42	-2.57	-3.19	-2.98	长期借款	-48.95	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>124.07</b>	<b>133.57</b>	<b>167.94</b>	<b>211.11</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	31.89	27.50	35.43	45.81	支付股利	-82.08	-29.97	-34.05	-40.39
净利润	92.19	106.06	132.51	165.31	其他	-16.93	-12.22	-13.40	-14.06
少数股东损益	-7.18	-8.26	-10.32	-12.88	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-34.84</b>	<b>-174.60</b>	<b>-75.00</b>	<b>-133.67</b>
归属母公司股东净利润	99.37	114.32	142.83	178.19	<b>现金流量净额</b>	<b>-121.56</b>	<b>65.71</b>	<b>40.24</b>	<b>54.61</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	138.32	204.03	244.27	298.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	272.30	285.36	351.83	425.80	销售收入增长率	24.68%	13.71%	19.72%	22.36%
存货	388.05	440.45	526.69	642.87	营业利润增长率	9.54%	5.95%	25.70%	25.11%
其他流动资产	25.98	34.78	38.50	49.03	净利润增长率	-10.10%	15.05%	24.93%	24.76%
长期股权投资	89.71	86.71	84.71	83.71	EBITDA 增长率	12.55%	14.48%	17.11%	16.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	721.52	659.39	595.62	530.22	毛利率	31.60%	31.60%	31.87%	32.09%
无形资产和开发支出	133.87	138.43	141.09	146.38	三费率	19.11%	23.05%	23.40%	23.63%
其他非流动资产	10.41	10.15	9.89	9.63	净利率	5.14%	5.20%	5.42%	5.53%
<b>资产总计</b>	<b>1780.15</b>	<b>1859.29</b>	<b>1992.60</b>	<b>2186.51</b>	ROE	11.13%	11.69%	13.17%	14.62%
短期借款	340.14	207.73	180.18	100.97	ROA	5.18%	5.70%	6.65%	7.56%
应付和预收款项	419.90	556.92	618.11	764.17	ROIC	9.97%	9.30%	11.78%	13.82%
长期借款	146.52	146.52	146.52	146.52	EBITDA/销售收入	11.84%	11.92%	11.66%	11.12%
其他负债	44.97	40.48	41.70	43.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>951.53</b>	<b>951.66</b>	<b>986.51</b>	<b>1055.50</b>	总资产周转率	1.04	1.12	1.27	1.43
股本	410.40	410.40	410.40	410.40	固定资产周转率	2.89	3.03	4.00	5.48
资本公积	35.73	35.73	35.73	35.73	应收账款周转率	9.35	8.43	8.82	8.84
留存收益	381.33	465.69	574.47	712.26	存货周转率	3.48	3.34	3.41	3.45
归属母公司股东权益	824.55	911.82	1020.60	1158.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.54%	—	—	—
少数股东权益	4.08	-4.19	-14.51	-27.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>828.62</b>	<b>907.63</b>	<b>1006.09</b>	<b>1131.01</b>	资产负债率	53.45%	51.18%	49.51%	48.27%
负债和股东权益合计	1780.15	1859.29	1992.60	2186.51	带息债务/总负债	51.15%	37.22%	33.12%	23.45%
					流动比率	1.03	1.20	1.39	1.57
					速动比率	0.55	0.65	0.76	0.85
					股利支付率	82.60%	26.21%	23.84%	22.67%
业绩和估值指标					<b>每股指标</b>				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	212.37	243.11	284.70	332.39	每股收益	0.24	0.28	0.35	0.43
PE	23.25	20.21	16.18	12.97	每股净资产	2.02	2.21	2.45	2.76
PB	2.79	2.55	2.30	2.04	每股经营现金	0.13	0.70	0.38	0.57
PS	1.29	1.13	0.95	0.77	每股股利	0.20	0.07	0.08	0.10
EV/EBITDA	12.62	10.19	8.46	6.84					
股息率	3.55%	1.30%	1.47%	1.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn