

## 哈尔斯 (002615)

证券研究报告

2024年04月03日

## 大客户战略成效凸显，自有品牌发展提速

## 公司发布 2023 年年报

23Q4 公司实现收入 7 亿，同比+32%；归母净利润 0.97 亿，同比+276%；扣非归母净利润 0.6 亿，同比+152%；

23 年收入 24.1 亿，同比-0.9%；归母净利润 2.5 亿，同比+21.3%；扣非归母净利润 2.2 亿，同比+8.6%。

公司加强对前十大客户潜在订单的挖掘，提高客户关系的维护频次，全力争取明星项目与未来新品的订单销售；此外自主品牌发展取得突破，“精品国货”战略的实施路径愈发清晰；预计 24Q1 低基数下增长靓丽。

## ODM 挖潜大客户，新系列、新客户贡献提升

23 年公司 TOP1 客户采购额 9.23 亿，同比+2.8%，销售占比 38.3%，同比+1.4pct；TOP2 客户采购额 3.22 亿，同比-35.1%，销售占比 13.4%，同比-7.1pct。

公司下半年依赖于部分新款产品、爆款产品实现交付业绩强劲回弹，核心老客户粘性进一步提升。此外公司获评核心客户“6S 审核第一名”、“2023 年度最佳供应商奖”、“可持续发展最佳奖”等重要奖项，充分体现了客户从订单运营、研发赋能、品质交付、环保社责等方面对公司的高度认可。

公司在服务核心客户并与其协同发展的基础上，梯队/潜力客户培育力度加大，规模型客户数量持续增多，形成可观的销售增速。公司继续挖掘新市场新区域潜力，海外新客户拓展取得突破，RCEP 区域内自营客户销售收入同比增长超 50%。

## 内外销并行，自主品牌持续突破

公司多品牌矩阵同步发力，哈尔斯、NONOO、SIGG、SANTECO 等覆盖内外销多渠道。2023 年 7 月公司官宣首位品牌代言人后，全网曝光量超过 15 亿次，总互动量超 1559 万，代言人项目的运营荣获 2023 年第七届金匠奖“年度事件营销金奖”，有效实现了年轻用户群体的拉新。分渠道看：

线上渠道运营能力日渐成熟，有效结合代言人、优质 IP 影响力，改善客群年龄结构，23 年抖音平台销售同增超 10 倍；

线下渠道经营质量改善较为明显，渠道覆盖拓宽、差异化定位更为清晰；

跨境电商高速增长，SIGG 亚马逊和网店销售业绩增加、品牌联合策略获得市场验证，并将为 2024 年巴黎奥运会供应定制款水杯。

## 产能有序扩张，泰国基地保障供应链安全

公司稳步推进泰国生产基地建设，目前泰国一期基本建成，且一期产能占比不高，后续会根据市场情况有序推进扩建工作。

## 盈利能力提升，自主品牌加大费用投放

23 年毛利率 31.2%，同比+2.0pct，净利率 10.3%，同比+2.1pct，公司以产品为突破口的品牌战略及营销策略实施、渠道经营质量优化取得阶段性成效，新品销售对毛利率的提升产生较大贡献。

23 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 9.7%/7.1%/4.0%/0.01%，分别同比+2.3pct/+0.1pct/-0.2pct/+0.8pct，销售费率提升主要系境内外电商平台及品牌营销建设费用持续投入。

## 调整盈利预测，维持“增持”评级

公司 ODM 绑定优质客户资源，自主品牌加速建设，此外发布员工持股计

## 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.42 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	466.48
流通 A 股股本(百万股)	288.50
A 股总市值(百万元)	3,461.25
流通 A 股市值(百万元)	2,140.70
每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	47.57
一年内最高/最低(元)	9.55/4.89

## 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

孙谦 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

张彤 联系人  
zhangtong@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《哈尔斯-公司点评:定增募投产线智能化升级，渠道多点开花持续深耕》2024-01-02
- 《哈尔斯-季报点评:自主品牌逐步发力，国际业务企稳向好》2023-10-17
- 《哈尔斯-首次覆盖报告:杯壶行业先锋，发力自主品牌助力打开内销市场》2023-08-23

划调动员工积极性；根据 23 年报，考虑公司产品结构持续优化，我们预计 24-26 年归母净利润分别为 2.8/3.3/3.9 亿元（24-25 年前值分别为 2.4/2.8 亿元），对应 PE 为 12/10/9X。

**风险提示：**核心客户份额下滑风险，行业竞争加剧，自主品牌建设不及预期风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,427.90	2,407.12	2,901.46	3,404.31	3,938.26
增长率(%)	1.63	(0.86)	20.54	17.33	15.68
EBITDA(百万元)	440.09	430.80	488.61	543.64	617.18
归属母公司净利润(百万元)	205.91	249.78	279.83	331.48	390.85
增长率(%)	51.96	21.31	12.03	18.46	17.91
EPS(元/股)	0.44	0.54	0.60	0.71	0.84
市盈率(P/E)	16.76	13.82	12.34	10.41	8.83
市净率(P/B)	2.47	2.35	2.06	1.87	1.68
市销率(P/S)	1.42	1.43	1.19	1.01	0.88
EV/EBITDA	5.11	6.93	5.46	4.39	3.70

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	814.08	848.58	1,016.68	1,287.62	1,388.83	营业收入	2,427.90	2,407.12	2,901.46	3,404.31	3,938.26
应收票据及应收账款	152.05	226.09	161.48	293.26	248.06	营业成本	1,718.03	1,656.18	1,946.30	2,289.06	2,647.25
预付账款	7.28	10.57	10.36	15.94	13.86	营业税金及附加	12.92	18.43	20.33	22.83	26.28
存货	413.27	495.38	477.76	666.77	656.86	销售费用	178.18	232.31	246.62	296.17	338.69
其他	48.95	154.22	33.93	54.70	50.63	管理费用	168.81	170.72	203.10	238.30	275.68
<b>流动资产合计</b>	<b>1,435.63</b>	<b>1,734.85</b>	<b>1,700.22</b>	<b>2,318.28</b>	<b>2,358.23</b>	研发费用	101.95	95.48	116.06	136.17	157.53
长期股权投资	55.22	35.57	35.57	35.57	35.57	财务费用	(19.84)	0.34	(10.56)	(16.54)	(20.89)
固定资产	647.08	713.94	709.12	709.81	715.49	资产/信用减值损失	(27.20)	(40.40)	(35.48)	(32.45)	(33.88)
在建工程	60.03	16.44	16.44	16.44	16.44	公允价值变动收益	(2.94)	0.94	(1.19)	0.00	0.00
无形资产	79.90	106.28	90.47	74.67	58.86	投资净收益	(20.50)	(29.84)	(13.14)	(15.59)	(19.77)
其他	74.78	129.21	77.56	86.54	90.22	其他	80.61	76.70	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>917.00</b>	<b>1,001.44</b>	<b>929.16</b>	<b>923.02</b>	<b>916.58</b>	<b>营业利润</b>	<b>237.88</b>	<b>226.25</b>	<b>329.80</b>	<b>390.28</b>	<b>460.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,352.64</b>	<b>2,788.52</b>	<b>2,629.38</b>	<b>3,241.30</b>	<b>3,274.81</b>	营业外收入	1.70	0.42	1.00	1.00	1.03
短期借款	217.18	56.45	217.20	217.20	217.20	营业外支出	0.27	1.96	1.58	1.30	1.28
应付票据及应付账款	448.99	623.90	432.33	912.49	662.79	<b>利润总额</b>	<b>239.31</b>	<b>224.72</b>	<b>329.22</b>	<b>389.97</b>	<b>459.83</b>
其他	155.77	308.79	208.98	170.29	241.59	所得税	39.50	(22.63)	49.38	58.50	68.97
<b>流动负债合计</b>	<b>821.94</b>	<b>989.14</b>	<b>858.51</b>	<b>1,299.98</b>	<b>1,121.58</b>	<b>净利润</b>	<b>199.81</b>	<b>247.34</b>	<b>279.83</b>	<b>331.48</b>	<b>390.85</b>
长期借款	80.10	288.97	80.00	80.00	80.00	少数股东损益	(6.10)	(2.44)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>205.91</b>	<b>249.78</b>	<b>279.83</b>	<b>331.48</b>	<b>390.85</b>
其他	21.69	19.30	18.60	20.57	20.04	每股收益(元)	0.44	0.54	0.60	0.71	0.84
<b>非流动负债合计</b>	<b>101.79</b>	<b>308.27</b>	<b>98.60</b>	<b>100.57</b>	<b>100.04</b>						
<b>负债合计</b>	<b>970.58</b>	<b>1,326.57</b>	<b>957.11</b>	<b>1,400.55</b>	<b>1,221.63</b>						
少数股东权益	(14.48)	(5.88)	(5.88)	(5.88)	(5.88)	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	466.90	466.48	466.48	466.48	466.48	<b>成长能力</b>					
资本公积	331.36	301.59	301.59	301.59	301.59	营业收入	1.63%	-0.86%	20.54%	17.33%	15.68%
留存收益	622.86	780.12	936.83	1,122.46	1,341.34	营业利润	54.14%	-4.89%	45.76%	18.34%	17.88%
其他	(24.58)	(80.37)	(26.76)	(43.90)	(50.34)	归属于母公司净利润	51.96%	21.31%	12.03%	18.46%	17.91%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,382.06</b>	<b>1,461.95</b>	<b>1,672.27</b>	<b>1,840.75</b>	<b>2,053.19</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,352.64</b>	<b>2,788.52</b>	<b>2,629.38</b>	<b>3,241.30</b>	<b>3,274.81</b>	毛利率	29.24%	31.20%	32.92%	32.76%	32.78%
						净利率	8.48%	10.38%	9.64%	9.74%	9.92%
						ROE	14.74%	17.02%	16.68%	17.95%	18.98%
						ROIC	22.27%	29.82%	26.28%	35.59%	47.78%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.25%	47.57%	36.40%	43.21%	37.30%
						净负债率	-35.00%	-21.72%	-43.02%	-53.81%	-53.17%
						流动比率	1.65	1.75	1.98	1.78	2.10
						速动比率	1.18	1.27	1.42	1.27	1.52
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.93	12.73	14.97	14.97	14.55
						存货周转率	5.23	5.30	5.96	5.95	5.95
						总资产周转率	1.04	0.94	1.07	1.16	1.21
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.44	0.54	0.60	0.71	0.84
						每股经营现金流	0.74	0.52	1.19	1.12	0.81
						每股净资产	2.99	3.15	3.60	3.96	4.41
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	16.76	13.82	12.34	10.41	8.83
						市净率	2.47	2.35	2.06	1.87	1.68
						EV/EBITDA	5.11	6.93	5.46	4.39	3.70
						EV/EBIT	6.29	8.78	6.87	5.44	4.50

  

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	199.81	247.34	279.83	331.48	390.85
折旧摊销	85.26	93.29	100.62	105.12	110.12
财务费用	(6.32)	19.08	(10.56)	(16.54)	(20.89)
投资损失	9.54	21.18	13.14	15.59	19.77
营运资金变动	28.31	(255.27)	172.24	87.33	(121.35)
其它	30.38	117.04	(1.19)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>346.98</b>	<b>242.66</b>	<b>554.09</b>	<b>522.98</b>	<b>378.50</b>
资本支出	104.38	123.26	80.70	88.03	100.53
长期投资	(0.65)	(19.65)	0.00	0.00	0.00
其他	(240.40)	(305.35)	(173.85)	(193.62)	(220.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(136.66)</b>	<b>(201.74)</b>	<b>(93.14)</b>	<b>(105.59)</b>	<b>(119.77)</b>
债权融资	(251.97)	200.37	(223.33)	16.54	20.89
股权融资	207.01	(85.98)	(69.51)	(163.00)	(178.42)
其他	(41.52)	(119.05)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(86.48)</b>	<b>(4.66)</b>	<b>(292.84)</b>	<b>(146.45)</b>	<b>(157.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>123.83</b>	<b>36.26</b>	<b>168.10</b>	<b>270.93</b>	<b>101.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com