

2024年04月07日
 哈尔斯 (002615.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

小家电 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

10.20元

股价 (2024-04-03)

7.42元

交易数据

总市值(百万元) 3,461.25

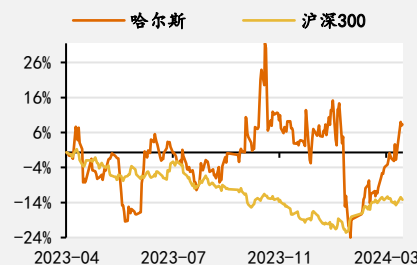
流通市值(百万元) 2,140.70

总股本(百万股) 466.48

流通股本(百万股) 288.50

12个月价格区间 5.2/9.01元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.4	-3.8	11.1
绝对收益	22.2	1.8	-1.7

陆偲聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

看好 2024 年增长潜能

事件:

哈尔斯公布 2023 年业绩报告。公司 2023 年实现收入 24.1 亿元, YoY-0.9%, 扣非净利润 2.2 亿元, YoY+8.6%。经折算, 2023Q4 单季度实现收入 7.0 亿元, YoY+32.4%; 扣非净利润 5706.1 万元, YoY+152.4%。公司 2023 年业绩表现好于我们的预期, 主要因为海外大客户订单修复步伐好于预期, 带动哈尔斯外贸业务回暖。

2023 年外贸业务收入下滑, 2024 年有望明显修复:

我们以剔除 SIGG 瑞士公司收入后的海外业务收入作为哈尔斯外贸收入, 2023 年哈尔斯外贸收入 17.7 亿元, YoY-5.2%。外贸业务下滑, 主要受大客户 Yeti 2023 年上半年去库存影响, 导致订单量有所下滑, 而 2023 年下半年 Yeti 库存已回到正常水平, 同时结合哈尔斯下半年的收入表现看, 收入水平已回到 2021 年 Q3 及 Q4 水平, 当前订单状态已明显恢复。展望 2024 年, 大客户 Yeti 将加大在杯壶品类上的布局, 同时收入增速的指引也高于 2023 年收入增长, 都将带动哈尔斯的收入增长。另外, 值得注意的是, 结合 2023 年的低基数效应, 我们预计 2024 年上半年哈尔斯的收入和利润或将实现明显增长。

保温杯出口势头良好, 2024Q1 有望业绩增长确定性高:

根据海关总署的出口数据, 2024 年一二月我国保温杯出口额合计增长 47%, 反映海外市场对保温杯整体需求仍较为强劲。哈尔斯外贸客户结构多元, 收入表现与保温杯整体出口态势正相关。因此, 我们预计哈尔斯 2024Q1 收入有望实现较明显增长。值得注意的是, 由于发展自主品牌所导致的每季度较稳定的投入, 由收入增长所带来的业绩增长弹性将更高。

毛利率有望持续提升:

哈尔斯 2023 年毛利率 31.2%, YoY+2.0pct, 主要受人民币贬值及自主品牌线上渠道初具规模的利好。展望 2024 年, 若人民币汇率保持稳定, 外贸订单的预期增长将使规模效应提升, 毛利率仍有提升空间。

投资建议:

哈尔斯是杯壶制造龙头, 产业链完整, 已确立以 OEM 和 OBM 双轨发展的战略。自主品牌在产品 and 渠道上不断发力实现突破; 大客户订单回到正常节奏, 公司基本面重回增长轨道。维持买入-A 的投资评级, 给予公司 2024 年 15x PE, 6 个月目标价为 10.20 元/股。

风险提示: 原材料价格上涨, 行业竞争加剧, 汇率波动风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,427.9	2,407.1	3,186.9	3,742.1	4,260.7
净利润	205.9	249.8	317.2	354.3	407.2
每股收益(元)	0.44	0.54	0.68	0.76	0.87
每股净资产(元)	2.99	3.15	3.73	4.18	4.71

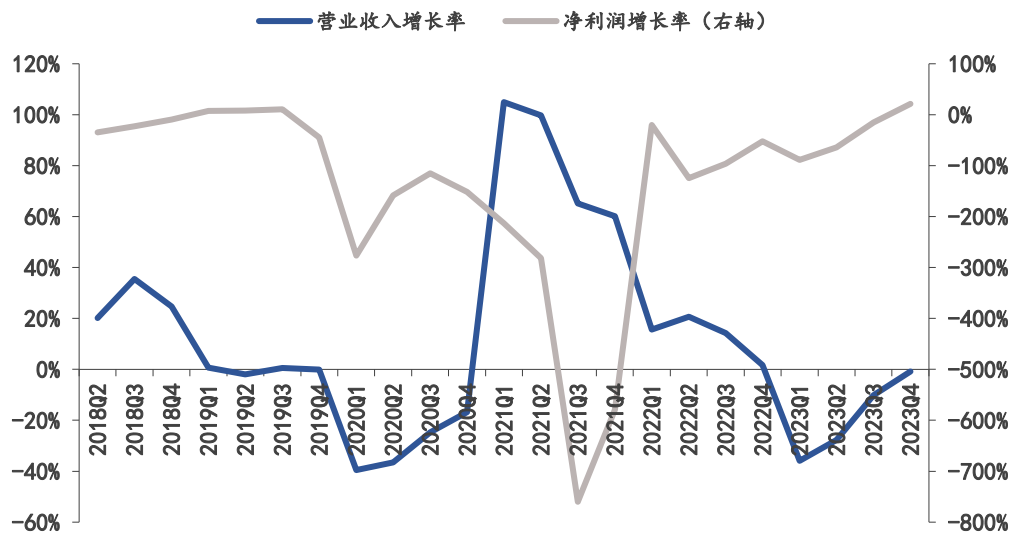
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.3	12.6	9.9	8.9	7.7
市净率(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
净利润率	8.5%	10.4%	10.0%	9.5%	9.6%
净资产收益率	14.7%	17.0%	18.2%	18.2%	18.5%
股息收益率	2.9%	2.0%	4.0%	4.5%	5.2%
ROIC	22.3%	29.8%	32.4%	38.0%	50.1%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

表1: 单季度财务指标分析

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
营业收入 YoY	15.7	24.9	2.5	-27.2	-35.9	-21.4	27.7	32
归母净利 YoY	20.5	209.6	50.9	-41.1	-88.4	-56.4	102.6	276
扣非归母净利 YoY	13.9	240.3	73.7	-44.0	-99.6	-41.9	79.0	152
销售毛利率	24.6	28.8	28.4	35.8	26.8	30.7	35.2	29
销售费用率	5.8	6.0	8.1	9.9	8.8	10.3	8.0	11
毛利率-销售费用率	18.7	22.8	20.2	25.9	18.0	20.4	27.2	18
销售净利率	5.4	13.0	8.6	4.3	0.7	7.2	14.0	14
ROE	3.2	9.7	5.0	2.1	0.3	3.1	8.0	7
扣非后 ROE	2.9	8.7	5.7	1.8	0.0	3.7	8.1	4
ROA	1.3	4.0	2.2	1.0	0.1	1.8	4.3	4
销售商品提供劳务收到的现金/收入	106.4	95.3	106.2	119.6	104.9	91.1	72.0	125
经营活动现金净流量/收入	8.8	20.0	7.3	20.1	-27.7	13.2	-2.3	41
经营现金流净额占比	105.7	183.9	-120.2	315.7	279.8	388.2	32.2	264
投资现金流净额占比	-40.0	-49.0	31.3	-199.2	59.3	-173.3	39.1	-115
筹资现金流净额占比	34.4	-34.9	188.9	-16.5	-239.2	-114.8	28.6	-48

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率 (%)


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,427.9	2,407.1	3,186.9	3,742.1	4,260.7	成长性					
减: 营业成本	1,718.0	1,656.2	2,174.1	2,573.8	2,930.4	营业收入增长率	1.6%	-0.9%	32.4%	17.4%	13.9%
营业税费	12.9	18.4	15.9	18.7	21.3	营业利润增长率	54.1%	-4.9%	61.7%	11.7%	14.9%
销售费用	178.2	232.3	286.8	329.3	362.2	净利润增长率	52.0%	21.3%	27.0%	11.7%	14.9%
管理费用	168.8	170.7	216.7	250.7	276.9	EBITDA 增长率	7.7%	-0.8%	39.9%	12.4%	16.1%
研发费用	101.9	95.5	124.3	142.2	157.6	EBIT 增长率	7.7%	-4.4%	51.0%	15.8%	19.9%
财务费用	-19.8	0.3	3.2	18.7	42.6	NOPLAT 增长率	14.5%	37.0%	25.8%	15.8%	19.9%
资产减值损失	-31.0	-39.3	-	-	-	投资资本增长率	2.3%	15.7%	-1.1%	-9.1%	-9.1%
加: 公允价值变动收益	-2.9	0.9	-	-	-	净资产增长率	46.4%	5.8%	18.1%	11.9%	12.2%
投资和汇兑收益	-20.5	-29.8	-	-	-						
营业利润	237.9	226.3	365.8	408.6	469.6	利润率					
加: 营业外净收支	1.4	-1.5	-	-	-	毛利率	29.2%	31.2%	31.8%	31.2%	31.2%
利润总额	239.3	224.7	365.8	408.6	469.6	营业利润率	9.8%	9.4%	11.5%	10.9%	11.0%
减: 所得税	39.5	-22.6	54.9	61.3	70.4	净利润率	8.5%	10.4%	10.0%	9.5%	9.6%
净利润	205.9	249.8	317.2	354.3	407.2	EBITDA/营业收入	13.9%	13.9%	14.7%	14.1%	14.4%
						EBIT/营业收入	10.5%	10.2%	11.6%	11.4%	12.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	96	97	72	56	42
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	0	12	19	17	16
货币资金	814.1	848.6	884.6	1,178.2	1,494.0	流动资产周转天数	213	241	213	211	222
交易性金融资产	4.6	-	-	-	-	应收帐款周转天数	25	31	25	25	25
应收帐款	164.4	246.7	195.9	323.9	267.9	存货周转天数	69	68	67	67	67
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	347	384	325	300	292
预付帐款	7.3	10.6	25.7	17.2	31.6	投资资本周转天数	123	135	109	88	70
存货	413.3	495.4	688.3	698.7	880.5						
其他流动资产	32.0	185.8	185.8	185.8	185.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.7%	17.0%	18.2%	18.2%	18.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	8.9%	10.5%	10.6%	11.0%
长期股权投资	55.2	35.6	35.6	35.6	35.6	ROIC	22.3%	29.8%	32.4%	38.0%	50.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	647.1	649.0	626.3	541.9	457.6	销售费用率	7.3%	9.7%	9.0%	8.8%	8.5%
在建工程	60.0	16.4	34.8	34.8	34.8	管理费用率	7.0%	7.1%	6.8%	6.7%	6.5%
无形资产	79.9	106.3	90.5	74.7	58.9	研发费用率	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
其他非流动资产	74.8	194.1	191.5	190.7	190.7	财务费用率	-0.8%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%
资产总额	2,352.6	2,788.5	2,959.0	3,281.4	3,637.3	四费/营业收入	17.7%	20.7%	19.8%	19.8%	19.7%
短期债务	217.2	56.5	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	395.2	557.4	657.9	780.8	857.2	资产负债率	41.3%	47.6%	41.7%	41.1%	40.4%
应付票据	82.9	89.1	136.7	130.6	173.7	负债权益比	70.2%	90.7%	71.4%	69.8%	67.7%
其他流动负债	173.5	315.4	129.7	129.7	129.7	流动比率	1.65	1.75	2.14	2.31	2.46
长期借款	80.1	289.0	289.0	289.0	289.0	速动比率	1.18	1.27	1.40	1.64	1.71
其他非流动负债	21.7	19.3	19.3	19.3	19.3	利息保障倍数	-12.89	709.15	115.79	22.84	12.02
负债总额	970.6	1,326.6	1,232.6	1,349.4	1,468.9	分红指标					
少数股东权益	-14.5	-5.9	-12.1	-19.0	-27.0	DPS(元)	0.20	0.13	0.27	0.30	0.35
股本	466.9	466.5	466.5	466.5	466.5	分红比率	44.9%	24.9%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	954.2	1,081.7	1,272.0	1,484.6	1,728.9	股息收益率	2.9%	2.0%	4.0%	4.5%	5.2%
股东权益	1,382.1	1,461.9	1,726.4	1,932.0	2,168.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	199.8	247.3	317.2	354.3	407.2
						加: 折旧和摊销	85.3	93.3	100.1	100.1	100.1
						资产减值准备	27.2	40.4	-	-	-
						公允价值变动损失	2.9	-0.9	-	-	-
						财务费用	-6.3	19.1	3.2	18.7	42.6
						投资收益	9.5	21.2	-	-	-
						少数股东损益	-6.1	-2.4	-6.2	-6.9	-8.0
						营运资金的变动	37.7	-390.1	-6.4	-12.3	-20.7
						经营活动产生现金流量	347.0	242.7	407.8	453.9	521.3
						投资活动产生现金流量	-136.7	-201.7	-80.0	-	-
						融资活动产生现金流量	-86.5	-4.7	-291.8	-160.4	-205.5
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.44	0.54	0.68	0.76	0.87
						BVPS(元)	2.99	3.15	3.73	4.18	4.71
						PE(X)	15.3	12.6	9.9	8.9	7.7
						PB(X)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
						P/FCF	-37.0	9.9	36.5	7.1	6.5
						P/S	1.3	1.3	1.0	0.8	0.7
						EV/EBITDA	6.7	8.7	5.0	3.9	2.8
						CAGR(%)	-283.0%	-296.5%	34.3%	20.2%	17.3%
						PEG	-0.1	-	0.3	0.4	0.4
						ROIC/WACC	4.2	5.6	6.1	7.1	9.4
						REP	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034