

哈尔斯 (002615.SZ)

买入 (首次评级)

保温杯壶专家，客户&产品拓宽贡献增量

当前价格: 6.78元

投资要点:

保温杯制造龙头，2H23 以来业绩持续修复。

公司自 1985 年创立、2011 年上市，是我国保温杯老牌企业。外销占比 80%以上，其中，国外自主品牌 SIGG 占营收比重约 10%，其余约 70%主要为国外 ODM/OEM 业务。2023 年下半年起，随着海外客户去库完成，新品、客户开拓拉动公司业绩持续修复，2024 年 Q1 公司实现营业收入 5.7 亿元，同比+59%，归母净利润 0.3 亿元，同比+782%。公司 2024 年半年报业绩预告归母净利润为 1.16 亿元-1.49 亿元，同比增长 155%-227%。

美国保温杯需求旺盛，关注新品、客户拓宽带来的成长增量。

我国保温杯 2024 年 1-5 月出口额同比约+14.2%，1-4 月美国自中国进口保温杯金额同比+42%。国外保温杯品牌通过丰富色彩、发力 DTC 渠道以及加强在 Tik Tok 影响力等举措持续破圈，主打户外+时尚的生活方式，保温杯需求持续旺盛。公司与美国优质客户紧密合作，有望分享成长红利。
1) YETI: 1Q24 YETI 保温杯业务受益新品畅销，营收同比+13%，展望 FY2024，YETI 预计收入同比增长 7%-9%。
2) Stanley: Stanley 凭借爆款 Quencher 系列，销售额自 2019 年的 0.7 亿美元增至 2023 年的 7.5 亿美元，CAGR 达 81%。Stanley 在亚马逊 2023 年市占率 15.89%，仅次于 YETI 的 16%。公司 2010 年已与 Stanley 开展合作，据公司信披，公司 2024 年已批量供应 Quencher 水杯，我们预计将带来营收贡献。

汇率、海运、关税的盈利扰动影响预计可控。

汇兑方面，2H23 公司汇兑相关收益基数逐步下降，我们预计 2H24 汇兑基数对盈利端的影响将趋弱。海运费方面，公司 ODM/OEM 业务以 FOB 为主，产品离港后的运费主要由客户承担，且目前海运紧张对公司未产生重大影响。关税方面，据公司 2019 年 8 月信披，公司销往美国的产品比例在 40-50%，但公司产品暂不在加征关税名单；此外，我们认为由于公司客户为美国中高端品牌，对价格的敏感度有限，结合公司积极布局泰国产能，估算全部建成达产后海外产能占比可达超 30%，预计未来关税潜在影响可控。

盈利预测与投资建议

公司作为保温杯制造龙头之一，合作海外优质客户共享成长，海外自主品牌 SIGG 定位高端稳增，国内自主品牌焕新升级，电商、线下、礼品等多渠道协同。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 2.96 亿元、3.43 亿元、3.99 亿元，同比分别增长 18.4%、15.9%、16.4%，目前股价对应 2024 年 PE 为 11x，低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海外保温杯需求变化的风险、原材料价格上涨风险、汇率波动的风险、国内外环境变化的风险

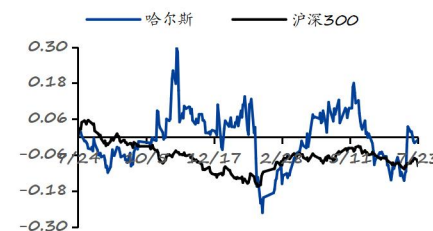
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,428	2,407	2,968	3,428	3,952
增长率	2%	-1%	23%	16%	15%
净利润(百万元)	206	250	296	343	399
增长率	52%	21%	18%	16%	16%
EPS(元/股)	0.44	0.54	0.63	0.74	0.86
市盈率(P/E)	15.4	12.7	10.7	9.2	7.9
市净率(P/B)	2.3	2.2	1.8	1.6	1.4

数据来源:公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	466.38/303.96
流通 A 股市值(百万元)	2,060.85
每股净资产(元)	3.17
资产负债率(%)	47.36
一年内最高/最低价(元)	9.55/4.89

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: 李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 哈尔斯：深耕行业多年，保温杯壶专家.....	3
1.1 公司简介：保温杯制造龙头，自主品牌与 ODM/OEM 并进.....	3
1.2 财务分析：客户去库完成，自 3Q23 起业绩持续修复.....	4
2 客户&产品拓宽助成长，自主品牌焕新.....	5
2.1 北美保温杯需求持续旺盛，深耕杯壶优质客户.....	5
2.2 深化自主品牌建设，国内外品牌共进.....	7
2.3 盈利扰动因素预计影响可控.....	9
3 盈利预测与投资建议.....	11
3.1 盈利预测.....	11
3.2 投资建议.....	12
4 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程.....	3
图表 2: 公司分产品营收情况.....	4
图表 3: 公司分地区营收情况.....	4
图表 4: 公司营业收入与同比增长.....	4
图表 5: 公司归母净利润与同比增长.....	4
图表 6: 公司毛利率与净利率.....	5
图表 7: 公司期间费用率.....	5
图表 8: 2024 年 1-5 月我国保温杯出口延续增长.....	5
图表 9: 保温杯年度出口额增速与公司境外收入增速.....	5
图表 10: 2024 年 1-4 月美国自中国进口保温杯高增.....	6
图表 11: 美国保温杯品牌以户外场景为主打.....	6
图表 12: YETI 杯壶业务营收与增速.....	6
图表 13: YETI 的 DTC 渠道占比持续提升.....	6
图表 14: Stanely 销售额及增速.....	7
图表 15: 2023 年亚马逊平台保温杯市占率.....	7
图表 16: SIGG 产品示意图.....	8
图表 17: 公司国内收入及增速.....	8
图表 18: 公司国内毛利率.....	8
图表 19: 哈尔斯自主品牌矩阵示意图.....	9
图表 20: 可比公司客户 CR2 集中度.....	9
图表 21: 可比公司毛利率.....	9
图表 22: 公司季度毛利率与主要原材料价格指数.....	10
图表 23: 公司汇兑相关收益对盈利影响可控.....	10
图表 24: 公司海外产能布局测算.....	11
图表 25: 公司产品终端加价率较高.....	11
图表 26: 公司业绩拆分预测表.....	11
图表 27: 可比公司估值表.....	12
图表 28: 财务预测摘要.....	14

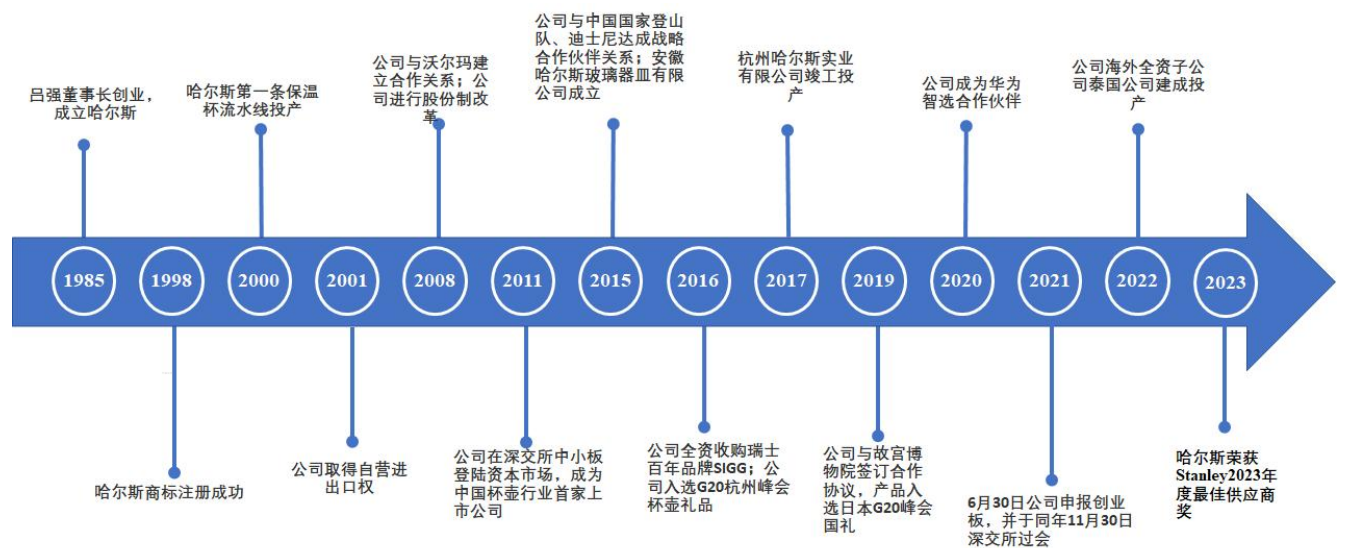


1 哈尔斯：深耕行业多年，保温杯壶专家

1.1 公司简介：保温杯制造龙头，自主品牌与 ODM/OEM 并进

专注保温杯壶生产制造，国内外自主品牌与 ODM/OEM 全面布局。哈尔斯最早创立于 1985 年，于 2011 年 9 月 9 日成功登陆深交所中小板。公司成立以来，始终专注于日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产与销售，历经 20 余年发展，已成为国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一，产品远销全球 80 多个国家和地区。公司主要销售模式包括 OBM 业务（即自主品牌）和 ODM/OEM 业务。其中，ODM/OEM 以线下销售模式为主，公司与国际知名品牌商直接签订合同或订单，并向客户发货；自主品牌业务牌在线上、线下渠道双重发力，旗下品牌包括 2016 年收购的瑞士杯壶品牌 SIGG 及国内自主品牌“哈尔斯”、“NONOO”等。

图表 1：公司主要发展历程

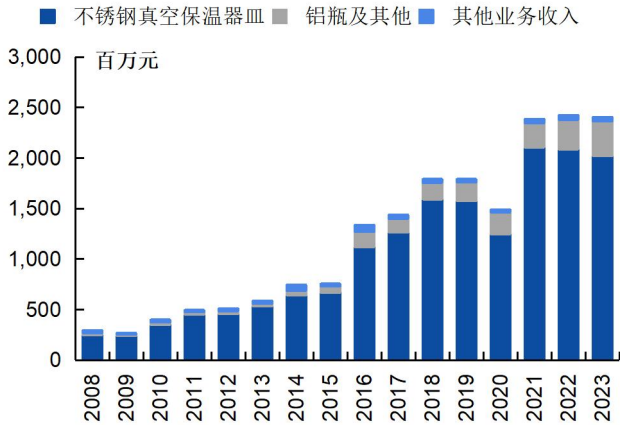


数据来源：公司官网，公司公告，公司公众号，华福证券研究所

产品以不锈钢真空器皿（保温杯）为主，外销占比 80% 以上。从产品结构看，自上市以来公司主要产品为不锈钢真空保温器皿，占营收比重保持在 80% 以上，其他产品主要为玻璃杯、塑料杯、钛杯、铝瓶等多样化材质的杯壶产品。从区域结构看，公司业务以外销为主，近年来外销占营收比重保持在 80% 以上。从业务结构看，国外自主品牌 SIGG 占营收比重约 10% 左右，其余约 70% 主要为国外 ODM/OEM 业务，国内占比约 15% 左右，含公司国内自主品牌业务。

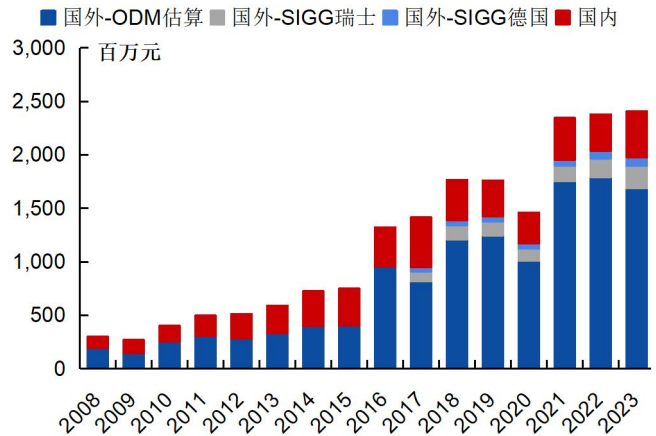


图表 2: 公司分产品营收情况



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 3: 公司分地区营收情况

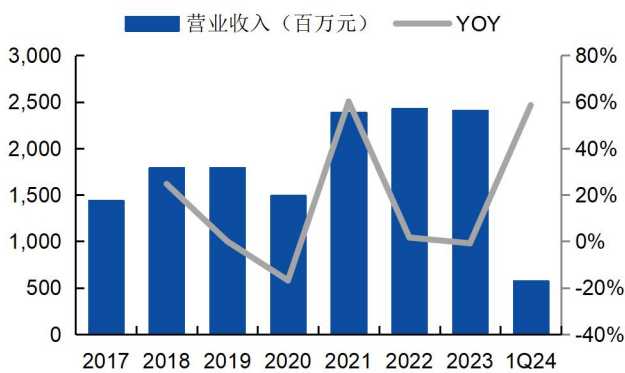


数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

1.2 财务分析: 客户去库完成, 自 3Q23 起业绩持续修复

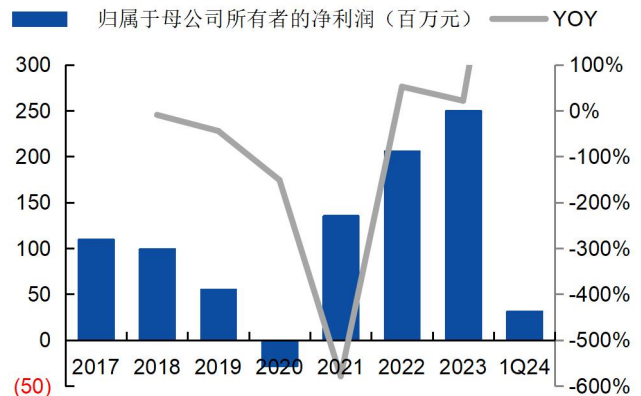
海外主流客户去库完成, 新品、客户开拓拉动公司业绩持续修复。营收端, 2023 年公司实现营业收入 24.1 亿元, 同比-0.9%, 其中 Q3、Q4 公司营收分别同比+28%、+32%。2023 年上半年受国内外经济形势及主流市场客户短期消化库存等因素影响, 公司业绩有所承压, 下半年随着客户去库逐步完成, 公司业绩持续修复, 2024 年 Q1 公司实现营业收入 5.7 亿元, 同比+59%。利润端, 2023 年公司实现归母净利润 2.5 亿元, 同比+21%, 若扣除非经常项目 (主要为非流动性资产处置收益等), 公司扣除非经项目后的净利润同比+9.3%。2024 年 Q1 公司实现归母净利润 0.3 亿元, 同比+782%, 主要为订单量修复所致。利润率与费用率, 2023 年公司毛利率同比+2pct 至 31%, 主要为新品销售对毛利率的提升产生较大贡献; 销售费用率同比+2.3pct 至 9.7%, 主要为电商平台投入, 品牌营销建设费用增加。

图表 4: 公司营业收入与同比增长



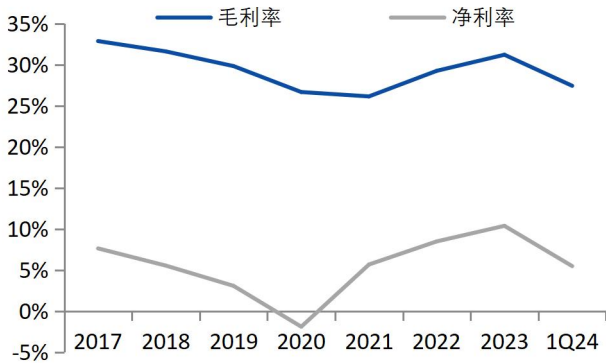
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 5: 公司归母净利润与同比增长



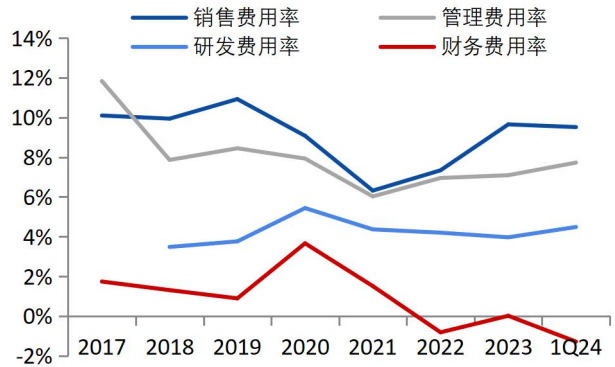
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 6: 公司毛利率与净利率



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 7: 公司期间费用率



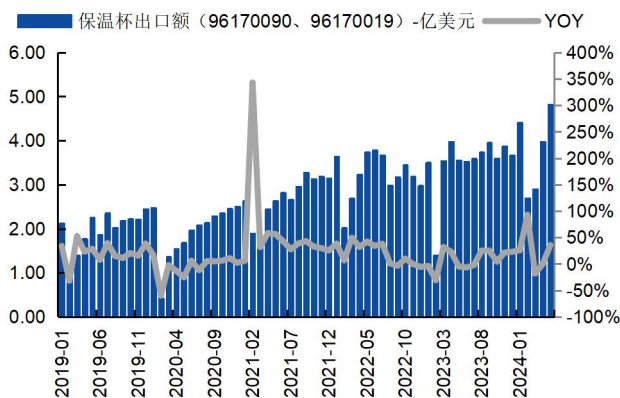
数据来源: iFind, 华福证券研究所

2 客户 & 产品拓宽助成长, 自主品牌焕新

2.1 北美保温杯需求持续旺盛, 深耕杯壶优质客户

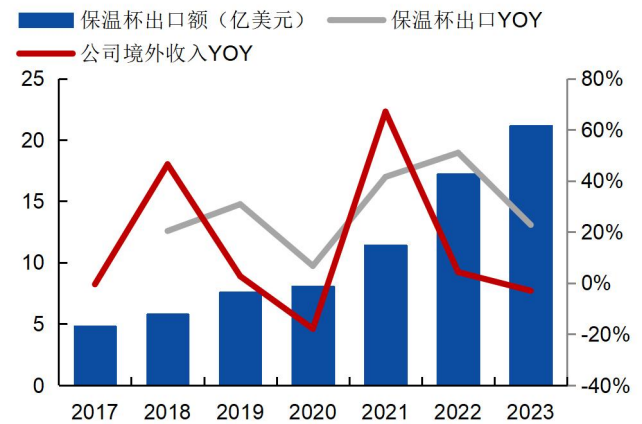
年初以来我国保温杯出口延续增长趋势。据中国海关, 从月度数据看, 我国保温杯 2024 年 5 月出口额 (美元计) 同比+35.5%, 1-5 月出口额累计同比+14.2%, 保温杯品类出口延续增长趋势。从年度数据看, 2023 年我国保温杯出口额达约 21.2 亿美元, 同比+22.8%, 2017 年至今公司境外收入增长趋势与出口大盘数据基本吻合。

图表 8: 2024 年 1-5 月我国保温杯出口延续增长



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 9: 保温杯年度出口额增速与公司境外收入增速



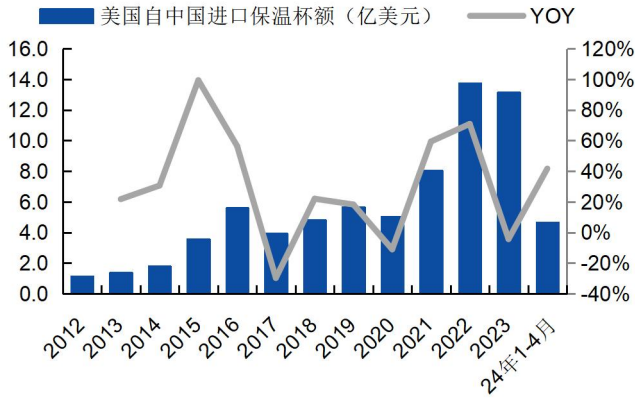
数据来源: iFind, 华福证券研究所

北美保温杯行业高景气, 户外+时尚消费成潮流。据 UNContrade, 美国保温杯进口基本来自我国, 2023 年美国自中国进口保温杯 (961700) 金额约 13 亿元, 同比-4%, 2024 年 1-4 月美国自中国进口保温杯金额同比+42%, 年初至今美国保温杯消费保持旺盛。

近三年来消费者愈发重视健康的生活方式, 由此带动了全球的“户外热”, 催化了

保温杯在以美国为代表的国外市场热销。除户外场景以外，国外保温杯品牌通过丰富产品色彩、发力 DTC 渠道以及加强在 Tik Tok 等社交媒体影响力等举措，带领保温杯产品成功破圈，不仅带动保温杯价格提升，更是让保温杯成为了一件时尚单品，拥有了一定的溢价空间。

图表 10: 2024 年 1-4 月美国自中国进口保温杯高增



数据来源: UNComtrade, 华福证券研究所

图表 11: 美国保温杯品牌以户外场景为主打



数据来源: YETI 官网, 华福证券研究所

客户 YETI 稳健成长, DTC 渠道强化对终端消费者影响力。2017-2023 年 YETI 水杯业务营收 CAGR 为 22%。2017 年 YETI 收购此前独家合作的水杯定制合作伙伴 Rambler 继续巩固杯壶销售业务; 同年, 由于 YETI 批发渠道库存较高、美国零售景气下行, 当年水杯业务销售下滑; 此后, 随着 YETI 将渠道发展重心转移至 DTC 渠道, 发力官网零售及亚马逊平台, 水杯业务恢复快速增长。YETI 的 DTC 渠道销售占比已从 2016 年的 10% 提升至 2023 年的 60%。

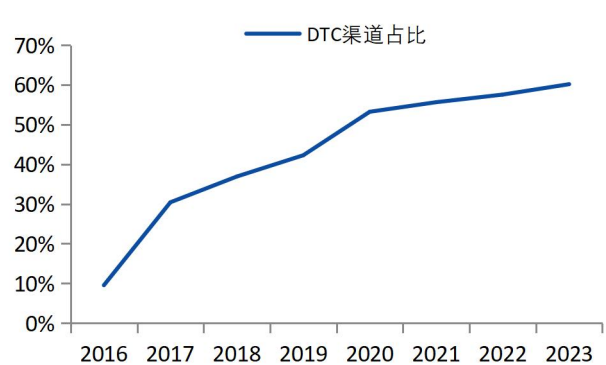
1Q24 YETI 保温杯业务受益新品推出, 营收同比+13%, 展望 FY2024, YETI 预计收入端同比增长 7%-9%, 其中, 1Q24 确认的两笔收购 (箱包及厨具公司) 预计贡献 2% 增长。公司收入增长指引相对保守, 主要考虑到居民消费压力及宏观经济不确定性。分地区看, 公司预计 2024 年美国市场增速为 中个位数, 国际市场增速为 20-25%。

图表 12: YETI 杯壶业务营收与增速



数据来源: YETI 官网, 华福证券研究所

图表 13: YETI 的 DTC 渠道占比持续提升

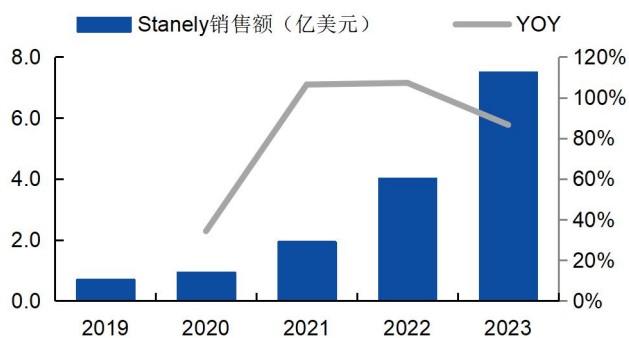


数据来源: YETI 官网, 华福证券研究所

公司荣获高增长客户 Stanley 最佳供应商, 优势有望持续巩固。近年以来, Stanley 保温杯在美国市场销售火爆, 据 Inc, Stanely 凭借爆款 Quencher 系列的畅销, 其销售额自 2019 年的 0.7 亿美元迅速增长至 2023 年的 7.5 亿美元, CAGR 达 81%。同时, Stanley 在亚马逊平台的市占率在 2023 年达 15.89%, 仅次于 YETI 的 16%。

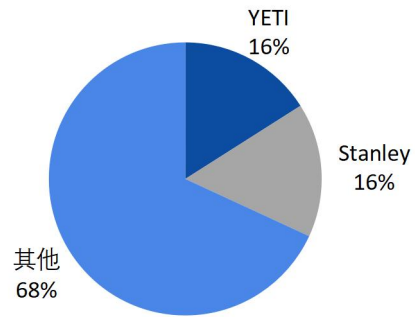
据哈尔斯招股书, 公司 2010 年已与 PMI (Stanley 品牌公司) 开展合作; 2023 年 2 月哈尔斯荣获 Stanley “2023 年度最佳供应商奖” 以及 “可持续发展最佳奖”, 这两项荣誉不仅体现了 Stanley 对哈尔斯长期以来的高度信任与认可, 更是双方团队紧密合作、共同努力的成果体现。据公司 2024 年信披, 公司已开始批量供应 Stanley Quencher 水杯。

图表 14: Stanely 销售额及增速



数据来源: Inc, CNBC, 华福证券研究所

图表 15: 2023 年亚马逊平台保温杯市占率



数据来源: Inc, 华福证券研究所

2.2 深化自主品牌建设, 国内外品牌共进

海外自主品牌 SIGG 定位高端, 稳健成长。SIGG 于 1908 年创立, 是瑞士百年高端专业运动水壶, 适用于户外、运动场景。2016 年公司完成对瑞士百年品牌 SIGG 收购。收购后, SIGG 的铝制杯壶仍在瑞士本土生产。销售网络方面, SIGG 在德国、瑞士、奥地利和英国四个国家进行直接销售, 其余国家和地区通过分销商销售, 产品覆盖全球主要大洲的 50 多个国家和地区。SIGG 定位为高端品牌, 近年来, 公司持续优化品牌运营, 线上亚马逊和网店销售业绩增加、品牌联合策略获得市场验证, 推出了与上海劳力士大师赛等运动赛事的联名产品以及与杰尼亚、IWC、Mulberry 等高端商务时尚品牌的联名产品。

图表 16: SIGG 产品示意图

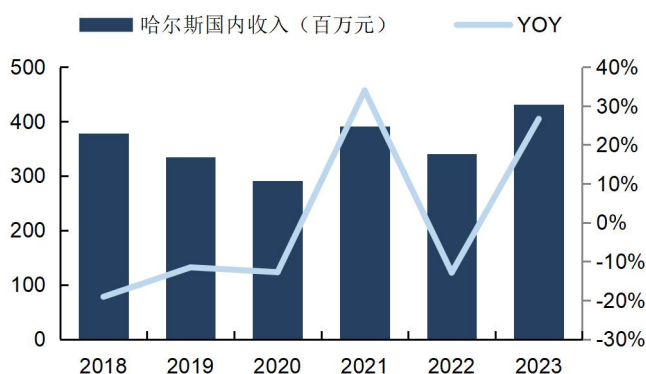


数据来源: SIGG 官网, 华福证券研究所

国内自主品牌换新升级, 多渠道布局成长可期。公司于 2022 年开始对“哈尔斯”品牌进行全新升级, 聚焦快消化、颜值化、品牌化、礼品化、国民化的五化建设方向, 打造消费品公司配套能力。公司自主品牌的“精品国货”战略的实施路径愈发清晰, 新品销售对毛利率的提升产生较大贡献, 通过代言人、IP 等有效的线上运营, 带动毛利率提升超 10 pct, 2023 年公司国内业务整体实现毛利率 23.8%, 同比+6.5pct。

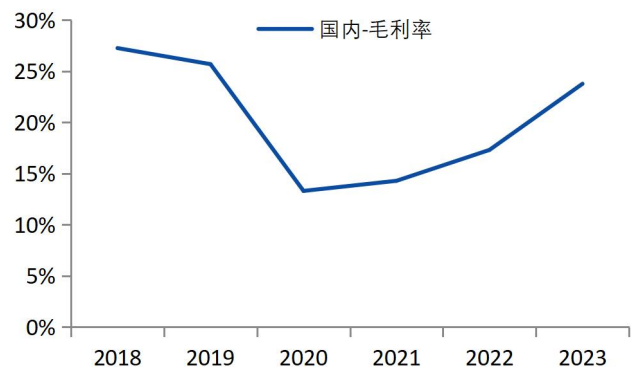
国内渠道线下方面, 经销体系质量逐步优化, KA 商超、专营店、便利店等渠道品牌形象宣传有序推进, 公司的经销商体系已触达百货类商场、商超系统、便利连锁系统并渗透至专营店、社区团购、省市县重要批发市场等。线上方面, 公司在专注传统电商平台的同时, 也在新兴的直播电商、社交电商等领域不断发力, 2023 年 10 月, 公司品牌代言人王源当天抖音直播间荣登抖音家装家居带货榜第一名, 年内公司抖音平台销售同比增幅超过 10 倍。

图表 17: 公司国内收入及增速



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 18: 公司国内毛利率



数据来源: iFind, 华福证券研究所



图表 19: 哈尔斯自主品牌矩阵示意图

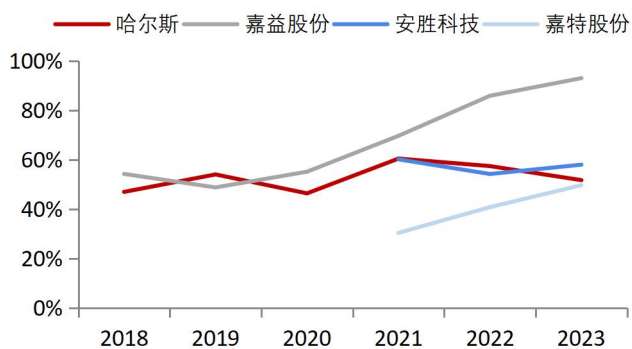


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 盈利扰动因素预计影响可控

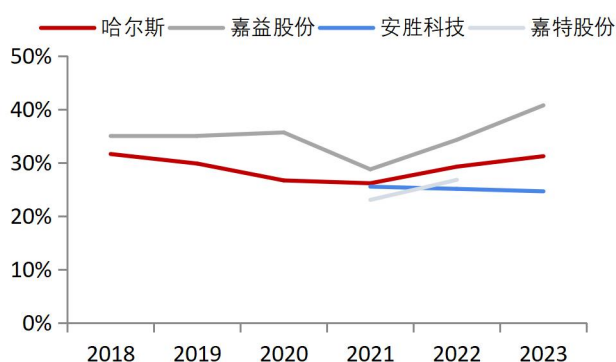
成本端, 公司毛利率处于可比公司较高水平, 生产制造存在一定规模效应。从可比公司前两大客户的集中度看, 客户集中度高或意味着生产品类相对集中, 生产制造等成本更易摊薄; 2023 行业内可比公司除嘉益股份 (93%) 外, 其他公司客户 CR2 均约 50%。从可比公司毛利率看, 公司 2023 年毛利率为 31.2%, 处于行业内较高水平。在客户集中度、客户 (安胜 23 年前两大客户分别为 YETI、PMI; 嘉特 23 年 1-6 月前两大客户分别为 PMI、迪卡侬) 相似的情况下, 公司实现更高毛利率, 体现了一定的生产制造端的规模效应。

图表 20: 可比公司客户 CR2 集中度



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所 (注: 嘉特股份截止到 2023 年 1-6 月)

图表 21: 可比公司毛利率

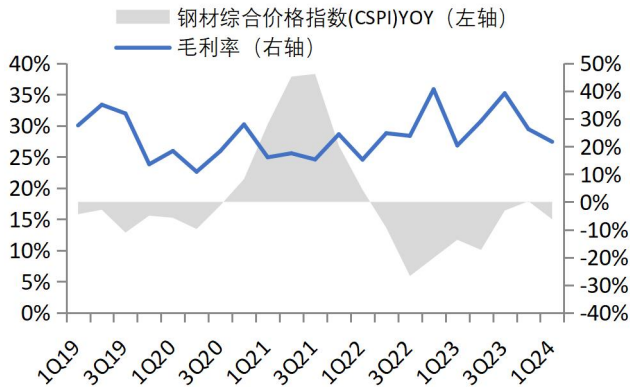


数据来源: iFind, 华福证券研究所

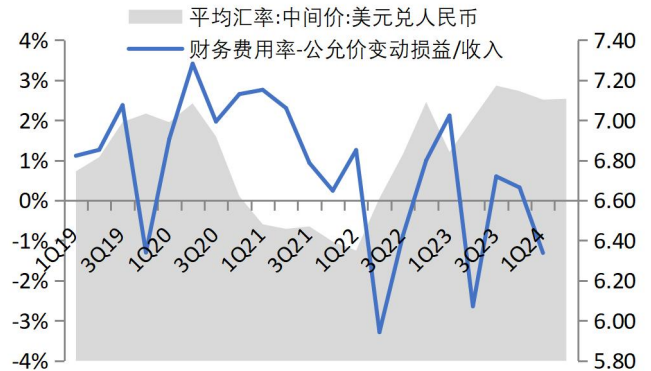
近期原材料价格处于低位, 下半年随着基数提高汇兑相关收益对盈利影响趋弱。原材料方面, 保温杯生产主要原材料为不锈钢等, 据嘉益股份年报, 原材料约占成本比重的 64%左右, 2022 年下半年以来原材料价格指数延续同比下降趋势, 预计未来原材料价格波动对公司毛利率影响可控。汇兑相关损益方面, 由于公司存在远期结售汇平滑汇率波动影响, 采用财务费用率-公允价值变动损益衡量, 23Q2 由于美元快速升值公司录得较大汇兑相关净收益, 23Q3-23Q4 由于美元汇率高位震荡, 公司



汇兑相关收益基数逐步下降，我们预计下半年公司盈利端受汇兑基数影响将有所趋弱。

图表 22: 公司季度毛利率与主要原材料价格指数


数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 23: 公司汇兑相关收益对盈利影响可控


数据来源: iFind, 华福证券研究所

目前海运价格波动对公司影响有限，泰国产能布局积极应对贸易摩擦风险。海运方面，公司 OEM 业务主要以 FOB 的贸易方式销售产品，产品离港后的运费主要由客户承担，目前海运紧张问题对公司未产生重大影响。

海外产能方面，据公司公告，2022 年公司成立泰国子公司，投资金额为 6900 万元。公司在泰国设立子公司，一是实施公司国际化发展战略、拓展海外市场；二是通过海外工厂出口欧美等发达国家是为防范贸易摩擦风险。2022 年公司泰国基地一期通过租赁厂房的方式已迅速落地试产，2023 年已投产；泰国二期计划总投资不超过 6000 万美元，已于 2024 年 2 月奠基开工。按公司“年产 1000 万只不锈钢真空保温器皿项目”投资总额约 1.8 亿元估算，公司泰国一期+二期合计可达产产能约 2380 万只；按公司 2021 年生产量 5039 万只测算，如果泰国基地全部达产，预计泰国产能占比可超 30%。公司积极布局海外产能，将有利于更好地承接各项存量与增量业务的可持续发展，并有效对冲潜在关税等贸易风险。

关税方面，2019 年 8 月据公司信披，公司销往美国的产品比例在 40-50%，但公司产品暂不在加征关税名单；另外，由于公司客户为美国市场中高端品牌，对价格的敏感性较低，潜在影响相对可控。



图表 24: 公司海外产能布局测算

时间	项目	投资额	产能估算 (万只)
2023 年投产	泰国一期	估算 0.69 亿元	383
2024 年 2 月 奠基开工	泰国二期	不超过 4.2 亿元 (6000 美元)	2,000
海外合计			2,383
2021 年总产量 (万只)			5,039
海外产能占比估算			32.11%

数据来源: iFind, 公司公告, 公司官网, 证券时报, 华福证券研究所

图表 25: 公司产品终端加价率较高

公司杯壶 2021 年出厂单价 (元/件)	34.51
YETI 产品官网售价 (美元/件)	20-45
加价率	4-9X

数据来源: iFind, YETI 官网, 华福证券研究所 (美元兑人民币汇率按 7 测算)

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

2024 年-2026 年主要盈利假设以下:

(1) 外销: 基于前文对美国保温杯行业需求的分析, 我们预计 2024 年行业保持景气, 公司外销 ODM/OEM 业务营收恢复较好增长, 海外自主品牌 SIGG 保持稳健成长。预计 2024 年外销整体增长 23%, 2025 年-2026 年外销年增长约 13%。

(2) 内销: 公司近年来积极进行自主品牌升级, 加大品牌建设与多渠道协同布局, 2023 年成长势头良好, 我们预计 2024 年-2026 年内销增速为 25%。

(3) 成本与费用: 近期原材料价格及汇率相对稳定, 考虑到公司 2024 年产品&客户拓宽, 及持续推动与客户的新品合作, 我们预计 2024 年-2026 年公司整体毛利率保持平稳略增。费用端, 我们预计随着公司营收端恢复, 2024 年期间费用率有所摊薄, 公司 2025-2026 年各项费用率平稳。

综上, 我们预计公司 2024 年-2026 年收入增速分别为 23.3%、15.5%、15.3%, 归母净利润增速分别为 18.4%、15.9%、16.4%。

图表 26: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,428	2,407	2,968	3,428	3,952
YOY	1.64%	-0.86%	23.28%	15.53%	15.27%
外销	2,038	1,976	2,429	2,755	3,110
YOY	4.26%	-3.03%	22.91%	13.43%	12.89%
毛利率	30.90%	32.82%	33.50%	33.80%	33.90%
内销	340	431	539	674	842
YOY	4.26%	26.67%	25.00%	25.00%	25.00%

毛利率	17.32%	23.78%	24.00%	24.30%	24.60%
营业成本	1,718	1,656	2,025	2,334	2,691
总体毛利率	29.24%	31.20%	31.77%	31.93%	31.92%
销售费用	178	232	275	317	366
销售费用率%	7.34%	9.65%	9.25%	9.25%	9.25%
管理费用	169	171	205	237	273
管理费用率%	6.95%	7.09%	6.90%	6.90%	6.90%
研发费用	102	95	113	130	150
研发费用率%	4.20%	3.97%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用	-20	0	1	-1	-10
财务费用率%	-0.82%	0.01%	0.03%	-0.02%	-0.26%
归母净利润	206	250	296	343	399
YOY	51.96%	21.31%	18.41%	15.94%	16.42%
净利率	8.48%	10.38%	9.97%	10.00%	10.10%

数据来源: iFind, 华福证券研究所

3.2 投资建议

哈尔斯为保温杯制造出口龙头公司之一, 合作海外优质 ODM/OEM 客户共享成长, 海外自主品牌 SIGG 定位高端稳增, 国内自主品牌焕新升级, 电商、线下、礼品等多渠道协同。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 2.96 亿元、3.43 亿元、3.99 亿元, 同比分别增长 18.4%、15.9%、16.4%, 目前股价对应 2024 年 PE 为 11x, 低于可比公司平均估值水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
		2024-07-22	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
301004.SZ	嘉益股份	80.49	4.72	6.00	7.26	8.67	17.73	13.95	11.53	9.65	
002032.SZ	苏泊尔	49.00	21.80	23.68	25.88	28.19	18.02	16.58	15.18	13.93	
002705.SZ	新宝股份	13.05	9.77	11.30	12.69	14.17	10.93	9.45	8.42	7.54	
	平均值						15.56	13.33	11.71	10.37	
002615.SZ	哈尔斯	6.77	2.50	2.96	3.43	3.99	12.64	10.68	9.21	7.91	

数据来源: iFind 一致预测, 华福证券研究所 (哈尔斯为华福证券研究所盈利预测)

4 风险提示

海外保温杯需求变化的风险: 公司主要从事保温杯出口。如果未来美国保温杯市场需求不及预期, 则可能对公司经营业绩造成不利影响。

原材料价格上涨风险: 公司产品的主要原材料为不锈钢, 不锈钢价格波动是影响公司产品成本继而影响毛利率的主要因素之一, 具有周期性波动的特征。受宏观经济波动、上下游供求关系变化等因素影响, 导致主要原材料价格发生大幅波动,



公司若无法及时转移或消化成本压力，则会直接影响公司的盈利水平，对公司的生产经营造成不利影响。

汇率波动的风险：公司收入主要以美元进行结算。如果未来汇率波动幅度加大，则公司出现汇兑损失的可能性也将增加，将对公司利润构成一定不利影响。

国内外环境变化的风险：目前国内外形势复杂多变，外部因素对全球经济的影响会给企业的生产经营及发展预期带来一定的不确定性。近年来，国际贸易保护主义势头上升，部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。公司营业收入中外销占比较高，主要外销市场集中于美国，不排除后期中美贸易形势变化，公司产品存在被加征关税的风险。



图表 28: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	849	867	1,045	1,335
应收票据及账款	226	445	356	434
预付账款	11	12	14	16
存货	495	619	737	786
合同资产	52	16	23	33
其他流动资产	206	186	219	259
流动资产合计	1,787	2,129	2,371	2,830
长期股权投资	36	36	36	36
固定资产	714	743	770	795
在建工程	16	16	16	16
无形资产	106	112	121	135
商誉	17	17	17	17
其他非流动资产	112	114	116	117
非流动资产合计	1,001	1,038	1,076	1,116
资产合计	2,789	3,167	3,447	3,946
短期借款	56	0	0	0
应付票据及账款	624	716	817	960
预收款项	0	0	0	0
合同负债	29	53	62	71
其他应付款	23	23	23	23
其他流动负债	286	303	319	337
流动负债合计	1,018	1,096	1,220	1,391
长期借款	289	339	269	349
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	308	358	288	368
负债合计	1,327	1,454	1,508	1,759
归属母公司所有者权益	1,468	1,722	1,951	2,203
少数股东权益	-6	-9	-12	-16
所有者权益合计	1,462	1,713	1,939	2,187
负债和股东权益	2,789	3,167	3,447	3,946

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	243	201	496	487
现金收益	341	386	435	486
存货影响	-82	-124	-117	-49
经营性应收影响	-38	-211	102	-60
经营性应付影响	168	93	100	143
其他影响	-147	57	-23	-33
投资活动现金流	-202	-129	-135	-141
资本支出	-143	-127	-132	-139
股权投资	20	0	0	0
其他长期资产变化	-78	-2	-3	-2
融资活动现金流	-5	-54	-183	-57
借款增加	201	-6	-70	80
股利及利息支付	-106	-132	-165	-198
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-101	85	52	60

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,407	2,968	3,428	3,952
营业成本	1,656	2,025	2,334	2,691
税金及附加	18	21	23	26
销售费用	232	275	317	366
管理费用	171	205	237	273
研发费用	95	113	130	150
财务费用	0	1	-1	-10
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-39	-10	-15	-20
公允价值变动收益	1	0	-1	0
投资收益	-30	0	0	0
其他收益	18	20	20	20
营业利润	226	338	392	456
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	225	337	390	454
所得税	-23	44	51	59
净利润	247	293	340	395
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
归属母公司净利润	250	296	343	399
EPS (按最新股本摊薄)	0.54	0.63	0.74	0.86

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.9%	23.3%	15.5%	15.3%
EBIT 增长率	2.5%	49.9%	15.4%	14.0%
归母公司净利润增长率	21.3%	18.4%	15.9%	16.4%
获利能力				
毛利率	31.2%	31.8%	31.9%	31.9%
净利率	10.3%	9.9%	9.9%	10.0%
ROE	17.1%	17.3%	17.7%	18.3%
ROIC	12.3%	16.2%	17.4%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	47.6%	45.9%	43.8%	44.6%
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	28	41	42	36
存货周转天数	99	99	105	102
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.63	0.74	0.86
每股经营现金流	0.52	0.43	1.06	1.04
每股净资产	3.15	3.69	4.18	4.72
估值比率				
P/E	13	11	9	8
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	116	86	76	68

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn