

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

哈尔斯 (002615)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

哈尔斯：深度绑定核心客户，25 年增长乐观

2025 年 03 月 02 日

事件：近日哈尔斯再次获得 STANLEY “年度最佳供应商奖”和“年度创新奖”，充分彰显公司在生产&交付&供应链管理等方面核心优势。公司与 Stanley 已合作 15 年，是其合作最久供应商，多年来成功交付众多爆款系列，且目前仍有多个单品在陆续打样。2 月 26 日，Stanley 高管团队（包含总裁 Matt 在内）16 人到访哈尔斯工厂调研，对新技术及研发投入表示高度赞赏，并表达进一步深化合作的强烈意愿。此外，哈尔斯向 Stanley 团队介绍即将在永康和泰国投资的新智能工厂，未来双方合作有望开启全新篇章。

客户结构优化，关税影响有限。2024 年前三季度公司 TOP4 客户分别为 YETI、PMI (Stanley)、TroveBrands (OWALA)、Brumate，占总收入比例为 32.6%、23.0%、6.5%、6.2%（23 全年占比分别为 38.3%、13.4%、5.0%、1.5%），且均已签订长期框架合作协议。我们预计，25 年 Yeti 有望延续平稳表现，Stanley 爆款 Quencher、iceflow 仍有望加速放量；TB、Brumate 等第二梯队/潜力客户基数较小、仍有望高增。至此，公司单一大客户风险已逐步趋弱，多元客户矩阵有望贡献长期成长动能。此外，公司泰国基地一期稳步爬坡，二期进展顺利，未来有望逐步覆盖美国订单，整体关税风险可控。

自主品牌矩阵完善，盈利能力预计稳步改善。公司海外 SIGG 定位高端，线上/线下同步扩张，25 年预计稳健增长；国内品牌加大营销力度，以核心品牌定位+明星代言人新春祝福+当季新品的形式通过占位重要城市枢纽站点收获流量，品牌力持续升级，我们预计 25 年全年线上渠道有望稳健增长、线下表现平稳。此外，公司积极贯彻精品国货战略，推进内部管理革新、实施降本增效举措，盈利能力预计稳步提升。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.1、3.8、4.8 亿元，对应 PE 估值分别为 12.0X、9.6X、7.7X。

风险提示：海外需求修复不及预期、人民币汇率超预期波动、竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,428	2,407	3,254	4,179	4,991
增长率 YoY %	1.6%	-0.9%	35.2%	28.4%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	206	250	306	384	480
增长率 YoY%	52.0%	21.3%	22.6%	25.5%	25.0%
毛利率%	29.2%	31.2%	30.1%	29.9%	30.4%
净资产收益率ROE%	14.7%	17.0%	17.4%	18.4%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.54	0.66	0.82	1.03
市盈率 P/E(倍)	17.89	14.75	12.03	9.59	7.67
市净率 P/B(倍)	2.64	2.51	2.10	1.77	1.48

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,436	1,787	2,178	2,837	3,631	
货币资金	814	849	1,123	1,489	2,043	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	152	226	316	406	416	
预付账款	7	11	14	16	21	
存货	413	495	632	798	984	
其他	49	206	93	127	167	
非流动资产	917	1,001	1,182	1,088	991	
长期股权投资	55	36	36	36	36	
固定资产(合计)	647	714	767	707	638	
无形资产	80	106	106	106	106	
其他	135	146	273	239	211	
资产总计	2,353	2,789	3,360	3,925	4,623	
流动负债	869	1,018	1,299	1,540	1,832	
短期借款	217	56	176	156	156	
应付票据	83	89	101	143	171	
应付账款	366	535	634	796	1,011	
其他	203	338	387	444	494	
非流动负债	102	308	311	311	311	
长期借款	80	289	289	289	289	
其他	22	19	22	22	22	
负债合计	971	1,327	1,609	1,851	2,143	
少数股东权益	-14	-6	-7	-9	-11	
归属母公司股东权益	1,397	1,468	1,757	2,083	2,491	
负债和股东权益	2,353	2,789	3,360	3,925	4,623	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,428	2,407	3,254	4,179	4,991	
同比(%)	1.6%	-0.9%	35.2%	28.4%	19.5%	
归属母公司净利润	206	250	306	384	480	
同比(%)	52.0%	21.3%	22.6%	25.5%	25.0%	
毛利率(%)	29.2%	31.2%	30.1%	29.9%	30.4%	
ROE%	14.7%	17.0%	17.4%	18.4%	19.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.54	0.66	0.82	1.03	
P/E	17.89	14.75	12.03	9.59	7.67	
P/B	2.64	2.51	2.10	1.77	1.48	
EV/EBITDA	6.83	9.20	7.97	5.73	3.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,428	2,407	3,254	4,179	4,991	
营业成本	1,718	1,656	2,275	2,930	3,475	
营业税金及附加	13	18	21	27	35	
销售费用	178	232	296	376	449	
管理费用	169	171	212	272	329	
研发费用	102	95	136	172	210	
财务费用	-20	0	-28	-28	-43	
减值损失合计	-31	-39	0	0	0	
投资净收益	-20	-30	-13	-17	-20	
其他	22	62	10	13	15	
营业利润	238	226	339	425	531	
营业外收支	1	-2	0	0	0	
利润总额	239	225	339	425	531	
所得税	39	-23	34	42	53	
净利润	200	247	305	382	478	
少数股东损益	-6	-2	-1	-2	-2	
归属母公司净利润	206	250	306	384	480	
EBITDA	343	338	401	491	585	
EPS(当年)(元)	0.50	0.54	0.66	0.82	1.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	347	243	487	479	664	
净利润	200	247	305	382	478	
折旧摊销	100	109	91	94	97	
财务费用	-6	19	16	17	17	
投资损失	10	21	13	17	20	
营运资金变动	13	-103	63	-32	53	
其它	31	-51	0	0	0	
投资活动现金流	-137	-202	-284	-17	-20	
资本支出	-128	-188	-300	0	0	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-8	-13	16	-17	-20	
筹资活动现金流	-86	-5	54	-96	-90	
吸收投资	0	2	0	0	0	
借款	-11	48	120	-20	0	
支付利息或股息	-75	-106	-62	-76	-90	
现金流净增加额	164	35	274	366	554	

研究团队简介

姜文镒，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。