

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：客户结构多元化，海外产能爬坡影响短期盈利

2025年04月22日

**事件：公司发布 24 年&25Q1 业绩报告。**24 全年实现收入 33.32 亿元(同比+38.4%)，归母净利润 2.87 亿元(同比+14.7%)，扣非归母净利润 2.80 亿元(同比+30.0%)；单 Q4 实现收入 9.64 亿元(同比+37.5%)，归母净利润 0.62 亿元(同比-36.4%)，扣非归母净利润 0.61 亿元(同比+6.5%)。25Q1 实现收入 7.04 亿元(同比+22.5%)，归母净利润 0.41 亿元(同比+31.6%)，扣非归母净利润 0.42 亿元(同比+32.2%)。海外高景气延续、公司前瞻绑定高潜客户，收入端稳健增长；24Q4 利润略承压我们预计主要系海外基地投产、固费摊销不足，25Q1 盈利能力已稳步改善。

**外销客户结构优化，海外产能保障成长。**2024 年外销收入实现 29.0 亿元(同比+46.8%)，其中 H2 收入为 17.04 亿元(同比+41.8%)。拆分客户结构来看，前四大客户全年收入分别为 9.8 亿元(同比+6.2%)、7.2 亿元(同比+124.2%)、3.0 亿元(同比+150.6%)、2.5 亿元，多元客户矩阵有望贡献长期成长动能。我们预计 25 年 Yeti 平稳，PMI 非美订单提升&新品 iceflow 持续放量、有望快速增长，TB 基数仍较小、仍有望高增。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。

**内销渠道结构改善，盈利能力提升。**2024 年内销收入实现 4.31 亿元(同比持平)，其中 H2 收入为 2.35 亿元(同比-17.1%)。公司内销充分利用电商红利，逐步提升产品价格带、推动品牌向中高端市场迈进，我们预计 24 年线上渠道仍维持稳健增长。渠道结构优化，公司内销盈利能力稳步改善，24H2 已提升至 29.4%(较 23 全年+5.6pct)。我们预计 25 全年内销线上稳增长、线下平稳，盈利能力表现改善。

**盈利能力稳步改善，现金流短暂承压。**25Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 28.7%/5.9%(同比+1.2/+0.4pct)，销售/研发/管理费用率为 9.3%/5.0%/7.9%(同比-0.2/+0.5/+0.1pct)。截至 25Q1 末存货/应收/应付账款周转天数分别为 102/43/124 天(同比-10/+12/+18 天)，经营性现金流净额为-0.48 亿元(同比-1.23 亿元)。

**盈利预测：**4 月初公司拟回购 0.8-1.6 亿元；控股股东一致行动人拟增持 600 万-1200 万元。国际贸易高度不确定背景下，公司核心股东逆势增持，彰显长期发展信心。未来关税政策逐步明朗，公司凭借海外优质产能有望加速抢占全球份额，业绩预期有望上修。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.5、4.4、5.3 亿元，对应 PE 估值分别为 9.3X、7.4X、6.2X。

**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,407	3,332	4,138	4,957	5,908
增长率 YoY %	-0.9%	38.4%	24.2%	19.8%	19.2%
归属母公司净利润 (百万元)	250	287	354	443	530
增长率 YoY%	21.3%	14.7%	23.4%	25.2%	19.8%
毛利率%	31.2%	28.0%	28.3%	28.8%	28.9%
净资产收益率ROE%	17.0%	16.7%	18.2%	20.1%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.61	0.76	0.95	1.14
市盈率 P/E(倍)	13.18	11.49	9.31	7.44	6.21
市净率 P/B(倍)	2.24	1.91	1.69	1.49	1.31

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 22 日收盘价

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,787	1,797	2,150	2,815	3,501
货币资金	849	787	819	1,142	1,634
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	226	377	372	491	595
预付账款	11	10	15	18	20
存货	495	537	755	914	1,033
其他	206	86	189	251	220
<b>非流动资产</b>	1,001	1,579	1,762	1,730	1,683
长期股权投资	36	29	29	29	29
固定资产(合计)	714	750	1,010	1,039	1,041
无形资产	106	219	219	219	219
其他	146	582	505	444	394
<b>资产总计</b>	2,789	3,376	3,912	4,545	5,184
<b>流动负债</b>	1,018	1,183	1,452	1,774	2,051
短期借款	56	99	109	119	129
应付票据	89	127	153	186	221
应付账款	535	742	836	1,075	1,255
其他	338	214	353	394	446
<b>非流动负债</b>	308	479	528	578	628
长期借款	289	417	467	517	567
其他	19	63	62	62	62
<b>负债合计</b>	1,327	1,662	1,980	2,353	2,679
少数股东权益	-6	-6	-10	-13	-17
归属母公司股东权益	1,468	1,721	1,942	2,206	2,522
<b>负债和股东权益</b>	2,789	3,376	3,912	4,545	5,184

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,407	3,332	4,138	4,957	5,908
同比(%)	-0.9%	38.4%	24.2%	19.8%	19.2%
归属母公司净利润	250	287	354	443	530
同比(%)	21.3%	14.7%	23.4%	25.2%	19.8%
毛利率(%)	31.2%	28.0%	28.3%	28.8%	28.9%
ROE%	17.0%	16.7%	18.2%	20.1%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.61	0.76	0.95	1.14
P/E	13.18	11.49	9.31	7.44	6.21
P/B	2.24	1.91	1.69	1.49	1.31
EV/EBITDA	9.20	8.86	6.44	4.78	3.50

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2,407	3,332	4,138	4,957	5,908
营业成本	1,656	2,399	2,967	3,527	4,202
营业税金及附加	18	21	27	34	38
销售费用	232	284	343	402	479
管理费用	171	214	286	347	419
研发费用	95	122	166	198	236
财务费用	0	-52	-10	-9	-20
减值损失合计	-39	-26	0	0	0
投资净收益	-30	-20	0	0	0
其他	62	13	28	30	33
<b>营业利润</b>	226	310	388	488	586
营业外收支	-2	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	225	312	388	488	586
所得税	-23	25	39	49	59
<b>净利润</b>	247	287	349	440	527
少数股东损益	-2	1	-4	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	250	287	354	443	530
EBITDA	338	396	495	612	713
EPS(当年)(元)	0.54	0.63	0.76	0.95	1.14

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	243	463	359	565	773
净利润	247	287	349	440	527
折旧摊销	109	114	117	132	147
财务费用	19	-24	21	24	26
投资损失	21	2	0	0	0
营运资金变动	-103	62	-128	-30	73
其它	-51	21	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-202	-490	-301	-100	-100
资本支出	-188	-487	-300	-100	-100
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-13	-3	-1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-5	-57	-39	-143	-180
吸收投资	2	0	0	0	0
借款	48	170	60	60	60
支付利息或股息	-106	-64	-164	-203	-240
<b>现金流净增加额</b>	35	-61	32	323	492

## 研究团队简介

**姜文锬**，信达证券研究开发中心所长助理，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，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

**骆峥**，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。

**陆亚宁**，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

**龚轶之**，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。