

哈尔斯 (002615)

证券研究报告
2026年02月04日

25年承压，期待26年加速成长

公司披露2025业绩预告

2025年公司归母净利润0.55-0.82亿元，同比减少72-81%；其中25Q4归母净利润-0.45亿至-0.18亿。2025年扣非后归母净利润0.56-0.83亿元，同比减少70-80%。

本期业绩承压主要系：1、外部环境压力：受国际贸易环境趋复杂及客户短期产品结构调整影响，公司收入与毛利阶段性承压；自有品牌处于快速成长期，尚需一定量的品牌投入，致短期利润受影响。

2、战略性投入成本体现：公司为持续推进全球化战略布局、夯实长期竞争力，正按计划建设并投产泰国生产基地。运营初期，因供应链搭建、本地化团队建设等一次性投入较多，叠加产能仍处于快速爬升阶段，固定资产折旧等刚性成本尚未被充分摊薄，导致短期内成本费用增幅显著。

3、汇率波动：公司外销产品主要以美元结算，人民币兑美元汇率升值，对毛利率和汇兑损益带来一定压力。

国内杯壶市场具备集中度提升及需求升级空间

1) 国内市场品牌集中度较低，格局红利仍在释放。当前杯壶行业CR4不足20%，远低于家电、美妆等成熟品类，低集中度为头部品牌提供足够的份额提升空间，先发者有望通过品牌、设计与渠道获得增量。2) 需求升级打开行业天花板。杯壶正从耐用品进化为情绪载体：颜值、IP、智能、健康、社交属性叠加，不仅将单品溢价拉升，更把购买频次提升一个量级，市场空间随之跃迁。公司持续深耕国内市场，运营能力持续提升，25年双11表现优秀。

泰国基地前景可期

一方面，核心配套供应商已在公司1小时交通圈内完成布局，本地化供应链体系正快速成型，物流与采购成本将持续优化；另一方面，泰国基地自动化程度高，随着产能利用率提升，规模效应将显著摊薄固定成本。目前产能爬坡进度符合预期，公司预计成本压力将逐季改善，泰国基地的长期成本竞争力值得期待。

OEM业务整体向好，头部客户份额扩大，腰部客户快速放量

公司加速拓展新区域，积极配合客户开发北美其他地区、欧洲、日本等非美业务，并积极在中东、东南亚等差异化市场开发新业务，为业务发展输入持续动能。

与此同时，公司正加速打造海外本土化供应链，与客户形成深度绑定、长期共赢的战略合作关系：伴随海外产能稳定性与交付弹性的持续验证，头部品牌将陆续启动供应商体系优化，订单资源有望向头部集中。

作为全球杯壶核心制造商，公司兼具规模、技术与认证壁垒，这些优势都将助力公司在新一轮份额再分配中获取更高比例，进一步巩固龙头地位。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于2025年业绩预告，考虑公司短期战略性投入较多，我们调整盈利预测，预计25-27年归母净利润分别为0.7/2.7/3.8亿元（前值分别为2.7/3.3/4.1亿元），对应PE分别为56X/15X/11X。

风险提示：业绩预告仅为预测值，实际以年报为准；海外基地产能爬坡不及预期；客户订单不及预期；行业竞争加剧等

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.53元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	466.27
流通A股股本(百万股)	306.04
A股总市值(百万元)	3,977.26
流通A股市值(百万元)	2,610.54
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	55.30
一年内最高/最低(元)	11.28/5.90

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
周嘉乐	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005	
zhoujiale@tfzq.com	
张彤	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《哈尔斯-半年报点评:期待海外产能布局释放利润》 2025-09-12
- 《哈尔斯-年报点评报告:客户延续放量，海外产能优势显现》 2025-04-23
- 《哈尔斯-公司点评:加强核心客户绑定》 2025-03-03

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,407.12	3,331.52	3,678.06	4,228.32	4,941.69
增长率(%)	(0.86)	38.40	10.40	14.96	16.87
EBITDA(百万元)	430.80	516.27	209.38	432.11	559.57
归属母公司净利润(百万元)	249.78	286.54	70.47	270.27	376.35
增长率(%)	21.31	14.72	(75.41)	283.51	39.25
EPS(元/股)	0.54	0.61	0.15	0.58	0.81
市盈率(P/E)	15.92	13.88	56.44	14.72	10.57
市净率(P/B)	2.71	2.31	2.25	2.08	1.85
市销率(P/S)	1.65	1.19	1.08	0.94	0.80
EV/EBITDA	6.93	6.34	18.43	7.72	6.58

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	848.58	787.19	335.17	833.86	470.54
应收票据及应收账款	226.09	377.04	191.45	462.09	337.54
预付账款	10.57	9.86	16.89	14.72	20.13
存货	495.38	536.59	840.30	700.94	1,073.62
其他	154.22	86.27	65.27	58.93	97.23
流动资产合计	1,734.85	1,796.96	1,449.09	2,070.54	1,999.06
长期股权投资	35.57	28.68	28.68	28.68	28.68
固定资产	713.94	750.50	761.52	799.84	849.51
在建工程	16.44	383.27	398.27	411.27	425.27
无形资产	106.28	218.67	221.29	220.26	219.87
其他	129.21	198.34	118.25	126.14	139.68
非流动资产合计	1,001.44	1,579.46	1,528.01	1,586.19	1,663.01
资产总计	2,788.52	3,376.41	2,977.10	3,656.73	3,662.07
短期借款	56.45	99.27	34.20	31.50	28.60
应付票据及应付账款	623.90	869.34	648.30	1,219.44	934.29
其他	308.79	177.84	214.67	187.46	248.10
流动负债合计	989.14	1,146.44	897.17	1,438.39	1,211.00
长期借款	288.97	416.52	289.00	274.00	274.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.30	62.68	31.59	33.82	36.85
非流动负债合计	308.27	479.20	320.59	307.82	310.85
负债合计	1,326.57	1,661.79	1,217.76	1,746.21	1,521.85
少数股东权益	(5.88)	(6.06)	(6.06)	(6.06)	(6.06)
股本	466.48	466.30	466.27	466.27	466.27
资本公积	301.59	290.53	290.53	290.53	290.53
留存收益	780.12	1,020.49	1,062.46	1,223.40	1,447.52
其他	(80.37)	(56.64)	(53.86)	(63.63)	(58.04)
股东权益合计	1,461.95	1,714.62	1,759.34	1,910.52	2,140.22
负债和股东权益总计	2,788.52	3,376.41	2,977.10	3,656.73	3,662.07

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	247.34	287.18	70.47	270.27	376.35
折旧摊销	93.29	100.91	111.96	119.81	128.71
财务费用	19.08	(23.69)	(29.29)	(34.88)	(36.75)
投资损失	21.18	1.94	17.37	21.99	22.36
营运资金变动	(255.27)	120.02	(252.30)	415.50	(526.83)
其它	117.04	(23.53)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	242.66	462.83	(81.79)	792.69	(36.15)
资本支出	123.26	563.58	171.69	167.88	188.97
长期投资	(19.65)	(6.89)	0.00	0.00	0.00
其他	(305.35)	(1,046.90)	(329.66)	(359.97)	(403.33)
投资活动现金流	(201.74)	(490.21)	(157.97)	(192.09)	(214.36)
债权融资	200.37	60.07	(186.51)	17.18	33.85
股权融资	(132.16)	(103.42)	(25.75)	(119.08)	(146.65)
其他	(72.87)	(13.62)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(4.66)	(56.98)	(212.27)	(101.91)	(112.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	36.26	(84.36)	(452.02)	498.69	(363.32)

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,407.12	3,331.52	3,678.06	4,228.32	4,941.69
营业成本	1,656.18	2,398.80	2,753.79	3,082.49	3,549.13
营业税金及附加	18.43	21.04	25.75	25.37	29.65
销售费用	232.31	283.75	411.94	380.55	444.75
管理费用	170.72	214.44	257.46	270.61	311.82
研发费用	95.48	122.45	139.77	160.68	177.90
财务费用	0.34	(52.16)	(29.29)	(34.88)	(36.75)
资产/信用减值损失	(40.40)	(26.10)	(25.13)	(25.05)	(24.97)
公允价值变动收益	0.94	(0.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(29.84)	(20.26)	(17.37)	(21.99)	(22.36)
其他	76.70	79.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	226.25	310.20	76.14	296.45	417.85
营业外收入	0.42	2.38	1.50	1.50	1.45
营业外支出	1.96	0.55	1.04	0.95	1.13
利润总额	224.72	312.03	76.60	297.00	418.17
所得税	(22.63)	24.85	6.13	26.73	41.82
净利润	247.34	287.18	70.47	270.27	376.35
少数股东损益	(2.44)	0.63	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	249.78	286.54	70.47	270.27	376.35
每股收益(元)	0.54	0.61	0.15	0.58	0.81

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-0.86%	38.40%	10.40%	14.96%	16.87%
营业利润	-4.89%	37.10%	-75.45%	289.34%	40.95%
归属于母公司净利润	21.31%	14.72%	-75.41%	283.51%	39.25%
获利能力					
毛利率	31.20%	28.00%	25.13%	27.10%	28.18%
净利率	10.38%	8.60%	1.92%	6.39%	7.62%
ROE	17.02%	16.65%	3.99%	14.10%	17.54%
ROIC	29.82%	23.00%	3.35%	14.46%	26.93%
偿债能力					
资产负债率	47.57%	49.22%	40.90%	47.75%	41.56%
净负债率	-21.72%	-14.47%	-0.68%	-27.66%	-7.85%
流动比率	1.75	1.52	1.62	1.44	1.65
速动比率	1.27	1.07	0.68	0.95	0.76
营运能力					
应收账款周转率	12.73	11.05	12.94	12.94	12.36
存货周转率	5.30	6.46	5.34	5.49	5.57
总资产周转率	0.94	1.08	1.16	1.27	1.35
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.61	0.15	0.58	0.81
每股经营现金流	0.52	0.99	-0.18	1.70	-0.08
每股净资产	3.15	3.69	3.79	4.11	4.60
估值比率					
市盈率	15.92	13.88	56.44	14.72	10.57
市净率	2.71	2.31	2.25	2.08	1.85
EV/EBITDA	6.93	6.34	18.43	7.72	6.58
EV/EBIT	8.78	7.82	39.61	10.68	8.54

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