

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

哈尔斯 (002615)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜文锬 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：发布股权激励和员工持股，目标超预期，代工订单确定，品牌发展加速

2026年02月12日

事件：公司发布股权激励（草案）和员工持股计划（草案）。1）股权激励：拟授予360万股，对象为董事及高级管理人员5人。2）员工持股：规模不超过268.9万股，总人数不超过50人，含董事（不含独立董事）、高级管理人员5人。本次激励目标值为2026年收入/扣非利润44.5/3.6亿元，2027年为51.7/4.5亿元，2028年为60.3/5.2亿元；触发值为2026年收入/扣非利润为41.6/3.2亿元，2027年为48.8/4.0亿元，2028年为57.4/5.0亿元。扣非利润均剔除股份支付费用、提取奖励基金的影响。我们预计25年收入、利润约32+亿元、0.7亿元，26年收入利润均大幅高增。收入高增主要系客户订单增长明确，海外基地扩张驱动份额提升，自主品牌内生外延、增长加速；利润增速优于收入，我们判断主要系海外产能爬坡、成本稳步优化，规模优势显现，费用率持续优化。

代工客户订单确定，降本增效驱动盈利改善。根据公司公告，25Q1-3前五大客户金额同比-0.1%，其中YETI/PMI同比分别-21.3%/-1.5%，OWALA等新客户维持高增趋势。结合美国亚马逊数据来看，YETI/STANLEY主要国家表现平稳，其余部分客户增速靓丽。我们判断，Yeti有所下滑主要系供应链转移导致下单节奏变化，26年有望重返补库周期。伴随公司泰国交付能力提升，Stanley加速新品开发和非美市场发展，公司供应份额有望显著提升。Owala/Brumate自身仍在快速成长，目前公司均为核心供应商，26年订单有望伴随客户高速增长。总结来看，公司前五大客户收入占比约70%，趋势全面向好为代工业务快速增长奠定基调。此外，伴随泰国基地一次性费用大幅减少，包括前期开模、前期员工补贴等，人工效率、配套成本叠加良品率逐步优化，盈利能力有望逐季改善。

多维度打造品牌力，增长势能有望扩大。保温杯逐步转型为彰显个性的时尚配饰，兼具社交分享价值与悦己属性。2025年公司品牌中心组织重构&能力跃迁双重升级，上新节奏大幅提升，并与故宫、新华社、哈尔滨文旅、合作艺人（26年新增白鹿、李沛恩等）等知名IP频繁联动、推出联名产品，与腾讯广告等签订战略合作。此外，我们判断公司对外战略合作有望提速，深度合作赛道顶级资源。25年公司提出宏伟目标，规划28年品牌收入占比趋近于制造，我们预计OBM业务持续高增，根据蝉妈妈，公司抖音1月销售额同比增速高达121%。

盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为0.7、3.0、4.2亿元，对应PE估值分别为58.7X、13.9X、10.0X，维持“买入”评级。

风险提示：供应链成本优化不及预期、客户订单不及预期、人民币汇率超预期波动、自主品牌发展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,407	3,332	3,278	4,123	5,084
增长率 YoY %	-0.9%	38.4%	-1.6%	25.8%	23.3%
归属母公司净利润(百万元)	250	287	71	299	417
增长率 YoY%	21.3%	14.7%	-75.3%	322.4%	39.6%
毛利率%	31.2%	28.0%	26.2%	27.7%	28.1%
净资产收益率ROE%	17.0%	16.7%	4.1%	15.6%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.61	0.15	0.64	0.90
市盈率 P/E(倍)	16.63	14.50	58.68	13.89	9.95
市净率 P/B(倍)	2.83	2.41	2.38	2.16	1.92

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年2月11日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,787	1,797	1,966	2,520	3,122	营业总收入	2,407	3,332	3,278	4,123	5,084
货币资金	849	787	865	1,083	1,477	营业成本	1,656	2,399	2,420	2,981	3,653
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	18	21	21	28	33
应收账款	226	377	319	418	528	销售费用	232	284	308	338	402
预付账款	11	10	12	15	17	管理费用	171	214	246	284	351
存货	495	537	616	772	898	研发费用	95	122	164	153	188
其他	206	86	154	232	201	财务费用	0	-52	16	16	-1
非流动资产	1,001	1,579	1,777	1,747	1,699	减值损失合计	-39	-26	0	0	0
长期股权投资	36	29	29	29	29	投资净收益	-30	-20	-23	0	0
固定资产(合计)	714	750	1,107	1,192	1,228	其他	62	13	0	18	18
无形资产	106	219	207	191	174	营业利润	226	310	80	341	476
其他	146	582	434	335	268	营业外收支	-2	2	1	0	1
资产总计	2,789	3,376	3,743	4,267	4,820	利润总额	225	312	80	341	477
流动负债	1,018	1,183	1,376	1,704	1,991	所得税	-23	25	10	44	62
短期借款	56	99	299	319	339	净利润	247	287	70	297	415
应付票据	89	127	125	158	192	少数股东损益	-2	1	-1	-2	-2
应付账款	535	742	682	908	1,091	归属母公司净利润	250	287	71	299	417
其他	338	214	269	318	369	EBITDA	338	396	246	527	664
非流动负债	308	479	632	652	672	EPS (当年)(元)	0.54	0.63	0.15	0.64	0.90
长期借款	289	417	567	587	607						
其他	19	63	65	65	65						
负债合计	1,327	1,662	2,007	2,355	2,663						
少数股东权益	-6	-6	-7	-9	-11						
归属母公司股东权益	1,468	1,721	1,742	1,920	2,169						
负债和股东权益	2,789	3,376	3,743	4,267	4,820						

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,407	3,332	3,278	4,123	5,084	经营活动现金流	243	463	136	479	704
同比(%)	-0.9%	38.4%	-1.6%	25.8%	23.3%	净利润	247	287	70	297	415
归属母公司净利润	250	287	71	299	417	折旧摊销	109	114	150	170	188
同比(%)	21.3%	14.7%	-75.3%	322.4%	39.6%	财务费用	19	-24	33	41	42
毛利率(%)	31.2%	28.0%	26.2%	27.7%	28.1%	投资损失	21	2	23	0	0
ROE%	17.0%	16.7%	4.1%	15.6%	19.2%	营运资金变动	-103	62	-141	-29	60
EPS (摊薄)(元)	0.54	0.61	0.15	0.64	0.90	其它	-51	21	1	0	-1
P/E	16.63	14.50	58.68	13.89	9.95	投资活动现金流	-202	-490	-372	-140	-139
P/B	2.83	2.41	2.38	2.16	1.92	资本支出	-188	-487	-361	-140	-139
EV/EBITDA	9.20	8.86	17.33	7.76	5.63	长期投资	0	0	0	0	0
						其他	-13	-3	-11	0	0
						筹资活动现金流	-5	-57	291	-121	-171
						吸收投资	2	0	0	0	0
						借款	48	170	350	40	40
						支付利息或股息	-106	-64	-62	-161	-211
						现金流净增加额	35	-61	78	217	394



研究团队简介

姜文铨，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。