

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

姜文铨 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: YETI 销售回暖、库存低位, 核心供应商有望受益

2026年02月23日

事件: 近期 YETI 发布 25 年报, 25Q4 收入同比+7%。分产品来看: 杯壶同比+6% (Q1~3 均下滑 4%, Q4 环比+44.1%), 美国受到消费承压、零售商进货谨慎、供应链迁移等多重影响, 但 YETI 通过产品创新仍保持收入平稳; 非美地区顺利实现稳健增长。保温箱等同比+7% (剔除同期召回影响后+2%); 分地区来看: 美国同比+2% (剔除召回影响后同比持平), 非美地区同比+25%。

未来展望乐观, 26 年补库行情有望展开。 展望 26 年, YETI 预计全年收入增速在 6%-8% (其中杯壶为中个位数、且单季度均有望保持增长), 长期增速有望保持高个位数-低双位数。此外, YETI 提到美国下游 (零售商) 销售速度大于 YETI 对其供货, 显示产品需求仍然强劲 (为 26 年发展奠定良好基础), 且 YETI 自身库存处于 21Q3 后最低水平, 我们认为 26 年产业链双重补库 (下游零售+中游品牌) 有望推动上游制造商业绩复苏。

重申保温杯制造复苏机遇。 根据公司公告, 哈尔斯 25Q1-3 前五大客户金额同比-0.1%, 其中 YETI 同比分别-21.3%, YETI 自身全年杯壶收入仅下滑 1%, 我们判断采购金额下滑主要系供应链转移导致下单节奏变化、最终库存水平降低 (25Q4 存货同比-6%)。根据 YETI 自身销售指引, 我们判断哈尔斯 26 年对 YETI 供应金额有望实现靓丽增长。此外, 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。

盈利预测与投资评级: 公司多维度打造品牌力, OBM 有望持续高增; 制造代工复苏迹象清晰, 盈利能力有望逐步改善。结合近期股权激励和员工持股业绩目标乐观, 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 61.2X、14.5X、10.4X, 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)	17.34	15.12	61.19	14.49	10.38
市净率 P/B(倍)	2.95	2.52	2.49	2.26	2.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 2 月 13 日收盘价

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,787	1,797	1,966	2,520	3,122
货币资金	849	787	865	1,083	1,477
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	226	377	319	418	528
预付账款	11	10	12	15	17
存货	495	537	616	772	898
其他	206	86	154	232	201
非流动资产	1,001	1,579	1,777	1,747	1,699
长期股权投资	36	29	29	29	29
固定资产(合计)	714	750	1,107	1,192	1,228
无形资产	106	219	207	191	174
其他	146	582	434	335	268
资产总计	2,789	3,376	3,743	4,267	4,820
流动负债	1,018	1,183	1,376	1,704	1,991
短期借款	56	99	299	319	339
应付票据	89	127	125	158	192
应付账款	535	742	682	908	1,091
其他	338	214	269	318	369
非流动负债	308	479	632	652	672
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

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,407	3,332	3,278	4,123	5,084
同比(%)	-0.9%	38.4%	-1.6%	25.8%	23.3%
归属母公司净利润	250	287	71	299	417
同比(%)	21.3%	14.7%	-75.3%	322.4%	39.6%
毛利率(%)	31.2%	28.0%	26.2%	27.7%	28.1%
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
P/E	17.34	15.12	61.19	14.49	10.38
P/B	2.95	2.52	2.49	2.26	2.00
EV/EBITDA	9.20	8.86	18.05	8.09	5.90

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,407	3,332	3,278	4,123	5,084
营业成本	1,656	2,399	2,420	2,981	3,653
营业税金及附加	18	21	21	28	33
销售费用	232	284	308	338	402
管理费用	171	214	246	284	351
研发费用	95	122	164	153	188
财务费用	0	-52	16	16	-1
减值损失合计	-39	-26	0	0	0
投资净收益	-30	-20	-23	0	0
其他	62	13	0	18	18
营业利润	226	310	80	341	476
营业外收支	-2	2	1	0	1
利润总额	225	312	80	341	477
所得税	-23	25	10	44	62
净利润	247	287	70	297	415
少数股东损益	-2	1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	250	287	71	299	417
EBITDA	338	396	246	527	664
EPS(当年)(元)	0.54	0.63	0.15	0.64	0.90

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	243	463	136	479	704
净利润	247	287	70	297	415
折旧摊销	109	114	150	170	188
财务费用	19	-24	33	41	42
投资损失	21	2	23	0	0
营运资金变动	-103	62	-141	-29	60
其它	-51	21	1	0	-1
投资活动现金流	-202	-490	-372	-140	-139
资本支出	-188	-487	-361	-140	-139
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

姜文镒，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。