

**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：盈利拐点显现，内外销共驱成长

2026年04月15日

**事件：**公司发布 2025 年报&2026 一季报。公司 25 全年实现收入 32.38 亿元（同比-2.8%），归母净利润 0.70 亿元（同比-75.5%），扣非归母净利润 0.70 亿元（同比-75.0%）；26Q1 实现收入 7.92 亿元（同比+12.5%），归母净利润 121 万元（同比-97.1%），剔除汇兑影响 26Q1 实现归母净利润 0.44 亿元。

**点评：**25Q4 业绩承压主要系汇兑/海外产能爬坡/品牌费用投入等多重负面因素集中释放。26Q1 受益于外销份额提升以及内销品牌放量，我们预计公司制造&品牌实现同步增长（其中品牌表现或更优）；表观利润承压主要系汇兑影响，剔除汇兑影响、26Q1 归母净利润同比增速达 32%。

**外销逐步企稳，重视泰国基地增长潜力。**我们预计 26Q1 核心代工客户均实现稳健增长，25 年表现弱势（YETI/PMI/OWALA/BRUMATE/TAKEY 同比分别-17.3%/-11.0%/+47.7%/-8.5%/+18.7%）主要系关税高频变化、采购节奏扰乱，且客户要求订单转移自泰国基地带来供应链爬坡压力。我们认为 26 年产业链双重补库（下游零售+中游品牌）叠加泰国基地产能持续爬坡有望推动公司外销收入持续改善。此外，伴随泰国供应链逐步完善，我们预计泰国基地 Q1 逐步扭亏，伴随后续订单起量、规模优势显现，后续季度盈利能力有望持续提升。

**内销品牌多举措同落地，期待 26 年高增。**我们预计 26Q1 国内品牌收入增长已进入加速阶段，全年高增可期。公司近年来内销加速转型，摆脱低价走量模式，25 年线上整体 GMV 同比增长超 30%，其中抖音、视频号等新渠道同比增长超 100%。此外，公司抢抓即时零售风口（京东秒送、淘宝闪购等），截至 25 年末门店近 200 家、销售额破百万元。此外，公司紧抓 IP 风口，构建四大 IP 矩阵：国家级 IP（新华社联名）、地域文化 IP（哈尔滨文旅联名）、经典 IP（故宫等）、深度品牌合作（小黄鸭战略合作），有望持续提升产品溢价与终端动销。

**盈利拐点显现，利润率有望逐季提升。**26Q1 公司毛利率为 25.71%（同比-3.0pct、环比+5.3pct），净利率为 0.15%（同比-5.7pct、环比+3.9pct）；费用表现来看，26Q1 期间费用率为 24.88%（同比+3.6pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 8.43%/4.65%/6.39%/5.42%（同比分别-0.9/-0.4/-1.5/+6.3pct），盈利承压主要受汇兑波动影响，我们判断伴随后续收入增长提速，规模优势显现，以及泰国成本逐步下降，公司盈利能力逐季提升可期。

**现金流短暂承压，营运能力稳步改善。**26Q1 经营性现金流净额为-0.72 亿元（同比-0.23 亿元）；存货/应收/应付周转天数分别为 99.2/33.3/124.8 天（同比-2.8/-9.5/+0.8 天）。

**盈利预测与投资评级：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.8、4.0、5.0 亿元，对应 PE 估值分别为 17.1X、11.9X、9.4X，维持“买入”评级。

**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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,332	3,238	4,156	4,965	5,842
增长率 YoY %	38.4%	-2.8%	28.3%	19.5%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	287	70	276	395	502
增长率 YoY%	14.7%	-75.5%	293.6%	43.0%	27.0%
毛利率%	28.0%	25.3%	28.3%	29.7%	30.1%
净资产收益率ROE%	16.7%	4.2%	10.8%	14.1%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.13	0.49	0.71	0.90
市盈率 P/E(倍)	16.47	67.22	17.08	11.94	9.40
市净率 P/B(倍)	2.74	2.83	1.85	1.68	1.51

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 14 日收盘价

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1,797	1,959	2,777	3,512	4,347
货币资金	787	848	1,384	1,946	2,567
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	377	303	457	542	634
预付账款	10	8	11	12	15
存货	537	639	698	790	882
其他	86	160	227	223	249
<b>非流动资产</b>	1,579	2,036	2,096	2,035	1,939
长期股权投资	29	17	17	17	17
固定资产(合计)	750	1,101	1,345	1,392	1,377
无形资产	219	211	213	213	203
其他	582	706	521	413	343
<b>资产总计</b>	3,376	3,995	4,873	5,547	6,286
<b>流动负债</b>	1,183	1,739	1,694	2,061	2,423
短期借款	99	326	336	436	536
应付票据	127	172	185	232	263
应付账款	742	876	869	1,028	1,213
其他	214	365	304	365	411
<b>非流动负债</b>	479	597	636	686	736
长期借款	417	537	587	637	687
其他	63	60	50	50	50
<b>负债合计</b>	1,662	2,336	2,330	2,748	3,159
少数股东权益	-6	-6	-6	-6	-5
归属母公司股东权益	1,721	1,665	2,548	2,805	3,131
<b>负债和股东权益</b>	3,376	3,995	4,873	5,547	6,286

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,332	3,238	4,156	4,965	5,842
同比(%)	38.4%	-2.8%	28.3%	19.5%	17.7%
归属母公司净利润	287	70	276	395	502
同比(%)	14.7%	-75.5%	293.6%	43.0%	27.0%
毛利率(%)	28.0%	25.3%	28.3%	29.7%	30.1%
ROE%	16.7%	4.2%	10.8%	14.1%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.13	0.49	0.71	0.90
P/E	16.47	67.22	17.08	11.94	9.40
P/B	2.74	2.83	1.85	1.68	1.51
EV/EBITDA	8.86	15.31	7.30	5.36	3.99

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	3,332	3,238	4,156	4,965	5,842
营业成本	2,399	2,419	2,979	3,491	4,082
营业税金及附加	21	25	29	36	42
销售费用	284	315	353	432	514
管理费用	214	228	266	323	380
研发费用	122	137	166	209	245
财务费用	-52	9	63	31	21
减值损失合计	-26	-29	-10	-15	-15
投资净收益	-20	-10	-4	-5	-6
其他	13	11	16	20	23
<b>营业利润</b>	310	76	302	443	560
营业外收支	2	-5	-1	-3	-2
<b>利润总额</b>	312	71	301	439	558
所得税	25	1	24	44	56
<b>净利润</b>	287	70	277	395	502
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	287	70	276	395	502
EBITDA	396	246	594	731	865
EPS(当年)(元)	0.63	0.15	0.49	0.71	0.90

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	463	297	313	811	906
净利润	287	70	277	395	502
折旧摊销	114	137	231	261	286
财务费用	-24	24	43	48	54
投资损失	2	-1	4	5	6
营运资金变动	62	47	-253	79	34
其它	21	19	12	23	23
<b>投资活动现金流</b>	-490	-501	-297	-213	-204
资本支出	-487	-503	-291	-208	-198
长期投资	0	1	-1	0	0
其他	-3	1	-6	-5	-6
<b>筹资活动现金流</b>	-57	225	532	-36	-80
吸收投资	0	0	743	0	0
借款	170	347	60	150	150
支付利息或股息	-64	-136	-140	-186	-230
<b>现金流净增加额</b>	-61	46	535	562	622

## 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。	<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。