



哈尔斯 (002615.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

IP 联名激活内销增长极，泰国基地效益释放拐点可期

业绩简评

26年4月14日，公司披露2025年报及2026年一季度报。2025年营收32.38亿元，同比下降2.80%；归母净利润0.70亿元，同比下降75.50%。26Q1实现营收7.92亿元，同比增加12.51%，需求回暖明显；归母净利润0.01亿元，同比减少97.08%。利润端承压主要系25年海外产能投放拖累外销利润，叠加26Q1人民币兑美元阶段性升值。伴随产能爬坡完成、泰国供应链逐步完善，前期投入效益将逐步释放，盈利能力有望持续修复。

经营分析

外销业务：核心客户韧性依旧，泰国基地降本增效持续推进。25年公司实现境外营收27.76亿元，同比下滑4.27%；毛利率24.84%，同比下降3.31pcts。营收端承压主要系受国际贸易政策阶段性影响，部分客户谨慎优化备货与定价策略。利润承压核心源于泰国基地产能爬坡推高单位成本，叠加本地供应链配套不足；公司已带动上游核心供应商同步出海，海外供应链本地化体系搭建及泰国基地标准化流程的持续推进，成本有望回归合理水平。此外汇兑损益与关税政策带来短期扰动，公司发展长逻辑不变。

内销业务：品牌化转型加速，IP合作打开想象空间。25年公司实现境内营收4.62亿元，同比增长7.1%；毛利率28.06%，同比增长1.09pcts。公司已构建专业化内销组织架构，国内团队在线上运营、产品开发、渠道布局及市场推广等方面的核心能力日益成熟，品牌战略红利有望逐步显现。渠道端，公司深化全域渠道布局，线上加码抖音、视频号等新兴赛道，哈尔斯品牌线上整体GMV同比增长超30%，新渠道增速超100%；同时抢抓即时零售风口，线下布局京东秒送、淘宝闪购等平台，截至年末开拓门店近200家，销售额破百万元，有效提升终端触达与品牌曝光。此外，公司积极构建四大IP矩阵，覆盖国家级、地域文化、经典IP及深度品牌合作，先后与新华社出版社、哈尔滨文旅、故宫、B.Duck小黄鸭等推出联名产品，覆盖全年龄段客群，强化品牌年轻化、潮流化形象，持续为渠道赋能，提升产品溢价能力与终端动销效率。

盈利预测、估值与评级

我们预测26-28年公司实现营业收入41.69亿/51.71亿/62.56亿元，同比+28.7%/+24.0%/+21.0%，归母净利润1.87亿/3.54亿/4.86亿元，同比+166.1%/+89.3%/+37.3%。2026年公司海外产能稳步爬坡，内销业务多年培育进入收获期，叠加内销情绪价值赛道拓宽提供向上估值弹性，给予“买入”评级。

风险提示

海外市场需求波动、下游客户拓展不及预期、市场竞争加剧、国内外经营环境变化、汇率波动、原材料价格波动等。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.43元

相关报告：

- 《哈尔斯点评：联手小黄鸭德盈破局内销，潮玩保温杯贡献业绩估值双...》，2026.2.27
- 《哈尔斯：携手知名IP探索联名新范式，自主品牌多年投入进入收获...》，2026.2.5
- 《哈尔斯：海外产能卡位全球格局，自主品牌开辟价值新篇章》，2025.12.12



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,332	3,238	4,169	5,171	6,256
营业收入增长率	38.40%	-2.80%	28.73%	24.05%	20.97%
归母净利润(百万元)	287	70	187	354	486
归母净利润增长率	14.72%	-75.50%	166.12%	89.31%	37.32%
摊薄每股收益(元)	0.615	0.151	0.334	0.632	0.868
每股经营性现金流净额	0.99	0.64	0.23	1.50	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.65%	4.22%	9.96%	16.94%	20.41%
P/E	12.94	50.94	25.26	13.34	9.72
P/B	2.15	2.15	2.52	2.26	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	2,407	3,332	3,238	4,169	5,171	6,256
增长率		38.4%	-2.8%	28.7%	24.0%	21.0%
主营业务成本	-1,656	-2,399	-2,419	-2,991	-3,655	-4,391
%销售收入	68.8%	72.0%	74.7%	71.8%	70.7%	70.2%
毛利	751	933	819	1,177	1,516	1,865
%销售收入	31.2%	28.0%	25.3%	28.2%	29.3%	29.8%
营业税金及附加	-18	-21	-25	-29	-36	-44
%销售收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-232	-284	-315	-400	-494	-594
%销售收入	9.7%	8.5%	9.7%	9.6%	9.5%	9.5%
管理费用	-171	-214	-228	-288	-352	-425
%销售收入	7.1%	6.4%	7.1%	6.9%	6.8%	6.8%
研发费用	-95	-122	-137	-163	-199	-238
%销售收入	4.0%	3.7%	4.2%	3.9%	3.9%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	234	291	114	298	435	564
%销售收入	9.7%	8.7%	3.5%	7.1%	8.4%	9.0%
财务费用	0	52	-9	-91	-60	-45
%销售收入	0.0%	-1.6%	0.3%	2.2%	1.2%	0.7%
资产减值损失	-40	-26	-29	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	0
投资收益	-30	-20	-10	-10	1	1
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.3%	0.2%
营业利润	226	310	76	194	376	519
营业利润率	9.4%	9.3%	2.3%	4.7%	7.3%	8.3%
营业外收支	-2	2	-5	0	0	0
税前利润	225	312	71	194	376	519
利润率	9.3%	9.4%	2.2%	4.7%	7.3%	8.3%
所得税	23	-25	-1	-16	-30	-42
所得税率	-10.1%	8.0%	1.4%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	247	287	70	179	346	478
少数股东损益	-2	1	0	-8	-8	-8
归属于母公司的净利润	250	287	70	187	354	486
净利率	10.4%	8.6%	2.2%	4.5%	6.8%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	247	287	70	179	346	478
少数股东损益	-2	1	0	-8	-8	-8
非现金支出	150	140	166	174	213	235
非经营收益	-51	-27	13	135	52	50
营运资金变动	-103	62	47	-381	89	44
经营活动现金净流	243	463	297	107	700	807
资本开支	-188	-487	-503	-495	-226	-206
投资	0	0	1	0	0	0
其他	-13	-3	1	-10	1	1
投资活动现金净流	-202	-490	-501	-505	-225	-205
股权募资	2	0	0	98	0	0
债权募资	209	-1	456	621	-37	-87
其他	-215	-56	-232	-116	-194	-244
筹资活动现金净流	-5	-57	225	603	-231	-331
现金净流量	35	-61	46	205	244	271

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	849	787	848	1,040	1,276	1,540
应收款项	360	418	399	570	622	735
存货	495	537	639	779	901	1,022
其他流动资产	83	55	72	135	118	102
流动资产	1,787	1,797	1,959	2,524	2,917	3,399
%总资产	64.1%	53.2%	49.0%	52.6%	56.1%	60.1%
长期投资	36	29	17	17	17	17
固定资产	730	1,134	1,620	1,961	1,983	1,962
%总资产	26.2%	33.6%	40.6%	40.9%	38.1%	34.7%
无形资产	127	243	244	240	233	227
非流动资产	1,001	1,579	2,036	2,274	2,286	2,256
%总资产	35.9%	46.8%	51.0%	47.4%	43.9%	39.9%
资产总计	2,789	3,376	3,995	4,797	5,203	5,656
短期借款	242	122	463	1,102	1,065	978
应付款项	646	903	1,084	1,104	1,323	1,553
其他流动负债	130	157	191	164	192	224
流动负债	1,018	1,183	1,739	2,369	2,580	2,755
长期贷款	289	417	537	537	537	537
其他长期负债	19	63	60	30	21	15
负债	1,327	1,662	2,336	2,936	3,137	3,307
普通股股东权益	1,468	1,721	1,665	1,876	2,088	2,379
其中：股本	466	466	466	466	466	466
未分配利润	619	839	783	895	1,107	1,398
少数股东权益	-6	-6	-6	-14	-22	-30
负债股东权益合计	2,789	3,376	3,995	4,797	5,203	5,656

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.535	0.615	0.151	0.334	0.632	0.868
每股净资产	3.147	3.690	3.571	3.350	3.729	4.250
每股经营现金净流	0.520	0.993	0.636	0.230	1.501	1.730
每股股利	0.100	0.350	0.000	0.160	0.303	0.417
回报率						
净资产收益率	17.02%	16.65%	4.22%	9.96%	16.94%	20.41%
总资产收益率	8.96%	8.49%	1.76%	3.89%	6.80%	8.59%
投入资本收益率	12.92%	11.88%	4.23%	7.83%	10.92%	13.43%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.86%	38.40%	-2.80%	28.73%	24.05%	20.97%
EBIT 增长率	-5.65%	24.38%	-60.76%	160.65%	46.24%	29.53%
净利润增长率	21.31%	14.72%	-75.50%	166.12%	89.31%	37.32%
总资产增长率	18.53%	21.08%	18.31%	20.09%	8.46%	8.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.7	33.0	38.3	42.0	36.0	35.0
存货周转天数	100.1	78.5	88.7	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	99.3	97.1	122.1	105.0	105.0	102.0
固定资产周转天数	108.3	82.2	124.2	121.9	98.4	79.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.72%	-14.47%	9.14%	32.12%	15.77%	-1.08%
EBIT 利息保障倍数	678.9	-5.6	12.3	3.3	7.3	12.6
资产负债率	47.57%	49.22%	58.47%	61.20%	60.30%	58.47%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	9	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究