

26Q1 改善信号初现，期待全年订单回升、成本优化

核心观点

25 年公司实现营收 32.38 亿元/-2.8%，归母净利润 0.70 亿元/-75.5%；26Q1 公司实现营收 7.92 亿元/+12.5%，归母净利润 0.01 亿元/-97.1%。25 年公司毛利率为 25.30%/-2.70pct，净利率为 2.17%/-6.45pct；26Q1 公司毛利率 25.71%/-2.95pct，环比+5.28pct；净利率 0.15%/-5.74pct，环比+3.85pct。26Q1 改善信号初现，收入恢复增长、毛利率环比改善，泰国基地估算基本实现盈亏平衡，业绩承压主要系汇兑影响。展望 26 年，1) 公司 OEM 业务客户多元化，有望充分受益行业增长机会，泰国基地从投产迈向精耕，国内推动智能制造能力提升，“泰国—永康”双基地产能动态调配机制实现成本最优化；2) 公司自有品牌加速布局，随着国内团队核心能力日益成熟，品牌战略红利有望在未来逐步显现，成为驱动公司业绩增长的新动能。

事件

哈尔斯发布 2025 年年报。2025 年公司实现营收 32.38 亿元/-2.8%，归母净利润 0.70 亿元/-75.5%，扣非归母净利润 0.70 亿元/-75.0%，经营性现金流净额 2.97 亿元/-35.9%，基本 EPS 为 0.15 元/-76.2%，ROE（加权）为 4.12%/-13.98pct。

单季度看，25Q4 公司实现营收 8.01 亿元/-16.9%，归母净利润-0.30 亿元/-148.6%，扣非归母净利润-0.30 亿元/-149.7%。

哈尔斯发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 7.92 亿元/+12.5%，归母净利润 0.01 亿元/-97.1%，扣非归母净利润 0.00 亿元/-99.4%。

简评

26Q1 收入恢复增长、毛利率环比改善，业绩承压主要系汇兑影响。26Q1 收入 7.92 亿元/+12.5%，在高基数及 3 月中东冲突下仍实现双位数增长，主要系公司产能爬坡顺畅、订单饱满，国内自主品牌拓展成果显著。26Q1 公司毛利率 25.71%/-2.95pct，环比+5.28pct，提升得益于公司海外供应链本地化体系搭建完成及泰国基地标准化流程的持续推进，尽管海外基地当下生产成本仍高于国内，但已进入稳步下降阶段，泰国基地 26Q1 估算基本实现盈亏平衡。26Q1 归母净利润承压，主要原因是一季度人民币兑美元汇率阶段性升值，大幅压缩了出口业务盈利能力。

哈尔斯 (002615.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2026 年 04 月 22 日

当前股价：7.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.50/-4.74	-2.11/-1.42	12.41/-12.26
12 月最高/最低价 (元)			10.66/6.97
总股本 (万股)			55,981.17
流通 A 股 (万股)			30,572.26
总市值 (亿元)			44.11
流通市值 (亿元)			24.09
近 3 月日均成交量 (万)			1482.05
主要股东			
吕强			31.50%

股价表现



受关税扰动、产能调整影响，来自部分大客户营收出现下降，客户结构多元化稳步推进。1)分地区看，2025年公司境外实现收入27.76亿元/-4.3%，收入占比85.7%，毛利率为24.8%/-3.3pct；境内实现收入4.62亿元/+7.1%，收入占比14.3%，毛利率为28.1%/+1.1pct。2)境外分业务模式看，测算自主品牌（SIGG）营收约3.68亿元/+15.7%，收入占比11.4%；测算代工业务营收约24.08亿元/-6.7%，收入占比74.4%。3)境外代工业务分客户看，2025年公司第一大客户Y贡献营收8.10亿元/-17.3%，营收占比25.0%；第二大客户P贡献营收6.44亿元/-11.0%，营收占比19.9%；第三大客户T贡献营收4.45亿元/+47.7%，营收占比13.7%；第四大客户B贡献营收2.24亿元/-8.5%，营收占比6.9%，其他境外代工业务客户贡献营收2.85亿元/-14.4%，营收占比8.8%。

海外基地爬坡利润率短暂承压，26Q1毛利率环比提升。1)盈利能力：2025年公司毛利率为25.30%/-2.70pct，净利率为2.17%/-6.45pct，所得税率为1.40%/-6.56pct。26Q1公司毛利率25.71%/-2.95pct，环比+5.28pct；净利率0.15%/-5.74pct，环比+3.85pct。2)期间费用：25年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为9.73%/+1.21pct、7.05%/+0.62pct、4.23%/+0.55pct、0.29%/+1.85pct。26Q1公司销售、管理、研发、财务费用率分别为8.43%/-0.88pct、6.39%/-1.46pct、4.65%/-0.37pct、5.42%/+6.33pct（系本期受美元汇率下行影响，导致汇兑损失上升）。

展望未来：1) Yeti、Stanley、Owala 等品牌轮番崛起，客户多元化充分受益行业增长机会。在欧美日韩等市场，用户对外观、外形、功能、使用场景、智能化的综合需求更加丰富与个性化，保温器皿更具时尚、消费属性。疫情后，欧美露营与户外需求带动保温杯销售，2022年以来，时尚、潮流属性进一步推动保温杯从耐用消费品向快消品转变，Tik Tok 等社媒平台的传播进一步助长了在潮流爆款单品、消费社交属性带动下全球保温杯市场的增长趋势，Yeti、Stanley、Owala 等品牌轮番崛起。公司大客户结构多元化，梯队客户成长迅速，有望对冲流行趋势变化带来的客户收入波动，充分受益于保温杯属性向快消品转变带来的行业性增长机会。

2) 泰国基地从投产迈向精耕，国内推动智能制造能力提升。2024-2025年公司泰国基地一期、二期陆续建成并投产，当前仍在爬坡中，预计年底可实现年产3000万支的设计产能，随着产能利用率进一步提升、标准化流程持续优化及人才本地化战略深入实施，泰国基地成本有望进一步下降。26年4月公司完成向特定对象发行A股股票，募集资金7.55亿元，用于“哈尔斯未来智创”建设项目（一期），搬迁原哈尔斯路老厂区全部产能并新建自动化、智能化产线，完成后实现年产4600万支保温器皿产能（其中搬迁2300万支、新增2300万支）。通过建立“泰国—永康”双基地产能动态调配机制，动态调整积极应对关税博弈、实现成本最优化。

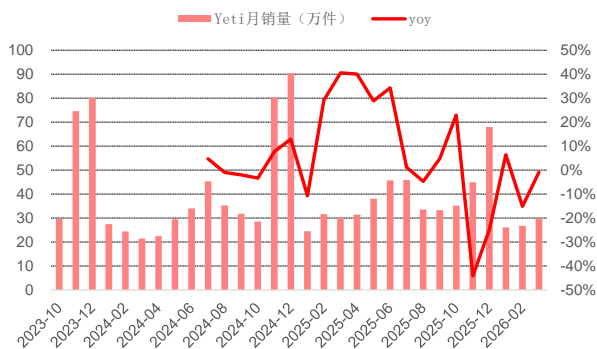
3) 国内自主品牌加速布局、内销电商快速增长。公司将自有品牌发展提升至战略高度，通过多举措，进一步提升品牌认知度，加速布局直播电商、社交电商和场景化营销，实现线上线下双渠道发展。与此同时，随着国内团队在线上运营、产品开发、渠道布局及市场推广等方面的核心能力日益成熟，品牌战略红利有望在未来逐步显现，成为驱动公司业绩增长的新动能。26年2月公司以IPO配售方式取得德盈控股2.68%股份，小黄鸭德盈达成战略合作，首批产品将于近期亮相，后续产品将向潮玩、配饰化方向延伸，打造时尚化杯壶单品，并在渠道方面实现双方资源共享，合作产品可进入小黄鸭线下门店及乐园等场景销售。

4) 股权激励和员工持股计划彰显信心。26年2月公司发布股权激励计划和员工持股方案（草案），业绩目标积极，彰显管理层对公司未来发展的信心。本次员工持股计划受让的股份总数预计不超过268.895万股，约占公司目前股本总额的0.58%，受让公司回购股票的价格为4.46元/股，拟筹集资金总额上限为1,199.27万元；本次激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为360万股，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的0.77%，授予激励对象共计5人，为公司高管及董事，授予价格为4.46元/股。业绩目标：根据我们测算，1) 2026年：触发值41.61亿元收入/3.22亿元扣非净利润；目标值44.47亿元收入/3.60亿元扣非净利润；2) 2027年：触发值48.78亿元收入/3.97亿元扣非净利润；目标值51.65亿元收入/4.46亿元扣非净利润；3) 2028年：触发值57.39亿元收入/4.96亿元扣非净利润；目标值60.26亿元收入/5.21亿元扣非净利润。

盈利预测：预计2026-2028年公司营收为38.94、45.88、53.38亿元，同比增长20.2%、17.8%、16.3%；归母净利润为2.29、3.62、4.85亿元，同比增长226.3%、57.9%、34.2%，对应PE为19.3x、12.2x、9.1x，维持“买入”评级。

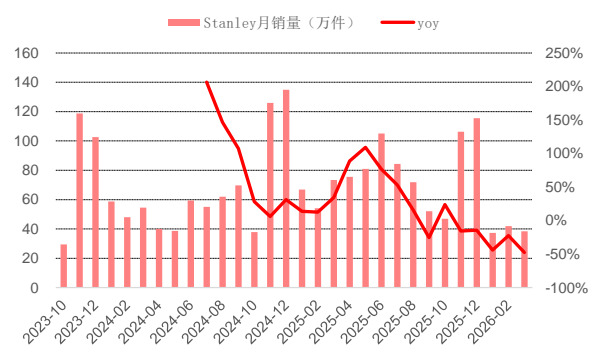
风险提示：1) 全球保温杯行业需求下滑风险：近年来受益于户外、潮流等趋势下，保温杯从耐用品向快消

品转变，制造商受益于行业需求增长，若未来流行趋势发生变化，或导致行业增速下滑，影响品牌商及制造商业绩。**2) 大客户合作风险：**公司前五大客户销售收入占比超过 60%，若公司与现有大客户的合作关系发生不利变化，如公司客户业务下滑，或公司作为供应商的份额下降，将致使公司收入增速放缓，对公司收入及利润水平造成不利影响。**3) 泰国基地爬坡不及预期风险：**公司海外基地投产不久，尚处于爬坡阶段，由于前期海外供应链本地化程度较低、人员熟练度不足，成本较高影响公司业绩，若后续泰国基地爬坡不及预期，或将持续影响公司利润率。**4) 原材料价格波动风险：**公司原材料主要为不锈钢卷料、不锈钢管、塑料粒子等，若大宗商品价格波动将对于公司盈利产生影响。

图表1：近 24 个月亚马逊美国站 Yeti 保温杯月销量及增速


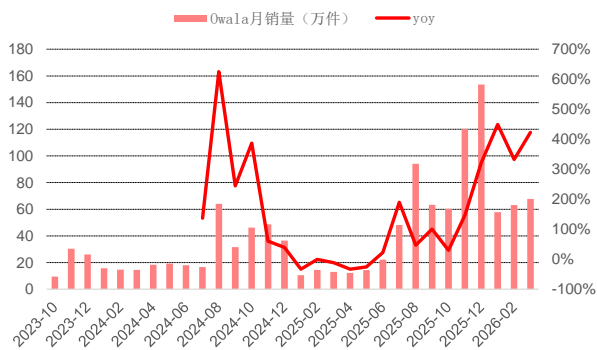
数据来源: Amazon, 中信建投证券

注: 仅统计 Top 100

图表2：近 24 个月亚马逊美国站 Stanley 保温杯月销量及增速


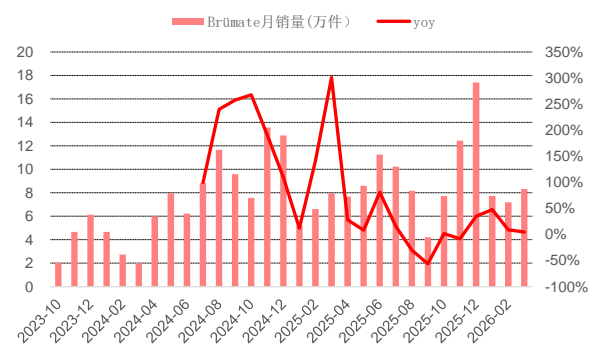
数据来源: Amazon, 中信建投证券

注: 仅统计 Top 100

图表3：近 24 个月亚马逊美国站 Owala 保温杯月销量及增速


数据来源: Amazon, 中信建投证券

注: 仅统计 Top 100

图表4：近 24 个月亚马逊美国站 Brumate 保温杯月销量及增速


数据来源: Amazon, 中信建投证券

注: 仅统计 Top 100

图表5：哈尔斯收入拆分及预测

单位：亿元，CNY		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入		24.28	24.07	33.32	32.38	38.94	45.88	53.38
	yoy	1.6%	-0.9%	38.4%	-2.8%	20.2%	17.8%	16.3%
毛利率		29.2%	31.2%	28.0%	25.3%	28.3%	29.8%	30.8%
归母净利润		2.06	2.50	2.87	0.70	2.29	3.62	4.85
	yoy	52.0%	21.3%	14.7%	-75.5%	226.3%	57.9%	34.2%
1、境外		20.38	19.76	29.00	27.76	33.53	39.62	46.22
	yoy	4.3%	-3.0%	46.8%	-4.3%	20.8%	18.2%	16.7%
毛利率		30.9%	32.8%	28.1%	24.8%	27.8%	29.3%	30.3%
①自主品牌 (SIGG)		2.46	2.91	3.18	3.68	4.24	4.87	5.60
	yoy	20.6%	18.5%	9.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	占比	10.1%	12.1%	9.6%	11.4%	10.9%	10.6%	10.5%
②ODM/OEM		17.92	16.85	25.82	24.08	29.29	34.75	40.62
	yoy	2.4%	-6.0%	53.3%	-6.7%	21.6%	18.6%	16.9%
	占比	73.8%	70.0%	77.5%	74.4%	75.2%	75.7%	76.1%
第一大客户：Y		8.97	9.23	9.80	8.10	8.91	9.71	10.49
	yoy	-10.5%	2.9%	6.2%	-17.3%	10.0%	9.0%	8.0%
	占比	36.9%	38.3%	29.4%	25.0%	22.9%	21.2%	19.7%
Yeti Drinkware收入 (百万美元)		947	1023	1094				
	yoy	13.8%	8.0%	7.0%				
第二大客户：P		4.97	3.22	7.23	6.44	7.60	8.81	10.05
	yoy	12.2%	-35.1%	124.2%	-11.0%	18.0%	16.0%	14.0%
	占比	20.5%	13.4%	21.7%	19.9%	19.5%	19.2%	18.8%
第三大客户：T		0.89	1.20	3.01	4.45	6.68	9.02	11.72
	yoy		35.1%	150.6%	47.7%	50.0%	35.0%	30.0%
	占比		5.0%	9.0%	13.7%	17.2%	19.6%	22.0%
第四大客户：B				2.45	2.24	2.68	3.17	3.67
	yoy				-8.5%	20.0%	18.0%	16.0%
	占比			7.3%	6.9%	116.4%	90.3%	78.2%
其他客户		3.09	3.19	3.33	2.85	3.42	4.04	4.69
	yoy	1.0%	3.2%	4.4%	-14.4%	20.0%	18.0%	16.0%
	占比	12.7%	13.3%	10.0%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
2、境内		3.40	3.87	4.31	4.62	5.41	6.27	7.16
	yoy	-12.9%	13.8%	11.3%	7.1%	17.1%	15.8%	14.3%
毛利率		17.3%	21.7%	27.0%	28.1%	31.1%	32.6%	33.6%
	占比	14.0%	16.1%	12.9%	14.3%	13.9%	13.7%	13.4%

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,797	1,959	2,817	3,534	4,408
现金	787	848	1,472	1,967	2,599
应收票据及应收账款合计	395	342	502	592	688
其他应收款	23	58	43	51	59
预付账款	10	8	13	15	17
存货	537	639	733	845	969
其他流动资产	45	64	54	64	74
非流动资产	1,579	2,036	1,667	1,285	896
长期投资	29	17	16	15	14
固定资产	814	1,159	942	710	465
无形资产	219	211	156	100	44
其他非流动资产	518	648	554	460	373
资产总计	3,376	3,995	4,484	4,819	5,304
流动负债	1,183	1,739	1,503	1,736	1,993
短期借款	99	326	0	0	0
应付票据及应付账款合计	869	1,048	1,091	1,259	1,444
其他流动负债	214	365	411	477	549
非流动负债	479	597	371	164	-23
长期借款	465	579	354	146	-41
其他非流动负债	14	18	18	18	18
负债合计	1,662	2,336	1,874	1,900	1,970
少数股东权益	-6	-6	-7	-8	-9
股本	466	466	560	560	560
资本公积	291	296	958	958	958
留存收益	964	902	1,099	1,409	1,825
归属母公司股东权益	1,721	1,665	2,616	2,926	3,343
负债和股东权益	3,376	3,995	4,484	4,819	5,304

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	476	315	484	766	887
净利润	287	70	229	361	484
折旧摊销	127	155	368	381	387
财务费用	-52	9	26	6	-5
投资损失	20	10	20	20	20
营运资金变动	50	33	-144	12	15
其他经营现金流	43	37	-14	-14	-14
投资活动现金流	-490	-501	-5	-5	-5
资本支出	543	506	0	0	0
长期投资	0	1	0	0	0
其他投资现金流	-1,033	-1,008	-5	-5	-5
筹资活动现金流	-57	225	145	-265	-251
短期借款	43	227	-326	0	0
长期借款	167	115	-226	-208	-187
其他筹资现金流	-267	-117	697	-58	-64
现金净增加额	-48	64	623	495	631

资料来源：公司公告，中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,332	3,238	3,894	4,588	5,338
营业成本	2,399	2,419	2,792	3,222	3,695
营业税金及附加	21	25	28	33	39
销售费用	284	315	362	427	496
管理费用	214	228	267	315	366
研发费用	122	137	154	182	211
财务费用	-52	9	26	6	-5
资产减值损失	-26	-31	-44	-52	-60
信用减值损失	-1	2	0	0	0
其他收益	14	13	15	15	15
营业利润	310	76	229	361	485
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	6	3	3	3
利润总额	312	71	228	360	483
所得税	25	1	-1	-1	-1
净利润	287	70	229	361	484
少数股东损益	1	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	287	70	229	362	485
EBITDA	387	236	621	747	865
EPS (元)	0.51	0.13	0.41	0.65	0.87

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	38.4	-2.8	20.2	17.8	16.3
营业利润 (%)	37.1	-75.5	202.1	57.5	34.1
归属于母公司净利润 (%)	14.7	-75.5	226.3	57.9	34.2
获利能力					
毛利率 (%)	28.0	25.3	28.3	29.8	30.8
销售净利率 (%)	8.6	2.2	5.9	7.9	9.1
所得税率 (%)	8.0	1.4	-0.2	-0.2	-0.2
派息比率 (%)	24.3	0.0	14.3	14.3	14.3
ROE (%)	16.7	4.2	8.8	12.4	14.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.2	58.5	41.8	39.4	37.1
净负债比率 (%)	-13.0	3.4	-42.8	-62.4	-79.2
流动比率	1.5	1.1	1.9	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	8.4	9.5	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	3.2	2.8	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.13	0.41	0.65	0.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.85	0.56	0.86	1.37	1.58
每股净资产 (最新摊薄)	3.07	2.97	4.67	5.23	5.97
估值比率					
P/E	15.4	62.8	19.3	12.2	9.1
P/B	2.6	2.6	1.7	1.5	1.3

分析师介绍

叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

张舒怡

纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk