

# 哈尔斯 (002615.SZ)

买入 (维持评级)

## Q1 营收恢复高增，全年盈利改善弹性可期

### 投资要点:

► **事件:** 公司发布 2025 年报及 26 年一季报, 25 年实现收入 32.4 亿元, 同比-2.8%, 实现归母净利 0.7 亿元, 同比-75.5%, 扣非净利 0.7 亿元, 同比-75%; 26Q1 营收 7.9 亿元, 同比+12.5%, 归母净利 0.012 亿元, 同比-97.1%, 扣非净利 0.27 百万元, 同比-99.4%。

► **Q1 营收恢复较快增长, 内外销共驱全年增长可期。** 25 年公司海外销售端受国际贸易政策环境阶段性影响, 部分客户据此调整了备货节奏与定价策略导致外销有所承压; 内销得益于自有品牌电商增长及渠道业务企稳实现增长。26Q1 公司营收逆势增长, 外销除个别大客户外的其他客户及新客户预计延续较快增长, 且公司依托泰国海外产能优势, 后续随着主要客户备货需求恢复订单有望维持较强韧性, 业绩逐季改善可期; 26Q1 内销在线上运营、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, 成为驱动公司业绩的增长新动能。**分地区, 25 年外销**收入 27.8 亿元, 同比-4.3%, 其中自有品牌 SIGG 已成长为德国亚马逊水具品类第 2、儿童饮具第 1 品牌, 线上竞争力稳居行业前列; 同时公司泰国基地全面落地投产, 25 年哈尔斯泰国实现营收 4.9 亿元。**25 年内销**收入 4.6 亿元同比+7.1%品牌线上 GMV 同比增超 30%, 抖音、视频号等新渠道增超 100%, 线下渠道布局京东秒送、淘宝闪购等平台, 截至 25 年开拓门店近 200 家, 销售额破百万元; 爆款产品如钛杯、萌宠儿童杯表现亮眼; 内销公司积极 IP 合作联名与 B.Duck 小黄鸭建立长期深度合作, 通过 IP 联名策略持续为渠道赋能, 提升产品溢价能力与终端动销效率。

► **盈利受海外产能爬坡、汇率影响有所承压, 后续修复弹性较大。****1) 毛利率:** 25 年公司毛利率 25.3%同比-2.7pct, 外销、内销毛利分别同比-3.3pct、+1.1pct。26Q1 毛利率同比-3pct 但环比 25 年+0.4pct 呈边际修复, 主要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; 当前泰国基地成本仍高于国内、但已进入稳步下降阶段, 未来, 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。**2) 期间费用:** 25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比+1.2pct、+0.6pct、+0.6pct、+1.9pct, 各项费用率提升主要为渠道战略投入、海外人员派驻等影响; 26Q1 上述费率分别同比-0.9pct、-1.5pct、-0.4pct、+6.3pct, 26Q1 公司降本控费效果显现, 但财务费率因人民币升值增长较大。**3) 净利率:** 25 年公司归母净利率 2.2%同比-6.2pct 主要为海外基地爬坡、费用投入的综合影响; 26Q1 公司归母净利率因财务费率高增仍有承压, 但若剔除财务费用的影响, 公司净利在控费、海外基地盈利提升下同保持较好增长态势。

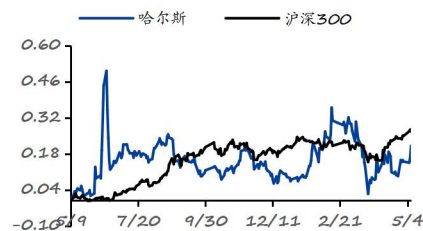
► **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.9 亿元、2.7 亿元、3.3 亿元 (上期预测 26-27 年分别为 3.1 亿元、3.5 亿元, 考虑 25 年及 26Q1 因海外基地盈利情况、汇兑影响调整上期预测), 增速分别为+171%、+40%、+25%, 目前股价对应 26 年 PE 为 25X。公司作为保温杯制造龙头之一合作海外优质客户共享成长, 海外产能建设长期优势凸显, 国内自主品牌 IP 国货潮品第二成长曲线值得期待, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 海外保温杯需求变化的风险、原材料价格上涨风险、汇率波动的风险、国内外环境变化的风险

### 基本数据

日期	2026-05-08
收盘价:	8.60 元
总股本/流通股本(百万股)	559.81/305.72
流通 A 股市值(百万元)	2,629.21
每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	47.90
一年内最高/最低价(元)	11.28/7.12

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
	lhp30568@hfzq.com.cn
分析师:	李含稚(S0210524060005)
	lh30597@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、哈尔斯 (002615): H1 泰国产能如期推进, 长期优势有望凸显——2025.08.26
- 2、哈尔斯 (002615): 客户合作多点开花, 海外产能有望扩大订单优势——2025.03.03
- 3、哈尔斯 (002615): 保温杯壶专家, 客户 & 产品拓宽贡献增量——2024.07.23



财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,332	3,238	4,143	4,890	5,791
增长率	38%	-3%	28%	18%	18%
净利润（百万元）	287	70	190	265	332
增长率	15%	-76%	171%	40%	25%
EPS（元/股）	0.51	0.13	0.34	0.47	0.59
市盈率（P/E）	16.8	68.6	25.3	18.1	14.5
市净率（P/B）	2.8	2.9	2.6	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	848	1,085	978	1,159	营业收入	3,238	4,143	4,890	5,791
应收票据及账款	303	621	584	710	营业成本	2,419	2,998	3,506	4,143
预付账款	8	18	21	25	税金及附加	25	28	35	40
存货	639	789	1,137	1,118	销售费用	315	360	425	504
合同资产	0	22	33	18	管理费用	228	282	330	391
其他流动资产	160	113	140	144	研发费用	137	175	207	245
流动资产合计	1,959	2,627	2,860	3,156	财务费用	9	49	52	55
长期股权投资	17	17	17	17	信用减值损失	2	2	2	2
固定资产	1,101	1,090	1,082	1,075	资产减值损失	-31	-32	-30	-31
在建工程	519	519	519	519	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	211	248	287	301	投资收益	-10	-10	-10	-10
商誉	17	17	17	17	其他收益	13	13	13	13
其他非流动资产	169	173	176	180	<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>223</b>	<b>310</b>	<b>387</b>
非流动资产合计	2,036	2,065	2,099	2,109	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>3,995</b>	<b>4,692</b>	<b>4,959</b>	<b>5,265</b>	营业外支出	6	6	6	6
短期借款	326	762	597	326	<b>利润总额</b>	<b>71</b>	<b>218</b>	<b>305</b>	<b>382</b>
应付票据及账款	1,048	1,113	1,281	1,534	所得税	1	28	40	50
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>190</b>	<b>265</b>	<b>332</b>
合同负债	67	75	88	104	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	36	36	36	36	<b>归属母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>190</b>	<b>265</b>	<b>332</b>
其他流动负债	261	287	311	341	EPS (按最新股本摊薄)	0.13	0.34	0.47	0.59
流动负债合计	1,739	2,272	2,313	2,342					
长期借款	537	537	537	537					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60					
非流动负债合计	597	597	597	597					
<b>负债合计</b>	<b>2,336</b>	<b>2,869</b>	<b>2,910</b>	<b>2,939</b>					
归属母公司所有者权益	1,665	1,829	2,055	2,332					
少数股东权益	-6	-6	-6	-6					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,659</b>	<b>1,823</b>	<b>2,049</b>	<b>2,326</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,995</b>	<b>4,692</b>	<b>4,959</b>	<b>5,265</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>297</b>	<b>35</b>	<b>341</b>	<b>735</b>
现金收益	198	384	465	539
存货影响	-103	-150	-347	19
经营性应收影响	107	-296	64	-98
经营性应付影响	181	65	168	254
其他影响	-88	33	-9	21
<b>投资活动现金流</b>	<b>-501</b>	<b>-185</b>	<b>-193</b>	<b>-173</b>
资本支出	-598	-171	-179	-159
股权投资	12	0	0	0
其他长期资产变化	85	-14	-14	-14
<b>融资活动现金流</b>	<b>225</b>	<b>387</b>	<b>-256</b>	<b>-381</b>
借款增加	461	436	-165	-271
股利及利息支付	-136	-83	-102	-110
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-100	34	11	0

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-2.8%	27.9%	18.0%	18.4%
EBIT 增长率	-69.0%	231.6%	33.6%	22.4%
归母公司净利润增长率	-75.5%	170.6%	39.7%	25.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.3%	27.6%	28.3%	28.5%
净利率	2.2%	4.6%	5.4%	5.7%
ROE	4.2%	10.4%	13.0%	14.3%
ROIC	3.4%	8.7%	11.3%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.5%	61.2%	58.7%	55.8%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	38	40	44	40
存货周转天数	87	86	99	98
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.13	0.34	0.47	0.59
每股经营现金流	0.53	0.06	0.61	1.31
每股净资产	2.97	3.27	3.67	4.17
<b>估值比率</b>				
P/E	69	25	18	14
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	272	132	107	92

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn