

2022年07月17日

哈尔斯 (002615.SZ)

双重利好助力增长，自主品牌发力国内市场

■事件：哈尔斯公布 2022 年半年度业绩预增公告。公司 2022H1 实现业绩 1.1~1.4 亿元，YoY+100.6%~+143.5%；扣非归母净利润 1.0~1.2 亿元，YoY+102.2%~+151.1%。经折算，Q2 单季度实现业绩 8,287~10,719 万元，YoY+166.3%~+244.5%；扣非归母净利润 7,292~9,724 万，YoY+186.5%~+282.0%。受益于人民币贬值刺激出口、原材料价格回落的双重利好，公司 Q2 业绩在高基数压力下仍然实现快速增长。

■人民币贬值利好业绩表现：公司大部分业务为海外 OEM 业务，Q2 因人民币兑美元汇率贬值产生较大汇兑收益，利好 Q2 业绩表现。

■原材料价格回落，毛利率有望提升：公司以生产制造不锈钢真空保温杯为主，钢材价格波动对毛利水平影响较大。钢材价格二季度回落 13%，有助于公司控制营业成本，Q2 单季整体毛利率有望得到改善。

■下半年不锈钢杯销售旺季期待收入环比增长：因秋冬季节更需要不锈钢保温杯，下半年不锈钢保温杯销售进入旺季。2021 年公司 88% 的收入来源于不锈钢保温杯，且回顾过去三年营收数据，均符合上半年低，下半年高的规律。因此我们期待下半年不锈钢杯销售旺季助力公司整体营收保持环比增长。

■期待公司自主品牌在国内市场发力：2022 年公司推出支持鸿蒙系统的哈尔斯智能触控保温杯，同时，公司为中国航天合作伙伴，推出航天概念钛空杯，实现在产品线智能属性和品牌定位的突破。公司未来将通过持续加大研发投入，推出各种具有个性化功能的自主产品，辅以为更多元化及贴近消费者的线上线渠道铺排，力争实现 OBM 快速增长的目标。疫情扰动对国内市场拓展有短期影响，随着后期疫情逐步缓和，我们期待公司自主品牌业务持续发力。

■投资建议：哈尔斯是杯壶制造龙头，产业链完整，已确立以 OEM 为业绩支撑，OBM 为发展方向战略。海外需求旺盛持续支撑公司业绩增长，自主品牌在产品上和渠道上不断发力有望实现突破。预计公司 2022~2023 年的 EPS 分别为 0.49/0.54 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 8.50 元/股。

■风险提示：原材料价格上涨，行业竞争加剧。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,491.9	2,388.9	2,739.2	3,183.7	3,559.9
净利润	-28.3	135.5	202.2	224.4	261.8
每股收益(元)	-0.07	0.33	0.49	0.54	0.63
每股净资产(元)	1.96	2.30	2.53	2.86	3.24

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-97.8	20.4	13.7	12.3	10.6
市净率(倍)	3.4	2.9	2.6	2.3	2.1
净利润率	-1.9%	5.7%	7.4%	7.0%	7.4%
净资产收益率	-3.5%	14.2%	19.3%	18.9%	19.5%
股息收益率	0.0%	2.2%	2.9%	3.2%	3.8%
ROIC	2.2%	17.8%	24.0%	28.9%	45.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

小家电

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：8.50 元

股价 (2022-07-15) 6.69 元

交易数据

总市值(百万元)	2,531.60
流通市值(百万元)	1,414.44
总股本(百万股)	413.66
流通股本(百万股)	231.12
12 个月价格区间	4.41/6.49 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.7	11.26	38.95
绝对收益	12.5	21.41	25.28

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

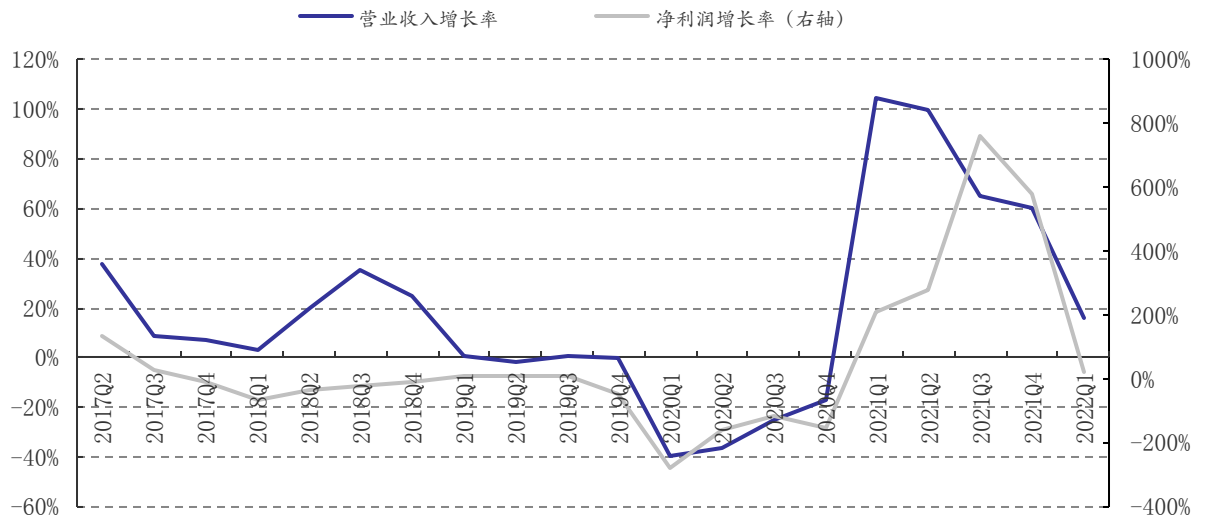
哈尔斯：Q1 收入保持稳定增长/张立聪	2022-04-26
哈尔斯：Q3 收入保持快速增长态势/张立聪	2021-10-29
哈尔斯：Q2 单季度收入保持高速增长态势/张立聪	2021-08-22
哈尔斯：景气复苏，收入业绩逐季改善/张立聪	2021-04-29

表 1: 财务指标分析

	%	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入 YoY		-2	-40	-34	-5	6	105	96	25	50	16
归母净利 YoY		-305	-277	-121	-54	60	213	462	103	403	20
扣非归母净利 YoY		-393	-260	-122	-74	-29	-205	-407	196	-235	14
销售毛利率		24	26	23	26	30	25	26	25	29	25
销售费用率		15	14	8	6	10	6	6	7	7	6
毛利率-销售费用率		9	12	14	20	20	19	20	18	22	19
销售净利率		-9	-10	-3	4	-4	5	5	6	6	5
ROE		-4	-3	-1	2	-2	3	4	4	5	3
扣非后 ROE		-5	-3	-1	1	-4	3	3	4	4	3
ROA		-2	-1	-	1	-1	1	1	2	2	1
销售商品提供劳务收到的现金/收入		110	124	95	95	118	90	87	106	105	106
经营活动现金净流量/收入		12	-	22	32	15	23	-	11	28	9
经营活动现金净流量/经营净收益		-	-	-	1,319	-	356	-8	173	433	137
经营现金净额占比		359	-2	33	-343	-410	174	4	-460	136	106
投资现金流净额占比		93	14	-3	32	238	-38	-53	198	-23	-40
筹资现金流净额占比		-352	87	70	-411	272	-36	150	362	-14	34

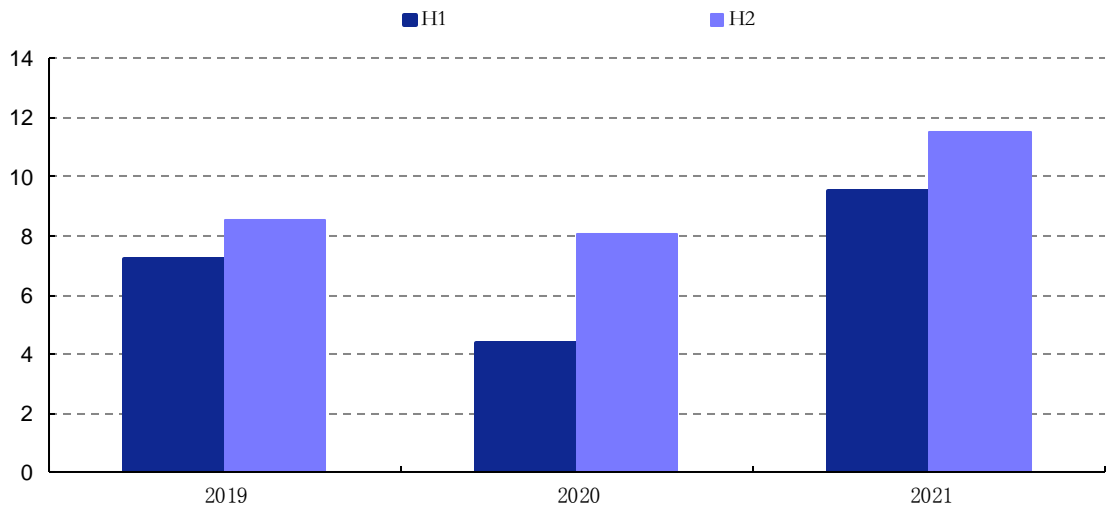
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 2：不锈钢保温杯历史收入



资料来源：哈尔斯半年报、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,491.9	2,388.9	2,739.2	3,183.7	3,559.9	成长性					
减:营业成本	1,094.2	1,764.8	2,012.0	2,332.8	2,609.6	营业收入增长率	-16.8%	60.1%	14.7%	16.2%	11.8%
营业税费	12.3	16.3	13.7	15.9	17.8	营业利润增长率	-146.0%	-610.5%	54.1%	13.3%	16.7%
销售费用	135.4	150.9	178.0	200.6	220.7	净利润增长率	-151.4%	-578.7%	49.2%	11.0%	16.7%
管理费用	118.3	143.9	178.0	200.6	213.6	EBITDA 增长率	11.3%	77.0%	-0.8%	18.3%	13.0%
研发费用	81.1	104.3	119.6	139.0	155.4	EBIT 增长率	16.5%	130.6%	0.2%	24.0%	16.2%
财务费用	54.7	36.1	-	25.5	28.5	NOPLAT 增长率	-58.5%	537.2%	27.1%	24.0%	16.2%
资产减值损失	-37.0	-25.7	-	-	-	投资资本增长率	-22.5%	-5.5%	3.0%	-26.7%	-0.8%
加:公允价值变动收益	18.7	1.8	-	-	-	净资产增长率	-9.3%	17.1%	10.2%	13.4%	13.8%
投资和汇兑收益	-3.4	1.1	-	-	-						
营业利润	-30.2	154.3	237.8	269.4	314.3	利润率					
加:营业外净收支	-1.7	-0.5	-	-	-	毛利率	26.7%	26.1%	26.5%	26.7%	26.7%
利润总额	-31.9	153.8	237.8	269.4	314.3	营业利润率	-2.0%	6.5%	8.7%	8.5%	8.8%
减:所得税	0.7	25.3	35.7	40.4	47.1	净利润率	-1.9%	5.7%	7.4%	7.0%	7.4%
净利润	-28.3	135.5	202.2	224.4	261.8	EBITDA/营业收入	11.9%	13.1%	11.4%	11.6%	11.7%
						EBIT/营业收入	6.9%	9.9%	8.7%	9.3%	9.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	160	100	87	67	54
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	43	6	7	2	-3
货币资金	588.3	666.6	403.2	780.2	949.8	流动资产周转天数	294	202	178	167	182
交易性金融资产	47.0	5.6	5.6	5.6	5.6	应收帐款周转天数	42	24	30	28	26
应收帐款	143.9	172.0	284.5	210.7	303.5	存货周转天数	104	72	66	62	59
应收票据	-	-	6.1	1.0	6.9	总资产周转天数	505	333	291	256	253
预付帐款	8.5	13.3	20.2	18.7	24.8	投资资本周转天数	246	131	112	85	64
存货	437.6	515.7	490.3	611.3	548.5						
其他流动资产	20.5	61.8	61.8	61.8	61.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-3.5%	14.2%	19.3%	18.9%	19.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.6%	5.5%	9.7%	9.4%	10.4%
长期股权投资	51.4	55.9	55.9	55.9	55.9	ROIC	2.2%	17.8%	24.0%	28.9%	45.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	635.9	690.0	627.1	564.3	501.4	销售费用率	9.1%	6.3%	6.5%	6.3%	6.2%
在建工程	23.2	8.6	8.6	8.6	8.6	管理费用率	7.9%	6.0%	6.5%	6.3%	6.0%
无形资产	93.9	86.4	75.8	65.3	54.7	研发费用率	5.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
其他非流动资产	39.9	54.5	51.7	51.7	51.7	财务费用率	3.7%	1.5%	0.0%	0.8%	0.8%
资产总额	2,090.3	2,330.4	2,090.8	2,435.1	2,573.3	四费/营业收入	26.1%	18.2%	17.4%	17.8%	17.4%
短期债务	479.6	307.8	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	419.7	571.9	526.7	747.1	677.9	资产负债率	61.5%	59.5%	50.2%	51.6%	47.8%
应付票据	17.0	56.1	27.2	69.4	38.7	负债权益比	159.4%	146.9%	101.0%	106.4%	91.7%
其他流动负债	93.3	146.1	209.2	146.0	219.7	流动比率	1.23	1.33	1.67	1.76	2.03
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.80	0.85	1.02	1.12	1.44
其他非流动负债	274.9	304.6	287.1	292.9	294.9	利息保障倍数	1.9	6.6		11.6	12.0
负债总额	1,284.5	1,386.6	1,050.3	1,255.4	1,231.2	分红指标					
少数股东权益	-3.4	-9.3	-9.3	-4.7	0.7	DPS(元)	-	0.15	0.20	0.22	0.25
股本	413.0	414.1	414.1	414.1	414.1	分红比率	0.0%	45.8%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	370.4	514.3	635.6	770.2	927.3	股息收益率	0.0%	2.2%	2.9%	3.2%	3.8%
股东权益	805.8	943.8	1,040.4	1,179.7	1,342.1						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
净利润	-32.6	128.5	202.2	224.4	261.8	EPS(元)	-0.07	0.33	0.49	0.54	0.63
加:折旧和摊销	78.3	79.6	73.4	73.4	73.4	BVPS(元)	1.96	2.30	2.53	2.86	3.24
资产减值准备	47.6	26.7	-	-	-	PE(X)	-97.8	20.4	13.7	12.3	10.6
公允价值变动损失	-18.7	-1.8	-	-	-	PB(X)	3.4	2.9	2.6	2.3	2.1
财务费用	65.1	44.6	-	25.5	28.5	P/FCF	14.7	56.6	-17.2	6.0	10.3
投资损失	-0.1	-6.1	-	-	-	P/S	1.9	1.2	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	-4.3	-7.0	-	4.6	5.3	EV/EBITDA	11.0	7.0	8.3	6.0	4.9
营运资金的变动	206.4	83.2	-95.7	158.6	-68.2	CAGR(%)	-291.6%	27.6%	14.5%	n.a	n.a
经营活动产生现金流量	289.1	374.3	179.9	486.5	300.9	PEG	0.3	0.7	0.9	n.a	n.a
投资活动产生现金流量	-68.4	-48.7	-0.0	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	0.2	1.6	2.2	2.7	4.2
融资活动产生现金流量	-119.8	-197.1	-443.3	-109.5	-131.2	REP	11.0	1.6	1.3	1.3	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034