


2023年04月29日
哈尔斯(002615.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

小家电 III

费用投入初见成效，自主品牌持续渗透

事件：

哈尔斯公布 2022 年年报与 2023 年一季报。公司 2022 年实现收入 24.3 亿元，YoY+2%，实现归母净利润 2.1 亿元，YoY+52%。折算 2022Q4 单季度，公司实现收入 5.3 亿元，YoY-27%，实现归母净利润 0.3 亿元，YoY-41%。2023Q1 公司实现收入 3.6 亿元，YoY-36%；实现归母净利润 0.04 亿元，YoY-88%。我们认为，公司 2023Q1 业绩同比下滑幅度较大，主要因为 1) 海外大客户仍处于去库存阶段，订单修复不及预期；2) 公司专注自主品牌在国内市场布局策略，相关营销费用和产品研发费用保持高位，拉低盈利水平。

海外大客户去库存阶段持续：

哈尔斯 2023Q1 收入有所下滑，主要因为海外大客户 Yeti 仍处于去库存周期，订单表现不佳。2022Q4 Yeti 库存水平已有明显回落，但仍处于相对高位，去库存阶段仍在持续。根据卖家精灵数据，亚马逊美国站杯壶品类销售额 2023Q1 YoY+58%，仍保持历史高位，说明美国消费者对杯壶品类需求仍相对旺盛，将带动 Yeti 去库存周期加速结束。

原材料价格回落利好公司毛利率表现：

哈尔斯 2023Q1 毛利率 27%，YoY+2%，主要因为原材料价格回落利好。保温杯主要材料为不锈钢，2023Q1 不锈钢均价 YoY-13%至过去两年内的低位，利好公司毛利率表现。2022 年不锈钢价格整体偏高，我们认为若不锈钢价格保持稳定，将有望在今年对公司毛利率水平提供正向帮助。

自主品牌投入成效初现：

哈尔斯 2023Q1 业绩同比萎缩较多，除了因为收入下滑外，销售费用率及研发费用率保持高位也是一大原因。哈尔斯费用保持高位，主要因为旗下四大自主品牌（哈尔斯主品牌、SIGG、Santeco、Nonoo）积极渗透国内市场，在渠道建设和产品营销上持续投放。我们已初步看到投放成效，根据久谦数据，2023Q1 天猫平台保温杯品类销售额 YoY-4%，而哈尔斯旗下四大自主品牌同期合计销售额 YoY+20%，市占率有所提高。我们认为，发展自主品牌是哈尔斯未来的主要发展战略，随着各项营销策略的持续落地，自主品牌收入贡献将有望提高。

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。自主品牌在产品和渠道上不断发力有望实现突破。考虑到大客户去库存节奏不及预期，公司短期订单承压，我们适度下调公司盈利预测，维持买入-A 的投资评级，给予公司 2024 年 20x PE，12 个月目标价为 8.0 元/股。

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

8.0 元

股价 (2023-04-28)

6.55 元

交易数据

总市值(百万元)	3,058.21
流通市值(百万元)	1,876.23
总股本(百万股)	466.90
流通股本(百万股)	286.45
12 个月价格区间	4.41/8.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.2	-1.0	45.8
绝对收益	-13.5	-4.7	48.5

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luqs1@essence.com.cn

陆德聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

海外订单承压，Q4 业绩有所回落	2023-01-18
Q3 业绩高增，人民币贬值持续利好	2022-10-30

目 风险提示：原材料价格上涨，行业竞争加剧，汇率波动风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,388.9	2,427.9	2,127.3	2,448.2	2,852.4
净利润	135.5	205.9	164.1	186.8	238.7
每股收益(元)	0.29	0.44	0.35	0.40	0.51
每股净资产(元)	2.04	2.99	3.29	3.57	3.93

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	23.2	15.3	19.2	16.8	13.2
市净率(倍)	3.3	2.3	2.0	1.9	1.7
净利润率	5.7%	8.5%	7.7%	7.6%	8.4%
净资产收益率	14.2%	14.7%	10.7%	11.2%	13.0%
股息收益率	2.0%	2.0%	1.6%	1.8%	2.3%
ROIC	17.8%	22.3%	18.7%	29.7%	37.8%

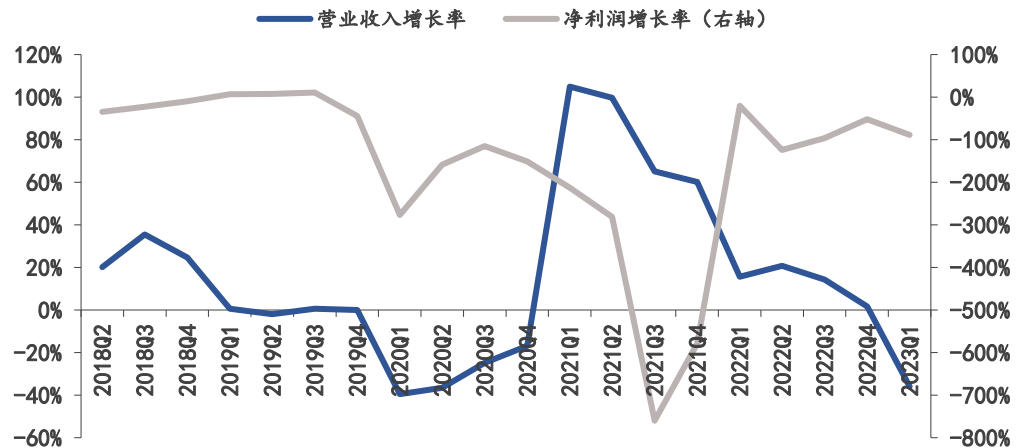
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业收入 YoY	15.7	24.9	2.5	-27.2	-35.9
归母净利 YoY	20.5	209.6	50.9	-41.1	-88.4
扣非归母净利 YoY	13.9	240.3	73.7	-44.0	-99.6
销售毛利率	24.6	28.8	28.4	35.8	26.8
销售费用率	5.8	6.0	8.1	9.9	8.8
毛利率-销售费用率	18.7	22.8	20.2	25.9	18.0
销售净利率	5.4	13.0	8.6	4.3	0.7
ROE	3.2	9.7	5.0	2.1	0.3
扣非后 ROE	2.9	8.7	5.7	1.8	0.0
ROA	1.3	4.0	2.2	1.0	0.1
销售商品提供劳务收到的现金/ 收入	106.4	95.3	106.2	119.6	104.9
经营活动现金净流量/收入	8.8	20.0	7.3	20.1	-27.7
经营活动现金净流量/经营净收 益	137.4	139.3	58.2	454.0	0.0
经营现金流净额占比	105.7	183.9	-120.2	315.7	279.8
投资现金流净额占比	-40.0	-49.0	31.3	-199.2	59.3
筹资现金流净额占比	34.4	-34.9	188.9	-16.5	-239.2

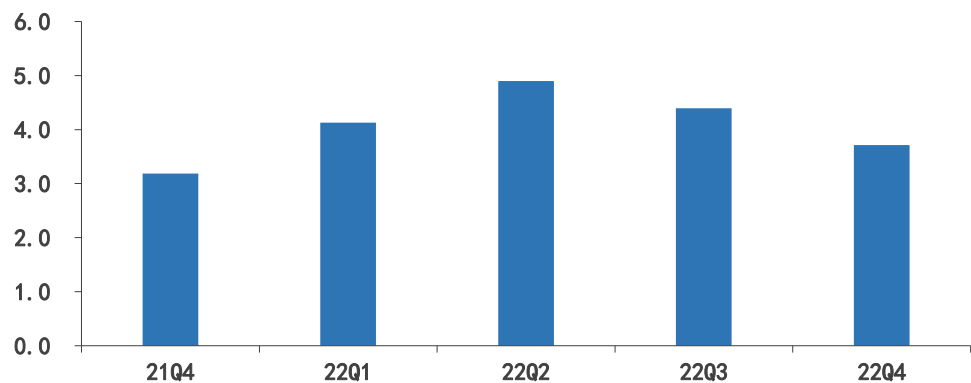
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

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. Yeti 库存情况 (亿美元)



资料来源: Yeti 季度报告, 安信证券研究中心

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 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。

目 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。

目 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： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

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