

2022年10月30日

哈尔斯 (002615.SZ)

Q3 业绩高增，人民币贬值持续利好

■事件：哈尔斯公布 2022Q3 业绩公告。公司 2022Q3 单季度实现收入 6.0 亿元，YoY+2.5%；实现业绩 5303 万元，YoY+50.9%；实现扣非业绩 6045 万，YoY+73.8%。Q3 哈尔斯业绩端受益于人民币贬值的持续利好，业绩在高基数下实现持续增长。

■大客户增长弱于市场，哈尔斯 Q3 收入增速有所放缓：哈尔斯 Q3 收入保持增长，但增速有所放缓，我们认为主要因为第一大客户 YETI Q3 销售额增速低于市场进口增速，或将存在去库存压力，影响 Q3 对哈尔斯的采购力度。根据卖家精灵数据，YETI 亚马逊平台 Q3 杯壶零售额 YoY+26%；而根据 CEIC 数据，七月、八月美国保温杯进口额 YoY+94%，销售增速低于市场进口增速。

■人民币贬值持续利好，Q3 盈利能力保持提升：公司 Q3 净利率 8.8%，同比+2.8pct，盈利能力保持提升，主要因为 1) 人民币贬值推高以人民币计价的杯壶价格，进而推高毛利率，Q3 毛利率 28.4%，同比+3.8pct。2) 公司业务以外销为主，Q3 因人民币贬值产生汇兑收益，利好财务费用表现，Q3 财务费用-1676 万元；财务费用率-2.8%，同比-3.2pct。后续，人民币汇率 Q4 至今持续下滑，预计短期内将利好业绩表现。

■Q3 经营性现金流净流出：公司 Q3 经营性现金流净额-2301 万元，经营性现金流净流出，主要因为公司应对原材料价格上涨而提前备货。Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.7 亿元，YoY+243%。另外，公司前九个月货币资金+交易性金融资产余额 7.6 亿元，YoY+46.7%，流动资金保持充裕。

■投资建议：哈尔斯是杯壶制造龙头，产业链完整。人民币贬值利好公司业绩，自主品牌在产品和渠道上发力有望实现突破。预计公司 2022~2023 年的 EPS 分别为 0.49/0.50 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 7.40 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	2,584.0	2,949.4	3,317.5
净利润	-28.3	135.5	228.8	231.1	227.3
每股收益(元)	-0.06	0.29	0.49	0.50	0.49
每股净资产(元)	1.74	2.05	2.40	2.69	2.99

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-95.8	20.0	11.9	11.8	12.0
市净率(倍)	3.4	2.8	2.4	2.2	2.0
净利润率	-1.9%	5.7%	8.9%	7.8%	6.9%
净资产收益率	-3.5%	14.2%	20.5%	18.4%	16.3%
股息收益率	0.0%	2.3%	3.4%	3.4%	3.3%
ROIC	2.2%	17.8%	26.5%	31.3%	35.4%

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：7.4 元
股价 (2022-10-28) 5.83 元

交易数据

总市值(百万元)	2,664.33
流通市值(百万元)	1,600.10
总股本(百万股)	457.00
流通股本(百万股)	274.46
12 个月价格区间	4.41/8.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.94	-5.77	37.55
绝对收益	-19.48	-21.32	9.93

张立聪

分析师

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

罗乾生

分析师

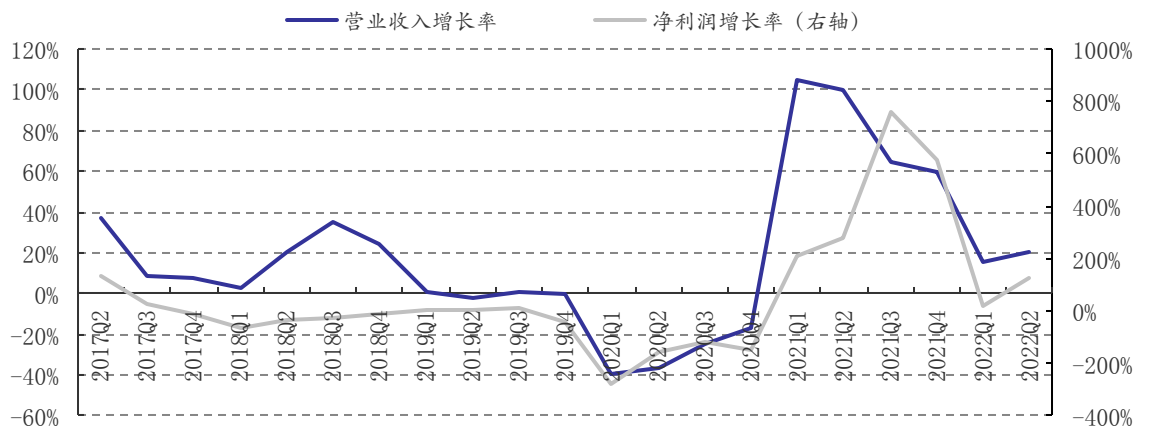
SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

相关报告

- 哈尔斯：人民币贬值持续利好，Q3 业绩保持快速增长/张立聪 2022-10-16
- 哈尔斯：出口订单饱满，自主品牌探索新空间/张立聪 2022-10-12
- 哈尔斯：二季度业绩高增，汇率下行利好出口/张立聪 2022-08-31
- 哈尔斯：双重利好助力增长，自主品牌发力国内市场/张立聪 2022-07-17
- 哈尔斯：Q1 收入保持稳定增长/张立聪 2022-04-26

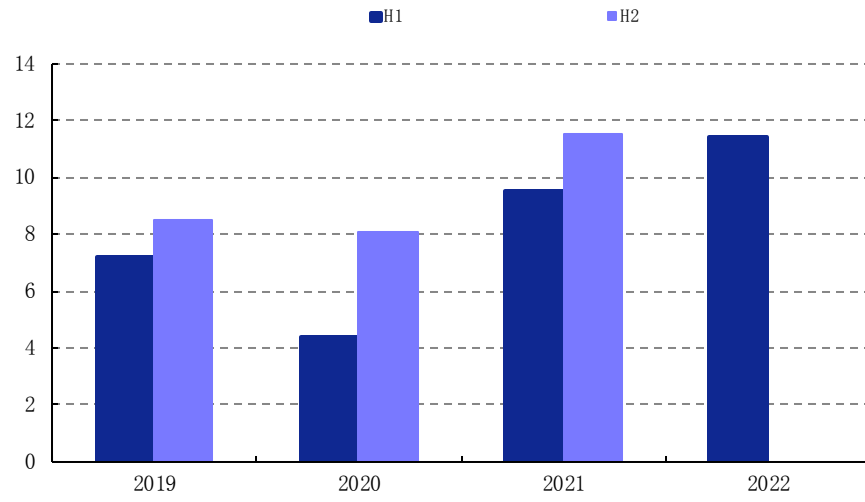
	%	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入 YoY		-40	-34	-5	6	105	96	25	50	16	25	3
归母净利 YoY		-277	-121	-54	60	213	462	103	403	20	210	51
扣非归母净利 YoY		-260	-122	-74	-29	-205	-407	196	-235	14	240	74
销售毛利率		26	23	26	30	25	26	25	29	25	29	28
销售费用率		14	8	6	10	6	6	7	7	6	6	8
毛利率-销售费用率		12	14	20	20	19	20	18	22	19	23	20
销售净利率		-10	-3	4	-4	5	5	6	6	5	13	9
ROE		-3	-1	2	-2	3	4	4	5	3	10	5
扣非后 ROE		-3	-1	1	-4	3	3	4	4	3	9	6
ROA		-1	-	1	-1	1	1	2	2	1	4	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入		124	95	95	118	90	87	106	105	106	95	106
经营活动现金净流量/收入		-	22	32	15	23	-	11	28	9	20	7
经营活动现金净流量/经营净收益		-	-	1,319	-	356	-8	173	433	137	139	58
经营现金流净额占比		-2	33	-343	-410	174	4	-460	136	106	184	-120
投资现金流净额占比		14	-3	32	238	-38	-53	198	-23	-40	-49	31
筹资现金流净额占比		87	70	-411	272	-36	150	362	-14	34	-35	189

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（亿元）



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	2,584.0	2,949.4	3,317.5	成长性					
减:营业成本	1,094.2	1,764.8	1,891.1	2,161.7	2,431.0	营业收入增长率	-16.8%	60.1%	8.2%	14.1%	12.5%
营业税费	12.3	16.3	12.9	14.7	16.6	营业利润增长率	-146.0%	-610.5%	74.4%	3.1%	-1.6%
销售费用	135.4	150.9	157.6	182.9	215.6	净利润增长率	-151.4%	-578.7%	68.8%	1.0%	-1.6%
管理费用	118.3	143.9	157.6	179.9	205.7	EBITDA 增长率	11.3%	77.0%	7.1%	8.9%	5.4%
研发费用	81.1	104.3	108.5	123.9	142.7	EBIT 增长率	16.5%	130.6%	8.0%	11.7%	6.9%
财务费用	54.7	36.1	-12.9	8.8	33.2	NOPLAT 增长率	-58.5%	537.2%	37.0%	11.7%	6.9%
资产减值损失	-37.0	-25.7	-	-	-	投资资本增长率	-22.5%	-7.7%	-5.6%	-5.3%	-13.7%
加:公允价值变动收益	18.7	1.8	-	-	-	净资产增长率	-9.3%	17.1%	17.5%	12.9%	11.3%
投资和汇兑收益	-3.4	1.1	-	-	-						
营业利润	-30.2	154.3	269.2	277.4	272.8	利润率					
加:营业外净收支	-1.7	-0.5	-	-	-	毛利率	26.7%	26.1%	26.8%	26.7%	26.7%
利润总额	-31.9	153.8	269.2	277.4	272.8	营业利润率	-2.0%	6.5%	10.4%	9.4%	8.2%
减:所得税	0.7	25.3	40.4	41.6	40.9	净利润率	-1.9%	5.7%	8.9%	7.8%	6.9%
净利润	-28.3	135.5	228.8	231.1	227.3	EBITDA/营业收入	11.9%	13.1%	13.0%	12.4%	11.6%
						EBIT/营业收入	6.9%	9.9%	9.9%	9.7%	9.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	160	97	88	71	56
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	43	6	-1	0	1
货币资金	588.3	666.6	277.3	462.2	703.8	流动资产周转天数	294	202	166	141	154
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	23	23	23
应收帐款	143.9	172.0	158.2	218.7	205.2	存货周转天数	104	72	66	62	59
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	505	333	289	242	236
预付帐款	8.5	13.3	18.2	17.9	22.7	投资资本周转天数	246	129	111	92	74
存货	437.6	515.7	429.8	591.0	489.4						
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%	20.5%	18.4%	16.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.6%	5.5%	12.6%	11.0%	10.6%
长期股权投资	51.4	55.9	55.9	55.9	55.9	ROIC	2.2%	17.8%	26.5%	31.3%	35.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	635.9	649.0	615.6	546.4	477.3	销售费用率	9.1%	6.3%	6.1%	6.2%	6.5%
在建工程	23.2	30.2	47.0	47.0	47.0	管理费用率	7.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%
无形资产	93.9	86.4	77.9	67.1	56.2	研发费用率	5.4%	4.4%	4.2%	4.2%	4.3%
其他非流动资产	39.9	74.0	72.5	72.5	72.5	财务费用率	3.7%	1.5%	-0.5%	0.3%	1.0%
资产总额	2,090.3	2,330.4	1,819.6	2,145.9	2,197.4	四费/营业收入	26.1%	18.2%	15.9%	16.8%	18.0%
短期债务	479.6	307.8	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	419.7	571.9	460.7	659.7	532.7	资产负债率	61.5%	59.5%	39.1%	41.6%	36.6%
应付票据	17.0	56.1	22.2	67.3	33.4	负债权益比	159.4%	146.9%	64.1%	71.3%	57.7%
其他流动负债	93.3	146.1	204.9	143.8	215.1	流动比率	1.23	1.33	1.38	1.56	1.91
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.80	0.85	0.76	0.88	1.28
其他非流动负债	274.9	304.6	22.7	22.7	22.7	利息保障倍数	1.9	6.6	-19.8	32.3	9.2
负债总额	1,284.5	1,386.6	710.6	893.5	804.0	分红指标					
少数股东权益	-3.4	-9.3	-9.3	-4.5	0.1	DPS(元)	-	0.13	0.20	0.20	0.19
股本	413.0	414.1	466.8	466.8	466.8	分红比率	0.0%	45.8%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	370.4	514.3	651.5	790.2	926.5	股息收益率	0.0%	2.3%	3.4%	3.4%	3.3%
股东权益	805.8	943.8	1,109.0	1,252.4	1,393.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-32.6	128.5	228.8	231.1	227.3	EPS(元)	-0.06	0.29	0.49	0.50	0.49
加:折旧和摊销	78.3	79.6	80.0	80.0	80.0	BVPS(元)	1.74	2.05	2.40	2.69	2.99
资产减值准备	47.6	26.7	-	-	-	PE(X)	-95.8	20.0	11.9	11.8	12.0
公允价值变动损失	-18.7	-1.8	-	-	-	PB(X)	3.4	2.8	2.4	2.2	2.0
财务费用	65.1	44.6	-12.9	8.8	33.2	P/FCF	14.4	39.7	-8.3	10.0	8.3
投资损失	-0.1	-6.1	-	-	-	P/S	1.8	1.1	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	-4.3	-7.0	-	4.7	4.6	EV/EBITDA	11.0	6.9	7.1	6.0	5.1
营运资金的变动	206.4	63.8	22.6	-38.5	20.7	CAGR(%)	-170.7%	11.7%	68.5%	-293.4%	21.8%
经营活动产生现金流量	289.1	374.3	318.4	286.1	365.8	PEG	0.6	1.7	0.2	-0.0	0.6
投资活动产生现金流量	-68.4	-48.7	-54.8	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	0.3	2.3	3.4	4.0	4.6
融资活动产生现金流量	-119.8	-197.1	-652.8	-101.3	-124.1	REP	7.8	1.1	0.9	0.7	0.7

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： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 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