

2023 年 01 月 18 日
哈尔斯 (002615.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

小家电 III

海外订单承压，Q4 业绩有所回落

事件：哈尔斯公布 2022 年业绩预增公告。公司 2023 年实现归母净利润 1.98-2.20 亿元，YoY+46.1%-62.4%；扣非归母净利润 1.91-2.13 亿元，YoY+52.9%-70.6%。经折算，公司 Q4 单季度实现归母净利润 1780-3980 万元，YoY-59.2%至-8.9%。我们认为，公司 Q4 业绩同比下滑，主要因为海外大客户去库存力度加大影响订单表现，以及人民币兑美元在 Q4 后半段持续升值影响汇兑收益。随着海外大客户去库存节奏边际修复，出口订单情况 2023 年有望回暖，同时自主品牌在国内持续发力，将有望带动国内市场收入贡献。

海外大客户去库存节奏有望迎来拐点：海外大客户 Yeti 在 2022H2 开始进入去库存周期，导致哈尔斯订单表现不佳。2022Q3 Yeti 库存水平已开始回落，随着 Q4 感恩节和圣诞节旺季过后，我们认为 Yeti 库存水平将有显著改善，哈尔斯订单节奏将有望逐步恢复。

自主品牌推广持续发力有望提升收入贡献：自主品牌发展是哈尔斯的战略重心，2023 年公司将在全渠道加大营销投入，线下渠道加大礼品渠道和异业联名合作，线上渠道加大话题营销力度。2023 年 1 月，哈尔斯与 Web 3.0 专业策划运营商元隆宇宙合作，推出“萌兔驾到”新春优选保温杯，是一次跨界元宇宙进行异业联名的尝试，有望吸引更多年轻消费者关注哈尔斯自主品牌。我们认为，2023 年公司将会有更多自主品牌营销举措落地，带动品牌知名度不断提升。随着疫情防控放开，出行旅游需求恢复将带动保温杯消费的回暖，哈尔斯自主品牌在此背景下有望实现放量。

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。海外客户库存水平改善有望带动订单回暖，自主品牌在产品 and 渠道上不断发力有望实现突破。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 9.6 元/股。

风险提示：原材料价格上涨，行业竞争加剧，汇率波动风险。

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

9.6 元

股价 (2023-01-17)

6.74 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 3,146.92 |
| 流通市值(百万元) | 1,930.65 |
| 总股本(百万股) | 466.90 |
| 流通股本(百万股) | 286.45 |
| 12 个月价格区间 | 4.41/8.18 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-----|------|------|
| 相对收益 | 5.0 | -1.9 | 27.6 |
| 绝对收益 | 9.6 | 5.6 | 14.4 |

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

陆偲聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-----------------------|------------|
| Q3 业绩高增，人民币贬值持续利好 | 2022-10-30 |
| 续利好 | |
| 人民币贬值持续利好，Q3 业绩保持快速增长 | 2022-10-16 |
| 出口订单饱满，自主品牌探索新空间 | 2022-10-12 |

| (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 1,491.9 | 2,388.9 | 2,417.6 | 2,776.9 | 3,193.8 |
| 净利润 | -28.3 | 135.5 | 213.6 | 232.2 | 255.5 |
| 每股收益(元) | -0.06 | 0.29 | 0.46 | 0.50 | 0.55 |
| 每股净资产(元) | 1.73 | 2.04 | 2.38 | 2.67 | 3.00 |

| 盈利和估值 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | -111.2 | 23.2 | 14.7 | 13.6 | 12.3 |
| 市净率(倍) | 3.9 | 3.3 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| 净利润率 | -1.9% | 5.7% | 8.8% | 8.4% | 8.0% |
| 净资产收益率 | -3.5% | 14.2% | 19.3% | 18.6% | 18.2% |
| 股息收益率 | 0.0% | 2.0% | 2.7% | 3.0% | 3.2% |
| ROIC | 2.2% | 17.8% | 24.2% | 28.2% | 38.1% |

数据来源: Wind, 安信证券研究中心预测

二季度业绩高增，汇率下行
利好出口 2022-08-31

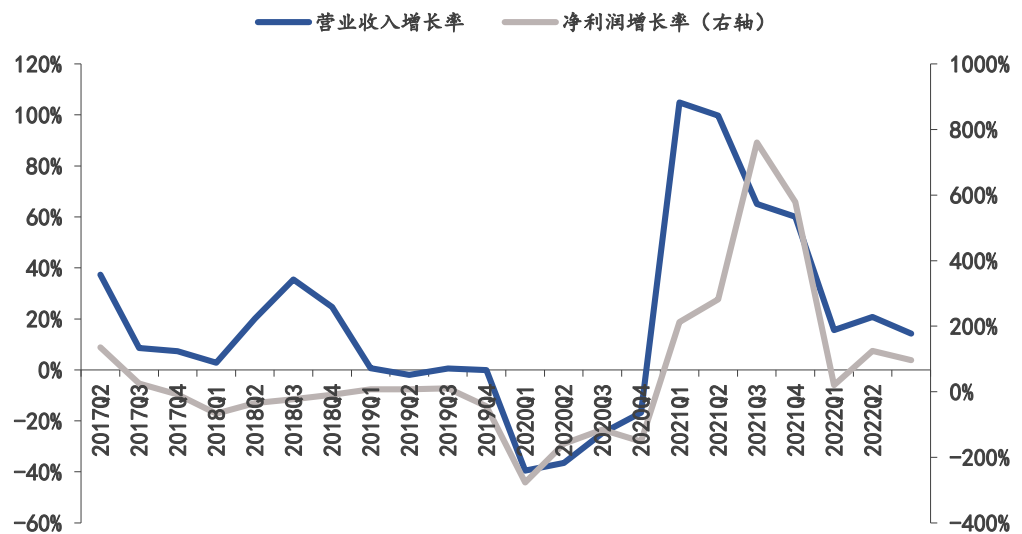
双重利好助力增长，自主品
牌发力国内市场 2022-07-17

表1：财务指标分析

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

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

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|--------|--------|-------|
| (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 1,491.9 | 2,388.9 | 2,417.6 | 2,776.9 | 3,193.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,094.2 | 1,764.8 | 1,765.0 | 2,056.4 | 2,349.7 | 营业收入增长率 | -16.8% | 60.1% | 1.2% | 14.9% | 15.0% |
| 营业税费 | 12.3 | 16.3 | 12.1 | 13.9 | 16.0 | 营业利润增长率 | -146.0% | -610.5% | 59.7% | 8.7% | 10.0% |
| 销售费用 | 135.4 | 150.9 | 157.1 | 166.6 | 194.8 | 净利润增长率 | -151.4% | -578.7% | 57.7% | 8.7% | 10.0% |
| 管理费用 | 118.3 | 143.9 | 152.3 | 166.6 | 191.6 | EBITDA增长率 | 11.3% | 77.0% | 0.1% | 13.3% | 14.2% |
| 研发费用 | 81.1 | 104.3 | 96.7 | 97.2 | 115.0 | EBIT增长率 | 16.5% | 130.6% | -1.3% | 17.9% | 18.3% |
| 财务费用 | 54.7 | 36.1 | -12.1 | 8.3 | 31.9 | NOPLAT增长率 | -58.5% | 537.2% | 25.2% | 17.9% | 18.3% |
| 资产减值损失 | -37.0 | -25.7 | - | - | - | 投资资本增长率 | -22.5% | -7.7% | 1.0% | -12.5% | -3.7% |
| 加:公允价值变动收益 | 18.7 | 1.8 | - | - | - | 净资产增长率 | -9.3% | 17.1% | 16.1% | 12.3% | 12.0% |
| 投资和汇兑收益 | -3.4 | 1.1 | - | - | - | | | | | | |
| 营业利润 | -30.2 | 154.3 | 246.4 | 267.9 | 294.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -1.7 | -0.5 | - | - | - | 毛利率 | 26.7% | 26.1% | 27.0% | 25.9% | 26.4% |
| 利润总额 | -31.9 | 153.8 | 246.4 | 267.9 | 294.7 | 营业利润率 | -2.0% | 6.5% | 10.2% | 9.6% | 9.2% |
| 减:所得税 | 0.7 | 25.3 | 37.0 | 40.2 | 44.2 | 净利润率 | -1.9% | 5.7% | 8.8% | 8.4% | 8.0% |
| 净利润 | -28.3 | 135.5 | 213.6 | 232.2 | 255.5 | EBITDA/营业收入 | 11.9% | 13.1% | 13.0% | 12.8% | 12.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 6.9% | 9.9% | 9.7% | 9.9% | 10.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 固定资产周转天数 | 160 | 97 | 94 | 75 | 58 |
| 货币资金 | 588.3 | 666.6 | 209.5 | 447.9 | 623.4 | 流动营业资本周转天数 | 43 | 6 | 3 | 3 | 4 |
| 交易性金融资产 | 47.0 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 流动资产周转天数 | 294 | 202 | 167 | 140 | 152 |
| 应收帐款 | 143.9 | 172.0 | 150.3 | 204.5 | 203.6 | 应收帐款周转天数 | 42 | 24 | 24 | 23 | 23 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 104 | 72 | 66 | 63 | 59 |
| 预付帐款 | 8.5 | 13.3 | 16.1 | 18.2 | 21.0 | 总资产周转天数 | 505 | 333 | 299 | 247 | 236 |
| 存货 | 437.6 | 515.7 | 366.8 | 604.3 | 440.0 | 投资资本周转天数 | 246 | 129 | 123 | 101 | 81 |
| 其他流动资产 | 20.5 | 61.8 | 61.8 | 61.8 | 61.8 | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | -3.5% | 14.2% | 19.3% | 18.6% | 18.2% |
| 长期股权投资 | 51.4 | 55.9 | 55.9 | 55.9 | 55.9 | ROA | -1.6% | 5.5% | 12.5% | 10.7% | 12.1% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROIC | 2.2% | 17.8% | 24.2% | 28.2% | 38.1% |
| 固定资产 | 635.9 | 649.0 | 615.6 | 546.4 | 477.3 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 23.2 | 30.2 | 47.0 | 47.0 | 47.0 | 销售费用率 | 9.1% | 6.3% | 6.5% | 6.0% | 6.1% |
| 无形资产 | 93.9 | 86.4 | 77.9 | 67.1 | 56.2 | 管理费用率 | 7.9% | 6.0% | 6.3% | 6.0% | 6.0% |
| 其他非流动资产 | 39.9 | 74.0 | 72.5 | 72.5 | 72.5 | 研发费用率 | 5.4% | 4.4% | 4.0% | 3.5% | 3.6% |
| 资产总额 | 2,090.3 | 2,330.4 | 1,678.8 | 2,131.0 | 2,064.2 | 财务费用率 | 3.7% | 1.5% | -0.5% | 0.3% | 1.0% |
| 短期债务 | 479.6 | 307.8 | - | - | - | 四费/营业收入 | 26.1% | 18.2% | 16.3% | 15.8% | 16.7% |
| 应付帐款 | 419.7 | 571.9 | 342.8 | 665.8 | 421.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 17.0 | 56.1 | 17.0 | 68.1 | 29.2 | 资产负债率 | 61.5% | 59.5% | 34.7% | 42.2% | 33.2% |
| 其他流动负债 | 93.3 | 146.1 | 200.3 | 143.7 | 211.9 | 负债权益比 | 159.4% | 146.9% | 53.2% | 73.2% | 49.7% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.23 | 1.33 | 1.45 | 1.53 | 2.05 |
| 其他非流动负债 | 274.9 | 304.6 | 22.7 | 22.7 | 22.7 | 速动比率 | 0.80 | 0.85 | 0.79 | 0.84 | 1.38 |
| 负债总额 | 1,284.5 | 1,386.6 | 582.8 | 900.3 | 685.2 | 利息保障倍数 | 1.88 | 6.58 | -19.39 | 33.15 | 10.23 |
| 少数股东权益 | -3.4 | -9.3 | -13.4 | -18.0 | -23.0 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 413.0 | 414.1 | 466.9 | 466.9 | 466.9 | DPS(元) | - | 0.13 | 0.18 | 0.20 | 0.22 |
| 留存收益 | 370.4 | 514.3 | 642.4 | 781.8 | 935.1 | 分红比率 | 0.0% | 45.8% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 股东权益 | 805.8 | 943.8 | 1,095.9 | 1,230.7 | 1,379.0 | 股息收益率 | 0.0% | 2.0% | 2.7% | 3.0% | 3.2% |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|---------|-------|-------|---------|-------|
| (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | -32.6 | 128.5 | 213.6 | 232.2 | 255.5 | EPS(元) | -0.06 | 0.29 | 0.46 | 0.50 | 0.55 |
| 加:折旧和摊销 | 78.3 | 79.6 | 80.0 | 80.0 | 80.0 | BVPS(元) | 1.73 | 2.04 | 2.38 | 2.67 | 3.00 |
| 资产减值准备 | 47.6 | 26.7 | - | - | - | PE(X) | -111.2 | 23.2 | 14.7 | 13.6 | 12.3 |
| 公允价值变动损失 | -18.7 | -1.8 | - | - | - | PB(X) | 3.9 | 3.3 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| 财务费用 | 65.1 | 44.6 | -12.1 | 8.3 | 31.9 | P/FCF | 16.7 | 46.1 | -7.9 | 9.4 | 11.1 |
| 投资收益 | -0.1 | -6.1 | - | - | - | P/S | 2.1 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 少数股东损益 | -4.3 | -7.0 | -4.2 | -4.6 | -5.0 | EV/EBITDA | 11.0 | 6.9 | 9.1 | 7.4 | 6.0 |
| 营运资金的变动 | 206.4 | 63.8 | -32.1 | 23.7 | -52.7 | CAGR(%) | -170.7% | 11.7% | 63.6% | -291.2% | 24.9% |
| 经营活动产生现金流量 | 289.1 | 374.3 | 245.2 | 339.6 | 309.7 | PEG | 0.7 | 2.0 | 0.2 | - | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -68.4 | -48.7 | -54.8 | - | - | ROIC/WACC | 0.3 | 2.2 | 3.0 | 3.5 | 4.8 |
| 融资活动产生现金流量 | -119.8 | -197.1 | -647.4 | -101.2 | -134.1 | REP | 8.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.7 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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