

哈尔斯 (002615.SZ)

外销增长良好，期待内销业务逐步恢复

● 年报略低于业绩快报，2019Q1 利润恢复增长

公司公布 2018 年年报及 2019 年一季度，2018 年实现营业收入 17.9 亿元 (YoY+24.7%)，归母净利 9937 万元 (YoY-9.5%)，毛利率 31.6% (YoY-1.3pct)，净利率 5.5% (YoY-2.1pct)。2018Q4 营业收入 4.6 亿元 (YoY+1.5%)，归母净利 1742 万元 (YoY+377.2%)，毛利率 35.6% (YoY+10.5pct)，净利率 3.8% (YoY+3.0pct)。年报略低于业绩快报。

2019Q1 营业收入 3.9 亿元 (YoY+0.6%)，归母净利 1283 万元 (YoY+7.2%)，毛利率 30.0% (YoY+1.5pct)，净利率 3.3% (YoY+0.2pct)。

2018Q4、2019Q1 收入增速有所放缓，主要原因：内销业务增速放缓。

2018 年归母净利同比下滑 9.5%，主要原因：1) 毛利率同比下滑 1.3pct；2) 销售费用同比增加 23%；3) 子公司亏损：杭州哈尔斯、安徽哈尔斯、希格户外休闲、哈尔斯 (深圳) 分别亏损 4157、948、847、519 万元。2019Q1 毛利率同比提升，业绩恢复增长。

● 全年外销业务增长良好，内销业务下滑

分地区，2018 年内销收入 3.8 亿元，同比下滑 19%，2018H2 内销收入同比增速环比 2018H1 放缓 35pct，内销业务面临较大压力；外销收入 13.9 亿元，同比增长 46%，增长靓丽。

分业务，2018 年 OEM 业务实现销售收入 10.9 亿元，同比增长 49.9%，ODM 业务实现销售收入 1.3 亿元，同比增长 54.0%，OBM 业务实现销售收入 5.4 亿元，同比下降 9.8%。

● 期待内销业务逐步改善

外销：公司精耕国际市场，除了保持与原有大客户 OEM 业务的紧密合作关系外，积极拓展 OEM 业务新客户，并大力拓展自主品牌海外市场，总体保持稳定增长态势。

内销：1) 2019 年 4 月 22 日公告，副总裁离职，管理层变化对公司经营造成一定影响，期待管理层稳定后，内销业务获得恢复性增长；2) 2018 年公司对销售渠道进行了全面梳理及优化，2019 年有望获得改善性增长。

● 投资建议

我们假设：1) 外销市场需求稳定，内销经营情况逐步改善；2) 归母净利自 2018Q3 以来连续三个季度实现正增长，未来盈利情况有望持续改善，3) 国内保温杯渗透率持续提升；4) 消费升级趋势持续。基于此，我们预计 2019-2021 年归母净利分别为 1.3、1.5、1.8 亿元，同比增长 28%、18%、17%，最新收盘价对应 2019 年 20.7xPE。公司作为保温杯龙头，外销业务增长良好，我们期待内销业务逐步改善，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 23xPE，对应合理价值 7.13 元人民币/股，维持“增持”评级。

● 风险提示：汇率大幅波动；原材料价格大幅上涨；外销客户流失。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,439	1,794	2,117	2,458	2,835
增长率 (%)	7.3	24.7	18.0	16.1	15.4
EBITDA (百万元)	193	227	227	256	289
净利润 (百万元)	110	99	127	150	176
增长率 (%)	-7.8	-9.5	28.1	18.0	16.9
EPS (元/股)	0.27	0.24	0.31	0.37	0.43
市盈率 (P/E)	34.31	19.95	20.72	17.56	15.03
市净率 (P/B)	4.66	2.40	3.05	2.95	2.84
EV/EBITDA	20.49	10.39	12.50	10.99	9.64

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

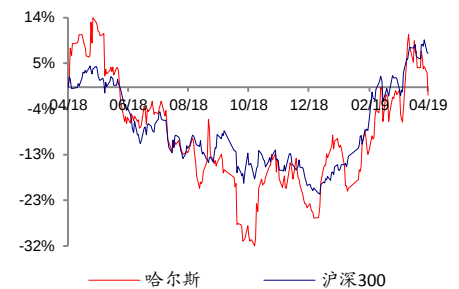
识别风险，发现价值

公司评级

增持

当前价格	6.43 元
合理价值	7.13 元
前次评级	增持
报告日期	2019-04-24

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

哈尔斯 (002615.SZ) :海外 2018-08-26
业务逐步恢复，带动收入增
速环比改善

联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

表 1: 哈尔斯可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币/股)		市盈率 (X)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
002032.SZ	苏泊尔	74.19	2.45	2.88	30.3	25.8
002705.SZ	新宝股份	12.58	0.76	0.86	16.6	14.6
603355.SH	莱克电气	24.84	1.35	1.52	18.4	16.4
002403.SZ	爱仕达	9.33	0.67	0.75	14.0	12.4
603579.SH	荣泰健康	34.89	1.86	2.08	18.8	16.8
603486.SH	科沃斯	52.40	1.47	1.77	35.6	29.6
603868.SH	飞科电器	40.99	2.12	2.36	19.3	17.4
	行业平均				22.8	19.8
002615.SZ	哈尔斯	6.43	0.31	0.37	20.7	17.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2019-04-23 收盘价。可比公司盈利预测均与广发最新外发报告一致。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	766	825	896	981	1,083	经营活动现金流	43	53	347	237	264
货币资金	260	138	200	200	200	净利润	103	92	127	150	176
应收及预付	164	261	230	264	300	折旧摊销	46	60	50	54	59
存货	309	388	434	485	549	营运资金变动	-135	-150	138	2	0
其他流动资产	33	37	32	33	34	其它	29	50	32	30	29
非流动资产	891	956	958	966	977	投资活动现金流	-138	-143	-67	-77	-85
长期股权投资	89	90	92	94	96	资本支出	-138	-133	-60	-70	-81
固定资产	538	704	708	718	733	投资变动	0	-5	-2	-2	-2
在建工程	54	17	7	-3	-13	其他	1	-5	-5	-5	-2
无形资产	105	104	106	108	109	筹资活动现金流	95	-35	-218	-160	-179
其他长期资产	104	40	45	50	52	银行借款	157	68	-119	-26	-26
资产总计	1,656	1,780	1,854	1,948	2,060	股权融资	12	8	0	0	0
流动负债	646	801	830	892	968	其他	-73	-111	-100	-134	-153
短期借款	227	340	222	196	170	现金净增加额	0	-125	62	0	0
应付及预收	329	347	461	531	612	期初现金余额	239	237	138	200	200
其他流动负债	90	114	148	165	186	期末现金余额	237	116	200	200	200
非流动负债	200	150	155	156	157	主要财务比率					
长期借款	195	147	147	147	147	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力(%)					
其他非流动负债	4	4	9	10	11	营业收入增长	7.3%	24.7%	18.0%	16.1%	15.4%
负债合计	845	952	985	1,049	1,125	营业利润增长	-19.6%	9.5%	14.4%	18.0%	16.9%
股本	410	410	410	410	410	归母净利润增长	-7.8%	-9.5%	28.1%	18.0%	16.9%
资本公积	36	36	36	36	36	获利能力					
留存收益	364	381	419	449	485	毛利率	32.9%	31.6%	32.1%	32.7%	32.7%
归属母公司股东权益	808	825	865	895	931	净利率	7.1%	5.1%	6.0%	6.1%	6.2%
少数股东权益	3	4	4	4	4	ROE	13.6%	12.1%	14.7%	16.8%	18.9%
负债和股东权益	1,656	1,780	1,854	1,948	2,060	ROIC	12.8%	10.3%	14.3%	16.3%	18.4%
利润表						偿债能力(%)					
单位: 百万元						资产负债率	51.0%	53.5%	53.1%	53.8%	54.6%
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	净负债比率	26.7%	29.1%	21.6%	19.2%	16.9%
营业收入	1,439	1,794	2,117	2,458	2,835	流动比率	1.19	1.03	1.08	1.10	1.12
营业成本	966	1,227	1,439	1,654	1,908	速动比率	0.69	0.52	0.53	0.53	0.52
营业税金及附加	11	18	17	20	23	营运能力					
销售费用	145	178	212	263	306	总资产周转率	0.92	1.04	1.17	1.29	1.41
管理费用	118	141	210	246	284	应收账款周转率	10.42	9.25	10.14	10.28	10.43
研发费用	52.31	62.45	63.52	73.73	85.06	存货周转率	3.36	3.52	3.32	3.41	3.48
财务费用	25.02	23.44	15.90	13.07	12.17	每股指标 (元)					
资产减值损失	12.53	7.06	14.00	15.00	15.00	每股收益	0.27	0.24	0.31	0.37	0.43
公允价值变动收益	0.14	-1.92	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.10	0.13	0.85	0.58	0.64
投资净收益	-1.80	-9.06	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.97	2.01	2.11	2.18	2.27
营业利润	117.30	128.50	147.06	173.52	202.82	估值比率					
营业外收支	1.13	-4.42	0.00	0.00	0.00	P/E	34.31	19.95	20.72	17.56	15.03
利润总额	118	124	147	174	203	P/B	4.66	2.40	3.05	2.95	2.84
所得税	16	32	20	23	27	EV/EBITDA	20.49	10.39	12.50	10.99	9.64
净利润	103	92	127	150	176						
少数股东损益	-7	-7	0	0	0						
归属母公司净利润	110	99	127	150	176						
EBITDA	192.78	227.46	227.02	255.86	289.02						
EPS (元)	0.27	0.24	0.31	0.37	0.43						

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。