

哈尔斯 (002615)

证券分析师: 王一成
SAC 证书编号: S0160511030007
wangyc@ctsec.com
0571-87620703
2015年9月28日

公司产品提价空间大, 看好未来电商渠道增长

家用轻工

增持

(维持)

投资要点:

● 长期一线品牌代工, 产品质量设计能力强

公司长期为膳魔师、斯坦利、星巴克、阿拉丁、SIGG、JackWolfskin等国际知名品牌代工, 且ODM比例大45%, 说明公司产品品质、设计能力、制造工艺受到国际一线品牌的认可。2015上半年, 海外销售按渠道分, OEM产品销售收入12,136.4万元, 同比增长20.96%, ODM产品销售收入4,867.61万元, 同比降低34.13%, 自主品牌销售收入532.5万元, 同比增长119.71%。

● 出新品提升毛利率, 原材料成本未来可控

我们知道公司产品的平均终端售价80-90元, 出厂价格为终端售价30%, 国外知名品牌的同类产品价格高出公司产品均价4-5倍, 公司产品的提价空间大。公司未来不断推出新品, 毛利率水平有望提升显著。我们预计2015年不锈钢卷板价格都会相对维持平稳低位, 上涨可能性小。由于对未来需求的悲观预期, 大宗商品价格在相当长时间都会处于下行通道, 毛利率有望止跌回升。

● 重视新型渠道开发, 产品定位年轻化

公司在行业内率先建立系统的销售网络, 拥有176个传统商超经销商、16个电视购物经销商、32个电子商务经销商、68个礼品渠道经销商, 20个婴童渠道经销商, 21个思诺渠道经销商, 覆盖了5000多个销售终端。2015年新增的思诺品牌, 未来将主攻三四线城市。2015年, 公司与国家登山队签约, 形成战略合作伙伴, 对公司拓展户外市场领域具有积极影响。迪士尼系列产品全面投产后, 将提升和巩固公司各类渠道的销售, 扩大哈尔斯品牌的影响力。

盈利预测及投资建议

公司进入玻璃器皿产业有望成为公司新的利润增长点, 平滑保温杯收入的季节性波动。预计公司2015-2017年基本每股收益分别为0.34元、0.38元和0.44元, 对应市盈率分别为35倍、31倍和27倍, 目前公司的总市值为25.63亿元。维持公司“增持”评级。

财务及预测数据摘要

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	614.09	746.69	716.82	860.19	989.22
增长率 (%)	15.47%	21.59%	-4.00%	20.00%	15.00%
归属上市公司股东净利润	58.48	70.32	62.30	69.67	80.48
增长率 (%)	43.47%	20.25%	-11.40%	11.84%	15.51%
每股收益 (元)	0.32	0.39	0.34	0.38	0.44
市盈率 (P/E)	37.52	31.21	35.22	31.49	27.27

市场数据

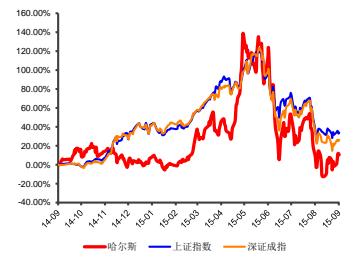
2015年9月28日

收盘价 (元)	13.81
一年内最低/最高 (元)	11/40.28
市盈率	36.99
市净率	4.03

基础数据

净资产收益率 (%)	39.37
资产负债率 (%)	17.68
总股本 (亿股)	182.40

最近 12 个月股价走势



目录

目录	2
图目录	2
表目录	3
1、公司基本情况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司现状	4
2、不锈钢保温杯市场消费空间大	7
2.1 产品适用范围广市场广阔	7
2.2 海外市场更新为主，爆发式增长可能性低	7
2.3 国内市场集中度低	7
3、产品利润率稳定，未来有望较快提升	8
3.1 长期一线品牌代工，产品质量设计能力强	8
3.2 产品价格和一线品牌差距大	8
3.3 重视新型渠道开发，产品定位年轻化	9
3.4 推出新品提升毛利率，原材料成本未来可控	11
4、未来公司收入增速加快	12
4.1 募投项目达产后释放产能瓶颈	12
4.2 海外经济复苏提升公司出口收入	12
4.3 国内市场产品线拓宽，拓展有公司特色的小电业务	13
5、盈利预测与投资建议	15
5.1 关键假设	15
5.2 盈利预测与投资建议	15
6、风险提示	15
6.1 不锈钢价格上涨	15
6.2 汇率波动	15
6.3 品牌建设效果低于预期	15

图目录

图 1：公司股权结构及旗下主要资产概况	4
图 2、11-14 公司营业收入、增速（万元、%）	5
图 3、11-14 母公司净利润、增速（万元、%）	5
图 4、08-14 公司营收构成按产品分（%）	5
图 5、08-14 公司利润构成按产品（%）	5
图 6：2015 年上半年公司产品收入占比按材料分（%）	5
图 7、08-14 公司营收构成按地区（%）	6
图 8、08-14 公司利润构成按地区（%）	6
图 9：2015 年上半年公司产品海外销售收入按渠道分（%）	8
图 10、哈尔斯与国家登山队合作形象	10
图 11、公司迪士尼卡通人物形象保温杯	10
图 12、婴童产品	11
图 13、户外产品	11
图 14、07-14 年公司毛利率净利率情况（%）	11
图 15、07-14 年公司三项费用率情况（%）	11
图 16：不锈钢价格走势（元/吨）	12
图 17：海外销售按区分（%）	13
图 18、公司部分婴童产品	14
图 19、真空保温电水壶	14

表目录

表 1: 公司产品价格优势明显	8
表 2: 国内销售渠道收入占比	9
表 3: 国内销售渠道收入占比	9
表 4: 2015 年拓展新产品系列	10
表 5: 关键假设表	15
附表: 公司财务报表及指标预测	16

1、公司基本情况

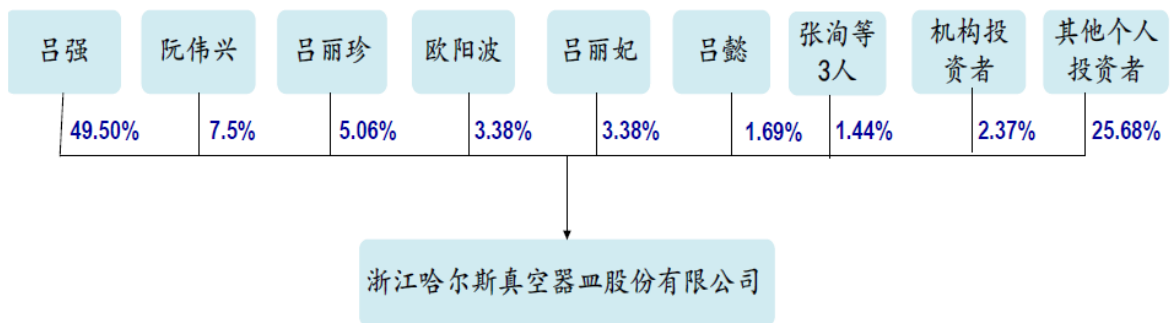
1.1 公司简介

哈尔斯前身为 1996 年 5 月成立的哈尔斯工贸，2008 年 9 月整体变更为哈尔斯真空器皿股份有限公司，2011 年 9 月中小板上市。公司主要从事日用不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶、保温饭盒、焖烧壶等不锈钢真空保温器皿以及部分不锈钢非真空器皿。

1.2 公司股权结构

公司是典型的家族企业，董事长及实际控制人吕强持有公司 49.50% 的股份，吕强及其亲属共持有公司 63.02% 的股份。

图 1：公司股权结构概况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

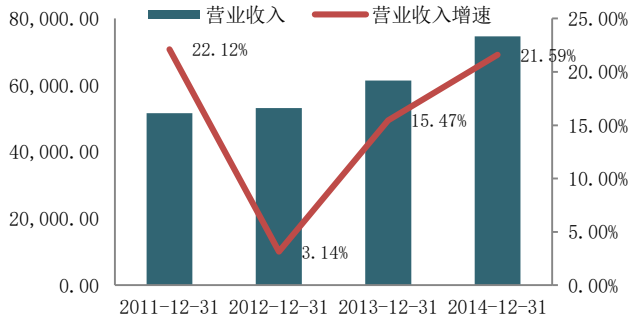
1.3 公司现状

公司 2014 年实现营业收入 7.47 亿元，同比增长 21.59%，实现利润总额 8036.8 万元，同比增长 21.30%。2015 年上半年实现营业收入 3.36 亿元，同比减少 3.22%，实现净利润 1479.14 万元，同比减少 63.95%。2015 年上半年公司实现营业收入 33,697 万元，同比下降 3.22%，其中二季度营业收入 18,049 万元，同比下降 11.16%。报告期内，公司营业收入下滑主要是由于中国与欧洲经济不景气，海内外市场需求较为低迷。未来几年内，随中国及欧洲地区经济复苏，市场需求将稳步上升。下半年公司开始加大在国内市场推广力度，大力拓展电商等渠道，预计今年下半年营收止跌回升。

2015 年上半年公司实现净利润 1,479 万元，同比下降 63.95%；扣非净利润 1,273 万元，同比下降 69.74%。其中，第二季度净利润 762 万元，同比下降 68.19%；扣非净利润 544 万元，同比下降 78.40%。子公司杭州哈尔斯新材料纳米电热膜量产不及预计，并引进大量专业的管理、销售以及研发人员，各项费用大幅增长，导致上半年亏损 1,180 万元，是造成公司上半年净利润大幅下滑的主要原因。目

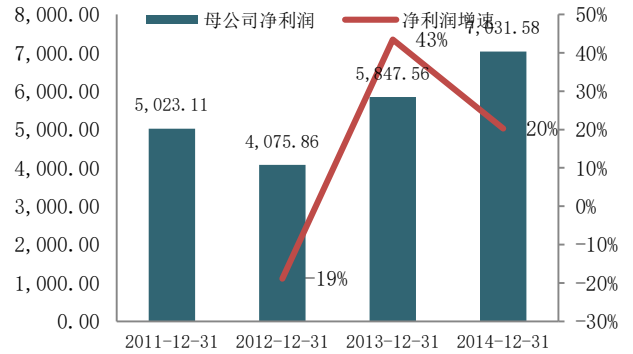
前新技术尚未有实质性突破，但预计下半年子公司的亏损基本和去年同期持平。

图 2、11-14 公司营业收入、增速(万元、%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

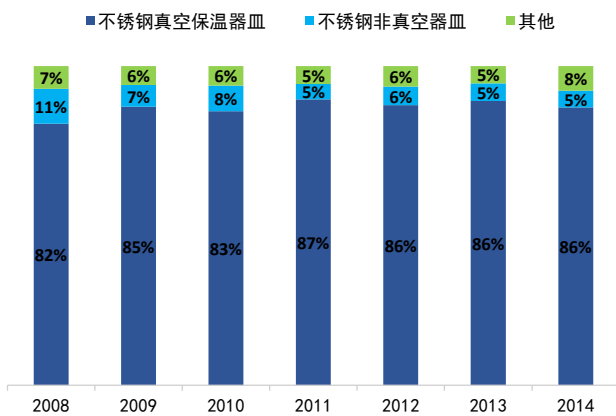
图 3、11-14 母公司净利润、增速(万元、%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

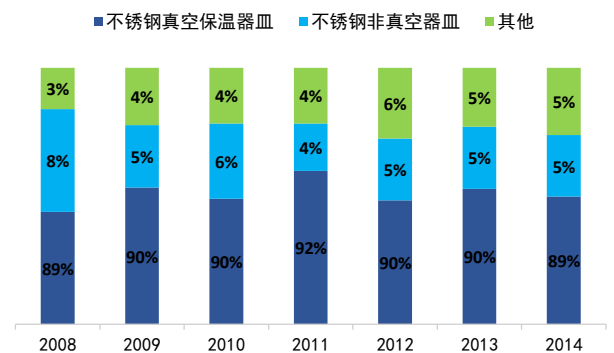
2001 年 9 月至今公司始终专注于不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售。经过多年发展，公司已成为国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一。2012、2013、2014 年，公司不锈钢器皿业务分别实现营业收入 4.55 亿元、5.31 亿元和 6.38 亿元，占利润构成的比重分别为 88.73%、89.92%和 88.18%。

图 4、08-14 公司营收构成按产品分 (%)



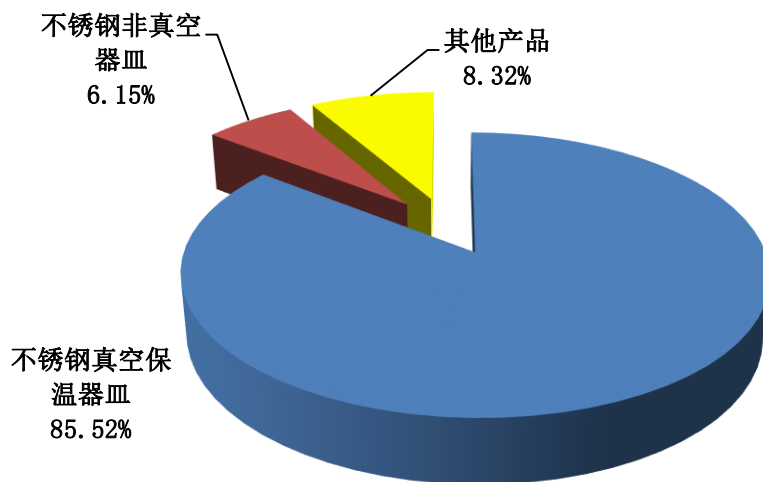
资料来源：公司公告，财通证券研究所

图 5、08-14 公司利润构成按产品 (%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

图 6：2015 年上半年公司产品收入占比按材料分 (%)

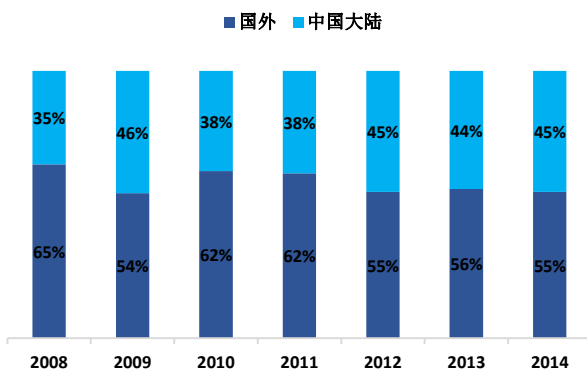


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司坚持国际一体化的协调发展战略，从 2003 年起公司开始布局国内市场，08 年随着国际金融危机的爆发，外销收到比较大的影响，但内销拓展力度加大。未来公司会继续坚持协调发展的战略，加大内销的比例，优化公司盈利能力。2014 年公司外销收入占比 54%，内销收入占比 42%，根据 2014 年年报数据，海外市场毛利率 29.13%，国内市场 29.53%，海外略低于国内市场。2015 年上半年公司整体毛利率为 29.44%，同比减少 1.09 个百分点。其中，主营产品不锈钢真空保温器皿毛利率为 30.76%，同比减少 0.94 个百分点。

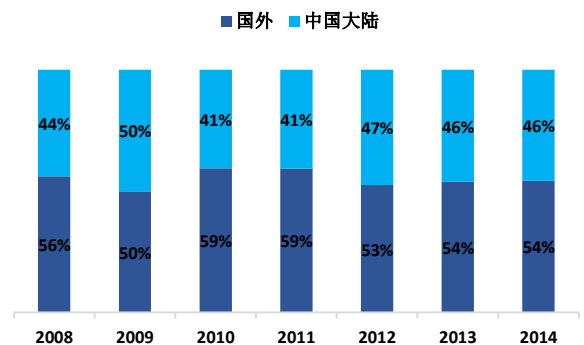
公司拟通过收购安徽恒康工贸的经营性资产并对现有的高硼硅玻璃拉管生产线进行积极改造，并新增投入建设玻璃杯、玻璃保鲜盒等玻璃器皿生产线，以进一步快速做大做强玻璃器皿产业，丰富现有产品线，形成多元化的产品结构，实现公司规模与效益的同步发展。公司进入玻璃器皿产业也有助于平滑保温器皿销售给公司业绩带来的季节性波动，有望成为公司新的利润增长点。

图 7、08-14 公司营收构成按地区 (%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

图 8、08-14 公司利润构成按地区 (%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

2、不锈钢保温杯市场消费空间大

2.1 产品适用范围广市场广阔

上世纪 70 年代末的日本，首先发明了不锈钢真空保温技术。该技术利用器皿内外双层不锈钢壁中形成的真空来阻断容热传递，以达到长时间保持容器内温度的目的。产品自从其诞生起凭借着较好的保温性能、安全便携节环等优点，逐步被广大消费者所接受。

有别于大众的认识：保温杯顾名思义具有保温功能，了解了其物理原理后，其实我们知道，保温杯除了保温，也可以保冷，保险。夏天可以便于携带冰水，冬天携带热水，还可以携带各种削皮后的鲜果防止氧化。

2.2 海外市场更新为主，爆发式增长可能性低

不锈钢真空保温器皿行业的国际市场竞争相对成熟稳定，竞争主要集中于少数不锈钢真空保温器皿国际知名品牌商之间。在发达国家和地区的市场上，不锈钢真空保温器皿行业的国际知名品牌主要源于日本、美国等国家。日本主要有膳魔师集团旗下的“膳魔师 (THERMOS)”、虎牌热水瓶株式会社旗下的“虎牌 (TIGER)”、象印暖瓶株式会社旗下的“象印 (ZOJIRUSHI)”；美国主要有 PMI 公司 (Pacific Market International, LLC) 旗下的“阿拉丁 (ALADDIN)”。

在发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿已经是人们普遍使用的日用消费品，市场相当成熟上述主要牌占有大部分增量市场开发空间有限，主要还是以新换旧带来的替代性消费需求为主，但其更换频率高于国内市场，未来表现出爆发性增长的可能不大。

2.3 国内市场集中度低

国内消费市场方面，国内不锈钢真空保温器皿产品主要分为高端、中端和低端三个层次。高端产品面向国内高端消费群体，价格普遍较高，消费量较小，市场多为国际知名品牌如“膳魔师 (THERMOS)”、“阿拉丁 (ALADDIN)”、“虎牌 (TIGER)”、“象印 (ZOJIRUSHI)”等品牌产品所占据，国外品牌在国内市场的销售量的占比较低，基本维持在 3% 左右，

中端产品以“哈尔斯”、“翔龙”等国有品牌为代表，性价比较高，消费量占比约 20%；低端产品则由大量小企业生产，价格较低，多分布于经济欠发达地区的中小城市及农村地区。

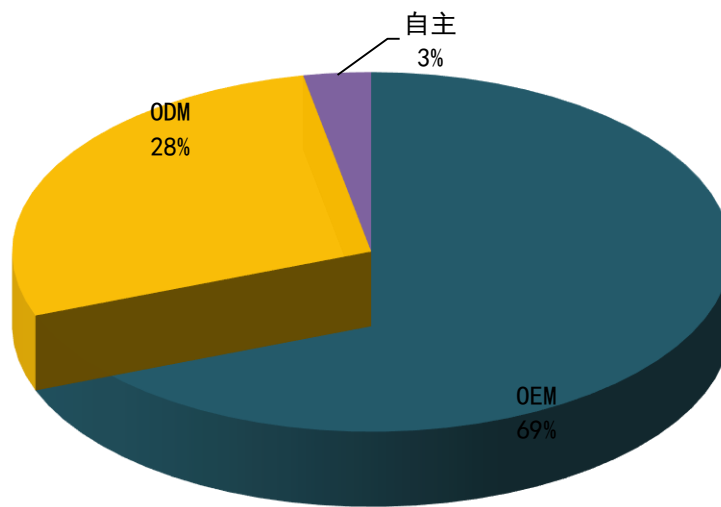
3、产品利润率稳定，未来有望较快提升

3.1 长期一线品牌代工，产品质量设计能力强

公司长期为膳魔师、斯坦利、星巴克、阿拉丁、SIGG、JackWolfskin 等国际知名品牌代工，且 ODM 比例大 45%，说明公司产品品质、设计能力、制造工艺受到国际一线品牌的认可。

2015 上半年，海外销售按渠道分，OEM 产品销售收入 12,136.4 万元，同比增长 20.96%，ODM 产品销售收入 4,867.61 万元，同比降低 34.13%，自主品牌销售收入 532.5 万元，同比增长 119.71%。

图 9：2015 年上半年公司产品海外销售收入按渠道分 (%)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 产品价格和一线品牌差距大

表 1：公司产品价格优势明显

产品	容量	THERMOS 膳魔师	虎牌	哈尔斯
真空不锈钢户外运动旅行保温杯	300	185-300	350-600	40-60
	500	200-400	300-600	70-100
不锈钢真空食物罐粥桶焖烧杯	300	149-300	200-500	40-80
	1000	500-700	350-700	60-80
高真空不锈钢户外运动旅行保温壶	1800	400-500	600-900	120-140

数据来源：财通证券研究所整理

上表格为虎膳魔师、虎牌和哈尔斯品牌特定容量的保温杯京东商城销售实际价格。如 300ml 容量下膳魔师零售价格是哈尔斯 4-5 倍，虎牌零售价格是哈尔斯 8-10 倍。公司产品保温测试效果不亚于国际一线品牌，性价比优势明显。

3.3 重视新型渠道开发，产品定位年轻化

公司目前国内主要的销售渠道包括：传统商超、电视购物子商务和礼品四部分。2015 年上半年公司实现国内销售收入 15,691.22 万元，同比下降 0.70%，占主营业务收入 47.22%。各渠道的具体销售情况为：传统渠道实现销售收入 11,817.69 万元，同比下降 3.25%，占国内比重为 75.31%；电子商务实现销售收入 2,351.97 万元，同比增长 3.77%，占国内比重为 14.99%；电视渠道实现销售收入 446.28 万元，同比下降 20.79%，占国内比重为 2.84%；礼品渠道实现销售收入 1,075.28 万元，同比上升 41.81%，占国内比重为 6.85%。

表 2：国内销售渠道收入占比

渠道	2015 年 1-6 月	同比增减	国内占比	2014 年	同比增减	国内占比	2013 年	同比增减	国内占比
传统商超	11817.69	-3.25%	75.31%	23290.09	21.46%	70.86%	19174.27	3.16%	73.50%
电视购物	446.28	-20.79%	2.84%	1308.07	13.92%	3.98%	1148.25	335.00%	4.40%
电子商务	2351.97	3.77%	14.99%	5153.24	24.12%	15.67%	4151.96	70.65%	15.91%
礼品	1075.28	41.81%	6.85%	3118.05	93.15%	9.49%	1614.29	-19.41%	6.19%
国内合计	17536.51	-0.68%	100.00%	21842.73	34.22%	100.00%	26088.78	12.23%	100.00%

数据来源：财通证券研究所整理

公司在行业内率先建立系统的销售网络，拥有 176 个传统商超经销商、16 个电视购物经销商、32 个电子商务经销商、68 个礼品渠道经销商，20 个婴童渠道经销商，21 个思诺渠道经销商，覆盖了 5000 多个销售终端。2015 年新增的思诺品牌，未来将主攻三四线城市。

表 3：国内销售渠道收入占比

2015 年国内销售渠道情况		
渠道	现状	2015 年新增
传统商超	176 多家，线下 5000 多个销售网点，国内一二线城市覆盖达到 90%	新开发 20 个经销商
电视购物	16 个经销商，27 个电台	新增经销商 3 个
电子商务	32 个经销商，10 多个电子商务平台	新增经销商 5 个
礼品	68 个经销商，进入中石化、中移动等公司的供应商体系	新增经销商 5 个
婴童		新增经销商 20 个
思诺	21 个思诺渠道经销商，覆盖了 5000 多个销售终端	新增经销商 21 个

数据来源：财通证券研究所整理

2015 年，公司与国家登山队签约，形成战略合作伙伴，对公司拓展户外市场领域具有积极影响。公司在 15 年 6 月 9 日公告和迪士尼签署《许可协议》，迪士尼许可公司在特定期限内在特定家居用品类产品上使用相关迪士尼原型和商标，并授

权公司在特定的渠道销售许可产品，协议期限：2015年5月1日至2017年12月31日止，授权区域：中华人民共和国（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）。许可材料原型：迪士尼标准人物形象、超能陆战队、小公主苏菲亚、玩具总动员3、赛车总动员、赛车总动员2、海底总动员、海底总动员2、头脑特工队、恐龙当家。我们预计迪士尼系列产品销售会好于市场预期，受益未来入园旅游人数，我们对公司迪士尼系列产品在上海迪士尼园区内销售情况保持乐观预计。迪士尼系列产品全面投产后，将提升和巩固公司各类渠道的销售，扩大哈尔斯品牌的影响力。

图 10、哈尔斯与国家登山队合作形象



资料来源：公司公告，财通证券研究所

图 11、公司迪士尼卡通人物形象保温杯



资料来源：公司公告，财通证券研究所

表 4： 2015 年拓展新产品系列

系列	产品	销售模式	销售终端
婴童	保温饭盒、学生用水杯、不锈钢保温奶瓶、保温便当盒	经销商模式	婴童专卖店
户外	运动瓶、旅游壶、广口壶	经销商模式	户外用品专卖店

数据来源：财通证券研究所整理

我们认为公司单价不高，利于运输，非常适合线上销售，公司重视电商渠道，专门设计针对电商渠道的产品，定位年轻，时尚，产品性价比优势突出，只需要打开产品知名度，未来线上销售份额有望快速上升。电商渠道目前毛利率高于传统渠道 6-7 个百分点，今年公司内部提高了电商渠道的等级，之前是属于内贸部下的小部门，现在直接由销售副总管理，引入了专业电商背景人员。

我们知道公司产品的平均终端售价 80-90 元，出厂价格为终端售价 30%，国外知名品牌的同类产品价格高出公司产品均价 4-5 倍，公司产品的提价空间大。公司未来不断推出新品，毛利率水平有望提升显著。

图 12、婴童产品



资料来源：公司公告，财通证券研究所

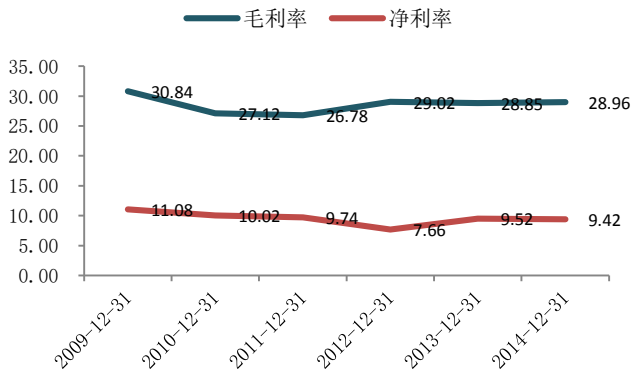
图 13、户外产品



资料来源：公司公告，财通证券研究所

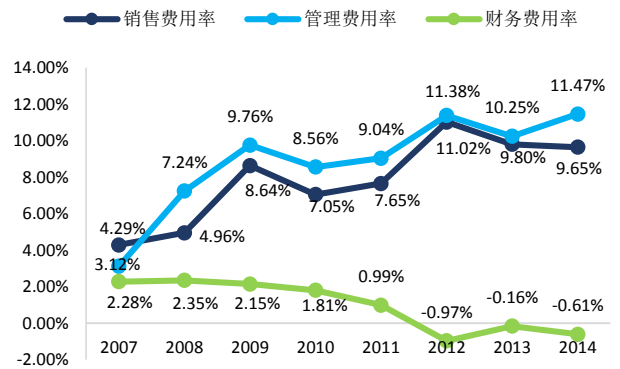
3.4 推出新品提升毛利率，原材料成本未来可控

图 14、07-14 年公司毛利率净利率情况 (%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

图 15、07-14 年公司三项费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，财通证券研究所

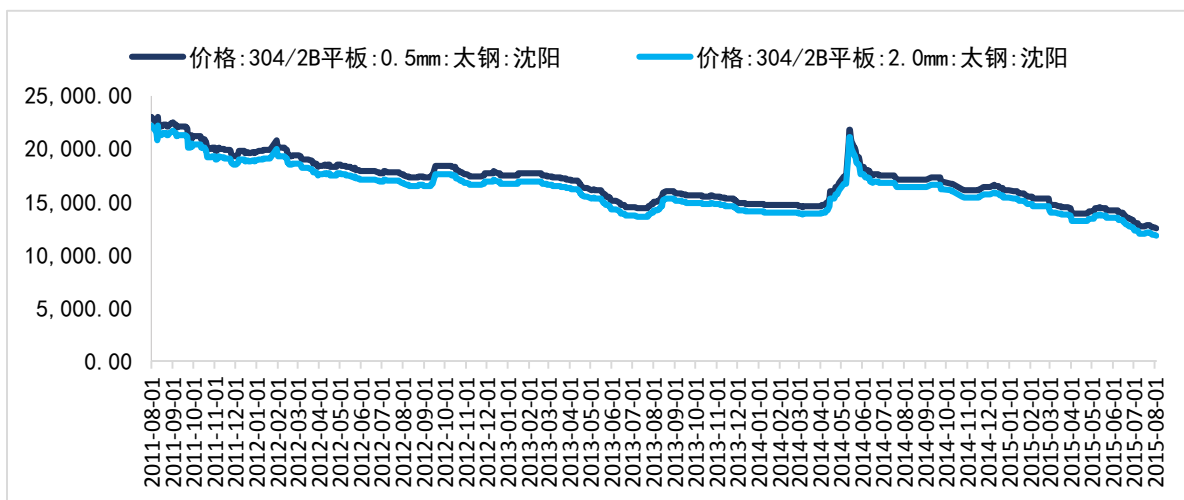
2015 年上半年公司整体毛利率为 29.44%，同比减少 1.09 个百分点。其中，主营产品不锈钢真空保温器皿毛利率为 30.76%，同比减少 0.94 的百分点。报告期内，毛利率略有下降原因主要是由于公司人力成本增加等原因。

公司生产的主要原材料为不锈钢卷板，占营业成本比重均接近 75% 其价格波动对公司成本的影响非常明显。不锈钢价格在 2013 年基本保持平稳，2014 年短期有波上涨，后回落并保持下行，我们预计 2015 年不锈钢卷板价格都会相对维持平稳低位，上涨可能性小。由于对未来需求的悲观预期，大宗商品价格在相当长

时间都会处于下行通道，毛利率有望止跌回升。

公司 2015 年上半年销售费用率为 11.47%，同比提升 3.94 个百分点；管理费用率为 12.63%，同比提升 3.37 个百分点；财务费用率为 -0.69%，同比提升 0.02 个百分点。销售费用率上升主要是由于公司加大了市场推广力度，并与国家登山队及迪士尼建立合作关系。管理费用率上升主要是由于公司加大在纳米电热膜等产品研发投入，以及管理人员增加，工资开支加大。财务费用率为负主要是由于公司负债率较低，利息收入及汇兑之和大于利息支出。

图 16：不锈钢价格走势（元/吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4、未来公司收入增速加快

4.1 募投项目达产后释放产能瓶颈

公司年产 1000 万只不锈钢真空保温器皿募投项目已于 2014 年全部投产，新生产线自动化水平较高，大大提升了生产效率。公司的产能提升至 2400 万只/年，公司一直以来面临的产能瓶颈被突破，而产能利用率仍保持在 100%以上。公司的产销率也一直维持在高位，2014 年公司不锈钢制品的产销率为 95.52%。公司销往国外的产品主要采用 OEM 和 ODM 的模式，但在一些发展中国家也主动加大了自主品牌的渗透率。

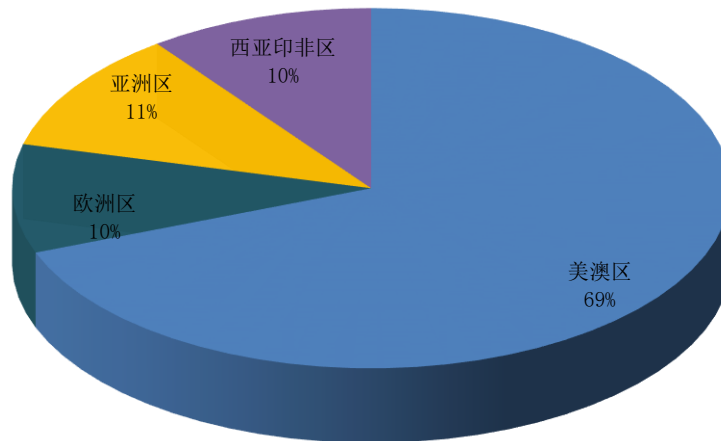
4.2 海外经济复苏提升公司出口收入

2015 年 1-6 月，公司实现国外销售收入 17,536.51 万元，同比下降 0.66%，占主营业务收入的 52.78%。各分区的具体销售情况为：美澳区实现销售收入 12,132.72 万元，同比增长 14.67%，占国外比重为 69.19%；欧洲区实现销售收入

1,711.32 万元，同比下降 54.24%，占国外比重为 9.75%；西亚印非区实现销售收入 1,784.78 万元，同比增长 33.12%，占国外比重为 10.18%；亚洲区完成销售收入 1,907.69 万元，同比下降 2.24%，占国外比重为 10.88%。

从公司一季度外销收入占比图中可以看出，美澳区收入占 58%，超过外销收入的一半以上，我们认为美国经济复苏前提下，欧美对不锈钢保温瓶的需求多样化会极大的利好公司外销订单的增长。长远看，美国经济复苏及美元持续走强的预期下，我们认为出口业务在未来会稳定增长。同时，人民币长期升值的趋势已经结束，未来会处于贬值的时间通道内，对出口型企业来说，无疑提高了产品的国际竞争力，相比内销型企业能够更好地抵抗系统性风险。

图 17：海外销售按区分（%）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.3 国内市场产品线拓宽，拓展有公司特色的小电业务

2014 年公司加强细分市场的开发力度，推出世界杯系列、婴童系列、户外系列、真空电热系列产品。其中真空保温电热水壶由于其静音、六小时保温，烧开后不需要倒入保温瓶，还有防烫功能，获得了市场好评。

未来公司将结合真空与电加热技术进一步研发真空茶煲保温系列厨房小家电产品。公司全资子公司—杭州哈尔斯实业有限公司，主要产品为厨房家用电器、纳米发热材料及器件，未来有望打造成公司的小电平台。

我们认为，杭州子公司本身的研发和市场开拓实力相比其他专业做小家电的企业并不明显，但是在个别产品上有突破潜力。前期市场对公司研发的纳米发热材料及器件抱有相当乐观的市场预期，认为替代传统的电发热材料空间巨大。我们认

为内膜电加热器应用广空间大，未来投产后有望成为利润增长新一极。在主业增速放缓的情况下，积极向其他领域拓展是一种求变的选择。公司目前自主研发的内模式电加热器是一种颠覆性技术，具备热效高、成本低、无水垢、应用广等优点，对金属加热器等传统电加热器有极强的替代性。初步估算，在热水器、饮水机等民用领域的潜在市场空间超 70 亿，在电镀、锅炉等工业领域的潜在空间超 10 亿，而且在该领域公司尚无有力竞争对手。未来公司克服技术瓶颈，实现批量生产后，有望实现营收的爆发性增长。

但值得谨慎的是目前该项技术应用市场尚未打开，下游客户在权衡更换发热材料带来的风险收益后，是否还有尝试新材料的动力和诉求，有待市场验证，因此公司对于该项技术的量产并无实质性主动权。

图 18、公司部分婴童产品



资料来源：公司网站，财通证券研究所

图 19、真空保温电水壶



资料来源：公司网站，财通证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 关键假设

表 5：关键假设表

基本假设	2014A	2015E	2016E	2017E
销售费用率	8.69%	8.80%	8.70%	8.60%
管理费用率	10.32%	10.42%	10.42%	10.42%
财务费用率	-0.15%	-0.10%	-0.10%	-0.10%
毛利率	28.96%	29.37%	28.65%	28.65%
不锈钢真空保温器皿	30.50%	30.80%	31%	32%
不锈钢非真空器皿	23%	23%	23%	23%
其他产品	26%	26%	26%	26%

数据来源：财通证券研究所整理

5.2 盈利预测与投资建议

我们对公司迪士尼系列产品在上海迪士尼园区内销售情况保持乐观预计。迪士尼系列产品全面投产后，将提升和巩固公司各类渠道的销售，扩大哈尔斯品牌的影响力。公司进入玻璃器皿产业有望成为公司新的利润增长点，平滑保温杯收入的季节性波动。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 0.34 元、0.38 元和 0.44 元，对应市盈率分别为 35 倍、31 倍和 27 倍，目前公司的总市值为 25.63 亿元。维持公司“增持”评级。

6、风险提示

6.1 不锈钢价格上涨

公司主要原材料是不锈钢卷板，占营业成本的比重超过 70%，我们预计不锈钢材的价格未来大幅上涨的可能性不大，但如果出现不可预期的涨价，会对公司的业绩带来负面影响。

6.2 汇率波动

公司海外市场收入占比超过 55%，且主要以美元为计价和结算单位，未来人民币汇率如果出现大幅变动，将会影响公司业绩。

6.3 品牌建设效果低于预期

我们看好公司未来新型渠道建设，提高知名度，缩小和国外知名品牌的差距。但如果品牌建设效果不及预期，会拖累公司业绩。

附表：公司财务报表及指标预测
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	746.69	716.82	860.19	989.22
增长率(%)	21.59%	-4.00%	20.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	70.32	62.30	69.67	80.48
增长率(%)	20.25%	-11.40%	11.84%	15.51%
每股收益(EPS)	0.39	0.34	0.38	0.44
每股经营现金流(元)	0.20	0.76	0.16	0.86
销售毛利率(%)	28.96%	29.37%	28.65%	28.65%
净资产收益率(%)	10.89%	3.98%	4.36%	4.91%
市盈率(P/E)	31.21	35.22	31.49	27.27
市净率(P/B)	3.40	1.40	1.37	1.34

利润表

科目	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	746.69	716.82	860.19	989.22
营业成本	530.42	506.29	613.74	705.81
营业税金及附加	3.55	3.41	4.09	4.71
销售费用	64.89	64.51	77.42	89.03
管理费用	77.09	74.69	89.63	103.08
财务费用	-4.08	-5.38	-6.67	-8.08
资产减值损失	0.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.56	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.56	0.00	0.00	0.00
营业利润	78.32	73.29	81.97	94.68
营业外收支净额	2.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.37	73.29	81.97	94.68
所得税	10.05	10.99	12.30	14.20
净利润	70.32	62.30	69.67	80.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	70.32	62.30	69.67	80.48
每股收益(元)	0.39	0.34	0.38	0.44

资产负债表

科目	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	179.18	291.25	292.00	415.54
应收和预付款项	81.44	57.80	109.35	82.87
存货	133.44	85.54	179.92	125.35
其他流动资产	7.15	7.15	7.15	7.15
长期股权投资	55.46	55.46	55.46	55.46
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	267.33	234.09	200.86	167.62
无形资产和开发支出	21.39	18.79	16.19	13.58
其他非流动资产	38.77	38.73	38.69	38.69
资产总计	784.16	788.80	899.61	906.27
短期借款	50	60	70	80
应付和预收款项	138.15	113.07	190.06	157.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.50	0.00	0.00	0.00
负债合计	138.66	113.07	190.06	157.67
股本	91.20	91.20	91.20	91.20
资本公积	344.22	344.22	344.22	344.22
留存收益	210.08	240.31	274.13	313.19
归属母公司股东权益	645.50	675.74	709.55	748.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	645.50	675.74	709.55	748.61
负债及权益合计	784.16	788.80	899.61	906.27

现金流量表

科目	2014	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	36.76	139.34	30.05	157.01
投资性现金净流量	-114.19	-0.50	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-29.18	-26.77	-29.30	-33.46
现金流量净额	-106.28	112.07	0.75	123.55

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。