



哈尔斯 (002615.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

联手小黄鸭德盈破局内销，潮玩保温杯 贡献业绩估值双重弹性

事件简评

2026年2月26日，港股上市公司小黄鸭德盈 (2250.HK) 公告与全球杯壶行业龙头哈尔斯 (公司) 签订全面战略合作协议，哈尔斯间接持有小黄鸭德盈 27,02.7 万股股份，约占小黄鸭德盈已发行股本的 2.68%，为本次战略合作奠定坚实资本互信纽带。双方拟于中国内地共同设立合资公司，聚焦以 B. Duck 家族品牌及国际头部潮流 IP 为核心的联名潮流杯壶产品，覆盖设计研发、品牌运营与全渠道销售全链条。

经营分析

IP 运营能力与制造供应链深度耦合，潮玩保温杯打开增量空间。公司作为全球杯壶行业标杆，具备业界领先的研发制造实力、全产业链布局及全球化渠道网络。小黄鸭德盈深耕 IP 授权运营二十余年，拥有国内顶流国民 IP B. Duck 完整矩阵及成熟全球授权体系。强强联合将帮助公司实现向潮流消费品牌升维突破，以 IP 为抓手打开全品类增长新空间。长期来看，双方将持续挖掘 IP 与产品融合的商业价值，构建多元生活场景的潮流消费生态。

内销“潮玩+保温杯”范式趋于成熟，自主品牌驱动估值中枢上移。

公司国内团队“IP 筛选—深度合作—产品落地”模式基本跑通，自主品牌历经多年培育进入收获期。22 年旗下自主品牌 SIGG 与泡泡玛特联名验证高端 IP 联名打法；25 年“哈尔斯&尔滨”系列借势冰雪旅游热度，并覆盖潮玩、文博、航天多层次 IP 矩阵，自主品牌从培育验证迈向加速放量，收入结构优化有望打开估值重塑空间。**股权激励与员工持股锚定高增目标，彰显长期发展信心。**公司前期 (2 月 12 日) 发布股权激励计划 (草案)，拟向 5 名核心管理成员授予 360 万股，占总股本约 0.77%；同时发布员工持股计划 (草案)，拟向 5 名核心高级管理层及不超过 45 位核心员工授予不超过 268.895 万股，约占总股本 0.58%；公司层面考核目标均为以 23 年度及 24 年度营业收入平均数为基数，触发值为 26-28 年营业收入增长率不低于 45%/70%/100% (或扣非后净利润增长率不低于 30%/80%/100%)，目标值为 26-28 年营业收入增长率不低于 55%/80%/110% (或扣非后净利润增长率不低于 45%/80%/110%)。

盈利预测、估值与评级

我们预测 25-27 年公司实现营业收入 32.19 亿/42.48 亿/51.70 亿元，同比-3.4%/+32.0%/+21.7%，归母净利润 0.98 亿/2.95 亿/4.05 亿元，同比-66.0%/+202.7%/+37.4%。2026 年公司海外产能稳步爬坡，内销业务多年培育进入收获期，叠加内销情绪价值赛道拓宽提供向上估值弹性，给予“买入”评级。

风险提示

海外市场需求波动、下游客户拓展不及预期、市场竞争加剧、国内外经营环境变化、汇率波动、原材料价格波动等。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.17 元

相关报告：

- 1.《哈尔斯：携手知名 IP 探索联名新范式，自主品牌多年投入进入收获...》，2026.2.5
- 2.《哈尔斯：海外产能卡位全球格局，自主品牌开辟价值新篇章》，2025.12.12



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,407	3,332	3,219	4,248	5,170
营业收入增长率	-0.86%	38.40%	-3.39%	31.99%	21.71%
归母净利润(百万元)	250	287	98	295	405
归母净利润增长率	21.31%	14.72%	-65.97%	202.69%	37.36%
摊薄每股收益(元)	0.535	0.615	0.209	0.633	0.869
每股经营性现金流净额	0.52	0.99	0.19	1.21	1.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.02%	16.65%	5.35%	14.76%	18.07%
P/E	13.69	12.94	36.68	12.12	8.82
P/B	2.33	2.15	1.96	1.79	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,428	2,407	3,332	3,219	4,248	5,170
增长率		-0.9%	38.4%	-3.4%	32.0%	21.7%
主营业务成本	-1,718	-1,656	-2,399	-2,366	-3,029	-3,657
%销售收入	70.8%	68.8%	72.0%	73.5%	71.3%	70.7%
毛利	710	751	933	853	1,219	1,513
%销售收入	29.2%	31.2%	28.0%	26.5%	28.7%	29.3%
营业税金及附加	-13	-18	-21	-23	-30	-36
%销售收入	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-178	-232	-284	-290	-357	-434
%销售收入	7.3%	9.7%	8.5%	9.0%	8.4%	8.4%
管理费用	-169	-171	-214	-238	-306	-372
%销售收入	7.0%	7.1%	6.4%	7.4%	7.2%	7.2%
研发费用	-102	-95	-122	-135	-170	-207
%销售收入	4.2%	4.0%	3.7%	4.2%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	248	234	291	167	356	464
%销售收入	10.2%	9.7%	8.7%	5.2%	8.4%	9.0%
财务费用	20	0	52	-58	-44	-32
%销售收入	-0.8%	0.0%	-1.6%	1.8%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-27	-40	-26	0	0	0
公允价值变动收益	-3	1	-1	0	0	0
投资收益	-20	-30	-20	-10	1	1
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.3%	0.2%
营业利润	238	226	310	97	312	432
营业利润率	9.8%	9.4%	9.3%	3.0%	7.3%	8.4%
营业外收支	1	-2	2	0	0	0
税前利润	239	225	312	97	312	432
利润率	9.9%	9.3%	9.4%	3.0%	7.3%	8.4%
所得税	-39	23	-25	-8	-25	-35
所得税率	16.5%	-10.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	200	247	287	90	287	397
少数股东损益	-6	-2	1	-8	-8	-8
归属于母公司的净利润	206	250	287	98	295	405
净利率	8.5%	10.4%	8.6%	3.0%	6.9%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	200	247	287	90	287	397
少数股东损益	-6	-2	1	-8	-8	-8
非现金支出	127	150	140	131	170	192
非经营收益	7	-51	-27	107	35	35
营运资金变动	13	-103	62	-240	71	40
经营活动现金净流	347	243	463	87	563	664
资本开支	-128	-188	-487	-469	-226	-206
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-8	-13	-3	-10	1	1
投资活动现金净流	-137	-202	-490	-479	-225	-205
股权募资	0	2	0	43	0	0
债权募资	8	209	-1	462	54	-31
其他	-94	-215	-56	-66	-153	-197
筹资活动现金净流	-86	-5	-57	440	-98	-228
现金净流量	164	35	-61	48	239	232

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	814	849	787	821	1,050	1,275
应收款项	188	360	418	440	511	607
存货	413	495	537	616	747	852
其他流动资产	21	83	55	132	115	98
流动资产	1,436	1,787	1,797	2,008	2,423	2,832
%总资产	61.0%	64.1%	53.2%	52.1%	56.0%	59.7%
长期投资	65	36	29	29	29	29
固定资产	707	730	1,134	1,517	1,581	1,602
%总资产	30.1%	26.2%	33.6%	39.3%	36.5%	33.7%
无形资产	100	127	243	240	235	229
非流动资产	917	1,001	1,579	1,847	1,902	1,915
%总资产	39.0%	35.9%	46.8%	47.9%	44.0%	40.3%
资产总计	2,353	2,789	3,376	3,855	4,325	4,747
短期借款	250	242	122	598	653	622
应付款项	478	646	903	873	1,096	1,293
其他流动负债	140	130	157	125	158	186
流动负债	869	1,018	1,183	1,596	1,907	2,101
长期贷款	80	289	417	417	417	417
其他长期负债	22	19	63	34	24	17
负债	971	1,327	1,662	2,046	2,347	2,534
普通股股东权益	1,397	1,468	1,721	1,823	2,000	2,243
其中：股本	467	466	466	466	466	466
未分配利润	478	619	839	897	1,074	1,317
少数股东权益	-14	-6	-6	-14	-22	-30
负债股东权益合计	2,353	2,789	3,376	3,855	4,325	4,747

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.441	0.535	0.615	0.209	0.633	0.869
每股净资产	2.991	3.147	3.690	3.909	4.289	4.810
每股经营现金净流	0.743	0.520	0.993	0.187	1.207	1.424
每股股利	0.200	0.100	0.250	0.084	0.253	0.348
回报率						
净资产收益率	14.74%	17.02%	16.65%	5.35%	14.76%	18.07%
总资产收益率	8.75%	8.96%	8.49%	2.53%	6.82%	8.54%
投入资本收益率	12.09%	12.92%	11.88%	5.45%	10.76%	13.12%
增长率						
主营业务收入增长率	1.63%	-0.86%	38.40%	-3.39%	31.99%	21.71%
EBIT 增长率	18.87%	-5.65%	24.38%	-42.56%	113.15%	30.12%
净利润增长率	51.96%	21.31%	14.72%	-65.97%	202.69%	37.36%
总资产增长率	0.95%	18.53%	21.08%	14.17%	12.19%	9.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	28.7	33.0	42.0	36.0	35.0
存货周转天数	98.7	100.1	78.5	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	95.2	99.3	97.1	105.0	105.0	102.0
固定资产周转天数	97.3	108.3	82.2	122.9	96.9	79.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.33%	-21.72%	-14.47%	10.74%	0.97%	-10.68%
EBIT 利息保障倍数	-12.5	678.9	-5.6	2.9	8.1	14.6
资产负债率	41.25%	47.57%	49.22%	53.09%	54.27%	53.38%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	7	10	16
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究