

疫情拖累 20Q1 业绩表现，裘皮龙头持续承压

——华斯股份 (002494.SZ) 2020 年一季报点评

公司简报

中性 (维持)

当前价：4.68 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

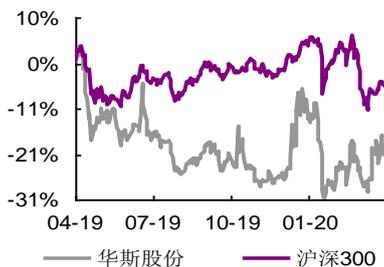
总股本(亿股)：3.86

总市值(亿元)：18.04

一年最低/最高(元)：4.12/6.40

近3月换手率：142.45%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | -5.21 | -2.90 | -20.73 |
| 绝对 | -0.47 | -8.07 | -26.51 |

资料来源：Wind

相关研报

裘皮主业压力仍存，转让店铺带动收入增长

..... 2019-08-24

裘皮主业压力仍较大，汇率贬值促 Q2 净利大增

..... 2018-09-02

业绩恢复增长，未来有望受益于京津冀协同发展

..... 2017-10-25

◆受疫情拖累，20Q1 收入同降 51%、归母净利亏损

2020Q1 公司实现收入 0.49 亿元、同降 51.33%，归母净利-738.17 万元、由盈转亏，扣非净利-715.23 万元、由盈转亏，EPS 为-0.02 元。公司业务主要为裘皮代工、裘皮品牌批发零售及华斯小镇店铺转让及出租。受疫情影响，20Q1 公司春节后停产、停业时间同比增长，产品销量下滑，且店铺转让、出租收入减少，共同导致收入下降幅度较大，毛利率同比下滑、销售及管理费用率提升导致净利亏损。

分季度来看，2019Q1-2020Q1 公司收入同增-5.82%、27.31%、-41.43%、6.69%、-51.33%，归母净利同增 2.65%、2.13%、-47.53%、2.23%、由盈转亏。受公司转让商铺收入确认时点影响，2019 年各季度收入、利润波动幅度较大，2020Q1 肺炎疫情导致公司业绩增速环比下滑。

◆20Q1 受疫情影响公司毛利率降、费用率增

2020Q1 公司毛利率同降 3.41PCT 至 27.63%，主要由于公司收入同比下滑幅度较大，人工等成本较为刚性。分季度来看，19Q1-20Q1 毛利率分别为 31.04% (-2.01PCT)、26.86% (+1.29PCT)、26.43% (+9.37PCT)、22.11% (-6.10PCT)、27.63% (-3.41PCT)，受转让商铺收入确认时点影响公司季度毛利率波动幅度较大。

2020Q1 公司期间费用率同增 9.43PCT 至 40.99%，主要由于受肺炎疫情收入规模减少、部分费用支出较为刚性，其中销售、管理、研发费用率分别同增 4.51PCT、10.27PCT、0.75PCT 至 17.06%、23.65%、1.73%；财务费用率同降 5.36PCT 至 0.28%，主要是汇率变动带来汇兑收益增加。

◆政府有偿收回公司不动产，控股股东提供借款支持

我们认为：1) 短期内受新冠肺炎疫情疫情影响，下游裘皮服装销售及出口较为疲软，预计 2020 年公司裘皮主业收入增长压力较大。2021 年后裘皮消费有望复苏，公司加强华斯小镇运营，预计收入恢复增长。2) 2020 年受疫情影响，预计公司毛利率有所下滑、费用率提升。2020 年 3 月公司公告当地政府拟有偿收回公司持有不动产、评估价值 7900.93 万元，增厚利润水平。2021 年预计公司恢复正常运营，受基数较高影响净利同比下滑。3) 2020 年 3 月 10 日公司公告控股股东贺国英自愿向公司提供不超过 4800 万元的借款，有效期 12 个月，按照同期银行贷款利息计算，支持公司业务运营及发展。

考虑到政府收回公司不动产增加利润以及新冠肺炎疫情疫情影响，我们上调 2020 年 EPS 预测为 0.17 元、下调 2021 年 EPS 预测为 0.04 元 (原值为 0.05/0.06 元)，预测 2022 年 EPS 为 0.04 元，目前股价对应 20 年 27 倍 PE，维持“中性”评级。

◆风险提示：新冠肺炎疫情疫情影响超预期、海外需求疲软、国内消费市场低迷、人民币汇率波动等。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|----------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 501 | 477 | 399 | 441 | 476 |
| 营业收入增长率 | -20.91% | -4.83% | -16.48% | 10.62% | 7.96% |
| 净利润 (百万元) | 17 | 17 | 67 | 15 | 17 |
| 净利润增长率 | -122.35% | 0.15% | 298.88% | -77.79% | 13.75% |
| EPS (元) | 0.04 | 0.04 | 0.17 | 0.04 | 0.04 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 0.87% | 0.89% | 3.44% | 0.77% | 0.87% |
| P/E | 107 | 107 | 27 | 121 | 106 |
| P/B | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 4 月 24 日

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 501 | 477 | 399 | 441 | 476 |
| 营业成本 | 372 | 353 | 300 | 328 | 353 |
| 折旧和摊销 | 66 | 63 | 59 | 56 | 48 |
| 税金及附加 | 7 | 6 | 3 | 3 | 3 |
| 销售费用 | 51 | 46 | 38 | 42 | 44 |
| 管理费用 | 52 | 48 | 40 | 44 | 48 |
| 研发费用 | 14 | 14 | 12 | 13 | 14 |
| 财务费用 | -7 | 1 | -6 | -7 | -8 |
| 投资收益 | 6 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 13 | 21 | 81 | 18 | 20 |
| 利润总额 | 15 | 18 | 81 | 18 | 20 |
| 所得税 | 2 | 6 | 14 | 3 | 3 |
| 净利润 | 13 | 12 | 67 | 15 | 17 |
| 少数股东损益 | -4 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 17 | 17 | 67 | 15 | 17 |
| EPS(按最新股本计) | 0.04 | 0.04 | 0.17 | 0.04 | 0.04 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -200 | -157 | 143 | 8 | -6 |
| 净利润 | 17 | 17 | 67 | 15 | 17 |
| 折旧摊销 | 66 | 63 | 59 | 56 | 48 |
| 净营运资金增加 | 102 | 47 | -88 | 62 | 71 |
| 其他 | -385 | -284 | 105 | -126 | -143 |
| 投资活动产生现金流 | -38 | 117 | -22 | -45 | -10 |
| 净资本支出 | -17 | -22 | -20 | -20 | -10 |
| 长期投资变化 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -23 | 136 | -2 | -25 | 0 |
| 融资活动现金流 | 25 | 39 | -38 | -16 | 2 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -148 | 103 | -43 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 32 | -87 | -2 | 17 | -2 |
| 净现金流 | -213 | -3 | 83 | -53 | -14 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 25.8% | 26.0% | 24.8% | 25.6% | 25.8% |
| EBITDA 率 | 13.3% | 18.3% | 18.1% | 16.4% | 14.3% |
| EBIT 率 | -0.1% | 4.9% | 3.3% | 3.7% | 4.3% |
| 税前净利润率 | 3.1% | 3.9% | 20.3% | 4.1% | 4.3% |
| 归母净利润率 | 3.4% | 3.5% | 16.9% | 3.4% | 3.6% |
| ROA | 0.5% | 0.5% | 2.6% | 0.6% | 0.7% |
| ROE (摊薄) | 0.9% | 0.9% | 3.4% | 0.8% | 0.9% |
| 经营性 ROIC | 0.0% | 1.0% | 0.8% | 0.9% | 1.2% |

| 偿债能力 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 25% | 26% | 24% | 24% | 24% |
| 流动比率 | 2.49 | 2.59 | 2.89 | 2.83 | 2.94 |
| 速动比率 | 1.40 | 1.20 | 1.60 | 1.46 | 1.47 |
| 归母权益/有息债务 | 10.27 | 6.51 | 7.91 | 7.87 | 7.92 |
| 有形资产/有息债务 | 12.85 | 8.26 | 9.50 | 9.45 | 9.46 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 2,563 | 2,537 | 2,560 | 2,569 | 2,578 |
| 货币资金 | 332 | 328 | 411 | 359 | 345 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 10 | 10 | 10 |
| 应收账款 | 115 | 92 | 74 | 81 | 87 |
| 应收票据 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款(合计) | 130 | 1 | 7 | 8 | 9 |
| 存货 | 567 | 671 | 570 | 623 | 671 |
| 其他流动资产 | 49 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 流动资产合计 | 1,290 | 1,254 | 1,278 | 1,293 | 1,340 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 425 | 400 | 389 | 369 | 349 |
| 在建工程 | 115 | 182 | 136 | 102 | 77 |
| 无形资产 | 101 | 94 | 107 | 122 | 127 |
| 商誉 | 39 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 其他非流动资产 | 70 | 76 | 68 | 68 | 68 |
| 非流动资产合计 | 1,273 | 1,283 | 1,283 | 1,275 | 1,238 |
| 总负债 | 632 | 648 | 604 | 621 | 620 |
| 短期借款 | 68 | 102 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 77 | 55 | 47 | 51 | 55 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收账款 | 36 | 40 | 33 | 37 | 40 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 518 | 485 | 441 | 458 | 455 |
| 长期借款 | 97 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 16 | 14 | 13 | 14 | 14 |
| 非流动负债合计 | 114 | 164 | 163 | 164 | 164 |
| 股东权益 | 1,931 | 1,889 | 1,956 | 1,948 | 1,959 |
| 股本 | 386 | 386 | 386 | 386 | 386 |
| 公积金 | 1,305 | 1,308 | 1,315 | 1,317 | 1,318 |
| 未分配利润 | 243 | 252 | 313 | 303 | 312 |
| 归属母公司权益 | 1,930 | 1,894 | 1,961 | 1,952 | 1,963 |
| 少数股东权益 | 1 | -5 | -5 | -5 | -5 |

| 费用率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 10.10% | 9.65% | 9.65% | 9.50% | 9.30% |
| 管理费用率 | 10.34% | 10.08% | 10.08% | 10.00% | 10.00% |
| 财务费用率 | -1.47% | 0.21% | -1.52% | -1.64% | -1.62% |
| 研发费用率 | 2.73% | 2.92% | 2.92% | 2.92% | 2.92% |
| 所得税率 | 14% | 34% | 17% | 17% | 17% |

| 每股指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.01 | 0.00 | 0.06 | 0.02 | 0.02 |
| 每股经营现金流 | -0.52 | -0.41 | 0.37 | 0.02 | -0.02 |
| 每股净资产 | 5.01 | 4.91 | 5.09 | 5.06 | 5.09 |
| 每股销售收入 | 1.30 | 1.24 | 1.03 | 1.14 | 1.23 |

| 估值指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 107 | 107 | 27 | 121 | 106 |
| PB | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 16.2 | 17.2 | 17.6 | 19.0 |
| 股息率 | 0.2% | 0.0% | 1.3% | 0.3% | 0.4% |

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |