

裘皮主业压力仍存，转让店铺带动收入增长

——华斯股份 (002494.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

中性 (维持)

当前价：5.02 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：3.86

总市值(亿元)：19.36

一年最低/最高(元)：4.40/7.33

近3月换手率：42.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.39	-16.33	-34.51
绝对	-4.57	-9.72	-19.43

资料来源：Wind

相关研报

- 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
- 持续拓展电商产业布局，17 年裘皮主业调整有望结束
..... 2017-04-04

◆19H1 收入增 9%、净利增 2%，转让商铺促 Q2 单季收入恢复增长

2019 年上半年公司实现收入 2.36 亿元、同增 9.02%，归母净利润 1206.03 万元、同增 2.25%，扣非净利 918.68 万元、同增 1.07%，EPS 为 0.03 元。利润增速低于收入主要由于递延所得税及汇算清缴差所致的税金增加以及营业外收入减少。

分季度来看，2018Q1-19Q2 公司收入同增-13.75%、-9.90%、-39.38%、-10.8%、-5.82%、27.31%，归母净利润同增-71.39%、332.58%、-94.53%、扭亏为盈、2.65%、2.13%。收入方面，2018 年受国内外裘皮消费疲软影响，公司收入持续下滑，2019Q2 公司转让商铺收入增加导致的其他业务收入大幅上升，带动收入同比恢复增长。净利方面，2019Q1 公司财务费用率同降 4.82PCT、应收账款坏账准备冲回带动利润同比增长，19Q2 收入提升带动净利保持增长，增速低于收入主要由于财务费用率同增 5.45PCT。

◆国内外裘皮消费疲软、裘皮收入下滑，转让商铺促其他业务收入增速较高

分业务模式来看，2019H1 公司 OBM、ODM、OEM、其他业务分别实现收入 8091.45 万元、4234.70 万元、556.75 万元、10760.64 万元，同增-11.25%、-16.14%、-38.51%、62.65%。受中美贸易摩擦、国内下游服装需求疲软等影响，公司裘皮业务收入同比下滑，其中由于美元汇率波动加大、公司调整出口量导致 OEM 收入下降幅度较大；公司打造裘皮小镇、转让商铺收入增加带动其他业务收入大幅增长。

分区域来看，2019H1 公司出口销售、国内销售、其他业务分别实现收入 5086.77 万元、7796.13 万元、10760.64 万元，同增-9.62%、-17.45%、62.65%，全球裘皮消费仍较为低迷，公司裘皮出口、内销收入同比均呈现下滑。

◆裘皮业务毛利率下降、其他业务毛利率上升，费用率降

2019H1 公司毛利率同降 2.15PCT 至 28.66%，其中 OBM、ODM、OEM、其他业务毛利率分别为 25.18% (-8.25PCT)、21.57% (-0.46PCT)、14.49% (-0.73PCT)、34.80% (+12.04PCT)。下游需求疲软、市场竞争加剧导致裘皮业务毛利率下滑，公司减少商铺出租、销售优惠政策带动其他业务毛利率同比上升。18Q1-19Q2 毛利率分别为 33.05% (-5.28PCT)、25.57% (-1.82PCT)、24.70% (+0.12PCT)、28.21% (+3.72PCT)、31.04% (-2.01PCT)、26.86% (+1.29PCT)，19Q2 其他业务收入占比提升带动毛利率增长。

2019H1 期间费用率同降 1.89PCT 至 22.86%，其中销售费用率同降 0.83PCT 至 9.71%，主要由于会务、差旅等费用降低；管理费用率同降 0.37PCT 至 9.58%，主要由于职工薪酬、保险费降低；研发费用率同降 0.48PCT 至 2.72%，主要由于原料及燃料费用项目同比减少；财务费用率同降 0.23PCT 至 0.85%，主要由于利息支出下降、汇兑损益增加。

◆ 裘皮主业压力较大，裘皮小镇建设带动收入增长

我们认为：1) 公司是国内裘皮服装行业龙头，受国内服装消费较为低迷、中美贸易摩擦加剧等影响，裘皮主业收入增长压力较大。2) 公司建设华斯裘皮小镇，包括一站式冬装购物中心、电商孵化园区等项目，对各类商户出售、转让商铺，带动其他业务收入恢复增长。预计未来裘皮小镇运营逐渐成熟，带动整体收入保持增长。3) 19H1 公司裘皮主业毛利率同比下降，预计未来仍面临行业竞争压力，其他业务带动毛利率降幅收窄。2017 年优舍科技计提资产减值准备 8273.67 万元导致公司出现亏损，2018 年公司期间费用率处于高位、净利率较低。预计未来公司逐渐加强费用率管控、优舍科技减值计提较为充分，盈利能力有望恢复。4) 2019 年 7 月 18 日公司公告筹建华斯裘皮小镇财富中心项目，建筑面积 10.05 万平米，拟投资 3.60 亿元，为华斯小镇企业提供办公及配套服务，有望增加公司收入来源。

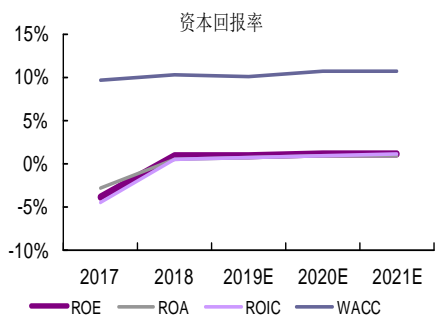
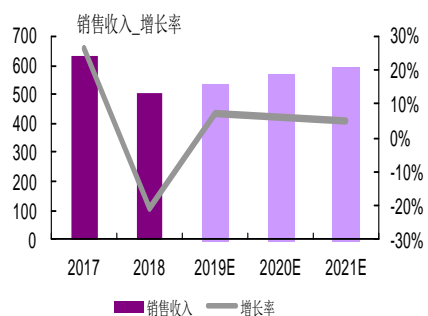
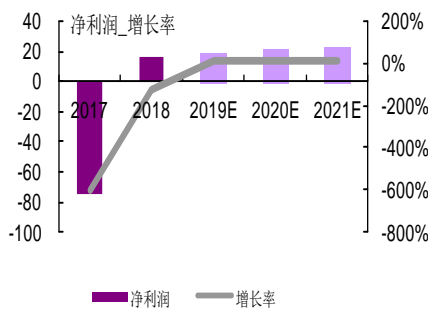
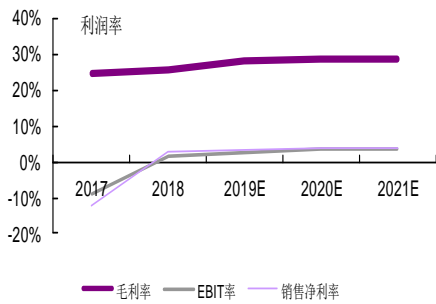
由于公司收入增长低于此前预期，我们下调 2019-20 年 EPS 预测为 0.05/0.05 元（原值为 0.07/0.11 元），预测 2021 年 EPS 为 0.06 元，目前股价对应 19 年 103 倍 PE，估值较高，维持“中性”评级。

◆ 风险提示：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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	634	501	537	569	596
营业收入增长率	26.36%	-20.91%	7.13%	5.87%	4.81%
净利润（百万元）	-75	17	19	21	23
净利润增长率	-600.80%	-	11.12%	12.36%	9.99%
EPS（元）	-0.20	0.04	0.05	0.05	0.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	-3.95%	0.87%	0.96%	1.07%	1.17%
P/E	-26	115	103	92	84
P/B	1.01	1.00	1.00	0.99	0.98

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 23 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	634	501	537	569	596
营业成本	478	372	386	407	424
折旧和摊销	64	67	46	62	70
营业税费	8	7	8	9	9
销售费用	50	51	54	57	60
管理费用	62	52	67	70	73
财务费用	22	-7	-5	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	2	2	2
营业利润	-67	13	21	24	26
利润总额	-69	15	22	25	27
少数股东损益	-3	-4	0	0	0
归属母公司净利润	-75	17	19	21	23

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,667	2,563	2,546	2,474	2,492
流动资产	1,437	1,290	979	1,025	1,111
货币资金	646	332	322	341	402
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	127	115	96	97	98
应收票据	0	2	0	0	0
其他应收款	3	129	10	10	11
存货	567	567	386	407	424
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	2	2	2	2
固定资产	436	425	698	869	837
无形资产	101	101	91	85	78
总负债	749	632	601	511	510
无息负债	413	444	346	404	413
有息负债	336	188	255	107	97
股东权益	1,918	1,931	1,945	1,963	1,982
股本	386	386	386	386	386
公积金	1,302	1,305	1,307	1,309	1,311
未分配利润	229	243	256	271	288
少数股东权益	5	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	225	-200	259	105	70
净利润	-75	17	19	21	23
折旧摊销	64	67	46	62	70
净营运资金增加	-70	56	-182	-11	33
其他	307	-340	377	33	-55
投资活动产生现金流	1	-38	-338	63	2
净资本支出	1	-17	-336	-228	0
长期投资变化	9	2	0	0	0
其他资产变化	-9	-23	-2	291	2
融资活动现金流	-113	25	69	-149	-12
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	16	-148	67	-148	-10
无息负债变化	207	32	-98	58	9
净现金流	109	-213	-10	19	61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.36%	-20.91%	7.13%	5.87%	4.81%
净利润增长率	-600.80%	-122.35%	11.12%	12.36%	9.99%
EBITDA 增长率	-91.26%	828.31%	-20.50%	35.46%	12.64%
EBIT 增长率	-294.45%	-115.11%	63.89%	39.99%	14.19%
估值指标					
PE	-26	115	103	92	84
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	180	21	28	22	19
EV/EBIT	-26	187	121	94	80
EV/NOPLAT	-23	217	143	110	94
EV/Sales	2	3	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	24.56%	25.78%	28.05%	28.50%	28.77%
EBITDA 率	1.29%	15.10%	11.21%	14.34%	15.41%
EBIT 率	-8.87%	1.69%	2.59%	3.43%	3.73%
税前净利润率	-10.92%	3.06%	4.11%	4.36%	4.57%
税后净利润率 (归属母公司)	-11.90%	3.36%	3.49%	3.70%	3.89%
ROA	-2.96%	0.51%	0.74%	0.85%	0.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-3.95%	0.87%	0.96%	1.07%	1.17%
经营性 ROIC	-4.46%	0.46%	0.70%	0.89%	1.04%
偿债能力					
流动比率	2.35	2.49	2.01	2.58	2.81
速动比率	1.42	1.40	1.22	1.56	1.73
归属母公司权益/有息债务	5.69	10.27	7.63	18.36	20.42
有形资产/有息债务	7.50	12.85	9.43	21.83	24.28
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.20	0.04	0.05	0.05	0.06
每股红利	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
每股经营现金流	0.58	-0.52	0.67	0.27	0.18
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.02	-0.23	-0.34	0.16
每股净资产	4.96	5.01	5.04	5.09	5.14
每股销售收入	1.64	1.30	1.39	1.47	1.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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、不与，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 2019 版权所有。

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