

华斯股份 (002494)

21 年业绩改善，需求疲软下主业仍承压 中性 (首次)

2022 年 04 月 17 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	415	439	484	543
同比	23%	6%	10%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	17	19	22	25
同比	105%	10%	12%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.05	0.06	0.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	102.46	93.02	82.81	71.80

投资要点

- **裘皮产业全链路布局龙头。**公司是集“原料、加工、设计、生产、销售”完整产业链于一体的裘皮制造龙头，同时还拥有肃宁国际毛皮交易中心、裘皮小镇（国际裘皮城、裘皮电商孵化园）等服务平台、进行房产的转让租赁，2021 年裘皮主业/其他收入占比 43.01%/56.99%。公司 2010 年上市后业绩增长稳健，2015 年起受裘皮行业需求疲软影响收入总体呈现下滑趋势，2020 年受疫情影响收入下滑 29.14%、公司丹麦养殖场因疫情暂停经营、大量种貂被扑杀，从而计提大额资产减值损失导致净利出现亏损，2021 年业绩在低基数下实现改善，收入同增 22.74%/较 2019 年-13.03%、归母净利润扭亏为盈、同增 105.03%/较 2019 年+3.14%，净利增幅较大主要受益于毛利率回升、资产及信用减值损失大幅下降 2.57 亿元。
- **需求疲软致裘皮主业持续承压。**公司裘皮主业以贴牌为主，2021 年 ODM/OBM/OEM 分别占比 55.78%/41.42%/2.80%，早期以出口为主，因部分海外客户支付能力下降、毛利率不及国内，逐步将业务重心向国内迁移，2021 年内销/出口占比 88.82%/11.18%。受需求疲软影响，公司 2010 年上市后裘皮主业收入增速放缓、至 2014 年开始出现下滑，2020 年叠加疫情影响收入下滑 27.69%、2021 年继续下滑 24.90%，近两年产能利用率处于低位，分别为 42.10%、29.98%。因 2020 年丹麦种貂被全面扑杀，当前行业原材料供给存在瓶颈，公司 2021 年半成品与原材料账面价值 3.91 亿元、生产原料充足，有望受益于小产能淘汰带来的行业集中度提升。
- **平台转让租赁业务具有区位优势，2021 年增长显著。**其他业务收入主要来自公司原材料交易中心、裘皮小镇中的商铺转让及租赁收入，邻近雄安新区、具备区位优势。自 2013 年开启上下游延伸布局后增长显著，但转让收入存在不确定性导致增速有所起伏，2021 年增速达 135.45%。公司持续推进华斯裘皮小镇新项目建设，已建立电商孵化园（基本转让）、华斯国际裘皮城（转让+租赁）等，目前小镇东区项目仍在建设中。
- **毛利率基本维持稳定，大额资产减值损失影响短期净利表现。**公司毛利率基本稳定在 25-30% 区间，2020 年部分因通过低价、负毛利销售去库存，毛利率下滑至负值，但已于 2021 年恢复至 27.87%。近年公司净利率基本位于 2-4% 区间，2017 年因投资电商平台优舍科技及未来时刻业务整合不利、计提大额减值准备，2020 年因海外种貂被全面扑杀计提大额资产减值损失，导致净利率在以上两个年度转负，未来随会计估计变更、盈利端压力有望得到缓解。
- **盈利预测与投资评级：**近年裘皮行业需求疲软、疫情导致原材料供给受限，未来随着裘皮产品时装化、行业需求有望改善。公司为裘皮行业龙头，近年主业业绩承压，20 年净利出现亏损、21 年在低基数基础上有所恢复。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别同比增长 10.15%/12.33%/15.33%，EPS 分别为 0.05/0.06/0.06 元/股，对应 PE 分别为 93/83/72X，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响消费、皮革行业需求疲软、原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.42
一年最低/最高价	3.38/6.01
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	1,303.99
总市值(百万元)	1,704.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.06
资产负债率(% ,LF)	19.27
总股本(百万股)	385.56
流通 A 股(百万股)	295.02

华斯股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	813	854	924	1,013	营业总收入	415	439	484	543
货币资金及交易性金融资产	195	354	472	519	营业成本(含金融类)	299	317	350	397
经营性应收款项	85	86	92	99	税金及附加	10	5	5	6
存货	508	391	335	369	销售费用	39	40	45	50
合同资产	0	0	0	0	管理费用	48	47	51	52
其他流动资产	25	24	25	26	研发费用	12	13	14	15
非流动资产	1,099	1,087	1,074	1,061	财务费用	4	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	4	4	5	5
固定资产及使用权资产	329	316	303	291	投资净收益	1	0	0	1
在建工程	94	94	94	94	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	53	53	53	53	减值损失	12	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	20	22	24	28
其他非流动资产	619	619	619	619	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	1,912	1,941	1,998	2,074	利润总额	18	22	24	28
流动负债	351	363	400	453	减:所得税	4	4	5	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	15	17	20	23
经营性应付款项	51	54	60	68	减:少数股东损益	-3	-2	-2	-2
合同负债	14	13	14	16	归属母公司净利润	17	19	22	25
其他流动负债	285	294	325	368	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.05	0.06	0.06
非流动负债	17	17	17	17	EBIT	7	17	19	22
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	74	30	32	35
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.87	27.82	27.67	26.91
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	4.20	4.37	4.46	4.58
其他非流动负债	17	17	17	17	收入增长率(%)	22.74	5.81	10.13	12.22
负债合计	368	380	417	471	归母净利润增长率(%)	105.03	10.15	12.33	15.33
归属母公司股东权益	1,565	1,584	1,606	1,631					
少数股东权益	-21	-23	-25	-27					
所有者权益合计	1,544	1,561	1,581	1,603					
负债和股东权益	1,912	1,941	1,998	2,074					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-17	158	118	46	每股净资产(元)	4.06	4.11	4.17	4.23
投资活动现金流	-33	20	-10	-9	最新发行在外股份(百万股)	386	386	386	386
筹资活动现金流	-94	0	0	0	ROIC(%)	0.34	0.90	0.98	1.12
现金净增加额	-145	178	109	37	ROE-摊薄(%)	1.11	1.21	1.34	1.52
折旧和摊销	67	13	13	13	资产负债率(%)	19.27	19.56	20.89	22.69
资本开支	-69	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	102.46	93.02	82.81	71.80
营运资本变动	-98	119	56	-32	P/B(现价)	1.14	1.13	1.11	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

