

## 房地产剥离带来业绩波动，期待服装业务整合显效

公司简报

### ◆17 中报归母净利预计大增 728%

公司发布中报业绩预增公告，预计 2017 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润达 4.9 亿元左右，较 16H1 法定披露归母净利润增 728% 左右，较 16H1 追溯调整归母净利润增 745% 左右。

中报业绩大增主要系公司处置房地产业务实现较大投资收益贡献（属于非经常性损益），预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长 26% 左右，主要为服装业务增长拉动。

### ◆集团业务整合加速，效果可期

公司主营业务为男装及房地产，16 年收入规模分别为 13.42 亿、15.90 亿；17 年 5 月上市公司将房地产资产出售予控股股东红豆集团，交易对价 8.20 亿元。本次剥离房地产业务表明集团层面以上市公司红豆股份为主体、集中发展服装业务的战略定位进一步明确，业务整合迈出重要一步。

集团层面服装业务体量较大，有望强化上市公司实力：目前上市公司端主要有男装、职业装等业务；控股股东红豆集团下设纺织服装、橡胶轮胎、生物制药、房地产四大板块，16 年服装板块收入 104.04 亿元、占比 62.80%。目前集团旗下、上市公司以外仍有内衣、羽绒服、童装、床品、外贸等服装类资产，未来随着集团对于四大业务板块定位梳理进一步推进、资源整合逐步显效，上市公司服装业务实力有望得到强化。

17 年 6 月公司受让集团旗下中国民生投资 1.5% 股权，中民投作为国内大型产融投资集团，具有较强的战略管控、融资、风险控制和价值创造能力。公司本次受让中民投 7.5 亿股，将间接通过中民投投资和收购具有增长潜力的行业和企业，有助于拓展公司的发展空间、贡献投资收益。中民投 2016 年净利润 36.76 亿元、若追溯计算将促公司 16 年净利润增 26%。

### ◆服装业务整合改善、毛利率偏低，定增助力升级加速

公司目前服装业务主要为男装及职业装，其中 HODO 品牌男装在服装收入中占比 81%。近年来公司渠道总数不断增加，2014~2016 年渠道总数复合增速为 35%。渠道结构上，2013 年提出推进加盟联营模式（即加盟商仅做财务投资、公司负责门店管理），2015 年将 161 家直营店转为加盟联营店、促使加盟联营店数量占比自 2014 年的 57% 大幅提升至 93%，之后加速开设加盟联营店，截止 2017Q1 公司拥有加盟联营店 832 家、直营店 80 家，加盟联营店数量占比 91%。

从业绩表现看，服装业务 2012 年收入增速放缓、2013 年下降 1.36%，2014~2016 年收入恢复增长且不断提速，分别同比增 6.24%、16.16%、18.03%。毛利率端，2012~2014 年毛利率处于下降趋势、自 2012 年的 32.20% 下降至 2014 年低点 25.54%，后持续回升至 2016 年的 30.28%、显示公司业务模式基本理顺，收入和毛利率呈现良性发展。但横向与其他业内定位类似的服装企业相比、毛利率偏低（海澜之家 2016 年毛利率 38.99%），未来仍存提升空间。

### 增持

当前价：6.96 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

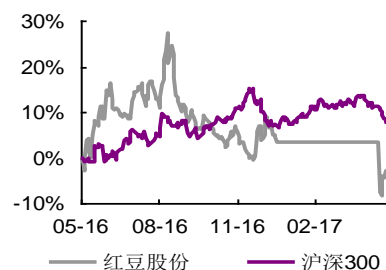
### 联系人

孙未末  
021-22169124  
[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：18.09  
总市值(亿元)：125.94  
一年最低/最高(元)：6.41/10.77  
近 3 月换手率：25.86%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.57	-14.47	-31.56
绝对	4.19	-9.39	-15.31

公司于16年9月以8.18元/股定增完成募集18.10亿元投向智慧红豆项目，预计3年内新增2190家智慧红豆门店以及建设相应配套项目；按定增募投规划来看，未来3年外延复合增速在50%以上、贡献收入稳定持续增长，同时定增项目有利于公司在服装设计、供应链、物流、营销多方面实现经营提效，从而带来业绩进一步提升。

#### ◆关注服装业务整合推进与效果体现

我们认为：1) 公司与集团业务整合进一步推进，本次房地产业务剥离已明确上市公司作为服装业务运营主体地位、未来可关注集团服装业务板块整合推进与效果体现；2) 男装业务持续发力，定增资金到位助力募投智慧红豆项目推进；17H1扣非净利增26%主要系服装业务拉动，我们认为未来服装业务在资源集中及模式深耕背景下增长可持续性较高。3) 17年6月公司发布不超8000万元员工持股计划草案，主要面向7位董监高及不超5位其他员工，锁定期1年。员工持股计划有利于促进管理层利益绑定、提高员工积极性；2016.12.6~2017.5.31控股股东及实际控制人累计增持2.96%，并计划于2017.6.1起6个月内继续增持累计1~3%股份，彰显公司发展信心，截止目前已累计增持1%股份。

房地产业务出售将明显提升2017年净利润，但相应的2017年收入将大幅较少；中民投1.5%股权17.6并表，预计将持续贡献投资收益。短期受房地产业务出售影响近两年业绩波动较大，建议关注后期服装业务整合提效带来的增长可持续性。我们预测2017~2019年EPS为0.30/0.12/0.13元，对应17年PE23倍、18年PE59倍，“增持”评级。

风险提示：业务整合不当、终端销售疲软。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,651	3,041	1,829	2,173	2,680
营业收入增长率	-6.73%	14.73%	-39.86%	18.80%	23.30%
净利润(百万元)	86	159	540	212	242
净利润增长率	31.38%	85.16%	239.01%	-60.72%	13.98%
EPS(元)	0.05	0.09	0.30	0.12	0.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.93%	3.89%	12.08%	4.81%	5.33%
P/E	146	79	23	59	52
P/B	6	3	3	3	3

表1：公司门店情况(单位：家)

	2014	2015	2016	2017Q1
直营店	216	57	84	80
加盟联营店	285	718	829	832
合计	501	775	913	912

资料来源：公司公告

图1：公司服装业务收入(百万元)及增速

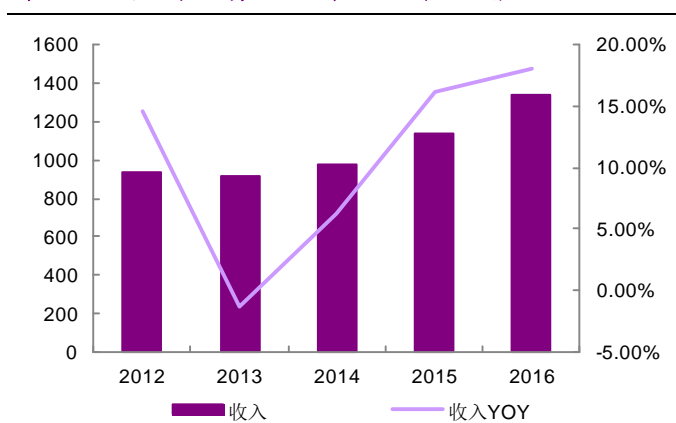
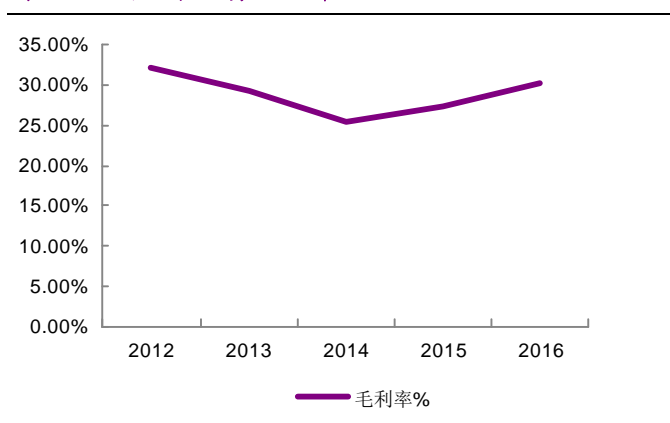


图2：公司服装业务毛利率



资料来源：wind

资料来源：wind

表 2：2016 年公司关联交易方情况

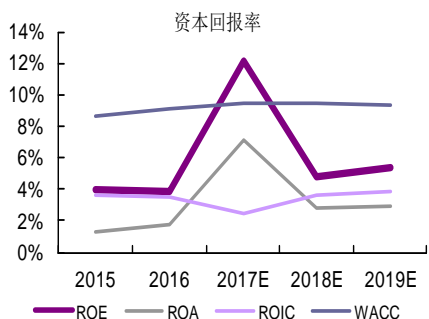
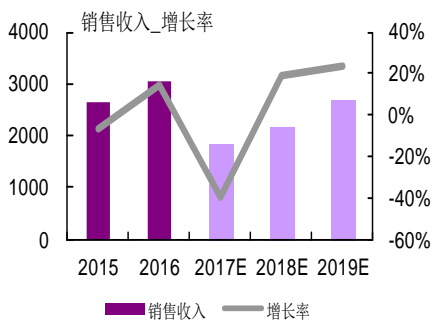
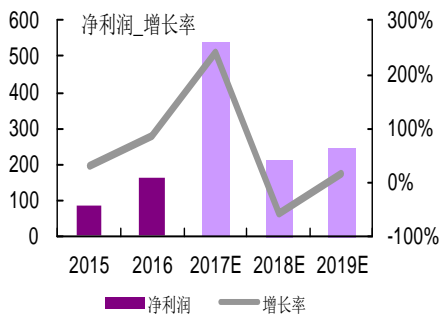
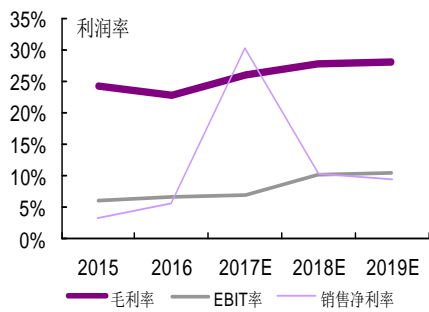
其他关联方名称	与公司关系	采购商品/接受劳务	出售商品/提供劳务
红豆集团有限公司	母公司	-	服装、水费
江苏红豆国际发展有限公司	母公司的控股子公司	加工费、服装	服装、加工费及染色
南国红豆控股有限公司	母公司的控股子公司	服装、原料、加工费、电、汽	服装、染色、加工费
江苏通用科技股份有限公司	母公司的控股子公司	-	服装、水费
红豆集团公司远东有限公司	母公司的控股子公司	服装、原料	服装、染色
无锡红豆居家服饰有限公司	母公司的控股子公司	服装、原料、加工费	服装、原料及染色
江苏红豆杉生物科技股份有限公司	母公司的控股子公司	-	服装、水费
红豆集团无锡长江实业有限公司	母公司的控股子公司	服装、加工费	服装、水费、加工费
无锡纺织材料交易中心有限公司	母公司的控股子公司	棉纱	棉纱
无锡红豆居家服饰销售有限公司	母公司的控股子公司	-	-
江苏红豆进出口有限责任公司	母公司的控股子公司	-	房屋
镇江红豆物业管理有限公司	母公司的控股子公司	-	-

资料来源：公司公告

表 3：控股股东红豆集团主要控股子公司情况（截止 2016 年末）

子公司名称	业务性质	直接持股比例 (%)
红豆集团无锡长江实业有限公司	服装制造	100
江苏红豆实业股份有限公司	服装制造	51.50
江苏红豆国际发展有限公司	控股	100
红豆纽约公司	贸易	100
江苏红豆杉生物科技股份有限公司	生物医药	82.47
江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司	投资、零售业	90
无锡红豆居家服饰有限公司	服装制造	100
江苏红豆杉生态旅游发展有限公司	服务业	100
无锡红贝服饰有限责任公司	服装制造	75
无锡市红豆织标有限公司	广告设计、织标制造	100
无锡锡商传媒有限公司	服务业	60
红豆集团财务有限公司	金融业	51
红豆集团无锡旅行社有限公司	服务业	100
无锡红豆杉庄会议中心有限公司	服务业	100
江苏阿福网络信息有限公司	服务业	100
江苏通用科技股份有限公司	轮胎制造	73.19
红豆投资有限公司	投资	100
红豆集团公司远东有限公司	服装制造	100

资料来源：公司公告



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,651</b>	<b>3,041</b>	<b>1,829</b>	<b>2,173</b>	<b>2,680</b>
营业成本	2,005	2,343	1,353	1,567	1,919
折旧和摊销	86	99	88	117	148
营业税费	125	115	101	109	134
销售费用	206	246	152	174	214
管理费用	142	128	91	98	121
财务费用	69	47	57	28	53
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	25	44	660	100	100
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>205</b>	<b>732</b>	<b>294</b>	<b>334</b>
<b>利润总额</b>	<b>121</b>	<b>232</b>	<b>741</b>	<b>303</b>	<b>343</b>
少数股东损益	3	17	15	15	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>86.10</b>	<b>159.42</b>	<b>540.44</b>	<b>212.29</b>	<b>241.97</b>

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>6,755</b>	<b>9,843</b>	<b>7,783</b>	<b>8,108</b>	<b>8,936</b>
流动资产	4,688	7,361	6,010	5,842	6,208
货币资金	790	1,485	2,271	1,673	1,340
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	176	138	165	196	241
应收票据	13	13	9	11	13
其他应收款	29	49	27	33	40
存货	3,502	4,542	2,422	2,808	3,442
可供出售投资	332	323	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	495	508	574	584	594
固定资产	434	421	818	1,208	1,585
无形资产	105	102	97	92	87
<b>总负债</b>	<b>4,212</b>	<b>5,373</b>	<b>2,921</b>	<b>3,297</b>	<b>3,982</b>
无息负债	2,441	3,652	1,959	2,335	2,820
有息负债	1,771	1,721	962	962	1,162
<b>股东权益</b>	<b>2,543</b>	<b>4,470</b>	<b>4,861</b>	<b>4,811</b>	<b>4,954</b>
股本	712	1,645	1,809	1,809	1,809
公积金	906	1,783	1,672	1,693	1,718
未分配利润	571	675	997	910	1,014
少数股东权益	355	372	387	402	417

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>837</b>	<b>-1,072</b>	<b>494</b>	<b>218</b>	<b>143</b>
净利润	86	159	540	212	242
折旧摊销	86	99	88	117	148
净营运资金增加	-816	962	-1,051	227	468
其他	1,482	-2,292	916	-339	-715
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-720</b>	<b>-1,121</b>	<b>1,273</b>	<b>-510</b>	<b>-510</b>
净资本支出	-103	-157	-600	-600	-600
长期投资变化	495	508	-66	-10	-10
其他资产变化	-1,112	-1,473	1,939	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>524</b>	<b>2,897</b>	<b>-980</b>	<b>-306</b>	<b>34</b>
股本变化	151	933	164	0	0
债务净变化	-181	-50	-759	0	200
无息负债变化	341	1,211	-1,693	376	485
<b>净现金流</b>	<b>641</b>	<b>703</b>	<b>787</b>	<b>-598</b>	<b>-334</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-6.73%	14.73%	-39.86%	18.80%	23.30%
净利润增长率	31.38%	85.16%	239.01%	-60.72%	13.98%
EBITDA/EBITDA 增长率	-3.38%	21.74%	-29.41%	56.85%	27.92%
EBIT/EBIT 增长率	-7.65%	25.14%	-38.15%	73.15%	28.99%
<b>估值指标</b>					
PE	146	79	23	59	52
PB	6	3	3	3	3
EV/EBITDA	26	40	57	39	32
EV/EBIT	39	59	97	59	49
EV/NOPLAT	53	77	129	79	65
EV/Sales	2	4	7	6	5
EV/IC	2	3	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	24.36%	22.96%	26.05%	27.87%	28.37%
EBITDA 率	9.50%	10.08%	11.83%	15.62%	16.20%
EBIT 率	6.25%	6.82%	7.01%	10.21%	10.69%
税前净利润率	4.56%	7.63%	40.49%	13.95%	12.79%
税后净利润率 (归属母公司)	3.25%	5.24%	29.54%	9.77%	9.03%
ROA	1.32%	1.79%	7.14%	2.80%	2.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.93%	3.89%	12.08%	4.81%	5.33%
经营性 ROIC	3.60%	3.55%	2.47%	3.62%	3.89%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.48	1.67	3.07	2.50	2.06
速动比率	0.38	0.64	1.83	1.30	0.92
归属母公司权益/有息债务	1.24	2.38	4.65	4.58	3.90
有形资产/有息债务	3.72	5.61	7.91	8.26	7.55
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.05	0.09	0.30	0.12	0.13
每股红利	0.02	0.09	0.15	0.06	0.07
每股经营现金流	0.46	-0.59	0.27	0.12	0.08
每股自由现金流(FCFF)	0.51	-0.48	0.35	-0.30	-0.39
每股净资产	1.21	2.26	2.47	2.44	2.51
每股销售收入	1.47	1.68	1.01	1.20	1.48

资料来源：光大证券、上市公司



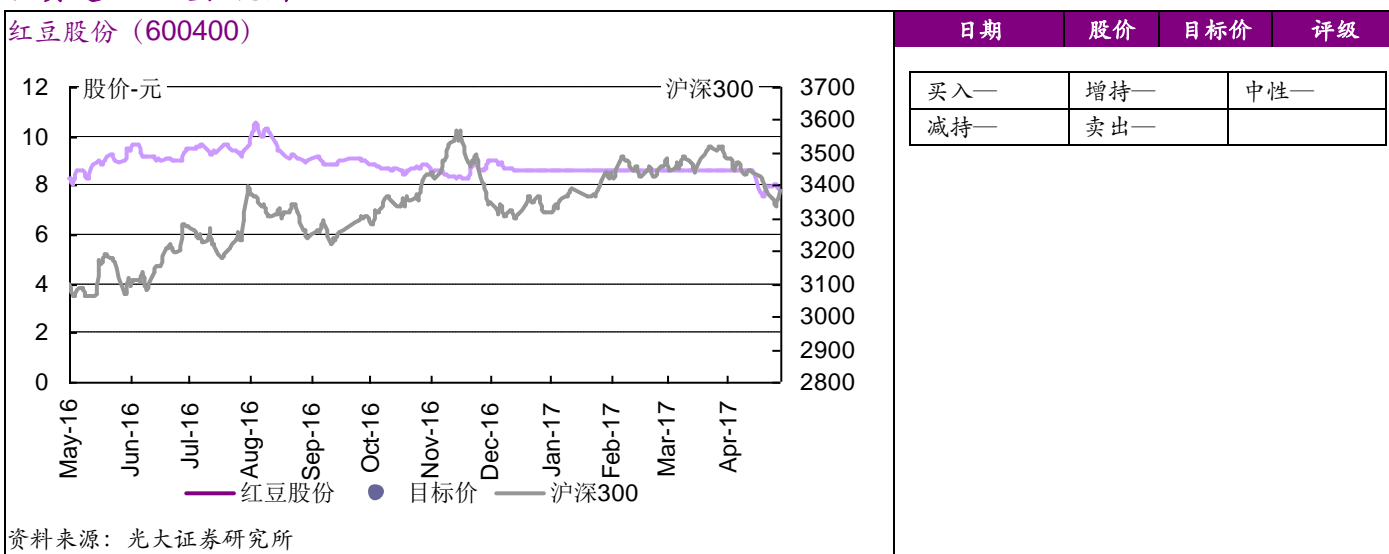
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 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。
- 市场基准指数为沪深 300 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。

## 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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com