

2019年04月23日

## 男装业务保持高增, 期待19年进一步的渠道提效

增持 (维持)

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2482.5	2818.2	3152.4	3495.9
同比 (%)	-8.53%	13.52%	11.86%	10.90%
归母净利润 (百万元)	207.1	240.1	269.1	296.7
同比 (%)	-65.88%	15.86%	12.03%	10.25%
每股收益 (元/股)	0.08	0.09	0.11	0.12
P/E (倍)	52.0	44.8	40.0	36.3

### 投资要点

- **事件:** 公司公布年报, 2018 年收入下降 8.89% 至 24.83 亿元, 归母净利润减少 66.06% 至 2.07 亿元; 剔除出售红豆置业股权所确认收益的影响, 公司服装主业收入同增 28.2% 至 23.4 亿, 归母净利润同比增长 15.12%。
- **Hodo 男装业务全年保持高速增长。** Hodo 男装全年营收保持 33.89% 增速, 由于整体消费环境波动, 公司男装主业在下半年增速有所放缓, 但是仍保持了 21.4% 的增长。
- **渠道方面, 线上保持较快增长, 线下加快加盟渠道扩张。** 线上渠道方面, 公司积极联通线上线下渠道, 与天猫、京东、唯品会、苏宁等第三方电商平台建立了深度合作, 同时自建了垂直电商平台红豆商城及红豆微商城, 线上营收同增 35.77%; 线下渠道方面, 公司 18 年门店同比增加 22% 上升至 1,338 个, 其中主要以加盟门店扩张为主, 红豆的加盟采用类直营模式, 加盟商提供资金但不参与管理, 在门店快速扩张的同时也保证了管理质量。
- **公司资产扎实, 重估价值明显。** 公司的账上 11.8 亿净现金+21.7 亿对外投资, 可供出售金融资产 15.45 亿 (按投资成本列示), 长期股权投资 6.25 亿。其中可供出售金融资产包括: 对力合科创集团有限公司 3 亿元投资, 对应股权比例为 9.46%, 力合科创注入通产丽星正在审批中; 对中国民生投资股份有限公司 8.93 亿元投资, 对应股权比例 1.5%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司目前的门店扩张速度与经营效率持续提升, 预计 19/20/21 年业绩为 2.4 亿/2.7 亿/3.0 亿, 目前市值对应市盈率分别为 45 倍/40 倍/36 倍, 考虑到公司的账上 11.8 亿净现金 (现金+其他流动资产-短期负债)+21.7 亿对外投资 (可供出售金融资产+长期股权投资) 以及 10%+ 业绩复合增长预期, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 终端零售环境遇冷, 店铺拓展不及预期, 同店增长不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.25
一年最低/最高价	3.23/5.16
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	10609.52

### 基础数据

每股净资产(元)	1.57
资产负债率(%)	26.17
总股本(百万股)	2533.26
流通 A 股(百万股)	2496.36

### 相关研究

- 1、《红豆股份 (600400): Hodo 男装仍在发展快车道, 持续的回购增持展现强烈发展信心》  
2018-11-04

## 事件:

公司公布年报, 2018 年收入下降 8.89% 至 24.83 亿元, 归母净利减少 66.06% 至 2.07 亿元; 剔除出售红豆置业股权所确认收益的影响, 公司服装主业收入同增 28.2% 至 23.4 亿, 归母净利同比增长 15.12%。

## 投资要点:

**Hodo 男装业务全年保持高速增长。**Hodo 男装全年营收保持 33.89% 增速, 由于整体消费环境波动, 公司男装主业在下半年增速有所放缓, 但是仍保持了 21.4% 的增长。

表 1: 全年保持高速增长, 下半年增速稍放缓

Hodo 男装	本期金额 (百万元)	上年同期金额 (百万元)	增速
上半年	1,005.11	666.05	50.91%
下半年	1,100.74	906.82	21.39%
全年	2,105.86	1,572.87	33.89%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**渠道方面, 线上保持较快增长, 线下加快加盟渠道扩张。**线上渠道方面, 公司积极联通线上线下渠道, 与天猫、京东、唯品会、苏宁等第三方电商平台建立了深度合作关系, 同时自建了垂直电商平台红豆商城及红豆微商城, 线上营收同增 35.77%; 线下渠道方面, 公司 18 年门店同比增加 22% 上升至 1,338 个, 其中主要以加盟门店扩张为主, 红豆的加盟采用类直营模式, 加盟商提供资金但不参与管理, 在门店快速扩张的同时也保证了管理质量。

表 2: 渠道拓展方面, 线上保持较快增长

	2018 年 (百万元)	2017 年 (百万元)	增速
线上	326.29	240.33	35.77%
线下	2,014.15	1,584.86	27.09%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 3: 渠道数量、单店销售增速

全年	18 年店铺数	17 年店铺数	18 年单店销售 (万元)	17 年单店销售 (万元)	单店销售增速	渠道数增速
直营店	66	57	189.01	195.22	-3.18%	15.79%
加盟店	1,272	1,036	105.89	103.84	1.97%	22.78%
合计	1,338	1,093	109.99	108.61	1%	22.42%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**男装主业毛利率略有下降, 费用率略有上升。**男装毛利率下降 2.47pct 至 30.1%, 主要由于线上毛利率下降 7.17pct 至 29.3% 所致。费用率上升 3.48pct 至 20.43%, 主要来源于销售费用、管理费用小幅上升。

此外, 公司投资收益 18 年达到 1.13 亿元, 其中有 0.72 亿元来自于对子公司、联营合营企业投资所获投资收益, 0.41 亿元来自理财产品收益, 2018 年年末理财资金余额 8 亿元。剔除地产业务后公司归母净利润同增 15.12%。

**盈利预测及投资建议：**考虑到公司目前的门店扩张速度与经营效率持续提升，预计 19/20/21 年业绩为 2.4 亿/2.7 亿/3.0 亿，目前市值对应市盈率分别为 45 倍/40 倍/36 倍，考虑到公司的账上 11.8 亿净现金（现金+其他流动资产-短期负债）+21.7 亿对外投资（可供出售金融资产+长期股权投资）以及 10%+业绩复合增长预期，给予“增持”评级。

**风险提示：**男装主业转型不及预期，展店及同店增长不及预期

红豆股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2556</b>	<b>2767</b>	<b>3136</b>	<b>3391</b>	<b>营业收入</b>	<b>2482.5</b>	<b>2818.2</b>	<b>3152.4</b>	<b>3495.9</b>
现金	979	1073	1235	1422	营业成本	1789.7	2037.1	2289.5	2548.5
应收款项	354	451	600	627	营业税金及附加	19.3	22.5	25.2	28.0
存货	273	291	327	364	销售费用	309.6	352.3	378.3	412.5
其他	949	952	974	978	管理费用	181.2	202.9	217.5	234.2
<b>非流动资产</b>	<b>2927</b>	<b>2980</b>	<b>2984</b>	<b>2984</b>	财务费用	7.3	9.3	7.7	5.8
可供出售金融性资产	1545	1545	1545	1545	投资净收益	113.0	113.0	113.0	113.0
长期股权投资	625	625	625	625	其他	30.0	3.0	3.0	3.0
固定资产	411	511	512	512	<b>营业利润</b>	<b>258.4</b>	<b>304.2</b>	<b>344.3</b>	<b>376.9</b>
其他	345	299	301	301	营业外净收支	(1.7)	8.8	2.6	3.2
<b>资产总计</b>	<b>5483</b>	<b>5747</b>	<b>6120</b>	<b>6375</b>	<b>利润总额</b>	<b>256.7</b>	<b>313.0</b>	<b>346.9</b>	<b>380.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>1435</b>	<b>1296</b>	<b>1463</b>	<b>1467</b>	所得税费用	48.7	72.0	76.9	82.5
短期借款	600	400	400	400	少数股东损益	0.9	0.9	0.9	0.9
应付账款	639	634	797	796	<b>归属母公司净利润</b>	<b>207.1</b>	<b>240.1</b>	<b>269.1</b>	<b>296.7</b>
其他	195	262	266	271	EBIT	202.0	226.0	267.1	300.6
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBITDA	230.0	247.4	288.9	322.9
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
<b>负债总计</b>	<b>1435</b>	<b>1296</b>	<b>1463</b>	<b>1467</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	67	60	60	60	每股收益(元)	0.08	0.09	0.11	0.12
归属母公司股东权益	3981	4451	4656	4908	每股净资产(元)	1.57	1.76	1.84	1.94
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5483</b>	<b>5747</b>	<b>6120</b>	<b>6375</b>	发行在外股份(百万股)	2533.3	2533.3	2533.3	2533.3
					ROIC(%)	3.5%	3.6%	4.1%	4.4%
					ROE(%)	4.8%	5.6%	5.9%	6.2%
					毛利率(%)	27.9%	27.7%	27.4%	27.1%
					EBIT Margin(%)	8.1%	8.0%	8.5%	8.6%
					销售净利率(%)	8.4%	8.6%	8.6%	8.5%
					资产负债率(%)	26.2%	22.5%	23.9%	23.0%
					收入增长率(%)	-8.5%	13.5%	11.9%	10.9%
					净利润增长率(%)	-65.9%	15.9%	12.0%	10.2%
					P/E	52.0	44.8	40.0	36.3
					P/B	2.7	2.4	2.3	2.2

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 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>

