

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月31日
市场数据

目前股价	3.3
总市值（亿元）	83.60
流通市值（亿元）	83.60
总股本（万股）	253,326
流通股本（万股）	253,326
12个月最高/最低	5.09/3.27

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

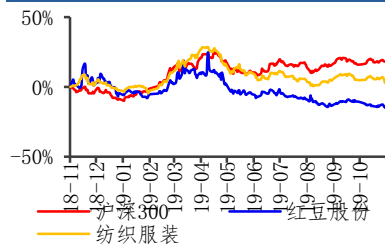
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<毛利率提升，精细化管理持续推进>>

2019-08-29

<<主业营收增速有所放缓，盈利能力提升>>

2019-05-05

<<Hodo 男装、职业装双轮驱动，线上、线下协同发展>> 2019-03-29

Q3 营收增速提升，期待新品羽绒上市

——红豆股份（600400）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	2535	2659	2841
(+/-%)	2.1%	4.9%	6.8%
净利润	186	197	213
(+/-%)	-10.3%	5.9%	8.2%
摊薄 EPS	0.07	0.08	0.08
PE	45	42	39

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2019 年三季度报告，2019 年前三季度实现营业收入 17.84 亿元，同比增长 5.42%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.44 亿元，同比下降 16.93%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 1.14 亿元，同比下降 16.79%。基本每股收益为 0.06 元。
- Q3 营收提速，费用增加影响业绩增长：**公司 2019 年前三季度实现营收 17.84 亿元，同比增长 5.42%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比下降 16.93%；实现扣非归母净利润 1.14 亿元，同比下降 16.79%。单三季度公司实现营收 5.4 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比下降 20.79%；实现扣非归母净利润 0.30 亿元，同比下降 14.83%。单三季度营收增速回升，主要系贴牌加工业务增长较快以及 Hodo 男装增速环比提升。
- 毛利率同比提升，费用支出仍较多，经营性现金流改善：**2019 年前三季度公司毛利率同比提升 3.52pct 至 31.57%，预计主要系“拉式供应链”下供应商主动对公司让利以及产品迭代升级。前三季度公司期间费用率同比提升 4.74pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比提升 2.77pct/1.27pct/0.03pct/0.67pct。销售费用增加主要系销售人员薪酬及广告宣传费用增加；管理费用增加主要系管理人员薪酬及折旧摊销费用增加；财务费用增加主要系短期借款增加使得利息支出增加。公司现金流状况有所改善，前三季度经营性现金流量净额为-0.38 亿元，较 19H1 增加 0.58pct。
- Hodo 男装增速平稳，Q3 贴牌加工增速较快：**分业务看，2019 年前三季度 Hodo 品牌男装/Hodo 职业装/贴牌加工/毛线纱线印染分别实现营收 12.92/0.98/3.09/0.86 亿元，主营业务占比分别为 72.4%/5.48%/17.32%/4.81%。其中，Hodo 品牌男装和贴牌加工业务收入分别同增 6.42%/47.82%，增速较 19H1 有所提升；职业装和印染业务分别同比下降 42.2%/2.37%。四季度 Hodo 男装与欧洲知名设计师 Fabio Del Bianco 的联名的“登峰系列”羽绒服将在主要城市上市，且配合一定营销投入，预计可带动收入实现更快增长。
- 线上增速较缓，线下拓店拉动增长。**2019 年前三季度 Hodo 品牌男装直营

/加盟/电商占比分别约为 5%/77%/19%，其中加盟占比较 19H1 有所提升。

(1) 直营: 2019 年前三季度公司直营店铺实现营收 0.63 亿元, 同减 5.45%，主要系部分店铺加盟转直营或调整使得店铺数量净减少, 直营店铺数量同比净减少 5 家至 56 家。**(2) 加盟:** 2019 年前三季度公司加盟店铺实现营收 9.89 亿元, 同增 8.93%，主要由拓店拉动, 加盟店铺数量同比净增加 117 家至 1323 家。**(3) 电商:** 2019 年前三季度公司电商渠道实现营收 2.4 亿元, 同增 0.2%，线上增速受平台调整以及去库存影响同比有所减慢, 但预计四季度有望在较低库存基数下增速提升, 从长期来看线上仍有向拼多多、云集等平台拓展的空间。

- **投资建议:** 公司是国内知名大众男装企业, 2014 年实施供应链及产品改革后, Hodo 品牌男装多渠道发力增速较快, Hodo 职业装也积极实施拓展。预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.07 元/0.08 元/0.08 元, 对应 PE 分别为 45X/42X/39X, 维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 行业景气度不及预期、行业竞争加剧、渠道经营成本上涨过快、产品质量风险、渠道拓展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2725	2483	2535	2659	2841	成长性					
营业成本	2034	1790	1758	1825	1916	营业收入增长	-10.4%	-8.9%	2.1%	4.9%	6.8%
销售费用	291	310	368	391	432	营业成本增长	-13.2%	-12.0%	-1.8%	3.8%	5.0%
管理费用	143	181	208	219	237	营业利润增长	286.8%	-67.3%	-10.9%	5.9%	8.2%
财务费用	21	7	19	19	18	利润总额增长	240.9%	-67.6%	-10.3%	5.9%	8.2%
投资净收益	622	113	105	105	105	净利润增长	282.6%	-66.1%	-10.3%	5.9%	8.2%
营业利润	791	258	230	244	264	盈利能力					
营业外收支	1	-2	0	0	0	毛利率	25.3%	27.9%	30.7%	31.4%	32.6%
利润总额	791	257	230	244	264	销售净利率	22.4%	8.4%	7.4%	7.4%	7.5%
所得税	180	49	44	46	50	ROE	13.3%	5.1%	4.4%	4.6%	4.8%
少数股东损益	2	1	1	1	1	ROIC	12.6%	4.7%	4.1%	4.2%	4.4%
净利润	610	207	186	197	213	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	10.7%	12.5%	14.5%	14.7%	15.2%
					(百万)	管理费用/营业收入	5.2%	7.3%	8.2%	8.3%	8.4%
流动资产	2030	2556	1803	2207	2362	财务费用/营业收入	0.8%	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%
货币资金	1461	979	772	887	1258	投资收益/营业利润	78.7%	43.7%	45.6%	43.1%	39.8%
应收账款	152	334	216	394	257	所得税/利润总额	22.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
应收票据	23	21	24	23	27	应收账款周转率	18.82	10.23	9.23	8.73	8.73
存货	234	273	225	292	250	存货周转率	0.85	7.06	7.06	7.06	7.06
非流动资产	2519	2927	2970	2833	2707	流动资产周转率	0.58	1.08	1.16	1.33	1.24
固定资产	406	411	399	393	389	总资产周转率	0.36	0.45	0.49	0.54	0.56
资产总计	5449	5483	4773	5039	5068	偿债能力					
流动负债	849	1435	1284	1453	1374	资产负债率	15.6%	26.2%	26.9%	28.8%	27.1%
短期借款	90	600	550	550	550	流动比率	2.39	1.78	1.40	1.52	1.72
应付款项	470	639	450	681	506	速动比率	2.12	1.59	1.23	1.32	1.54
非流动负债	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.24	0.08	0.07	0.08	0.08
负债合计	849	1435	1284	1453	1374	每股净资产	1.79	1.57	1.64	1.68	1.72
股东权益	4600	4049	4235	4332	4439	每股经营现金流	0.96	-0.33	0.14	0.02	0.13
股本	1809	2533	2533	2533	2533	每股经营现金/EPS	3.98	-4.03	1.92	0.25	1.53
留存收益	1249	1091	1176	1267	1365	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	65	67	68	69	70	PE	13.70	40.37	44.99	42.50	39.27
负债和权益总计	5449	5483	4773	5039	5068	PEG	0.13	1.15	23.61	-1.35	42.40
现金流量表					(百万)	PB	1.84	2.10	2.01	1.96	1.91
经营活动现金流	-1421	-36	356	48	326	EV/EBITDA	9.37	30.52	26.36	24.55	22.12
其中营运资本减少	2413	-931	200	-120	138	EV/SALES	2.59	3.24	3.04	2.85	2.54
投资活动现金流	-293	-179	-494	186	170	EV/IC	1.53	1.76	1.63	1.58	1.47
其中资本支出	97	130	-39	-23	-12	ROIC/WACC	2.41	0.89	0.79	0.81	0.84
融资活动现金流	1724	-272	-69	-120	-125	REP	0.63	1.97	2.08	1.94	1.76
净现金总变化	11	-486	-207	115	371						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>