

红豆股份 (600400) \ 纺织服装

——重大人事调整，有望推动服装主业加速升级

事件：

红豆股份发布公告董事长刘连红女士因红豆集团有限公司工作原因，申请辞去其担任的公司董事长、董事及董事会相关专门委员会的职务。副董事长龚新度先生因工作原因，申请辞去其担任的公司副董事长、董事及董事会相关专门委员会的职务。并公告叶薇女士和王昌辉先生为公司董事候选人。

投资要点：

► 重大人事调整表明了公司对服装主业加速升级的决心。

公司董事候选人叶薇女士和王昌辉先生都具备服装专业背景以及丰富的行业经验，叶薇女士现任无锡红豆居家服饰有限公司董事长，具备27年服装专业经验，王昌辉先生现任无锡红豆居家服饰有限公司营销三公司总监、红豆集团童装有限公司总经理。公司重大人事调整也反映出更希望由专业化的团队接棒，推动公司服装主业升级。

► 2019年前三季度线上线下毛利率齐升。

公司前三季度线上销售实现收入2.40亿元，同比增长0.2%，毛利率30.08%，较去年同期提升1.48个百分点，线下销售实现收入14.58亿元，同比增长7.3%，毛利率31.86%，较去年同期提升3.46个百分点。第三季度单季，公司实现营收5.40亿，同比增长16.95%，较前两季度增速均提升。公司积极推动产品品质升级，联合国内外著名面料商进行面料开发，与京东合作推出了“红豆轻鹅绒”系列产品等，设计上向休闲化、时尚化转型，与热点IP 跨界联合开发愤怒的小鸟、速度与激情、ODD 单身联盟等系列产品，与专业院校进行研究合作，形成了与国际相结合的研发体系，提升了产品的竞争力。

► 加盟店稳步扩张，盈利能力提升。

截至2019年9月末，公司实体门店共计1379家，其中加盟联营店1323家，直营店56家，2019年三季度单季加盟联营店净开店27家，直营店净开店-8家，

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,714.10	2,482.53	2,620.59	2,778.12	2,929.19
增长率 (%)	-10.76%	-8.53%	5.56%	6.01%	5.44%
EBITDA (百万元)	887.63	340.90	391.38	435.60	423.87
净利润 (百万元)	605.23	207.06	219.17	236.50	267.46
增长率 (%)	279.65%	-65.79%	5.85%	7.91%	13.09%
EPS (元/股)	0.24	0.08	0.09	0.09	0.11
市盈率 (P/E)	13.60	39.76	37.57	34.81	30.78
市净率 (P/B)	1.82	2.07	1.99	1.90	1.82
EV/EBITDA	3.87	18.97	14.09	12.20	12.29

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：3.25元
 目标价格：

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,533/2,533
流通A股市值 (百万元)	8,233
每股净资产 (元)	1.64
资产负债率 (%)	23.35
一年内最高/最低 (元)	5.09/3.21

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

- 《红豆股份 (600400) \ 纺织服装行业》
《营收微增，毛利率提升，期待公司渠道升级》
- 《红豆股份 (600400) \ 纺织服装行业》
《平价优质男装品牌，聚焦主业后进入发展快车》

加盟店稳步扩张，从收入贡献来看，加盟联营店实现收入9.89亿元，同比增长8.93%，毛利率较去年同期提升8.39个百分点，直营店实现收入6285万元，同比增长-5.45%，毛利率较去年同期提升1.89个百分点。

➤ **期间费用率提升和资产减值损失影响净利润**

公司2019年前三季度销售费用率较去年同期提升2.77个百分点，主要由于公司广告宣传费用增加及销售人员薪酬福利，管理费用率提升1.28个百分点，财务费用率提升0.67个百分点，同时，由于公司库存商品存货跌价准备金的增加，公司资产减值损失计提0.21亿，影响了净利率，净利率较去年同期下降2.4个百分点。

➤ **盈利预测与估值：**

我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.19亿、2.37亿、2.67亿，对应EPS分别为0.09元、0.09元和0.11元，对应PE分别为37.6x、34.8x和30.8x。考虑到公司剥离地产业务后更加聚焦服装主业，积极推动产品和渠道升级，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**

行业景气度不及预期的风险；公司产品未能满足市场需求的风险。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,383.69	911.87	1,046.0	1,249.2	1,359.5	营业收入	2,714.1	2,482.5	2,620.5	2,778.1	2,929.1
应收账款+票据	192.80	403.21	356.77	371.72	362.12	营业成本	2,028.0	1,789.7	1,850.7	1,959.8	2,064.8
预付账款	43.85	99.98	85.09	110.89	95.60	营业税金及附加	61.60	19.34	13.63	14.45	15.23
存货	233.85	273.07	255.71	266.91	249.31	营业费用	290.83	309.63	338.06	344.49	357.36
其他	999.26	800.67	0.00	0.00	0.00	管理费用	148.36	181.19	199.17	202.80	205.04
流动资产合计	2,853.45	2,488.8	2,243.6	2,498.7	2,566.5	财务费用	20.76	7.26	35.53	47.98	36.80
长期股权投资	560.59	625.24	715.24	805.24	895.24	资产减值损失	3.78	26.91	23.00	25.00	25.00
固定资产	405.68	411.21	525.69	532.27	532.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	29.70	99.24	0.00	0.00	0.00	投资净收益	38.78	45.70	100.00	100.00	100.00
无形资产	100.67	134.00	134.90	133.80	130.69	其他	0.00	-9.07	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,416.35	1,646.4	1,815.8	1,765.3	1,765.3	营业利润	199.54	185.11	260.49	283.59	324.88
非流动资产合计	2,512.99	2,916.1	3,191.6	3,236.6	3,323.4	营业外净收益	583.81	65.63	0.00	0.00	0.00
资产总计	5,366.43	5,404.9	5,435.3	5,735.3	5,890.0	利润总额	783.35	250.73	260.49	283.59	324.88
短期借款	90.00	600.00	500.00	500.00	500.00	所得税	176.50	46.43	40.12	45.90	56.22
应付账款+票据	469.81	639.14	594.68	711.86	664.73	净利润	606.86	204.31	220.37	237.70	268.66
其他	206.17	117.29	126.53	130.84	130.85	少数股东损益	1.63	0.93	1.20	1.20	1.20
流动负债合计	765.98	1,356.4	1,221.2	1,342.7	1,295.5	归属于母公司净利	605.23	207.06	219.17	236.50	267.46
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	765.98	1,356.4	1,221.2	1,342.7	1,295.5						
少数股东权益	65.11	67.28	68.48	69.68	70.88						
股本	2,533.26	2,533.2	2,533.2	2,533.2	2,533.2						
资本公积	1,477.18	357.57	357.57	357.57	357.57						
留存收益	1,248.69	1,090.4	1,254.8	1,432.1	1,632.7						
股东权益合计	4,600.45	4,048.5	4,214.1	4,392.6	4,594.4						
负债和股东权益总	5,366.43	5,404.9	5,435.3	5,735.3	5,890.0						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	-11.76	98.17	120.37	137.70	168.66
折旧摊销	90.62	87.37	131.36	140.03	98.19
财务费用	30.55	16.73	-0.47	11.98	0.80
存货减少	-1,750.8	-47.29	17.36	-11.20	17.60
营运资金变动	214.26	-212.77	826.79	80.74	-22.24
其它	11.59	26.28	23.00	25.00	25.00
经营活动现金流	-1,415.5	-31.49	1,118.4	384.24	288.01
资本支出	97.20	130.24	120.00	120.00	120.00
长期投资	2,594.29	1,948.9	0.00	0.00	0.00
其他	2,399.06	1,900.6	-709.88	10.00	10.00
投资活动现金流	-292.44	-178.57	-829.88	-110.00	-110.00
债权融资	-316.00	510.00	-100.00	0.00	0.00
股权融资	7.50	2.40	0.00	0.00	0.00
其他	2,032.50	-784.25	-54.32	-71.10	-67.67
筹资活动现金流	1,724.00	-271.85	-154.32	-71.10	-67.67
现金净增加额	15.95	-481.90	134.21	203.14	110.34

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-10.76%	-8.53%	5.56%	6.01%	5.44%
EBIT	190.85%	-68.19%	2.56%	13.67%	10.19%
EBITDA	137.79%	-61.59%	14.81%	11.30%	-2.69%
归属于母公司净利	85.16%	-65.79%	5.85%	7.91%	13.09%
获利能力					
毛利率	25.28%	27.91%	29.38%	29.46%	29.51%
净利率	22.36%	8.38%	8.41%	8.56%	9.17%
ROE	13.34%	5.20%	5.29%	5.47%	5.91%
ROIC	14.88%	10.13%	9.93%	17.26%	19.15%
偿债能力					
资产负债	14.27%	25.10%	22.47%	23.41%	22.00%
流动比率	3.73	1.83	1.84	1.86	1.98
速动比率	2.12	1.04	1.63	1.66	1.79
营运能力					
应收账款周转率	15.51	7.00	8.72	8.77	9.76
存货周转率	8.67	6.55	7.24	7.34	8.28
总资产周转率	0.51	0.46	0.48	0.48	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.08	0.09	0.09	0.11
每股经营现金流	-0.56	-0.01	0.44	0.15	0.11
每股净资产	1.79	1.57	1.64	1.71	1.79
估值比率					
市盈率	13.60	39.76	37.57	34.81	30.78
市净率	1.82	2.07	1.99	1.90	1.82
EV/EBITDA	3.87	18.97	14.09	12.20	12.29
EV/EBIT	4.31	25.51	21.22	17.99	15.99

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856