

## 男装业务产品力提升、渠道提效不断推进 增持（维持）

2019年09月03日

| 盈利预测与估值    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 2482.5  | 2564.8 | 2700.7 | 2827.5 |
| 同比（%）      | -8.53%  | 3.32%  | 5.30%  | 4.70%  |
| 归母净利润（百万元） | 207.1   | 199.2  | 219.2  | 236.4  |
| 同比（%）      | -65.88% | -3.78% | 9.97%  | 7.82%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.08    | 0.08   | 0.09   | 0.09   |
| P/E（倍）     | 41.5    | 43.1   | 39.2   | 36.3   |

### 投资要点

- **事件：**公司公布中报，19H1 收入同增 1.1% 至 12.4 亿元，归母净利同降 15% 至 9480 万元，扣非归母净利同降 17% 至 8426 万元。
- **分品类来看，男装主业正增长同时盈利能力提升。**Hodo 男装主业在 19H1 低迷消费环境下仍然维持了 2% 的收入增长，报表收入规模达到 10.26 亿元，毛利率同比提升 4.6pp 至 33.7%；贴牌加工服装业务（职业装定制）则稍有下滑，同比下降 4% 至 1.60 亿元，但毛利率同样有 2.4pp 的提升，达到 19.3%。
- **分渠道来看，线下渠道表现优于线上。**19H1 公司线上收入 2.03 亿元，同比持平微增，线下收入同比增长 1.4% 至 9.83 亿元，线上线下毛利率同比皆有明显提升，分别达到 32.2%/31.6%。
- **线下销售来看，男装业务渠道提效进行中。**Hodo 男装直营渠道收入同比增长 10.4% 至 5081 万元，与此同时直营门店数量较年初净减 2 家至 64 家，侧面体现单店效率的小幅提升，同时直营毛利率也同比提升 3.9pp 至 45.5%；Hodo 加盟联营渠道收入同比增长 7.4% 至 7.28 亿元，门店数量较年初增加 24 家门店至 1296 家，单店提货规模亦有提升，同时毛利率同比显著上行 8.3pp 至 29.1%。
- **半年度财务情况来看，考虑追溯调整，19H1 收入同增 1.1% 至 12.4 亿元，毛利率同比提升 4.3pp 至 31.4%，由此毛利润同比增长 17%，但由于销售及费用提升（品牌营销、产品革新以及组织管理调整投入），期间费用同比增加 32%，费用率同比提升 5.7pp 至 24.4%，由此利润同比有所下滑，归母净利同比降 15% 至 9480 万元。**
- **盈利预测与投资评级：**公司近年在已有“优质红豆、优质生活”理念基础上同时推行“红豆轻时尚”品牌风格，推出包括红豆轻西服、轻夹克、轻鹅绒、3D 高弹裤等兼具科技与时尚感的单款爆品，并与包括愤怒的小鸟、速度与激情等 IP 展开跨界联名合作，持续提升产品力；品牌宣传方面，契合品牌和受众调性，联动线上直播平台及线下校园，组织包括“抖音挑战赛”、“红豆轻松体征集”“红豆轻松 T，五四致青春”等活动，以年轻化创新营销释放品牌势能，从 19H1 报表情况来看，产品和营销创新效果已陆续体现。

我们预计公司 19H2 继续维持稳健收入增长，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 2.0 亿/2.2 亿/2.4 亿，目前市值对应市盈率分别为 43 倍/39 倍/36 倍，考虑到公司的账上 3.76 亿净现金（现金+其他流动资产-短期借款）+24.2 亿对外投资（可其他权益工具投资+长期股权投资）以及相对稳定的业绩表现预期，给予“增持”评级。

- **风险提示：**零售遇冷、门店拓展不及预期、产品推广效果不及预期

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

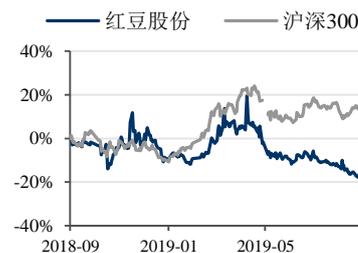
linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 3.40      |
| 一年最低/最高价      | 3.27/5.09 |
| 市净率(倍)        | 2.09      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8613.08   |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 1.63    |
| 资产负债率(%)    | 22.51   |
| 总股本(百万股)    | 2533.26 |
| 流通 A 股(百万股) | 2533.26 |

### 相关研究

- 1、《红豆股份 (600400)：男装业务保持高增，期待 19 年进一步的渠道提效》2019-04-23

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>2552</b> | <b>2764</b> | <b>3052</b> | <b>营业收入</b>      | <b>2482.5</b> | <b>2564.8</b> | <b>2700.7</b> | <b>2827.5</b> |
| 现金             | 979         | 995         | 1145        | 1423        | 营业成本             | 1789.7        | 1772.5        | 1871.1        | 1961.8        |
| 应收账款           | 354         | 378         | 393         | 415         | 营业税金及附加          | 19.3          | 25.6          | 27.0          | 28.3          |
| 存货             | 273         | 253         | 267         | 280         | 销售费用             | 309.6         | 384.7         | 394.3         | 407.2         |
| 其他流动资产         | 949         | 926         | 959         | 935         | 管理费用             | 181.2         | 230.8         | 229.6         | 234.7         |
| <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           | 10.1          | 8.6           | 5.8           |
| 长期股权投资         | 1545        | 1545        | 1545        | 1545        | 投资净收益            | 113.0         | 113.0         | 113.0         | 113.0         |
| 固定资产           | 625         | 625         | 625         | 625         | 其他               | 30.0          | 3.0           | 3.0           | 3.0           |
| 无形资产           | 411         | 511         | 512         | 512         | <b>营业利润</b>      | <b>258.4</b>  | <b>251.1</b>  | <b>280.2</b>  | <b>299.8</b>  |
| 其他非流动资产        | 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>5532</b> | <b>5747</b> | <b>6036</b> | <b>利润总额</b>      | <b>256.7</b>  | <b>259.9</b>  | <b>282.8</b>  | <b>303.1</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>1435</b> | <b>1127</b> | <b>1176</b> | <b>1267</b> | 所得税费用            | 48.7          | 59.8          | 62.7          | 65.8          |
| 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         | 469         | 516         | 605         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>207.1</b>  | <b>199.2</b>  | <b>219.2</b>  | <b>236.4</b>  |
| 其他流动负债         | 195         | 258         | 260         | 262         | EBIT             | 202.0         | 176.8         | 205.7         | 223.9         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | EBITDA           | 230.0         | 198.2         | 227.5         | 246.1         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>EBITDA</b>    |               |               |               |               |
| 其他非流动负债        | 0           | 0           | 0           | 0           |                  |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>1435</b> | <b>1127</b> | <b>1176</b> | <b>1267</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          | 0.08          | 0.09          | 0.09          |
| 归属母公司股东权益      | 3981        | 4405        | 4571        | 4770        | 每股净资产(元)         | 1.57          | 1.74          | 1.80          | 1.88          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5483</b> | <b>5532</b> | <b>5747</b> | <b>6036</b> | 发行在外股份(百万股)      | 2533.3        | 2533.3        | 2533.3        | 2533.3        |
|                |             |             |             |             | ROIC(%)          | 3.5%          | 2.8%          | 3.2%          | 3.4%          |
|                |             |             |             |             | ROE(%)           | 4.8%          | 4.7%          | 4.9%          | 5.1%          |
|                |             |             |             |             | 毛利率(%)           | 27.9%         | 30.9%         | 30.7%         | 30.6%         |
|                |             |             |             |             | EBIT Margin(%)   | 8.1%          | 6.9%          | 7.6%          | 7.9%          |
|                |             |             |             |             | 销售净利率(%)         | 8.4%          | 7.8%          | 8.1%          | 8.4%          |
|                |             |             |             |             | 资产负债率(%)         | 26.2%         | 20.4%         | 20.5%         | 21.0%         |
|                |             |             |             |             | 收入增长率(%)         | -8.5%         | 3.3%          | 5.3%          | 4.7%          |
|                |             |             |             |             | 净利润增长率(%)        | -65.9%        | -3.8%         | 10.0%         | 7.8%          |
|                |             |             |             |             | P/E              | 41.5          | 43.1          | 39.2          | 36.3          |
|                |             |             |             |             | P/B              | 2.2           | 1.9           | 1.9           | 1.8           |

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>

