

2021年04月29日

Q1 扣非净利恢复，期待新董事长上任后业绩加速

红豆股份(600400)

评级:	增持	股票代码:	600400
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	3.83/2.83
目标价格:		总市值(亿)	79.04
最新收盘价:	3.12	自由流通市值(亿)	79.04
		自由流通股数(百万)	2,533.26

事件概述

公司2020年实现收入/净利/扣非净利分别为23.84/1.74/1.28亿元，同比增长-6.14%/1.34%/-3.85%，超出预期；净利高于扣非净利主要由于公司收到政府补助941.79万元、短期金融资产公允价值变动和投资收益262.91万元以及委托他人投资或管理资产取得的收益1097.12万元。现金流改善明显，经营性现金流/净利为139%，经营性现金流从2019年Q4起已有4个季度为正。每股派发现金红利0.05元（税前），2020年回购股份金额共3.08亿元，二者合计占归母净利的294%。2020Q4收入/净利/扣非净利同比增长-9.4%/-25.83%/-39.94%。

2021Q1收入/净利/扣非净利5.80/0.52/0.47亿元，同比下降12.65%/23.15%/15.60%、较2019Q1增长-23.74%/1.7%/11.58%，扣非净利较19Q1恢复增长。

分析判断:

直营加速开店、21Q1收入翻倍增长，加盟渠道调整中，电商维持高增。分拆：(1)分行业看，2020年服装/印染/坯布/一二类医疗器械/日常防护口罩/其他收入占比75.04%/3.81%/2.58%/5.40%/8.26%/2.96%，其中服装/印染/坯布收入增速分别为-20.33%/-23.33%/49.27%。(2)服装中，Hodo男装收入占比85.67%，Hodo男装/贴牌加工服装同比下降20.64%/17.69%。2021Q1，Hodo男装/贴牌加工服装收入同比上升-1.69%/77.36%。(2)分外延和同店来看，Hodo男装全年净关店200家，其中直营/加盟分别净增加8/-208家至60/1116家（其中15家加盟转为直营）；2020年，公司直营/加盟收入同比下降23.89%/32.77%、推算直营店效/加盟单店出货同比下降34%/29%；21Q1直营加速开店、加盟持续调整，直营/加盟店分别新增84/-146家至144/970家。(3)分渠道看，2020年线上/线下收入增速分别为27.55%/-26.51%，其中线下加盟/直营收入增速为-32.77%/-23.89%。2021Q1线上/线下收入增速分别为47.60%/0.51%，其中线下加盟/直营收入增速为-18.56%/183.19%。

毛利率下降主要受服装业务毛利率下降影响，贴牌加工业务毛利率大幅上升。2020年毛利率为28.16%，同比下降2.37PCT，其中Hodo男装毛利率下降7.84PCT至25.70%，贴牌加工服装毛利率上升14.54PCT至30.58%，我们分析主要由于高毛利的职业装订单占比提升、高于低毛利的外贸贴牌。2021Q1毛利率下降6.79PCT至30.22%，其中Hodo男装毛利率上升2.78PCT至33.97%，贴牌加工服装毛利率降低1.52PCT至13.28%；

费用率持续改善，扣非净利率提升。2020年期间费用率同比下降4.62PCT至20.39%，主要由于销售/管理费用率下降3.34/0.85PCT至11.79%/8.26%；净利率为7.32%，同比上升0.54PCT；扣非净利率为6.48%，同比上升1.14PCT。21Q1净利率为8.92%，同比下降1.22PCT，主要受毛利率下降影响。21Q1费用率降低4.44PCT至20.13%，其中销售/财务费用率同比下降3.34/0.79PCT至12.11%/-0.2%；扣非净利率为8.30%，同比下降1.02PCT。同2019Q1相比，2021Q1毛利率略上升0.22PCT；净利率上升2.23PCT，主要由于期间费用率下降1.68PCT至20.12%；扣非净利率提高2.76PCT。

存货改善，计提充分。2020年末存货为1.25亿元，同比下降40.19%，这主要得益于公司柔性供应链加强；存货周转天数为35天，同比减少14天，存货/收入为5.24%，存货减值准备/存货为24.73%，同比提高

10.73PCT，计提较为充分。从库龄看，半年以内/6-12月/12-24月/24-36月/36月以上占比分别为52.21%/0.67%/13.52%/21.95%/11.65%，同比提高5.95/ -10.79/ -16.10/14.20/6.73PCT。净营业周期4天，同比略增加7天，其中存货周转天数减少14天，应收账款周转天数增加6天，应付账款周转天数增加15天。21Q1存货为0.94亿元，较年初下降24.8%，同比下降44.38%；存货周转天数为24天，同比下降17天，存货/收入为16.21%，同比下降9.24PCT。

投资建议：

公司近两年管理层在发生积极变化，继2020年聘任家居、内衣、童装管理经验丰富的王总为总经理后，4月28日再次公告由公司董事戴敏君女士出任董事长一职，戴总任职红豆国际董事长期间，对红豆服装外贸业务、商贸板块的快速发展有较大贡献。2020年公司推进O2O进化转型，2020年累计直播约3729小时，平台观看量突破180万人次。

我们认为，公司未来看点在于：（1）线上方面，公司拓展直播业务，打造红豆3D高弹裤、小白T、轻弹针织衬衫等爆款产品，且公司新任总经理任职后有望进一步加大爆款挖掘、加强品类拓展；（2）线下方面，超级导购系统上线、并新聘了意大利设计师，自20秋冬产品开始改善设计。将21/22年收入上调8%/8%、EPS下调2%/1%至0.08/0.08元，新增23年EPS为0.08元，维持“增持”评级。2021年1月25日公司拟回购1.5亿元（含）-3亿元（含），截至3月末，累计回购1.74亿元，回购均价为3.14元/股。

风险提示

疫情的不确定性影响；同店恢复低于预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,540	2,384	2,800	2,887	2,970
YoY (%)	2.3%	-6.1%	17.4%	3.1%	2.9%
归母净利润(百万元)	170	145	191	199	205
YoY (%)	-18.1%	-14.4%	31.9%	3.8%	3.2%
毛利率 (%)	30.5%	28.2%	29.3%	29.4%	29.5%
每股收益 (元)	0.07	0.06	0.08	0.08	0.08
ROE	4.3%	4.0%	5.1%	5.0%	4.9%
市盈率	46.63	54.50	41.33	39.80	38.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-59775330

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,384	2,800	2,887	2,970	净利润	174	213	221	228
YoY (%)	-6.1%	17.4%	3.1%	2.9%	折旧和摊销	116	16	16	16
营业成本	1,713	1,981	2,039	2,095	营运资金变动	-20	-20	-20	-23
营业税金及附加	21	20	21	23	经营活动现金流	243	172	182	186
销售费用	281	341	352	362	资本开支	-73	-79	-80	-80
管理费用	189	224	231	238	投资	416	0	0	0
财务费用	8	0	0	0	投资活动现金流	390	-17	-22	-21
资产减值损失	-20	-25	-22	-25	股权募资	3	0	0	0
投资收益	64	62	58	59	债务募资	295	-141	0	0
营业利润	213	266	276	285	筹资活动现金流	-717	-141	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-84	14	160	165
利润总额	214	266	276	285					
所得税	39	53	55	57	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	174	213	221	228	成长能力				
归属于母公司净利润	145	191	199	205	营业收入增长率	-6.1%	17.4%	3.1%	2.9%
YoY (%)	-14.4%	31.9%	3.8%	3.2%	净利润增长率	-14.4%	31.9%	3.8%	3.2%
每股收益	0.06	0.08	0.08	0.08	盈利能力				
					毛利率	28.2%	29.3%	29.4%	29.5%
					净利率	7.3%	7.6%	7.6%	7.7%
					总资产收益率 ROA	3.1%	4.0%	3.9%	3.8%
					净资产收益率 ROE	4.0%	5.1%	5.0%	4.9%
					偿债能力				
					流动比率	2.17	2.43	2.59	2.75
					速动比率	1.98	2.20	2.36	2.52
					现金比率	1.31	1.39	1.56	1.72
					资产负债率	19.5%	18.0%	17.6%	17.2%
					经营效率				
					总资产周转率	0.51	0.58	0.57	0.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.06	0.08	0.08	0.08
					每股净资产	1.42	1.49	1.57	1.65
					每股经营现金流	0.10	0.07	0.07	0.07
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	54.50	41.33	39.80	38.57
					PB	2.23	2.09	1.98	1.89

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,039	1,053	1,213	1,378
预付款项	23	27	27	28
存货	125	144	148	152
其他流动资产	538	610	625	640
流动资产合计	1,724	1,834	2,014	2,198
长期股权投资	856	856	856	856
固定资产	439	502	566	630
无形资产	145	145	145	145
非流动资产合计	2,941	3,004	3,067	3,132
资产合计	4,665	4,837	5,081	5,329
短期借款	141	0	0	0
应付账款及票据	448	518	533	548
其他流动负债	207	237	245	251
流动负债合计	795	755	778	799
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	116	116	116	116
非流动负债合计	116	116	116	116
负债合计	911	871	894	915
股本	2,533	2,533	2,533	2,533
少数股东权益	161	182	204	227
股东权益合计	3,754	3,966	4,187	4,415
负债和股东权益合计	4,665	4,837	5,081	5,329

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。