

服装收入增速承压，毛利率提升促净利恢复增长

——红豆股份(600400.SH) 2019年一季报点评

公司简报

增持(维持)

当前价: 3.82元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

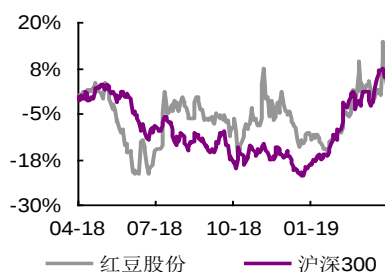
总股本(亿股): 25.33

总市值(亿元): 96.77

一年最低/最高(元): 3.23/5.16

近3月换手率: 39.64%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.35	-12.18	-7.19
绝对	-22.04	2.69	-11.37

资料来源: Wind

相关研报

服装收入保持增长，男装龙头聚焦主业再出发——红豆股份(600400.SH) 2018年年报点评

..... 2019-04-01
地产剥离影响业绩，服装增速较高但放缓，集团资源丰富护航发展——红豆股份(600400.SH) 2018年三季报点评

..... 2018-11-01
地产业务剥离扰动业绩，聚焦主业男装快速成长——红豆股份(600400.SH) 2017年年报及2018年一季报点评

..... 2018-05-21

◆19Q1收入同增9%、净利同增7%，净利恢复增长

2019年一季度公司实现收入7.61亿元、同增9.14%，归母净利5097.66万元、同增6.60%，扣非净利4224.41万元、同降8.79%，EPS为0.02元。扣非净利增速低于收入主要由于销售、管理费用率增以及资产减值损失增加，低于净利主要由于委托理财收益、计入当期损益的政府补助增加。

分季度来看，18Q1-19Q1公司收入同增20.88%、-48.43%、17.05%、8.32%、9.14%，归母净利同增51.30%、-87.04%、-10.38%、-18.74%、6.60%。18Q2后房地产业务剥离影响消除，18Q4-19Q1受服装消费较为疲软影响，收入增速放缓，19Q1毛利率同比提升、投资收益增加，净利润恢复增长。

◆线下渠道拓展带动收入增长，店效同比下滑

分业务来看：2019Q1年公司Hodo男装、贴牌加工服装、其他业务实现收入6.55亿元、7644.19万元、2908.48万元，同增6.55%、26.53%、65.68%。公司自有品牌红豆男装门店数量持续扩张，带动Hodo男装收入保持增长，贴牌加工业务、其他业务(包括纱线印染等)增长较快。

分渠道来看：2019Q1公司线上(自有品牌)、线下(包括自有品牌直营、加盟以及职业装团购业务、贴牌加工服装销售等)收入分别为1.23亿元、6.09亿元，同增1.01%、9.95%。线上方面，受电商行业增速放缓等影响，收入增速相对较低。线下分渠道来看，2019Q1公司Hodo男装直营、加盟联营收入分别为4609.93万元、4.63亿元，同增2.19%、10.39%，渠道拓展带动收入增长，店效受服装消费环境疲软、18Q1基数较高等影响下滑；截至2019年3月末公司共有直营店62家、同比增12.73%，直营店效同降9.34%至74.35万元；加盟联营店1278家、同比增21.14%、加盟店效同降8.88%至36.24万元。

◆毛利率显著提升，费用率增，存货较年初下降

毛利率：2019Q1毛利率同增5.50PCT至30.00%，主要由于公司加大与供应商战略合作，提升供应链管理能力和对供应商议价能力。分业务来看，2019Q1公司Hodo男装、贴牌加工服装毛利率分别为31.80%(+5.54PCT)、15.96%(+6.26PCT)，其中Hodo男装的直营、加盟毛利率为48.34%(+8.53PCT)、27.91%(+7.89PCT)，增幅较大主要由于公司对上游议价能力提升。

费用率：2019Q1期间费用率同增4.79PCT至21.80%，其中销售费用率同增1.40PCT至12.08%，主要由于门店数量扩张、销售人员薪酬增加以及智慧化项目摊销费用增加；管理费用率(考虑研发费用)同增2.91PCT至8.96%，主要由于研发支出增加；财务费用率同增0.47PCT至0.75%，主要由于短期流动资金借款利息增加。

其他财务指标:

1) 2019 年 3 月末公司存货为 2.37 亿元, 较年初降 13.19%, 主要由于公司冬装产品消化、库存价值降低。19Q1 公司存货周转率、存货收入比为 2.09、31.14%, 18 年同期分别为 2.35、33.91%, 存货周转速度略有放缓。

2) 2019 年 3 月末公司应收账款为 3.43 亿元, 较年初增 2.69%, 主要由于加盟联营渠道扩张、对加盟商支持力度增加, 19Q1 应收账款周转率为 2.25, 较 17 年同期的 4.74 有所下滑。

3) 2019Q1 投资收益同增 94.10%至 2029.22 万元, 主要由于闲置募集资金购买理财产品的收益增加。

4) 2019Q1 资产减值损失同增 27206.74%至 1409.64 万元, 主要由于库存商品的存货跌价准备增加。

5) 2019Q1 经营性现金流量净额为-9698.94 万元, 18 年同期为-8608.48 万元, 主要由于支付电子银行承兑保证金增加。

◆19Q1 服装收入增速较低, 与感知集团合作推进物联网应用

我们认为: 1) 服装收入方面, 2019Q1 受整体消费疲软等影响, 公司服装收入增速放缓, 19 年 3 月底较年初净开店仅 2 家、低于预期, 线上收入增速收窄。未来公司将继续拓展线下门店、向低线城市下沉, 并强化商品管理及数字化供应链能力, 提升单店收入, 带动服装收入增长。2) 2019 年公司加强终端价格管控, 提升对供应商议价能力, 推动毛利率回升, 门店数量快速扩张导致销售费用率持续提升。3) 2019 年 4 月 3 日公司公告与感知集团签署战略合作框架协议, 共同在智慧门店、智慧仓储、智能制造样板工厂等方面合作, 推进物联网等技术在服装零售企业生产、仓储、销售等方面的应用, 感知集团是国内最早进行物联网研究和产业化的机构, 2018 年实现收入 53.9 亿元, 净利润 2.36 亿元。

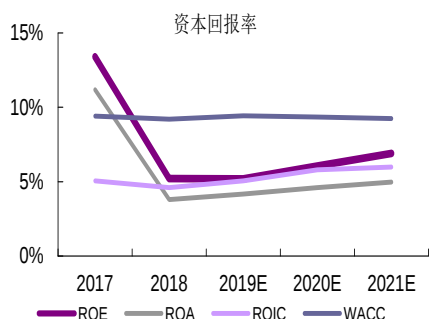
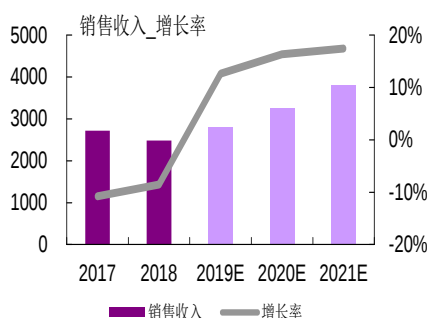
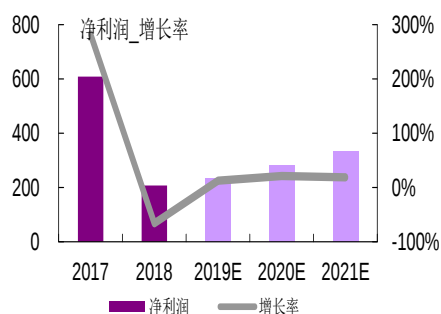
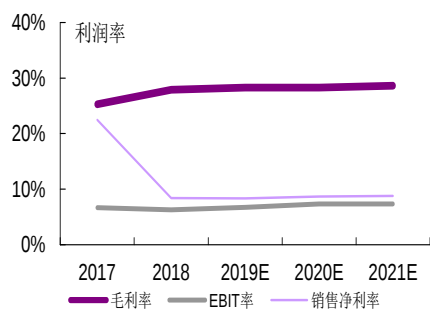
由于 2019Q1 公司收入增速相对较低, 我们略下调 2019-21 年 EPS 预测为 0.09/0.11/0.13 元 (前值为 0.10/0.12/0.14 元), 目前股价对应 19 年 42 倍 PE, 短期估值较高, 我们看好公司聚焦主业后、服装业绩保持增长, 且集团服装资源丰富、未来家居、内衣等服装相关业务有望注入上市公司, 维持“增持”评级。

◆风险提示: 开店速度不及预期、终端销售持续疲软、费用大幅增加等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,714	2,483	2,796	3,253	3,819
营业收入增长率	-10.76%	-8.53%	12.63%	16.34%	17.41%
净利润 (百万元)	608	207	233	281	334
净利润增长率	281.41%	-65.95%	12.30%	20.93%	18.81%
EPS (元)	0.24	0.08	0.09	0.11	0.13
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.41%	5.20%	5.19%	6.05%	6.90%
P/E	16	47	42	34	29
P/B	2.1	2.4	2.2	2.1	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 10 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,714	2,483	2,796	3,253	3,819
营业成本	2,028	1,790	2,006	2,332	2,726
折旧和摊销	91	87	9	12	15
营业税费	62	19	22	26	31
销售费用	291	310	350	413	497
管理费用	148	181	210	228	267
财务费用	21	7	10	9	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	622	113	110	120	140
营业利润	788	258	288	349	416
利润总额	788	257	292	353	420
少数股东损益	2	1	1	2	2
归属母公司净利润	608	207	233	281	334

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,449	5,483	5,607	6,144	6,740
流动资产	2,930	2,556	3,177	3,665	4,212
货币资金	1,461	979	1,398	1,626	1,910
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	152	334	353	402	462
应收票据	23	21	22	26	31
其他应收款	18	49	56	65	76
存货	234	273	291	335	389
可供出售投资	1,247	1,545	1,000	1,000	1,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	561	625	636	648	662
固定资产	406	411	474	529	577
无形资产	101	134	127	121	115
总负债	849	1,435	1,056	1,428	1,829
无息负债	759	835	1,003	1,200	1,338
有息负债	90	600	54	228	491
股东权益	4,600	4,049	4,550	4,716	4,911
股本	1,809	2,533	2,533	2,533	2,533
公积金	1,676	970	994	1,022	1,055
未分配利润	1,050	873	955	1,092	1,251
少数股东权益	65	67	68	70	71

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,423	-36	119	122	91
净利润	608	207	233	281	334
折旧摊销	91	87	9	12	15
净营运资金增加	-1,677	-85	191	291	408
其他	-445	-246	-313	-463	-667
投资活动产生现金流	-292	-179	588	58	76
净资本支出	-97	-127	-50	-50	-50
长期投资变化	561	625	-11	-12	-14
其他资产变化	-756	-677	649	120	140
融资活动现金流	1,724	-272	-288	49	117
股本变化	164	724	0	0	0
债务净变化	-1,631	510	-546	175	263
无息负债变化	-2,893	76	168	197	138
净现金流	9	-486	419	228	283

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-10.76%	-8.53%	12.63%	16.34%	17.41%
净利润增长率	281.41%	-65.95%	12.30%	20.93%	18.81%
EBITDA 增长率	-11.22%	-10.67%	-19.25%	27.79%	17.73%
EBIT 增长率	-12.43%	-14.20%	20.51%	27.24%	17.28%
估值指标					
PE	16	47	42	34	29
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	19	35	42	33	29
EV/EBIT	29	55	44	35	31
EV/NOPLAT	37	67	55	44	39
EV/Sales	2	3	3	3	2
EV/IC	2	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.28%	27.91%	28.26%	28.31%	28.62%
EBITDA 率	10.03%	9.79%	7.02%	7.71%	7.73%
EBIT 率	6.69%	6.27%	6.71%	7.34%	7.33%
税前净利润率	29.05%	10.34%	10.44%	10.87%	10.99%
税后净利润率 (归属母公司)	22.40%	8.34%	8.32%	8.64%	8.75%
ROA	11.19%	3.79%	4.17%	4.60%	4.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.41%	5.20%	5.19%	6.05%	6.90%
经营性 ROIC	5.05%	4.61%	5.06%	5.80%	5.99%
偿债能力					
流动比率	3.45	1.78	3.01	2.57	2.30
速动比率	3.18	1.59	2.73	2.33	2.09
归属母公司权益/有息债务	50.39	6.64	83.74	20.34	9.86
有形资产/有息债务	58.42	8.73	100.49	25.93	13.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.24	0.08	0.09	0.11	0.13
每股红利	0.14	0.05	0.05	0.06	0.07
每股经营现金流	-0.56	-0.01	0.05	0.05	0.04
每股自由现金流(FCFF)	0.72	0.08	-0.02	-0.05	-0.08
每股净资产	1.79	1.57	1.77	1.83	1.91
每股销售收入	1.07	0.98	1.10	1.28	1.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼