

## 男装业务调整顺利推进，大股东与高管持续大手笔增持，股份公司前景值得期待

核心观点：

### 1. 事件

公司上半年收入达 10.91 亿元，同比增长 19.45%；毛利率 26.59%，同比下降 1.32pp；销售费用率与管理费用率合计 15.21%，同比下降 0.28pp；归属母公司净利润 0.29 亿元，同比增长 26.59%。

按单季度拆分，二季度收入 5.12 亿元，同比增长 17.96%；毛利率 27.85%，同比下降 0.69pp；销售费用率与管理费用率合计 16.99%，同比下降 0.34pp；归属母公司净利润 0.16 亿元，同比增长 77.27%。

此外，公司期末应收账款 1.89 亿元（14 年末 2.12 亿元，15 年一季度末为 1.87 亿元），存货 40.16 亿元（14 年末为 39.08 亿元，15 年一季度末为 37.54 亿元），其中反映服装库存的“库存商品”由期初 2.63 亿元降至目前的 2 亿元。

### 2. 我们的观点

**（一）地产收入加速确认，服装业务收入稳健增长，利润贡献上财务公司与小贷公司占比略降**

15 年上半年公司地产销售收入 5.53 亿元，同比增长 27.83%，存货方面开发成本正加速转化为开发产品（开发成本下降 4 亿，开发产品上升 6 亿）。服装业务收入 4.97 亿元，同比增长 14.56%，结合公司男装业务正处于架构调整的关键时期，这样的收入增速符合预期。从利润构成上看，财务公司与小贷公司贡献了大约 1,180 万元的税前利润，税后约 885 万元，占净利润比重约 30%，去年同期约占 35%。

**（二）调整期服装业务毛利率同比略低，保证金增加反映业务架构调整顺利**

红豆男装在渠道端采取联营模式，在供应端采用代销模式，这样的业务构架在上规模前需要公司花费较大精力并通过部分让利协调加盟商与供应商的利益关系，我们预计这对毛利率会产生一些负面影响，15 年上半年服装业务毛利率同比下降 1.21pp。但另外一项数据反映公司业务构架正在紧锣密鼓顺利推进，15 年上半年期末，公司的保证金为 2.02 亿元，期初为 1 亿元，保证金的增加反映公司在联营门店的扩张方面进展顺利。

**（三）定增完成老牌龙头欲启航，实际控制人及高管持续增持公司前景值得期待**

公司属于大集团、小上市公司，集团总裁周海江系全国工商联副主

红豆股份（600400.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川 (021) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

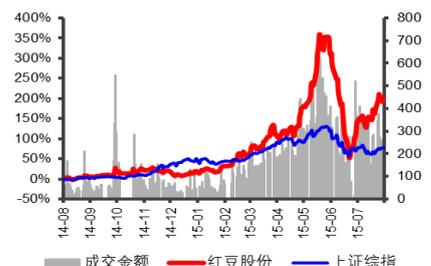
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.8.17

A 股收盘价(元)	14.94
A 股一年内最高价(元)	24.05
A 股一年内最低价(元)	5.45
上证指数	3999.13
市净率	4.79
总股本(万股)	71,185.03
实际流通 A 股(万股)	56,039.96
限售的流通 A 股(万股)	15,145.07
流通 A 股市值(亿元)	83.72

相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部



席，政商资源丰富。我们提示投资者拉长维度看待公司近年来的资本运作：自从集团层面 14 年完成红豆杉生物科技股份有限公司新三板挂牌以及通用科技 IPO 申报以来，集团一直在通过二级市场增持持续提高控股比例（此前控股比例已接近 50%）；14 年 11 月更是抛出 8 亿定增方案，旨在进一步提升持股比例，定增后集团持股比例已近 58%；此外，公司实际控制人个人、公司高管更是屡次在公司股价陷入短暂低迷时大手笔增持公司股票。我们认为这反映了红豆集团对红豆股份这个上市平台沉寂多年后的态度转变，结合公司战略，我们认为红豆股份未来将成为集团服装业务的核心平台，此外其战略地位将上升至整个集团融资战略中枢。

### 3. 投资建议

鉴于下半年是服装业务架构调整见效的关键时点，我们预期推进顺利的话公司今年近 10 亿元的服装业务销售将贡献近 6,000 万净利润，公司整体利润规模将达 1 亿左右，结合公司目前 104 亿市值与下半年市场风格，在男装业务转型没有得到数据上的有效支撑以及大股东没有传达出对于上市平台运作的明确规划之前，仍然给予公司“谨慎推荐”评级。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉、杨岚，纺织服装行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔（600177.sh）、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、伟星股份（002003.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰（002563.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612yumiao\_jg@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn