

2021年08月28日

线上成为重要驱动，线上毛利率大幅提高

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:	3.65/2.8
目标价格:		总市值(亿)	73.46
最新收盘价:	2.9	自由流通市值(亿)	73.46
		自由流通股数(百万)	2,533.26

事件概述

公司2021H实现收入/归母净利/扣非净利分别为10.33/0.75/0.77亿元、同比下降16%/29%/26%、较2019H下降17%/21%/15%，收入同比下降主要由于2020H防疫物资贡献营业收入2.75亿元，扣除防疫物资影响后收入同比增长9.12%，符合预期。经营性现金流/净利为-213%、同比下降169PCT、主要由于存货、应收账款增加以及应付账款减少。

2021Q2收入/归母净利/扣非净利分别为4.52/0.24/0.24亿元、同比下降19%/46%/40%、较2019Q2下降7%/45%/43%，收入降幅缩窄(21Q1较19Q1收入下降24%)。

分析判断:

电商维持高增，加盟渠道调整中。(1)分行业看，2021H服装/防疫物资/印染/坯布/其他收入占比90%/2%/3%/3%/3%，其中服装/防疫物资/印染/坯布收入增速分别为7%/-94%/1%/67%。(2)服装中，2021H Hodo男装收入占比85.56%，Hodo男装/贴牌加工服装同比增长1.42%/57.87%。2021Q2，Hodo男装/贴牌加工服装收入同比增长5.08%/9.85%。(2)分渠道看，2021H年线上/线下收入增速分别为58.90%/-2.48%，其中线下直营/加盟收入增速为423.72%/-44.42%。线上占比较去年提升7.45PCT达到23%，6月19日红豆男装微信小程序2021年销售GMV突破一亿，提前十天完成破亿目标。2021年上半年Hodo男装净关店129家，其中直营/加盟分别净增加292/-421家至352/695家(其中297家加盟转为直营)；推算直营店效/加盟单店出货同比下降33%/1%、较19H下降38%/24%。2021Q2线上/线下收入增速分别为75.27%/-6.14%，其中线下直营/加盟收入增速为879.08%/-82.53%。21Q2直营/加盟店分别新增3/-70家。

Q2毛利率同比改善，线上毛利率超过线下。2021H1毛利率为31.74%、同比下降2.4PCT、19H1提高0.38PCT，2021Q2毛利率为33.68%、同比提高2.94PCT、19Q2提高0.19PCT。(1)分产品种类看，男装毛利率已经恢复疫情前水平，贴牌加工毛利率较疫情前略有下降。2021H1 Hodo男装毛利率提高3.18PCT至34.22%、较19H1提高0.56PCT，贴牌加工服装毛利率下降2.5PCT至19%、较19H1下降0.29PCT；(2)分渠道看，线下毛利率下降，线上毛利率大幅提高、超过线下毛利率。2021H1公司线上销售毛利率达38.56%、同比提高10.48PCT、较19H1提高6.34PCT；线下销售毛利率达30.09%、同比下降0.39PCT、较19H1下降1.55PCT。其中线下直营/加盟毛利率分别为40.79%/24.03%、同比下降7.71/2.42PCT、较19H1下降4.7/5.06PCT。

Q2费用投入加大。21H1净利率为7.49%、同比下降2.27PCT、较19H1下降0.22PCT，主要受毛利率下降及费用增加影响。2021H1销售/管理/财务费用率分别为15.59%/8.71%/0.29%、同比提高0.62/1.68/-0.36PCT、较19H1提高1.12/0.11/-0.59PCT。**21Q2净利率下降主要受费用加大影响。**21Q2净利率为5.66%、同比下降3.66PCT、较19Q2下降3.65PCT，2021Q2销售/管理/财务费用率分别为19.91%/9.73%/9.73%、同比提高5.6/4.19/4.19PCT、同比19年提高1.73/1.06/1.06PCT。

存货有所改善。2021H存货为1.36亿元、同比下降19%，主要得益于公司加强与供应链头部企业合作，打造推拉结合的柔性供应链；存货周转天数为33天、同比减少9天、较2019H同比减少19天。存货减值准备/存货为26.82%，同比减少14PCT，相较于2019H1增加6PCT。净营业周期19天、同比增加8天，其中存货周转天数减少9天，应收账款周转天数增加14天，应付账款周转天数减少3天。

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。此外，数位高级设计师、工艺师已于 6 月加盟红豆。

我们分析，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，且公司新高管加盟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 秋冬产品开始商品设计已有显著改善。短期考虑防疫物资贡献减少，将 21 年收入/净利下调 14%/23%至 24/1.47 亿元，中期看好公司在产品、渠道、传播、运营的全面提升，将 22/23 年收入调高 2%/22%至 29/36 亿元、净利调高-9%/12%至 1.82/2.29 亿元，维持“增持”评级。公司于 1 月 25 日公告回购 1.5-3 亿、价格不超过 4.65 元/股。2021 年 6 月 30 日，公司完成回购，已实际回购公司股份 5897 万股、回购均价为 3.15 元/股；此前 2020 年 8 月公司也进行过回购 8687 万股、均价 3.55 元，目前股价与回购成本倒挂。

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	2,419	2,932	3,638
YoY (%)	2.3%	-6.1%	1.5%	21.2%	24.1%
归母净利润(百万元)	170	145	147	182	229
YoY (%)	-18.1%	-14.4%	1.1%	24.1%	25.8%
毛利率 (%)	30.5%	28.2%	30.3%	30.4%	30.5%
每股收益 (元)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.09
ROE	4.3%	4.0%	3.9%	4.6%	5.5%
市盈率	43.34	50.66	50.12	40.38	32.09

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	2,419	2,932	3,638	净利润	174	163	202	254
YoY (%)	-6.1%	1.5%	21.2%	24.1%	折旧和摊销	116	16	16	16
营业成本	1,713	1,687	2,042	2,530	营运资金变动	-20	-39	-6	-4
营业税金及附加	21	17	21	28	经营活动现金流	243	111	176	218
销售费用	281	341	415	516	资本开支	-73	-79	-80	-80
管理费用	189	194	235	291	投资	416	0	0	0
财务费用	8	0	0	0	投资活动现金流	390	-26	-21	-8
资产减值损失	-20	-25	-22	-25	股权募资	3	0	0	0
投资收益	64	53	59	73	债务募资	295	-141	0	0
营业利润	213	204	253	318	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	-55	155	211
利润总额	214	204	253	318					
所得税	39	41	51	64	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	174	163	202	254	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	145	147	182	229	营业收入增长率	-6.1%	1.5%	21.2%	24.1%
YoY (%)	-14.4%	1.1%	24.1%	25.8%	净利润增长率	-14.4%	1.1%	24.1%	25.8%
每股收益	0.06	0.06	0.07	0.09	盈利能力 (%)				
					毛利率	28.2%	30.3%	30.4%	30.5%
					净利率	7.3%	6.7%	6.9%	7.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	3.1%	3.1%	3.6%	4.2%
货币资金	1,039	983	1,138	1,349	净资产收益率 ROE	4.0%	3.9%	4.6%	5.5%
预付款项	23	23	28	34					
存货	125	123	149	184	偿债能力 (%)				
其他流动资产	538	544	633	755	流动比率	2.17	2.60	2.50	2.41
流动资产合计	1,724	1,673	1,947	2,322	速动比率	1.98	2.37	2.27	2.18
长期股权投资	856	856	856	856	现金比率	1.31	1.53	1.46	1.40
固定资产	439	502	566	630	资产负债率	19.5%	16.2%	17.9%	19.8%
无形资产	145	145	145	145					
非流动资产合计	2,941	3,004	3,067	3,132	经营效率 (%)				
资产合计	4,665	4,677	5,014	5,454	总资产周转率	0.51	0.52	0.58	0.67
短期借款	141	0	0	0					
应付账款及票据	448	441	534	662	每股指标 (元)				
其他流动负债	207	203	246	303	每股收益	0.06	0.06	0.07	0.09
流动负债合计	795	644	780	965	每股净资产	1.42	1.48	1.55	1.64
长期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.10	0.04	0.07	0.09
其他长期负债	116	116	116	116	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	116	116	116	116					
负债合计	911	760	895	1,080	估值分析				
股本	2,533	2,533	2,533	2,533	PE	50.66	50.12	40.38	32.09
少数股东权益	161	177	198	223	PB	2.23	1.96	1.87	1.77
股东权益合计	3,754	3,917	4,119	4,373					
负债和股东权益合计	4,665	4,677	5,014	5,454					

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，11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。

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。