

红豆股份 (600400)

打造经典舒适男装，布局固态锂电池涉入新能源 增持 (首次)

2022年07月22日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,343	2,689	3,264	3,965
同比	-2%	15%	21%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	77	81	111	154
同比	-47%	5%	37%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.03	0.03	0.05	0.07
P/E (现价&最新股本摊薄)	177.72	169.73	123.46	88.80

投资要点

- 聚焦男装业务，深耕服装行业 65 年。**红豆品牌创立于 1957 年，1995 年红豆股份成立，2001 年上市，上市之初主要从事男装和房地产业务，2017 年剥离房地产、聚焦男装，2021 年服装主业/坯布/印染/医疗防疫/其他业务收入占比分别为 86%/5%/5%/1%/3%，国内/国外收入占比 87%/13%。其中服装主业分为 Hodo 品牌/贴牌加工、分别占比 78%/22%，线上/线下收入占比 25%/75%，线下主要布局二、三线城市，以加盟为主，截至 22Q1 共有 974 家门店（直营 403 家+加盟 571 家），线上通过天猫、京东、小程序、抖音等多触点触达消费者。股权结构较为集中，截至 22Q1 红豆集团共持有公司 68% 股份。
- 疫情扰动下近年利润端承压。**17 年剥离房地产业务致公司 18 年营收/归母净利同减 8.89%/66.06%，剔除房地产销售、非流动资产处置损益影响后，分别同增 27.48%/15.12%；19-20 年因消费疲软、疫情等影响，营收同比分别+2%/-6%、归母净利分别-18%/-14%、净利增速低于收入主要由于期间费用率提升以及投资收益减少；21 年营收/归母净利分别同减 1.72%/46.92%，主要系 20 年增加防疫物资收入 3.26 亿元、扣除该影响后营收同增 12.78%、主营收入端呈现复苏，利润端下滑主要系河南汛情及江苏疫情影响及高端化转型带来的费用投放增加所致；22Q1 营收/归母净利分别同比+10.92%/-41.03%，净利下滑主要由于国内疫情反复及费用率增加。
- 定位经典舒适男装，进行高端化转型，促费用率和毛利率提升。**21 年公司与君智咨询合作，定位经典舒适男装、围绕品牌高端化进行战略升级，通过产品研发、供应链、工艺版型等全方位进行升级。1) **产品端：**打造爆款单品、持续进行产品迭代，应用液氨工艺、混纺弹力纤维等升级舒适体验，22 年 3 月与 Armani 前设计副总裁合作推出红豆 0 感舒适衬衫，上市即登顶天猫、京东两大平台中高端衬衫品类销冠，上市销售 4 个月销量突破 15 万件，高端化转型成效有所体现。2) **渠道端：**21 年直营/加盟收入同比分别+276%/-38%、占比 31%/69%，直营大增主要系 352 家加盟店转为直营店所致，门店改造升级效果显著，21 年直营同店平均店效同增 12.87%；线上增速靓丽，21 年同增 45%，一方面以直播破局，21 年直播 GMV6743 万元、同增 216%，另一方面与腾讯智慧零售合作、红豆男装小程序累计 GMV2.89 亿元、同增近 3 倍。2) **盈利端：毛利率、费用率均提升。**受益于高端化转型与直营比例提升、毛利率持续上行，21 年为 30.94%/同+2.78pp、22Q1 为 36.29%/同+6.07pp，其中 Hodo 品牌/贴牌 21 年毛利率分别为 38.10%/10.69%、直营/加盟/线上分别为 57%/28%/41%。21 年销售/管理/财务费用率分别同增 6.69/1.09/0.46pp，销售费用率大幅上升、主要系直营门店增加及转型带来咨询费增加所致。
- 22 年切入新能源风能、固态锂电池新业务，23 年有望放量。**1) **风能：**22 年 5 月红日风能成立，公司持股 30%（后通过两次股权变更、7 月持股比例提升至 68%实现控股）。5 月红日风能与中国风电龙头中国电建新能源集团华东分公司签定战略合作协议、加码布局风电领域；2) **固态锂电池：**22 年 7 月红日风能拟与超壹动力投资建设 3GW 大功率固态锂电池智能制造项目，红日风能持股 90%。预计 22 年 8 月开工建设、23 年投产、二期工程于 24 年全部达产，公司预计完工达产后每年项目销售收入达 45 亿元。若项目顺利进行、23 年投产后锂电池业务有望开始放量。
- 盈利预测与投资评级：**公司 21 年与君智合作、定位经典舒适男装，不断推出高品质产品，持续进行渠道升级。22 年初与抖音七大优质服务商之一红动视界进行合作、加强品牌私域流量建设，2 月受让红动运动装 40% 股权、持股比例增至 100%，7 月布局锂电池涉入新能源，未来服装与新能源业务均存发展空间。21 年底发布股权激励，以 21 年为基数、22/23/24 年净利分别增长 50%/150%/260%，彰显发展信心。暂不考虑新能源贡献，我们预计 22-24 年归母净利同增 5%/37%/39%，对应 PE 170/123/89X，考虑到新能源发展空间较大，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**疫情反复终端消费疲软、费用大幅增加、新能源业务推进不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.72
一年最低/最高价	2.86/6.00
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	13,106.65
总市值(百万元)	13,173.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.37
资产负债率(% ,LF)	31.84
总股本(百万股)	2,303.02
流通 A 股(百万股)	2,291.37

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,831	1,602	1,712	1,826	营业总收入	2,343	2,689	3,264	3,965
货币资金及交易性金融资产	1,043	945	819	838	营业成本(含金融类)	1,618	1,797	2,132	2,564
经营性应收款项	617	426	646	658	税金及附加	17	22	29	36
存货	114	183	167	255	销售费用	433	600	725	872
合同资产	0	0	0	0	管理费用	206	223	281	341
其他流动资产	57	49	80	76	研发费用	13	16	20	27
非流动资产	3,062	3,273	3,470	3,659	财务费用	19	8	11	14
长期股权投资	923	983	1,038	1,088	加:其他收益	8	11	13	16
固定资产及使用权资产	828	994	1,151	1,298	投资净收益	80	81	75	91
在建工程	20	15	10	6	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	136	146	156	166	减值损失	-20	-9	-7	-7
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	21	11	6	营业利润	107	106	147	211
其他非流动资产	1,125	1,115	1,105	1,095	营业外净收支	0	3	2	2
资产总计	4,892	4,875	5,181	5,485	利润总额	106	109	149	213
流动负债	1,229	1,278	1,469	1,613	减:所得税	27	25	34	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	531	531	531	531	净利润	80	84	115	160
经营性应付款项	481	518	667	757	减:少数股东损益	3	3	4	6
合同负债	36	36	43	51	归属母公司净利润	77	81	111	154
其他流动负债	182	194	229	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.03	0.05	0.07
非流动负债	410	410	410	410	EBIT	44	48	94	145
长期借款	120	120	120	120	EBITDA	228	317	368	424
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.94	33.15	34.67	35.34
租赁负债	197	197	197	197	归母净利率(%)	3.29	3.00	3.39	3.89
其他非流动负债	93	93	93	93	收入增长率(%)	-1.72	14.77	21.39	21.47
负债合计	1,640	1,688	1,880	2,023	归母净利润增长率(%)	-46.92	4.71	37.48	39.02
归属母公司股东权益	3,135	3,066	3,177	3,331					
少数股东权益	118	121	125	131					
所有者权益合计	3,253	3,187	3,302	3,461					
负债和股东权益	4,892	4,875	5,181	5,485					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3	487	306	432	每股净资产(元)	1.37	1.33	1.38	1.45
投资活动现金流	254	-376	-383	-370	最新发行在外股份(百万股)	2,303	2,303	2,303	2,303
筹资活动现金流	-334	-188	-39	-39	ROIC(%)	0.82	0.91	1.77	2.57
现金净增加额	-78	-78	-116	23	ROE-摊薄(%)	2.46	2.63	3.49	4.63
折旧和摊销	184	268	274	279	资产负债率(%)	33.51	34.63	36.28	36.89
资本开支	-35	-427	-423	-421	P/E(现价&最新股本摊薄)	177.72	169.73	123.46	88.80
营运资本变动	-224	171	-51	41	P/B(现价)	4.34	4.46	4.31	4.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

