

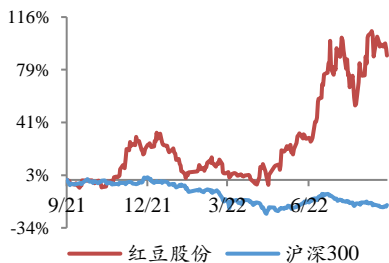
## 经典舒适男装转型高端，布局风电储能开启新能源成长新纪元

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-09-12

收盘价(元)	5.62
近12个月最高/最低(元)	6.14/2.81
总股本(百万股)	2,303
流通股本(百万股)	2,291
流通股比例(%)	99.49
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	129

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

### 联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

### 联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixxy@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 稳步经营男装主业，22H1 疫情扰动影响短期

上半年在国内疫情反复以及零售表现偏弱等因素影响下，公司聚焦服装业务，以产品、传播、渠道、运营为抓手进行稳健经营，实现营收增长。22H1 公司实现总营业收入 11.26 亿元，yoy+9.01%；其中服装业务营业收入 10.06 亿元，yoy+ 8.55%；红豆男装/贴牌加工服装分别实现营收 7.86/2.2 亿元，yoy-0.85%/+64.28%。22H1 公司实现归母净利润 0.52 亿元，yoy-31.17%，主要受到疫情影响以及高端化转型导致咨询费和广告宣传费用增加。

#### ● 定位经典舒适男装，高端化转型构筑产品竞争力

公司坚定推进“经典舒适男装”品牌高端化战略升级，以高品质男士为核心消费人群，专注舒适产品研发，创新版型工艺，聚焦舒适打造民族品牌，引领舒适男装新时代。22H1 公司成功推出奢品级衬衫红豆 0 感舒适衬衫和秋冬“无界”主题系列产品。产品的高端定位转型大幅提升了公司的盈利能力，与 2020 年末转型前相比，公司 22H1 线上销售毛利率 47.58%，提高 17.91pct；线下销售毛利率 34.17%，提高 8.52pct。未来随着公司持续转型，业绩有望进一步提高。

#### ● 借集团品牌优势布局风电，切入储能赛道谱写新能源成长新篇章

控股子公司红日风能与集宁区政府等签订框架协议投资 2GW 风力发电储能项目及 3GW 大功率固态锂电池项目；红日风能及其联合体承接 2GW 风力发电和储能项目的 EPC 工程；红日风能拟与超壹动力合作建设 3GW 固态锂电池项目，总投资 15 亿元，红日风能持股 90%。

我们认为在纺服行业成本高涨、供给下降、国内需求低迷导致行业发展增速放缓、企业效益普遍承压的情况下，传统纺服龙头寻求业务转型是应有之举，而且行业中早有杉杉股份成功从国内服装行业第一家上市公司转型负极材料龙头的范例在先，近两年来也有兴业科技、江苏阳光等纺服企业布局新能源。

我们认为红豆转型的优势有三：

第一，凭借公司经营多年的品牌和声誉，在与地方政府合作时有显著的优势，聚焦新能源主业的公司在多元化布局方面相对有所欠缺，而公司所在红豆集团旗下除纺服以外，还拥有轮胎、红豆杉大健康、园区开发等多元化布局，这对于风光资源丰富但区域经济发展相对落后的地区来说，在产业多元化扩张、带动持续的就业和税收方面都有较大吸引力，因此我们认为公司在地方合作上有较大优势；

第二，从公司的财务角度考虑，公司资产负债率控制较好，上半年末仅为 33%，且货币资金在近几年始终保持 10 亿元左右的水平，存货也始终控制在 2 亿元以下，良好的财务状况为公司布局新业务以及收并购

等资本开支留有充足的余地；

第三，公司选择从储能赛道切入新能源行业也是明智之举，固态锂电池项目一方面可以为风电项目配套，另一方面与动力电池赛道相比，储能赛道下游电站更加集中于大型央企国企，竞争格局相对更优，而且目前考虑到安全性、成本降低、使用寿命等因素，在固态或半固态、钒或钠液流电池中具体侧重哪条技术路线尚未有定论，行业处于研发向产业化发展的初期阶段，仍是蓝海市场，新进入者更容易切入赛道。

### ● 投资建议

我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 24.55 亿元、26.75 亿元、45.10 亿元，同比分别增长 4.8%、9.0%、68.6%。分别实现归母净利润 1.03 亿元、1.25 亿元、2.35 亿元，同比分别增长 34.3%、21.1%、87.6%。2022-2024 年，公司对应当前市值的 PE 分别为 125X、103X、55X。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

宏观经济及疫情影响主营纺服业务业绩下滑，固态锂电池最终产品能否成功进行商业应用存在不确定性，项目实施进展不及预期风险，相关风电指标落实不及预期风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2343	2455	2675	4510
收入同比 (%)	-1.7%	4.8%	9.0%	68.6%
归属母公司净利润	77	103	125	235
净利润同比 (%)	-46.9%	34.3%	21.1%	87.6%
毛利率 (%)	30.9%	35.7%	35.9%	33.8%
ROE (%)	2.5%	3.3%	3.9%	6.8%
每股收益 (元)	0.03	0.04	0.05	0.10
P/E	126.00	125.18	103.40	55.11
P/B	2.76	4.19	4.03	3.75
EV/EBITDA	37.37	74.66	61.14	40.99

资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 正文目录

1 稳步经营男装主业，布局新能源赛道有望打开第二成长曲线.....	5
1.1 深耕男装行业数十年，切入风电储能领域.....	5
1.2 聚焦核心业务，业绩持续向好.....	6
2 定位经典舒适男装，线上业务表现亮眼.....	9
2.1 疫情影响持续，企业普遍承压.....	9
2.2 新定位打开新局面，智能化工厂降本增效.....	10
2.3 全渠道营销网络体系，线上盈利能力亮眼.....	11
3 多元化产业布局切入风电储能赛道.....	14
3.1 公告 2GW 风电及 3GW 固态锂电池项目，切入风电储能赛道.....	14
3.2 平抑风光发电并网的电网波动，储能市场迎来大发展.....	17
3.3 红豆的优势：品牌优势和多元产业布局、资金情况优秀、储能蓝海市场对新进入者更友好.....	19
4 盈利预测与投资建议.....	21
5 风险提示.....	22
财务报表与盈利预测.....	23

## 图表目录

图表 1 红豆股份历史沿革.....	5
图表 2 红豆股份股权结构图.....	6
图表 2 红豆股份营业收入及增速 (百万元, %)	7
图表 3 红豆股份归母净利润及增速 (百万元, %)	7
图表 4 红豆股份分产品营收构成 (百万元)	7
图表 5 红豆股份分产品毛利构成 (百万元)	7
图表 6 红豆股份四费情况 (%)	8
图表 7 红豆股份毛利率及净利率情况 (%)	8
图表 8 中国 2019-2021 限上零售额及穿类商品网上零售额增速 (亿元, %)	9
图表 9 公司“经典舒适男装”品牌定位	10
图表 10 公司红豆 0 感舒适衬衫	10
图表 11 公司秋冬“无界”主题系列产品	10
图表 12 红豆智能化管理系统	11
图表 13 红豆西服智能工厂	11
图表 14 红豆股份直营店和加盟联营店数量 (家)	11
图表 15 直营店和加盟联营店毛利率 (%)	11
图表 16 红豆股份参与腾讯智慧零售 T+	12
图表 17 公司线上线下营收占比	13
图表 18 公司线上线下毛利率	13
图表 19 公告 2GW 风电储能项目及 3GW 固态锂电池项目概况	14
图表 20 产线建设规划及资金使用计划	14
图表 21 项目团队技术人员储备	15
图表 22 超壹动力专利技术储备	16
图表 23 项目规划时间表	16
图表 24 储能在电力系统的应用场景	17
图表 25 全球新型储能市场累计装机规模 (MW, %)	18
图表 26 中国新型储能累计投运规模乐观预测 (MW, %)	18
图表 27 部分纺服公司布局新能源	19
图表 28 红豆集团多元化产业布局	19
图表 29 红豆股份资产负债率 (%)	20
图表 30 红豆股份 22H1 流动资产情况 (亿元)	20

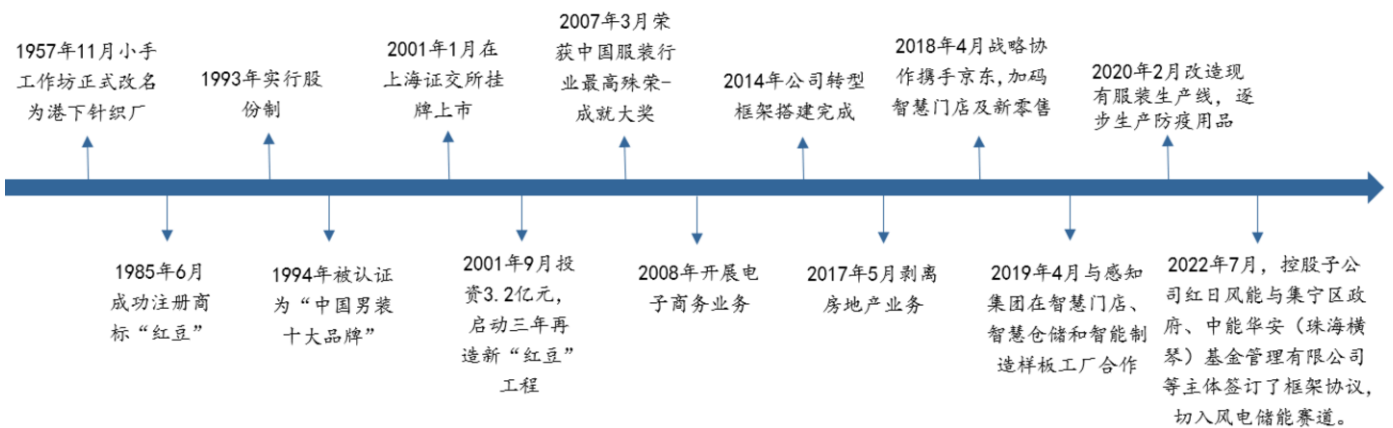
# 1 稳步经营男装主业，布局新能源赛道有望打开第二成长曲线

## 1.1 深耕男装行业数十年，切入风电储能领域

**聚焦男装业务，深耕行业 65 年。**公司起家于 1957 年成立的港下针织厂，股改后 1995 年红豆股份成立，作为红豆集团核心子公司在 2001 年挂牌上市。红豆男装是中国较早崛起的男装品牌之一，“红豆”、“Hodo” 商标也被认定为中国驰名商标。2007 年，红豆荣获中国服装界最高荣誉“中国服装品牌年度成就大奖”；2021 年获第十九届“全国质量奖”；2022 年 7 月，World Brand Lab（世界品牌实验室）发布《中国 500 最具价值品牌》分析报告，红豆品牌以 831.85 亿元的品牌价值位列第 78 位，8 年蝉联百强名单。

**切入风电储能赛道，立志打造第二增长极。**22 年 6 月 22 日，公司控股子公司红日风能与集宁区政府、中能华安（珠海横琴）基金管理有限公司等主体签订了《2GW 风力发电和储能项目及 3GW 大功率固态锂电池智能制造项目投资框架协议》：拟承接 2GW 风力发电和储能项目的 EPC 工程，并提供专业化的运维、管理服务；拟与超壹动力设立项目公司建设 3GW 大功率固态锂电池智能制造生产线，预计一期项目于 23 年投产，二期项目于 24 年达产，届时有望为公司贡献新的业绩增长点。

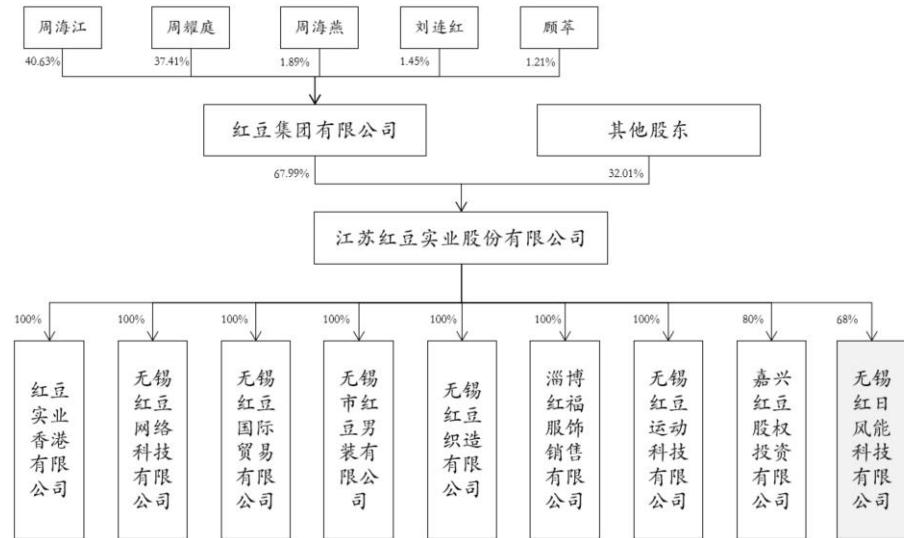
图表 1 红豆股份历史沿革



资料来源：公司半年报，华安证券研究所

**公司的实际控制人是周耀庭先生，股权比例集中，决策运行稳定。**公司实际控制人周耀庭先生拥有公司控股股东红豆集团 40.63%的股权，间接持有红豆股份 27.62%。周海江先生担任红豆集团董事长，周耀庭先生系周海江先生父亲，红豆集团、周海江先生、周耀庭先生为一致行动人。公司现任董事长戴敏君及总经理王昌辉在行业工作多年，产业经验丰富，保证决策和执行的高水平运行。

图表 2 红豆股份股权结构图



资料来源：公司半年报，华安证券研究所

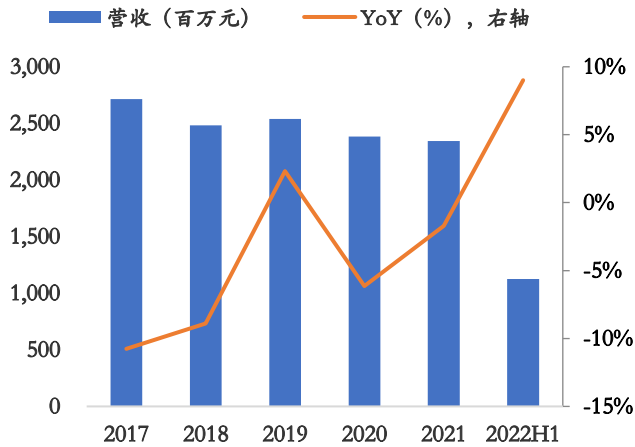
公司现有业务为红豆男装全域零售和红豆职业装定制。**红豆男装全域零售**：以“经典舒适男装”为品牌定位，产品包括衬衫、西服、西裤、茄克、T恤、毛衫等。目前，全域零售的线下销售渠道主要为全国二三线城市，同时依托门店数字化建设增强用户互动体验；线上销售由公司直营，主要入驻天猫、京东、小程序商城、抖音等第三方主流电商开放平台，多触点触达用户。**红豆职业装定制业务**：主要为客户量身定制各类中高档职业装，以及个性化的轻定制服务，客户范围覆盖金融、通信、交通运输等行业。

随着 2023 年锂电池项目陆续投产，公司将新增锂电池业务。公司同超壹动力与乌兰察布市集宁区人民政府合作建设 3GW 大功率固态锂电池智能制造项目，计划于 2022 年 8 月份开工建设，于 2023 年投产；二期工程将于 2024 年全部达产。固态锂电池安全性好，可广泛应用于动力、储能、可穿戴及 3C 数码锂电池等领域。完工达产后，预计每年可实现销售收入 45 亿元，贡献税收约 3.6 亿元。

## 1.2 聚焦核心业务，业绩持续向好

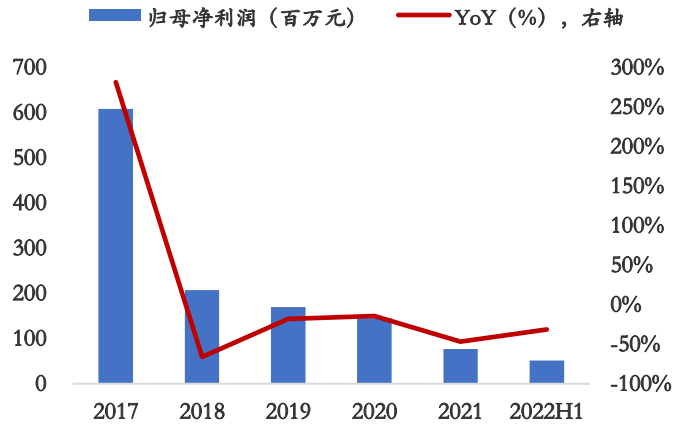
业绩持续向好，房地产业务的剥离和疫情影响逐渐消除。受 2017 年 5 月剥离红豆置业股权的影响，公司 2018 年营业收入 24.83 亿元，同比下降 8.89%；归母净利润 2.07 亿元，同比减少 66.06%。2020 年开始疫情全球爆发，服装零售行业的上下游产业链均遭受冲击，公司积极履行社会责任，捐赠大量防疫物资，叠加高端化转型升级前期咨询费用及研发费用投入增加，公司 2021 年实现营业收入 23.43 亿元，同比减少 1.72%，但是扣除防疫物资 3.26 亿元影响后，同比增长 12.78%；归母净利润 0.77 亿元，同比减少 46.92%。2022H1 公司成功推进“经典舒适男装”品牌高端化战略升级，业绩持续向好，公司实现营业收入 11.26 亿元，同比增长 9.01%；归母净利润 5170 万元，同比减少 31.17%，主要系咨询费、广告宣传费增加。

图表3 红豆股份营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

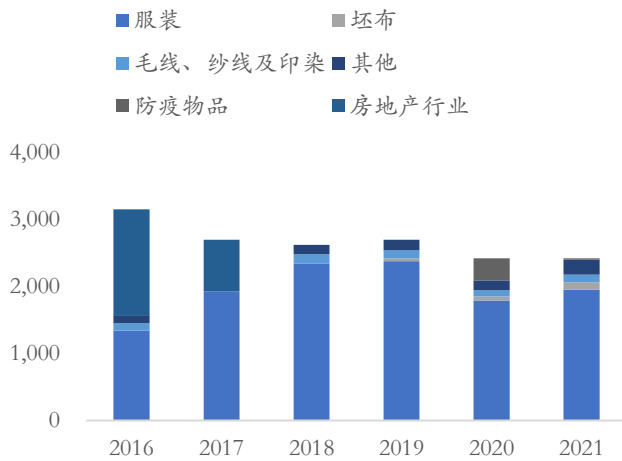
图表4 红豆股份归母净利润及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

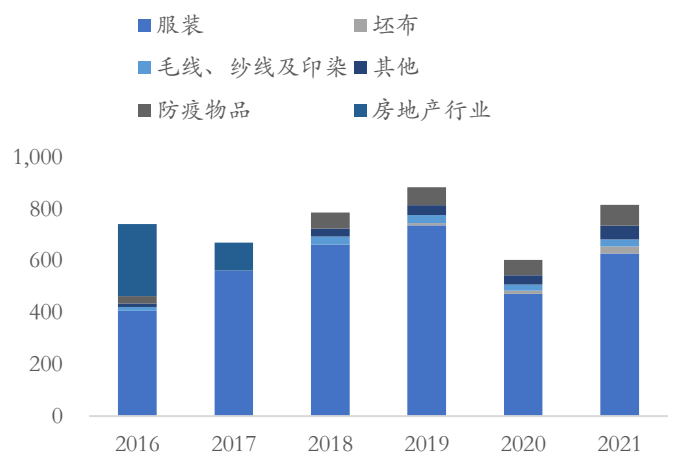
**业务结构优化, 服装业务占比稳定提高。**2017年剥离房地产业务后, 公司着力打造“红豆轻时尚”的品牌风格, 并取得了良好的效果, 公司2019年服装业务营业收入23.8亿元, 占总营收93.71%; 毛利7.37亿元, 占总毛利95.01%。疫情爆发影响经营, 公司选择“以线上多触点营销缓解线下门店闭店压力, 抢抓防疫物资生产满足市场需求, 在2021年服装业务运营正常, 并新增防疫物品类业务。2021年公司服装业务营业收入恢复至19.52亿元, 占总营收83.32%, 毛利6.28亿元, 占总毛利86.65%。

图表5 红豆股份分产品营收构成 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

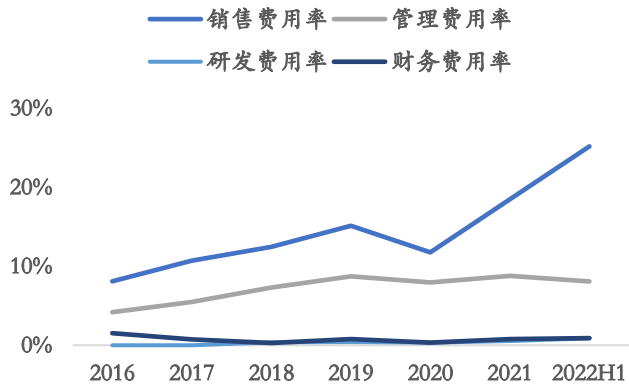
图表6 红豆股份分产品毛利构成 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

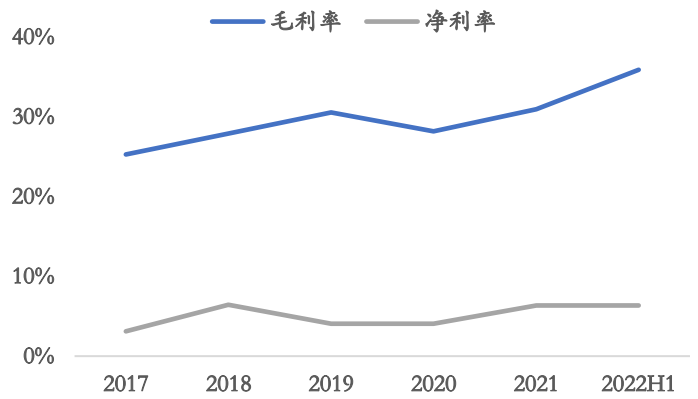
**启动品牌高端化战略, 四费水平有所提高, 盈利能力变强。**公司在剥离房地产业务后将发展中心聚焦男装主营业务, 启动品牌高端化战略升级, 明确了“经典舒适男装”新定位。重点在研发、渠道、传播等方面加大投入, 保障战略升级的执行落地, 2022H1, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别升至25.19%、8.09%、0.88%和0.89%。毛利率和净利率方面, 公司基于数字零售创新, 注重线上线下的系统发展, 同时建设5G智能化工厂, 22H1毛利率升至35.89%, 净利率升至6.37%。

图表7 红豆股份四费情况 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表8 红豆股份毛利率及净利率情况 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

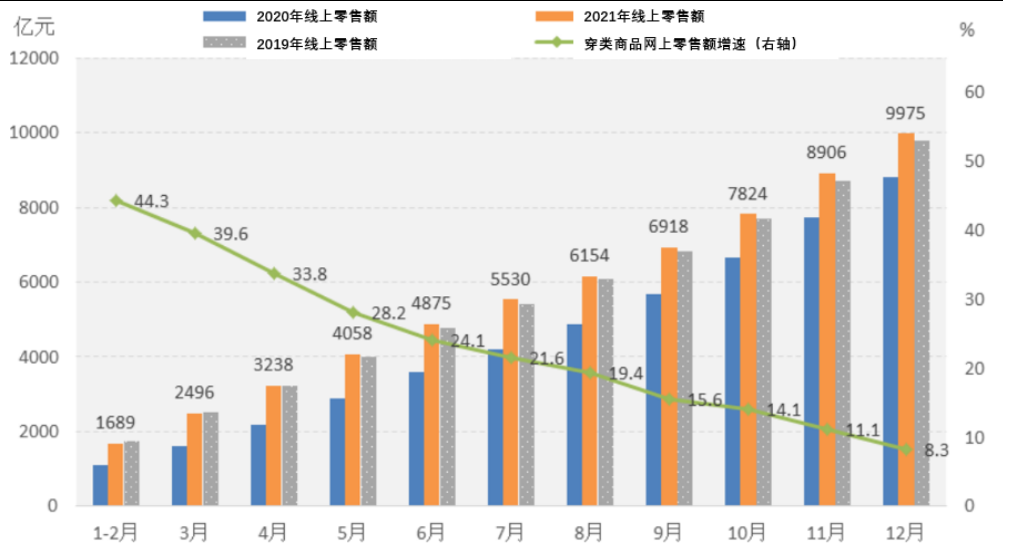


## 2 定位经典舒适男装，线上业务表现亮眼

### 2.1 疫情影响持续，企业普遍承压

2021 年以来，服装行业面临不断深化的百年变局和变幻复杂的形势，承受着成本上升、疫情反复、消费复苏波动等困难、压力和挑战，但整个行业持续转变发展方式，表现出强大的韧性与活力。尤其在促消费政策逐步显效、节日消费等因素的带动下，我国服装市场销售改善，限额以上单位服装类商品零售额降幅持续收窄，线上消费对内需市场拉动作用持续凸显。

图表 9 中国 2019-2021 限上零售额及穿类商品网上零售额增速 (亿元, %)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

2022 年上半年纺织服装行业处于成本高涨、供给下降、国内需求低迷的处境，行业发展增速放缓，企业效益普遍承压。根据国家统计局数据，2022 年 1-6 月社会消费品零售总额 210,432 亿元，同比下降 0.7%。其中，我国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额累计 6,282 亿元，同比下降 6.5%；穿类实物商品网上零售额同比增长 2.4%，增速较上年同期下降 21.7%。3-5 月服装鞋帽针纺织品类商品零售额同比转负，6 月转正至 1.2%，但与整体社零相比表现仍偏弱。上半年，全国居民人均衣着消费支出 725 元，下降 2.3%，占人均消费支出的比重为 6.2%。

面对更趋严峻复杂的内外部发展形势，服装行业需把握好发展窗口期和战略机遇期，系统推进科技、时尚、绿色的高质量发展，系统推进行业平稳恢复和高质量发展。

①文化自信树立的窗口期。新一代的消费者更能够为体验经济、虚拟经济、创意经济买单。作为在国家崛起中成长的一代，新消费群体具备高度的文化自觉和文化自信，文化赋能产品的价值空间正在打开。

②创新驱动发展的窗口期。消费需求的发掘正成为产业发现创新信号、凝练创新问题的重要途径。应用场景的延展与细分正在催生新的品类、新的产品。行业要以场景驱动新技术、新产品、新品类、新模式的涌现。

③绿色发展模式快速形成的窗口期。作为与消费者紧密联系的产业，纺织服装行业是绿色与可持续发展的先导产业。要实现绿色供给与需求的良性循环，一方面需要帮助企业提升绿色产品供给能力，另一方面要加强消费者教育和市场培养。

## 2.2 新定位打开新局面，智能化工厂降本增效

基于对宏观环境的变化、男装行业的升级以及消费者舒适需求的综合研判，公司以舒适服饰为探索点，明确“经典舒适男装”品牌定位，倡导“舒适男装”理念。公司以高品质男士为核心消费人群，专注舒适产品研发，创新版型、工艺，聚焦舒适打造民族品牌，引领舒适男装新时代。

图表 10 公司“经典舒适男装”品牌定位



资料来源：公司公告，华安证券研究所

以深入的市场调研洞察消费者，明晰品牌舒适基因，并通过产品研发、供应合作、工艺优化等全方位指向舒适、高端。一是加大产品自主研发，在小白T、3D高弹裤、衬衫等迭代升级中，应用液氨工艺、混纺弹力纤维等升级舒适体验，并联合瑞士 HeiQ 控温科技、中奥两国功能纤维混纺等开发科技舒适面料。二是对标中高端品牌，加强与行业优质成衣、面辅料供应商的战略合作，承接高品质产品研发。三是聚焦衬衫、西服等商务品类，提升工艺、版型，形成特色技术优势。同时，通过建立技术指导手册、申报发明专利等，进一步以高品质产品配称舒适市场定位。报告期内，公司获评江苏精品认证、子公司无锡红豆运动科技有限公司获评江苏专精特新产品认定等荣誉。

公司于 2022 年上半年成功推出红豆 0 感舒适衬衫和秋冬“无界”主题系列产品。红豆与前阿玛尼男装设计副总裁联手打造奢品级衬衫——红豆 0 感舒适衬衫，创新性运用瑞士 HeiQ 智能控温科技、中奥两国功能纤维混纺等提升舒适体验。以科技赋能产品创新，红豆 0 感舒适衬衫荣获中法美意四国设计大奖——中国芭莎男士年度男士衬衫奖、法国双面神国际创新设计大奖、美国 MUSE 奖及意大利 A 奖。以“红豆 0 感舒适衬衫”为舒适引爆点，持续升级商品体系。2022 年推出秋冬“无界”主题系列产品，紧紧围绕舒适进行系列化、高端化提升，推出高端、都市时尚、商务经典等新品系列，提高创新、高端系列 SKC 下单及自研产品占比。

图表 11 公司红豆 0 感舒适衬衫

图表 12 公司秋冬“无界”主题系列产品



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**联通 5G 智能全连接示范工厂红豆西服智能工厂完成升级。**引入智能吊挂、AGV 配送、智能裁剪、AI 智能决策等信息技术, 实现生产环节的智能柔性升级, 工厂单耗成本下降 10%, 生产效率提高 20%并获两化融合管理体系、江苏省绿色工厂、无锡市智能工厂等荣誉。此外, 公司结合 30 个关键性指标的分析需求, 完成 BI 二期项目建设, 实现 BI 移动端实时展现功能, 为前后台人员的在线化办公提供数据支撑, 秒级出报表为快速策略提供数据支持。

图表 13 红豆智能化管理系统

图表 14 红豆西服智能工厂



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

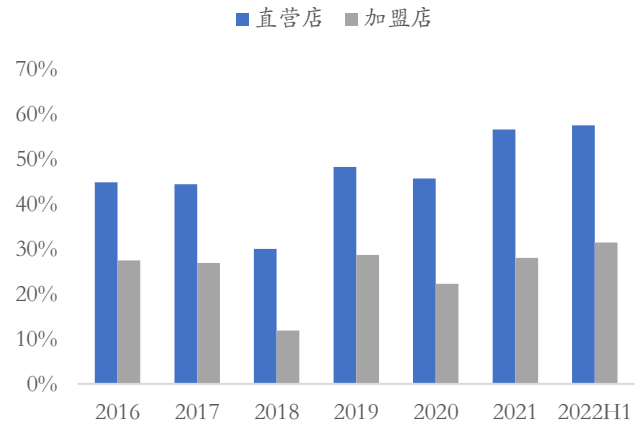
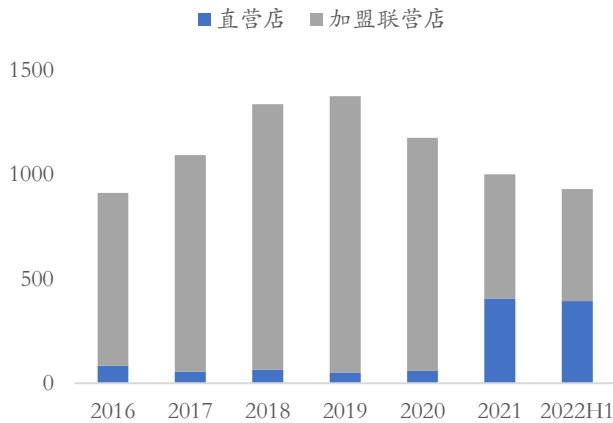
### 2.3 全渠道营销网络体系, 线上盈利能力亮眼

公司以“红豆男装”品牌, 实现商品开发、生产供应、商品零售等各个环节的打通, 建立覆盖线下门店、线上店铺的全渠道营销网络体系, 以全渠道、全场景、全链路的运营发展窗口期形式, 为消费者提供便捷购物体验。

**线下直营门店比例逐渐提高, 公司盈利能力增强。**公司加速人才团队升级, 大力发展线下直营店。截至 2022H1, 公直营店数量升至 394 家, 占总线下店数 42.37%, 毛利率 57.61%; 加盟联营店数量降至 536 家, 占总线下店数 57.63%, 毛利率 31.46%。直营店的盈利能力更强, 随着公司线下门店结构调整, 公司盈利能力有望进一步加强。

图表 15 红豆股份直营店和加盟联营店数量 (家)

图表 16 直营店和加盟联营店毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**积极构建顾客全触点智慧零售体系。**线上店铺目前以平台电商为主要销售来源, 在品牌转型期, 依托达人直播、短视频种草、会员系统升级等运营手段, 在天猫、抖音、京东及腾讯智慧零售小程序等平台快速、精准触达目标客群, 不断提升品牌运营能力。上半年, 公司在线化销售额达 2.51 亿元, 在线化占比 24.90%。其中, 红豆男装的小程序私域运营实现 GMV1.92 亿。

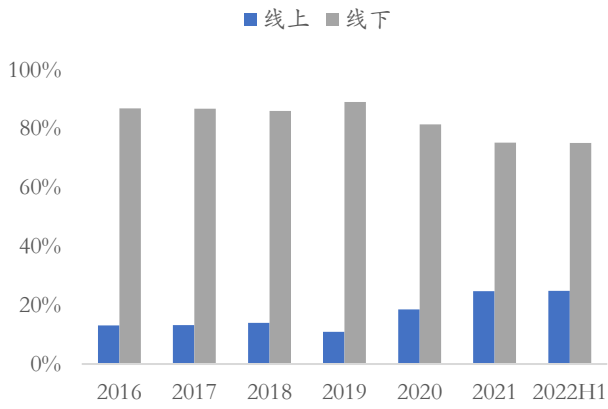
图表 17 红豆股份参与腾讯智慧零售 T+



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

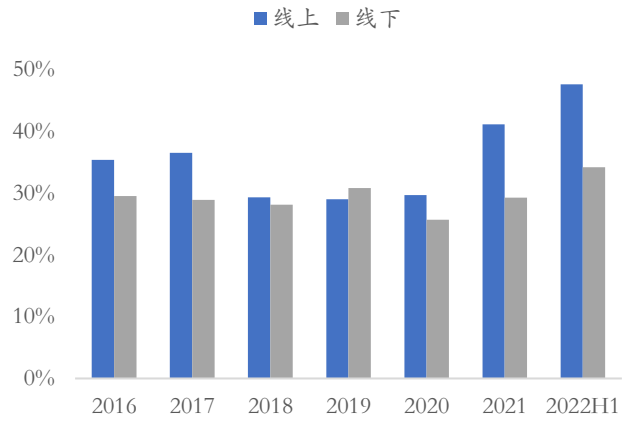
**持续加速在线化, 拓宽线上新渠道, 降低疫情影响。**国内局部疫情反复, 线下门店运营持续受到影响, 因此公司积极拓宽线上销售模式。2022 上半年线上收入占总营收比例达至 24.9%, 远高于 2016 年的 13.16%; 线上销售毛利率 47.58%, 比线下销售高 13.41pct。

图表 18 公司线上线下营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 公司线上线下毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 多元化产业布局切入风电储能赛道

#### 3.1 公告 2GW 风电及 3GW 固态锂电池项目, 切入风电储能赛道

公告 2GW 风电和 3GW 固态锂电池项目切入风电和储能赛道。公司于 2022 年 7 月 16 日公告, 6 月 22 日, 红日风能与集宁区政府、中能华安(珠海横琴)基金管理有限公司等主体签订框架协议投资 2GW 风力发电储能项目及 3GW 大功率固态锂电池项目; 根据框架协议, 控股子公司红日风能拟与超壹动力签约合作, 设立项目公司在乌兰察布集宁区白海子片区建设 3GW 固态锂电池项目, 项目总投资 15 亿元, 红日风能持股 90%。

图表 20 公告 2GW 风电储能项目及 3GW 固态锂电池项目概况

2GW 风力发电储能	
项目概况	红日风能及其联合体作为风光发电项目专业服务商, 承接 2GW 风力发电和储能项目的 EPC 工程, 并提供专业化的运维、管理服务
3GW 大功率固态锂电池智能制造	
项目概况	与联合体共同成立项目公司建设 3GW 大功率固态锂电池智能制造生产线
项目公司	红超锂电注册资本 3 亿元, 红日风能和超壹动力分别持股 90%、10%
项目地点	乌兰察布集宁区白海子光伏园区
项目用地	产业园区约 500 亩土地
项目投资	总投资 15 亿元, 一期 8 亿元+二期 7 亿元
建设期限	计划 2022 年 8 月开工, 2023 年投产, 2024 年二期达产

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资金安排方面计划自有资金出资 20%-30%, 红日风能尚未明确融资安排。红日风能本次 3GW 大功率固态锂电池智能制造项目总投资约 15 亿元, 分两期建设, 其中一期 1.5GWh 产线, 拟投资 8 亿元; 二期 1.5GWh 产线, 拟投资 7 亿元, 两期项目计划于 2022 年-2024 年分期投资。本项目主要资金来源包括自有资金、金融机构融资等, 计划自有资金出资约 20%-30%。目前, 红日风能尚未有明确的融资安排, 存在一定不确定性。项目资金中建设投资计划约 12.73 亿元, 计划新建构筑物 12 座, 总建筑面积 17.8 万平方米。

图表 21 产线建设规划及资金使用计划

产线建设	生产厂房 3 座, 建筑面积 12 万平方米; 生产设备及智能制造系统 286 台: 涂布机、辊压机、打标机、高速模切机、全自动叠片机、全自动注液机、上料系统集成、自动焊接线
目标产品	目标产品实现单体能量密度 $\geq 600\text{Wh/L}$ 、循环次数 $\geq 8,000$ 周、充放电倍率 $\geq 3\text{C}$ 以及系统能量转换效率大于 96%, 满足 -70 度低温放电 60%, 满足 3C 国标、UL 等安全性认证。
建设费用	建设投资 12.73 亿元 (工程费 11.42 亿元+工程建设其他费用 0.70 亿元+预备费用 0.61 亿元) + 建设期利息 0.48 亿元+铺底流动资金 1.79 亿元

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

项目团队方面由红日风能主导，超壹动力负责技术及研发。红日风能成立后，已组建了一支具有新能源业务管理和运维经验的经营团队，人数10余人，牵头负责人为红日风能副总经理胡永平先生。在项目建设以及后续生产经营过程中，红日风能将与合作方超壹动力优势互补，由超壹动力负责项目公司的技术、研发等事项，红日风能、超壹动力将共同选派优秀的管理、技术团队加入项目公司，

**图表 22 项目团队技术人员储备**

姓名	目前身份	履历经验
陈性保	超壹动力 董事长兼总经理、实际控制人	毕业于厦门大学海洋化学专业，高级工程师。具有20多年在锂电池企业研发与生产、国际国内销售、品控等管理经验。国际知名企业锂电池工艺、产品设计与市场管理负责人。曾任东莞新能源科技有限公司、厦门宝龙工业股份有限公司、珠海赛纬电子科技有限公司等公司高级工程师、副总工程师、常务副经理等职务。
张雷	超壹动力 首席科学家	深圳大学教授、深圳市海外高层次人才（B类）。主持国家级基金项目两项，国际催化大会“青年科学家奖”，研究成果发表于 Science 等杂志。擅长固态电解质、表面/界面调控、原子层沉积技术。
胡太平	红日风能 副总经理	1996年进入红豆集团，曾任红豆集团国际发展公司副总经理、红豆集团有限公司投资总监、江苏红日新能源有限公司总经理。现任红日风能副总经理。胡永平先生自2014年开始负责管理红豆集团新能源业务
包敏	红日风能 技术部经理	1990年参加工作，2014年开始担任江苏红日新能源有限公司技术部经理。2022年5月任职红日风能技术部经理。
黄展	红日风能 开发部经理	2011年开始任职红豆电池厂副厂长，2014年任职江苏红日新能源有限公司副总经理，2022年5月任职红日风能开发部经理。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目技术和专利主要来自合作方超壹动力董事长陈性保领导的技术团队。超壹动力技术团队由董事长陈性保先生领导，团队致力于大功率固态锂电池研发，拥有覆盖从材料配方、量产工艺、成品应用到系统集成各个环节的自主知识产权，已获得发明专利和实用新型专利共7项、实质审查中专利7项（见下表），产品已经通过国家客车质量检验检测中心、招商局检测车辆技术研究院有限公司等权威机构的检测。

图表 23 超壹动力专利技术储备

序号	专利名称
1	一种动力锂电池组及其配组筛选方法
2	一种新型动力锂电池
3	一种从锂电池废电解液中回收氟和锂的方法
4	一种锂离子电池用的水性 PVDF 浆料及其制备、使用方法
5	一种超薄锂锰聚合物电池及其加工方法
6	一种新型锂电池真空干燥设备
7	一种新型的动力电池结构
8	利用离子液体回收废弃锂电池贵金属的方法
9	一种新型钠离子电池电解液和钠电池
10	一种二次锂硫电池的新型电解液及电池
11	一种电子烟专用高倍率耐高温兼顾的电解液和锂电池
12	一种新型动力锂电池及其制备方法
13	一种大功率钠离子电池
14	一种钠锂电池

注 1: 1-7 授权有效, 8-14 实质审查中;

注 2: 专利持有人均为陈性保先生能控制或施加重大影响的关联公司

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

项目建设规划方面, 固态锂电池生产基地计划 2022-2024 年分期建设并于 2024 年底前全部投产运营。根据问询函回复公告, 项目计划于 2022 年 8 月初投资议案获股东大会审议通过后成立项目公司, 并在依法取得土地后开工建设, 一期 1.5GWh 产线及二期 1.5GWh 产线分别计划于 2023 年底和 2024 年底投产。

图表 24 项目规划时间表

时间	进展
2022 年 8 月初	项目投资议案经股东大会审议通过后, 红日风能将尽快申请设立项目公司, 在集宁区白海子片区建设 3GW 大功率固态锂电池智能制造项目, 项目总投资约 15 亿元。项目公司拟定注册资本 30,000 万元, 其中红日风能认缴出资 27,000 万元, 持股比例 90%, 超壹动力认缴出资 3,000 万元, 持股比例 10%。
2022 年 8 月中下旬	项目公司成立后, 拟依法获取项目用地白海子光伏产业园区约 500 亩土地的使用权并申报后续建筑工程施工许可等证明。
2022 年 10 月	按期取得项目土地使用权和项目建设所需许可证明后, 将陆续开工建设, 具体过程包括施工设计, 厂房建设和购置所需生产设备等。
2023 年 12 月前	一期锂电池生产线建设完成并进行投产, 同时公司将启动二期项目建设工程。
2024 年 12 月前	二期项目工程建设完成, 全部投产运营, 并将逐步达产。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

项目收益方面, 预计实现年收入 45 亿元, 周边配套产值约 300 亿元。项目产能 3GWh, 按照当前市场价格测算, 产品售价 1.5 元/Wh, 销售收入 45 亿元, 实现税收 3.6 亿元, 岗位人员 1,000 人, 人均销售收入 450 万元; 根据可行性研究分析, 项目



达产后运营期生产成本 32.01 亿元；各项费用 5.63 亿元。构成固态电池的产业链包括上游材料（正极材料、负极材料、电解质材料、隔膜等）；中游包括电芯（电池正极、电池负极、电解质、隔膜）、电池包（电池模组及 PACK、电池管理系统）等；下游包括储能系统、新能源汽车、消费电子等。根据上述产业环节测算，周边配套产值约 300 亿元。

### 3.2 平抑风光发电并网的电网波动，储能市场迎来大发展

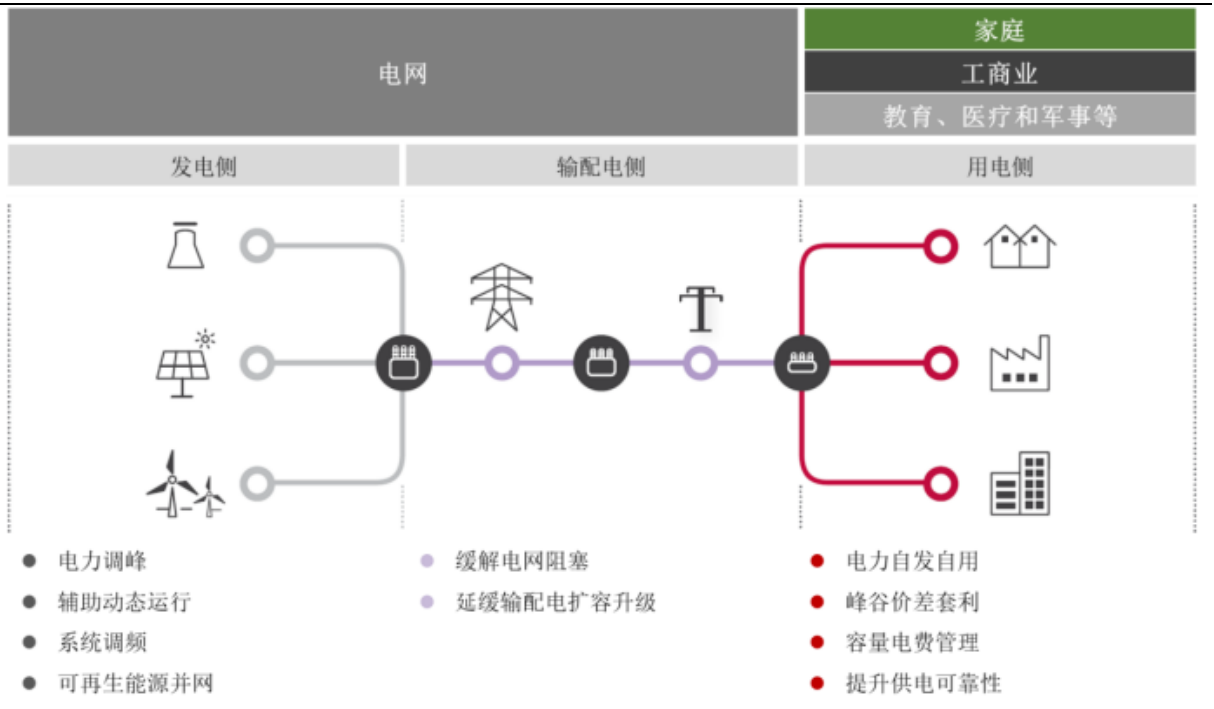
根据上一小节的描述，公司是通过风电储能项目切入赛道，储能值得深挖之处很多，到底发电、电网、负荷侧哪一场景更具备前景？锂离子固态电池、铅蓄电池、钠离子电池、钒液流电池等技术路线哪个更靠谱？这些展开讨论都是很有趣的话题，但碍于篇幅，我们在本节对储能进行简明扼要的介绍。

#### 什么是储能？为什么是储能？

**储能平衡电力供需两侧不匹配，平抑风光发电大规模并网带来电网的波动性。** 储能是指通过介质或设备把能量存储起来，在需要时再释放出来的过程，在电力系统中，电力即发即用，无法直接存储，电力的发、输、配、用在同一瞬间完成的特征决定了电力生产和消费必须保持实时平衡。储能技术可以弥补电力系统中缺失的“储放”功能，改变电能生产、输送和使用同步完成的模式，使得实时平衡的“刚性”电力系统变得更加“柔性”，特别是在平抑大规模清洁能源发电接入电网带来的波动性，提高电网运行的安全性、经济性和灵活性等方面。

**储能在电力系统主要分为表前储能(发电和电网)和表后储能(工商业和户用)。** 按应用场景可分为用户侧（电力发自自用、峰谷价差套利），发电侧（电力调峰、可再生能源并网、减少弃光弃风）、电网侧（缓解电网阻塞、延缓输配电扩容升级）、输配电侧以及辅助服务（5G 基站备用电源）等多种用途。

图表 25 储能在电力系统的应用场景



资料来源：派能科技招股书，华安证券研究所

抽水蓄能占主导,电化学储能应用范围最广、发展潜力最大。根据 CNESA 统计,截至 2021 年,全球电力系统已投运储能项目的累计装机规模达到 209.4GW。抽水蓄能所占比重为 86.2%,同比下降 4.1pct;新型储能累计装机规模为 25.4GW,同比增长 67.7%,锂离子电池占 90%。相比抽水蓄能,电化学储能受地理条件影响较小,建设周期短,可灵活运用于电力系统各环节及其他各类场景中。同时,随着成本持续下降、商业化应用日益成熟,电化学储能技术优势愈发明显,逐渐成为储能新增装机的主流。未来随着锂电池产业规模效应进一步显现,成本仍有较大下降空间,发展前景广阔。

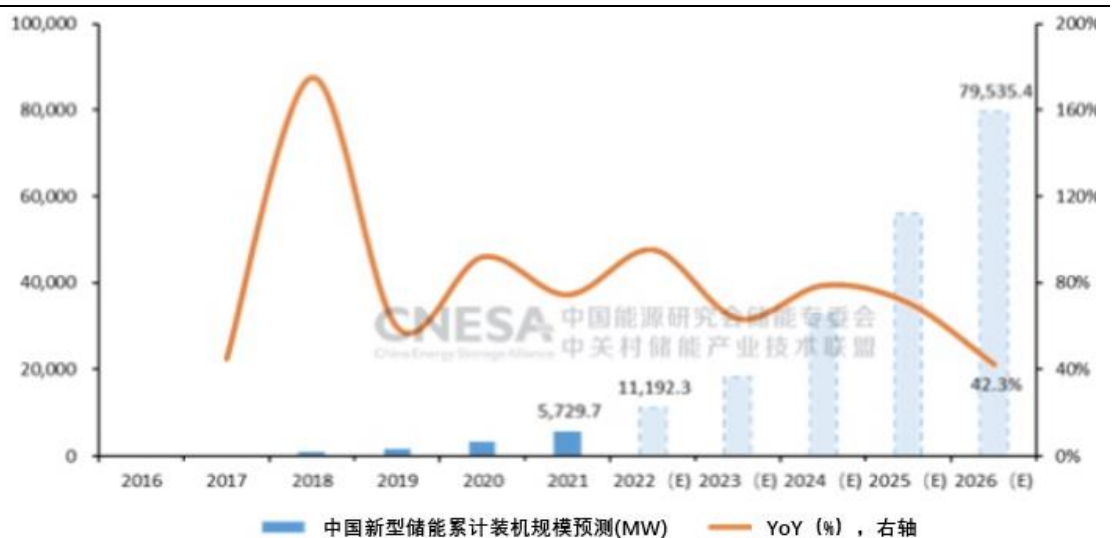
图表 26 全球新型储能市场累计装机规模 (MW, %)



资料来源: CNESA, 华安证券研究所

国内新型电力储能项目累计装机规模 5.73GW,乐观预计 2026 年达 79.5GW。中国已投运电力储能项目累计装机规模 46.1GW,占全球市场总规模的 22%,同比增长 30%,市场增量主要来自新型储能,累计装机规模达到 5729.7MW,同比增长 75%。预计 2026 年新型储能累计规模将达到 79.5GW,2022-2026 年复合年均增长率(CAGR)为 69.2%。

图表 27 中国新型储能累计投运规模乐观预测 (MW, %)



资料来源: CNESA, 华安证券研究所

### 3.3 红豆的优势：品牌优势和多元产业布局、资金情况优秀、储能蓝海市场对新进入者更友好

我们认为在纺服行业成本高涨、供给下降、国内需求低迷导致行业发展增速放缓、企业效益普遍承压的情况下，传统纺服龙头寻求业务转型是应有之举，而且行业中早有杉杉股份成功从国内服装行业第一家上市公司转型负极材料龙头的范例在先，近两年来也有兴业科技、江苏阳光等纺服企业布局新能源。

图表 28 部分纺服公司布局新能源

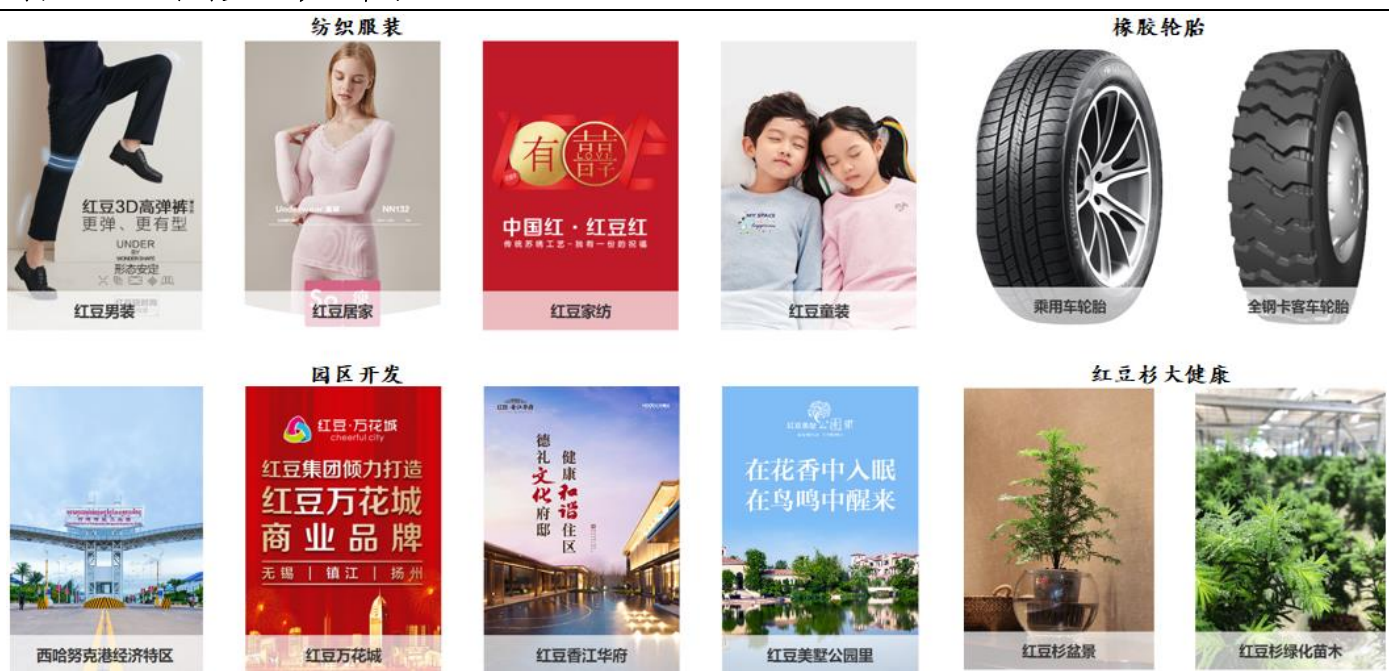
公司	主业	布局
兴业股份	天然牛皮革加工	新能源汽车内饰
中银绒业	呢绒面料、北汽	锂电池材料
红豆股份	男装	固态锂电池
江苏阳光	呢绒面料、北汽	光伏
孚日股份	家用纺织品	新能源涂层材料

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

我们认为红豆转型的优势有三：

第一，凭借公司经营多年的品牌和声誉，在与地方政府合作时有显著的优势，聚焦新能源主业的公司在多元化布局方面相对有所欠缺，而公司所在红豆集团旗下除纺服以外，还拥有轮胎、红豆杉大健康、园区开发等多元化布局，这对于风光资源丰富但区域经济发展相对落后的地区来说，在产业多元化扩张、带动持续的就业和税收方面都有较大吸引力，因此我们认为公司在地方合作上有较大优势。

图表 29 红豆集团多元化产业布局

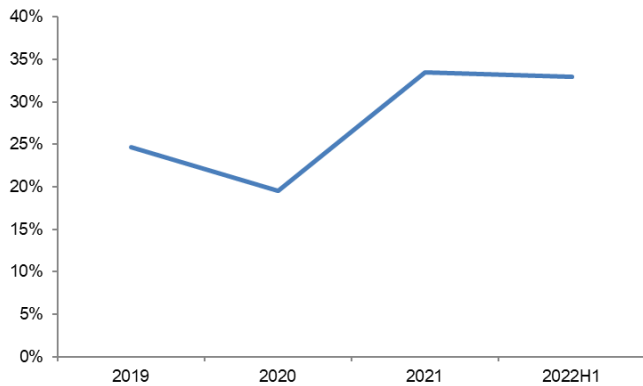


资料来源：公司官网，华安证券研究所

第二，从公司的财务角度考虑，公司资产负债率控制较好，上半年末仅为 33%，且货币资金在近几年始终保持在 10 亿元左右的水平，存货也始终控制在 2 亿元以下，

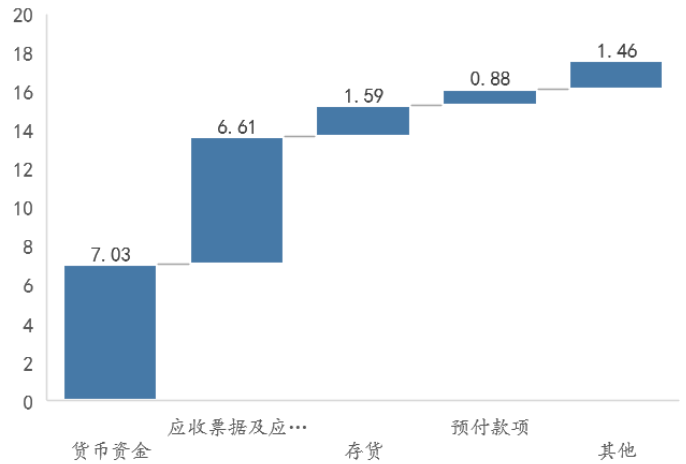
良好的财务状况为公司布局新业务以及收并购等资本开支留有充足的余地。

图表 30 红豆股份资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 红豆股份 22H1 流动资产情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

第三，公司选择从储能赛道切入新能源行业也是明智之举，固态锂电池项目一方面可以为风电项目配套，另一方面与动力电池赛道相比，储能赛道下游电站更加集中于大型央企国企，竞争格局相对更优，而且目前考虑到安全性、成本降低、使用寿命等因素，在固态或半固态、钒或钠液流电池中具体侧重哪条技术路线尚未有定论，行业处于研发向产业化发展的初期阶段，仍是蓝海市场，新进入者更容易切入赛道。

## 4 盈利预测与投资建议

1) 服装业务: 近几年国内疫情反复, 零售业务表现偏弱, 公司主动适应新常态, 坚定推进“经典舒适男装”品牌高端化战略升级, 营收规模和毛利率水平稳步增长。目前公司以产品、传播、渠道、运营为抓手, 以高端化、在线化和数智化提升整体经营质量, 有效控制生产成本。假设公司服装业务 2022-2024 年营收增速分别为 12%/8%/5%, 毛利率区间稳定在 36-38%。

2) 新能源业务: 公司计划通过切入风电储能赛道寻求新的成长空间, 其中 3GW 固态锂电池项目一期计划于 2023 年底投产以及二期计划于 2024 年底达产。我们保守预测公司 24 年项目投放市场并贡献业绩, 假设 2024 年公司固态电池实现销售 1.3GW, 销售价格为 1.3W/h, 毛利率水平为 30%。

3) 其他业务: 公司坯布以及印染等其他业务的营收占比较小, 今年受疫情以及原材料成本波动等因素影响, 其他业务营收规模有所下滑。假设明后年疫情等风险影响减弱, 坯布业务和印染业务营收规模稳定在 1 亿元左右。假设坯布业务 2022-2024 年营收增速分别为 -13%/5%/3%; 印染业务 2022-2024 年营收增速分别为 -30%/30%/8%。

图表 32 盈利预测表

合计	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2454.65	2674.53	4510.15
YoY	4.77%	8.96%	68.63%
营业成本 (百万元)	1577.27	1715.71	2984.78
毛利率	35.7%	35.9%	33.8%
服装行业			
营业收入 (百万元)	2186.24	2361.14	2479.19
YoY	12.0%	8.0%	5.0%
营收占比	89.1%	88.3%	55.0%
毛利率	37.6%	37.3%	37.6%
坯布行业			
营业收入 (百万元)	97.83	102.72	105.80
YoY	-13.0%	5.0%	3.0%
营收占比	4.0%	3.8%	2.3%
毛利率	25.7%	23.6%	22.8%
印染行业			
营业收入 (百万元)	78.24	101.72	109.86
YoY	-30%	30%	8%
营收占比	3.2%	3.8%	2.4%
毛利率	2.2%	21.0%	23.9%
其他			
营业收入 (百万元)	92.33826	108.96	125.30
YoY	-44.58%	18.00%	15.00%

营收占比	3.8%	4.1%	2.8%
毛利率	30.2%	29.0%	27.8%
风电+储能			
营业收入 (百万元)			1690
营收占比			37.5%
毛利率			30.0%
产能 (GW)			1.3
价格 (元/Wh)			1.3

资料来源：公司公告，华安证券研究所

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 24.55 亿元、26.75 亿元、45.10 亿元，同比分别增长 4.8%、9.0%、68.6%。分别实现归母净利润 1.03 亿元、1.25 亿元、2.35 亿元，同比分别增长 34.3%、21.1%、87.6%。2022-2024 年，公司对应当前市值的 PE 分别为 125X、103X、55X。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

宏观经济及疫情影响主营纺服业务业绩下滑，固态锂电池最终产品能否成功进行商业应用存在不确定性，项目实施进展不及预期风险，相关风电指标落实不及预期风险

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	1831	1435	1422	2178	
现金	997	829	475	567	
应收账款	544	293	645	951	
其他应收款	57	29	70	98	
预付账款	52	38	43	78	
存货	114	177	121	395	
其他流动资产	68	69	69	89	
<b>非流动资产</b>	3062	3363	3671	4000	
长期投资	923	1007	1084	1162	
固定资产	431	406	367	338	
无形资产	136	127	114	103	
其他非流动资产	1572	1822	2106	2397	
<b>资产总计</b>	4892	4797	5093	6178	
<b>流动负债</b>	1229	1172	1332	2164	
短期借款	386	389	413	466	
应付账款	379	380	432	981	
其他流动负债	464	403	488	716	
<b>非流动负债</b>	410	410	410	410	
长期借款	120	120	120	120	
其他非流动负债	290	290	290	290	
<b>负债合计</b>	1640	1582	1742	2574	
少数股东权益	118	126	137	155	
股本	2291	2291	2291	2291	
资本公积	108	108	108	108	
留存收益	736	689	814	1049	
归属母公司股东权益	3135	3089	3214	3449	
<b>负债和股东权益</b>	4892	4797	5093	6178	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	3	337	-2	382	
净利润	80	112	136	253	
折旧摊销	184	129	144	152	
财务费用	22	8	8	9	
投资损失	-80	-80	-86	-147	
营运资金变动	-224	167	-204	115	
其他经营现金流	324	-54	341	139	
<b>投资活动现金流</b>	254	-351	-367	-335	
资本支出	-35	-229	-251	-288	
长期投资	235	-202	-202	-194	
其他投资现金流	53	80	86	147	
<b>筹资活动现金流</b>	-334	-155	15	45	
短期借款	246	3	23	54	
长期借款	120	0	0	0	
普通股增加	-242	0	0	0	
资本公积增加	-646	0	0	0	
其他筹资现金流	189	-157	-8	-9	
<b>现金净增加额</b>	-78	-169	-354	92	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	2343	2455	2675	4510	
营业成本	1618	1577	1716	2985	
营业税金及附加	17	19	21	35	
销售费用	433	594	615	907	
管理费用	206	209	241	397	
财务费用	19	-22	-17	-5	
资产减值损失	-12	-1	-1	-1	
公允价值变动收	2	0	0	0	
投资净收益	80	80	86	147	
<b>营业利润</b>	107	145	176	324	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	106	145	176	324	
所得税	27	33	40	71	
<b>净利润</b>	80	112	136	253	
少数股东损益	3	9	11	18	
<b>归属母公司净利</b>	77	103	125	235	
EBITDA	228	174	218	325	
EPS (元)	0.03	0.04	0.05	0.10	

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.7%	4.8%	9.0%	68.6%
营业利润	-49.9%	36.1%	21.1%	84.0%
归属于母公司净	-46.9%	34.3%	21.1%	87.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	30.9%	35.7%	35.9%	33.8%
净利率 (%)	3.3%	4.2%	4.7%	5.2%
ROE (%)	2.5%	3.3%	3.9%	6.8%
ROIC (%)	0.8%	0.8%	1.4%	3.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	33.5%	33.0%	34.2%	41.7%
净负债比率 (%)	50.4%	49.2%	52.0%	71.4%
流动比率	1.49	1.22	1.07	1.01
速动比率	1.35	1.04	0.94	0.79
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.51	0.54	0.80
应收账款周转率	5.14	5.87	5.70	5.65
应付账款周转率	4.35	4.16	4.23	4.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.03	0.04	0.05	0.10
每股经营现金流	0.00	0.15	0.00	0.17
每股净资产	1.37	1.34	1.40	1.50
<b>估值比率</b>				
P/E	126.00	125.18	103.40	55.11
P/B	2.76	4.19	4.03	3.75
EV/EBITDA	37.37	74.66	61.14	40.99

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。