

红豆股份（600400.SH）

毛利率持续提升，男装业务经营韧性凸显

核心观点：

- **主营服装业务营收稳定增长，毛利率持续改善。**根据财报，24H1 公司实现收入 10.8 亿元，同比微降 1.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比减少 5.8%。其中，根据财报，24H1 公司服装/坯布/其他业务收入分别为 10.2/0.2/0.3 亿元，同比变化+0.6%/+268.2%/-11.7%，而公司出售印染业务对应营收同比减少 0.3 亿元。24H1 公司服装业务营收稳定增长，其中男装业务经营韧性凸显，24H1 红豆男装实现营收 7.9 亿元，同比增长 3.0%。分渠道来看，24H1 线上渠道实现营收 2.5 亿元，同比减少 7.5%；线下渠道实现营收 7.7 亿元，同比增长 3.6%。此外，公司毛利率持续改善，24H1 公司毛利率同比增长 3.8pct，我们认为一方面系 24H1 线下渠道毛利率同比增长 5.4pct，另一方面系较高毛利率的直营收入占比提升导致。24H1 公司期间费用率同比提升 2.4pct，其中管理费用率/销售费用率分别同比变化-0.3/+2.7pct，我们认为销售费用率提升主要系直营门店增加后员工薪酬、折旧摊销费用、租金等增加所致。
- **男装品牌高端化升级可期，回购增持稳信心。**根据公司官网及财报，公司聚焦“经典舒适男装”新定位，品牌势能不断提升：产品端以产品为抓手，打造具有差异化竞争优势的舒适男装产品，推出 0 感舒适衬衫等产品矩阵；营销端打造高效能全渠道传播体系，夯实舒适认知，携手代言人林更新、戚薇等推进全域传播；渠道端优化全渠道运营，升级线下门店，打造多样化的消费场景。此外，4 月公司发布公告拟回购 2000-4000 万元股份，7 月公司控股股东红豆集团一致行动人红阅服饰拟增持 5000-8000 万元，彰显公司对中长期发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.03/0.03/0.03 元/股。参考 DCF 估值，公司合理价值为 2.79 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**原材料涨价、终端需求低迷、供应链升级不及预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,341	2,330	2,539	2,752	2,974
增长率(%)	-0.1%	-0.5%	9.0%	8.4%	8.1%
EBITDA(百万元)	174	232	303	366	437
归母净利润(百万元)	15	30	58	67	77
增长率(%)	-80.5%	99.5%	94.9%	14.6%	14.3%
EPS（元/股）	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03
市盈率（P/E）	630.91	213.88	82.21	71.76	62.80
ROE（%）	0.5%	1.0%	2.0%	2.2%	2.5%
EV/EBITDA	53.18	26.69	15.11	12.73	10.80

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

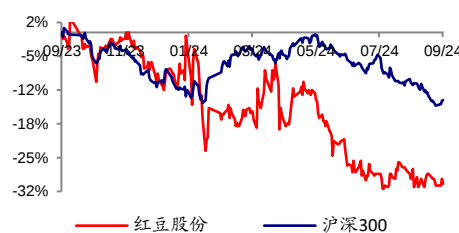
识别风险，发现价值

公司评级

增持

当前价格	2.09 元
合理价值	2.79 元
前次评级	增持
报告日期	2024-09-20

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650

mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

红豆股份（600400.SH）：毛利率持续提升，利润大幅改善	2024-05-19
红豆股份（600400.SH）：主营服装业务短期承压，毛利率持续改善	2023-11-14

联系人：

李咏红 021-38003542

liyonghong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测与投资评级

我们预计2024-2026年公司收入将达25.4亿元、27.5亿元、29.7亿元，同比增长9.0%、8.4%、8.1%。其中服装业务：红豆男装业务，预计2024-2026年线下分别开店100、100、100家，考虑终端零售环境处于逐渐恢复的过渡时期，预计24-26年同店收入增速4%、4%、2%。此外，我们预计2024-2026年贴牌加工业务收入增速分别达10%、10%、10%。

表 1：公司收入拆分（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2341.4	2330.3	2539.2	2751.8	2973.7
服装业务收入-HOdo 男装销售收入	1299.9	1606.3	1768.8	1904.4	2041.5
服装业务收入---贴牌加工服装销售收入	741.3	463.2	509.5	560.5	616.6
其他业务收入	300.2	260.8	260.8	286.9	315.6

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

无风险利率参考十年期国债收益率，市场风险溢价参考中证500近3年平均收益率， β 为公司相对上证指数近3年不做剔除财务杠杆的普通日收益率计算所得。债务利率参考我国金融机构人民币一般贷款加权平均利率，取4.00%，实际税率选取我国一般企业所得税25%的税率。

表 2：DCF核心假设

股权贴现率	10.39%
股权 β	0.84
无风险利率 R_f	2.03%
风险溢价	9.94%
WACC	8.07%
债务比率	31.38%
权益比率	68.62%
债务利率	4.00%
实际税率	25%
永续增长率	2%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3: 现金流假设 (单位为百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续	合计
EBIT	37	42	49	52	49	44	38		
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%		
NOPLAT	28	31	37	39	37	33	28		
折旧摊销	266	324	388	464	531	586	647		
营运资金	-139	-13	-14	0	-17	-19	-21		
资本投资	307	313	373	446	296	328	364		
递延税	0	0	0	0	0	0	0		
资产减值	25	28	30	30	32	35	37		
FCFF	151	83	95	87	322	345	369	6,208	7,659
PV(FCFF)	148	75	80	67	231	230	227	3,822	4,881

数据来源: 广发证券发展研究中心

备注: PV 合计数为折现到 2024 年 9 月末的数值

预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.03/0.03/0.03 元/股。参考 DCF 估值, 公司合理价值为 2.79 元/股, 维持“增持”评级。

表 4: DCF 估值

PV-FCFF (百万元)	4,881
投资/非核心资产价值 (百万元)	2,704
企业价值 (百万元)	7,585
债务 (百万元)	1,109
少数股东权益 (百万元)	61
股票价值 (百万元)	6,415
每股价值 (元/股)	2.79

数据来源: 广发证券发展研究中心

二、风险提示

原材料涨价风险。近期原材料价格波动加大，由于有相当部分上游纺织制造公司采用成本加成定价，如果原材料价格大幅上涨，公司面临毛利率下降风险，原材料价格大幅上涨将导致公司业绩波动。

终端需求低迷风险。目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。从历史经验看，服装及相关纺织品作为传统的可选消费品，受外部经济环境影响较大，如果经济不景气，消费者预期收入降低，则终端零售将承受较大压力。

供应链升级不及预期风险。品牌服装行业供应链管理升级势在必行，柔性供应链的搭建和管理需要全方位的资源配合，对商品企划、产品生产和终端管理的要求都很高，国内企业起步较慢，在柔性供应链升级方面可能不达预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,925	2,477	2,269	2,268	2,282	经营活动现金流	107	422	433	366	434
货币资金	963	1,418	1,339	1,264	1,202	净利润	16	31	61	70	79
应收及预付	739	634	697	755	816	折旧摊销	227	235	266	324	388
存货	152	326	133	144	156	营运资金变动	-80	174	114	-15	-16
其他流动资产	70	97	101	105	109	其它	-55	-19	-7	-13	-17
非流动资产	2,812	2,791	2,982	3,121	3,256	投资活动现金流	127	-132	-383	-381	-434
长期股权投资	945	960	1,110	1,260	1,410	资本支出	-145	-386	-295	-298	-357
固定资产	431	856	884	859	829	投资变动	205	222	-150	-150	-150
在建工程	147	0	3	6	9	其他	67	32	62	68	73
无形资产	145	132	141	153	166	筹资活动现金流	-362	100	-130	-59	-62
其他长期资产	1,144	843	843	843	843	银行借款	418	1,013	-71	0	0
资产总计	4,737	5,267	5,251	5,389	5,538	股权融资	26	1	0	0	0
流动负债	1,464	1,865	1,805	1,891	1,981	其他	-807	-915	-58	-59	-62
短期借款	368	571	500	500	500	现金净增加额	-128	390	-79	-75	-63
应付及预收	748	836	822	892	965	期初现金余额	935	807	1,418	1,339	1,264
其他流动负债	347	458	482	499	517	期末现金余额	807	1,197	1,339	1,264	1,202
非流动负债	227	390	390	390	390						
长期借款	120	306	306	306	306						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	107	84	84	84	84						
负债合计	1,691	2,255	2,195	2,281	2,371						
股本	2,303	2,300	2,300	2,300	2,300						
资本公积	126	123	123	123	123						
留存收益	1,079	1,042	1,084	1,133	1,189						
归属母公司股东权益	2,987	2,954	2,996	3,045	3,101						
少数股东权益	59	58	61	63	66						
负债和股东权益	4,737	5,267	5,251	5,389	5,538						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,341	2,330	2,539	2,752	2,974	成长能力					
营业成本	1,544	1,484	1,569	1,701	1,840	营业收入增长	-0.1%	-0.5%	9.0%	8.4%	8.1%
营业税金及附加	14	16	17	18	20	营业利润增长	-81.1%	172.8%	46.7%	14.6%	14.3%
销售费用	621	625	694	752	812	归母净利润增长	-80.5%	99.5%	94.9%	14.6%	14.3%
管理费用	194	191	203	217	229	获利能力					
研发费用	21	19	20	22	24	毛利率	34.1%	36.3%	38.2%	38.2%	38.1%
财务费用	14	21	30	29	29	净利率	0.7%	1.3%	2.4%	2.5%	2.7%
资产减值损失	-8	-10	-25	-28	-30	ROE	0.5%	1.0%	2.0%	2.2%	2.5%
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	ROIC	-1.1%	0.0%	0.7%	0.7%	0.9%
投资净收益	93	57	62	68	73	偿债能力					
营业利润	20	55	81	93	106	资产负债率	35.7%	42.8%	41.8%	42.3%	42.8%
营业外收支	1	-3	0	0	0	净负债比率	55.5%	74.8%	71.8%	73.4%	74.9%
利润总额	21	52	81	93	106	流动比率	1.31	1.33	1.26	1.20	1.15
所得税	5	21	20	23	26	速动比率	1.19	1.10	1.13	1.07	1.02
净利润	16	31	61	70	79	营运能力					
少数股东损益	1	1	2	3	3	总资产周转率	0.49	0.44	0.48	0.51	0.54
归属母公司净利润	15	30	58	67	77	应收账款周转率	3.35	4.10	4.06	4.06	4.06
EBITDA	174	232	303	366	437	存货周转率	15.36	7.14	19.15	19.14	19.12
EPS (元)	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03	每股指标 (元)					
						每股收益	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03
						每股经营现金流	0.05	0.18	0.19	0.16	0.19
						每股净资产	1.30	1.28	1.30	1.32	1.35
						估值比率					
						P/E	630.91	213.88	82.21	71.76	62.80
						P/B	3.18	2.17	1.60	1.58	1.55
						EV/EBITDA	53.18	26.69	15.11	12.73	10.80

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。