

2022年10月30日

线上维持较快增长，线下疫情承压

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:	6.32/2.80
目标价格:		总市值(亿)	120.68
最新收盘价:	5.24	自由流通市值(亿)	120.07
		自由流通股数(百万)	2291.37

事件概述

2022年前三季度公司收入/净利/扣非净利分别为16.67/0.46/0.37亿元、同比增长2.96%/-39.63%/-48.65%。Q3单季公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为5.42/-0.05/-0.09亿元、同比下降7.67%/446.03%/1628.73%，业绩低于市场预期，净利大幅减少主要由于山东、河南、河北、陕西、新疆、甘肃、内蒙、四川、重庆、天津等多地疫情影响，以及公司高端化转型升级广告宣传费、咨询费增加。

分析判断:

线上收入同比提升，线下直营店效下降、加盟出货下滑。22Q3公司服装业务收入4.78亿元，同比下降1.38%。(1)分品牌看，H0do男装/贴牌加工服装分别实现营收2.93/1.85亿元、同比增长-8.52%/12.58%。(2)分线上线看，线上/线下分别收入1.14/3.64亿元、同比增长21.86%/-6.94%。(3)分渠道看，线下直营闭店速率同比上升、店效同比大幅下降，加盟闭店速率同比放缓、单店出货下滑：22Q3直营/加盟实现营收0.84/0.48亿元、同比下降52.12%/31.80%；截至22Q3末公司拥有门店911家（直营394+加盟517），Q3净闭店143家（直营/加盟净闭店45/98家），加盟转直营店20家；22Q3直营店效为21.39万元、同比下降52.24%；加盟单店出货9.30万元、同比下滑11.59%。

毛利率同比下降，投资净收益增加及所得税减少导致净利率降幅低于毛利率。(1)毛利率下降来自H0do男装：22Q3公司毛利率30.61%，同比下降2.78PCT，线上/直营/加盟毛利率分别为46.88%/68.02%/23.57%、同比提升6.82/21.41/-33.16PCT。分品牌看，H0do男装/贴牌加工服装分别为41.85%/18.83%、同比下降3.35/0.77PCT。(2)净利率下降主要来自销售费用率增加：22Q3公司净利率为-1.00%、同比下降1.27PCT。其中，销售/管理/研发/财务费用同比上升4.86/-1.63/0.52/-0.21PCT至25.16%/7.69%/1.03%/0.24%，其中销售费用提升来自公司高端化转型升级广告宣传费、咨询费增加。净利率降幅低于毛利率主要由于投资净收益增加、所得税减少等。22Q3公司投资净收益/收入为4.74%、同比提升2.7PCT，所得税/收入为0.93%、同比下降0.98PCT。

存货金额提升、周转天数上升。22Q3公司存货为2.24亿元、同比增长40.92%、环比增长40.88%，存货周转天数为41.55天、同比增加6.6天。应收账款为7.01亿元、同比增加29.09%，应收账款周转天数为100.78天、同比增加24.84天。

投资建议

公司和君智咨询合作以来，定位经典舒适男装，陆续打造爆款新品，零感舒适衬衫打响第一枪。整体来说，今明两年公司仍处于投入期，23年后有望显现转型效果。新能源业务有望于24年贡献业绩。下调22/23/24年收入预测28.11/36.80/46.60亿元至23.94/30.55/38.76亿元，22/23/24年归母净利0.92/1.41/2.09亿元下调至0.69/1.02/1.53亿元，对应EPS0.04/0.06/0.09元下调至0.03/0.04/0.07元，2022年10月28日收盘价5.24元对应PE分别为176/119/79X，维持“增持”评级。

风险提示

疫情反复风险；线下店效恢复风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,384	2,343	2,394	3,055	3,876
YoY (%)	-6.1%	-1.7%	2.2%	27.6%	26.9%
归母净利润(百万元)	145	77	69	102	153
YoY (%)	-14.4%	-46.9%	-10.8%	48.3%	50.0%
毛利率 (%)	28.2%	30.9%	32.3%	32.4%	32.5%
每股收益 (元)	0.06	0.03	0.03	0.04	0.07
ROE	4.0%	2.5%	2.1%	3.1%	4.4%
市盈率	92.26	173.83	175.77	118.56	79.05

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：

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,343	2,394	3,055	3,876	净利润	80	76	113	170
YoY (%)	-1.7%	2.2%	27.6%	26.9%	折旧和摊销	184	16	16	16
营业成本	1,618	1,622	2,066	2,618	营运资金变动	-224	-49	-58	-66
营业税金及附加	17	17	22	28	经营活动现金流	3	6	25	53
销售费用	433	479	611	765	资本开支	-35	-79	-80	-80
管理费用	206	206	249	302	投资	235	0	0	0
财务费用	19	0	0	0	投资活动现金流	254	-17	-3	17
研发费用	13	12	12	16		0	0	0	0
资产减值损失	-12	-25	-30	-30	股权募资	506	-386	0	0
投资收益	80	62	76	97	债务募资	-334	-386	0	0
营业利润	107	103	151	226	筹资活动现金流	-78	-397	22	69
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	80	76	113	170
利润总额	106	103	151	226					
所得税	27	27	38	57	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	80	76	113	170	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	77	69	102	153	营业收入增长率	-1.7%	2.2%	27.6%	26.9%
YoY (%)	-46.9%	-10.8%	48.3%	50.0%	净利润增长率	-46.9%	-10.8%	48.3%	50.0%
每股收益	0.03	0.03	0.04	0.07	盈利能力 (%)				
					毛利率	30.9%	32.3%	32.4%	32.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	3.4%	3.2%	3.7%	4.4%
货币资金	997	600	622	691	总资产收益率 ROA	1.6%	1.5%	2.1%	2.9%
预付款项	52	52	66	84	净资产收益率 ROE	2.5%	2.1%	3.1%	4.4%
存货	114	114	145	184	偿债能力 (%)				
其他流动资产	668	681	851	1,062	流动比率	1.49	1.74	1.65	1.61
流动资产合计	1,831	1,447	1,684	2,021	速动比率	1.35	1.54	1.44	1.40
长期股权投资	923	923	923	923	现金比率	0.81	0.72	0.61	0.55
固定资产	431	494	558	622	资产负债率	33.5%	27.2%	29.4%	31.5%
无形资产	136	136	136	136	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,062	3,125	3,188	3,253	总资产周转率	0.48	0.52	0.63	0.74
资产合计	4,892	4,572	4,873	5,274	每股指标 (元)				
短期借款	386	0	0	0	每股收益	0.03	0.03	0.04	0.07
应付账款及票据	481	482	614	778	每股净资产	1.36	1.39	1.44	1.50
其他流动负债	362	350	406	473	每股经营现金流	0.00	0.00	0.01	0.02
流动负债合计	1,229	832	1,020	1,252	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	120	120	120	120	估值分析				
其他长期负债	290	290	290	290	PE	173.83	175.77	118.56	79.05
非流动负债合计	410	410	410	410	PB	2.78	3.77	3.65	3.49
负债合计	1,640	1,243	1,430	1,662					
股本	2,291	2,291	2,291	2,291					
少数股东权益	118	125	137	154					
股东权益合计	3,253	3,329	3,442	3,612					
负债和股东权益合计	4,892	4,572	4,873	5,274					

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。