

2023年4月21日

# 爆品0感衬衫出圈，期待疫后复苏

## 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:	6.32/2.81
目标价格:		总市值(亿)	77.84
最新收盘价:	3.38	自由流通市值(亿)	77.84
		自由流通股数(百万)	2303

### 事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为23.41/0.15/0.03/1.07亿元，同比下降0.06%/80%/95%/-4024%；22Q4公司收入/归母净利6.74/-0.31亿元，同比下降6.91%/亏损。经营性现金流高于净利主要由于经营性应付项目增加及使用权资产折旧增加。22年每10股派发现金红利0.3元，股息率为0.9%。

### 分析判断:

**0感衬衫销量突破33万件，红豆男装小程序运营实现GMV3.1亿元。**22年公司服装/印染/坯布/其他业务收入分别为20.41/0.64/1.31/0.78亿元，同比增长4.57%/-42.77%/18.55%/28.34%，服装业务收入占比88.19%。（1）分品牌看，H0do男装/贴牌加工服装分别实现营收13.00/7.41亿元、同比增长-15.05%/75.76%。（2）分线上线下看，线上/直营/加盟收入分别为5.30/4.08/3.07亿元、同比增长9.87%/54.00%/-46.89%；直营增长主要由于店效同比增长，加盟下滑主要由于关店叠加单店出货下滑。截至22年末公司拥有门店922家（直营加盟399/523家），22年净闭店79家（直营/加盟净闭店7/72家，同比增加353家/-449家），加盟转直营店25家；由此推算，22年直营店效为102.26万元、同比上升57%；加盟单店出货58.70万元、同比下滑40%。

**线上毛利率大幅提升，销售费用率增长导致净利率下降。**（1）毛利率上升来自H0do男装，而男装毛利率增长我们分析得益于0感衬衫等爆品的推出：22年公司毛利率34.07%，同比上升3.1PCT，其中服装/印染/坯布/其他业务毛利率分别为35.92%/7.45%/18.55%/28.34%，同比增加3.74/-16.47/-5.4/-2.24PCT；H0do男装/贴牌加工服装的毛利率分别为50.87%/9.70%、同比增加12.77/-0.99PCT；分渠道来看，线上/直营/加盟/批发及其他渠道的毛利率分别为48.50%/58.86%/25.71%/19.47%、同比提升7.42/2.16/-2.39/-1.70PCT。22Q4毛利率为33.83%，同比增长5.93PCT。（2）净利率下降主要来自公司高端化转型升级广告宣传、咨询费用增加：22年公司净利率为0.64%、同比下降2.65PCT；22Q4公司净利率为-4.6%、同比下降4.6PCT。从费用率看，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为26.53%/8.29%/0.9%/0.6%、同比提高8.05/-0.51/0.34/-0.21PCT，22Q4销售/管理/研发/财务费用率为29.82%/9.05%/0.89%/0.45%、同比增长8.69/0.49/0.2/-1.49PCT。22年其他收益0.14亿元，同比增长75%；资产减值损失0.08亿元，同比下降33.33%、主要来自存货处理后计提减值损失的减少，信用减值损失0.14亿元，同比增加75%。22Q4其他收益0.02亿元，同比下降50%，资产减值损失-0.05亿元，同比下降37.5%，信用减值损失0.07亿元，同比增长600%。

**存货金额提升，1-2年存货占比提升。**22年末存货为1.52亿元，同比增长334.04%，存货周转天数31天、同比减少3天。应收账款为7亿元、同比增长28.7%，应收账款周转天数为97天、同比增加26天。从存货结构来看，6个月以内/6-12个月/12-24个月/24-36个月/36个月以上存货占比78.8%/6.0%/14.8%/0.4%/0.1%，同比减少3.8/2.1/-11.7/3.2/2.6PCT。

### 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，0感舒适衬衫打响第一枪，未来有望陆续推出其他单品。23年2月，公司公告拟定增不超过11.8亿元，用于体验店升级、建设电商中心以及建设研发中心项目。我们认为公司度过21、22两年投入期后，23年开始有望显现转型效果。考虑到收入符合市场预期，

净利由于销售费用率增长低于市场预期，维持此前收入预测，23/24 年收入预测 30.55/38.76 亿元，新增 25 年收入预测 45.56 亿元，维持 23/24 年归母净利预测 1.02/1.53 亿元，新增 25 年归母净利预测 1.68 亿元，对应 23/24 年 EPS 0.04/0.07 元，新增 25 年 EPS 0.09 元，2023 年 4 月 20 日收盘价 3.38 元对应 PE 分别为 76/51/39X，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；拟定增尚未完成，存在不确定性之类的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,343	2,341	3,055	3,876	4,556
YoY (%)	-1.7%	-0.1%	30.5%	26.9%	17.5%
归母净利润(百万元)	77	15	102	153	198
YoY (%)	-46.9%	-80.5%	578.2%	50.0%	29.5%
毛利率 (%)	30.9%	34.1%	32.3%	32.4%	32.5%
每股收益 (元)	0.03	0.01	0.04	0.07	0.09
ROE	2.5%	0.5%	3.3%	4.7%	5.8%
市盈率	101.13	517.59	76.32	50.88	39.30

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,341	3,055	3,876	4,556	净利润	16	113	170	220
YoY (%)	-0.1%	30.5%	26.9%	17.5%	折旧和摊销	227	16	16	16
营业成本	1,544	2,070	2,622	3,077	营运资金变动	-80	13	-21	-25
营业税金及附加	14	21	28	31	经营活动现金流	107	88	98	128
销售费用	621	609	751	879	资本开支	-145	-79	-80	-80
管理费用	194	251	316	355	投资	205	0	0	0
财务费用	14	0	0	0	投资活动现金流	127	1	17	34
研发费用	21	15	16	18		26	0	0	0
资产减值损失	-8	-25	-30	-30	股权募资	418	-368	0	0
投资收益	93	79	97	114	债务募资	-362	-368	0	0
营业利润	20	153	227	293	筹资活动现金流	-128	-280	115	161
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	16	113	170	220
利润总额	21	153	227	293					
所得税	5	40	57	73	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	16	113	170	220	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	15	102	153	198	营业收入增长率	-0.1%	30.5%	26.9%	17.5%
YoY (%)	-80.5%	578.2%	50.0%	29.5%	净利润增长率	-80.5%	578.2%	50.0%	29.5%
每股收益	0.01	0.04	0.07	0.09	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	34.1%	32.3%	32.4%	32.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利率	0.7%	3.7%	4.4%	4.8%
货币资金	963	683	798	959	总资产收益率 ROA	0.3%	2.1%	2.9%	3.4%
预付款项	37	49	62	73	净资产收益率 ROE	0.5%	3.3%	4.7%	5.8%
存货	152	204	259	304	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	773	1,000	1,262	1,479	流动比率	1.31	1.36	1.35	1.38
流动资产合计	1,925	1,937	2,381	2,815	速动比率	1.19	1.18	1.17	1.19
长期股权投资	945	945	945	945	现金比率	0.66	0.48	0.45	0.47
固定资产	431	494	558	622	资产负债率	35.7%	34.3%	37.4%	39.0%
无形资产	145	145	145	145	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2,812	2,875	2,939	3,003	总资产周转率	0.49	0.63	0.73	0.78
资产合计	4,737	4,812	5,320	5,818	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	368	0	0	0	每股收益	0.01	0.04	0.07	0.09
应付账款及票据	748	1,003	1,271	1,491	每股净资产	1.30	1.34	1.41	1.49
其他流动负债	347	423	493	551	每股经营现金流	0.05	0.04	0.04	0.06
流动负债合计	1,464	1,426	1,764	2,042	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	120	120	120	120	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	107	107	107	107	PE	517.59	76.32	50.88	39.30
非流动负债合计	227	227	227	227	PB	3.18	2.52	2.40	2.26
负债合计	1,691	1,652	1,991	2,269					
股本	2,303	2,303	2,303	2,303					
少数股东权益	59	70	87	109					
股东权益合计	3,046	3,160	3,330	3,550					
负债和股东权益合计	4,737	4,812	5,320	5,818					

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。