

审慎增持 (维持)

红豆股份

600400

2022年三季度报点评：疫情下线下业绩承压，高端化转型带动线上和直营毛利率提升

2022年11月4日

市场数据

市场数据日期	2022/11/4
收盘价(元)	5.00
总股本(百万股)	2,303.02
流通股本(百万股)	2,291.37
总市值(百万元)	11,515.11
流通市值(百万元)	11,456.86
净资产(百万元)	3,028.48
总资产(百万元)	4,677.12
每股净资产(元)	1.29

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2343	2716	3278	4088
同比增长	-1.7%	15.9%	20.7%	24.7%
归母净利润(百万元)	77	73	103	138
同比增长	-46.9%	-4.9%	41.2%	33.4%
毛利率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
净利率	3.4%	2.8%	3.3%	3.5%
净资产收益率	2.5%	2.3%	3.1%	4.0%
每股收益(元)	0.03	0.03	0.05	0.06
每股经营现金流(元)	0.00	0.09	0.01	0.07

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件：公司发布2022年三季度报，收入受疫情影响下滑。**①2022前三季度公司实现收入/归母净利润/扣非净利润分别为16.67/0.46/0.37亿元，分别同比+2.96%/-39.63%/-48.65%。②2022Q3公司实现收入/归母净利润/扣非净利润分别为5.42/-0.05/-0.09亿元，分别同比-7.67%/-446.03%/-1628.73%。净利润下降主要系山东、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所需的广告宣传费、咨询费增加所致。
- **产品高端化转型，前三季度线上、直营毛利率仍保持增长。**①分品牌，前三季度Hodo男装/贴牌加工收入分别为10.80/4.05亿元，同比变动-3.06%/+35.81%；毛利率分别为42.49%/18.84%，分别同比变动+5.11/-0.49pct。②分渠道，前三季度线上/直营/经销联营收入分别为3.65/2.88/2.33亿元，分别同比变动+19.67%/-17.90%/-36.72%；毛利率分别为47.36%/60.66%/29.83%，同比变动+8.34pct/+16.95pct/-0.47pct。线上及直营毛利率逆势增长主要得益于品牌高端化转型，推出新品提高客单价，以及直营占比提升。
- **公司高端化转型导致销售费用率上升，单三季度盈利承压。**①2022前三季度公司实现毛利率/归母净利率/扣非归母净利率分别为34.18%/2.78%/2.21%，同比+1.84pct/-1.96pct/-2.22pct。2022Q3公司实现毛利率/归母净利率/扣非归母净利率分别为30.61%/-1%/-1.6%，同比-2.77pct/

分析师：

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

研究助理：

韩欣

hanxin@xyzq.com.cn

-1.27pct/-1.7pct。②2022Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 25.16%/7.69%/1.03%/0.24%，分别同比+4.87pct/ -1.62pct/+0.51pct/ -167.06pct。

- **存货规模有所提升。**2022Q3 公司应收账款账面价值/存货账面价值/应付账款账面价值分别为 7.01/2.24/5.36 亿元，分别同比+29.09%/+40.92%/+57.75%。应收账款周转天数/存货周转天数/应付账款周转天数分别为 101/42/113 天，分别同比+25/+7/+26 天。
- **盈利预测：**红豆股份通过聚焦优质单品，品牌高端化转型，进行线上线下融合的全渠道布局和数智化改造，在 2022 前三季度整体承压的背景下实现收入的逆势增长。预计 22-24 年公司实现归母净利润 0.73/1.03/1.38 亿元，分别同比变动-4.9%/+41.2%/+33.4%，对应 11 月 4 日收盘价，PE 分别为 156.5/110.8/83.1 倍。

风险提示：消费环境恢复不及预期，疫情反复影响终端零售，新能源项目进展不及预期

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1831	2191	2630	3155	营业收入	2343	2716	3278	4088
货币资金	997	1351	1570	1888	营业成本	1618	1876	2264	2823
交易性金融资产	46	71	58	65	税金及附加	17	20	24	30
应收票据及应收账款	546	528	700	834	销售费用	433	531	613	752
预付款项	52	43	62	71	管理费用	206	239	288	351
存货	114	139	163	206	研发费用	13	13	13	13
其他	77	59	76	92	财务费用	19	6	3	1
非流动资产	3062	2962	2865	2769	其他收益	8	7	7	8
长期股权投资	923	923	923	923	投资收益	80	80	80	80
固定资产	431	415	389	361	公允价值变动收益	2	2	2	2
在建工程	20	10	5	2	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
无形资产	136	118	100	82	资产减值损失	-12	-12	-12	-12
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	-0	-0	-0
长期待摊费用	31	-17	-66	-114	营业利润	107	100	141	186
其他	1522	1514	1514	1514	营业外收入	2	2	2	2
资产总计	4892	5153	5495	5924	营业外支出	2	2	2	2
流动负债	1229	1306	1421	1588	利润总额	106	100	141	186
短期借款	386	386	386	386	所得税	27	24	34	43
应付票据及应付账款	481	558	673	839	净利润	80	76	107	143
其他	362	362	362	362	少数股东损益	3	3	4	5
非流动负债	410	530	650	770	归属母公司净利润	77	73	103	138
长期借款	120	240	360	480	EPS(元)	0.03	0.03	0.05	0.06
其他	290	290	290	290					
负债合计	1640	1836	2072	2358					
股本	2291	2303	2303	2303	主要财务比率				
资本公积	108	108	108	108	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	894	957	1044	1156	成长性				
少数股东权益	118	121	124	129	营业收入增长率	-1.7%	15.9%	20.7%	24.7%
股东权益合计	3253	3316	3423	3566	营业利润增长率	-49.9%	-6.2%	41.0%	31.5%
负债及权益合计	4892	5153	5495	5924	归母净利润增长率	-46.9%	-4.9%	41.2%	33.4%
					盈利能力				
					毛利率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
					净利率	3.4%	2.8%	3.3%	3.5%
					ROE	2.5%	2.3%	3.1%	4.0%
					偿债能力				
					资产负债率	33.5%	35.6%	37.7%	39.8%
					流动比率	1.49	1.68	1.85	1.99
					速动比率	1.40	1.57	1.74	1.86
					营运能力				
					资产周转率	0.49	0.54	0.62	0.72
					应收账款周转率	4.85	4.80	5.06	5.05
					存货周转率	10.53	11.92	12.03	12.26
					每股资料(元)				
					每股收益	0.03	0.03	0.05	0.06
					每股经营现金	0.00	0.09	0.01	0.07
					每股净资产	1.37	1.39	1.44	1.50
					估值比率(倍)				
					PE	148.8	156.5	110.8	83.1
					PB	3.7	3.6	3.5	3.3

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	77	73	103	138
折旧和摊销	77	74	74	75
资产减值准备	20	2	16	18
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-2	-2	-2	-2
财务费用	22	6	3	1
投资损失	-80	-80	-80	-80
少数股东损益	3	3	4	5
营运资金的变动	-224	120	-85	-5
经营活动产生现金流量	3	203	34	151
投资活动产生现金流量	254	29	68	49
融资活动产生现金流量	-334	121	117	119
现金净变动	-78	354	219	318
现金的期初余额	1012	997	1351	1570
现金的期末余额	935	1351	1570	1888

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn