

# 红豆股份 (600400)

## 2022 年报点评: 转型期利润承压, 期待高端化战略成效进一步显现

增持 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,341	2,835	3,380	3,999
同比	-0.06%	21%	19%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	15	68	100	133
同比	-80%	353%	47%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.01	0.03	0.04	0.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	503.81	111.20	75.67	57.08

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **公司公布 2022 年报:** 营收 23.41 亿元/yoy-0.06%、归母净利 0.15 亿元/yoy-80.46%，收入受到疫情影响小幅回落，利润大幅下滑主要系高端化转型下宣传、咨询费用增加所致。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比+10.92%/+6.55%/-7.67%/-6.83%、归母净利分别同比-41.03%/-10.71%/小幅亏损/大幅亏损，Q3、Q4 经营受疫情冲击较为严重，Q4 亏损幅度加深主因销售费用投放增加。
- **服装主业较为稳健，战略转型下直营增速靓丽。** 1) 分产品看，22 年服装/印染/坯布收入分别同比+4.6%/-42.8%/+16.5%、分别占比 87.2%/2.7%/5.6%。服装主业疫情期间表现较为稳健，其中红豆品牌男装/贴牌加工收入同比分别-15.1%/75.8%、占服装收入比重分别为 63.7%/36.3%。2) **服装业务分渠道看**，22 年线上/线下收入同比分别+9.9%/+2.8%、占服装收入比重分别为 26.0%/74.0%，线上渠道受疫情影响相对较小、增速较快。线下直营/加盟/其他（主要为贴牌加工、品牌团购等）收入分别同比+54.0%/-46.9%/+12.7%、分别占比 13.6%/29.7%/32.0%，22 年末共 922 家门店（直营 399+加盟 523 家），较 21 年末净-79 家（直营-7+加盟-72 家），对应同比-7.9%（直营-1.7%&加盟-12.1%），直营渠道增速亮眼主因品牌高端化战略升级带动直营门店店效提升、同比+50%以上。
- **高端化转型下毛利率提升，费用率大幅提升拖累净利率下滑。** 1) **毛利率:** 22 年同比+3.13pct 至 34.07%，主要系红豆品牌男装毛利率同比+12.8pct 至 50.9%所带动，品牌转型成效初显。2) **期间费用率:** 22 年同比+7.69pct 至 36.32%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+8.04/-0.52/+0.36/-0.19pct 至 26.52%/8.28%/0.92%/0.61%，销售费用率大幅提升主因转型升级广告宣传费、咨询费增加所致。3) **归母净利率:** 费用率提升幅度大于毛利率，归母净利率同比-2.64pct 至 0.64%。4) **存货:** 22 年末存货 1.52 亿元/yoy+34.04%，存货周转天数同比+5 天至 31 天，疫情扰动致库存规模提升。5) **现金流:** 22 年经营活动现金流净额 1.07 亿/同比大幅增加。截至 22 年末货币资金 9.63 亿元、现金充沛。
- **定位经典舒适男装，全方位进行品牌高端化战略转型。** 公司 21 年与君智合作、定位经典舒适男装，品牌升级成效初显：①**渠道上**加速从流量运营向品牌运营转型，深耕私域小程序运营，22 年红豆男装小程序实现 GMV3.1 亿元；②**产品上**打造爆款单品 0 感舒适衬衫，22 年单品销量突破 33 万件。2023/1/16，公司公告拟定增募集 11.8 亿元进行门店升级改造、电商中心建设、设计研发中心建设等项目，彰显发展信心，为后续改革继续展开提供充足资金保障，品牌升级效果将进一步得到市场检验。
- **盈利预测与投资评级:** 公司聚焦男装业务，自 21 年转型开始不断推出高品质产品&持续进行渠道升级，22 年成效初显，直营门店店效&整体毛利率大幅提升，但转型期费用投放较大致使 22 年利润承压。同时公司发力职业装市场、拓宽业务范围，23 年以来已相继中标中国建设银行、国家能源集团等，累计中标项目金额约达 5.05 亿元。新能源业务方面，22 年切入的新能源风能已获得相应建造资质，固态锂电池业务已取得 3GW 大功率固态锂电池项目备案，但由于专利纠纷投产建设进度延迟。考虑转型期内费用投放较大，我们将 23-24 年净利从 1.11/1.54 下调至 0.68/1.00 亿元、增加 25 年预测值 1.33 亿元，对应 23-25 年 PE 为 111/76/57X，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 终端消费复苏不及预期、费用大幅增加、品牌转型效果不及预期、新能源业务推进不及预期等。

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

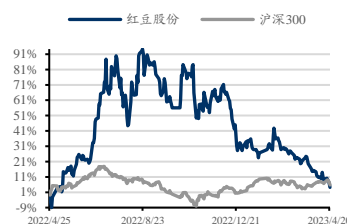
zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	3.29
一年最低/最高价	2.85/6.32
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	7,538.61
总市值(百万元)	7,576.94

### 基础数据

每股净资产(元)	1.30
资产负债率(%)	35.69
总股本(百万股)	2,303.02
流通 A 股(百万股)	2,291.37

### 相关研究

《红豆股份(600400): 打造经典舒适男装, 布局固态锂电池涉入新能源》

2022-07-22

表1: 22年公司收入/门店/毛利率按行业、品牌及渠道划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	2,341	-0.1%	100.0%	922	-79	34.07%	+3.13pct
分行业							
服装	2,041	4.6%	87.2%	922	-79	35.92%	+3.74pct
印染	64	-42.8%	2.7%	/	/	7.45%	-16.47pct
坯布	131	16.5%	5.6%	/	/	18.55%	-5.40pct
其他	78	-20.7%	3.3%	/	/	28.34%	-2.24pct
服装分品牌							
HOdo 男装	1,300	-15.1%	55.5%	922	-79	50.87%	+12.77pct
贴牌加工服装	741	75.8%	31.7%	/	/	9.70%	--0.99pct
服装分渠道							
线上	530	9.9%	22.7%	/	/	48.50%	+7.42pct
线下	1511	2.8%	64.5%	922	-79	31.50%	+2.25pct
直营	408	54.0%	17.4%	399	-7	58.86%	+2.16pct
加盟	307	-46.9%	13.1%	523	-72	25.71%	-2.39pct
其他	795	27.2%	34.0%	/	/	19.71%	+1.02pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 红豆股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,925</b>	<b>1,584</b>	<b>2,329</b>	<b>2,114</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,341</b>	<b>2,835</b>	<b>3,380</b>	<b>3,999</b>
货币资金及交易性金融资产	963	1,040	1,263	1,275	营业成本(含金融类)	1,544	1,840	2,169	2,552
经营性应收款项	758	320	788	527	税金及附加	14	23	30	36
存货	152	151	204	215	销售费用	621	709	821	940
合同资产	0	0	0	0	管理费用	194	235	280	332
其他流动资产	52	73	73	97	研发费用	21	23	27	32
<b>非流动资产</b>	<b>2,812</b>	<b>2,845</b>	<b>2,863</b>	<b>2,877</b>	财务费用	14	2	-1	-7
长期股权投资	945	965	985	1,005	加:其他收益	14	11	14	16
固定资产及使用权资产	713	799	839	852	投资净收益	93	85	78	60
在建工程	147	78	42	22	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	145	140	135	130	减值损失	-22	-9	-7	-7
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	48	38	28	23	<b>营业利润</b>	<b>20</b>	<b>91</b>	<b>136</b>	<b>183</b>
其他非流动资产	814	824	834	844	营业外净收支	1	3	2	2
<b>资产总计</b>	<b>4,737</b>	<b>4,429</b>	<b>5,192</b>	<b>4,991</b>	<b>利润总额</b>	<b>21</b>	<b>94</b>	<b>138</b>	<b>185</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,464</b>	<b>1,083</b>	<b>1,738</b>	<b>1,394</b>	减:所得税	5	21	30	43
短期借款及一年内到期的非流动负债	523	523	523	523	<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>73</b>	<b>108</b>	<b>143</b>
经营性应付款项	748	325	940	549	减:少数股东损益	1	5	8	10
合同负债	14	37	43	51	<b>归属母公司净利润</b>	<b>15</b>	<b>68</b>	<b>100</b>	<b>133</b>
其他流动负债	179	198	232	271	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.01	0.03	0.04	0.06
非流动负债	227	227	227	227	EBIT	-60	23	69	127
长期借款	120	120	120	120	EBITDA	167	250	305	371
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.07	35.09	35.82	36.18
租赁负债	87	87	87	87	归母净利率(%)	0.64	2.40	2.96	3.32
其他非流动负债	20	20	20	20	收入增长率(%)	-0.06	21.08	19.20	18.33
<b>负债合计</b>	<b>1,691</b>	<b>1,309</b>	<b>1,965</b>	<b>1,621</b>	归母净利润增长率(%)	-80.46	353.05	46.97	32.57
归属母公司股东权益	2,987	3,056	3,156	3,288					
少数股东权益	59	64	72	82					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,046</b>	<b>3,120</b>	<b>3,227</b>	<b>3,370</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,737</b>	<b>4,429</b>	<b>5,192</b>	<b>4,991</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	107	280	430	238	每股净资产(元)	1.30	1.33	1.37	1.43
投资活动现金流	127	-172	-175	-196	最新发行在外股份(百万股)	2,303	2,303	2,303	2,303
筹资活动现金流	-362	-31	-31	-31	ROIC(%)	-1.19	0.46	1.37	2.43
现金净增加额	-128	77	224	11	ROE-摊薄(%)	0.50	2.23	3.17	4.04
折旧和摊销	227	227	237	244	资产负债率(%)	35.69	29.56	37.84	32.48
资本开支	-145	-227	-223	-221	P/E(现价&最新股本摊薄)	503.81	111.20	75.67	57.08
营运资本变动	-80	27	127	-124	P/B(现价)	2.54	2.48	2.40	2.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

