

红豆股份（600400）\ 纺织服装

定位经典舒适男装，高端化转型成果可期

投资要点：

公司概況：国内男装知名企业，明确“经典舒适男装”新定位

公司是国内男装领域知名企业，在2017年实施重大资产重组后，完成主业聚焦，22H1公司服装主业营收为10.06亿元，占比90.2%。2021年，公司管理团队启动品牌高端化战略升级，明确“经典舒适男装”新定位。在高端化战略升级与疫情反复叠加影响下，22H1公司实现收入11.26亿元，同比9.0%，实现归母净利润0.52亿元，同比-31.2%。

服装主业：高端化转型效果初显，店效提升与渠道扩张可期

公司在产品研发、渠道、营销传播等方面加大投入，目前成效初显。销量上，22年3月红豆0感舒适衬衫上线即登顶天猫、京东两大平台衬衫品类销冠；客单价上，公司逐步推出舒适型新产品，带动公司西服客单价由300多提升到400多元；从店效看，公司21年直营同店平均店效同增12.9%。此外，受益于高端化转型与直营占比提升，公司毛利率持续上行，22H1为35.9%，同比增4.2pct，但转型投入也带动销售费用率大幅上升。展望疫后，伴随战略升级持续推进，公司门店扩张与店效提升值得期待。

切入新能源赛道，打造成长新动能

2022年公司切入新能源风能、固态锂电池新业务。5月，无锡红日风能科技有限公司成立，历经两次股份结构变更，成为红豆股份控股子公司；红日与中国电建签订战略合作协议，共同探索发展新模式，打造双赢及可持续发展的战略合作伙伴关系。2022年7月，红日风能与超壹动力签订了《合作协议书》，计划在内蒙古乌兰察布合作建设“3GW大功率固态锂电池智能制造项目和2GW风力发电和储能项目”。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为26.97/35.93/45.30亿元，对应增速分别为15%/33%/26%，归母净利润分别为1.08/1.44/1.78亿元，对应增速分别为40%/34%/24%，EPS分别为0.05/0.06/0.08元，3年CAGR为32.2%。考虑到公司服装业务正处战略调整后高成长期，且新能源发展空间较大，建议关注。

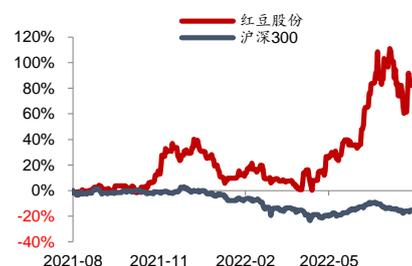
风险提示：疫情反复风险，战略转型不及预期，新能源业务推进不及预期。

行业：服装家纺
投资建议：
当前价格：5.53元
目标价格：

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,303/2,291
流通A股市值（百万元）	12671
每股净资产（元）	1.31
资产负债率（%）	33.01
一年内最高/最低（元）	6.32/2.80

股价相对走势



分析师：贺朝晖
执业证书编号：S0590521100002
邮箱：hezhang@glsc.com.cn

分析师：邓文慧
执业证书编号：S0590522060001
邮箱：dengwh@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2384	2343	2697	3593	4530
增长率（%）	-6.1	-1.7	15.1	33.2	26.1
EBITDA（百万元）	338	202	342	394	435
归母净利润（百万元）	145	77	108	144	178
增长率（%）	-14.4	-46.9	39.9	33.8	23.6
EPS（元/股）	0.06	0.03	0.05	0.06	0.08
市盈率（P/E）	88	165	118	88	72
市净率（P/B）	3.5	4.1	4.1	4.2	4.3
EV/EBITDA	18.7	39.2	35.0	30.5	27.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年9月13日收盘价

正文目录

1.	公司概况：服装主业历久弥新	4
1.1	主营业务：定位经典舒适男装	4
1.2	历史沿革：民族品牌聚焦服装主业	6
1.3	股权结构：团队稳定，管理持续升级	7
1.4	财务表现：高端化升级带动毛利率改善	10
2.	男装行业：市场规模大，竞争格局分散	12
2.1	男装市场进入成熟期	12
2.2	行业竞争格局分散	12
3.	主业高端化转型：店效提升&渠道扩张	13
3.1.	公司战略：高端化转型	13
3.2.	经营管理：门店升级&客单价提升	16
4.	切入新能源赛道，打造成长新动能	18
4.1.	多方合作布局风电、固态电池	18
4.2.	锂电池项目贡献新业绩增长点	20
5.	盈利预测与投资建议	20
5.1.	盈利预测	20
5.2.	投资建议	21
6.	风险提示	21

图表目录

图表 1:	红豆股份业务销售模式	4
图表 2:	红豆股份分行业营业收入 (百万元)	5
图表 3:	2021 年末公司分品牌类型营收 (百万元)	5
图表 4:	2018-2021 年公司分产品营收及占比	5
图表 5:	红豆股份各渠道营业收入 (百万元)	6
图表 6:	22H1 公司分渠道营收占比 (%)	6
图表 7:	红豆股份分区域营业收入 (百万元)	6
图表 8:	2021 年末公司分区域营收占比 (%)	6
图表 9:	红豆股份发展历程	7
图表 10:	红豆男装品牌定位更迭情况	7
图表 11:	截至 2022 年 7 月末红豆股份股权结构	8
图表 12:	红豆集团主营业务及营收分布情况	8
图表 13:	2021 年末红豆股份管理层概况	9
图表 14:	2021 年限制性股票激励计划相关情况	9
图表 15:	2021 年限制性股票激励计划解除限售条件	10
图表 16:	红豆股份近年来营业收入变化	10
图表 17:	红豆股份近年来归母净利润变化	10
图表 18:	红豆股份近年来销售毛利率变化	11
图表 19:	红豆股份近年来销售费用、管理费用变化	11
图表 20:	公司经营活动产生的现金流量净额变化	11
图表 21:	公司现金及现金等价物金额变化	11
图表 22:	红豆股份存货周转天数	11

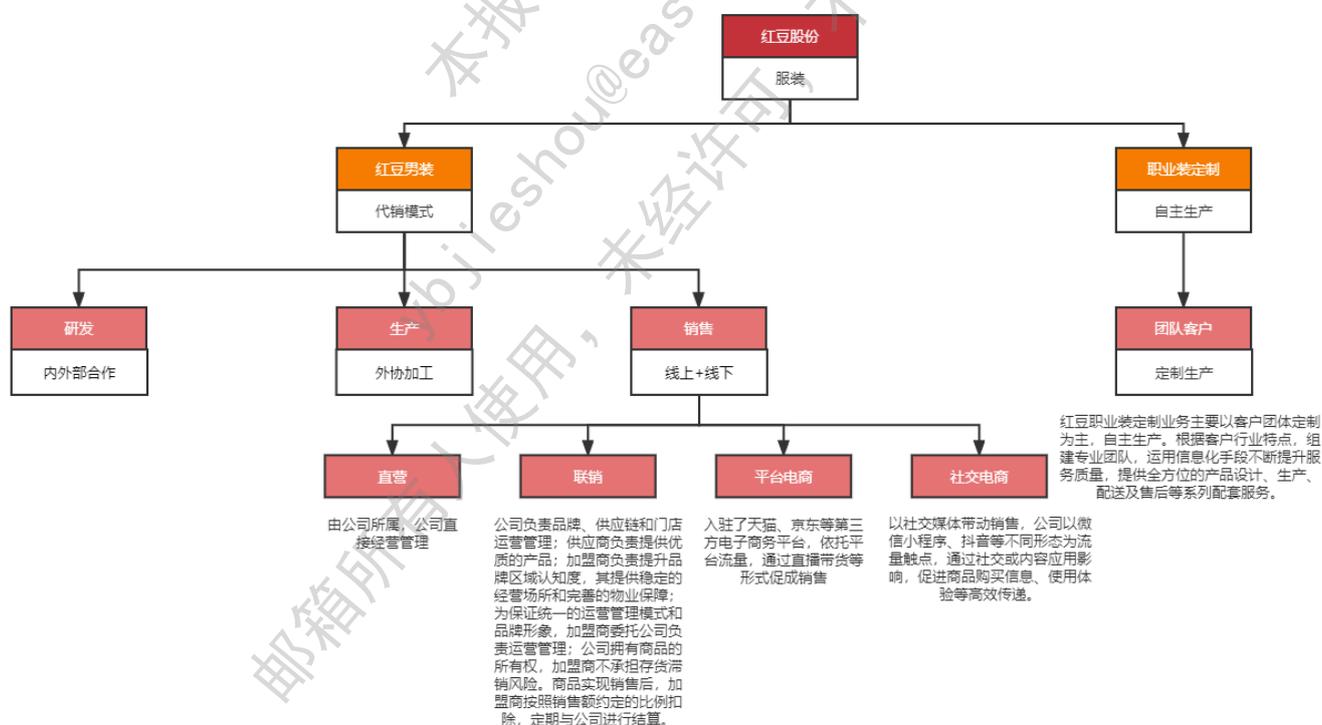
图表 23: 红豆股份应收、应付账款周转天数	11
图表 24: 红豆股份资产负债率	12
图表 25: 红豆股份有息负债结构 (百万元)	12
图表 26: 中国男装市场规模及增速	12
图表 27: 中国前十大男装公司市场竞争份额	13
图表 28: 中国男装市场 CR3 趋势	13
图表 29: 各国男装行业 CR5	13
图表 30: 公司探索舒适服装领域	14
图表 31: 2018-2021 年红豆股份研发费用支出	14
图表 32: 2018-2021 年红豆股份研发人员及占比	14
图表 33: 2021 年红豆股份研发人员年龄分布	15
图表 34: 2018-2021 年红豆股份研发人员人均薪酬	15
图表 35: 红豆 0 感舒适衬衫广受欢迎	15
图表 36: 红豆万花城旗舰店	16
图表 37: 2018-22H1 红豆股份销售费用情况	16
图表 38: 2018-22H1 红豆股份广告宣传费	16
图表 39: 2017-22H1 年红豆股份门店情况	17
图表 40: 2017-2021 年红豆股份门店关闭率情况	17
图表 41: 2021 年末各公司门店数	17
图表 42: 红豆男装客单价逐步提升 (元/件)	18
图表 43: 22 年 8 月各家服饰品牌客单价区间	18
图表 44: 公司近年来门店端毛利率	18
图表 45: 2021 年各公司毛利率对比	18
图表 46: 红豆集团新能源业务发展历程	19
图表 47: 红日风能当前股权结构	20
图表 48: 服装业务盈利预测 (百万元)	21

1. 公司概况：服装主业历久弥新

1.1 主营业务：定位经典舒适男装

公司是国内知名男装品牌。红豆股份是一家立足男装市场，定位“经典舒适男装”的服饰生产经营企业。当前，公司依托品牌运营及服装制造优势，形成红豆男装全域零售、红豆职业装定制两大主营业务。在男装领域，实现商品开发、生产供应、商品零售等各个环节的打通，建立了覆盖线下门店、线上店铺的全渠道营销网络体系。22H1 公司实现收入 11.26 亿元，同比 9.0%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比 -31.2%。

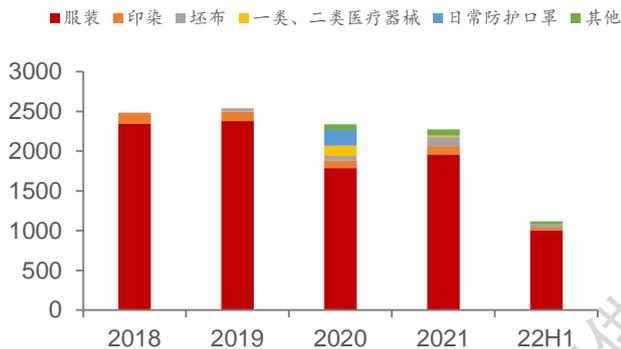
图表 1：红豆股份业务销售模式



来源：公司公告，国联证券研究所

公司旗下产品线丰富，休闲服和裤子是公司主要产品。公司以服装业务为经营主业，22H1 实现服装业务营业收入 10.06 亿元，占比约 90%。分品牌类型看，公司形成了以 Hodo 男装为主，贴牌加工为辅的业务模式，22 年上半年 Hodo 男装、贴牌加工服装分类实现营收 7.86、2.20 亿元；从产品结构来看，休闲服和裤子是公司主要品类，2021 年收入占比分别为 28%和 14%。

图表 2：红豆股份分行业营业收入（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：2021 年末公司分品牌类型营收（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

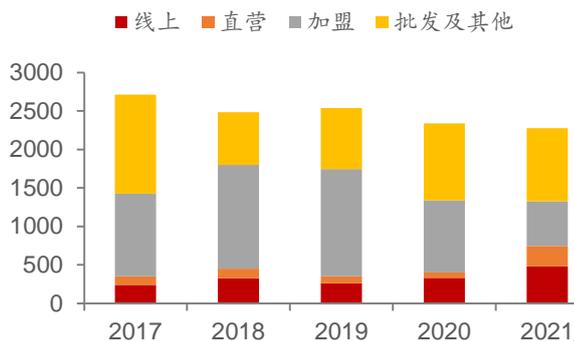
图表 4：2018-2021 年公司分产品营收及占比

	营业收入（百万元）					占比（%）				
	趋势图	2018	2019	2020	2021	趋势图	2018	2019	2020	2021
休闲服		701	778	680	635		28%	31%	29%	28%
裤子		376	431	322	324		15%	17%	14%	14%
衬衫		369	325	241	294		15%	13%	10%	13%
运动装			119	123	262		0%	5%	5%	12%
T恤		230	220	166	158		9%	9%	7%	7%
西服		277	198	134	155		11%	8%	6%	7%
毛衫		162	172	122	124		7%	7%	5%	5%
坯布			41	62	112		0%	2%	3%	5%
印染		142	119	91	112		6%	5%	4%	5%
其他		225	137	71	77		9%	5%	3%	3%
一类、二类医疗器械				129	20		0%	0%	6%	1%
日常防护口罩				197	2		0%	0%	8%	0%

来源：公司公告，国联证券研究所

销售渠道多元均衡，华东市场占据半壁江山。公司基于“红豆男装”品牌，目前已实现产品开发、生产供应、商品零售等各环节的打通，形成“线下门店（联销、直营）+线上店铺（平台电商、社交电商）”的全渠道营销体系。截至 22H1，公司线上、直营、加盟、批发及其他销售占比分别为 25%、20%、18%、37%，其中受益于加盟转直营、直营门店新开增加等因素，直营门店销售占比提升 1.4pct。从销售区域看，华东地区是公司销售主市场，2021 年该区域销售占比达 53%。

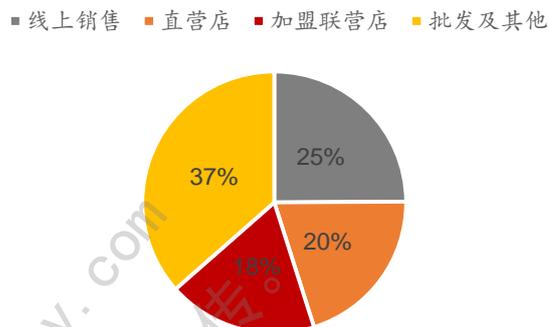
图表 5: 红豆股份各渠道营业收入 (百万元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

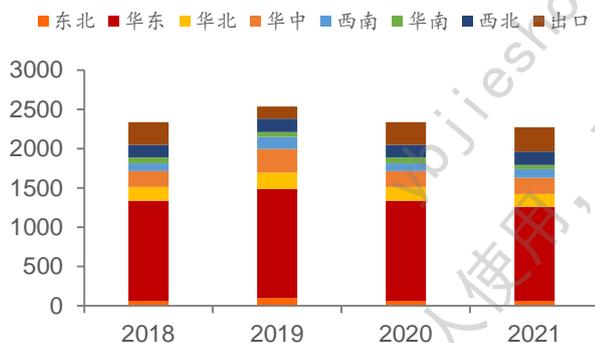
注: 2017-2019 年批发及其他收入为估算

图表 6: 22H1 公司分渠道营收占比 (%)



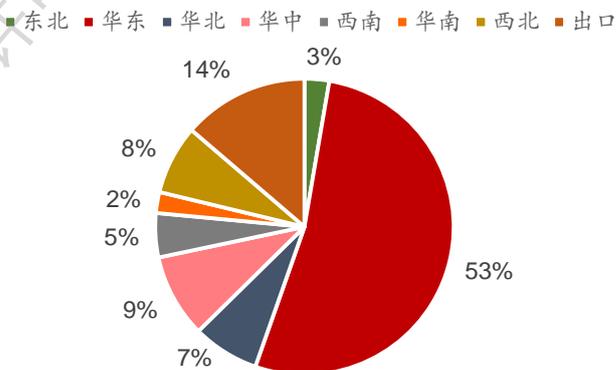
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 7: 红豆股份分区域营业收入 (百万元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 8: 2021 年末公司分区域营收占比 (%)

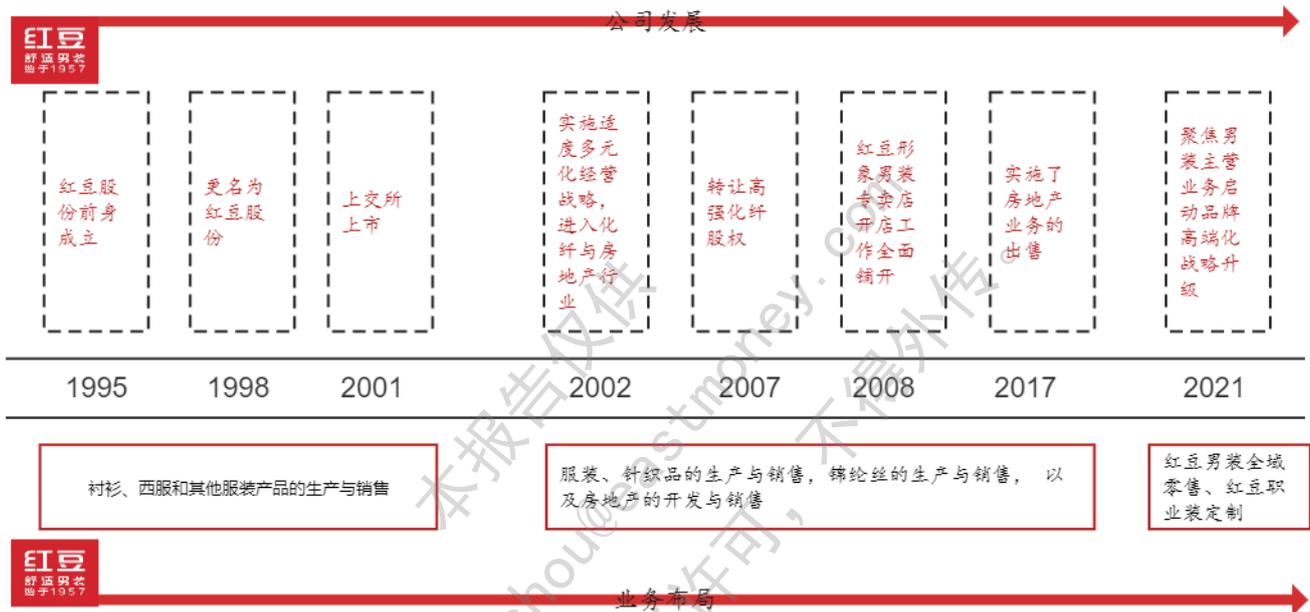


来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.2 历史沿革: 民族品牌聚焦服装主业

“情”系民族品牌, 服装主业历久弥新。红豆品牌始于 1957 年, 系首批中国驰名商标。公司成立于 1995 年, 初期主要从事衬衫、西服和其他服装产品的生产与销售。2002 年启动多元化布局战略, 成功进入化纤业和房地产业, 直到 2017 年聚焦服装市场, 专注红豆男装。当前, 红豆男装借助“情”文化为核心的民族品牌体系, 携手君智咨询公司进行高端化转型, 成功定位“经典舒适男装”市场。

图表 9：红豆股份发展历程



来源：公司公告，国联证券研究所

服装为核心主业，定位趋向高端化。公司于 2017 年集中优势发展男装业务。回溯公司男装业务发展历程，公司定位在不断调整中前行。2017 年之前，服装业务定位“平实、平和、平民、平价”，主打大众消费群体。随着新一代管理层的上任，公司启动品牌高端化战略升级，定位“经典舒适男装”，客单价逐步提升，后续将继续以产品、传播、渠道、运营为抓手，全方位推进升级工作。

图表 10：红豆男装品牌定位更迭情况

年份	品牌定位	目标客群
2016	平实、平和、平民、平价	大众消费群体
2017	平实、平和、平民、平价	需求不断升级的大众消费群体
2018	轻时尚男装	经典商务、商务休闲人群
2019	轻时尚男装	经典商务、商务休闲人群
2020	三十而立 穿红豆男装	成熟型男性
2021	经典舒适男装	高品质男士

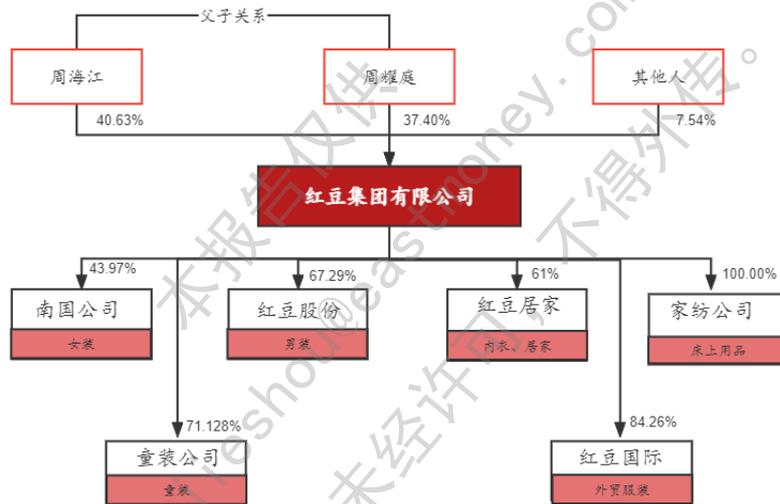
来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 股权结构：团队稳定，管理持续升级

周氏家族持股稳定，集团服饰行业布局全面。公司实际控制人为红豆集团，截至 22 年 7 月末持股比例为 67.29%。红豆集团是由周耀庭家族实际控制的多元化的控股集团，其前身为 1984 年成立的无锡县针织内衣厂，1995 年 5 月更名为红豆集团公司，目前形成以纺织服装为主业，涉及机车轮胎、房地产、生物医药等四大领域的经营架构。集团是“江苏省重点企业集团”和“国务院 120 家深化改革试点企业”之一，历年来位列民营企业 500 强前列。在服装领域，集团女装、男装、童装、家

居等均有布局，其使用的“红豆”牌商标于1997年被国家工商行政管理局认定为第一批中国驰名商标，是中国服装界唯一一家由国家工商总局认定的商标战略实施示范企业。根据中国服装协会披露的2020年中国服装行业“百强”企业名单，红豆集团居产品销售收入第三位。

图表 11：截至 2022 年 7 月末红豆股份股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 12：红豆集团主营业务及营收分布情况

序号	产业名称	分布企业	主要产品	营收占比- 2020 (%)	营收占比- 2021 (%)	营收占比- 2022Q1 (%)
1	服装	江苏红豆实业股份有限公司 南国红豆控股有限公司 无锡红豆居家服饰有限公司 红豆集团红豆家纺有限公司 红豆集团童装有限公司 江苏红豆国际发展有限公司	红豆男装、T恤、印染系列 红豆文胸系列、服装外贸 棉纺、红豆内衣系列和红豆居家系列 床上用品、毛毯、雨衣、袜子等 童装、羽绒服、休闲服饰等 外贸服装	58%	54%	58%
2	橡胶	江苏通用科技股份有限公司	轮胎、橡胶制品等	18%	21%	22%
3	房地产	无锡红豆置业有限公司	房地产	15%	14%	11%
4	生物	江苏红豆杉健康科技股份有限公司	红豆杉盆景、抗肿瘤药物等	1%	1%	1%
5	其他	江苏红豆国际发展有限公司 南国红豆控股有限公司 红豆集团童装有限公司	商业、物业管理等 电力、蒸汽、塑胶制品、电信等 包装装潢等	8%	10%	8%

来源：公司公告，国联证券研究所

人事调整完成开启系列改革，股权激励绑定各方利益。2021年，管理层与君智咨询合作，对公司从战略到落实措施进行一系列改革。此外，为了充分调动公司董事、高级管理人员和其他骨干人员的积极性和创造性，公司在2021年制定并实施了限制性股票激励计划，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益有效结合，有利于公司长远发展。

图表 13：2021 年末红豆股份管理层概况

姓名	职务	性别	年龄	持股数	主要工作经历
戴敏君	董事长	女	56	1,933,624	曾任江苏红豆国际发展有限公司总经理助理、外贸部部长、赤兔马摩托车厂厂长、机械事业部部长、常务副总经理，公司第四届至第七届董事会董事。现任公司董事长，红豆集团有限公司董事、常务副总裁，江苏红豆国际发展有限公司董事长。
周宏江	副董事长	男	51	4,033,786	曾任南国红豆控股有限公司南京、北京分公司经理，公司衬衫厂副厂长、西服一厂厂长、监事会监事、董事会董事、董事长、总经理，红豆集团无锡太湖实业有限公司总经理。现任公司副董事长，中国服装协会副会长。
闵杰	董事	男	55	582,696	曾任红豆西服厂厂长助理、销售经理、副厂长，江苏红豆国际发展有限公司企划部副部长，无锡红豆女装有限公司厂长，无锡红豆置业有限公司副总经理，红豆集团童装有限公司总经理，公司第六届、第七届董事会董事。现任红豆集团有限公司战略发展部部长，江苏红豆国际发展有限公司董事。
王昌辉	总经理	男	41	0	曾任公司西服厂销售经理，无锡红豆居家服饰有限公司内衣一厂销售经理、相思鸟内衣厂厂长，无锡红豆居家服饰有限公司营销三公司总监，红豆集团童装有限公司总经理。现任公司董事、总经理。
顾金龙	常务副总经理	男	52	280,014	曾任江苏赤兔马总公司设备科科长、经理室经理，公司企管部经理、羊毛衫一厂厂长、西服一厂厂长、团购公司总经理、公司副总经理，红豆集团红豆家纺有限公司总经理。现任公司董事兼常务副总经理、中国服装协会职业装专业委员会副主任委员。
任朗宁	董事	男	40	0	曾任无锡红豆居家服饰有限公司产品部经理、电子商务部经理。现任无锡红豆居家服饰有限公司总经理助理、电商公司总经理，红豆集团有限公司电商总监。
杨其胜	副总经理	男	43	0	曾任红豆集团童装有限公司销售经理，无锡红豆居家服饰有限公司拓展部经理，公司红豆形象男装江苏片区总监、商品管理部部长、拓展中心总监。现任公司副总经理、红豆男装连锁二公司营销总监。
孟晓平	董秘	女	45	1,540,000	曾任公司办公室主任、公司董事会证券事务代表、公司行政部经理。现任公司董事会秘书。
谭晓霞	财务总监	女	46	308,000	曾任江苏赤兔马总公司长沙分公司、进出口部主办会计、公司红豆羊毛衫厂助理会计、红豆西服厂主办会计、审计室主任、财务部副经理。现任公司财务总监。

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 14：2021 年限制性股票激励计划相关情况

授予日	2022 年 2 月 21 日
授予数量	1,165 万股
授予人数	36 人
授予价格	2.07 元/股
股票来源	公司向激励对象定向发行的公司 A 股普通股股票

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 15：2021 年限制性股票激励计划解除限售条件

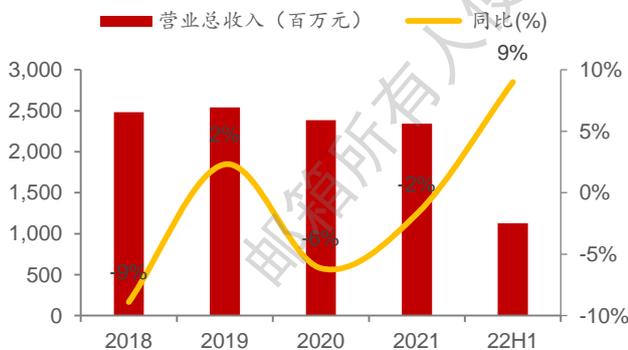
解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年 2 月-2024 年 2 月	20%	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 50%
第二个解除限售期	2024 年 2 月-2025 年 2 月	30%	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 150%
第三个解除限售期	2025 年 2 月-2026 年 2 月	50%	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 260%

来源：公司公告，国联证券研究所

1.4 财务表现：高端化升级带动毛利率改善

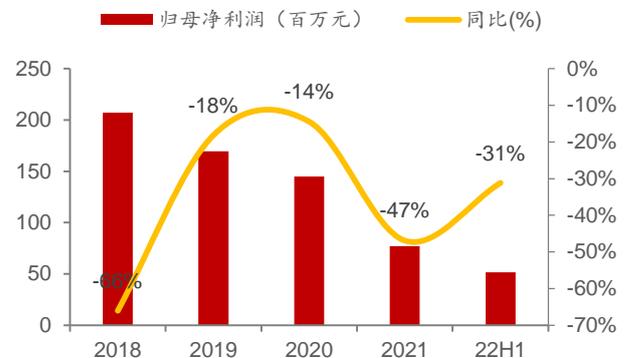
消费疲软叠加疫情扰动，营收下滑利润更承压。2018 年以来，公司聚焦服装主业，集中优势发展男装业务，当年实现营收 24.83 亿元，其中男装收入 23.40 亿元，同比增 28.23%；实现归母净利润 2.07 亿元，剔除 2017 年出售房地产业务的影响，同增 15.12%。2019-2021 年受服装业消费疲软和疫情等影响，营收增速放缓甚至转负，在期间费用率增加的影响下，公司归母净利润持续下滑。22H1 公司实现营收/归母净利润 11.26/0.52 亿元，同比+9%/-31%，收入端有所复苏，净利润还是受国内疫情反复及费用率增加拖累。

图表 16：红豆股份近年来营业收入变化



来源：公司公告，国联证券研究所

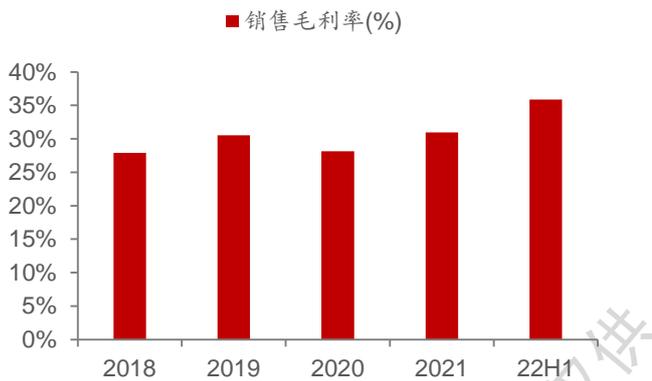
图表 17：红豆股份近年来归母净利润变化



来源：公司公告，国联证券研究所

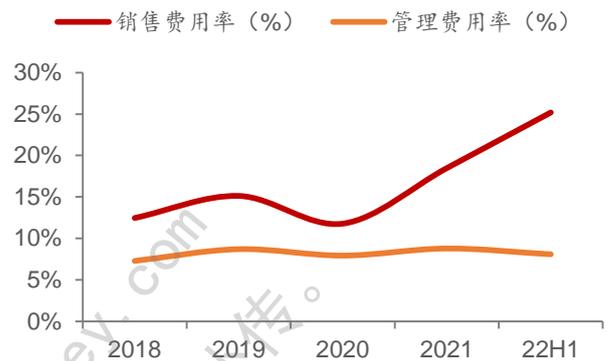
毛利率上行，费用水平有所增加。受高端化转型与加盟门店转直营影响，公司毛利率有所上行，22H1 为 35.9%，同比增 4.2pct。其中 Hodo 品牌/贴牌在 2021 年的毛利率分别为 38.1%/10.7%，线上/直营/加盟/批发及其他的毛利率分别为 41.1%/56.7%/28.1%/21.2%。22H1 公司销售和管理费用率分别为 25.2%、8.1%，其中销售费用率同比增 9.6pct，系公司直营门店增加后员工薪酬、房租摊销增加及咨询费增加导致。

图表 18: 红豆股份近年来销售毛利率变化



来源: 公司公告, 国联证券研究所

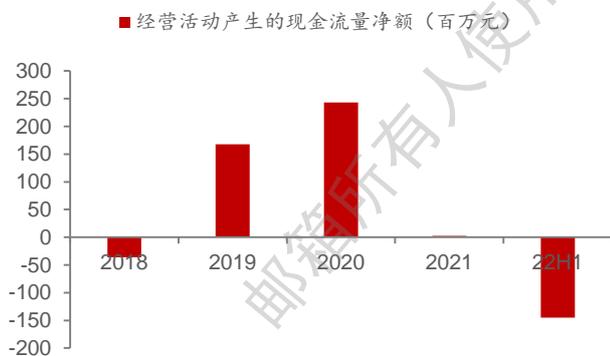
图表 19: 红豆股份近年来销售费用、管理费用变化



来源: 公司公告, 国联证券研究所

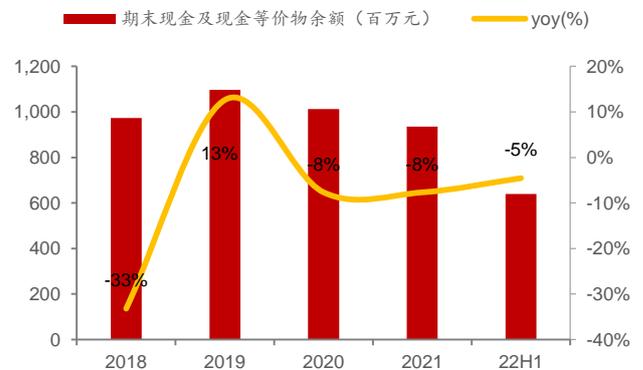
现金流有所下滑, 负债水平可控。受消费疲软、营收下滑影响, 公司经营活动产生的现金流净额大幅下滑, 22H1 一度降为负值, 并带动公司现金储备及自有现金流量持续回落。从营运能力视角看, 公司应收账款周转天数持续上升, 现金流通速度减缓。但从 2020 年开始, 受益于公司推进柔性供应链减少库存, 存货周转天数持续降低, 这对于公司流动资金的利用效率有所弥补。此外, 2021 年开始, 公司负债率有所抬升, 但是整体维持可控。

图表 20: 公司经营活动产生的现金流量净额变化



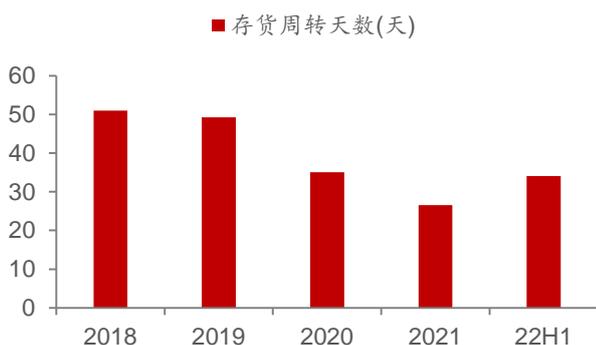
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 21: 公司现金及现金等价物金额变化



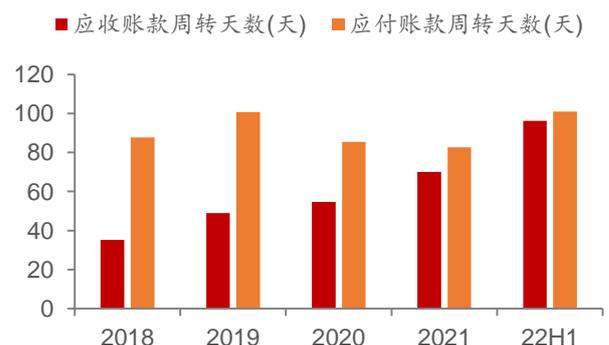
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 22: 红豆股份存货周转天数



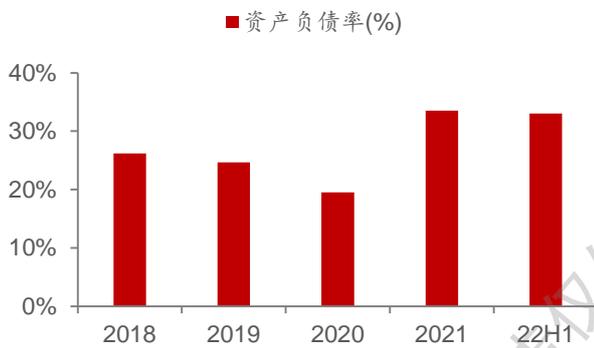
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 23: 红豆股份应收、应付账款周转天数



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 24：红豆股份资产负债率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 25：红豆股份有息负债结构（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

2. 男装行业：市场规模大，竞争格局分散

2.1 男装市场进入成熟期

男装市场进入成熟期，国潮日益崛起。根据欧睿国际数据，2021 年中国男装市场整体规模为 6030 亿元，5 年 CAGR 仅为 3.8%，预计 2026 年中国男装市场规模为 7153 亿元，未来 5 年 CAGR 为 3.5%，继续平稳增长。而平稳增长下，随着民族自信日益提升，消费者支持国货的热情高涨，国产服装品牌替代海外品牌的趋势上行。如新疆棉事件发生后，李宁和安踏等运动服装品牌支持大增。

图表 26：中国男装市场规模及增速



来源：欧睿国际，国联证券研究所

2.2 行业竞争格局分散

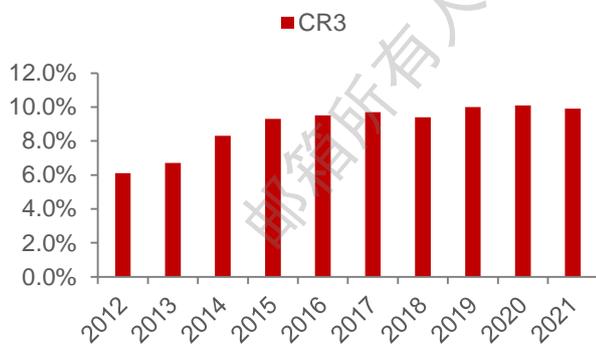
行业格局相对分散，运动型公司市占率有所提升。从市场竞争格局看，男装竞

争格局分散。根据欧睿国际数据，2021 年行业 CR10 仅为 21.7%，其中，排名第一的海澜之家市占率仅为 4.4%。而从公司类型看，2021 年前十大男装公司中运动型企业占据 4 位，5 年维度看，4 家公司市占率均有提升。

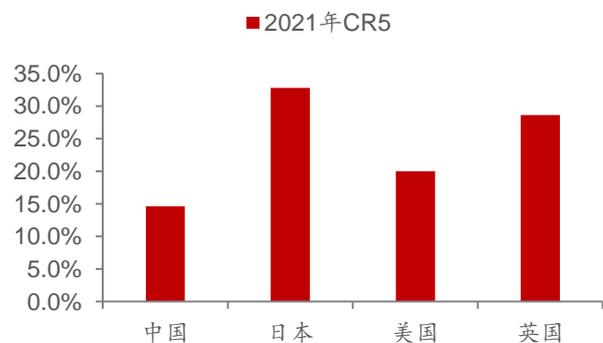
图表 27：中国前十大男装公司市场竞争份额

	2017	2018	2019	2020	2021
海澜之家	4.8%	4.5%	4.8%	4.5%	4.4%
安踏	1.3%	1.9%	2.5%	2.8%	3.0%
耐克	1.8%	2.0%	2.4%	2.8%	2.6%
绫致时装	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
阿迪达斯	1.9%	2.2%	2.4%	2.4%	2.1%
优衣库	1.4%	1.5%	1.7%	2.1%	1.8%
波司登	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.6%
李宁	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	1.5%
马克华菲	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
罗蒙	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%
其他	82.2%	81.1%	78.8%	77.6%	78.3%

来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 28：中国男装市场 CR3 趋势


来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 29：各国男装行业 CR5


来源：欧睿国际，国联证券研究所

3. 主业高端化转型：店效提升&渠道扩张

3.1. 公司战略：高端化转型

重新定位“经典舒适男装”市场。2021 年之前，公司面向大众男装市场，主打性价比，但是代销模式下，产品难以控制。2021 年以来，公司与君智合作，重新定位“经典舒适男装”，并匹配系列配套措施，在研发、渠道、传播等方面加大投入，保障战略升级的执行落地。

图表 30：公司探索舒适服装领域

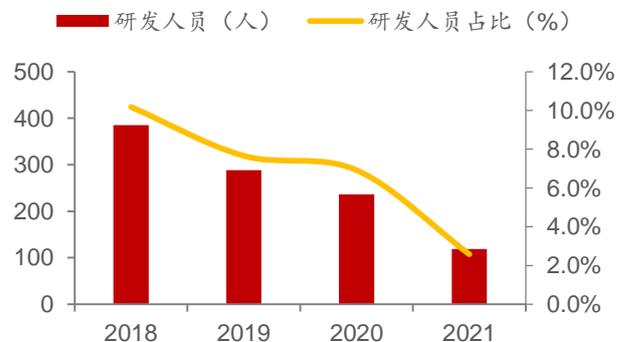
	2020	2021
品牌定位	三十而立 穿红豆男装	经典舒适男装
核心客群	成熟型男性	高品质男士
产品风格	舒适、简约、商务	舒适男装
满足需求	优质平价、便捷服务	舒适

来源：公司公告，国联证券研究所

产品：公司研发投入提升显著，精选原材料丰富高端产品线。设计上，公司与原 ARMANI 设计副总裁 Patrick Grandin、MONCLER 前设计总监 Fabio、ESMOD 北京服装院校等携手合作，组建国际化男装设计团队，推出权威背书、奢品级工艺的“0 感舒适衬衫”，还有“科技弹力”、“1/3 轻盈”、“自然之力”三大舒适系列产品，快速切入男装舒适细分市场。截至 2021 年末，公司研发人员为 119 人，30 岁以下占据 49%，人均薪酬 8.2 万元/年。面料上，公司围绕产品舒适属性，在小白 T、3D 高弹裤、衬衫等迭代升级中，应用液氨工艺、混纺弹力纤维等升级舒适体验，并联合瑞士 HeiQ 控温科技、中奥两国功能纤维混纺等开发科技舒适面料。生产上，以公司 5G 智能工厂为样板，加快外部供应链优化升级。随着高端化转型，2021 年公司研发费用同比增 67.7% 至 0.13 亿元。销量上，22 年 3 月红豆 0 感舒适衬衫上线即登顶天猫、京东两大平台衬衫品类销冠。

图表 31：2018-2021 年红豆股份研发费用支出

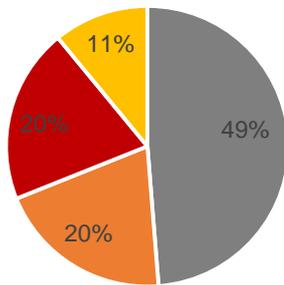

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 32：2018-2021 年红豆股份研发人员及占比


来源：公司公告，国联证券研究所

图表 33：2021 年红豆股份研发人员年龄分布

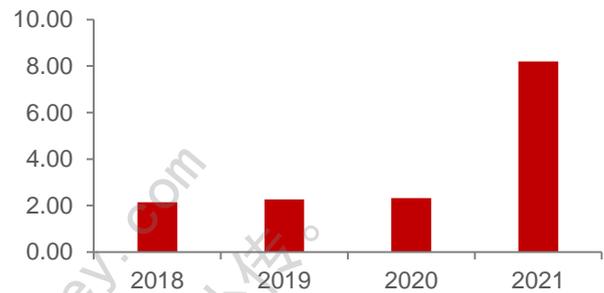
- 30岁以下（不含30岁）
- 30-40岁（含30岁，不含40岁）
- 40-50岁（含40岁，不含50岁）
- 50-60岁（含50岁，不含60岁）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34：2018-2021 年红豆股份研发人员人均薪酬

- 人均薪酬（万元/人*年）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 35：红豆 0 感舒适衬衫广受欢迎



来源：公司官微，国联证券研究所

渠道：以江苏为中心，推进门店升级焕新。为承接“经典舒适男装”新定位，红豆男装全新打造位于无锡中山路上的超级旗舰店，以未来感与科技感的新形象强化“经典舒适男装”定位。目前，公司正以江苏为中心有序推动线下门店渠道进化，2022年1-8月份，公司在江苏完成了13家门店重装，14家门头重装，后续有望以江苏为样板巩固线下重点省份主流商圈的渠道优势。此外，公司加速线上化，以全触点升级对接舒适男装的品牌形象表达和传播。同时，推进达人带货及自播业务，缩短用户触达路径，加速实现品销合一。

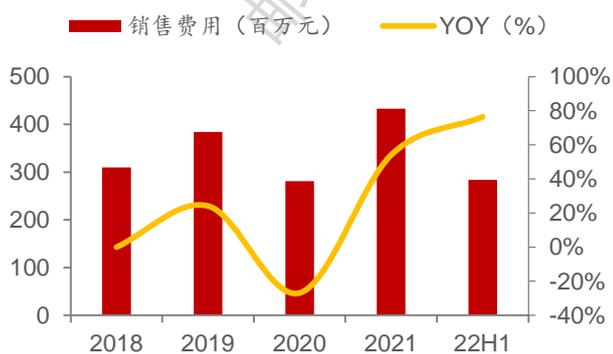
图表 36: 红豆万花城旗舰店



来源: 公司官微, 国联证券研究所

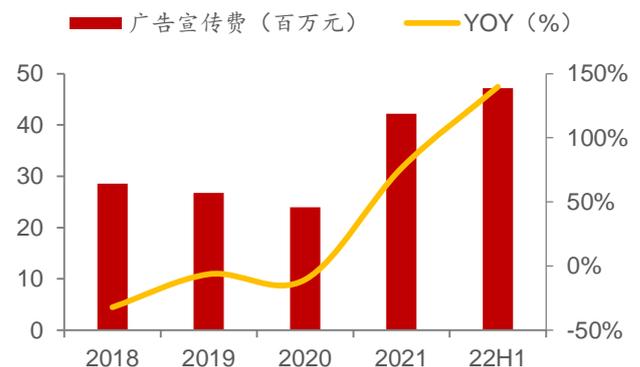
品牌营销: 加大销售推广, 强化舒适认知。2021年, 公司在聚焦经典的同时传递舒适认知, 全新升级 VI 系统, 创新发布会形式, 加大广告投入, 整合名人明星资源等, 全面驱动品牌提升。22H1 公司销售费用支出 2.84 亿元, 同比增 76.4%; 其中, 广告宣传费为 0.47 亿元, 同比增 139.7%。

图表 37: 2018-22H1 红豆股份销售费用情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 38: 2018-22H1 红豆股份广告宣传费



来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.2. 经营管理: 门店升级&客单价提升

门店升级, 开店有望提速。2022 年上半年, 公司拥有 394 家直营门店, 536 家加盟门店, 其中, 22H1 有 14 家直营门店由加盟门店转归。受消费疲软影响, 2021 年关店率有所上行, 直营、加盟门店分别关闭 25、210 家。伴随高端化转型战略落地, 公司积极推进江苏省内门店的升级改造和门店发展, 根据公司预计, 22 年下半

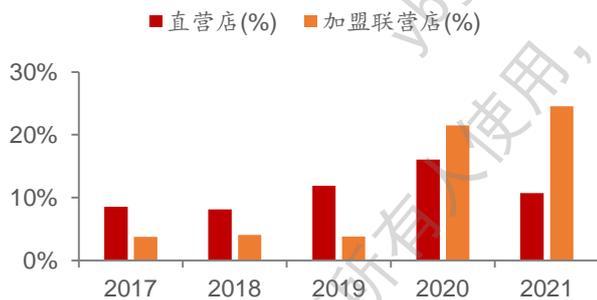
年有望实现省内新开门店 70-80 家；展望疫后，伴随疫情常态化，特效药持续推进，公司经营环境有望持续改善，中长期开店空间有望对标同业的 2000+ 家店。

图表 39：2017-22H1 年红豆股份门店情况

		2017	2018	2019	2020	2021	22H1
总门店	直营店	57	66	52	60	406	394
	加盟联营店	1036	1272	1324	1116	595	536
新开门店	直营店	3	7	1	2	18	6
	加盟联营店	218	290	93	69	42	21
关闭门店	直营店	6	5	7	9	25	32
	加盟联营店	35	47	49	262	210	66
直营转加盟	直营店	-24	7	-8	15	353	14
	加盟联营店	24	-7	8	-15	-353	-14
净增门店	直营店	-27	9	-14	8	346	-12
	加盟联营店	207	236	52	-208	-521	-59

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 40：2017-2021 年红豆股份门店关闭率情况



来源：公司公告，国联证券研究所

注：门店关闭率=当期关闭门店/期初期末平均门店数

图表 41：2021 年末各公司门店数



来源：公司年报，国联证券研究所

新产品逐步推出，门店经营效率有望持续增加。公司逐步推出舒适型新产品，带动客单价、连带率和复购率上升，当前公司西服客单价由 300 多提升到 400 多元，连带率在 2.5 左右。伴随公司持续推出高质量大单品，门店端营收和毛利率均有望持续增加。此外，数智化赋能带动公司生产效率显著提升，有望持续降本增效。2021 年，公司联通 5G 智能全连接示范工厂——红豆西服智能工厂完成升级，实现生产环节的智能柔性升级，工厂单耗成本下降 10%，生产效率提高 20%。

图表 42: 红豆男装客单价逐步提升 (元/件)



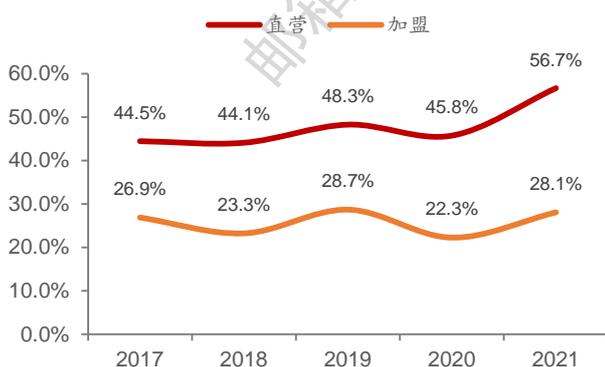
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 43: 22 年 8 月各家服饰品牌客单价区间

	最低价					最高价				
	红豆	海澜之家	雅戈尔	九牧王	七匹狼	红豆	海澜之家	雅戈尔	九牧王	七匹狼
西服外套	259	179	639	972	339	849	1039	3911	2999	1199
西服套装	548	419	639	972	739	2308	960	3911	2999	4999
衬衫	99	69	259	359	119	649	478	1503	1169	1059
休闲服	39	48	99	319	89	1399	1960	7879	3999	2799
裤子	99	49	199	299	99	449	578	2711	2999	599

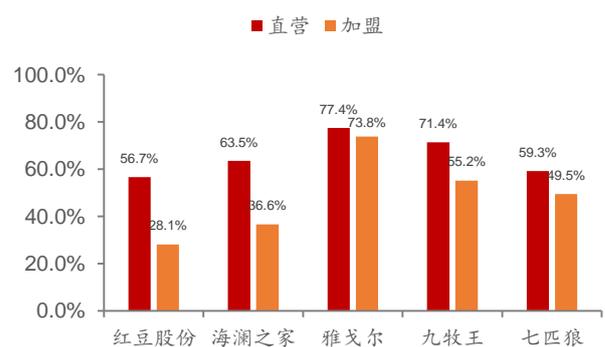
来源: 淘宝, 国联证券研究所

图表 44: 公司近年来门店端毛利率



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 45: 2021 年各公司毛利率对比



来源: 公司年报, 国联证券研究所

4. 切入新能源赛道, 打造成长新动能

4.1. 多方合作布局风电、固态电池

2014 年 10 月, 红豆集团成立江苏红日新能源有限公司, 重点发展屋顶分布式光伏发电项目, 与天合光能、隆基股份、华为科技等世界知名厂家合作, 在江苏、浙江

等地已建成装机容量超过 40MW 的光伏电站。2015 年—2017 年，红日新能源充分利用集团内部的屋顶资源，为通用股份、红豆股份、红豆杉药业等集团内公司建成屋顶分布式光伏电站。

2022 年 5 月，无锡红日风能科技有限公司成立，历经两次股份结构变更，成为红豆股份控股子公司。同年同月，红日与中国电建签订战略合作协议，共同探索发展新模式，打造双赢及可持续发展的战略合作伙伴关系。2022 年 7 月，红日风能与超壹动力签订了《合作协议书》，计划在内蒙古乌兰察布合作建设“3GW 大功率固态锂电池智能制造项目和 2GW 风力发电和储能项目”。

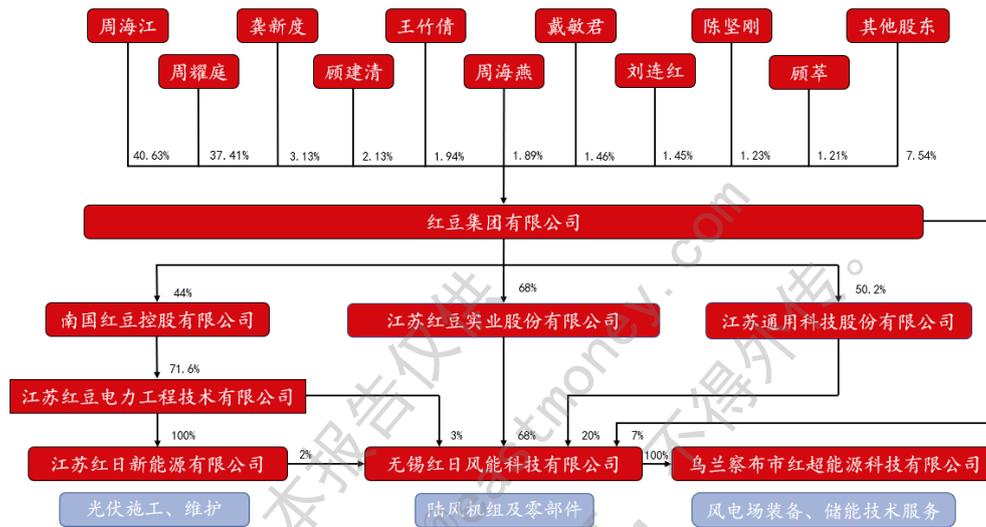
图表 46：红豆集团新能源业务发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

公司下设多个新能源相关子公司。目前，公司为红日风能的实际控制人，持股比例达到 68%。红日风能主营业务为陆风机组及零部件的销售；2022 年 8 月，为建设风电场发电并配套储能，红日风能进一步下设乌兰察布市红超能源科技有限公司，从事风电场装备销售和储能技术服务。除此之外，集团同时拥有红豆电力工程技术有限公司、红日新能源等相关公司，从事光伏电站的施工、维护等工作，新能源布局面广。

图表 47：红日风能当前股权结构



来源：ifind，国联证券研究所

4.2. 锂电池项目贡献新业绩增长点

“3GW 大功率固态锂电池智能制造项目”系“2GW 风力发电和储能项目”的配套项目，锂电池生产基地分二期建设，一期 1.5GWh 产线，拟投资 8 亿元，预计 2023 年底前投产；二期 1.5GWh 产线，拟投资 7 亿元，预计 2024 年 12 月前建设完成，全部投产运营，并将逐步达产。

2021 年全年国内固态电池出货量约为 1.4GW。2024 年锂电池项目达产后，公司将实现产能 3GWh，按照当前市场价格测算，产品售价 1.5 元/Wh，将能够实现销售收入 45 亿元；根据可行性研究分析，项目达产后运营期生产成本 32.01 亿元；各项费用 5.6 亿元。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

服装业务：短期销售仍受疫情影响，高端化战略有望带动后续增长。在国内局部疫情反复、零售表现偏弱、纺织服装成本上升等多重因素影响下，公司 2022 年上半年门店呈现净关闭状态。但考虑到公司主动适应新常态，坚定推进“经典舒适男装”品牌高端化战略升级，预计未来在国内疫情平稳后，各产品线销售仍可呈现增长态势。预计公司收入在 2022 年下半年维持稳定，2023 年起线下门店加速开业，且门店店效伴随高端化推进有所提升。综合考虑，我们预计公司 2022-24 年服装业务收入增速分别为 15.1%/33.2%/26.1%。预计伴随公司高端化战略推进，2022-24 年服装业务毛利率分别为 32.4%、32.5%、32.9%，预计服装业务 2022-24 年归母净利润分别为 1.08、1.44、1.78 亿元，3 年 CAGR 为 32.2%。

图表 48：服装业务盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2384	2343	2697	3593	4530
同比增长率	-6.1%	-1.7%	15.1%	33.2%	26.1%
营业成本	1,713	1,618	1,822	2,425	3,041
毛利率	28.2%	30.9%	32.4%	32.5%	32.9%

来源：wind，公司公告，国联证券研究所

5.2. 投资建议

我们预计公司服装业务 2022-24 年归母净利润分别为 1.08、1.44、1.78 亿元，EPS 分别为 0.05、0.06、0.08 元，当前价格对应 PE 分别为 118、88、72 倍。考虑到公司服装业务正处战略调整后高成长期，且新能源发展空间较大，建议关注。

6. 风险提示

- 1) 疫情反复影响线下门店销售。公司目前服装业务以线下门店销售为主，若国内疫情出现反复，或将对公司门店正常经营造成影响。
- 2) 战略转型不及预期风险。公司服装业务目前处战略转型初期，若品牌转型不及预期或导致品牌销售不及预期，对公司业绩造成影响。
- 3) 新能源业务推进不及预期等。公司于 2022 年切入新能源赛道，若后续放量不及预期，或导致公司营收、利润出现波动。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1039	997	582	577	562	营业收入	2384	2343	2697	3593	4530
应收账款+票据	387	565	496	661	833	营业成本	1713	1618	1822	2425	3041
预付账款	23	52	43	57	72	税金及附加	21	17	15	25	32
存货	125	114	159	211	265	营业费用	281	433	566	665	815
其他	151	103	97	114	131	管理费用	197	219	251	334	421
流动资产合计	1724	1831	1376	1620	1864	财务费用	8	19	19	8	4
长期股权投资	856	923	1023	1083	1133	资产减值损失	-20	-12	-10	-20	-27
固定资产	439	828	701	574	446	公允价值变动收益	3	2	0	0	0
在建工程	12	20	17	13	10	投资净收益	64	80	125	85	75
无形资产	145	136	113	90	68	其他	2	0	-2	-2	-5
其他非流动资产	1488	1156	1121	1087	1069	营业利润	213	107	136	199	258
非流动资产合计	2941	3062	2975	2847	2725	营业外净收益	0	0	0	0	0
资产总计	4665	4892	4351	4468	4589	利润总额	214	106	136	199	258
短期借款	141	386	0	0	0	所得税	39	27	24	50	64
应付账款+票据	448	481	513	683	856	净利润	174	80	112	149	193
其他	207	362	280	371	465	少数股东损益	29	3	4	5	15
流动负债合计	795	1229	793	1054	1321	归属于母公司净利润	145	77	108	144	178
长期带息负债	0	317	240	165	94	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	116	93	93	93	93	成长能力					
非流动负债合计	116	410	333	258	187	营业收入	-6%	-2%	15%	33%	26%
负债合计	911	1640	1126	1311	1508	EBIT	-3%	-44%	24%	33%	27%
少数股东权益	161	118	122	127	142	EBITDA	0%	-40%	69%	15%	10%
股本	2533	2291	2303	2303	2303	归母净利润	-14%	-47%	40%	34%	24%
资本公积	754	108	120	120	120	获利能力					
留存收益	305	736	680	606	514	毛利率	28%	31%	32%	33%	33%
股东权益合计	3754	3253	3225	3157	3080	净利率	7%	3%	4%	4%	4%
负债和股东权益总计	4665	4892	4351	4468	4589	ROE	4%	2%	3%	5%	6%
						ROIC	10%	5%	5%	7%	9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	20%	34%	26%	29%	33%
净利润	174	80	112	149	193	流动比率	2.2	1.5	1.7	1.5	1.4
折旧摊销	116	77	187	187	173	速动比率	2.0	1.4	1.5	1.3	1.2
财务费用	8	19	19	8	4	营运能力					
存货减少	85	11	-45	-53	-54	应收账款周转率	6.2	4.2	5.5	5.5	5.5
营运资金变动	-20	-224	-11	12	9	存货周转率	13.7	14.2	11.5	11.5	11.5
其它	-120	-67	-56	-9	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
经营活动现金流	243	-105	206	295	325	每股指标(元)					
资本支出	-115	-59	0	0	0	每股收益	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
长期投资	399	235	0	0	0	每股经营现金流	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
其他	106	77	1	1	4	每股净资产	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
投资活动现金流	390	254	1	1	4	估值比率					
债权融资	-360	563	-464	-75	-71	市盈率	88	165	118	88	72
股权融资	0	-242	12	0	0	市净率	3.5	4.1	4.1	4.2	4.3
其他	-357	-655	-170	-226	-274	EV/EBITDA	18.7	39.2	35.0	30.5	27.8
筹资活动现金流	-717	-334	-622	-301	-345	EV/EBIT	28.5	63.3	77.2	58.1	46.0
现金净增加额	-84	-185	-415	-5	-15						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 9 月 13 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

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

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695