

审慎推荐-A (维持)

搜于特 002503.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 13.79 元
2017 年 04 月 25 日

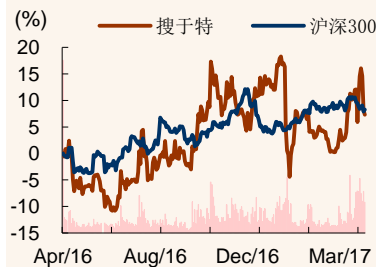
供应链管理业务拉动公司收入保持高速增长

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	156210
已上市流通股(万股)	81338
总市值(亿元)	215
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	7.1
资产负债率	27.4%
主要股东	马鸿
主要股东持股比例	43.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-7	17
相对表现	7	-9	9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《搜于特(002503)——供应链管理业务发展迅速 拉动公司业绩高速增长》2017-03-23

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

在供应链业务的拉动下,公司 17Q1 收入和净利润均大幅增长。为满足消费者的差异化个性化需求,公司对“潮流前线”主品牌一分为十,促进产品风格多样化,并通过多品牌集合店的方式推广,预计未来休闲装业务可能较为稳定;供应链管理业务快速增长,随着定增资金到位,17 年新业务推进有望提速,只是该业务毛利率较低,利润端增速可能不及收入端。目前公司总市值 215 亿,股价对应 17 年市盈率为 29 倍,短期估值不算便宜,但考虑到公司业绩在新业务拉动下仍将维持较高的增速,打造时尚产业服务提供商的过程中投资并购预期仍存,且定增价 12.60 元/股提供一定安全边际,暂维持“审慎推荐-A”的投资评级。

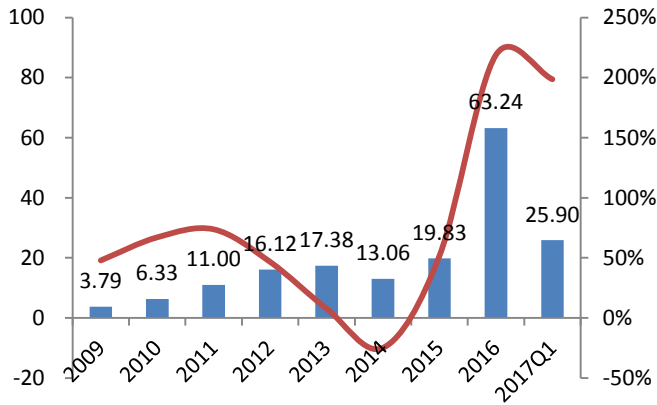
- **17Q1 公司收入/净利润分别增长 199%/86%。**公司 17Q1 收入/营业利润/归母净利润分别为 25.89/2.36/1.42 亿元,同比分别增长 198.61%/106.09%/85.75%,基本每股收益 0.09 元。
- **供应链业务拉动公司收入和净利润大幅增长,毛利率有所下降。**Q1 公司供应链管理业务快速增长,实现收入 19.29 亿元,占营业收入的 74.48%,拉动公司收入快速增长。Q1 公司综合毛利率 14.41%,同比下降 12.55PCT,主要原因是低毛利率的供应链业务占比提升。费用率方面,期间费用率下降 8.07PCT 至 5.19%,其中销售/管理/财务费率分别下降 4.42/2.43/1.21PCT 至 3.22%/1.50%/0.47%。毛利率降幅大于费用率降幅,利润端增速不及收入端。一季度末公司存货 13.27 亿元,较年初增加 0.63 亿元。应收账款 14.36 亿元,较年初增长 1.73 亿元。经营性净现金流-1.43 亿元,同比减少 102.54%,主要由支付的采购款、税费及各项费用增加所致。
- **盈利预测与投资建议:**为满足消费者的差异化个性化需求,公司对“潮流前线”主品牌一分为十,促进产品风格多样化,并通过多品牌集合店的方式推广,预计未来休闲装业务可能较为稳定;供应链管理业务快速增长,随着定增资金到位,17 年新业务推进有望提速,只是该业务毛利率较低,利润端增速可能不及收入端。预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.24、0.31 和 0.36 元,目前公司总市值 215 亿,股价对应 17 年市盈率为 29 倍,考虑到公司业绩在新业务拉动下仍将维持较高的增速,打造时尚产业服务提供商的过程中投资并购预期仍存,且定增价格 12.60 元/股提供一定安全边际,维持“审慎推荐-A”的投资评级。
- **风险提示:**1) 供应链管理等新业务拓展低于预期。2) 原材料价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1983	6324	17070	23946	29940
同比增长	52%	219%	170%	40%	25%
营业利润(百万元)	269	532	1199	1757	2181
同比增长	65%	98%	125%	47%	24%
净利润(百万元)	194	362	751	1033	1232
同比增长	57%	86%	108%	37%	19%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.24	0.33	0.39
PE	36.9	29.5	28.7	20.9	17.5
PB	3.1	2.1	3.6	3.1	2.7

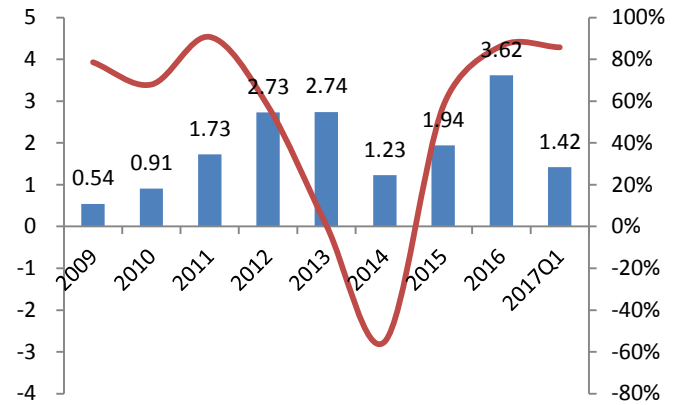
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 公司营业收入及增速 (亿)



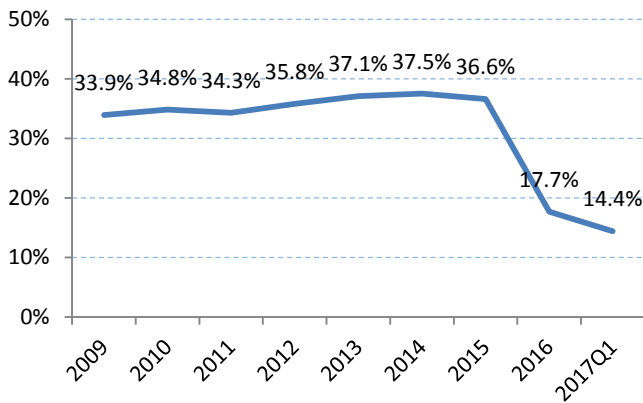
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司净利润及增速 (亿)



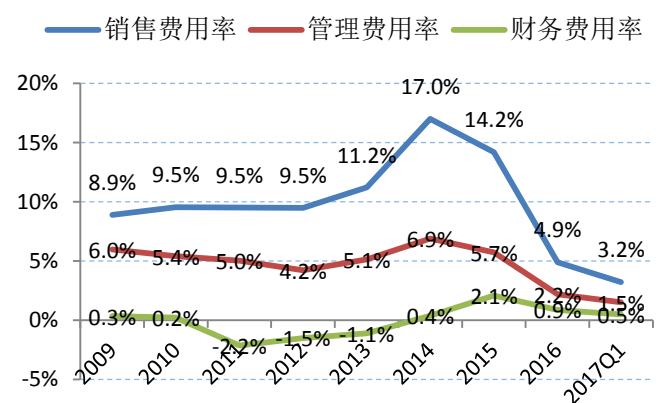
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司毛利率情况



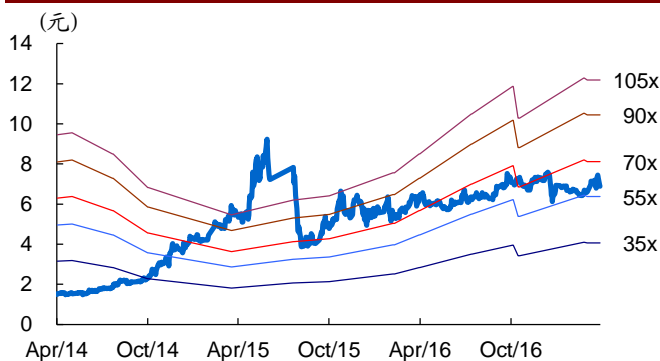
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司费用率情况



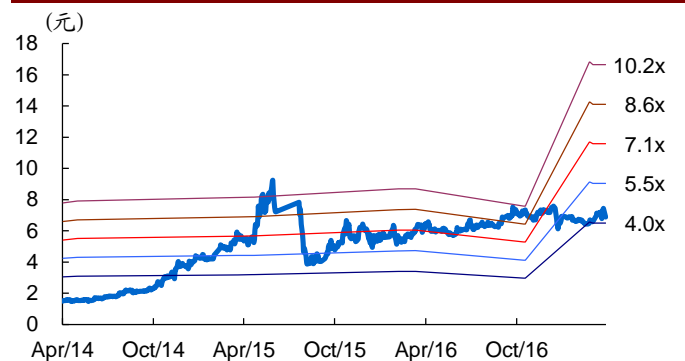
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 搜于特历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 搜于特历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表1: 公司17Q1业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	867	2295	2590	199%	13%
营业毛利	234	319	373	60%	17%
销售费用	66	89	83	26%	-6%
管理费用	34	37	39	14%	6%
财务费用	15	11	12	-16%	13%
营业利润	115	127	236	106%	86%
归属母公司净利润	76	103	142	86%	38%
EPS (元)	0.07	0.07	0.09		

数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	396	468	470	649	867	1422	1740	2295	2590
营业毛利	160	171	164	230	234	286	279	319	373
销售费用	60	68	66	87	66	75	78	89	83
管理费用	21	24	30	39	34	29	38	37	39
财务费用	7	8	12	14	15	15	14	11	12
营业利润	70	75	53	71	115	161	130	127	236
归属母公司净利润	53	56	39	46	76	107	75	103	142
EPS (元)	0.10	0.05	0.04	0.04	0.07	0.08	0.06	0.07	0.09
主要比率									
毛利率	40%	37%	35%	35%	27%	20%	16%	14%	14%
销售费用率	15%	15%	14%	13%	8%	5%	5%	4%	3%
管理费用率	5%	5%	6%	6%	4%	2%	2%	2%	1%
财务费用率	2%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	0%	0%
营业利润率	18%	16%	11%	11%	13%	11%	7%	6%	9%
有效税率	30%	25%	30%	30%	26%	26%	27%	25%	27%
净利率	13%	12%	8%	7%	9%	8%	4%	4%	5%
YoY									
收入	42%	62%	33%	69%	119%	204%	270%	254%	199%
归属母公司净利润	48%	47%	22%	171%	45%	91%	90%	125%	86%

数据来源: 公司公告、招商证券

参考报告:

1、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23

“Papi” 酱获得 1200 万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注，本文将对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理，并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿，短期内行业或将加速扩张，长期而言，实力不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

2、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。需求、技术及政策等因素共同推动医美产业爆发。与医美发达国家相比，我国技术差异不明显，关键在于其精细化的高水平服务、风险管控以及完善的监管制度。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散，政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势，而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

3、《买手行业深度报告-消费升级启动时尚新引擎 买手店将迎个性品味时代新机遇》2016/8/22

在消费再升级大背景下，个性化消费需求爆发。针对该领域巨大的挖掘潜力，本文从买手业态切入，对买手行业、欧美买手业态、国内买手业态的发展历程及趋势进行了深入的案例式分析。我们认为尽管 97 年的老佛爷最终以失败告终，但中国消费时代的变化，或将为买手业态迎来新的机遇。首先买手制可以打破原有传统产品开发的弊端，有效缩短前导期，提升动销率，同时买手业态以消费者需求为导向，以时尚潮流为基准，更加符合消费者的购买心理，购物效率更高，此外，买手店采用集合方式经营，在租金、人员成本方面也具有一定优势。而“轻奢”全民化趋势的形成也将使买手制不仅局限于高端线下，随着本土买手队伍的壮大及线上的发展，未来定位亲民的买手全渠道业态也将陆续出现。

4、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28

近年来，随着我国人均收入的逐年提高以及 85、90 后逐渐成为消费主力群体，人们的消费观念和消费习惯不断变化，消费结构特征也在不断改变。本文通过类比日本 80 年代消费演变史，发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段，需求正在按照生活场景化细分，消费出现个性化趋势，共享经济兴起。而针对变革的消费环境，国内品牌正进行着迎合“新趋势+新模式”的革新，我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段，目前分别在供应链整合和产品独创设计等领域深耕，并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

5、《健身行业深度报告-热潮之下蓄势待发的中国健身行业》2017/3/13

随着国民消费水平的提高以及对自身健康的关注，健身需求逐渐提升，随之而来的是线下健身房的快速扩张和雨后春笋般崛起的互联网健身企业。而喧闹的背后，行业运营模式与盈利状况究竟如何？行业发展的历史与未来方向何在？新老模式的优劣与未来盈利点是什么？经过大量草根调研，我们利用一手详实数据，详尽梳理目前线下健身房的盈利模式，从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析，提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析，并对一兆韦德、威尔士，超级猩猩、Liking，乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。我们认为，健身行业未来发展空间巨大，不同线城市之间深度服务价值的挖掘与浅层新客户流量的利用将并行发展，资本介入下行业洗牌将加速，并可通过区域内自主扩张和区域外并购方式推进行业集中度的提升与产业链的延伸，与大众健身需求的培育共同进步。

6、《搜于特（002503）-供应链管理业务发展迅速 拉动公司业绩高速增长》2017/3/23

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2342	5827	11536	14911	18291
现金	396	908	700	400	400
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	1	2	2
应收款项	534	1263	3361	4715	5895
其它应收款	15	11	29	40	50
存货	634	1264	3618	5110	6419
其他	762	2381	3827	4644	5524
非流动资产	1328	1368	1358	1349	1342
长期股权投资	443	452	452	452	452
固定资产	405	405	405	404	404
无形资产	41	41	37	33	30
其他	439	470	464	460	456
资产总计	3670	7195	12893	16260	19632
流动负债	652	1624	6379	8533	10383
短期借款	168	134	3465	4492	5353
应付账款	83	368	1040	1469	1846
预收账款	23	339	969	1369	1720
其他	378	783	904	1203	1464
长期负债	694	347	347	347	347
长期借款	0	0	0	0	0
其他	694	347	347	347	347
负债合计	1345	1972	6727	8881	10731
股本	1037	1546	3124	3124	3124
资本公积金	471	2426	947	947	947
留存收益	799	1140	1853	2808	3962
少数股东权益	17	110	243	501	869
归属于母公司所有者权益	2307	5113	5924	6878	8033
负债及权益合计	3670	7195	12893	16260	19632

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	200	(612)	(3124)	(1001)	(477)
净利润	194	362	751	1033	1232
折旧摊销	79	85	38	37	36
财务费用	45	59	115	238	296
投资收益	(17)	(18)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(101)	(1109)	(4192)	(2579)	(2417)
其它	(0)	9	181	289	395
投资活动现金流	(732)	(1256)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(153)	(113)	(28)	(28)	(28)
其他投资	(579)	(1144)	18	18	18
筹资活动现金流	416	2410	2926	711	487
借款变动	162	450	2982	1027	861
普通股增加	518	509	1578	0	0
资本公积增加	(519)	1955	(1480)	0	0
股利分配	(52)	(104)	(39)	(78)	(78)
其他	306	(400)	(115)	(238)	(296)
现金净增加额	(117)	542	(208)	(300)	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1983	6324	17070	23946	29940
营业成本	1258	5202	14861	20989	26368
营业税金及附加	11	20	54	76	95
营业费用	282	308	512	575	629
管理费用	114	138	256	239	299
财务费用	41	54	115	238	296
资产减值损失	26	87	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	18	18	18	18
营业利润	269	532	1199	1757	2181
营业外收入	7	6	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	275	537	1204	1762	2186
所得税	77	140	320	471	585
净利润	197	397	884	1291	1600
少数股东损益	3	35	133	258	368
归属于母公司净利润	194	362	751	1033	1232
EPS (元)	0.19	0.23	0.24	0.33	0.39

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	52%	219%	170%	40%	25%
营业利润	65%	98%	125%	47%	24%
净利润	57%	86%	108%	37%	19%
获利能力					
毛利率	36.6%	17.7%	12.9%	12.3%	11.9%
净利率	9.8%	5.7%	4.4%	4.3%	4.1%
ROE	8.4%	7.1%	12.7%	15.0%	15.3%
ROIC	8.7%	7.5%	10.0%	12.3%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	27.4%	52.2%	54.6%	54.7%
净负债比率	4.6%	6.7%	26.9%	27.6%	27.3%
流动比率	3.6	3.6	1.8	1.7	1.8
速动比率	2.6	2.8	1.2	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.9	1.3	1.5	1.5
存货周转率	2.0	5.5	6.1	4.8	4.6
应收帐款周转率	4.0	7.0	7.4	5.9	5.6
应付帐款周转率	21.3	23.1	21.1	16.7	15.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.23	0.24	0.33	0.39
每股经营现金	0.19	-0.40	-1.00	-0.32	-0.15
每股净资产	2.23	3.31	1.90	2.20	2.57
每股股利	0.10	0.03	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	36.9	29.5	28.7	20.9	17.5
PB	3.1	2.1	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	44.1	24.1	11.0	7.3	5.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。