

搜于特 (002503.SZ) 研究报告

搜于特：供应链管理业务持续放量，看好相应增值服务前景 买入（首次）

2017年7月4日

证券分析师 马莉

执业资格证书号码：S0600517050002
(010) 66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业资格证书号码：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **公司概况：**国内代表性平价休闲服饰品牌商，2015年起拓展供应链增值服务。公司旗下“潮流前线”品牌定位“快速、平价、时尚”休闲服饰，深耕三四线城市，目前已发展为拥有10大子品牌、1845家专卖店、终端销售收入达到18.69亿元的大型服饰品牌。服装主业之外，公司2015年起转型产业链综合服务提供商，开展供应链服务、品牌管理以及商业保理业务，其中供应链服务业务2016年收入/净利润规模达到43.24/1.70亿元，占公司总体收入/净利润比重达到68.37%/46.92%，成为公司业绩重要支撑。

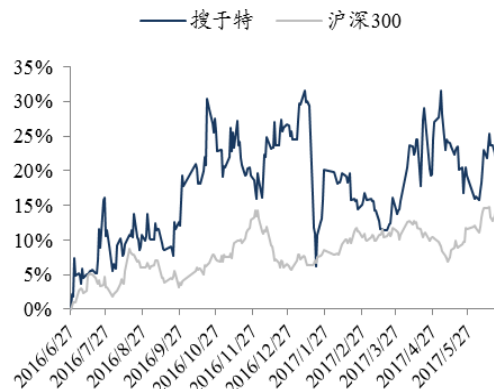
■ **致力行业供应链效率优化，公司供应链管理等业务迅速发展：**2015年公司提出三年战略规划，计划2015-2018年投入60-100亿资金向时尚生活产业各项增值服务领域发展。其中：

(1) 供应链管理业务方面：主要从事原材料集中采购（棉纱占比超过83%）、设计研发服务（原材料资讯、成本分析、流行趋势分析等）、采购规划等服务。该业务2015年8月开展至今主要通过9家控股型供应链子公司展开，目前合作客户/供应商约1000/500家，2015/2016年来自该项业务的收入为2.95/43.24亿元，增长迅速；由于公司采购原材料相较其他采购者能拥有10%差价，该项业务能为客户节约2%-6%的采购成本并优化采购流程，同时公司毛利率在7%左右。2016年该项业务毛利率/净利率分别达到7.70%/3.93%，净利润则达到1.70亿元。该业务的开展带来公司应收账款及存货增加，但目前资金周转效率较高，如子公司绍兴兴联一年可周转10-12次。未来三年，公司计划继续斥资10.2亿元设立20家子公司拓展业务，并打造B2B制造采购平台“时尚智造网”为品牌商、制造商提供一系列供应链服务及设计支持。

(2) 品牌管理业务：对当地品牌商及经销商进行对接，获取代理经销的价差收益。与供应链管理业务相似，主要通过3家控股子公司（公司占股51%）开展，2016年该项业务贡献收入1.68亿元，毛利率达到17.21%。未来三年公司计划投入5亿人民币继续投资9家控股子公司拓展业务，并打造B2C综合分销垂直电商平台（搜特网）构建时尚产业品牌运营管理服务体系。

(3) 商业保理业务：通过子公司搜银保理为上下游客户提供贸易融资、应收账款管理及催收、信用风险控制等服务。2017年该项业务收入达到407.99万元，计入上市公司利息收入。未

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.95
一年最低价/最高价	5.49/7.82
市净率(倍)	4.14
流通市值(亿元)	111.76

基础数据

每股净资产(人民币元) (2017Q1 按送股调整)	1.68
资产负债率(%)	29.96
总股本(百万股)	3124.19
流通A股(百万股)	1626.76

来三年公司计划商业保理存量投放金额达到 50 亿元以上。

(4) 定增+发债为以上业务提供资金保证：公司于 2016 年 11 月完成定增发行，募集 25 亿元用于供应链管理、品牌管理业务及补流；另一方面公司 14、15 年发行两期五年公司债共计 7 亿元。考虑公司三年发展规划共计投资 60-100 亿元，公司 2017 年计划通过债务融资渠道继续融资 50-60 亿元，以满足日益增长的增值服务业务所带来的资金投入及周转需求。

- **品牌服装主业：**深耕三四线城市平价时尚领域，10 大子品牌对准个性化需求、渠道优化持续进行中。公司服装主业 13 年起提出“快时尚”模式改革，加强产品设计，以及在原有四季订货会基础上加强对加盟商灵活补单的支持；同时主动进行渠道调整，扩大店铺面积、优化店铺布局、加强终端管理。另外，2015 年起为响应个性化时尚需求，公司在原有“潮流前线”品牌下以大型集成店形式推出 10 大子品牌。
- **对外投资方面：**公司积极多领域布局时尚生活产业，已投资包括电商女装品牌、跨境电商、零售培训、创意设计等多领域标的，2016 年更出资 1 亿元设立广东搜于特时尚文化产业投资基金，以进一步扩大和优化公司产业布局。
- **盈利预测及投资建议：**服装主业稳定+供应链迅速放量，预计公司近三年业绩迅速。我们预计在公司传统品牌服装业务稳定发展、同时供应链管理收入迅速放量的背景下，公司近三年收入及利润端都将经历迅速增长，估计 17/18/19 年收入同比增长幅度在 191%/54%/46%，EPS 为 0.26/0.36/0.51 元/股，对应当前股价 PE 为 27/20/14 倍，看好公司成长性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**（1）终端零售环境遇冷（2）供应链业务受下游需求不振（3）管理链条过长导致效率下降（4）随业务扩张资金周转效率下降

目录

1. 公司概况：平价服饰品牌商起家，15 年起转型产业链综合服务商.....	5
2. 致力供应链效率优化，公司供应链管理等业务迅速发展.....	6
2.1. 供应链管理业务：通过设计采购、原材料研发、采购规划开展客户服务，已成为公司主要收入来源.....	6
2.2. 品牌管理业务：构建品牌销售体系，为品牌商提供专业化服务.....	9
2.3. 商业保理业务：提供融资及应收账款管理服务，解决产业链上下游企业资金周转难题.....	10
2.4. 定增+发债为以上项目提供资金来源.....	11
3. 品牌服装主业：十大子品牌对准个性化需求，渠道优化持续进行中.....	12
4. 对外投资方面：积极开展时尚生活产业多领域布局.....	14
5. 盈利预测及投资建议	16

图表目录

图表 1: 搜于特基本财务情况 (百万元)	5
图表 2: 搜于特股权结构图	5
图表 3: 搜于特供应链管理模块现有子公司情况梳理	7
图表 4: 供应链管理业务收入及利润情况	7
图表 5: 2016 年供应链管理业务收入构成 (万元)	8
图表 6: 供应链管理产生占款情况 (百万元)	8
图表 7: 公司拟设立供应链管理子公司在全国主要区域的分布规划	9
图表 8: 品牌管理业务收入及利润情况	10
图表 9: 已成立品牌管理项目子公司	10
图表 10: 保理项目的运营模式	11
图表 11: 搜于特 2015 定增募投项目	12
图表 12: 公司募集债券情况	12
图表 13: 传统服装业务收入盈利情况	12
图表 14: 搜于特 2011-2015 年设计与新款上市情况	13
图表 15: 公司专卖店经营情况	13
图表 16: 搜于特“潮流前线”旗下的全新品牌矩阵	14
图表 17: 公司时尚产业相关投资项目	14
图表 18: 广东英扬的主要财务指标 (单位: 百万元)	16
图表 19: 核心估值假设	16
图表 20: 可比公司估值	17

1. 公司概况：平价服饰品牌商起家，15 年起转型产业链综合服务商

平价休闲服饰起家，2015 年起转型产业链综合服务提供商。公司于 2005 年成立于广东东莞，旗下“潮流前线”品牌定位“快速、平价、时尚”休闲服饰，深耕三四线城市，目前已发展为拥有十大子品牌、1845 家专卖店、终端销售收入达到 18.69 亿元的大型服饰品牌。公司 2015 年起转型产业链综合服务提供商，在服装主业外开展供应链服务、品牌管理以及商业保理业务，其中供应链服务业务 2016 年收入/净利润规模达到 43.24/1.70 亿元，占公司总体收入/净利润比重达到 68.37%/46.92%，成为公司业绩重要支撑。

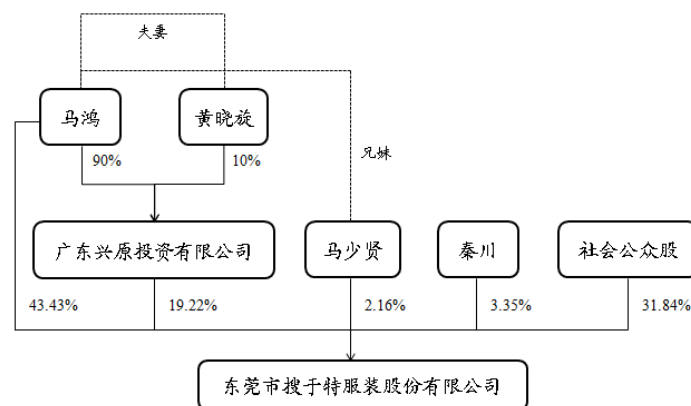
图表 1：搜于特基本财务情况（百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	1,612.45	1,737.75	1,305.82	1,982.91	6,324.06
YOY	46.64%	7.77%	-24.86%	51.85%	218.93%
毛利率	35.78%	37.09%	37.50%	36.57%	17.69%
变动	1.49%	1.31%	0.41%	-0.93%	-18.88%
净利润	272.84	274.19	123.02	197.34	396.94
净利润率	16.92%	15.78%	9.42%	9.95%	6.28%
归母净利润	272.84	274.19	123.18	193.97	361.71
YOY	57.54%	0.49%	-55.07%	57.47%	86.48%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构上，董事长马鸿先生及关联方持股 64.81%。董事长马鸿个人占股 43.43%，与其妻黄晓旋通过广东兴原投资持有 19.22% 的股份，另其妹马少贤占股 2.16%。马鸿先生现任中国流行色协会理事、广东省服装服饰行业协会副会长等职务，在纺服业拥有丰富从业经验和较高威望。

图表 2：搜于特股权结构图



数据来源：公司 2017 一季报，东吴证券研究所

2016 年 12 月推限制性股权激励，激励到位彰显管理层对公司信心。公司 12 月推出限制性股权激励草案，向包括公司董秘廖岗岩、副总经理伍骏、副总经理林朝强和财务总监唐洪在内的 592 名员工以 7.20 元/股价格授予 1850 万股限制性股票（占总股本 1.20%），解禁条件为 2017/18/19 年扣非归母净利润相对于 2015 年增幅不得小于 300%/450%/550%（对应 7.32/10.07/11.90 亿元），高业绩增长目标彰显管理层对公司业绩信心。

2. 致力供应链效率优化，公司供应链管理等业务迅速发展

纺服业供应链效率优化主要可从以下几方面进行：（1）市场高度分散带来的信息不对称以及随之产生的高昂交易成本；（2）下游品牌高度分散化以及随之产生的小批量、多批次、短交期订单，与上游面料、纱线等制造环节工业化大批量长周期特点的先天矛盾；（3）行业内存在大量中小型企业，资金周转紧张。

而针对以上纺服行业供应链痛点，公司 2015 年提出三年规划，正式转型产业链综合服务提供商：公司预计 2015-2018 年投入 60-100 亿资金，在巩固现有服装品牌业务基础上，利用自身产业资源和已有投资布局，以供应链管理、品牌管理、互联网金融业务为核心向时尚生活产业各项增值服务领域发展，其中供应链管理解决“如何买”（原料采购）、品牌管理解决“如何卖”（渠道铺设），商业保理等金融服务业务解决资金周转问题。

2.1. 供应链管理业务：通过设计采购、原材料研发、采购规划开展客户服务，已成为公司主要收入来源

公司供应链管理业务主要从事：（1）**集中采购**，利用公司在采购、仓储配送方面优势为客户提供棉纱、面料等原材料采购服务（其中棉纱 2016 年占比超过 83%），并利用规模优势从中赚取差价。（2）**提供设计研发服务**，利用总部 300+人设计研发团队及独立原材料研发中心，提供原材料资讯、成本分析、流行趋势分析等服务。（3）**采购规划**：为客户量身定制采购方案，优化其内部资金周转。

具体业务开展形式为公司以全资子公司东莞搜于特供应链管理有限公司为载体，在全国各地投资设立多家控股型项目子公司（占股 51%），并以股权联合形式吸引在当地具有供应链及市场资源的合作伙伴共同参与。2015 年 8 月开展业务至今已有 9 家控股型供应链子公司，分布于全

国各主要纺织服装生产地区，设立伊始公司对各家子公司规划为收入规模达到 8-12 亿元，目前绍兴兴联、广州集亚特等子公司发展迅速。

目前公司供应链管理业务合作客户数量约达 1000 家，合作供应商约 500 家。2015/2016 年来自该项业务的收入为 1.97/43.24 亿元，增长迅速；由于公司采购原材料相较其他采购者能拥有 10% 差价，该项业务能为客户节约 2%-6% 的采购成本并优化采购流程，同时公司毛利率在 7% 左右。2016 年该项业务毛利率/净利率分别达到 7.7%/3.9%，净利润则达到 1.70 亿元。

图表 3：搜于特供应链管理模块现有子公司情况梳理

供应链管理模块子公司名称	设立时间	出资额 (万元) ¹	持股 比例	2016 收入 (亿元)	2016 净利润 (亿元)	2016 净利润率	
东莞搜于特供应链管理有限公司	2015.8.21	85000	100%	43.24	1.70	3.93%	
东莞搜于特供应链管理有限公司下辖子公司							
编号	子公司名称	设立时间	出资额 (万元) ²	持股 比例	2016 收入 (亿元)	2016 净利润 (亿元)	2016 净利润率
1	广东集亚特供应链管理有限公司	2015.9.16	5100	51%	10.80	0.48	4.48%
2	湖北浚通供应链管理有限公司	2015.9.2	5100	51%			
3	苏州聚通供应链管理有限公司	2015.9.28	5100	51%			
4	广东聚亚特供应链管理有限公司	2015.12.28	5100	51%	8.44	0.33	3.90%
5	佛山市聚美特纺织有限公司	2016.10.19	2550	51%			
6	厦门瑞悦隆供应链管理有限公司	2016.11.8	1050	51%			
7	广东瑞仓特纺织有限公司	2016.8.16	10200	51%	2.98	0.12	4.05%
8	绍兴市兴联供应链管理有限公司	2016.8.9	20400	51%	10.13	0.52	5.12%
9	浙江东利源供应链管理有限公司	2017.5.16	10200	51%			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：供应链管理业务收入及利润情况

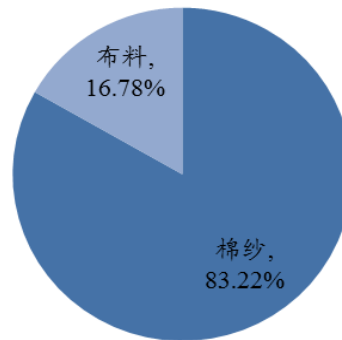
	2015	2016
收入 (亿元)	1.97	43.24
毛利率	9.2%	7.7%
净利润 (亿元)	0.06	1.70
净利率	3.2%	3.9%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

1 指上市公司对东莞搜于特供应链管理有限公司投资额

2 指东莞搜于特供应链管理有限公司对该等 9 家子公司投资额

图表 5: 2016 年供应链管理业务收入构成 (万元)



数据来源: 15 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告, 东吴证券研究所

业务产生一定占款, 目前资金周转效率仍较高。在开展本业务过程中, 公司首先收集下游客户订单, 要求其预付定金, 并对其采取款到发货的收款形式, 但对于较优质客户可给予 2-3 个月账期; 采购中, 为降低采购价格一般预付上游 30% 货款, 到货后 30 天内付清尾款。在这样的背景下公司资金周转效率较高, 如子公司绍兴兴联一年可周转 10-12 次。

具体来看占款情况, 公司 2016 年应收账款 12.63 亿元, 但其中 9.13 亿来自品牌服装业务加盟商欠款, 属于供应链管理业务的应收账款在 3 亿+; 存货方面, 2016 年较 2015 年增长 6.30 亿+, 但其中 1 亿来自品牌服装业务库存商品增长, 属于供应链管理业务的存货在 5 亿左右。再考虑应收、预付、存货、应付、预收间的抵消, 供应链业务 43 亿+收入体量对应占款在 6 亿元左右, 周转效率较高。

图表 6: 供应链管理产生占款情况 (百万元)

	2015	2016	净增加
流动资产中:			
应收账款	533.90	1,263.18	729.28 ³
预付账款	261.16	651.00	389.85
存货	633.62	1,263.76	630.13 ⁴
流动负债中:			
应付账款	82.72	367.62	284.90
预收账款	22.54	339.36	316.81

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

³其中仅 3 亿属于供应链管理业务

⁴其中不到 5 亿来自供应链管理业务

未来：20 家子公司筹备中，计划投资额达 10.2 亿。公司计划未来三年内继续以供应链管理公司为主体，在全国主要区域投资设立 20 家控股型项目子公司，每家项目子公司注册资本 1 亿元，其中供应链管理公司占比 51%，其余 49% 由多名在本区域服装时尚领域具有深厚行业经验和丰富行业资源的合作伙伴参股。同时公司计划打造信息、功能服务齐全的 B2B 制造采购平台“时尚智造网”，在全国范围内汇集供应链资源，为品牌商、制造商提供采购、仓储、配送等一系列供应链服务以及设计支持。

图表 7: 公司拟设立供应链管理子公司在全国主要区域的分布规划

区域	涵盖省份	拟设立项目子公司数量
华南	广东、广西、海南、江西	7
华东	江苏、浙江、上海、安徽、山东、福建	4
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	3
华中	湖北、湖南、河南	3
西南	云南、贵州、四川、重庆	1
西北	陕西、宁夏、青海、甘肃、新疆	1
东北	黑龙江、吉林、辽宁	1
	合计	20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 品牌管理业务：构建品牌销售体系，为品牌商提供专业化服务

品牌管理业务主要通过对当地品牌商及经销商进行对接，获取代理经销的价差收益。公司以全资子公司东莞市搜于特品牌管理有限公司作为实施主体，在选定区域与合作伙伴共同设立项目子公司，负责搜集本区域的 brand 资源和销售渠道资源，利用公司在品牌经营管理方面积累的丰富经验，将公司的产业优势在全国范围拓展，为品牌商提供品牌管理和销售服务。另外，公司在国内多省设有办事处，为未来整合国内中小品牌资源奠定了基础。

截至目前公司品牌管理业务已在东莞、武汉、南昌与合作伙伴分别设立了 3 家品牌管理控股子公司，其中东莞和南昌的两家控股子公司业务发展尤为突出。2016 年品牌管理业务贡献收入 1.68 亿元，毛利率 17.21%。随着公司在 2017 年 3 月对品牌管理项目子公司江西聚构商贸有限公司增资 5100 万元，我们预计公司的品牌管理业务在 2017 年将有较大进展。

图表 8: 品牌管理业务收入及利润情况

	2015	2016
收入 (亿元)	0.08	1.68
毛利率	未披露	17.2%
净利润 (亿元)	0.00	0.06
净利率	0.0%	3.6%

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 9: 已成立品牌管理项目子公司

项目子公司	设立日期	设立地点	注册资本	品牌管理有限公司 出资占比	合作方及 出资占比
江西聚构 商贸有限公司	2015 年 12 月 10 日	江西省 南昌市	2 亿元人 民币	51%	罗润生 42% 张阳岳 5% 李承勇 2%
广东集美购 品牌管理有限公司	2015 年 12 月 15 日	广东省 东莞市	1 亿元人 民币	51%	周玉庚 47% 李旭琼 2%
武汉舜宇 品牌管理有限公司	2016 年 12 月 30 日	湖北省 武汉市	4000 万 人民币	55%	武汉舜特商贸 合伙企业 45%

数据来源: 公司公告 东吴证券研究所

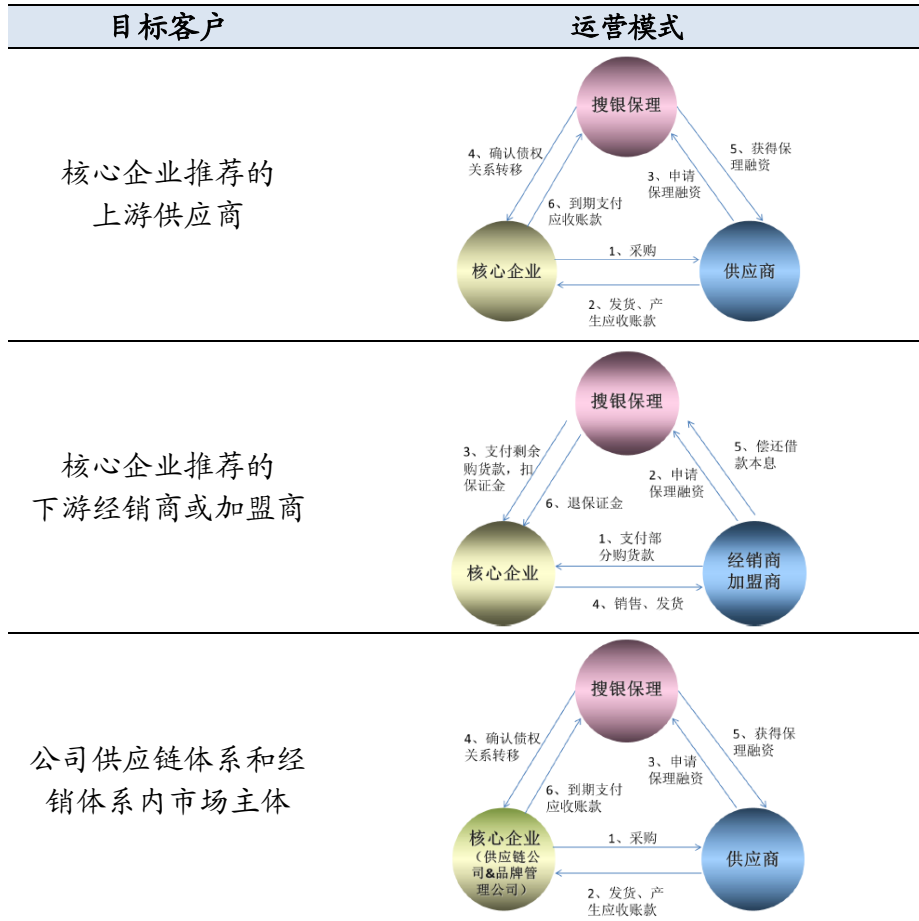
未来: 计划投资 5 亿元人民币, 未来三年内在全国主要区域投资 9 家控股型项目子公司。其中, 每家项目子公司注册资本为 1 亿元, 品牌公司控股 51%, 其余的 49% 由多名在本区域服装时尚领域具有较强的服装经销能力的合作伙伴参股。同时, 公司将打造一个信息、功能服务齐全的 B2C 综合分销垂直电商平台(搜特网), 并将合作品牌商的产品纳入该平台, 从而通过线上线下一体化渠道建设, 构建一个高效、完善的时尚产业品牌运营管理服务体系。

2.3. 商业保理业务: 提供融资及应收账款管理服务, 解决产业链上下游企业资金周转难题

公司商业保理业务主要通过全资子公司前海搜银商业保理有限公司展开, 为上下游客户提供贸易融资、应收账款管理及催收、信用风险控制等服务。搜银保理 2015 年 6 月成立, 主要客户为时尚产业链以及公司构建的时尚产业供应链体系和时尚产业经销体系内的供应商、品牌商、加盟商等市场主体, 盈利模式上, 一方面通过与时尚产业链核心企业建立商业保理业务的战略合作关系, 为其推荐的客户提供融资服务, 从而收取利息及保理费; 另一方面通过对企业提供应收账款管理服务, 收取一定的管理

费。2016年公司商业保理业务收入达到407.99万元，计入上市公司利息收入。

图表 10: 保理项目的运营模式



数据来源：公司公告 东吴证券研究所

公司在2017年1月对搜银保理增资1.5亿人民币，力争三年内商业保理存量投放金额达到50亿元以上。我们认为发展时尚产业商业保理项目是公司现有主营业务基础上的有机延伸，将会成为公司新的利润增长点。

2.4. 定增+发债为以上项目提供资金来源

公司三年发展规划共计投资 60-100 亿元，主要通过定增及发债筹资：公司于 2016 年 11 月完成定增发行，以每股 12.60 元的价格发行 1.98 亿股，总共募集 25.00 亿元用于供应链管理（包括仓储物流基地建设）及品牌管理业务，另外公司于 14、15 年发行两期五年公司债，募资总额 7 亿元；2017 年计划通过债务融资工具，如发行可转债、中期票据、短融、超短融、银行借贷等，再融资 50-60 亿元，以满足供应链管理等业务的周转资金需求。

图表 11: 搜于特 2015 定增募投项目

序号	项目名称	总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	时尚产业供应链管理项目	120,000	120,000
2	时尚产业品牌管理项目	50,000	50,000
3	仓储物流基地建设项目	32,083	30,000
4	补充流动资金	50,000	50,000
合计		252,083	250,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 公司募集债券情况

债券简称	发行日	到期日	发行价(万元)	募资总额(万元)	债券总额(万元)	利率
15 搜特债	2015 年 8 月 24 日	2020 年 8 月 23 日	100	35,000	35,000	5.95%
14 搜特 01	2014 年 7 月 2 日	2019 年 7 月 1 日	100	35,000	35,000	7.80%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 品牌服装主业: 十大子品牌对准个性化需求, 渠道优化持续进行中

深耕三四线城市, 率先提出“时尚下乡”概念, 具有一定的市场知名度。公司专注于国内青春休闲服三四类市场, 截至 2016 年底, 分布在一、二线市场的门店为 264 个, 三、四线市场的门店为 1,581 个, 覆盖了我国大部分地级市、县城及城郊结合部。到 2015 年为止公司的主要业务是服装销售, 由于 13、14 年行业进入调整期, 公司服装销售收入增速大幅度减缓甚至负增长, 此后公司积极转型, 15、16 年年业绩复苏, 收入较快增长。公司采取以加盟为主的销售模式, 加盟店占整个渠道的比重高达 90% 以上。

图表 13: 传统服装业务收入盈利情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入(亿元)	6.33	11	16.09	16.79	12.5	16.81	18.69
YOY		73.78%	46.27%	4.35%	-25.55%	34.48%	11.18%
主营收入占比	100%	100%	99.81%	96.61%	95.79%	85.07%	29.61%
净利润(亿元)	0.91	1.73	2.73	2.74	1.88	1.41	1.86
YOY		90.73%	57.54%	0.50%	-31.53%	-25.12%	32.31%

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2013 年起公司提出“快时尚”模式, 勉力公司团队整体设计能力提

升。在低迷的服装市场情况下，公司选择“快时尚”的品牌发展战略。基于“快时尚”战略，公司自 2015 年下半年起公司持续扩大设计团队规模，至 2016 年底公司专职设计人员增加到 328 名。公司十分注重对设计团队的培养，设计团队原则上每周进行 2 次华南地区考察，每年进行 6 次香港市场考察和 4 次全国考察，同时每年至少 2 次派遣核心设计人员赴欧美、日韩等地区的时尚中心采风，此外公司会定期聘请香港、法国的老师对设计人员进行培训。

公司在每一季度的特定时段推出具有代表性的流行服饰，其特点是款式更新快、售卖价格低，及时上架、下架、及时更新。此外每年组织春季、夏季、秋季和冬季四次产品现场订货会，除现场订货会外，需补货的加盟商或新开加盟店可在网上直接下达订单，这一新模式使得搜于特更快地响应市场需求的变化。

图表 14: 搜于特 2011-2015 年设计与新款上市情况

	2011	2012	2013	2014	2015
设计人员数量	155	200	208	273	315
当年设计新款数量	6512	7025	7856	7557	9754
当年上市新款数量	4153	4307	4421	5112	6484
年度设计经费(万元)	1551.24	1768.82	2730.41	2417.76	3681.88

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

另外 2013 年起对终端渠道进行优化: 公司 2013 年对销售渠道进行调整和优化, 2014 年开始淘汰部分面积小、形象差、效益差的专卖店, 培育战略加盟商成长, 优化店铺布局, 提升店铺形象, 还特别注重店员培训。在终端门店数量上, 近年来开店步伐明显放缓, 14 年甚至出现了负增长。此外, 为通过优化终端陈列及门店形象以提升客户体验, 终端门店的平均单店面积不断增大, 从 2010 年的平均每店 97.56 平方米上升到 2016 年 183.25 平方米。

图表 15: 公司专卖店经营情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
品牌专卖店数量	1166	1521	1784	1815	1802	1894	1795
YOY		30.45%	17.29%	1.74%	-0.72%	5.11%	-5.23%
加盟店	1038	1392	1661	1710	1695	1752	1647
占比	89.02%	91.52%	93.11%	94.21%	94.06%	92.50%	91.75%
直营店	128	129	123	105	107	142	148
占比	10.98%	8.48%	6.89%	5.79%	5.94%	7.50%	8.25%
平均单店面积(平方米)	97.56	112.23	138.74	143.65	146.35	169.69	183.25

YOY 15.04% 23.62% 3.54% 1.88% 15.95% 7.99%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2015 年新推十个潮牌，获得市场认可。2015 年公司对原有“潮流前线”品牌进行发展升级，陆续推出面向不同细分人群的 10 个潮流子品牌，主要包括 3 个男装品牌、4 个女装品牌、2 个大众品牌和 1 个原创牛仔潮流品牌。目前这些品牌以大型集成店的方式推出，市场反应良好。

图表 16: 搜于特“潮流前线”旗下的全新品牌矩阵

细分行业	品牌	品牌定位	年龄
男装	帕讯	时尚商务潮流男装	25-30 岁
	弗里·睿路	都市街头潮流男装	20-30 岁
	芒斯特	高街摩登潮流男装	25-30 岁
潮流女装	比觅	欧美高级潮流男装	25-29 岁
	米蜜儿	甜美休闲潮流男装	16-24 岁
	佩蔻妮	韩风时尚潮流男装	20-30 岁
	野奈川	自然民俗潮流女装	25-34 岁
大众品牌	D 潮品	简约生活潮流品牌	18-30 岁
	哈乐菜	青春校园潮流品牌	16-22 岁
牛仔	J21	原创牛仔潮流品牌	18-26 岁

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 对外投资方面：积极开展时尚生活产业多领域布局

积极对外投资，多领域布局时尚生活产业。公司积极多领域布局时尚生活产业，已投资包括电商女装品牌、跨境电商、零售培训、创意设计等多领域标的，2016 年更出资 1 亿元设立广东搜于特时尚文化产业投资基金，以进一步扩大和优化公司产业布局。

图表 17: 公司时尚产业相关投资项目

投资时间	公司名称	业务板块	资金(万元)	所占股份	拥有平台/品牌
2014.08	广州伊烁服饰有限公司	时尚女装	5700	100.00%	ELLE/ELLE GIRL
2014.08	广州市纤麦服饰贸易有限公司	大码女装	3945	19.71%	纤麦
2014.08	广东致格服装有限公司	电商女装	2910	19.40%	熊世界
2014.08	广州慕紫服装有限公司	电商女装	396	19.79%	云思木想

公司					
2014.12	长沙千里及网络技术有 限公司	电商女装	2980	19.87%	欧芮儿
2015.03	广州市汇美时尚集团股 份有限公司	电商时装	32405	25.20%	茵曼、初语
2015.05	广州市领美贸易有限公 司	大码女装	1998	19.98%	纤莉秀
2014.12	长沙千里及网络技术有 限公司	B2C2C 社区 化综合性平台	1695	19.94%	微信公众号: 天天微赚
2014.12	深圳市云商微店网络技 术有限公司	B2C2C 电 商平台	1595	19.94%	微店网
2015.05	北京中研瀚海网络科技 股份有限公司	零售行业培训	5000	20.00%	中国零售培 训网
2015.08	广州市拉拉米信息科技 有限公司	跨境电商	4500	18.00%	拉拉米商城
2015.08	常州时间胶囊网络科技 有限公司	咖啡连锁专卖	1600	13.51%	品牌连锁专 卖店
2016.10	广东英扬传奇广告有限 公司	创意设计	5449.5	22.50%	英扬传奇、喜 邑互动

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

代表性投资项目中，茵曼是中国排名第一的原创棉麻女装品牌，目前正式从互联网转型新零售品牌。2013 年“双十一”茵曼以 1.265 亿元成为天猫女装品类销售冠军，2015 年“茵曼+千城万店”计划正式启动，截至 2015 年末，“茵曼+千城万店”已有 163 家签约，其中 101 家已开业，覆盖全国 23 个省。搜于特对茵曼的战略投资有助于两家公司的品牌价值以及未来在 O2O 等新商业渠道的全面打通。

图表：茵曼产品展示图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

另公司 2016 年投资广东英扬，进军创业设计领域。广东英扬成立于

2000 年 5 月，业务涉及品牌咨询、品牌策划和设计、整合营销传播三大板块，服务客户主要涵盖在服装、化妆品、日化等快速消费领域，具体包括纳爱斯、韩都衣舍、步森、唯品会、好莱客、流行美、小熊电器、春纪、雅兰、美的等多个线下实体企业和线上电商平台，在业内具有较好的口碑与知名度。15、16 年广东英扬分别实现未经审计的营业收入 9,932.68 万元和 13,119.59 万元，净利润 719.57 万元和 1,918.09 万元。该投资是搜于特开展品牌策划、会展宣传、广告传媒等多方位的创意设计业务的重要步骤之一。

图表 18: 广东英扬的主要财务指标 (单位: 百万元)

	2015	2016
资产总额	25.96	52.71
净资产	13.92	31.57
营业收入	99.32	131.19
净利润	7.19	19.18

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

服装主业稳定+供应链迅速放量，预计公司近三年业绩迅速。我们预计在公司传统品牌服装业务稳定发展、同时供应链管理收入迅速放量的背景下，公司近三年收入及利润端都将经历迅速增长，估计 17/18/19 年收入同比增长幅度在 191%/54%/46%，EPS 为 0.26/0.36/0.51 元/股，对应当前股价 PE 为 27/20/14 倍，看好公司成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19: 核心估值假设

	2016	2017E	2018E	2019E
传统品牌服装收入	1702	1787	1876	1970
YOY	1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	41.2%	41.0%	41.0%	41.0%
供应链管理收入	4324	14348	22957	34435
YOY	1403.8%	223.6%	60.0%	50.0%
毛利率	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
品牌管理收入	170	504	907	1360
YOY	1887.0%	200.0%	80.0%	50.0%
毛利率	17.2%	25.0%	30.0%	35.0%
其他收入	10	20	36	65
YOY	58.4%	100.0%	80.0%	80.0%
毛利率	77.9%	70.0%	70.0%	70.0%

合计收入	6324	16658	25776	37830
YOY	218.7%	163.6%	54.7%	46.8%
综合毛利率	17.7%	11.7%	10.8%	10.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图表 20: 可比公司估值

证券代码	证券简称	2016	2017E	2018E	2019E
002503.SZ	搜于特	60.6	26.8	19.6	13.9
002091.SZ	江苏国泰	13.0	19.5	16.2	13.2

数据来源：东吴证券研究所测算,WIND 一致预期

风险提示:

(1) 终端零售环境遇冷: 服装业务受终端零售遇冷或消费偏好转向未能实现同店增长，或子品牌协同不畅。

(2) 供应链业务受下游需求不振: 若下游受终端零售环境遇冷而使采购需求萎缩，则将对公司供应链管理业务产生较严重影响，尤其在该业务带来的应收账款及存货增长对公司现金流形成较大压力的背景下。

(3) 管理链条过长导致效率下降: 由于供应链管理及品牌管理业务都通过全资子公司下设控股子公司在各地进行经营，可能面临业务规模扩大后管理链条过长、效率下降的问题。

(4) 随业务扩张资金周转效率下降: 随供应链管理等业务持续进行客户拓展、扩大业务规模，可能面临客户质量参差不齐，从而导致资金周转效率下降的风险。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5827.0	13145.4	14388.4	17767.4	营业收入	6320.0	18367.5	28275.1	41176.3
现金	908.1	1674.6	1385.0	461.6	营业成本	5202.1	16278.1	25352.2	37190.9
应收款项	1263.7	3329.2	3740.6	4495.7	营业税金及附加	20.1	88.5	129.3	172.5
存货	1263.8	4162.3	5056.7	6940.4	销售费用	308.4	411.0	542.3	736.2
其他	1704.5	2000.0	2000.0	2000.0	管理费用	138.4	207.9	274.8	379.6
非流动资产	1367.8	1597.9	1806.8	2031.9	财务费用	54.2	19.0	224.9	252.7
长期股权投资	451.7	451.7	451.7	451.7	投资净收益	18.2	17.0	19.9	19.9
固定资产	404.8	370.8	543.1	705.1	其他	82.8	150.2	80.7	94.3
无形资产	40.9	38.4	37.0	35.6	营业利润	532.2	1229.8	1690.8	2370.2
其他	470.3	737.1	775.0	839.5	营业外净收支	4.9	6.0	-0.6	-0.6
资产总计	7194.7	14743.3	16195.1	19799.3	利润总额	537.1	1235.8	1690.2	2369.6
流动负债	1624.2	2634.6	2746.0	4501.7	所得税费用	140.2	336.9	459.2	636.0
短期借款	133.8	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	35.2	79.8	109.3	153.9
应付账款	367.6	1165.7	1122.4	2083.6	归属母公司净利润	361.7	819.2	1121.8	1579.7
其他	1122.8	1318.9	1473.6	2268.1	EBIT	671.0	1470.5	2105.9	2869.7
非流动负债	347.5	5500.0	5500.0	5500.0	EBITDA	756.2	1553.0	2193.0	2967.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	347.5	5500.0	5500.0	5500.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1971.7	8134.6	8246.0	10001.7	每股收益(元)	0.26	0.26	0.36	0.51
少数股东权益	110.2	683.5	1052.1	1532.2	每股净资产(元)	3.38	2.12	2.54	3.14
归属母公司股东权益	5112.8	5925.3	6897.0	8265.4	发行在外股份(百万股)	1546.3	3124.2	3124.2	3124.2
负债和股东权益总计	7194.7	14743.3	16195.1	19799.3	ROIC(%)	8.9%	8.8%	11.4%	13.7%
					ROE(%)	9.6%	13.8%	15.4%	17.8%
					毛利率(%)	17.7%	11.4%	10.3%	9.7%
					EBIT Margin(%)	10.6%	8.0%	7.4%	7.0%
					销售净利率(%)	5.7%	4.5%	4.0%	3.8%
					资产负债率(%)	27.4%	55.2%	50.9%	50.5%
					收入增长率(%)	218.7%	190.6%	53.9%	45.6%
					净利润增长率(%)	86.5%	126.5%	36.9%	40.8%
					P/E	60.6	26.8	19.6	13.9
					P/B	4.20	3.32	2.76	2.24
					EV/EBITDA	29.6	17.8	12.6	9.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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>

