

**搜于特(002503)/服装家纺**
**供应链管理爆发增长，品牌管理顺利推进**
**评级：买入(维持)**

市场价格：6.83

目标价格：8.68

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

分析师：邵璟璐

执业证书编号：S00740517040004

Email: shaojl@r.qlzq.com.cn

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3124
流通股本(百万股)	1627
市价(元)	6.83
市值(百万元)	21300
流通市值(百万元)	11100

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 搜于特年报点评：供应链管理业务望驶入快车道，2017 爆发在即 (2017-03-22)
2. 搜于特 2017 年一季报点评：爆发增长延续 (2017-04-25)

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1983	6324	17160	23388	27637
增长率 yoy%	51.9	218.9	171.3	36.3	18.2
净利润	194	362	776	1061	1258
增长率 yoy%	57.5	86.5	114.4	36.8	18.5
每股收益(元)	0.06	0.12	0.25	0.34	0.40
净资产收益率	8.4	7.1	13.5	16.1	16.6
每股净资产	0.74	1.64	1.84	2.11	2.43
P/E	110	59	28	20	17
P/B	9.2	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	25.0	19.4	26.3	17.2	13.0

备注：收盘价为 2017 年 8 月 25 日

**投资要点**

- 2017H1 收入/净利润同增 187%/96%**。公司发布中报，2017 年上半年实现收入 65.6 亿元，同增 186.85%；净利润 3.61 亿元，同增 96.38%，略超预期。随着毛利率较低的供应链管理业务比重大幅增加（占收入的 75%），整体毛利率较去年同期下降 10PCTs 至 12.68%。净利润大幅增加并略超预期主要由于：（1）供应链管理业务放量增长并保持较高而稳健的盈利；（2）理财收益增加带动投资收益同比增加 2200 万元左右，以及权益核算的长期股权投资收益增加 1200 万左右；综合使得净利率基本稳定在 6.6%。
- 供应链管理业务爆发增长，盈利稳健，品牌服饰业务有所调整**。分业务看，2017Q2 供应链管理业务增长提速，贡献收入 28.93 亿元、环比同增 50%，（15Q4/16H1/16Q3/16Q4/17Q1 分别 2/13.83/13.31/16.1/19.29 亿元），贡献净利润 1.32 亿元，对应净利率 4.6%，盈利能力稳健。上半年累计收入 48 亿元、净利润 2.12 亿元。品牌管理业务上半年贡献收入 8.93 亿元、净利润 5652 万元，测算 17Q2 约贡献 7.33 亿元收入。公司原有潮流前线服饰业务上半年贡献收入 3.34 亿元，有所下降。期内公司为减轻加盟商库存压力，推出联营加盟制度，期末共有 301 家联营加盟店。
- 供应链管理覆盖面逐渐扩大，品牌管理见起色**。公司公告出资 5000 万元设立南通新丝路供应链管理公司，南通也是国内纺织产业高密度地区之一，也是家纺产品生产基地，截至目前，公司已拥有 9 家供应链管理控股子公司，覆盖广州、福建、浙江、江苏等省市的纺织产业集群地区。同时品牌管理业务顺利推进，目前已拥有 3 家品牌管理控股子公司。公司预计 2017 年 1-9 月净利润增长 90%-140%（对应 4.91-6.21 亿元）。
- 存货周转良好，业务发展致短期经营性现金流出**。存货周转天数同比减少 32 天至 45 天，存货同增 80%至 15.75 亿元、环比同增 19%，主要由于业务快速发展的备货所需。应收账款周转天数同比减少 16 天至 38 天，应收账款同增 76%至 14.7 亿元。整体营业周期环比减少 18 天至 82 天。期内经营性现金净流出 6.84 亿元，主要由于供应链管理业务增长所需的商品和劳务费用，以及相关税费和保理业务增加带来的客户贷款和垫款资金增加。
- 盈利预测及投资建议**。公司通过供应链管理、品牌管理和保理业务向时尚产业综合提供商升级，在原有业务积累下产业资源优势明显（供应商和制衣厂），且资金充裕，未来新业务前景可期，业绩有望爆发增长，期间可进而反哺休闲装主业竞争优势。公司对后续业务发展充满信心，核心管理层参与股权激励。此外，公司积极探索时尚产业新模式和新领域（教育/跨境电商/移动销售等）。维持 2017/18/19 年净利润 7.76/10.61/12.58 亿元（CAGR51.5%）、对应 EPS0.25/0.34/0.40 元；目标价 8.68 元（对应 2017 年 35 倍 PE），维持“买入”评级。
- 风险提示**：消费疲软，潮流前线经营低于预期；供应链管理、品牌管理及保理等新业务发展低于预期；保理业务坏账风险。

**图表 1: 财务报表**

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	1,983	6,324	17,160	23,388	27,637	货币资金	396	908	7,640	9,021	10,662
营业成本	1,258	5,202	15,014	20,544	24,251	存货	634	1,264	546	499	507
毛利率	36.58%	17.74%	12.51%	12.16%	12.25%	应收账款	534	1,263	512	514	548
营业税金及附加	11	20	17	23	55	其他流动资产	778	2,392	2,035	2,054	2,057
营业费用	282	308	772	722	561	<b>流动资产</b>	2,342	5,827	10,733	12,087	13,774
营业费用率	14.20%	4.88%	4.50%	3.09%	2.03%	固定资产	405	405	495	578	653
管理费用	114	138	230	407	587	长期股权投资	443	452	452	452	452
管理费用率	5.73%	2.19%	1.34%	1.74%	2.12%	无形资产	41	41	41	42	42
财务费用	41	54	-3	17	34	其他长期资产	439	470	482	496	514
财务费用率	2.07%	0.86%	-0.02%	0.07%	0.12%	<b>非流动资产</b>	1,328	1,368	1,469	1,568	1,661
投资收益	17	18	25	30	30	<b>资产总计</b>	3,670	7,195	12,203	13,655	15,435
<b>营业利润</b>	<b>269</b>	<b>532</b>	<b>1,154</b>	<b>1,704</b>	<b>2,180</b>	短期借款	168	134	0	0	0
营业利润率	13.55%	8.42%	6.72%	7.29%	7.89%	应付账款	83	368	65	78	85
营业外收入	7	6	15	10	15	其他流动负债	401	1,123	1,194	1,564	1,947
营业外支出	1	1	1	5	6	<b>流动负债</b>	652	1,624	1,259	1,642	2,032
<b>利润总额</b>	<b>275</b>	<b>537</b>	<b>1,168</b>	<b>1,709</b>	<b>2,189</b>	长期负债	0	0	5,000	5,000	5,000
所得税	77	140	292	427	547	其他长期负债	694	347	0	0	0
所得税率	28.14%	26.10%	25.00%	25.00%	25.00%	<b>非流动性负债</b>	694	347	5,000	5,000	5,000
少数股东损益	3	35	100	221	384	<b>负债合计</b>	1,345	1,972	6,259	6,642	7,032
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>194</b>	<b>362</b>	<b>776</b>	<b>1,061</b>	<b>1,258</b>	股本	1,037	1,546	4,670	4,670	4,670
净利率	9.78%	5.72%	4.52%	4.54%	4.55%	资本公积	471	2,426	-698	-698	-698
<b>每股收益(元)(摊薄)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.12</b>	<b>0.25</b>	<b>0.34</b>	<b>0.40</b>	<b>股东权益合计</b>	2,307	5,113	5,733	6,582	7,588
						少数股东权益	17	110	210	431	815
						<b>负债股东权益总计</b>	3,670	7,195	12,203	13,655	15,435
						<b>比率分析</b>					
							2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>现金流量表(百万)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>增长率(%)</b>					
净利润	194	362	776	1,061	1,258	营业收入	51.9	218.9	171.3	36.3	18.2
少数股东损益	3	35	100	221	384	营业利润	65.3	98.0	116.8	47.7	27.9
折旧和摊销	21	41	29	36	45	净利润	57.5	86.5	114.4	36.8	18.5
营运资金变动	-1	-358	1,582	395	329	<b>利润率(%)</b>					
其他	-18	-692	-27	-13	3	毛利率	36.6	17.7	12.5	12.2	12.2
<b>经营现金流</b>	<b>200</b>	<b>-612</b>	<b>2,460</b>	<b>1,701</b>	<b>2,018</b>	EBIT Margin	16.1	10.4	6.6	7.2	7.9
资本支出	-206	-140	-120	-121	-121	EBITDA Margin	17.1	11.0	6.7	7.4	8.1
投资收益	0	9	25	30	30	净利率	9.8	5.7	4.5	4.5	4.6
资产变卖	0	0	0	0	0	<b>回报率(%)</b>					
其他	-526	-1,125	0	0	0	净资产收益率	8.4	9.7	14.3	17.2	17.8
<b>投资现金流</b>	<b>-732</b>	<b>-1,256</b>	<b>-95</b>	<b>-91</b>	<b>-91</b>	总资产收益率	5.3	6.7	8.1	8.4	9.0
发行股票	0	0	0	0	0	<b>其他(%)</b>					
负债变化	0	0	4,519	0	0	资产负债率	36.7	27.4	51.3	48.6	45.6
股息支出	-82	-146	-155	-212	-252	所得税率	28.1	26.1	25.0	25.0	25.0
其他	498	2,556	3	-17	-34	股利支付率	10.5	9.7	17.7	16.6	15.3
<b>融资现金流</b>	<b>416</b>	<b>2,410</b>	<b>4,367</b>	<b>-229</b>	<b>-286</b>						
<b>现金净增加额</b>	<b>-117</b>	<b>542</b>	<b>6,732</b>	<b>1,381</b>	<b>1,641</b>						

来源: Wwind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。