

2017年03月23日

公司研究•证券研究报告

搜于特 (002503.SZ)

动态分析

供应链业务快速上量带动业绩大幅增长

事件：

公司发布2016年年报，实现营收63.24亿元，同比增长218.93%；实现归母净利润3.62亿元，同比增长86.47%；EPS为0.26元。其中2016四季度实现营收22.97亿元，同比增长254%；实现归属母公司净利润1.03亿元，同比增长124.86%。2016年分红预案为每10股派发现金红利0.25元（含税）。

投资要点

- ◆ **十大子品牌陆续推出，供应链业务助力业绩高速增长**：公司持续推进品牌转型升级，顺应“快时尚”发展趋势，以“平价时尚”为品牌定位，三、四线市场的年轻消费者为目标人群，推出10大服饰潮品牌，目前全国共有“潮流前线”品牌服饰专卖店近2000家。供应链业务快速上量。报告期内，供应链管理公司共实现营业收入432,381.67万元，占全年营业总收入68.37%，实现净利润16,972.63万元，占公司净利润46.92%，带动公司业绩快速增长。
- ◆ **营收增速可观、供应链业务逐步放量导致毛利率下降**：2016年，公司实现营收63.24亿元，同比增长218.93%，增速较2015年的51.84%有较为明显上扬。从公司的具体业务来看，2015年公司涉足供应链管理业务，2016年报告期内供应链管理业务快速开展，其主要的经营业务为材料销售，占营收比例68.37%，占比增幅明显。而材料的毛利率仅为7.70%，同服装的毛利率41.22%有较大差距，如此消长，拖累公司整体毛利率下降至17.74%。
- ◆ **收入规模快速提升致期间费用率回落，库存上升**：2016年，公司供应链业务逐渐放量，公司营业收入大幅上升，从而导致公司的期间费用率相对下降，较15年相比同比下降63.99PCT至7.92%。但三项费用并没有因此降低，供应链管理业务快速增长而引起的人员、仓储、交通租赁费、办公费等开支增加，使销售费用同比增加9.54%，管理费用同比增加21.76%，财务费用由公司债务利息致其同比增加32.01%。从库存来看，公司2016年底存货金额为12.64亿元，同比上升99.45%，这主要是由供应链管理带来原材料大幅上涨造成的。同时，存货营收比较去年同期有所下降，应收账款增速明显提升。
- ◆ **四季度营业收入维持高增速**：公司四季度实现营业收入22.97亿元，同比增长254%，较三季度的270.41%变化不甚明显。公司供应链管理四季度仍带来较高的材料销售收入，从而Q4毛利率环比下降12.42个百分点至14.07%。四季度期间费用率从一季度的13.26%下降到5.94%，维持着报告期内期间费用率下降的趋势。
- ◆ **定增资金到位，转型升级有望提速**：公司业务板块现已形成以自有品牌、品牌及供应链管理、创意广告设计四大领域，通过布局“2+1”战略，整合产业链上的信息流、资金流、物流，最终实现从“潮流前线”的品牌经营到全方位、多元化战略布局。公司非公开发行198,412,698股，发行价格12.60元，募集资金25亿元，将投入供应链管理项目12亿，品牌管理项目5亿，仓储物流基地建设项目3.2亿，补充流动资金5亿。另外，公司发布2016年限制性股票激励计划草案，定增项目及股权激励计划的双重效益将促进搜于特尽快实现供应链整合、品牌管理趋于完善化，为其未来开辟更加广阔的空间。
- ◆ **投资建议**：基于供应链业务的快速发展、考虑公司股权激励的业绩考核标准，我们

纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

16元

股价(2017-03-22)

12.99元

交易数据

总市值（百万元）	20,085.82
流通市值（百万元）	10,565.82
总股本（百万股）	1,546.25
流通股本（百万股）	813.38
12个月价格区间	11.01/15.58元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.43	-14.24	14.15
绝对收益	-3.06	-10.54	13.77

分析师

 王冯
 SAC执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn

相关报告

公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.49、0.70 和 0.94 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 16 元，相当于 2017-2019 年动态市盈率 33 倍、23 倍和 17 倍。

- ◆ **风险提示：**公司战略转型的业务开展不能达到预期效益的风险；公司的新探索与消费市场实际情况存在偏差；应收账款产生坏账损失的风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,982.9	6,324.1	18,131.7	25,338.4	30,443.6
同比增长(%)	51.9%	218.9%	186.7%	39.7%	20.1%
营业利润(百万元)	268.7	532.2	1,016.3	1,455.4	1,964.2
同比增长(%)	65.3%	98.0%	91.0%	43.2%	35.0%
净利润(百万元)	194.0	361.7	755.4	1,081.3	1,459.1
同比增长(%)	57.5%	86.5%	108.8%	43.2%	34.9%
每股收益(元)	0.13	0.23	0.49	0.70	0.94
PE	103.5	55.5	26.6	18.6	13.8
PB	8.7	3.9	3.5	3.0	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

一、专注快时尚，供应链管理大有可为

1. 十大子品牌陆续推出，供应链业务助力业绩高速增长

搜于特为实现品牌转型升级，顺应“快时尚”发展趋势，公司以“平价时尚”为品牌定位，以三、四线市场的年轻消费者为目标人群，重磅推出 10 大服饰潮品牌，目前全国共有“潮流前线”品牌服饰专卖店近 2000 家。

供应链业务 2016 年快速放量。其中，供应链业务放量对公司业绩贡献最大，报告期内，供应链管理公司共实现营业收入 432,381.67 万元，占全年营业总收入 68.37%，实现净利润 16,972.63 万元，占公司净利润 46.92%，带动公司业绩快速增长。

图 1：2015-2016 年搜于特服装产销情况（单位：件）

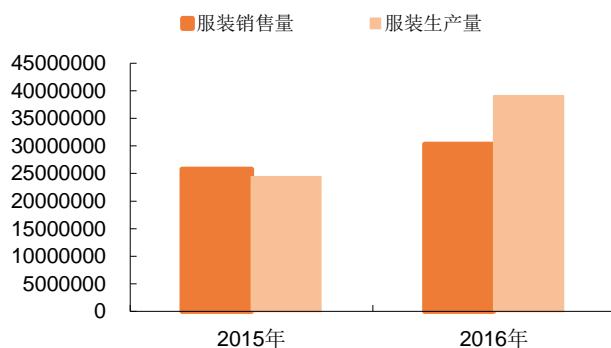
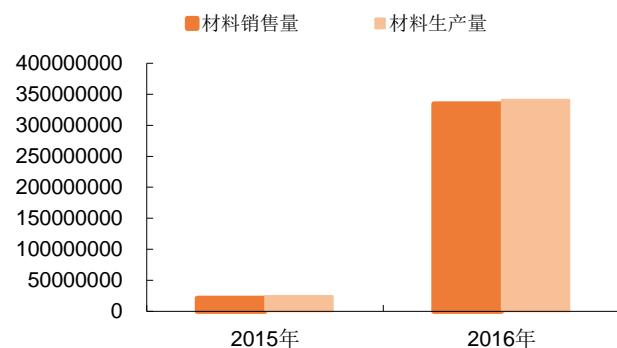


图 2：2015-2016 年搜于特供应链管理业务的产销情况(单位：米)



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：2016 年公司分产品毛利率情况

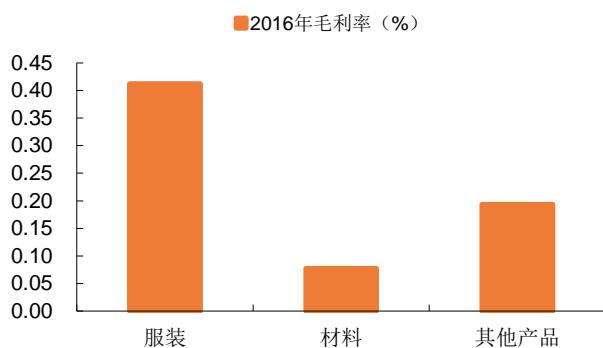
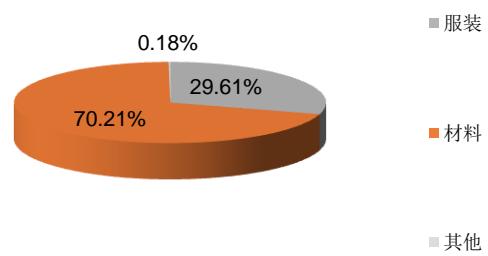


图 4：2016 年材料收入占比达到 70.21%



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

2. 营收增速可观、供应链业务逐步放量拖累毛利率下降

2016年，公司实现营收63.24亿元，同比增长218.93%，增速较2015年的51.84%有较为明显上扬。从公司的具体业务来看，2015年公司涉足供应链管理业务，2016年报告期内供应链管理业务快速开展，其主要的经营业务为材料销售，占营收比例68.37%，占比增幅明显。而材料的毛利率仅为7.70%，同服装的毛利率41.22%有较大差距，收入结构变化导致公司整体毛利率下降至17.74%。

图5：2016年公司营业收入增长219%

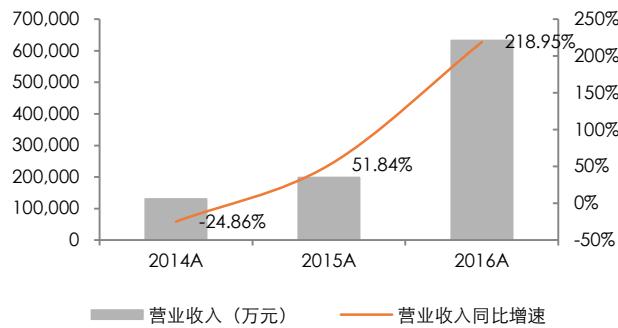
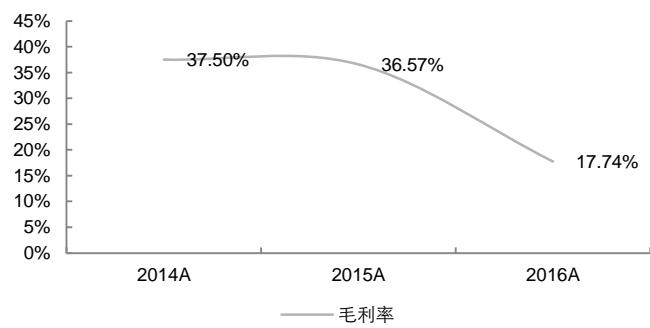


图6：2016年公司毛利率下滑至48.34%



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

3. 收入规模快速提升致期间费用率回落，库存大幅上升

2016年，公司供应链业务逐渐放量，公司营业收入大幅上升，从而导致公司的期间费用率相对下降，较15年相比同比下降63.99PCT至7.92%。但三项费用并没有因此降低，供应链管理业务快速增长而引起的人员、仓储、交通租赁费、办公费等开支增加，使销售费用同比增加9.54%，管理费用同比增加21.76%，财务费用由公司债务利息致其同比增加32.01%。从库存来看，公司2016年底存货金额为12.64亿元，同比上升99.45%，这主要是由供应链管理带来原材料大幅上涨造成的。同时，存货营收比较去年同期有所下降，应收账款增速明显提升。

图7：2014-2016年公司三项费用变化情况

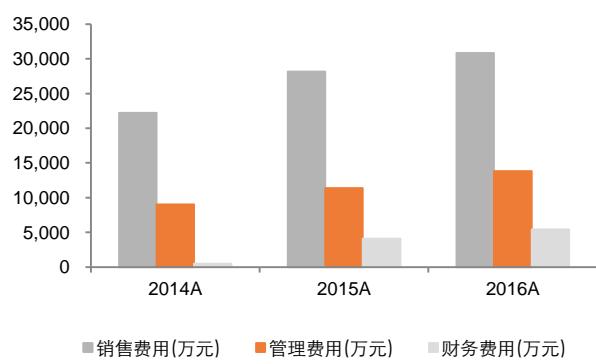
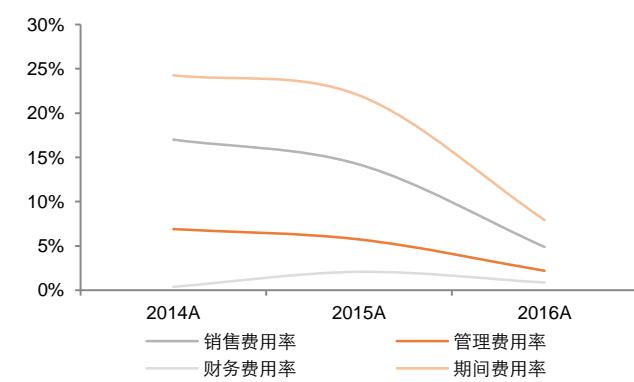


图8：2014-2016年公司三项费用率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

图 9 : 2014-2016 年公司存货变化及存货营收比 (%)

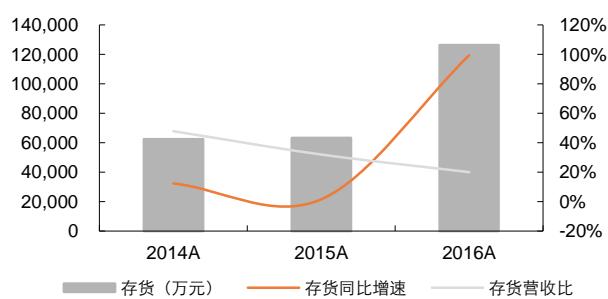
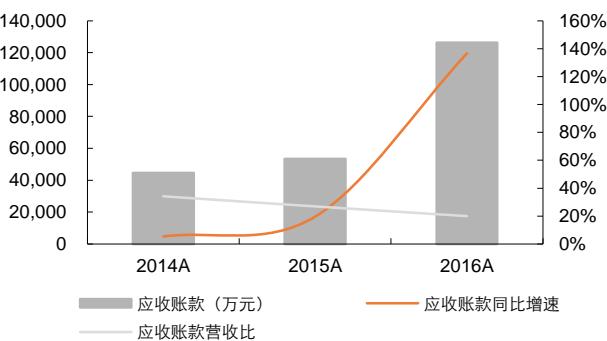


图 10 : 2014-2016 年公司应收账款变化



资料来源 : wind、华金证券研究所

资料来源 : wind、华金证券研究所

二、四季度营业收入维持高增速

公司四季度实现营业收入 22.97 亿元，同比增长 254%，较三季度的 270.41% 略有放缓。公司供应链管理四季度仍带来较高的材料销售收入，从而 Q4 毛利率同比下降 12.42 个百分点至 14.07%。由于供应链管理费用率低，随着该业务的增长，四季度期间费用率从一季度的 13.26% 下降到 5.94%。

图 9 : 2016 年四季度公司营收增长 254%

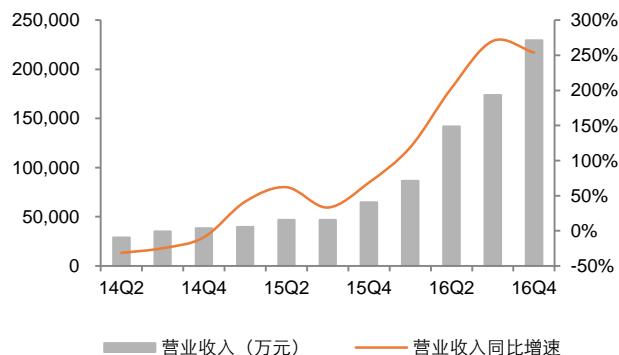
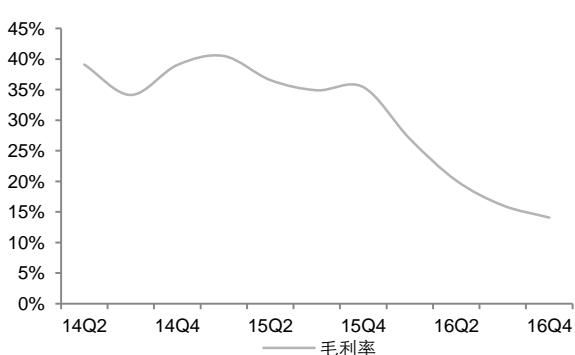


图 10 : 2016 年四季度公司毛利率为 14.07%



资料来源 : wind、华金证券研究所

资料来源 : wind、华金证券研究所

图 11 : 2016 年四季度公司期间费用率 5.94%

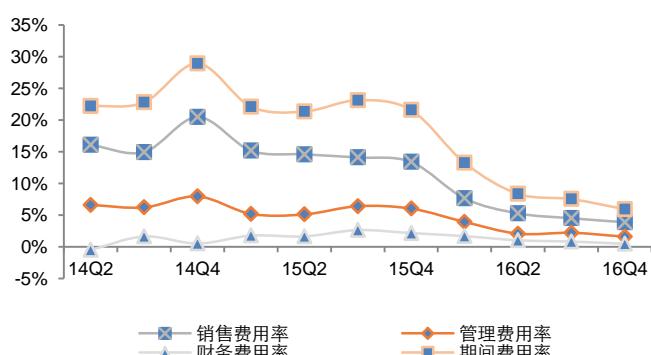
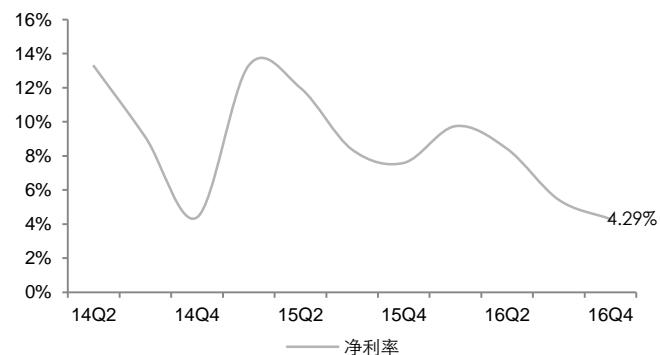


图 12 : 2016 年四季度公司净利率为 4.29%



资料来源 : wind、华金证券研究所

资料来源 : wind、华金证券研究所

三、定增资金到位，股权激励高业绩考核标准，期待供应链业务空间快速打开

公司业务板块现已形成以自有品牌、品牌及供应链管理、创意广告设计四大领域，通过布局“2+1”战略，整合产业链上的信息流、资金流、物流，最终实现从“潮流前线”的品牌经营到全方位，多元化的战略布局。

公司非公开发行了 198,412,698 股人民币普通股（A 股），每股发行价格为人民币 12.60 元，募集资金总额为人民币 25 亿元，扣除发行费用人民币 0.36 亿元后，实际募集资金净额为人民币 24.64 元。公司募集资金将投入供应链管理项目 12 亿，品牌管理项目 5 亿，仓储物流基地建设项目 3.2 亿，补充流动资金 5 亿。另外，公司发布 2016 年限制性股票激励计划草案，激励计划拟授予的限制性股票数量为 1850 万股，该激励计划激发公司管理层的积极性，优化公司治理结构。定增项目及股权激励计划的双重效益将促进搜于特尽快实现供应链整合、品牌管理趋于完善化，为其未来开辟更加广阔的空间。

四、盈利预测

基于供应链业务的快速发展、考虑公司股权激励的业绩考核标准，我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.49、0.70 和 0.94 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 16 元，相当于 2017-2019 年动态市盈率 33 倍、23 倍和 17 倍。。

五、风险提示

- 1、公司战略转型的业务开展不能达到预期效益的风险；
- 2、公司的新探索与消费市场实际情况存在偏差；
- 3、应收账款产生坏账损失的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,982.9	6,324.1	18,131.7	25,338.4	30,443.6	年增长率					
减: 营业成本	1,257.7	5,202.1	15,900.3	22,388.0	27,024.6	营业收入增长率	51.9%	218.9%	186.7%	39.7%	20.1%
营业税费	11.4	20.1	54.4	76.0	91.3	营业利润增长率	65.3%	98.0%	91.0%	43.2%	35.0%
销售费用	281.6	308.4	453.3	608.1	730.6	净利润增长率	57.5%	86.5%	108.8%	43.2%	34.9%
管理费用	113.7	138.4	308.2	430.8	517.5	EBITDA 增长率	75.3%	82.7%	130.2%	29.0%	12.9%
财务费用	41.1	54.2	372.4	345.2	71.9	EBIT 增长率	85.0%	89.3%	136.8%	29.7%	13.1%
资产减值损失	26.0	86.8	43.7	52.2	60.9	NOPLAT 增长率	83.4%	94.7%	140.3%	29.7%	13.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.6%	95.7%	70.3%	-57.6%	102.0%
投资和汇兑收益	17.1	18.2	17.0	17.4	17.5	净资产增长率	7.3%	124.7%	12.1%	17.0%	19.6%
营业利润	268.7	532.2	1,016.3	1,455.4	1,964.2	盈利能力					
加: 营业外净收支	5.9	4.9	1.0	0.9	0.9	毛利率	36.6%	17.7%	12.3%	11.6%	11.2%
利润总额	274.6	537.1	1,017.3	1,456.3	1,965.1	营业利润率	13.6%	8.4%	5.6%	5.7%	6.5%
减: 所得税	77.3	140.2	254.3	364.1	491.3	净利润率	9.8%	5.7%	4.2%	4.3%	4.8%
净利润	194.0	361.7	755.4	1,081.3	1,459.1	EBITDA/营业收入	17.0%	9.7%	7.8%	7.2%	6.8%
						EBIT/营业收入	15.6%	9.3%	7.7%	7.1%	6.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	36.7%	27.4%	66.1%	41.3%	58.1%
货币资金	396.5	908.1	1,450.5	3,831.9	2,435.5	负债权益比	57.9%	37.7%	194.6%	70.4%	138.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.59	3.59	1.67	2.41	1.78
应收帐款	548.8	1,273.8	3,762.8	1,868.0	4,897.3	速动比率	2.62	2.81	1.16	2.11	1.32
应收票据	0.5	0.5	8.1	1.4	8.8	利息保障倍数	7.54	10.82	3.73	5.22	28.32
预付帐款	261.2	651.0	4,101.4	2,084.5	4,676.5	营运能力					
存货	633.6	1,263.8	4,919.7	1,299.2	4,706.3	固定资产周转天数	71	23	8	5	4
其他流动资产	501.0	1,729.8	1,712.0	1,314.3	1,585.4	流动营业资本周转天数	219	148	109	69	50
可供出售金融资产	160.2	145.2	146.9	150.8	147.6	流动资产周转天数	409	232	216	187	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	91	52	50	40	40
长期股权投资	443.2	451.7	451.7	451.7	451.7	存货周转天数	114	54	61	44	36
投资性房地产	22.5	21.0	21.0	21.0	21.0	总资产周转天数	601	309	243	205	185
固定资产	405.0	404.8	376.3	347.8	319.2	投资资本周转天数	360	210	131	84	63
在建工程	149.1	233.1	233.1	233.1	233.1	费用率					
无形资产	41.1	40.9	39.6	38.4	37.1	销售费用率	14.2%	4.9%	2.5%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	107.1	71.0	25.4	26.7	30.4	管理费用率	5.7%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%
资产总额	3,669.9	7,194.7	17,248.6	11,668.7	19,549.8	财务费用率	2.1%	0.9%	2.1%	1.4%	0.2%
短期债务	168.0	133.8	1,962.9	-	198.5	三费/营业收入	22.0%	7.9%	6.3%	5.5%	4.3%
应付帐款	104.3	445.6	1,994.4	915.8	2,589.9	投资回报率					
应付票据	276.8	232.1	5,068.0	2,394.7	6,613.5	ROE	8.4%	7.1%	13.2%	16.1%	18.1%
其他流动负债	102.3	812.7	515.0	1,008.1	869.7	ROA	5.4%	5.5%	4.4%	9.4%	7.5%
长期借款	-	-	1,391.1	-	653.0	ROIC	15.1%	17.4%	21.3%	16.2%	43.4%
其他非流动负债	693.6	347.5	462.4	501.2	437.0	分红指标					
负债总额	1,345.1	1,971.7	11,393.9	4,819.8	11,361.6	DPS(元)	0.01	-	0.09	0.07	0.08
少数股东权益	17.3	110.2	117.9	128.8	143.5	分红比率	10.7%	0.0%	17.6%	9.4%	9.0%
股本	1,036.8	1,546.3	1,546.3	1,546.3	1,546.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.7%	0.5%	0.7%
留存收益	1,270.7	3,566.5	4,190.6	5,173.9	6,498.4						
股东权益	2,324.8	5,223.0	5,854.8	6,848.9	8,188.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	197.3	396.9	755.4	1,081.3	1,459.1	EPS(元)	0.13	0.23	0.49	0.70	0.94
加: 折旧和摊销	78.9	85.2	29.8	29.8	29.8	BVPS(元)	1.49	3.31	3.71	4.35	5.20
资产减值准备	26.0	86.8	-	-	-	PE(X)	103.5	55.5	26.6	18.6	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.7	3.9	3.5	3.0	2.5
财务费用	45.2	59.1	372.4	345.2	71.9	P/FCF	-59.1	-9.8	33.0	8.1	-15.8
投资损失	-17.1	-18.2	-17.0	-17.4	-17.5	P/S	10.1	3.2	1.1	0.8	0.7
少数股东损益	3.4	35.2	7.6	10.9	14.7	EV/EBITDA	40.5	32.2	16.0	9.2	9.3
营运资金的变动	-496.2	-2,385.7	-3,416.6	4,762.2	-3,625.1	CAGR(%)	76.9%	54.8%	83.7%	76.9%	54.8%
经营活动产生现金流量	199.6	-612.2	-2,268.4	6,212.0	-2,067.1	PEG	1.3	1.0	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-732.0	-1,256.3	28.6	11.5	17.6	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.8	1.4	3.8
融资活动产生现金流量	415.6	2,410.3	2,782.2	-3,842.1	653.0						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn