

搜于特半年报点评：17H1 整体符合预期，供应链+品牌管理业务净利率提升成为亮点 买入(维持)

事件：

公司披露 17H1 半年报：公司 17H1 实现营业收入 65.6 亿元，同比增长 186.85%；归母净利润 3.61 亿元，同比增长 96.38%。

Q2 单季度公司收入 39.75 亿，同比增长 179%；归母净利润 2.19 亿，同增 103.9%，均符合预期。2017 前三季度，公司归母净利润预计 4.9 亿~6.2 亿，同增 90%~140%

表：搜于特各部分收入、利润拆分

(单位：亿元)	收入	归母净利润
总和	65.6	3.6
<i>YOY</i>	186%	96%
供应链服务	51.7	2.1
<i>YOY</i>	274%	413%
品牌管理	8.9	0.56
<i>YOY</i>	2483%	3560%
其他	5.0	0.94
<i>YOY</i>	-43%	-33%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

投资要点

■ 持续扩张供应链子公司数量，供应链管理业务继续快速放量同时净利率提升明显。

17H1 公司材料业务收入 51.69 亿元，同增 273.7%；其中供应链管理业务的主要平台搜于特供应链管理有限公司，收入 48.22 亿元，同增 287.31%，占公司收入 73.44%；实现净利润 2.12 亿元同增 413%，占公司归母净利润 58.83%，17H1 供应链管理业务营业利润率 7.86%，归母净利润 4.40%（16 年归母净利润为 3.93%）

公司供应链子公司截止 17H1 设有 9 家下属子公司（去年同期 5 家），子公司（公司占比 51%，当地具有供应链及市场资源的合作伙伴占比 49%）通过集中区域内企业的原材料采购需求（棉纱、面料等原材料为主，其中棉纱 2016 年占比超过 83%），整合大量订单资源，向原材料厂家进行大规模集中采购，降低采购成本、提高效率，为客户创造价值的同时从中赚取差价。同时，公司于 8.28 公告继续在珠海及南通成立供应链子公司，通在不同区域的子公司设立持续扩大业务范围。

2017 年 08 月 28 日

证券分析师 马莉
执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦
执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

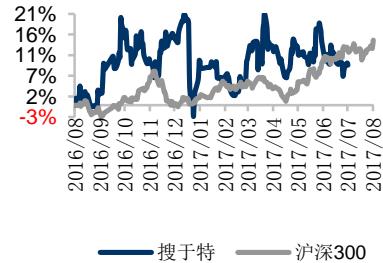
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川
执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	6.83
一年最低/最高价	6.04/7.82
市净率 (倍)	3.93
流通 A 股市值 (百万元)	11,111

基础数据

每股净资产 (元)	1.74
资产负债率 (%)	33.87
总股本 (百万股)	3,124
流通 A 股(百万股)	1,627

相关研究

1. 搜于特：供应链管理业务持续放量，看好相应增值服务前景
-20170705

公司未来的供应链管理业务希望在巩固提升现有服装品牌业务基础上，大力向以供应链管理、品牌管理及互联网金融为核心的时尚生活产业增值服务领域发展，将公司打造成为一个覆盖范围广大、供应能力强且具有灵活性的时尚产业供应链服务提供商，打造一个信息、功能服务齐全的 B2B 制造采购平台（“时尚智造网”）。

■ 品牌管理业务盈利能力有所加强。

其中品牌管理业务的主要平台，搜于特品牌管理有限公司 17H1 实现收入 8.93 亿元（去年同期 3446 万元），占公司收入 13.6%；实现净利润 5622 万元（去年同期 153 万元），占归母净利润 15.5%。该目前下属品牌管理控股子公司 3 家，其中江西子公司报告期内快速扩大新的业务收入和利润来源，使收入和利润快速增长。

公司品牌管理业务通过与全国各地具有丰富市场资源和营销能力的合作伙伴共同设立子公司的方式，利用公司多年来在店铺管理、商品陈列、品牌推广、人员培训以及 O2O 营销等品牌管理方面的经验和优势，为时尚生活产业的品牌企业开展品牌代理经销业务。

■ 公司自有品牌“潮流前线”下滑明显。

公司以销售自有品牌“潮流前线”为主的服装销售业务，收入端 17H1 同比下滑 7.17% 至 8.36 亿元，毛利率同比下滑 5.93pp 至 36.98%。在目前时尚休闲服装市场竞争激烈，各大品牌纷纷向快时尚转型的情况下，公司自有品牌经营压力较大。从净利润角度，若假设公司其他业务（包括商业保理）并不贡献利润，将归母净利润扣除供应链及品牌管理净利润，我们预计的“潮流前线”贡献的净利润由去年同期的 1.4 亿下降至 9000 万左右。

■ 应收、存货周转提升明显，预付款项有所增长。

在公司供应链及品牌管理业务迅速放量的情况下，公司应收账款及存货绝对值同比仅增 75.9% 及 79.7%；应收账款周转率（4.80，去年同期 3.34）及存货周转率（4.04，去年同期 2.34）均有明显提升，体现出了其在供应链业务中对账期有效的控制。

然而由于公司供应链业务迅速扩张带来的预付款项的大幅提升（由去年同期 5.7 亿上升至 16.0 亿），公司经营性现金流同比下滑 177% 至 -6.84 亿。

■ 投资建议：

公司供应链及品牌管理业务未来三年有望持续迅速放量，预计公司近三年业绩迅速。我们预计在公司供应链及品牌管理业务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 195%/54%/37% 达到 186 亿、286 亿以及 391 亿；EPS 为 0.26/0.37/0.53 元/股，同比增速分别为 126%/43%/41%，对应当前股价 PE 为 26/18/13 倍。

公司进行的供应链管理业务市场空间依旧较大且目前来看增长稳定，同时随着规模的扩张其利润率也有所提升；目前估值相对于业绩增速仍旧较低，在半年报增速符合预期的情况下，我们维持“买入”评级。

■ 风险提示：终端需求不及预期，品牌推广及协同不及预期。

搜于特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5827.0	13247.6	14576.6	17686.2	营业收入	6320.0	18616.0	28609.5	39136.1
现金	908.1	1651.8	1558.9	1860.9	营业成本	5202.1	16403.9	25453.4	34984.7
应收款项	1263.7	3391.3	3762.0	4066.1	营业税金及附加	20.1	89.6	130.9	164.0
存货	1263.8	4204.2	5051.6	6233.8	销售费用	308.4	416.6	548.7	699.7
其他	1704.5	2000.0	2000.0	2000.0	管理费用	138.4	210.7	278.0	360.7
非流动资产	1367.8	1600.7	1810.5	2008.9	财务费用	54.2	19.0	219.7	210.7
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	153.9	77.9	50.7
无形资产	40.9	38.4	37.0	35.6	营业利润	532.2	1339.1	1920.8	2685.6
其他	470.3	739.8	778.8	816.6	营业外净收支	4.9	6.0	-0.6	-0.6
资产总计	7194.7	14848.3	16387.1	19695.2	利润总额	537.1	1345.1	1920.2	2685.0
流动负债	1624.2	2667.7	2748.3	4137.2	所得税费用	140.2	366.7	521.6	720.7
短期借款	133.8	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	35.2	160.8	229.9	322.8
应付账款	367.6	1181.4	1118.0	1867.5	归属母公司净利润	361.7	817.6	1168.7	1641.5
其他	1122.8	1336.3	1480.4	2119.8	EBIT	671.0	1584.8	2329.3	3090.9
非流动负债	347.5	5500.0	5500.0	5500.0	EBITDA	756.2	1667.2	2416.5	3188.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	347.5	5500.0	5500.0	5500.0					
负债总计	1971.7	8167.7	8248.3	9637.2					
少数股东权益	110.2	683.5	1050.4	1436.8					
归属母公司股东权益	5112.8	5997.1	7088.4	8621.1					
负债和股东权益总计	7194.7	14848.3	16387.1	19695.2					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-612.2	-4124.4	389.9	862.0	每股收益(元)	0.26	0.26	0.37	0.53
投资活动现金流	-1256.3	3576.4	-1726.3	-2113.6	每股净资产(元)	3.38	1.92	2.27	2.76
筹资活动现金流	2410.3	1291.6	1243.6	1553.6	发行在外股份(百万股)	1546.3	3124.2	3124.2	3124.2
现金净增加额	541.8	743.7	(92.8)	302.0	ROIC(%)	8.9%	9.5%	12.4%	14.5%
折旧与摊销	85.2	82.4	87.2	97.4	ROE(%)	9.6%	13.7%	15.8%	18.0%
资本开支	112.5	35.2	241.7	252.0	毛利率(%)	17.7%	11.9%	11.0%	10.6%
营运资本变动	-1195.6	-5296.5	-1343.9	-1418.3	EBIT Margin(%)	10.6%	8.5%	8.1%	7.9%
企业自由现金流	-501.9	-4026.0	681.5	1192.4	销售净利率(%)	5.7%	4.4%	4.1%	4.2%
					资产负债率(%)	27.4%	55.0%	50.3%	48.9%
					收入增长率(%)	218.7%	194.6%	53.7%	36.8%
					净利润增长率(%)	86.5%	126.1%	42.9%	40.5%
					P/E	59.0	26.1	18.3	13.0
					P/B	4.09	3.56	3.01	2.48
					EV/EBITDA	28.9	16.2	11.2	8.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>