

# 疫情致 Q1 业绩压力较大，关注经营健康度和医疗用品拓展进度

## ——搜于特(002503.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评

公司简报

### 中性(维持)

当前价: 3.39 元

### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

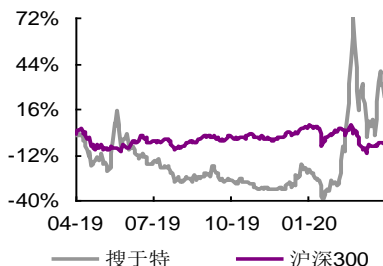
总股本(亿股): 30.93

总市值(亿元): 104.84

一年最低/最高(元): 1.81/5.68

近3月换手率: 539.89%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.78	57.23	17.81
绝对	-1.74	52.71	16.10

资料来源: Wind

### 相关研报

业绩承压，关注行业需求变化——搜于特(002503.SZ) 2019 年中报点评  
 ..... 2019-08-30

### ◆业绩概括: 收入、利润均持续下滑, 20Q1 净利润亏损

公司 2019 年收入下滑 30.12% 至 129.24 亿元, 归母净利润同比降 43.81% 至 2.08 亿元, 扣非净利润同比降 45.46%, EPS0.07 元。2019Q1-2020Q1 收入分别-38.73%、-49.12%、-11.50%、-8.21%、-57.92%, 归母净利润分别-32.36%、-71.21%、-10.62%、-50.11%、亏损。

自 18Q3 开始公司收入持续同比下滑, 主要为终端零售疲软背景下, 公司主要业务供应链管理、品牌管理、品牌服饰等销售均承压, 其中供应链管理和品牌管理子公司 19 年收入分别-29.37%、-7.43%, 收入占比分别为 84%、15%, 净利润分别-70.38%、-50%; 按品类分, 19 年材料、服装收入分别占比 82%、11%, 分别同比-32.20%、-2.39%。

从季度表现来看, 规模较大的控股子公司绍兴兴联自 18 年 10 月丧失控股权、持股自 51% 降为 49% 转为联营企业致 19 上半年收入和利润降幅同比较大, 19H2 出表效应消除, 收入同比降幅有所改善, 但 20Q1 受疫情影响收入再次大幅下滑。

### ◆财务指标: 费用率提升, 存货和应收账款周转、现金流承压

19 年毛利率为 7.99% 同比持平, 20Q1 下降 4.98PCT 至 3.84%; 期间费用率 19 年、20Q1 分别为 4.76% (+0.83PCT)、9.82% (+5.15PCT), 销售费用率 19 年、20Q1 分别+0.20、+1.67PCT, 管理费用率分别+0.22、+1.17PCT, 研发费用率分别+0.12、+0.13PCT, 财务费用率分别+0.29、+2.18PCT。

存货 19 年末 31.91 亿元、较 19 年初增加 16.25%, 20Q1 增加 5.17%; 应收账款 19 年末较 19 年初增加 31.64%、20Q1 减少 2.84%, 存货和应收账款周转均持续放缓。经营净现金流 19 年下滑 116.87%, 20Q1 大幅减少为-3.11 亿元。

### ◆短期业绩压力仍存, 关注经营指标健康度和医疗用品业务拓展进展

公司 2020 年营业总收入预算为 140 亿元, 归母净利润预算为 3 亿元以上。

我们认为: 1) 短期来看公司业绩压力仍存, 纺织服装行业(尤其是公司供应链管理业务所在的上游纺织制造行业)受国内外疫情影响需求端压力较大, 叠加原材料棉花、棉纱价格持续下跌, 可能对公司开展供应链管理等产业链上服务带来不利影响, 周转和现金流方面均出现压力。另外, 国内消费环境疲软亦影响了公司品牌服饰业务。2) 公司已经投资 2 亿元设立医疗用品子公司、拓展医用口罩和防护服产能, 短期疫情下需求旺盛、有望为公司贡献业绩, 未来将形成纺织服装和医疗用品双主业。

考虑到国内外疫情尚未完全结束, 宏观经济和纺织服装行业景气度恢复尚存不确定性, 医疗用品业务受疫情影响短期国内外市场波动较大、业绩贡献难以预测, 我们下调 20~21 年、新增 2022 年 EPS 为 0.03、0.07、0.08 元, 对应 20 年 PE108 倍, 股价短期波动较大, 维持“中性”评级。

◆风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软、医疗用品新业务拓展不及预期或盈利波动较大、存货跌价和应收账款坏账风险、资金管理不善。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18,494	12,924	11,437	12,591	13,538
营业收入增长率	0.89%	-30.12%	-11.51%	10.09%	7.52%
净利润（百万元）	369	208	97	209	234
净利润增长率	-39.72%	-43.81%	-53.38%	115.77%	11.95%
EPS（元）	0.12	0.07	0.03	0.07	0.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.99%	3.81%	1.75%	3.63%	3.91%
P/E	28	51	108	50	45
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年4月27日

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,494	12,924	11,437	12,591	13,538
营业成本	17,042	11,892	10,511	11,548	12,428
折旧和摊销	49	68	82	95	105
税金及附加	35	22	23	25	27
销售费用	325	252	223	246	257
管理费用	188	160	154	164	176
研发费用	34	39	35	38	41
财务费用	181	164	172	189	199
投资收益	55	24	20	20	20
营业利润	637	287	151	301	334
利润总额	637	290	142	292	325
所得税	169	71	36	73	81
净利润	469	219	107	219	244
少数股东损益	99	11	10	10	10
归属母公司净利润	369	208	97	209	234
EPS(按最新股本计)	0.12	0.07	0.03	0.07	0.08

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-591	100	65	168	432
净利润	369	208	97	209	234
折旧摊销	49	68	82	95	105
净营运资金增加	6	-828	97	453	210
其他	-1,016	652	-211	-589	-118
投资活动产生现金流	1,388	-98	-280	-255	-180
净资本支出	-241	-198	-250	-200	-150
长期投资变化	840	1,108	0	0	0
其他资产变化	789	-1,008	-30	-55	-30
融资活动现金流	-648	-235	281	225	-138
股本变化	-32	0	0	0	0
债务净变化	286	413	453	414	61
无息负债变化	-74	565	-255	-92	64
净现金流	130	-233	66	138	114

### 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%	8.2%
EBITDA 率	4.4%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%
EBIT 率	4.0%	5.4%	5.6%	5.6%	5.6%
税前净利润率	3.4%	2.2%	1.2%	2.3%	2.4%
归母净利润率	2.0%	1.6%	0.8%	1.7%	1.7%
ROA	4.6%	1.9%	0.9%	1.8%	1.9%
ROE (摊薄)	7.0%	3.8%	1.7%	3.6%	3.9%
经营性 ROIC	6.8%	7.3%	6.3%	6.5%	6.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	49%	49%	50%	49%
流动比率	1.83	1.92	1.86	1.81	1.82
速动比率	1.20	1.22	1.19	1.20	1.23
归母权益/有息债务	2.51	2.16	1.86	1.70	1.73
有形资产/有息债务	4.66	4.29	3.72	3.41	3.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,166	11,316	11,620	12,161	12,530
货币资金	883	1,306	1,372	1,511	1,625
交易性金融资产	93	42	42	42	42
应收账款	1,956	2,575	2,779	2,946	3,046
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	60	80	81	89	95
存货	2,745	3,191	3,154	3,097	3,064
其他流动资产	543	314	314	314	314
流动资产合计	7,902	8,708	8,794	9,155	9,429
其他权益工具	0	99	99	99	99
长期股权投资	840	1,108	1,108	1,108	1,108
固定资产	923	870	973	1,022	1,019
在建工程	3	4	6	7	6
无形资产	126	239	284	327	370
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	2,265	2,608	2,826	3,006	3,100
总负债	4,571	5,550	5,748	6,069	6,195
短期借款	1,577	1,292	1,745	2,159	2,220
应付账款	132	433	420	462	497
应付票据	1,762	1,975	1,787	1,617	1,616
预收账款	212	355	320	353	379
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,314	4,530	4,727	5,049	5,174
长期借款	90	880	880	880	880
应付债券	99	100	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	257	1,020	1,020	1,020	1,020
股东权益	5,595	5,766	5,872	6,091	6,335
股本	3,093	3,093	3,093	3,093	3,093
公积金	981	994	1,004	1,024	1,048
未分配利润	1,308	1,527	1,614	1,802	2,012
归属母公司权益	5,288	5,443	5,540	5,749	5,983
少数股东权益	307	322	332	342	352

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.75%	1.95%	1.95%	1.95%	1.90%
管理费用率	1.02%	1.24%	1.35%	1.30%	1.30%
财务费用率	0.98%	1.27%	1.50%	1.50%	1.47%
研发费用率	0.18%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.19	0.03	0.02	0.05	0.14
每股净资产	1.71	1.76	1.79	1.86	1.93
每股销售收入	5.98	4.18	3.70	4.07	4.38

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	28	51	108	50	45
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	17.1	16.5	18.0	16.6	15.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼