

业绩承压，关注行业需求变化

——搜于特(002503.SZ) 2019年中报点评

公司简报

中性(下调)

当前价: 2.37元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

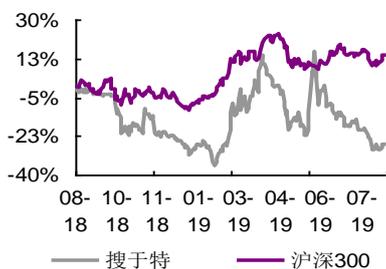
总股本(亿股): 30.93

总市值(亿元): 73.29

一年最低/最高(元): 2.05/3.80

近3月换手率: 120.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.48	-27.96	-36.19
绝对	-8.14	-24.52	-24.28

资料来源: Wind

相关研报

供应链管理业务稳健发展，现金流有所改善——搜于特(002503.SZ) 2018年中报点评

..... 2018-09-09

◆业绩概括: 收入、利润均下滑，业绩端承压

公司2019年上半年实现总营业收入60.77亿元、同比降44.14%，归母净利润1.85亿元、同比降56.94%，扣非净利润1.60亿元、同比降48.27%。EPS0.06元。

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、品牌服饰、品牌管理等均承压，另外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(该公司2018H1实现收入18.83亿元)、19H1同比上年收入利润不再并表亦有影响。另外，费用率上升和投资收益减少加剧了利润下滑压力。

分季度来看，19Q1~Q2收入分别-38.68%、-49.11%，归母净利润分别-32.36%、-71.21%，二季度业绩压力有所加大。

◆收入拆分: 多项业务均有下滑

分业务来看，目前公司主要收入来源为供应链管理业务(与分产品中的“材料”对应)、主要为为客户提供棉纱等纺织服装原材料采购服务、从中赚取差价收益。19H1该业务实现收入50.83亿元、同比降44.01%，占比为83.49%，实现净利润6932万元、同比降70.40%。收入下滑一方面为绍兴兴联出表，另一方面为公司采取谨慎策略、放缓了供应链管理业务发展速度。截至19年上半年公司共有12家供应链管理子公司分布全国各地开展业务，数量较18年持平。净利润降幅加大主要为毛利率下降影响。

原有的“潮流前线”品牌服饰业务(与分产品口径中的“服装”对应)呈现收缩，19H1收入6.28亿元、同比下降23.19%，主要为国内终端消费需求低迷影响。

公司其他时尚电子产品业务(与分产品口径中的“其他产品”对应)收入3.59亿元、同比降49.05%，亦为市场需求疲软所致。

◆财务指标: 主要业务毛利率降，费用率升、周转走弱，现金流略改善

毛利率: 19年上半年毛利率同比提升0.64PCT至8.75%，主营业务毛利率为7.84%同比略提升0.02PCT基本持平。其中服装、材料、其他产品业务分别下降0.95、0.90、0.69PCT至36.06%、4.55%、4.65%，各业务毛利率下降、总体毛利率略升主要为业务结构变化影响，毛利率较高的服装业务下滑幅度较小、占比提升。材料毛利率下降主要为上半年棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格下跌所致，服装及其他产品毛利率下降主要为市场需求疲软、公司让利客户所致。

其他财务指标方面，公司期间费用率压力有所加大，2019H1 提升 1.77PCT 至 5.05%；存货较年初增 26.30%，存货周转率自 18H1 的 4.48 下降至 1.79；应收账款较年初减少 12.57%，应收账款周转率自 18H1 的 6.74 下降至 3.32，周转压力加大；投资收益同比减少 80.03%、减少 1.05 亿元至 2625 万元，主要为上期处置子公司获得收益较多；经营活动净现金流净流出 1.73 亿元、较 18H1 净流出 3.39 亿元有所收窄。

◆短期业绩压力仍存，关注行业需求变化

公司预计 2019 年 1~9 月归母净利润同比下滑 40~60%，主要为公司继续放缓供应链管理业务发展速度，同时毛利率端仍存压力。

我们认为：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）受中美贸易摩擦影响国内外需求均疲软，对公司开展供应链管理、提供产业链上采购服务构成不利影响。另外，国内消费环境疲软亦影响了公司品牌服饰业务。

2018 年末公司控股股东及其一致行动人陆续减持和股份转让，其中于 2018 年 11 月转让公司股份 5%予前海瑞盛、2018 年 12 月转让 5%予黄建平、2019 年 5 月转让 10%予广州高新区投资、2019 年 6 月转让 5%予嘉兴煜宣，同时控股股东之一致行动人于 2019 年 3 月合计减持 1.91%股份。上述股权转让完成后公司控股股东及一致行动人合计持股为 36.39%。

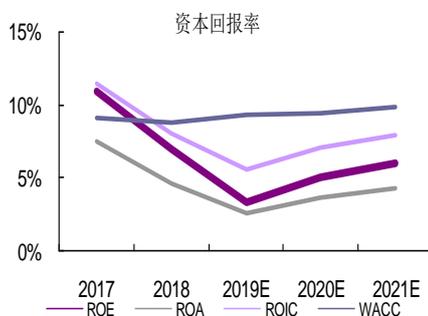
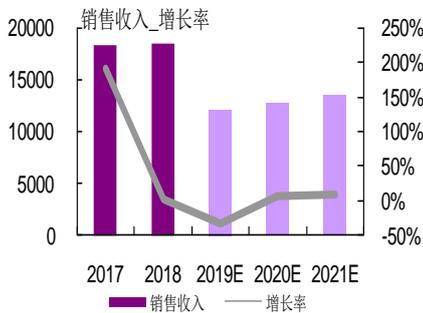
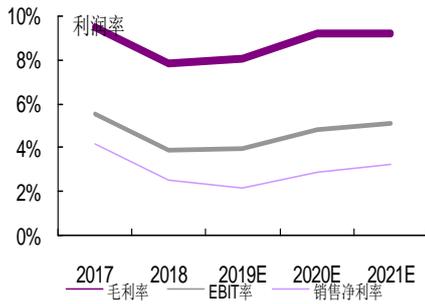
考虑到公司上半年业绩低于预期、行业需求仍较弱未见改善，我们下调 2019~2020 年、新增 2021 年盈利预测，预计 2019~2021 年 EPS 为 0.06/0.09/0.11 元，对应 19 年 PE41 倍，下调至“中性”评级。

◆风险提示：终端消费疲软、供应链管理等新业务进展不及预期、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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,330	18,494	12,084	12,679	13,495
营业收入增长率	190.04%	0.89%	-34.66%	4.93%	6.43%
净利润（百万元）	613	369	181	287	354
净利润增长率	69.43%	-39.72%	-51.12%	58.86%	23.56%
EPS（元）	0.20	0.12	0.06	0.09	0.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.93%	6.99%	3.30%	5.05%	5.98%
P/E	12	20	41	26	21
P/B	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,330	18,494	12,084	12,679	13,495
营业成本	16,597	17,042	11,108	11,518	12,259
折旧和摊销	82	81	65	71	76
营业税费	38	35	24	25	27
销售费用	378	325	218	254	270
管理费用	193	188	151	165	175
财务费用	72	181	156	147	131
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	80	55	20	20	20
营业利润	1,050	637	343	485	575
利润总额	1,049	637	347	489	579
少数股东损益	158	99	80	80	80
归属母公司净利润	613	369	181	287	354

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,331	10,166	10,156	10,218	10,299
流动资产	8,672	7,902	7,930	7,913	7,971
货币资金	706	883	604	634	675
交易型金融资产	885	93	93	93	93
应收帐款	1,635	1,956	1,952	2,048	2,179
应收票据	59	0	0	0	0
其他应收款	51	60	60	63	67
存货	1,902	2,745	2,790	2,690	2,575
可供出售投资	137	130	130	130	130
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	466	840	848	848	848
固定资产	678	923	984	1,045	1,065
无形资产	40	126	120	114	108
总负债	4,360	4,571	4,301	4,074	3,831
无息负债	2,538	2,463	2,737	2,600	2,750
有息负债	1,822	2,108	1,564	1,474	1,080
股东权益	5,971	5,595	5,856	6,144	6,469
股本	3,124	3,093	3,093	3,093	3,093
公积金	1,036	981	999	1,027	1,063
未分配利润	1,561	1,308	1,470	1,650	1,859
少数股东权益	364	307	387	467	547

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-882	-591	550	475	755
净利润	613	369	181	287	354
折旧摊销	82	81	65	71	76
净营运资金增加	1,366	-5	-290	120	-93
其他	-2,943	-1,037	595	-2	417
投资活动产生现金流	-392	1,388	-130	-130	-80
净资本支出	-310	-241	-150	-150	-100
长期投资变化	466	840	0	0	0
其他资产变化	-548	789	20	20	20
融资活动现金流	1,157	-648	-699	-315	-635
股本变化	1,578	-32	0	0	0
债务净变化	992	286	-544	-90	-393
无息负债变化	1,397	-74	273	-136	150
净现金流	-114	130	-279	30	41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	190.04%	0.89%	-34.66%	4.93%	6.43%
净利润增长率	69.43%	-39.72%	-51.12%	58.86%	23.56%
EBITDA 增长率	69.44%	-27.45%	-31.82%	25.57%	11.63%
EBIT 增长率	80.51%	-29.60%	-33.18%	27.80%	12.13%
估值指标					
PE	12	20	41	26	21
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	11	16	13	11
EV/EBIT	9	13	18	14	12
EV/NOPLAT	12	17	24	19	16
EV/Sales	0	0	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	9.46%	7.85%	8.07%	9.16%	9.16%
EBITDA 率	6.00%	4.32%	4.50%	5.39%	5.65%
EBIT 率	5.55%	3.88%	3.96%	4.83%	5.09%
税前净利润率	5.72%	3.45%	2.87%	3.86%	4.29%
税后净利润率 (归属母公司)	3.34%	2.00%	1.49%	2.26%	2.63%
ROA	7.46%	4.61%	2.57%	3.59%	4.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.93%	6.99%	3.30%	5.05%	5.98%
经营性 ROIC	11.43%	8.07%	5.59%	7.03%	7.97%
偿债能力					
流动比率	2.16	1.83	2.37	2.54	2.77
速动比率	1.68	1.20	1.54	1.67	1.88
归属母公司权益/有息债务	3.08	2.51	3.50	3.85	5.48
有形资产/有息债务	5.57	4.66	6.36	6.79	9.35
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.12	0.06	0.09	0.11
每股红利	0.20	0.00	0.03	0.04	0.04
每股经营现金流	-0.29	-0.19	0.18	0.15	0.24
每股自由现金流(FCFF)	-0.24	0.18	0.22	0.12	0.21
每股净资产	1.81	1.71	1.77	1.84	1.91
每股销售收入	5.93	5.98	3.91	4.10	4.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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、不与，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見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 2019 版权所有。

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