信用等级公告

联合[2018] 1143 号

联合资信评估有限公司通过对搜于特集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持搜于特集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“18 搜于特 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

搜于特集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 搜于特 MTN001	1 亿元	2023/3/26	AA	AA

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.97	9.09	16.50	20.04
资产总额(亿元)	36.70	71.95	103.31	110.69
所有者权益合计(亿元)	23.25	52.23	59.71	61.74
短期债务(亿元)	4.45	7.15	22.29	26.46
长期债务(亿元)	6.94	3.47	3.42	5.41
全部债务(亿元)	11.38	10.63	25.71	31.86
营业总收入(亿元)	19.83	63.24	183.49	52.17
利润总额(亿元)	2.75	5.37	10.49	2.58
EBITDA(亿元)	3.99	6.81	12.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.00	-6.12	-8.82	-3.35
营业利润率(%)	36.00	17.42	9.34	7.22
净资产收益率(%)	8.49	7.60	12.91	--
资产负债率(%)	36.65	27.40	42.21	44.22
全部债务资本化比率(%)	32.87	16.91	30.10	34.04
流动比率(%)	359.41	358.75	215.80	215.08
经营现金流负债比(%)	30.64	-37.69	-21.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.85	1.56	2.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.81	11.53	15.66	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

方 晓　陈 婷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

搜于特集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为从事品牌服饰运营、供应链管理、品牌管理、商业保理等业务的上市企业，跟踪期内，在品牌运营推广、渠道建设和供应链业务布局等方面保持一定优势，销售规模及盈利水平均大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司服装业务库存规模随联营店数量的扩张快速推升、供应链业务为取得成本优势向上游垫款额较大、经营性现金流持续净流出、短期债务规模增长快等因素对公司经营发展带来的不利影响。

2017年，公司供应链业务在原有渠道资源的基础上放量增长，通过在全国各纺织服装产业集群地区与各合作伙伴投资设立控股子公司的模式开展相关业务，集中区域内原材料采购需求，向纺织原材料厂商进行集中采购，在产业链条上实现降成本、提效率的共赢局面。

未来，随着公司对供应链管理业务的深入拓展和仓储物流中心建设的推进，公司在纺织原材料整采零销的业务优势将得到增强，有望进一步提高公司整体营收及利润水平。

公司现金类资产充裕，EBITDA 对公司存续期债券的保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“18 搜于特 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司“潮流前线”品牌通过直营与特许加盟店的模式在全国建立了销售渠道，在三、四线市场具有较大的品牌影响力。截至 2018 年 3 月底，公司拥有直营店 194 家，特许加盟店 1593 家。
2. 跟踪期内，公司供应链管理业务以全资子

公司东莞市搜于特供应链管理有限公司作为运作平台，在全国各纺织服装产业集群地区与合作伙伴投资设立控股子公司，主要产品为棉纱、布料等纺织原材料，业务规模迅速扩张，在广东东莞等地共有 11 家供应链管理控股子公司；2017 年，供应链管理业务收入同比大幅增长 250.94%，成为公司新的利润增长点。

3. 公司现金类资产充裕，EBITDA 对公司存续期债券的保障能力较强。

关注

1. 在服装行业零售终端需求不旺的环境下，公司增加联营店模式，使得存货规模增长明显，对公司流动资金形成占用，存货跌价风险增加。
2. 供应链管理业务中，为取得采购成本优势，公司需向上游厂商提前预付部分货款，随着业务规模的扩张，垫款资金快速增长，对公司的流动资金规模和资金周转能力提出更高要求。
3. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，经营性现金净流量持续为负；考虑到经营铺货、拟建区域总部及仓储物流中心投资，公司存在较大的融资需求。
4. 公司品牌服饰全部采用外部代工和物流外包模式，存在一定生产风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由搜于特集团股份有限公司(以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

搜于特集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于搜于特集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

搜于特集团股份有限公司（以下简称“搜于特”或“公司”）前身为成立于 2005 年 12 月的东莞市搜于特服饰有限公司，注册资本 200 万元。2006 年 11 月，公司变更为股份有限公司，注册资本 550 万元，经过三次增资后，2009 年公司注册资本增至 6000 万元；2010 年 10 月公司经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1436 号文核准，向社会公众首次公开发行人民币普通股 2000 万股，股票于同年 11 月在深圳证券交易所挂牌交易，证券代码“002503”，证券简称“搜于特”。后经多次增资扩股及股权变更，截至 2018 年 5 月底，公司注册资本为 312419.19 万元，控股股东和实际控制人为马鸿先生，直接持有公司 43.43%的股份（其中 9.06 亿股已质押，占所持股份的 66.75%）；第二大股东广东兴原投资有限公司（以下简称“广东兴原”）持有公司 19.22%的股份（其中 1.38 亿股已质押，占其所持股票的 22.96%），马鸿先生与妻子黄晓旋分别持有广东兴原 90%和 10%的股权，马鸿先生通过广东兴原间接持有公司 17.30%股权，为公司实际控制人（见附件 1-1）。

公司设财务部、人力资源部、设计部、采购部、物流部和电商部等职能部门。截至 2018 年 3 月底，公司拥有全资及控股二级子公司 35 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 103.31 亿元，所有者权益合计 59.71 亿元（含少数股东权益 3.64 亿元）；2017 年度公司实现营业总收入 183.49 亿元，利润总额 10.49 亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额110.69亿元，所有者权益合计61.74亿元（含少数股东权益4.06亿元）；2018年1～3月，公司实现营业总收入52.17亿元，利润总额2.58亿元。

公司注册地址：东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号；法定代表人：马鸿。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，公司存续期内债券为“18 搜于特 MTN001”，募集资金 1 亿元，截至 2018 年 5 月底，募集资金已全部投入使用。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 搜于特 MTN001	1.00	1.00	2018/3/26	2023/3/26

资料来源：中国货币网、公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形

势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路

沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 服装行业

（1）行业概况

2017 年，中国服装行业运行总体呈低速平稳发展态势，据国家统计局数据，2017 年，中国服装行业规模以上企业累计完成服装产量 287.81 亿件，同比下降 2.62%；累计实现主营业务收入 21903.86 亿元，同比增长 1.06%，利润总额 1263.74 亿元，同比增长 2.95%；三费比例为 8.32%，比 2016 年同期上升 0.16 个百分点。

（2）行业关注

近年来，服装行业整体盈利能力略有下降，企业分化进一步加剧。引起行业利润下滑的原因主要包括：成本费用持续上升、国内市场竞争压力大及国际市场需求持续低迷。

据国家统计局数据显示，2017 年，中国规模以上服装企业累计成本费用达 20590.97 亿元，同比增长 0.93%，销售费用、管理费用和财务费用分别增长 2.62%、0.95%和 16.47%，服装行业成本费用仍处于较高水平，挤压了服装企业的利润空间。

根据国家统计局数据，2017 年，中国社会消费品零售总额 366262 亿元，同比增长 10.2%，其中限额以上单位服装类商品零售额累计 10356 亿元，同比增长 8.0%。2013 年以来，服装类商品零售总额增速一直低于社会消费品零售总额的增速，内需支撑行业发展的动力不足。随着中国人均收入水平的提高，服装市场的消费群体对于消费质量和消费环境的要求都在快速转型，中国服装行业经过多年来相对粗放的快速发展，对于消费市场变化、目标消费者的研究敏感度不高，创新投入严重不足。同时，面对国际品牌的进入，中国自主品牌的竞争压力进一步增大。

服装出口方面，近年来中国服装出口低迷常态化，除了受国际经济形势影响、国际市场需求不足以外，中国原有的竞争力也在国际服装贸易格局重塑的过程中逐步弱化，出口份额正在被越南、孟加拉等为代表的后发国家挤占。根据中国海关数据，2017 年，中国累计完成服装及衣着附件出口 1588.08 亿美元，同比下降 0.4%，出口竞争力弱化的局面未得到改善。

总体看，近年来服装行业受到国内外需求减弱、纺织原材料及人工成本普遍上涨等诸多因素的影响，整体运行情况放缓。未来服装行

业仍面临诸多问题：生产继续趋冷、出口增长乏力、订单萎缩、亏损企业增亏加重等；同时，汇率问题、货币政策、中小企业融资、用工问题等，都是中国服装行业面临的现实问题。从长远看，中国巨大的市场内需已经成为国内服装行业平稳增长的主要动力来源，且随着城镇居民收入水平和生活质量的提高，大众对中高档纺织服装产品的需求增长将显著加快，品牌服装将越来越得到消费者的青睐。

（3）行业发展

近年来，中国服装行业加快了结构调整和转型升级。其中，纺织服装 B2B 电子商务发展迅猛，在行业电商中占主体地位，家纺服装网络零售线上线下融合发展，传统品牌企业整合线下门店协同发展，网络品牌企业开辟线下门店速度加快。

受益于电商业务的快速发展，网络平台成为各大服装品牌去库存的又一渠道。近年来，随着智能手机终端 APP 应用的发展，服装移动端成交额已占到行业总体销售额的一半以上。服装电商作为电商第一大细分品类，近年来发展速度平稳，进入“成熟期”。伴随服装行业环境的进一步完善，企业围绕品牌发展和效益提升开展电子商务的能力将进一步加强。

2．供应链管理行业

（1）行业概况

随着全球经济一体化的加速，供应链的触角在全球范围延伸，跨国竞争增加了企业压力的同时也促进了企业效率的提升。供应链管理成为了企业保持强势竞争不可或缺的手段，无论是制造行业，商品分销或流通行业，供应链管理都已成为企业适应全球竞争的有效手段，一场以信息化、现代化、社会化、综合化、一体化、全球化、多功能化、集成化的供应链管理革命深刻冲击着飞速发展的中国市场。以中国改革开放前沿窗口深圳为例，在十多年的时间里，在市场与政府两只手的强力推动下，供应链服务与管理行业取得了快速发展。

中国供应链服务与管理市场，服务模式主要体现为两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。前者进入门槛低，服务提供商良莠不齐，造成一定程度上企业的供应链风险，后者虽对企业资质要求更高，却也因广大的市场需求吸引着越来越多的企业来分蛋糕，竞争加剧造成市场环境日益复杂。

从竞争格局上看，目前供应链管理行业在中国尚处在发展前期，大部分企业已经逐渐认识到供应链管理的价值，中国整体供应链管理水平相比其他先进国家，处于落后位置。国内供应链管理服务行业企业面对的是一个相对分散同时存在巨大潜力的市场。目前，国内供应链管理行业上市公司主要有象屿股份、飞马国际、怡亚通、普路通等。

（2）行业政策

2016 年 4 月 15 日，国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》，通过推动流通转型升级、加强智慧流通基础设施建设等 12 项内容进行部署，明确加大物流基地建设等扶持力度，整合各类物流资源，提高物流效率，降低物流成本，支持建设农产品流通全程冷链系统等。

2016 年 9 月 26 日，国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案（2016－2018 年）》，通过全面推开营改增试点，进一步消除重复征税，扩大交通运输业进项税抵扣范围；结合增值税立法，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；支持依托互联网平台的无车承运人发展；完善支撑物流高效运行设施和标准体系，降低物流企业运输收费。

2017 年 10 月，国务院办公厅发布了《关于推进供应链创新与应用的指导意见》，目标指出到 2020 年形成一批适合中国国情的供应链发展新技术和新模式，主要围绕城市和企业两方面开展试点工作。其中，试点城市的主要任务包括：推动重点产业供应链体系建设，包括农业、工业和流通业；规范供应链金融，推

动核心企业、银行与相关企业展开合作；推动本地优势产业对接并融入全球供应链体系，加强与“一带一路”沿线国家的互联互通；构建绿色供应链体系等。试点企业主要任务包括：提高供应链管理和协同水平；加强供应链技术和模式创新；建设和完善各类供应链平台；规范开展供应链金融业务；积极倡导供应链全程绿色化等。

2018 年 4 月，商务部联合工业和信息化部、生态环境部、农业农村部、人民银行、国家市场监督管理总局、中国银行保险监督管理委员会以及中国物流与采购联合会 8 部门发布《关于开展供应链创新与应用试点的通知》，通过城市试点和企业试点，创新一批适合中国国情的供应链技术和模式，构建一批整合能力强、协同效率高的供应链平台，培育一批行业带动能力强的供应链领先企业，形成一批供应链体系完整、国际竞争力强的产业集群，总结一批可复制推广的供应链创新发展和政府治理实践经验。

（3）行业发展

未来中国供应链管理服务行业的发展趋势将主要体现在以下几个方面：

供应链金融服务不断扩大

中小企业的需求根据自身的业务不尽相同，具有更加多样化金融服务需求特征，因此供应链金融服务作为供应链上的增值服务，可满足上下游不同客户的需求，为客户提供更加灵活和更个性化的供应链融资产品，可有效支持一大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展。

发展三、四线城市及农村地区

快速消费品在三、四线城市的市场潜力还未被完全挖掘，其目前消费增速也不高。未来，当消费升级，会有更多品牌快消品进入成千上万的农村家庭。随着农村消费水平的增长，供应链管理的未来服务市场也会随之扩大。

（4）行业关注

供应链公司已经开始走差异化经营。在当今全球一体化的经济形势下，加快转变企业发展方式，实现企业长远发展，是世界各国企业面临的重大课题。供应链管理对促进国家产业转型与升级、提高国家在全球经济格局的地位以及提升国家及企业的全球竞争力，都具有非常积极重要的现实意义。随着供应链公司向价值链上下游延伸，各公司围绕自身优势实现向差异化增值链发展，形成例如财务供应链、研发设计整合、部分环节供应链服务、其他专业服务等发展趋势。

3. 区域经济概况

东莞市所处的珠江三角洲地区是中国改革开放的先行地区，是中国重要的经济中心区域。珠三角地区依靠毗邻港澳的区位优势，抓住国际产业转移和要素重组的历史机遇，率先建立开放型经济体系，成为中国外向度最高的经济区域和对外开放的重要窗口。

东莞市经济发展水平持续保持在中国前列。根据东莞市统计公报数据：2017 年，东莞生产总值（GDP）7582.12 亿元，比上年增长 8.1%。分产业看，第一产业增加值 23.36 亿元，下降 0.3%；第二产业增加值 3593.84 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 3964.65 亿元，增长 7.2%。三大产业比例为 0.3：47.4：52.3。在第三产业中，交通运输、仓储和邮政业增长 2.2%，批发和零售业增长 4.8%，住宿和餐饮业增长 1.8%，金融业增长 3.9%，房地产业增长 2.0%，其他服务业增长 12.4%。人均地区生产总值 91329 元，增长 7.5%，按平均汇率折算为 13527 美元。全年来源于东莞的财政收入 1647.18 亿元，比上年增长 5.0%。市一般公共预算收入 592.00 亿元，增长 11.2%。市一般公共预算支出 661.20 亿元，增长 10.0%。其中，一般公共服务支出 67.12 亿元，公共安全支出 91.23 亿元，教育支出 130.76 亿元，社会保障和就业支出 45.57 亿元。全年全市税收总额 2010.57 亿元，增长 16.6%。全年固定资产投资 1712.83 亿元，比上年增长 10.0%。按投资主体分，国有经济投资 193.39 亿元，增长 60.3%；民营经

济投资 1146.97 亿元，增长 8.1%；外商及港澳台商投资 314.30 亿元，增长 7.2%。从产业投向看，投资集中在第二、三产业。第二产业投资 647.22 亿元，比上年增长 14.3%，其中工业投资 647.09 亿元，增长 14.4%；第三产业投资 1065.16 亿元，增长 7.6%。基础设施投资 265.69 亿元，增长 20.9%，占固定资产投资的比重为 15.5%；先进制造业投资 368.34 亿元，增长 20.1%，比重为 21.5%；高技术制造业投资 282.33 亿元，增长 24.5%，比重为 16.5%。

总体看，东莞市优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

六、基础素质分析

截至2018年5月底，马鸿先生直接持有公司43.43%的股份（9.06亿股已质押，占所持股份的66.75%），通过广东兴原间接持有公司17.30%的股份（1.38亿股已质押，占所持股份的22.96%），合计持有公司60.73%的股份，是公司的控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司继续推进“潮流前线”及系列子品牌的设计与销售，深耕国内三、四线市场及 16～35 周岁的年轻人消费群体，通过直营与特许加盟相结合的模式在全国建立销售渠道，具有一定市场品牌价值。

供应链管理方面，跟踪期内，公司以全资子公司东莞市搜于特供应链管理有限公司（以下简称“供应链管理公司”）作为运作平台，在全国各纺织服装产业集群地区分别与合作伙伴投资设立控股子公司，业务规模迅速扩张，截至 2018 年 3 月底，公司在广东东莞、增城、佛山，湖北荆门、荆州，江苏吴江、南通，浙江绍兴，福建厦门等地共有 11 家供应链管理控股子公司开展相关业务。

七、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员有所调整，2017 年 10 月，马鸿先生辞去公司总经理职务，继续担任公司董事长、董事会战略委员会主任委员等职务；任命伍骏先生为公司总经理；轲怀军先生及万林秋先生分别于 2017 年 4 月及 8 月被任命为公司副总经理。

伍骏先生，1978 年出生，中专学历。2006 年 11 月至今任公司董事，2012 年 1 月至 2017 年 10 月任公司副总经理，2007 年 12 月至今任东莞市潮流前线信息科技有限公司执行董事、经理，2015 年 8 月至今任供应链管理公司执行董事兼经理，2015 年 9 月至今先后担任湖北浚通供应链管理有限公司、广州集亚特供应链管理有限公司、苏州聚通供应链管理有限公司、江西聚构商贸有限公司、广东集美购品牌管理有限公司董事。2017 年 10 月至今任公司总经理。

除此以外，法人治理结构及管理制度等方面未发生重大变动。

八、经营分析

经过多年发展，公司已经成为了以供应链管理（材料）和服装品牌经营管理为主业的民营上市企业。跟踪期内，公司供应链管理（材料）业务规模大幅增长，成为公司第一大收入及利润来源（占84.88%）。

2017年公司实现营业收入183.30亿元，同比大幅增长190.04%。收入增长主要得益于公司供应链管理业务在当期得到大力推进，在控股子公司数量稳定增长的同时，各子公司的销售规模均明显提升，综合使得供应链管理收入同比增长250.94%至155.58亿元；跟踪期内，公司在服装业务上实施店铺去库存及关停部分差劣店铺等措施，使得服装收入同比下滑18.16%至15.30亿元。公司其他业务包括房产租赁、服装设计服务及时尚电子产品销售等，2017年实现收入12.42亿元，同比大幅增长，主要系时尚电子产品销售规模增长所致。

从业务毛利率来看，2017年，公司综合毛利率为9.46%，同比下滑明显，各业务板块毛

利率均有所下滑。受原材料价格上涨及公司为消化库存采取较多让利措施的影响，服装板块毛利率同比下降约5个百分点至35.90%；供应链管理毛利率同比小幅下降至6.93%，主要系当年新增短纤、粘胶等毛利率较低的品类以及2017年四季度为提升客户粘度，以较为优惠的价格进行销售所致；其他业务毛利率下降原因主要系2016年毛利率较高的房产租赁业务占比高，而2017年毛利率水平相对较低的时尚电子产品规模增长明显，占其他收入近98%。

2018年1～3月，公司实现营业收入52.08亿元，同比增幅较大；实现综合毛利率7.22%，同比下降7.19个百分点，主要系公司为提升客户粘度、提高市场影响力，当期以较优惠的价格进行销售，使得供应链管理业务毛利率同比下滑较大。

表2　公司营业收入构成和毛利率情况

业务板块	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2015年	2016年	2017年	18 年 1-3 月	2015年	2016年	2017年	18 年 1-3 月
服装	16.82	18.69	15.30	4.35	41.27	41.22	35.90	36.38
供应链管理（材料）	2.95	44.33	155.58	43.57	9.17	7.70	6.93	4.53
其他	0.06	0.17	12.42	4.16	63.44	34.14	8.60	4.90
合计	**19.83**	**63.20**	**183.30**	**52.08**	**36.57**	**17.69**	**9.46**	**7.22**

资料来源：公司提供；

注：“其他”类收入主要包括房产租赁、时尚电子产品销售等。

业务区域分布方面，公司在全国各纺织服装产业集群地设立供应链管理控股子公司，主要分布在广东、江苏、湖北、浙江、福建等地区。各供应链管理控股子公司在其所在区域开展业务的规模决定了公司的业务布局形态。从2017年各区域收入情况来看，华东、华南地区的业务发展迅猛，分别实现销售收入95.99亿元和67.32亿元，两地区收入合计占全部收入近90%。

表3 公司销售收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北	0.53	2.67	0.62	0.98	0.79	0.43
华北	1.51	7.61	1.46	2.32	2.74	1.49
华东	3.98	20.06	25.69	40.65	95.99	52.37
华南	8.87	44.73	29.53	46.72	67.32	36.72
华中	2.79	14.08	2.90	4.59	11.98	6.54
西北	0.63	3.16	1.68	2.65	1.57	0.85
西南	1.47	7.39	1.26	2.00	2.67	1.46
其他	0.06	0.31	0.06	0.10	0.25	0.14
合计	**19.83**	**100.00**	**63.20**	**100.00**	**183.30**	**100.00**

资料来源：公司提供

1. 服装业务板块

公司服装板块从事“潮流前线”及系列子品牌的设计和销售业务，通过直营与特许加盟相结合、生产及物流外包的运营模式建立了全国销售渠道。2017年，服装板块实现收入15.30亿元，同比下滑18.16%，服装毛利率35.90%，同比下降5.32个百分点，主要与原材料价格上涨和公司当期对服装板块业务模式的调整相关：跟踪期内，为稳定品牌服装运营基础，公司加强与经销商的合作，采取了一定市场营销策略，一方面，通过实施店铺去库存及店铺整顿等方式提升运营效率；另一方面，通过将松散式合作的加盟店转化为紧密式合作的联营店，通过增加经销商粘度的方式提升市场占有率。

采购方面，服装业务主要原材料包括针织布料、梭织布料和辅料等。2016 年，在针织布料年内价格持续上行的情况下，公司在年底加大采购量，储备原材料库存，使得采购总量较高；2017 年，梭织布料及针织布料的采购量同比均有所下降，分别采购 3519.16 万米和 4724.14 吨，采购量主要由销售订单决定，按照当年消化原有库存的政策，公司减轻了对经销商提货量的要求，使得新增订单量同比有所下滑；采购价格受市场价格影响呈上升态势，2017 年，梭织与针织布料采购价格分别为 10.54 元/米和 35.19 元/公斤。

表 4 公司服装业务原材料供应情况

主要原材料	采购量（万米）				采购均价（元/米）			
名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
梭织布料	2760.15	3601.57	3519.16	1292.54	8.43	8.77	10.54	10.07
	采购量（吨）				采购均价（元/公斤）			
名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
针织布料	5578.95	8760.06	4724.14	1214.00	37.07	35.16	35.19	36.03

资料来源：公司提供

生产方面，公司将服装生产及物流全部外包，由生产部负责货品生产进度的跟踪和质量的把控。公司与代工厂的合作模式分为两种：①包工包料模式（约占 48%），此模式下，代工厂自行采购原材料并进行加工及运输，公司直接采购服装成品并对产成品进行质量把控；②委外加工模式（约占 52%），公司负责原材料的采购、运输以及质量的把控，代工厂负责生产环节。2017 年，公司共生产服装 4316.36 万件，同比增长 10.37%；上游供应商（包含原材料采购及代工工厂）前五名占总采购金额的比例为 21.31%，集中度较低。

设计方面，截至 2017 年底，公司自主设计团队拥有专职设计人员 331 人，占员工总数的 13.29%。公司设计团队 2017 年推出的新产品设计方案共计 15825 个，当年上市新款产品共计 10230 个，转化率约为 65%。2017 年，公司研发投入金额 3993.65 万元，同比变动不大。

销售方面，除原有直营及加盟模式外，跟踪期内，公司新增联营模式。相比传统加盟店，联营模式在增加经销商与公司的粘性的同时，由于联营店的库存在实际销售给消费者前都属于公司，因此也造成了公司服装类存货的快速增长，截至 2017 年底公司服装库存量同比大幅增长 75.24%至 2883.25 万件。截至 2018 年 3 月底，公司拥有直营店 194 家，特许加盟店 1593 家（其中联营店约 620 家），加盟店仍是公司服装销售的主要模式，营业收入占服装总收入的 90%以上；2017 年公司实现服装销售 3078.43 万件，同比稍有增长。

表 5 加盟店与联营店差异对比

	加盟店	联营店
销售模式	买断模式	代销模式
收入确认时点	商品从公司出库	商品销售至终端
结算及定价模式	加盟商与公司按照终端销售价的 4-6 折进行结算	最终实现销售后，公司与联营店按照实际售价的 6-7.5 折进行结算
店铺存货物权	各经销商	公司

资料来源：公司提供

品牌管理方面，以全资子公司东莞市搜于特品牌管理有限公司（以下简称“品牌管理公司”）为运作平台。截至 2017 年底，品牌管理公司资产总额 12.20 亿元，所有者权益 4.29 亿元，2017 年实现营业收入 21.91 亿元[1]，净利润 1.20 亿元。品牌管理公司在江西、广东及湖北设立了三家控股子公司，利用自身行业经验为当地服装品牌企业提供代理经销服务，从而获取代理经销的差价收益。同时，品牌管理公司为客户提供各项增值服务（包括陈列设计、人员培训、营销推广、店铺管理等方面）并赚取收益。

2. 供应链管理

公司供应链管理业务以供应链管理公司作为运营平台，供应链管理业务主要针对于服装产业链产品开展。截至 2017 年底，供应链管理公司资产总额 33.77 亿元，所有者权益 10.95 亿元，2017 年实现营业收入 148.03 亿元，净利润

[1] 品牌管理公司部分子公司与供应链公司业务有交叉，其收入已计入供应链管理业务收入。

4.62 亿元。目前，供应链管理公司在全国各纺织服装产业集群地区与当地拥有一定行业经验、地位和综合实力的合作伙伴通过共同设立由公司控股的区域供应链子公司的模式，集中区域内企业的原材料采购需求，将大量的订单资源整合起来向原材料厂家进行大规模集中采购，从而降低采购成本。截至 2017 年底，公司已经在广东东莞、佛山，湖北荆门、荆州，苏州吴江、南通，浙江绍兴，福建厦门等地共设立 11 家供应链管理控股子公司开展相关业务。未来，公司将根据供应链管理业务发展需求，继续在全国设立供应链子公司，并通过考核退出机制实现对供应链子公司的质量把控。

跟踪期内，供应链管理业务的主要产品为棉纱、布料和其他辅料，销售收入分别为 106.05 亿元和 49.53 亿元，同比均大幅增长；公司前五大供应商采购额共计 36.76 亿元，占该板块总采购额的 26.23%，采购集中度较低；结算方面，公司在集合多个客户订单的基础上，制定集中采购计划，发挥规模优势，同时根据供应商给予的价格优惠情况，向供应商支付一定比例（30%～50%）的预付款方式进行采购，从而获得更低的采购价格。

表 6　2017 年公司供应链板块主要供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占总采购额比重
A	15.46	11.03
B	7.05	5.03
C	5.54	3.95
D	4.92	3.51
E	3.80	2.71
合计	**36.76**	**26.23**

资料来源：公司提供

仓储物流方面，公司在供应链子公司所在地设有仓库，目前全部为租赁；物流全部外包给第三方负责。公司 2016 年非公开发行募集资金中有 3 亿元将用于总部二期仓储物流基地建设项目，目前该项目处于规划设计申报阶段。公司湖北荆门华中区域总部、江苏苏州华东区域总部、江西南昌东南区域总部及东莞沙田镇时尚产业供应链管理中心、东莞道滘镇时尚产业供应链基地等涵盖仓储物流功能的建设项目均在规划设计中。未来，随着公司仓储物流项目的逐步落地，公司对供应链全过程的管控力度有望得到进一步提升；全国子公司与仓储物流基地的联动效应也将增强公司在服装原材料供应链领域的竞争实力。同时，公司未来自建仓储物流基地数量的增加也会给公司在人才储备和运营管理能力等方面带来一定挑战。

销售方面，目前的客户资源主要为项目子公司所在地的纺织、服装经营企业，2017 年，前五大客户销售金额共计 16.44 亿元，占该板块总销售收入的 11.11%，集中度较低。销售结算主要采取款到发货的形式（对于供应紧缺、市场紧俏的产品，公司会向客户收取 50%左右的预收款），公司根据历史回款周期判断客户信用风险水平，并给予优质客户 1～3 个月的信用期。

表 7　2017 年公司供应链板块主要客户情况

（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占总销售收入比重
A	4.89	3.31
B	4.38	2.96
C	2.57	1.74
D	2.49	1.68
E	2.11	1.43
合计	**16.44**	**11.11**

资料来源：公司提供

3.　其他业务收入

公司2017年新增时尚电子产品销售业务，主要由江西聚构商贸有限公司负责运营，通过缩短时尚电子产品等消费品市场流通环节，降低流通成本，提升时尚电子产品等在终端消费市场的性价比，增强经销商在竞争激烈的消费品市场的竞争优势。具体运营模式为利用资金优势向上游供应商进行预付款形式的集中采购，以获取价格优势并完成对下游客户的让利销售，赚取差价收益。该业务2017年实现营业收入12.11亿元，毛利率约为7%。

除营业收入 183.30 亿元外，2017 年公司利息收入 0.18 亿元，主要为子公司深圳市前海搜银商业保理有限公司（以下简称“搜银保理”）商业保理业务产生；搜银保理为产业上下游企业提供贸易融资、应收账款管理及催收、信用风险控制等金融服务。截至 2017 年底，搜银保理资产总额 2.07 亿元，所有者权益 2.05 亿元，2017 年搜银保理实现利息收入 0.18 亿元，净利润 0.12 亿元。截至目前，保理业务未出现逾期、不良等情况，在保规模 1.49 亿元。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2017 年公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 12.41 次、10.49 次和 2.09 次，同比均有所提升，公司经营效率较好。

5. 未来发展

公司在建工程主要有总部建设项目和仓储物流基地建设项目。总部建设项目计划总投资 5.00 亿元，全部为自筹资金，截至 2017 年底，总部建设项目主体工程已全部竣工并通过验收，已实际投资金额 4.54 亿元。总部二期仓储物流基地建设项目计划总投资 3.00 亿元，为非公开发行股票募集资金投资项目，目前由于前期设计方案有所变动，正在进行方案调整工作，截至 2017 年底已投资 236.89 万元，2018 年和 2019 年计划将分别投资 1.50 亿元和 1.48 亿元。总体投资规模可控。

2017 年 12 月，全资子公司苏州麻漾湖实业有限公司以 5771.06 万元的价格取得位于江苏省吴江市震泽镇的 33867.70 平方米商业用地，将用于建设华东区域总部项目（包括区域总部办公和仓储物流两部分），该地块用于区域总部办公建设部分，目前正在办理相关证照；2018 年 1 月，全资子公司南昌市汇港供应链管理有限公司以 3079.24 万元的价格取得位于江西省南昌市赣江新区的 120.28 亩工业用地，将用于建设东南区域总部项目（包括区域总部办公和供应链产业基地部分），该地块用于供应链产业基地一期建设，目前已取得土地使用权。随着公司供应链业务体量的扩大，对于仓储配送等方面都提出了更高的要求，原有仓库的租赁费用快速增长，公司自建区域总部及仓储物流中心的需求日益凸显，未来各区域总部及供应链管理中心等项目的规划，将为公司业务发展提供更好的保障。

公司将以加强管理、控制风险、平稳发展为原则，围绕公司发展战略规划，扎实推进各项经营管理工作。管理方面，公司以总经理新上任、实施战略决策与经营管理分离为契机，将全面完善和加强公司的内部管理，为发展战略规划的实现提供坚实的组织管理保障；供应链管理方面，以控制风险、完善业务模式为重点，推进供应链管理业务的平稳发展，为公司营业收入和利润的稳步增长提供坚实的支撑。

九、财务分析

公司提供了2017年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2017 年公司新纳入合并范围子公司 12 家：系公司当年新设子公司，包括浙江东利源供应链管理有限公司、南昌市汇港供应链管理有限公司等。公司 2018 年 1～3 月合并范围无变化。总体看，跟踪期内公司合并范围新增供应链管理子公司较多，该业务快速发展，公司规模增长快，对财务数据的可比性有一定影响。

截至2017年底，公司合并资产总额103.31亿元，所有者权益合计59.71亿元（含少数股东权益3.64亿元）；2017年，公司实现营业总收入1183.49亿元，利润总额10.49亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额110.69亿元，所有者权益合计61.74亿元（含少数股东权益4.06亿元）；2018年1～3月，公司实

现营业总收入52.17亿元，利润总额2.58亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 103.31 亿元，同比增长 43.59%。资产构成中流动资产占 83.95%，非流动资产占 16.05%。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计86.72亿元，同比增长48.83%，构成以应收账款（占18.85%）、预付款项（占26.32%）、存货（占21.93%）和其他流动资产（占13.28%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 7.06 亿元，同比下降 22.28%，主要系公司购买的理财产品重分类至其他流动资产所致；货币资金主要为银行存款（占 97.35%）；使用受限制的货币资金 0.12 亿元（占 1.75%），主要是银行承兑保证金等。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 8.85 亿元，主要系与利率挂钩的结构性存款。

随着公司供应链业务的快速扩张，应收账款及预付款项均快速增长。截至 2017 年底，公司应收账款 16.35 亿元，同比增长 29.40%；从账龄来看，1 年以内的占 82.73%、1～2 年的占 16.41%；公司累计计提坏账准备 1.02 亿元；应收账款前 5 名合计欠款 3.49 亿元，占应收账款余额的 20.08%，集中度较低。截至 2017 年底，公司预付款项为 22.83 亿元，同比大幅增长 250.64%；99.98%的预付款为账龄在 1 年以内的短期款项；预付款项前 5 名合计 5.93 亿元，占 25.98%，集中度较低。

截至 2017 年底，公司存货 19.02 亿元，同比增长 50.48%，主要系公司供应链管理业务备货及品牌联营店库存增加所致；存货构成主要为库存商品（占 54.44%）和原材料（占 38.83%），公司按照库存商品成本高于预计可变现净值的差额计提存货跌价准备，计提存货跌价准备共计 0.91 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 11.52 亿元，同比下降 32.43%，主要系当期购买理财产品减少所致；其他流动资产主要由理财产品（9.96 亿元）和待认证进项税（1.43 亿元）构成。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 16.59 亿元，同比增长 21.26%，构成以长期股权投资（占 28.08%）、固定资产（占 40.86%）和在建工程（占 11.13%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 4.66 亿元，同比稍有增长；公司联营企业主要包括广州市汇美时尚集团股份有限公司（期末余额 3.39 亿元）、北京中研瀚海网络科技股份有限公司（期末余额 0.51 亿元）、广州市拉拉米信息科技有限公司（期末余额 0.65 亿元）等。

截至 2017 年底，公司固定资产为 6.78 亿元，同比大幅增长 67.41%，主要系公司总部大楼部分完工使用，由在建工程转入固定资产；固定资产构成以房屋建筑物（占 91.95%）为主；固定资产累计计提折旧 1.32 亿元，由于商铺大部分位于较好地段，目前有一定升值空间，故未计提减值准备。从用途来看，通过经营租赁租出的房屋及建筑物账面价值 3.46 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 110.69 亿元，规模及构成均较 2017 年底变化不大。其中货币资金较上年底增长 48.97%至 10.51 亿元，主要系收到的银行理财产品到期本金增加所致；预付款项较上年底增长 32.49%至 30.24 亿元，主要系供应链管理业务扩张引起的预付采购款增长所致；其他流动资产较上年底下降 35.94%至 7.38 亿元，系购买理财产品减少所致；其他科目变动较小。截至 2018 年 3 月底，公司使用受限的货币资金共计 0.16 亿元，主要系各类保证金。

总体看，跟踪期内随着公司供应链业务的快速扩张，资产规模持续增长。公司现金类资产较为充裕；供应链管理业务模式使得应收及预付账款快速增长，存货也保持较大规模，占用公司流动资金。整体看，公司资产质量尚可，资产流动性偏低。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计59.71亿元（含少数股东权益 3.64 亿元），同比增长14.31%。归属于母公司所有者权益中，以股本（占54.62%）、资本公积（占15.43%）、未分配利润（占27.28%）为主。

截至 2017 年底，公司股本较上年底增长102.05%至31.24亿元，主要系：①2017年公司向员工授予限制性股票15843250股，增加股本0.16亿元；②根据公司2016年度股东大会决议，公司以总股份 15.62 亿股为基数，以资本公积转增股本方式向全体股东每10股转增10股，公司注册资本变更为 31.24 亿元。上述资本公积转增使得公司资本公积同比下降 63.62%至8.83亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计为61.74亿元（含少数股东权益4.06亿元），较2017年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

随着公司业务资金需求量的增加，公司负债保持增长态势，截至2017年底，公司负债合计43.60亿元。负债构成中，流动负债占92.17%，非流动负债占7.83%。截至2017年底，公司流动负债为40.19亿元，以短期借款（占28.16%）、应付票据（占18.63%）、预收款项（占21.43%）和其他应付款（占11.29%）为主。

截至2017年底，公司短期借款11.32亿元，同比大幅增长，构成主要为保证借款（占46.37%）和信用借款（占 53.63%）。公司应付票据7.49亿元，同比增长222.55%，主要由银行承兑汇票（占94.56%）构成。预收款项同比大幅增长153.81%至8.61亿元，主要为预收货款。其他应付款同比增长481.84%至4.54亿元，主要由押金保证金（1.21 亿元）和股权投资款（1.68 亿元）构成。受应付客户保证金及限制性股票回购款、股权收购款增加影响，其他应付款同比大幅增长至 4.54 亿元，从构成来看，主要包括押金保证金 1.21 亿元，股权投资款1.68亿元和限制性股票回购义务1.14亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 3.42亿元，同比变化不大；系公司于2014年7月发行的3.50亿元“14搜特01”公司债券，期限为5年。

截至2018年3月底，公司负债合计48.95亿元，较 2017 年底增长 12.26%；其中短期借款上升22.70%至13.89亿元；预收款项较上年底增长25.50%至10.81亿元，系供应链管理业务扩张引起的预收款增长所致；其他应付款较上年底下降32.47%至3.06亿元，主要系应付客户保证金及股权收购款减少所致。

近年来公司有息债务规模增长较快，2017年底为 25.71 亿元，其中短、长期债务占比分别为86.72%和13.28%；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为42.21%、30.10%和5.41%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计31.86亿元，较2017年底增长23.94%。资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均较上年底有所上升，分别为 44.22%、34.04%、8.05%。

总体看，跟踪期内公司债务规模快速扩张，构成主要为短期债务，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

2017年，公司供应链管理业务增长迅速，拉升整体收入水平，当年实现营业总收入183.49亿元，同比增长190.14%；同期营业成本同比增长219.04%至165.97亿元；由于供应链业务毛利率水平较低，公司营业利润率同比下滑8.08个百分点至9.34%。

由于供应链管理业务收入增长显著，2017年公司期间费用占营业总收入的比重同比下降4.42 个百分点至 3.50%。期间费用中，销售费用占比较大，2017 年同比增长 22.70%至 3.78亿元，主要是人员工资、仓储、运输费用等增

长所致。公司资产减值损失主要由存货跌价损失构成，2017 年资产减值损失合计 1.13 亿元。公司投资收益主要来源于理财产品收益，2017 年为 0.80 亿元。

2017 年公司实现利润总额 10.49 亿元，同比大幅增长 95.34%；同期的总资本收益率及净资产收益率均有所上升，分别为 9.92%和 12.91%。

2018 年 1～3 月，受益于供应链管理业务的不断发展，公司实现营业总收入 52.17 亿元，较上年同期增长 101.33%；同期的营业利润率为 7.22%，较 2017 年减少 2.12 个百分点，主要系供应链管理业务毛利率较低，占比持续提升拉低了综合利润率水平；受益于收入的大幅增长，公司利润总额同比大幅提升 9.15%至 2.58 亿元。

总体看，跟踪期内公司供应链管理业务爆发式增长，使得公司的收入和利润水平均快速增长，营业利润率持续下滑，整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017 年公司经营活动现金流入量为 197.23 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 195.99 亿元，同比增长 191.64%；收到其他与经营活动有关的现金 1.12 亿元，主要为收到的客户保证金及政府补助。经营活动现金流出 206.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额-8.82 亿元，由于供应链管理业务中，公司通过预付款方式向上游进行集中采购，随着业务体量的扩大，垫付资金规模也逐年增长，使得近两年公司经营活动现金净流量持续为负。。2017 年公司现金收入比为 106.82%，同比变化不大，收入实现质量一般。

投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动现金流入 160.38 亿元，主要是收回投资收到的现金（主要系公司理财产品到期收回本金）；投资活动现金流出为 164.29 亿元，同比大幅增长，主要系公司购买理财产品、对外股权投资及总部大楼建设等项目的资金投入。公司投资活动现金流量净额为-3.92 亿元。

筹资活动现金流方面，跟踪期内公司筹资活动现金流入主要来自吸收投资和取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2017 年筹资活动产生的现金流量净额为 11.57 亿元，同比下降 51.99%。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入 59.07 亿元，同比大幅上升 110.26%，现金收入比 113.03%，较上年有所提升；经营活动现金流净额为-3.35 亿元，同比减少 134.44%，主要系当期公司支付的采购款、税费及各项费用增加所致；投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 2.19 亿元和 4.53 亿元；2018 年 3 月，公司发行债券收到现金 0.99 亿元，偿还债务支付 2.91 亿元，分别系公司发行 2018 年度第一期中期票据 1 亿元及偿还到期的银行借款。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，业务规模的扩大带来存货、预付款及各项税费支出等的增加，经营性净现金持续为负；未来随着业务规模的进一步扩大，公司存在较大的外部融资需求。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率、速动比率分别为 215.80%和 168.48%，同比均有所下降。截至 2018 年 3 月底，两项指标分别为 215.08%和 166.42%，变动不大。2017 年短期债务上升快，考虑到预收款持续增加，经营性现金流入规模较大，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.08 亿元，同比大幅增长 77.31%；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别升至 15.66 倍、2.13 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家金融机构授信总额度 43.25 亿元，尚未使用额度

17.94 亿元，间接融资渠道较为畅通；公司为上市公司（股票代码：002503.SZ），直接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10442000110669523），截至 2018 年 4 月 23 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

跟踪期内，公司通过新设控股子公司的方式进行供应链业务的拓展，收入及利润水平均呈现快速的增长。从目前公司的经营及财务状况来看，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券偿还能力分析

2017年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为“18搜于特MTN001”1亿元的12.08倍和197.23倍，保障程度高。

公司存续期内债券包括：“18搜于特MTN001”、“14搜特01”和“15搜特债”，合计债券余额为7.92亿元。其中，“14搜特01”于2014年7月2日发行，发行规模3.5亿元，期限为5年，第3年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，截至目前，已于第3年末回售的债券金额共计847.50万元，债券余额为3.42亿元。“15搜特债”于2015年8月24日发行，发行规模3.5亿元，期限为5年，第3年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

考虑到“15搜特债”发行期限为5（3+2）年，投资者于2018年有回售选择权到期，将其按照一年内到期的债券进行测算。截至2017年底，公司现金类资产剔除受限资金后，为“15搜特债”3.5亿元的4.68倍。2017年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为存续期内债券合计额度（7.92亿元）的24.92倍和1.53倍。跟踪期内，公司现金类资产和EBITDA对存续期内债券的保障能力较强。

表8 截至2018年3月底公司存续债券保障情况

（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	3.50
现金类资产/一年内到期债券余额	4.68
经营活动现金流入量/应付债券余额	24.92
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	1.53

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

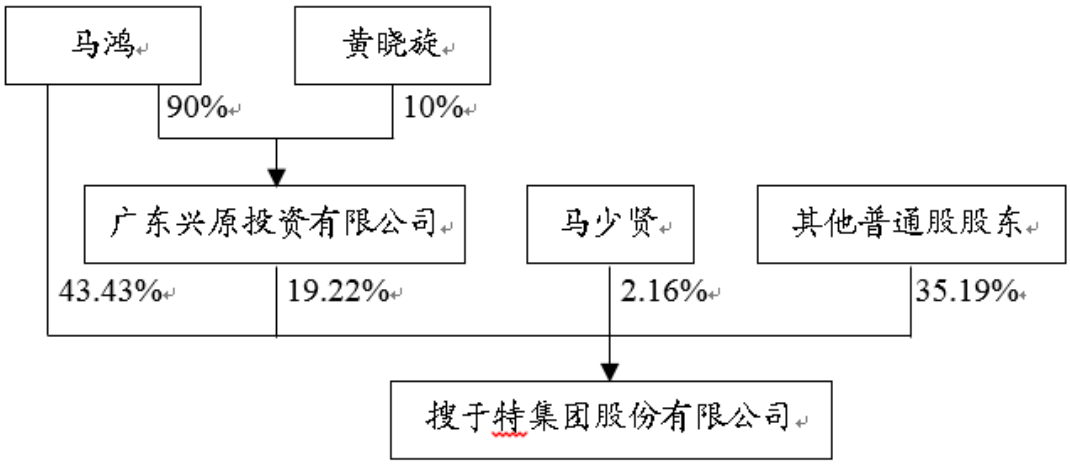
注：现金类资产已剔除受限资金。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“18搜于特MTN001”和应付债券余额保障程度较高；公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障良好。

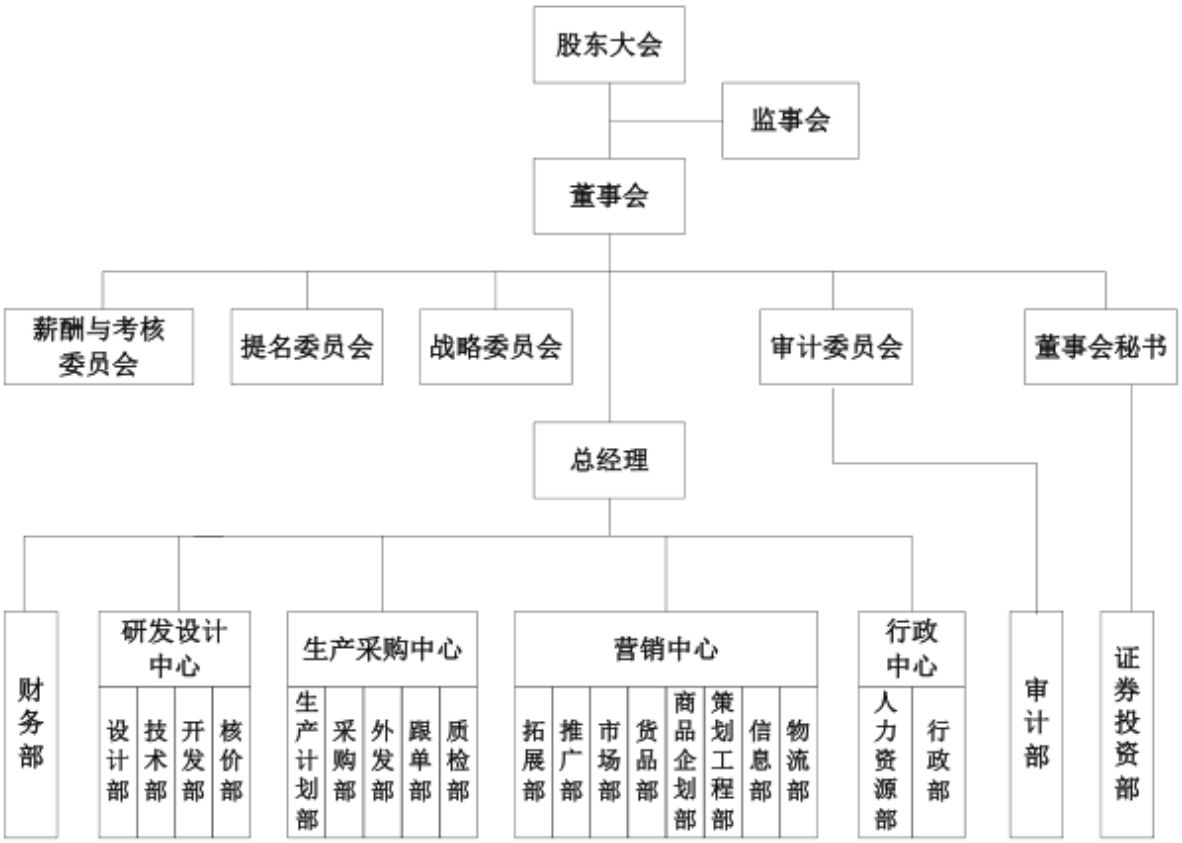
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“18搜于特MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.97	9.09	16.50	20.04
资产总额(亿元)	36.70	71.95	103.31	110.69
所有者权益(亿元)	23.25	52.23	59.71	61.74
短期债务(亿元)	4.45	7.15	22.29	26.46
长期债务(亿元)	6.94	3.47	3.42	5.41
全部债务(亿元)	11.38	10.63	25.71	31.86
营业总收入(亿元)	19.83	63.24	183.49	52.17
利润总额(亿元)	2.75	5.37	10.49	2.58
EBITDA(亿元)	3.99	6.81	12.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.00	-6.12	-8.82	-3.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.04	7.03	12.41	--
存货周转次数(次)	2.00	5.48	10.49	--
总资产周转次数(次)	0.60	1.16	2.09	--
现金收入比(%)	113.95	106.27	106.82	113.03
营业利润率(%)	36.00	17.42	9.34	7.22
总资本收益率(%)	7.00	7.26	9.92	--
净资产收益率(%)	8.49	7.60	12.91	--
长期债务资本化比率(%)	22.98	6.24	5.41	8.05
全部债务资本化比率(%)	32.87	16.91	30.10	34.04
资产负债率(%)	36.65	27.40	42.21	44.22
流动比率(%)	359.41	358.75	215.80	215.08
速动比率(%)	262.16	280.95	168.48	166.42
经营现金流动负债比(%)	30.64	-37.69	-21.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.81	11.53	15.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.85	1.56	2.13	--

注：　2018 年 1～3 月财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。