# 信用等级公告

联合〔2019〕1840 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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

二〇一九年七月八日

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
http://www.lhratings.com

# 搜于特集团股份有限公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

| 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 |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**跟踪评级时间：**2019 年 7 月 8 日

## 财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 9.09 | 16.50 | 9.76 | 11.68 |
| 资产总额(亿元) | 71.95 | 103.31 | 101.66 | 102.13 |
| 所有者权益(亿元) | 52.23 | 59.71 | 55.95 | 56.90 |
| 短期债务(亿元) | 7.15 | 22.29 | 36.80 | 37.76 |
| 长期债务(亿元) | 3.47 | 3.42 | 1.89 | 1.89 |
| 全部债务(亿元) | 10.63 | 25.71 | 38.70 | 39.65 |
| 营业总收入(亿元) | 63.24 | 183.49 | 185.19 | 31.99 |
| 利润总额(亿元) | 5.37 | 10.49 | 6.37 | 1.45 |
| EBITDA(亿元) | 6.81 | 12.08 | 8.68 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -6.12 | -8.82 | -5.91 | 0.10 |
| 营业利润率(%) | 17.42 | 9.34 | 7.79 | 8.83 |
| 净资产收益率(%) | 7.60 | 12.91 | 8.38 | -- |
| 资产负债率(%) | 27.40 | 42.21 | 44.97 | 44.29 |
| 全部债务资本化比率(%) | 16.91 | 30.10 | 40.89 | 41.07 |
| 流动比率(%) | 358.75 | 215.80 | 183.17 | 186.15 |
| 经营现金流负债比(%) | -37.69 | -21.95 | -13.70 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 1.56 | 2.13 | 4.46 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 11.53 | 15.66 | 5.81 | -- |

注：2019 年一季度财务数据未经审计

## 分析师

孔祥一　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”）是以品牌服饰运营和纺织原料供应链管理为核心业务的上市企业。跟踪期内，公司供应链管理业务扩张速度有所放缓，业务体系处于调整阶段。2019年5月，公司引入广州高新区投资集团有限公司（以下简称“广州高新区”）作为战略投资者持股10%，并签署战略合作框架协议，未来双方拟在多方面开展战略合作。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司品牌服装业绩下滑，联营模式下服装类存货规模快速增长且存在减值风险，供应链管理业务运作模式转变导致应收账款和存货规模快速增长，两大主业均占用资金较多；公司短期债务快速增长，未来资本支出规模大等因素对公司经营发展带来的不利影响。

公司 EBITDA 对“18 搜于特 MTN001”的保障能力强。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，“18 搜于特 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司“潮流前线”品牌通过直营与特许加盟模式在全国建立了销售渠道，截至 2019 年 3 月底，公司拥有直营店 188 家，特许加盟店 1659 家。
2. 2019 年 5 月，公司与广州高新区签署战略合作框架协议，双方拟发挥各自优势，在多方面开展战略合作。广州高新区作为广州经济开发区的开发建设主体，在开发区内拥有较强的资源优势。双方未来合作的开展，有望巩固公司现有业务，并在其他业务领域获得更多发展机会。
3. 公司 EBITDA 对“18 搜于特 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 在服装行业零售终端需求不旺的环境下，公司品牌服装销量下滑，服装类存货规模快速增长，对营运资金形成占用，存货跌价风险增加。
2. 跟踪期内，公司供应链管理业务模式有所调整，自主备货量增长较多，流动资金规模及存货周转效率下降，进一步加重公司资金负担。
3. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，推升财务费用，经营性净现金流欠佳。考虑到经营铺货、拟建区域总部及仓储物流中心投资，公司存在较大融资需求。
4. 公司实际控制人持有的公司股份质押比例高。

# 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（以下简称“联合资信”）关于搜于特集团股份有限公司（以下简称“搜于特”或“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2019年3月底，公司注册资本为309250.5396万元，控股股东和实际控制人为马鸿先生（直接持有公司33.88%的股份）；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17.51%的股份，马鸿先生与妻子黄晓旋女士分别持有广东兴原90%和10%的股权。2019年5月，广东兴原与广州高新区投资集团有限公司（以下简称“广州高新区”）签署了《股份转让协议》，将其持有的3.09亿股（占公司总股本的10%）转让给广州高新区，截至本报告出具日，广州高新区和广东兴原分别持有公司10%和7.51%的股份；马鸿先生和广东兴原所持股份中，已质押数量分别为5.63亿股和0.88亿股，分别占其所持股份的53.76%和38.07%。

公司设财务部、人力资源部、设计部、采购部、物流部和O2O等职能部门。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共36家。

截至2018年底，公司合并资产总额为101.66亿元，所有者权益合计55.95亿元（含少数股东权益3.07亿元）；2018年度公司实现营业总收入185.19亿元，利润总额6.37亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为102.13亿元，所有者权益合计56.90亿元（含少数股东权益3.18亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入31.99亿元，利润总额1.45亿元。

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2019年3月底，公司存续期内债券为“18搜于特MTN001”，募集资金1亿元，已全部按照募集资金用途投入使用。

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

注：“18搜于特MTN001”发行期限为3+2年，附第3年末票面利率调整及回售选择权

## 四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度

运行在6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸

显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

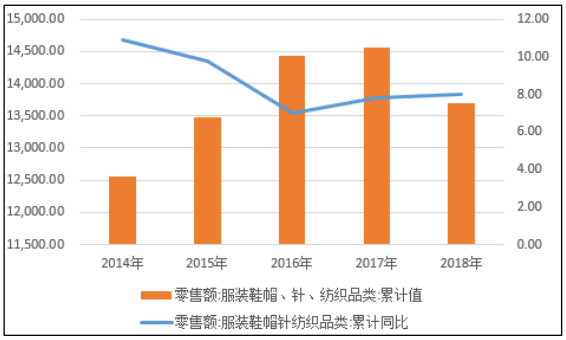
## 五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2018 年，服装行业消费平稳增长，盈利能力逐步增强。根据国家统计局数据，2018 年社

会消费品零售总额 380987 亿元，同比增长 9%，其中限额以上企业（单位）商品零售额为人民币 136074.9 亿元，同比增长 5.7%；细分项下服装鞋帽、针和纺织品类零售额为人民币 13706.5 亿元，同比增长 8%。2018 年，全国居民人均消费支出 19853 元，比上年名义增长 8.4%；全国居民人均衣着消费支出 1289 元，增长 4.1%，占人均消费支出的比重为 6.5%。

图 1　近年中国服装鞋帽、针、纺织品零售情况




资料来源：Wind 资讯

出口方面，中国服装产品主要出口市场为欧盟、美国、东盟、日本、香港、韩国等国家和地区，出口市场集中度较高。入世以来，欧美日三大市场出口额占中国纺织品服装出口总额的比例在 50～70%。2008 年起，中国主要服装出口国经济发展受金融危机冲击较大，消费需求下降；另一方面，人民币升值、人口红利消失以及劳动力成本上升等因素，导致中国劳动力资源禀赋优势逐渐丧失，部分国际服装代工订单转向越南和柬埔寨等东南亚国家。受上述因素综合影响，中国服装出口增速整体呈波动下降趋势。2017 年，中国累计出口服装 1572.01 亿美元，同比下降 0.40%。2018 年 1-9 月，中国服装中大型企业逐步推行智慧制造，重视供应链优化和变革，外部代工订单有所提升，当期中国服装及衣着附件累计出口 1318.34 亿美元，累计同比增长 1.20%。

总体看，近年来服装行业供给增速放缓，进入以调结构为主基调的阶段，未来产能大幅扩张的可能性小；全球经济复苏仍然缓慢，国际订单转移，国内外市场需求呈低迷态势。

2. 竞争格局

服装行业是典型的劳动密集型产业，资本和技术壁垒低，导致整个行业进入门槛较低。现阶段行业内企业众多，且多为中小民营企业，集中度低，行业内竞争异常激烈。同时，随着国外优衣库、ZARA、GAP、H&M 和 C&A 等高性价比快消品牌不断进入中国和在中国市场的加速布局，一方面给国内服装企业带来了巨大的竞争压力，另一方面也为国内服装企业提供了可供借鉴的创新经营模式，为国内服装行业培养了大量专业人才，也进一步培养了国内消费者的时尚意识和着装品位，促进了市场需求的增长。

随着消费需求的升级变化，服装行业中男装、女装、休闲、运动、户外、内衣和童装等各细分子行业所处发展阶段各不相同，竞争激烈程度有所不同，其中男装、女装、休闲和运动品牌的竞争已经进入白热化阶段，户外、贴身内衣和童装等细分行业仍有较大发展空间，但随着细分市场的发展，竞争也将愈发激烈。

整体看，国际品牌、全国性品牌以及区域性品牌的竞争导致国内休闲服装市场竞争激烈，集中度较低；在目前的竞争格局下，企业的核心竞争力从产品力向品牌力转变。

3. 行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

2015 年以来，电商行业快速发展，实体零售受到巨大冲击；但近年来线上和线下融合，多渠道运营成为服装业公司的必然选择。从信

息技术、商业零售未来发展看，网络购物所带来的基于大数据、需求导向的突破实体空间、时间限制的新零售模式变革是大势所趋。线下服装品牌在关注网络购物对传统线下实体门店冲击碰撞的同时，更应该利用网络购物平台与线下实体门店的融合与协同，通过 O2O 战略打造全渠道零售模式，提升消费者购物体验。线上线下的深度融合将成为服装销售未来发展的主要方向之一。

ZARA 和 H&M 等国际快时尚品牌的进入及流行，逐渐使得大众休闲服装产品的快速消费品属性被国内消费者认可并成为消费潮流。快速消费品属性要求产品设计紧贴时尚潮流，产品款式丰富可选，并能持续不断地设计新产品推出市场以吸引消费者的重复关注，提高购买频率。这要求企业具备通过加快设计、生产及分销周期，依据新近时尚趋势设计产品的能力，并能够控制运营成本，以具备竞争力的价格向消费群体做出销售。开发自身产品的快速消费品属性并加以利用将成为大众时尚休闲服装企业市场竞争力的重要体现。

整体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合；线上线下相结合的新零售模式将不断深化；大众休闲服装快消模式对于企业运营管理能力将提出更高要求。

## 六、重大事项

2019 年 5 月 15 日，公司控股股东、实际控制人马鸿先生之一致行动人广东兴原与广州高新区签署了《股份转让协议》，广东兴原为给公司引入战略投资者，将其持有的公司 3.09 亿股（占公司总股本 10%）股份转让给广州高新区。目前，股权转让事项已完成过户登记。

公司与广州高新区签署《战略合作框架协议》，合作内容包括：①广州高新区积极支持公司对接广州市黄埔区、开发区内企业资源，促进公司品牌与供应链管理等各项目业务进一步发展壮大。②公司积极推动产业上下游关联企业在广州市黄埔区、开发区落户，开展各类投资活动；同时，拟研究在广州市黄埔区、开发区设立搜于特集团广州总部。③广州高新区充分利用自身资金和投资管理优势，探索成立产业投资基金，围绕公司上下游关联企业进行股权投资及开展各种投资活动。④公司充分利用自身在品牌与供应链管理方面的优势，积极参与广州高新区产业园区建设与运营，促进双方合作共赢。

广州高新区成立于 1984 年，是广州经济技术开发区管理委员会的全资子公司，主要负责广州开发区的园区开发，洽谈、引进工业与技术项目，投资合作兴办工业企业及提供各项配套服务。近年来，广州高新区多次获得股东方的资金支持及股权划入，资产及权益规模不断增长。其在广州高新区拥有经营性物业面积 60 多万平方米，承接了广州开发区多个重点项目的建设运营。截至 2018 年底，广州高新区资产总额为 185.35 亿元，净资产为 56.49 亿元，2018 年实现营业收入 4.92 亿元，利润总额 1.61 亿元。

公司本次引入国有企业战略投资者，一方面将降低近年来因股价波动造成的实际控制人（及其关联企业）高质押风险；另一方面广州高新区在广州经济开发区拥有较强的资源优势，双方未来合作的开展，有望巩固公司现有业务，并在其他业务领域获得新的发展机会，以提升公司整体竞争力。联合资信将密切关注公司与广州高新区后续合作开展情况。

## 七、基础素质分析

截至本报告出具日，马鸿先生直接持有公司 33.88%的股份（其中 5.63 亿股已质押，占其所持股份的 53.76%），广州高新区持有公司 10%股份（其中 1.55 亿股已质押，占其所持股份的 50.00%），马鸿先生持股 90%的广东兴原

持有公司7.51%的股份（其中0.88亿股已质押，占其所持股份的38.07%）。马鸿先生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”服饰品牌的设计与销售，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项目子公司，利用公司在设计研发、集中采购、生产管理及仓储配送等方面的经验，为时尚产业品牌商、制造商等客户提供供应链服务。截至2018年底，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12家供应链管理子公司开展相关业务。

2018年，公司在收入、销售利润和利润总额三方面均获得中国服装协会颁发的“服装百强企业”；并位列《财富》中国500强第402位、中国民营企业500强第414位、广东企业500强第95位、“广东民营企业100强”第28位。

## 八、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、治理结构、管理制度和员工构成等方面无重大变动。

## 九、经营分析

公司主要从事品牌服饰运营和以纺织原料批发为主的供应链管理业务。2018年，在市场整体经济环境下行的情况下，公司从下半年开始放缓供应链管理业务的扩张速度，稳固现有市场，提升管理质量，使得当期营业收入同比微增，增速明显放缓。供应链管理业务为公司第一大收入来源。

2018年，公司实现营业收入184.94亿元，同比微增0.89%；其中，服装业务受市场经济环境及南方暖冬天气的影响，收入同比下滑3.58%至14.75亿元；供应链管理业务2018年下半年以来放缓扩张速度，但由于上半年增速较快，材料产品收入同比增长1.81%至158.40亿元；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，2018年实现收入11.79亿元，同比变动不大。

毛利率方面，2018年，公司综合毛利率为7.85%，同比减少1.61个百分点，服装及材料毛利率分别同比下滑1.06和1.66个百分点，主要由于环保等因素导致原材料价格上涨所致；其他业务毛利率同比基本持平。

2019年1-3月，公司稳健发展供应链管理业务，继续放缓供应链管理业务增速，当期实现营业收入31.93亿元，同比下滑38.69%；实现综合毛利率8.82%，同比提升1.60百分点。

表2　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 产品 | 营业收入 | | | | 毛利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年1-3月 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年1-3月 |
| 服装 | 18.69 | 15.30 | 14.75 | 4.18 | 41.22 | 35.90 | 34.84 | 36.23 |
| 材料 | 44.33 | 155.58 | 158.40 | 26.34 | 7.70 | 6.93 | 5.27 | 4.50 |
| 其他 | 0.17 | 12.42 | 11.79 | 1.41 | 34.14 | 8.60 | 8.75 | 8.31 |
| **合计** | **63.20** | **183.30** | **184.94** | **31.93** | **17.69** | **9.46** | **7.85** | **8.82** |

资料来源：公司提供

注：材料销售收入主要来源于供应链管理平台

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2018年各区域收入情况来看，华东、华南地区的收入占比突出，分别实现销售收入103.82亿元和62.30亿元，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 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 东北 | 0.62 | 0.98 | 0.79 | 0.43 | 1.04 | 0.56 |
| 华北 | 1.46 | 2.32 | 2.74 | 1.49 | 2.12 | 1.15 |
| 华东 | 25.69 | 40.65 | 95.99 | 52.37 | 103.82 | 56.14 |
| 华南 | 29.53 | 46.72 | 67.32 | 36.72 | 62.30 | 33.68 |
| 华中 | 2.90 | 4.59 | 11.98 | 6.54 | 10.30 | 5.57 |
| 西北 | 1.68 | 2.65 | 1.57 | 0.85 | 0.94 | 0.51 |
| 西南 | 1.26 | 2.00 | 2.67 | 1.46 | 3.83 | 2.07 |
| 境外 | -- | -- | -- | -- | 0.08 | 0.04 |
| 其他 | 0.06 | 0.10 | 0.25 | 0.14 | 0.52 | 0.28 |
| **合计** | **63.20** | **100.00** | **183.30** | **100.00** | **184.94** | **100.00** |

资料来源：公司年报

1. 服装业务板块

公司服装板块从事“潮流前线”服饰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。跟踪期内，受市场环境下行及天气异常等因素影响，服装业务收入有所下降，毛利率由于原材料价格上涨而小幅下滑。

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。2018 年，梭织布料采购量同比增长明显，当期采购量为 5121.84 万米，同比增长 45.54%，系公司本部当期直接销售梭织布料体量有所增加所致；针织布料采购量近年来持续下降，2018 年为 3257.29 吨，同比减少 1466.85 吨，主要由于 2016 年价格下行时期公司大量备货所致。采购均价方面，梭织布料采购均价近年来持续上升，2018 年为 9.96 元/米，而针织布料价格则波动下滑，2018 年为 34.97 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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 梭织布料 | 3601.57 | 3519.16 | 5121.84 | 8.77 | 9.82 | 9.96 |
| **主要原材料** | **采购量（吨）** | | | **采购均价（元/公斤）** | | |
| **名称** | **2016 年** | **2017 年** | **2018 年** | **2016 年** | **2017 年** | **2018 年** |
| 针织布料 | 8760.06 | 4724.14 | 3257.29 | 35.16 | 37.61 | 34.97 |

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 50%），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 50%），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。2018 年，公司共生产服装 2965.04 万件，同比下降 31.31%，一方面由于服装销量下降 13.66%，另一方面由于上年同期加盟店转为联营店及新开联营店数量较多，使得上年同期备货量较多。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 25.97%，集中度较低。

设计方面，截至 2018 年底，公司自主设计团队拥有专职设计人员 303 人，占员工总数的 12.28%。公司设计团队 2018 年推出的新产品设计方案共计 14256 个，当年上市新款产品共计 9415 个，转化率约为 66%。2018 年，公司研发投入金额为 3381.88 万元，同比下降 15.32%。

销售方面，2017 年，公司为增加客户黏性，

快速推广联营模式，但该模式下快速增长的应收账款和存货规模对公司运营效率产生一定影响。跟踪期内，公司严格控制联营店数量，服装库存量同比增长 10.66%，增速较上年度（75.24%）明显放缓。截至 2019 年 3 月底，公司拥有直营店 188 家，特许加盟店 1659 家（其中联营店约 600 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；2018 年公司实现服装销售 2657.81 万件，同比下滑 13.66%，系当期鼓励经销商消化原有库存及关停部分差劣店铺使得铺货量减少所致。公司对下游经销商进行信用评级，根据评级一般给予其 90～180 天的信用账期，合作期限 1 年以上的经销商在开新店、扩展门店及老店更新改造时，公司给予其不超过 12 个月的信用期。

表 5　加盟店与联营店差异对比

| 项目 | 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

跟踪期内，公司在服装行业增速放缓、服装消费向“快消品”转化、既有模式库存积压等情况下，以红标“潮流前线”渗透原有的销售渠道，同时，以蓝标“潮流前线”探索“全快反”发展模式，成立“快时尚品牌事业部”，安排 50 家店铺作为“全快反运营测试店”，从产品设计、生产、订货、销售等方面全面革新，为品牌服饰发展探索新的销售方式。新模式下，公司通过收集各测试店铺的销售数据，检索出一定时间段内销售量最多的款式，通知加工厂进行补充生产后向各店面进行供应，从而体现出公司的“快速反应”能力。传统订货模式下，经销商通过一年三次的订货会进行提前订货，很可能面临货品积压、款式过季等问题；而新模式下，公司给予经销商一定的自主选择空间，在常规订货会上可以保留 30%左右的剩余订货量，用于采购当季受欢迎的货品，以此来解决公司自身和经销商货品积压的问题。

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服装产业链产品开展。截至 2018 年底，供应链管理公司资产总额为 42.65 亿元，所有者权益为 22.04 亿元，2018 年实现营业收入 154.09 亿元，同比增长 4.09%，实现净利润 2.82 亿元，同比下降 38.96%，主要系公司为增加客户黏性，销售价格给予客户较多优惠所致。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 2018 年底，公司已经在广东东莞、增城、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 12 家供应链管理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。2018 年供应链管理业务采购量和销售量同比均无较大变化，分别为 12.37 亿米（或公斤）及 11.83 亿米（或公斤），库存量同比有较大增长，为 1.04 亿米（或公斤），较上年同期增长 109.66%，主要系业务模式发生调整，公司自主备货量增加所致。2018 年，该板块前五大供应商采购额共计 31.73 亿元，占该板块总采购额的 20.71%，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　2018 年供应链管理公司主要供应商情况

（单位：亿元、%）

| 供应商 | 采购金额 | 占总采购额比重 |
|---|---|---|
| A | 8.89 | 5.80 |
| B | 6.33 | 4.13 |
| C | 6.25 | 4.08 |
| D | 6.02 | 3.93 |
| E | 4.24 | 2.77 |
| **合计** | **31.73** | **20.71** |

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；物流主要外包给第三方负责。公司 2016 年非公开发行募集资金中有 3 亿元用于总部二期仓储物流基地建设项目，目前该项目由于项目建设规划更改，推进速度有所延迟，目前已取得变更后的建设用地规划许可证。跟踪期内，公司通过公开竞拍，相继取得华东区域总部、东南区域总部和东莞供应链管理总部建设所需的国有建设用地使用权；根据公司 2019 年 4 月 16 日发布的《公开发行可转换公司债券预案》，公司计划发行 11.00 亿元可转换公司债券，其中 8.00 亿元将用于时尚产业供应链总部（一期）项目建设（详见在建项目--未来发展）。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。2018 年，该板块前五大客户销售金额共计 28.55 亿元，占该板块总销售收入的 18.53%，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　2018 年供应链管理公司主要客户情况

（单位：亿元、%）

| 客户名称 | 销售金额 | 占总销售收入比重 |
|---|---|---|
| A | 8.79 | 5.70 |
| B | 5.81 | 3.77 |
| C | 5.40 | 3.50 |
| D | 5.00 | 3.24 |
| E | 3.55 | 2.31 |
| **合计** | **28.55** | **18.53** |

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和时尚家纺产品销售业务，其中占比较大的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。2018年，时尚电子产品及时尚家纺产品实现营业收入11.27亿元，毛利率约为5.40%。

除营业收入 184.94 亿元外，2018 年公司利息收入 0.25 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 2018 年底，搜银保理资产总额为 2.54 亿元，所有者权益为 2.52 亿元，2018 年搜银保理实现利息收入 0.25 亿元，净利润 0.20 亿元。截至目前，保理业务未出现逾期、不良等情况，在保规模 1.99 亿元。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2018 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 10.15 次、7.34 次和 1.81 次，由于服装类存货及供应链管理业务材料备货的增加，经营效率指标均有所下降，公司经营效率有所降低。

5. 未来发展

（1）发展规划

公司计划在巩固提升现有服装品牌业务的基础上，充分利用公司在时尚产业深耕多年所积累的资源和所做的投资布局，大力向供应链管理和品牌管理等时尚生活产业的各项增值服务领域发展，为产业链各个环节提供全方位、多层次的增值服务，将公司打造成为中国具备领先优势的时尚生活产业综合服务提供商。2019 年，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，继续扎实推进各项经营管理工作。

（2）在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目包括仓储物流基地建设项目和时尚产业供应链总部项目。

仓储物流基地建设项目，即 2016 年非公开发行股票募投项目，建设内容包括仓库及配套设施、物流设备和信息化软硬件设备等；建设期 2 年，项目总投资 3.21 亿元，其中 3.00 亿元来自非公开发行股票募集资金。目前该项目由于项目建设规划更改，具体施工方案尚未确定，截至 2018 年底，已投金额为 249.47 万元，工程进度为 0.78%。

时尚产业供应链总部项目，位于东莞市道滘镇闸口村掌洲，公司已于 2019 年 1 月以 11425.00 万元竞得该项目地块的土地使用权，并于 2019 年 4 月 19 日取得不动产权证书。该地块总面积 207.73 亩，分两期建设，总投资不超过 25 亿元。一期项目计划总投资 87467.48 万元（8.00 亿元计划通过发行可转换公司债券进行募集），项目用地 106.67 亩，建设周期为 3 年，建设内容包括仓储物流设施、综合楼及生活配套设施楼。中长期来看，建设自主的智能仓储系统能够有效减少公司各地周转场地的高昂租赁费用和人工成本，提高公司货物周转效率，提升经济效益。该项目建成后运营期为 10 年，税后内部收益率预计为 6.78%。

整体看，公司投资项目均围绕供应链管理业务进行，在建项目均处于建设筹备阶段，未来面临较大的资本性支出，存在较大筹资压力。

## 十、财务分析

公司提供了2018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2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018 年公司新纳入合并范围子公司 4 家：系公司当年新设子公司，包括中群供应链管理（福建）有限公司、东莞市鸿昇供应链管理有限公司、广东美易达供应链管理有限公司和搜于特国际（香港）有限公司；当期减少 3 家子公司，包括广州伊烁服饰有限公司、绍兴市兴联供应链管理有限公司和湖北佳纺壹号家居用品有限公司。公司 2019 年 1-3 月合并范围较 2018 年底减少 1 家子公司。总体看，跟踪期内公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额为101.66亿元，所有者权益合计55.95亿元（含少数股东权益3.07亿元）；2018年，公司实现营业总收入185.19亿元，利润总额6.37亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为102.13亿元，所有者权益合计56.90亿元（含少数股东权益3.18亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入31.99亿元，利润总额1.45亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 101.66 亿元，同比下降 1.59%。资产构成中流动资产占 77.72%，非流动资产占 22.28%。

**流动资产**

截至2018年底，公司流动资产合计79.02亿元，同比下降8.88%，构成以应收账款（占24.76%）、预付款项（占20.52%）和存货（占34.74%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 8.83 亿元，同比增长 25.11%，主要系公司购买的理财

产品到期赎回所致；货币资金主要为银行存款（占 89.90%）；使用受限制的货币资金为 0.60 亿元（占 6.76%），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为 0.93 亿元，主要系与利率挂钩的结构性存款，当期由于到期赎回而大幅下降。

截至 2018 年底，公司应收账款为 19.56 亿元，同比增长 19.67%，主要为应收供应链下游客户的货款，已累计计提坏账准备 1.49 亿元，计提比例为 7.10%；从账龄来看，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款共 18.90 亿元，其中 1 年以内的占 79.17%、1～2 年的占 12.52%；公司累计计提坏账准备 1.49 亿元；应收账款前 5 名合计欠款 4.11 亿元，占应收账款余额的 19.51%，集中度较低。截至 2018 年底，公司预付款项为 16.22 亿元，同比下降 28.95%；99.59%的预付款项为账龄在 1 年以内的短期款项；预付款项前 5 名合计 3.73 亿元，占 22.98%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司存货为 27.45 亿元，同比增长 44.33%，主要系公司供应链管理业务备货及品牌服饰库存增加所致；存货构成主要为原材料（占 49.39%）和库存商品（占 40.78%），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 1.72 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 5.43 亿元，同比大幅下降 52.85%，主要系理财产品到期赎回所致。

**非流动资产**

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 22.65 亿元，同比增长 36.54%，构成以长期股权投资（占 37.11%）和固定资产（占 40.74%）为主。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 8.40 亿元，同比大幅增长 80.48%，主要系原控股子公司绍兴市兴联供应链管理有限公司和湖北佳纺壹号家居用品有限公司少数股东增资，公司由控股股东变为参股股东，将其纳入长期股权投资进行核算。目前，公司联营企业主要包括绍兴市兴联供应链管理有限公司（期末余额 3.53 亿元）和广州市汇美时尚集团股份有限公司（期末余额 3.44 亿元）等。

截至 2018 年底，公司固定资产为 9.23 亿元，同比增长 36.14%，主要系公司总部大楼建设已完工使用，由在建工程转入固定资产；固定资产构成以房屋建筑物（占 75.67%）为主；固定资产累计计提折旧 1.75 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 3.38 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 102.13 亿元，规模及构成均较 2018 年底变化不大。其中货币资金较上年底增长 31.92%至 11.65 亿元，主要系收到的银行理财产品到期本金增加所致；预付款项较上年底下降 41.54%至 9.48 亿元；存货规模继续增长至 32.58 亿元，主要系供应链管理业务采购备货增加，存货构成中包括品牌服装库存 12.46 亿元和供应链管理业务采购备货 18.84 亿元。其他流动资产较上年底下降 31.14%至 3.74 亿元，系理财产品到期所致；无形资产较上年底大幅增长 92.14%至 2.43 亿元，系购置的土地使用权增加所致（全资子公司广东美易达供应链管理有限公司于 2019 年 1 月以人民币 1.14 亿元竞得国有建设用地使用权）；其他科目变动较小。截至 2019 年 3 月底，公司使用受限的货币资金共计 4.23 亿元，主要系各类保证金。

跟踪期内，由于供应链管理业务增速放缓，预付采购款资金占用压力有所下降。但品牌服装业务库存高企对于营运资金的占用明显。公司资产质量一般，资产流动性偏低。

2. 所有者权益及负债

**所有者权益**

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 55.95 亿元（含少数股东权益 3.07 亿元），同比下降 6.29%。归属于母公司所有者权益中，以股本（占

58.48%）、资本公积（占 15.57%）和未分配利润（占 24.73%）为主。

2018 年，公司根据股东大会决议，对《公司 2016 年限制性股票激励计划》已授予的限制性股票因未达到解锁条件的部分进行回购注销并终止限制性股票激励计划，使得注册资本减少 3168.65 万元，资本公积减少 8238.49 万元，库存股减少 11407.14 万元。截至 2018 年底，公司股本为 30.93 亿元，资本公积为 8.23 亿元；未分配利润同比下降 16.18%，系根据 2017 年度利润分配方案进行的现金股利分配 6.25 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 56.90 亿元（含少数股东权益 3.18 亿元），较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

**负债**

截至2018年底，公司负债规模同比变动不大；负债构成中，流动负债占94.37%，非流动负债占5.63%。截至2018年底，公司流动负债为43.14亿元，以短期借款（占36.56%）和应付票据（占40.84%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 15.77 亿元，同比增长 39.34%，构成包括保证借款（占 28.07%）、信用借款（占 63.11%）和质押借款（占 8.82%）。为降低资金成本，公司当期增加银行承兑汇票的使用，应付票据为 17.62 亿元，同比增长近 10 亿元，主要由银行承兑汇票（占 95.77%）构成。预收款项同比大幅下降 75.36%至 2.12 亿元，主要系完成前期未发货订单所致。其他应付款同比下降 60.50%至 1.79 亿元，主要由于股权收购款减少及限制性股票回购款本期支付所致；从构成来看，其他应付款主要包括押金保证金 1.35 亿元和股权投资款 0.50 亿元。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.42 亿元，为 2014 年 7 月发行的“14 搜特 01”，目前余额为 3.42 亿元，将于 2019 年 7 月 2 日到期。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 2.57 亿元，同比下降 24.62%，主要由于应付债券变化所致。2018 年 8 月，公司于 2015 年 9 月发行的 3.50 亿元“15 搜特债”公司债券由投资者行使回售权，目前债券余额为 3.06 万元；此外，公司当期发行“18 搜于特 MTN001”1 亿元，期限为（3+2）年。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 45.24 亿元，较 2018 年底变动不大；其中预收款项较上年底下降 34.98%至 1.38 亿元，系上年预收货款在本期进行发货；长期应付款较上年底大幅增长 81.58%至 1.17 亿元，系两年期的应收账款保理融资款增加所致。

近年来公司有息债务规模增长较快，2018 年底为 38.70 亿元，其中短、长期债务占比分别为 95.11%和 4.89%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.97%、40.89%和 3.27%。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 39.65 亿元，较 2018 年底略有增长。债务指标较上年底变动不大，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 44.29%、41.07%和 3.22%。

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

2018年，公司供应链管理业务扩张速度放缓，全年营业收入同比基本持平，实现营业总收入185.19亿元；营业成本同比增长2.69%至170.42亿元；受原材料价格上涨因素影响，服装及供应链管理业务毛利率水平均有所下滑，公司营业利润率同比下滑1.56个百分点至7.79%。

2018 年，公司期间费用同比增长 14.90%至 6.93 亿元，其中财务费用增长明显，较上年度增加 1.09 亿元至 1.81 亿元，一方面由于借款及票据贴现利息增加，另一方面由于当期汇兑损益由上年度的-0.03 亿元增加至 0.23 亿元（系国际信用证受人民币汇率变动影响所致）。期间费用率同比增加 0.45 个百分点至 3.74%。公司

资产减值损失主要由存货跌价损失构成，2018年服装行业经营压力大，公司对服装类存货计提资产减值损失共计1.02亿元。

2018年，由于营业毛利润下滑、财务费用及资产减值损失上升，公司实现利润总额6.37亿元，同比大幅下降39.25%；同期总资本收益率及净资产收益率均有所下降，分别为6.53%和8.38%。

2019年1-3月，公司供应链管理业务延续2018年下半年以来的稳定发展思路，扩张速度同比明显放缓，公司营业总收入同比下滑38.68%至31.99亿元，同期的营业利润率为8.83%，较2018年提升1.04个百分点，主要系供应链管理业务毛利率较低，占比同比下降使得综合利润率水平有所提升。公司当期计提信用减值损失0.15亿元，系针对应收账款和其他应收款计提的坏账准备；其他收益为0.17亿元，系收到的扶持项目建设补助。由于营业利润同比下滑明显，公司利润总额同比下降43.68%至1.45亿元。

总体看，跟踪期内公司供应链管理业务增速放缓。债务规模持续增长使得财务费用同比增长明显，加之品牌服装库存减值损失等综合影响，公司利润水平有所下降。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2018年公司经营活动现金流入量为186.67亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金185.23亿元，同比下降5.49%；收到其他与经营活动有关的现金1.10亿元，主要为收到的客户保证金及政府补助。经营活动现金流出192.58亿元，经营活动产生的现金流量净额为-5.91亿元，由于供应链管理业务增速放缓，公司本期通过预付款方式向上游进行集中采购所垫付的资金规模有所下降，经营活动现金净流量缺口略有收窄。2018年公司现金收入比为100.02%，同比变化不大，收入实现质量一般。

投资活动现金流方面，2018年，公司投资活动现金流入122.32亿元，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108.44亿元，主要系购买理财产品的资金投入。公司投资活动现金流量净额为13.88亿元（上年度为-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，2018年筹资活动产生的现金流量净额为-6.48亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流入34.65亿元，同比大幅下降41.34%，现金收入比为107.32%；经营活动产生的现金流量净额由负转正，为0.10亿元；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为2.00亿元和-2.95亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量规模较大，受品牌服装库存增长及供应链业务存货备货量的增加等因素影响，经营性净现金流欠佳，但缺口略有收窄；未来随着业务规模的进一步扩大及仓储物流资本支出的增加，公司存在较大的外部融资需求。

5. 偿债能力

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为183.17%和119.54%，同比均有所下降。截至2019年3月底，两项指标分别为186.15%和108.83%。2018年底，公司短期债务上升快，经营获现能力弱，公司短期偿债压力增大。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA利息倍数降至5.81倍、全部债务/EBITDA升至4.46倍。长期偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至2019年3月底，公司共获得各家金融机构授信总额度54.25亿元，尚未使用额度22.27亿元，间接融资渠道有待扩展；公司为上市公司（股票代码：002503.SZ），具备直接融资渠道。

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 2019 年 5 月 30 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

跟踪期内，公司供应链管理业务增速放缓，以巩固现有客户资源及加强公司管理体制为重心，业务布局处于调整阶段。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。

## 十一、存续债券偿还能力分析

2018年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为“18搜于特MTN001”的8.68倍和186.67倍，保障程度高。

公司存续期内债券包括“18搜于特MTN001”和“15搜特债”，合计债券余额为1.00亿元。其中，“15搜特债”附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，并已完成部分回售，截至目前，债券余额为3.06万元。

2018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（1.00亿元）的186.67倍和8.68倍。公司现金类资产和EBITDA对存续期内债券的保障能力强。

表8 截至2018年底公司存续债券保障情况

（单位：倍）

| 项 目 | 2018 年 |
|---|---|
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 186.67 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | -- |
| EBITDA/应付债券余额 | 8.68 |

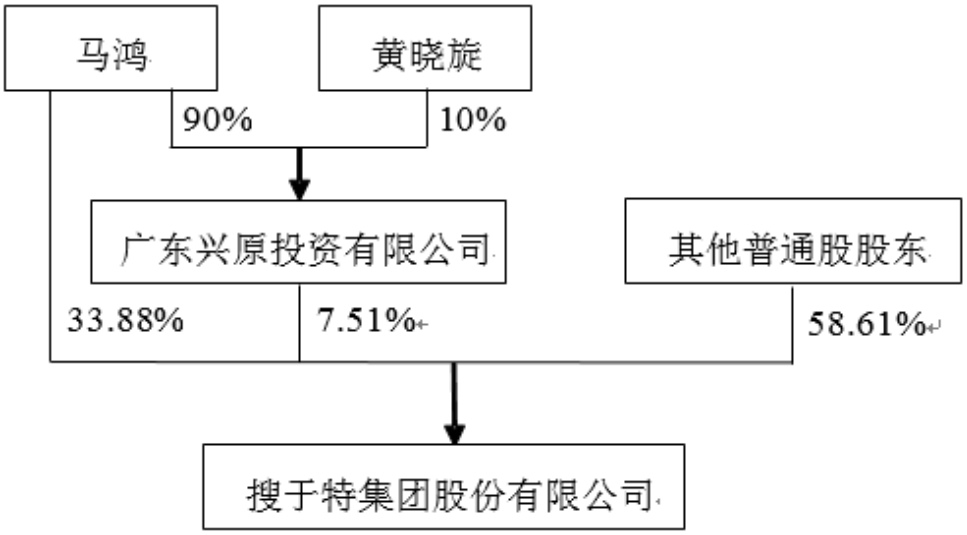
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

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高。

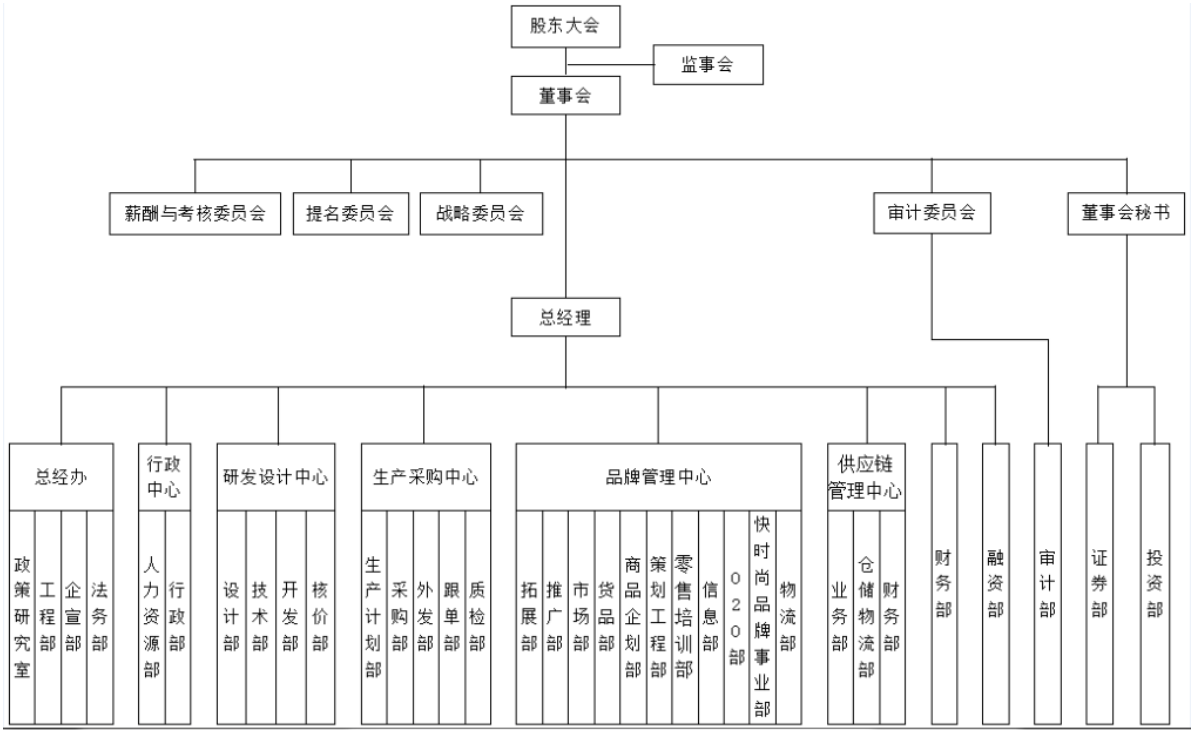
## 十二、结论

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，维持“18搜于特MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 9.09 | 16.50 | 9.76 | 11.68 |
| 资产总额(亿元) | 71.95 | 103.31 | 101.66 | 102.13 |
| 所有者权益(亿元) | 52.23 | 59.71 | 55.95 | 56.90 |
| 短期债务(亿元) | 7.15 | 22.29 | 36.80 | 37.76 |
| 长期债务(亿元) | 3.47 | 3.42 | 1.89 | 1.89 |
| 全部债务(亿元) | 10.63 | 25.71 | 38.70 | 39.65 |
| 营业总收入(亿元) | 63.24 | 183.49 | 185.19 | 31.99 |
| 利润总额(亿元) | 5.37 | 10.49 | 6.37 | 1.45 |
| EBITDA(亿元) | 6.81 | 12.08 | 8.68 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -6.12 | -8.82 | -5.91 | 0.10 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 7.03 | 12.41 | 10.15 | -- |
| 存货周转次数(次) | 5.48 | 10.49 | 7.34 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 1.16 | 2.09 | 1.81 | -- |
| 现金收入比(%) | 106.27 | 106.82 | 100.02 | 107.32 |
| 营业利润率(%) | 17.42 | 9.34 | 7.79 | 8.83 |
| 总资本收益率(%) | 7.26 | 9.92 | 6.53 | -- |
| 净资产收益率(%) | 7.60 | 12.91 | 8.38 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 6.24 | 5.41 | 3.27 | 3.22 |
| 全部债务资本化比率(%) | 16.91 | 30.10 | 40.89 | 41.07 |
| 资产负债率(%) | 27.40 | 42.21 | 44.97 | 44.29 |
| 流动比率(%) | 358.75 | 215.80 | 183.17 | 186.15 |
| 速动比率(%) | 280.95 | 168.48 | 119.54 | 108.83 |
| 经营现金流动负债比(%) | -37.69 | -21.95 | -13.70 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 11.53 | 15.66 | 5.81 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 1.56 | 2.13 | 4.46 | -- |

注：　2019 年一季度财务数据未经审计

# 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%<br>（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　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。

# 附件 4-3　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 |