跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1266 号

搜于特集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

搜于特集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

搜于特集团股份有限公司公开发行的“搜特转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

搜于特集团股份有限公司
可转换公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
搜特转债	8亿元	6年	AA	AA	2019/8/15

跟踪评级时间：2020年6月17日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	103.31	98.49	113.16	125.56
所有者权益（亿元）	59.71	55.95	57.66	58.27
长期债务（亿元）	3.42	2.54	10.17	16.55
全部债务（亿元）	25.71	39.34	45.34	54.84
营业收入（亿元）	183.30	184.94	129.24	13.44
净利润（亿元）	7.71	4.69	2.19	-0.74
EBITDA（亿元）	12.08	8.68	5.65	--
经营性净现金流（亿元）	-8.82	-5.91	1.00	-3.11
营业利润率（%）	9.34	7.79	7.99	4.07
净资产收益率（%）	13.77	8.10	3.85	-2.53
资产负债率（%）	42.21	46.41	49.05	53.59
全部债务资本化比率（%）	30.10	41.29	44.02	48.48
流动比率（倍）	2.16	1.78	1.92	1.95
EBITDA全部债务比（倍）	0.47	0.22	0.12	--
EBITDA利息倍数（倍）	15.66	5.81	3.56	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.51	1.09	0.71	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 其他流动负债、长期应付款中的应付融资租赁款已调整计入长短期债务及相关指标计算；4. 2020年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 公司对2018年底财务数据按照新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整对年初财务数据进行调整，上表2018年数据为调整后的2019年期初数/上年数

评级观点

跟踪期内，搜于特集团股份有限公司（以下简称“公司”或“搜于特”）供应链管理业务规模有所收缩，业务体系处于调整阶段，公司收入和净利润规模均大幅下降；品牌服饰业务经营情况比较稳定。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10.00%，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，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处服装行业景气度低迷、联营模式下服装业务库存增长较快且存在减值风险、供应链业务垫款经营压力大、运营效率下降、债务规模增长较快且短期偿债压力较大等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

公司设立全资子公司东莞市搜于特医疗用品有限公司（以下简称“医疗用品公司”）拓展医用口罩和熔喷布等产能，短期内受新冠疫情尚未结束的影响需求旺盛，有望推动公司业绩，未来有望形成纺织服装和医疗用品双主业。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”，同时维持“搜特转债”的信用等级为AA。

优势

1. **公司引入国有背景战略投资者。**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。

2. **公司设立医疗用品公司，有望推动公司业绩。**公司投资2亿元成立医疗用品公司，目前，医疗用品公司口罩日产量为250~300万片，

市场销售以政府部门收储和国内市场为主。

关注

1. **受行业景气度低迷的影响，公司收入和利润规模均大幅下降。**2019 年，公司营业收入 129.24 亿元，较上年下降 30.12%；净利润 2.19 亿元，较上年下降 53.33%。

2. **公司运营效率下降。**2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 9.64 次下降到 5.29 次，存货周转次数由上年的 6.94 次下降至 3.77 次，总资产周转次数由上年的 1.81 次下降至 1.21 次。

3. **整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司资产中应收账款、预付款项及存货占比较高，对运营资金占用严重，货币资金受限比例较高，整体资产质量一般。

4. **期间费用、资产减值损失和信用减值损失对公司利润影响很大。**2019 年，公司费用收入比为 4.76%，较上年上升 0.83 个百分点；资产减值损失和信用减值损失占营业利润的比重分别为 38.98%和 29.33%，对营业利润侵蚀显著。

5. **新冠疫情的不利影响。**受国内外新冠疫情的影响，全球商贸零售业受到较大冲击，公司供应链业务下游订单有所下滑。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 13.49 亿元，较上年同期下降 57.83%；实现净利润-0.74 亿元，较上年同期下降 165.06%。

分析师

蒲雅修　登记编号（R0040217110005）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

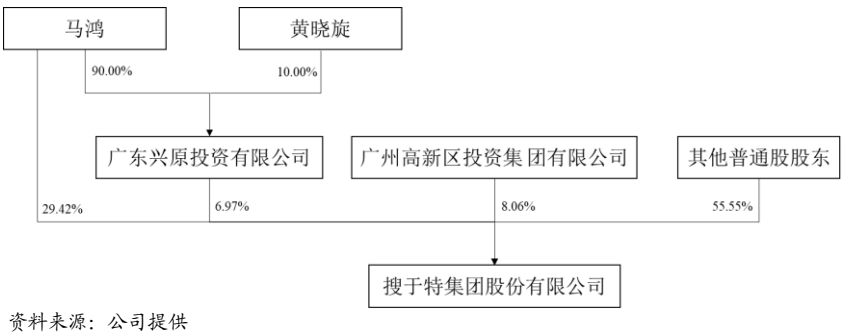
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，注册资本为 200 万元。2006 年 11 月，公司变更为股份有限公司，注册资本为 550 万元；经过数次增资后，截至 2009 年末，公司注册资本增至 6,000 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 2,000 万股，股票于同年 11 月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：002503.SZ，股票简称：搜于特。后经多次增资扩股及股权变更，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 309,250.54 万元，控股股东为马鸿先生，直接持有公司 29.42%的股权，还通过广东兴原投资有限公司（以下简称“广东兴原”）持有公司 6.97%的股份（马鸿先生与妻子黄晓旋分别持有广东兴原 90.00%和 10.00%的股权）。马鸿先生直接和间接持有公司合计 35.69%股权，为公司实际控制人。截至 2020 年 6 月 1 日，马鸿先生及其一致行动人兴原投资所持公司股份累计质押 5.77 亿股，占其持股比例的 59.41%，质押比例较高。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围新增纸浆、化工原料及化工制品（不含危险化学品）、物业管理和企业管理咨询业务；组织结构较上年无变化；截至 2019 年末，公司合并范围内包含子公司 34 家；拥有在职员工 1,754 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 113.16 亿元，负债合计 55.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.43 亿元。2019 年，公司实现营业收入 129.24 亿元，净利润（含少数股东损益）2.19 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.33 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 125.56 亿元，负债合计 67.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 55.05 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 13.44 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.25 亿元。

公司注册地址：广东省东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号；法定代表人：马鸿。

二、本次债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕133 号文核准，公司于 2020 年 3 月 12 日公开发行可转换公司债券“2020 年搜于特集团股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），

募集资金为 8 亿元，本次债券存续起止日期为 2020 年 3 月 12 日至 2026 年 3 月 12 日，已于 2020 年 4 月 9 日在深圳证券交易所挂牌上市，债券简称“搜特转债”，债券代码“128100.SZ”。债券利率方面，票面利率第一年为 0.40%，第二年为 0.60%，第三年为 1.00%，第四年为 1.50%，第五年为 1.80%，第六年为 2.00%。付息方式上，本次债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日。

本次债券转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即自 2020 年 9 月 18 日至 2026 年 3 月 12 日。截至报告出具日，尚未进入转股期。

截至 2020 年 6 月 15 日，本次债券募集资金尚未使用；本次债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

2019年，国内服装纺织销售额增速放缓，网络销售增速较快；受国际市场需求低迷，中美贸易摩擦激烈的影响，服装出口量价齐跌；一带一路沿线国家服装出口拉动我国整体服装出口量；行业盈利能力有所下降。

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本等生产要素成本上升，加上中国纺织服装业之前高增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2019 年，我国纺织服装行业在生产经营压力加大的情况下总体保持了基本平稳的发展态势，进入新一轮的战略重构与积累发展期。具体来看，2019 年，我国社会消费品零售总额达 411,649.00 亿元，同比增长 8.00%；服装类零售额 9,778.1 亿元，同比增长 2.6%，较上年放缓 5.9 个百分点，占限额以上单位商品零售总额的比重从 2018 年的 7.25%下降至 7.06%。同时，部分与消费升级相关的商品零售额快速增长，限额以上单位家电类、通讯器材、体育娱乐用品和化妆品类商品零售同比增速均高于服装类商品。2019 年，线上服装零售额保持快速增长，网络销售是 2019 年服装市场重要的销售渠道。据国家统计局数据，2019 年，全国穿着类商品网上零售额同比增长 15.4%。

从进出口方面来看，受国际市场需求低迷、中美贸易摩擦不断升级以及市场竞争日益激烈等因素影响，我国服装出口明显下降，国际市场结构和国内区域布局加快调整。根据中国海关统计，2019年，我国服装出口呈现量价齐跌态势，服装及衣着附件出口1,534.53亿美元，同比下降3.74%；出口数量298.43亿件，同比下降2.98%；出口平均单价3.96美元/件，同比下降1.98%。2019年，我国对传统市场出口明显下降，国际市场布局更加多元。根据中国海关统计，2019年，我国对欧盟、美国、日本、东盟服装出口下跌明显，同比分别下降5.94%、6.89%、5.39%和4.31%，以上四大主要市场合计出口金额925.32亿美元，占服装出口总额的60.30%。我国对部分一带一路沿线国家服装出口显现亮点，对整体出口形成正向拉动。我国对菲律宾、吉尔吉斯斯坦、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦、波兰、马来西亚、印度七个国家的服装出口金额保持不同幅度增长，对沙特阿拉伯、哈萨克斯坦同比增幅高达53.29%和36.12%，以上七国的出口金额对服装行业整体出口形成1.96个百分点的正向拉动。

从盈利状况上看，2019年以来服装纺织企业经济总体偏弱，服装出口和内销市场均表现欠佳，加之制造成本高企、订单转移、出厂价格增长乏力、库存增长等因素导致服装企业利润空间严重压缩，服装行业效益指标增速呈现明显下降趋势，企业盈利压力显著增加，运行质量提升难度加大。据国家统计局数据，2019年，服装行业规模以上（年主营业务收入2,000万元及以上）企业13,876家，累计实现营业收入16,010.33亿元，同比下降3.45%；利润总额872.83亿元，同比下降9.75%；营业收入利润率为5.45%，比2018年同期下降0.38个百分点。

四、管理分析

跟踪期内，公司高管、董事及监事整体变化不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年，公司选举古上女士和林朝强先生为公司董事；徐正振先生因工作原因辞去公司董事职务和提名委员会委员。2020 年，公司选举徐文妮女士为公司董事和提名委员会委员。公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受宏观经济形势复杂和经济下行压力加大，以及公司合并范围缩小的影响，公司供应链管理（材料）业务规模缩小，营业收入和利润规模均大幅下降；综合毛利率较上年变化不大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司营业收入及利润规模较上年同期大幅下降。

跟踪期内，公司仍主要从事品牌服饰运营、供应链管理和品牌管理等业务。2019 年，公司实现营业总收入 129.24 亿元，较上年下降 30.12%，主要系供应链管理（材料）业务收入减少所致。公司实现营业利润 2.87 亿元，较上年下降 55.00%，主要系一方面供应链管理（材料）业务受宏观经济下行压力加大和大宗纺织品原材料价格下降的影响导致利润规模下降，另一方面受市场需求疲软的影响，公司其他时尚电子产品业务收入和利润均有所减少所致。公司实现净利润 2.19 亿元，较上年下降 53.33%。2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比重为 99.33%，较上年变化不大，主营业务仍十分突出。

从收入构成情况来看，2019 年，公司供应链管理（材料）业务收入 105.98 亿元，较上年大幅下降 33.10%，主要系一方面宏观经济环境复杂，经济下行压力加大的情况下，公司放缓供应链管理（材料）业务发展速度，另一方面，2018 年 10 月原公司合并范围内绍兴市兴联供应链管理有限公司由控股子公司变更为联营企业不再纳入公司合并范围所致；占主营业务收入的比重为 82.56%，较上年下降 3.33 个百分点。2019 年，公司服装业务收入 14.40 亿元，较上年变化不大，占主营业务收入的比重为 11.22%，较上年上升 3.22 个百分点；其他产品收入 7.99 亿元，较上年下降 29.09%，主要系下游需求减少所致，占主营业务收入的比重为 6.23%，较上年变化不大。

表 1　2017－2019 年公司主营业务收入、构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链管理（材料）	155.58	84.99	6.93	158.40	85.89	5.27	105.98	82.56	4.00
服装	15.30	8.36	35.90	14.75	8.00	34.84	14.40	11.22	35.49
其他产品	12.17	6.65	7.03	11.27	6.11	5.40	7.99	6.23	2.86
合计	**183.06**	**100.00**	**9.36**	**184.42**	**100.00**	**7.64**	**128.37**	**100.00**	**7.46**

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2019 年，供应链管理（材料）业务毛利率 4.00%，较上年下降 1.27 个百分点，主要系棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格的下降所致；服装业务毛利率 35.49%，较上年变化不大；其他产品毛利率 2.86%，较上年下降 2.55 个百分点，主要系市场需求下降所致。受上述因素影响，2019 年，公司主营业务毛利率 7.46%，较上年变化不大。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.49 亿元，较上年同期下降 57.83%，主要系一方面受

新冠疫情影响，公司供应链管理业务上下游复工复产延缓、物流受阻，另一方面品牌服饰业务复工复产延缓、客流减少所致；公司实现净利润-0.74 亿元，较上年同期下降 165.06%。

2. 业务运营

（1）供应链管理业务

2019 年，受外部环境复杂，服装纺织行业景气度较低的影响，公司供应链管理业务采购量和销售量较上年均有所下降，导致收入规模也随之有所下降；采购和销售集中度一般。

公司供应链管理业务以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”）作为运营平台，针对纺织服装产业链产品开展。2019 年，供应链管理公司实现营业收入 108.82 亿元，归属于母公司的净利润 0.83 亿元。

目前，由供应链管理公司在全国各个地区投资设立多家项目子公司，并以股权联合的形式（通常供应链管理公司占比 51%，合作伙伴占比 49%），吸引具有行业经验与资源的合作伙伴共同参与，汇聚当地区域的供应链资源和市场资源，构建一个覆盖范围广、供应能力强的供应链服务体系。该体系能够在全国范围内汇集供应链资源，为商家客户提供高效、低成本的采购、仓储配送等一系列供应链管理服务，以及设计方面的支持，从而获得服务收益。截至 2020 年 3 月末，公司已经在广州东莞、荆门、苏州、佛山、厦门等地共设立 12 家供应链管理项目子公司开展相关业务。

采购方面，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。

2019 年，供应链管理业务的主要产品为棉纱、布料和其他辅料。2019 年，公司在宏观经济环境复杂，服装行业景气度低迷的情况下，放缓供应链管理业务发展速度，受此影响，公司采购量和销售量较上年均有所下降，分别为 10.45 亿米（或亿公斤）和 10.59 亿米（或亿公斤），较上年分别下降 15.55%和 10.46%；截至 2019 年末，公司库存量为 9,040.55 千米（或吨），较上年下降 13.45%。

表 2　2017－2019 年供应链管理公司采购、销售及库存情况（单位：千米或吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量	1,229,325.71	1,237,400.18	1,044,975.59
销售量	1,190,743.49	1,182,765.72	1,059,026.36
库存量	4,982.19	10,445.64	9,040.55

资料来源：公司年报

采购集中度方面，2019 年，供应链管理业务板块公司向前五大供应商采购额共计 24.78 亿元，占该板块总采购额的 28.18%，采购集中度一般。

表 3　2019 年供应链管理公司主要供应商情况（单位：万元、%）

供应商	采购总金额	占总采购额比重
供应商 A	82,878.83	9.42
供应商 B	51,429.69	5.85
供应商 C	45,565.93	5.18
供应商 D	36,721.87	4.18
供应商 E	31,218.91	3.55
合计	**247,815.24**	**28.18**

资料来源：公司提供

销售方面，供应链管理公司客户资源仍主要为项目子公司所在地的纺织、服装经营企业。销售结算主要采取款到发货的形式，但对于供应紧缺、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。

销售集中度方面，2019 年，供应链管理业务板块公司向前五大客户销售金额共计 22.73 亿元，占该板块总销售收入的 20.88%，集中度一般。

表 4　2019 年供应链管理公司主要客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售总金额	占总销售额比重
客户 A	65,341.73	6.00
客户 B	46,715.49	4.29
客户 C	46,275.06	4.25
客户 D	41,202.72	3.79
客户 E	27,715.88	2.55
合计	**227,250.88**	**20.88**

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，目前仍全部为租赁；物流仍全部外包给第三方负责。跟踪期内，公司取得时尚产业供应链总部项目建设用地并进行了规划设计；仓储物流基地建设项目作了规划调整；新总部三期项目的集体建设用地形成了供地方案。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纺织服装原材料供应链领域的竞争实力。

（2）品牌服饰业务

跟踪期内，受服装行业景气度持续低迷的影响，公司直营和加盟店数量较上年均有所减少，联营店数量较上年有所增加；公司服装销量较上年有所减少，为应对 2020 年春节较早来临，公司提前备货使得库存量较上年有所增加。联营店数量的增加和提前备货加大了公司存货减值风险。公司通过打造小程序和网络直播带货的方式拓展了服装营销渠道。

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。

设计方面，截至 2020 年 3 月末，公司自主设计团队拥有专职设计人员 308 人，占员工总数的 17.56%。2019 年，公司设计团队推出的新产品设计方案共计 16,801 个，当年上市新款产品共计 11,258 个，转化率约为 67.01%。2019 年，公司研发投入金额为 3,945.14 万元，同比增长 16.66%。

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[1]。2019 年，公司梭织布料采购量为 1,829.42 万米，同比下降 64.28%，主要系公司品牌服装委外加工比例减少，直接购进成品比例上升所致；公司针织布料采购量为 3,864.73 吨，较上年增长 18.65%，主要系公司本部供应链业务中针织布需求量增加所致。采购均价方面，2019 年，梭织布和针织布采购均价分别为 9.41 元/米和 34.06 元/公斤，较上年分别下降 5.52%和 2.60%，主要系 2019 年棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格的下降所致。

[1]公司本部业务也由服装业务板块扩展到供应链业务，用于服装生产的原材料及用于材料销售业务的原材料采购数据合并统计，原材料销售收入计入供应链板块。

表 5　2017－2019 年公司主要原材料采购情况

主要原材料	采购量			采购均价（元/米、元/公斤）		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
梭织布料（万米）	3,519.16	5,121.84	1,829.42	9.82	9.96	9.41
针织布料（吨）	4,724.14	3,257.29	3,864.73	37.61	34.97	34.06

注：公司本部业务也由服装业务板块扩展到供应链业务，用于服装生产的原材料及用于材料销售业务的原材料采购数据合并统计，原材料销售收入计入供应链板块
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 60%），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 40%），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。2019 年，公司共生产服装 2,923.76 万件，较上年变化不大。

采购结算方面，包工包料一般于货品交验后 60 天内以银行汇款或银行承兑汇票方式向成衣厂支付全部货款；委外加工模式下，公司与原材料供应商、成衣厂在合同签署阶段锁定加工费和采购价格，原材料质检合格入库后 60 天内向供应商支付货款，并通过向成衣厂提前付款或缩短付款时间等手段进一步降低产品成本。

销售方面，公司仍以加盟为主，直营为辅，同时开设联营店铺的经营模式。销售结算方面，加盟模式下，对加盟商的销售结算主要采用现款现货的结算方式，公司在货品出库并交付给第一承运人后即确认销售收入，对于合作期较长的优质加盟商给予不超过 6 个月的信用期；联营模式下，加盟商以终端零售价对外零售，公司与加盟商按实际终端零售价的 6~7.5 折结算，账期不超过 6 个月。截至 2020 年 3 月末，公司直营店、加盟店和联营店分别为 148 个、895 个、690 个，分别较上年下降 21.28%、下降 15.49%和增长 15.00%。

此外，跟踪期内，公司通过搭建以小程序为核心的运营体系，加强与淘宝、抖音、快手等平台主播的营销合作等方式拓宽品牌服饰营销渠道。

从销量来看，2019 年公司服装销量为 2,427.35 万件，较上年下降 8.67%，主要系国内消费市场疲软所致；库存量为 3,686.88 万件，较上年增长 15.56%，主要系一方面联营店数量较上年有所增加，另一方面 2020 年春节时间较早，公司提前备货所致。

表 6　2017－2019 年公司服装业务销售和库存情况（单位：万件）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售量	3,078.43	2,657.81	2,427.35
库存量	2,883.25	3,190.48	3,686.88

资料来源：公司年报

（3）其他业务

2019 年，其他业务仍主要围绕服装业务开展；时尚电子产品销售受服装行业景气度低迷和市场需求疲软的影响，其收入及盈利水平大幅下降；商业保理业务运营良好。

时尚电子产品销售业务方面，仍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。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。2019 年，时尚电子产品销售业务实现营业收入 7.99 亿元，较上年大幅下降 32.89%；毛利率为 2.86%，较上年大幅下降 2.54 个百分点，主要系国内服装行业景气度低迷，市场需求疲软所致。

商业保理业务方面，运营主体仍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”）。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 2019 年底，保理业务利息收入 2,408.58 万元，净利润 1,570.27 万元。截至 2020 年 3 月末，公司保理业务未出现逾期、不良等情况，目前在保规模 2.33 亿，主要服务对象是与公司有合作的供应商。

3. 在建工程

截至 2019 年末，公司在建工程尚需投资金额较大，未来资金支出压力较大，且投资回报存在一定不确定性。

截至 2019 年末，公司主要在建项目为仓储物流基地建设项目和时尚产业供应链总部（一期）。公司在建项目计划投资金额合计 11.96 亿元，尚需投资金额 11.92 亿元，未来资金支出压力较大。

表 7　截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资金额	已投金额	未来计划投资金额
仓储物流基地建设项目	32,083.54	300.22	31,783.32
时尚产业供应链总部（一期）	87,467.48	50.00	87,417.48
合计	**119,551.02**	**350.22**	**119,200.80**

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2019 年，公司经营效率较上年有所下降，公司整体经营效率一般。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 9.64 次下降到 5.29 次，主要系 2019 年供应链业务收入减少所致；存货周转次数由上年的 6.94 次下降至 3.77 次，主要系 2019 年公司服装业务联营加盟商数量增加，以及 2019 年底提前为 2020 年春节备货使得存货增加所致；总资产周转次数由上年的 1.81 次下降至 1.21 次。

5. 重大事项

（1）引入战略投资者

通过引入战略投资者，公司实际控制人及其一致行动人股票质押比例过高的风险将得到缓解；借助战略投资者的资源优势，公司竞争力未来有望提升。

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》，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。2019 年 5 月 29 日，股权转让事项完成过户登记。

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。

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。

（2）投资设立医疗用品生产公司

公司通过设立医疗用品公司拓展医用口罩和熔喷布等产能，目前在新冠疫情下需求旺盛，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。

2020 年 2 月 11 日，公司第五届董事会第十六次会议审议通过了《关于投资设立全资子公司的议案》，同意公司以自有资金 20,000 万元人民币投资设立东莞市搜于特医疗用品有限公司（以下简称“医疗用品公司”），主要产品为“一次性使用医用口罩”和“医用一次性防护服”。医疗用品公司注册资本为 2 亿元人民币，将分期投入。医疗用品公司第一阶段以生产销售医用口罩及医用防护服等防护用品为主，预计年产医用口罩 6 亿个，年产医用防护服 30 万件；第二阶段根据市场需求，开展防护用品相关原材料的生产销售。

医疗用品公司已于 2020 年 2 月 13 日取得营业执照；4 月 27 日经广东省药品监督管理局（以下简称“省药监局”）审核通过；4 月 30 日完成第二类医疗器械注册证核发受理；5 月 15 日，医疗用品公司已经完成了广东省第二类医疗器械注册质量管理体系现场核查并提交整改报告，目前正在等待省药监局完成行政审批并核发医疗器械注册证。此外，医疗用品公司一次性使用医用口罩已于 2020 年 4 月 29 日按照欧盟医疗器械指令 93/42/EEC 出具了符合性声明（DOC），同时其指定的欧盟授权代表（SUNGO Europe B.V.）已依法在欧盟成员国荷兰主管当局完成登记注册（NL-CA002-2020-50894）。医疗用品公司目前已向中国医药保健品进出口商会提交申请进入《取得国外标准认证或注册的医疗物资生产企业清单》（即医用口罩出口白名单）。

截至 2020 年 5 月 21 日，医疗用品公司共实际订购 108 台口罩机，其中平面口罩机 47 台（含儿童口罩机 6 台、一次性使用医用口罩机（可兼容儿童口罩生产）41 台），KN95 口罩机 61 台；目前已到货并投入生产 82 台，其中平面口罩机 36 台（含儿童口罩机 6 台、一次性使用医用口罩机（可兼容儿童口罩生产）30 台），KN95 口罩机 46 台。目前，医疗用品公司口罩日产量为 250~300 万片，市场销售以政府部门收储和国内市场为主，尚未出口。目前，公司已订购了 4 条熔喷布生产线，于 2020 年 5 月下旬陆续到货。设备交付后，公司将以实物资产的形式向医疗用品公司注资，安装调试好后逐步投入熔喷布的生产。

（3）控股股东转让股权

控股股东转让股权 5%，但不会导致公司控股股东和实际控制人变更。

2020 年 5 月 30 日，公司发布《关于控股股东协议转让公司部分股份完成过户登记的公告》称，公司实际控制人马鸿先生与邓建华先生于 2020 年 5 月 12 日签署了《股份转让协议》。马鸿先生通过协议转让的方式向邓建华先生转让其持有的公司无限售流通股 154,625,300 股，占公司总股本的

5.00%。2020 年 5 月 29 日，公司收到马鸿先生提供的中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，上述股份协议转让事宜已办理完成过户登记手续，过户日期为 2020 年 5 月 28 日。

本次股份过户登记完成后，马鸿先生持有公司 755,076,316 股股份，其一致行动人广东兴原持有公司 215,660,389 股股份，合计持有公司 970,736,705 股股份，占公司总股本的比例为 31.39%。马鸿先生仍为公司控股股东、实际控制人，本次权益变动不会导致公司控股股东、实际控制人变更。邓建华先生持有公司 154,625,300 股股份，占公司总股本的比例为 5.00%，位列公司第四大股东。

6. 经营关注

（1）资金占用的风险

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。

（2）供应链业务毛利率持续下降的风险

近年来随着供应链管理业务市场竞争的加剧，2019 年，公司供应链管理业务毛利率进一步下降；未来若毛利率持续下降，对公司整体盈利能力将会造成一定不利影响。

（3）存货规模较大且跌价风险较高

2019 年，公司联营加盟商数量快速上升使得公司期末存货余额快速增长，对公司流动资金形成占用；此外服装产品属于流行产品，随着库龄的加长，未来存在较大的跌价风险。

（4）受新冠疫情影响，公司资金回收风险加大，服装纺织行业终端消费疲软

2020 年以来，受新冠疫情影响，经济下行压力增大，失业率提升，可能会导致公司主要供货商、潜在客户及交易方运营压力加大，资金周转困难，从而使得公司资金回收风险加大。另一方面，国内外疫情对需求端压力较大，公司服装业务的加盟商存在无法继续经营，服装产品销售规模下降的风险。

（5）医疗用品业务存在一定不确定性

公司新进入医疗用品行业，对行业的运营管理尚缺乏足够经验，存在一定经营管理风险。医疗用品行业与社会经济形势、自然环境状况、消费者观念习惯等方面相关性较高。若公司生产的医疗用品不能适应行业发展趋势变化，不能满足社会和消费者的需求，会形成产品滞销，从而对公司医疗用品业务带来不利影响。

7. 未来发展

公司基于现有业务规模与公司情况制定了符合公司自身定位发展计划，具备一定的可实施性。

2020 年，公司在面对新冠肺炎对经济带来冲击的情况下，将以稳健经营、控制风险、开源节流为总方针；同时，在危机中寻找发展机遇，积极探索公司新突围、新发展的路径和策略，推动公司不断发展进步。

在公司内部管理方面，公司将进一步落实员工责任，裁减富余人员，形成更加高效的内部管理体系，努力开源节流，积极应对业绩下滑的压力。

品牌服饰运营方面，公司将以新零售营销和快时尚模式为主要发展方向，推动“潮流前线”品牌服饰不断取得新发展。供应链管理方面，公司将继续完善供应链管理业务模式，加强管理，控制风险，拓宽业务范围，推进供应链管理业务的平稳发展。医疗用品行业方面，公司投资 2 亿元成立研发、生产、销售医疗用品的全资子公司，从生产医用口罩、防护服起步，直至防护用品的原材料

生产，逐步建立符合医疗用品行业特点的科学高效的经营管理体系，积极开拓国内外医疗用品市场；同时，积极开展医疗用品行业优质标的的投资并购，逐步形成公司医疗用品行业业务板块，与公司纺织服装行业业务板块共同驱动公司的发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙），审计结论为标准无保留审计意见；公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围新增子公司 1 家，减少子公司 3 家；2020 年 1－3 月，公司合并范围新增子公司 1 家。合并范围变动的子公司净资产、净利润规模不大，合并范围变动对公司财务数据可比性的影响较小。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 113.16 亿元，负债合计 55.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.43 亿元。2019 年，公司实现营业收入 129.24 亿元，净利润（含少数股东损益）2.19 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.33 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 125.56 亿元，负债合计 67.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 55.05 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 13.44 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.25 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主；应收账款、预付款项及存货占比较高，对运营资金占用严重，货币资金受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 113.16 亿元，较年初增长 11.31%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 76.95%，非流动资产占 23.05%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 87.08 亿元，较年初增长 10.20%，主要系应收账款和货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.00%）、应收账款（占 29.57%）、预付款项（占 13.76%）和存货（占 36.64%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 13.06 亿元，较年初增长 47.95%，主要系理财产品到期赎回以及长期借款增加所致；主要由银行存款（占 44.91%）和其他货币资金（占 55.07%）构成。货币资金中有 7.16 亿元受限资金，受限比例为 54.84%，主要为银行承兑汇票保证金，受限比例较高。

截至 2019 年末，公司应收账款 25.75 亿元，较年初增长 31.64%，主要系 2019 年公司对客户在一定程度内的信用政策较为宽松，账期及额度较上年均有增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 77.20%）；累计计提坏账 2.13 亿元，计提比例为 7.65%；应收账款前五大欠款方合计金额为 7.95 亿元，占比为 28.52%，集中度一般。

截至 2019 年末，公司预付款项 11.99 亿元，较年初下降 26.09%，主要系 2020 年春节提前，公司提早收到货物所致。公司预付款项以 1 年以内为主（占 99.59%）。

截至 2019 年末，公司存货 31.91 亿元，较年初增长 16.25%，主要系服装联营店增加，以及 2020 年春节提前春夏装提前采购入库所致。存货主要由原材料（占 35.25%）、库存商品（占 56.34%）和发出商品（占 6.67%）构成，累计计提跌价准备 1.95 亿元，计提比例为 5.75%。考虑到公司服装产品时效性较强，公司存货存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 26.08 亿元，较年初增长 15.15%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 42.50%）、固定资产（占 33.37%）和无形资产（占 9.16%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 11.08 亿元，较年初增长 31.86%，主要系公司以联营的方式成立的供应链管理公司数量增加，以及原合并范围内的中群供应链管理（福建）有限公司和厦门瑞悦隆纺织有限公司失去控制权所致。

截至 2019 年末，公司固定资产 8.70 亿元，较年初下降 5.68%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 78.41%）和房屋建筑物装修（占 13.88%）构成，累计计提折旧 2.32 亿元；固定资产成新率 81.51%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司无形资产 2.39 亿元，较年初增长 89.02%，主要系公司购买土地使用权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.65%）构成，累计摊销 0.17 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 7.38 亿元，占资产比例为 6.52%，受限比例低。

表 8　截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	71,644.98	6.33	银行承兑、保证金
固定资产	2,159.92	0.19	售后回租形式抵押借款
合计	**73,804.90**	**6.52**	--

资料来源：公司年报

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模进一步增长，整体债务负担有所加重，且以短期债务为主，存在一定短期偿付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额 55.50 亿元，较年初增长 21.41%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 81.62%，非流动负债占 18.38%。公司负债仍以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 45.30 亿元，较年初增长 5.01%，主要系应付票据和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 28.53%）、应付票据（占 43.61%）和应付账款（占 9.55%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 12.92 亿元，较年初下降 18.06%，主要系公司调整债务结构增加长期借款所致。其中保证借款占 69.05%，信用借款占 30.95%，以保证借款为主。

截至 2019 年末，公司应付票据 19.75 亿元，较年初增长 12.12%，主要系 2019 年下半年采购增加所致。其中，商业承兑汇票占 5.14%，银行承兑汇票占 76.25%，信用证占 18.62%。

截至 2019 年末，公司应付账款 4.33 亿元，较年初增长 228.83%，主要系 2019 年下半年采购增

加所致。应付账款全部为应付材料采购款及加工费。

截至 2019 年末，公司非流动负债 10.20 亿元，较年初增长 296.24%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 86.26%）和应付债券（占 9.76%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 8.80 亿元，较年初增长 877.78%，主要系公司调整债务结构，以及公司偿还“15 搜特债”进行债务置换所致。其中质押借款[2]占 9.09%，保证借款占 90.91%。从期限分布看，2021 年到期的占 22.72%，2022 年到期的占 77.27%，公司 2022 年存在一定集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司应付债券 1.00 亿元，较年初增长 0.28%，较年初变化不大。全部为 18 搜于特 MTN001，债券余额为 1.00 亿元，2021 年公司将面临投资者回售选择权。

截至 2019 年末，公司长期应付款（合计）0.37 亿元，较年初下降 42.51%，主要为 2018 年公司与平安国际融资租赁（天津）有限公司（以下简称“租赁公司”）签订售后回租协议，公司将账面净值为 3,169.60 万元的自有固定资产作为标的物，以 6,666.67 万元的协议价格销售给租赁公司后进行回租，租赁期间为 36 个月，租金总额为 7,503.67 元。合同约定每季度支付一次租金，租金计算方式为不等额本金。

截至 2019 年末，公司全部债务 45.34 亿元，较年初增长 15.24%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务占 77.58%，长期债务占 22.42%，仍以短期债务为主。短期债务 35.17 亿元，较年初下降 4.44%，主要系短期借款减少所致。长期债务 10.17 亿元，较年初增长 300.82%，主要系长期借款增加所致。截至 2019 年末，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 49.05%、44.02%和 14.99%，较年初分别上升 4.08 个百分点、2.73 个百分点和 10.65 个百分点。公司债务负担较重。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 67.28 亿元，较年初增长 21.23%，主要系短期借款增加以及“搜特转债”发行所致。其中，流动负债占 75.34%，非流动负债占 24.66%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 54.84 亿元，较年初增长 20.96%。其中，短期债务 38.29 亿元（占 69.82%），长期债务 16.55 亿元（占 30.18%），仍以短期债务为主。截至 2020 年 3 月末，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 53.59%、48.48%和 22.12%，较年初分别上升 4.54 个百分点、4.46 个百分点和 7.13 个百分点。公司债务负担进一步加重。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益有所增长，所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 57.66 亿元，较年初增长 3.05%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.41%，少数股东权益占比为 5.59%。归属于母公司所有者权益 54.43 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 56.81%、15.09%、-0.98%和 28.05%。股本和资本公积占比较高，公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 58.27 亿元，较年初增长 1.07%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.47%，少数股东权益占比为 5.53%。归属于母公司所有者权益 55.05 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 56.18%、14.92%、-0.97%和 26.39%。

[2] 供应链管理公司收购其子公司少数股东股权，并以该部分股权作为质押物取得银行借款分类为质押借款。

4. 盈利能力

2019 年，主要受供应链管理（材料）业务规模缩小的影响，公司营业收入和利润规模均大幅下降；期间费用、资产减值损失和信用减值损失对公司利润影响很大，公司整体盈利能力有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 129.24 亿元，较上年下降 30.12%，主要系供应链管理（材料）业务收入减少所致；营业成本 118.92 亿元，较上年下降 30.22%，与营业收入同步减少。公司实现营业利润 2.87 亿元，较上年下降 55.00%，主要系一方面供应链管理（材料）业务受宏观经济下行压力加大和大宗纺织品原材料价格的下降的影响，利润规模下降，另一方面受市场需求疲软的影响，公司其他时尚电子产品业务收入和利润均有所减少所致。公司实现净利润 2.19 亿元，较上年下降 53.33%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 6.16 亿元，较上年下降 15.29%，主要系销售费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 40.95%、25.99%、6.41%和 26.65%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 2.52 亿元，较上年下降 22.31%，主要系公司加强内部管理，控制相关费用，使得广告宣传费、职工薪酬、运输费、租赁费、会务费等均有所减少所致；管理费用为 1.60 亿元，较上年下降 14.82%，主要系股份支付减少所致；研发费用为 0.39 亿元，较上年增长 16.66%，主要系研发人员职工薪酬增加所致；财务费用为 1.64 亿元，较上年下降 9.16%，主要系汇兑收益减少所致。2019 年，公司费用收入比为 4.76%，较上年上升 0.83 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2019 年，公司资产减值损失 1.12 亿元，较上年下降 37.92%；信用减值损失 0.84 亿元。资产减值损失和信用减值损失占营业利润的比重分别为 38.98%和 29.33%，对营业利润侵蚀显著。

从整体盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 7.99%，较上年上升 0.20 个百分点，变化不大；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.81%、4.18%和 3.85%，较上年分别下降 3.03 个百分点、3.50 个百分点和 4.25 个百分点。公司盈利能力有待提高。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 13.49 亿元，较上年同期下降 57.83%，主要系一方面受新冠疫情影响，公司供应链管理业务上下游复工复产延缓、物流受阻，另一方面品牌服饰业务复工复产延缓、客流减少所致；公司实现净利润-0.74 亿元，较上年同期下降 165.06%。

5. 现金流

2019 年，公司供应链管理（材料）业务规模缩小，经营性净现金由净流出转为净流入；投资活动由净流入转为净流出，仍存在一定融资需求。

经营活动方面，2019 年，受公司供应链管理（材料）业务规模缩小的影响，公司经营活动现金流入 152.64 亿元，较上年下降 18.09%；经营活动现金流出 151.45 亿元，较上年下降 21.17%。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入 1.00 亿元，由上年净流出转为净流入。2019 年，公司现金收入比为 117.42%，较上年上升 17.41 个百分点，收入实现质量较好。

投资活动方面，从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 8.91 亿元，较上年下降 92.72%，主要系理财产品投资到期收回的现金较上年减少，以及处置子公司收到的现金减少所致；投资活动现金流出 9.89 亿元，较上年下降 90.88%，主要系购买理财产品投资的现金较上年减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 0.98 亿元，由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 26.07 亿元，较上年增长 25.43%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 28.41 亿元，较上年增长 4.23%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 2.35 亿元，净流出规模较上年下降 63.77%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金减少所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.11 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.94 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 12.29 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力表现一般，但考虑到未使用银行授信额度较大，过往债务履约情况较好，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.83 倍和 1.20 倍分别上升至 1.92 倍和上升至 1.22 倍，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.27 倍上升至 0.38 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.65 亿元，较上年下降 34.88%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 11.10%）、摊销（占 9.48%）、计入财务费用的利息支出（占 28.11%）和利润总额（占 51.31%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.81 倍下降至 3.56 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.22 倍下降至 0.12 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91441900782974319E），截至 2020 年 5 月 22 日，公司无已结清及未结清信贷的不良信贷记录。

截至 2020 年 3 月末，公司及各子公司共获得银行授信 62.85 亿元，未使用余额 16.86 亿元，间接融资渠道较为畅通；公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产总额有所增长，资产结构较为均衡；负债大幅增加，以非流动负债为主，债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整；权益稳定性较强。2019 年，公司本部营业收入贡献较小，利润主要来自经营所得；经营活动现金流呈净流出状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 83.24 亿元，较年初增长 14.76%，主要系应收账款、预付账款和长期股权投资增加所致。其中，流动资产 44.22 亿元（占比 53.12%），非流动资产 39.03 亿元（占比 46.88%）。从构成看，流动资产主要由应收票据及应收账款（占 30.40%）、预付款项（占 17.39%）、其他应收款（占 7.41%）和存货（占 37.71%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 71.10%）、固定资产（占 22.08%）。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 2.04 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 38.34 亿元，较年初增长 34.66%。其中，流动负债 28.95 亿元（占比 75.51%），非流动负债 9.39 亿元（占比 24.49%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 40.39%）、应付票据及应付账款（占 27.24%）、其他应付款（占 13.62%）、预收款项（占 9.77%）、一年内到期的非流动负债（占 8.61%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 85.21%）、应付债券（占 10.61%）构成。公司本部全部债务 27.88 亿元，其中短期债务占 67.73%，长期债务占 32.27%，以短期债务为主。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 46.06%、38.30%和 16.69%，债务负担处于合理水平。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 44.90 亿元，较年初增长 1.91%，变化不大。其中，股本为 30.93 亿元（占 68.87%）、资本公积合计为 9.35 亿元（占 20.82%）、未分配利润合计为 4.49 亿

元（占 9.99%）、盈余公积合计为 1.72 亿元（占 3.84%）。

2019 年，公司本部营业总收入为 37.73 亿元，净利润为 1.25 亿元。

2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-6.41 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.79 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 6.23 亿元。

七、可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 20.01 亿元，为“搜特转债”待偿本金（8.00 亿元）的 2.50 倍，公司现金类资产对“搜特转债”待偿本金的覆盖程度高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 58.27 亿元，为“搜特转债”待偿本金（8.00 亿元）的 7.28 倍，公司净资产对“搜特转债”待偿本金按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.65 亿元，为“搜特转债”待偿本金（8.00 亿元）的 0.71 倍，公司 EBITDA 对“搜特转债”待偿本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 152.91 亿元，为“搜特转债”待偿本金（8.00 亿元）的 19.11 倍，公司经营活动产生的现金流入对“搜特转债”待偿本金的覆盖程度高。

综上分析，公司对“搜特转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司供应链管理业务规模有所收缩，业务体系处于调整阶段，公司收入和净利润规模均大幅下降；品牌服饰业务经营情况比较稳定。2019年5月，公司引入广州高新区作为战略投资者持股10.00%，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，联合评级也关注到公司所处服装行业景气度低迷、联营模式下服装业务库存增长较快且存在减值风险、供应链业务垫款经营压力大、运营效率下降、债务规模增长较快且短期偿债压力较大等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

公司设立医疗用品子公司、拓展医用口罩和防护服产能，短期内受新冠疫情尚未结束的影响需求旺盛，有望为公司成功推动公司业绩，未来有望形成纺织服装和医疗用品双主业。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”，同时维持“搜特转债”的信用等级为AA。

附件 1　搜于特集团股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	103.31	101.66	113.16	125.56
所有者权益（亿元）	59.71	55.95	57.66	58.27
短期债务（亿元）	22.29	36.80	35.17	38.29
长期债务（亿元）	3.42	2.54	10.17	16.55
全部债务（亿元）	25.71	39.34	45.34	54.84
营业收入（亿元）	183.30	184.94	129.24	13.44
净利润（亿元）	7.71	4.69	2.19	-0.74
EBITDA（亿元）	12.08	8.68	5.65	--
经营性净现金流（亿元）	-8.82	-5.91	1.00	-3.11
应收账款周转次数（次）	11.96	9.64	5.29	--
存货周转次数（次）	10.07	6.94	3.77	--
总资产周转次数（次）	2.09	1.81	1.21	0.11
现金收入比率（%）	106.82	100.02	117.42	148.85
总资本收益率（%）	11.43	6.84	3.81	--
总资产报酬率（%）	12.85	7.68	4.18	--
净资产收益率（%）	13.77	8.10	3.85	-5.10
营业利润率（%）	9.34	7.79	7.99	4.07
费用收入比（%）	3.50	3.92	4.76	9.78
资产负债率（%）	42.21	44.97	49.05	53.59
全部债务资本化比率（%）	30.10	41.29	44.02	48.48
长期债务资本化比率（%）	5.41	4.34	14.99	22.12
EBITDA 利息倍数（倍）	15.66	5.81	3.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.47	0.22	0.12	--
流动比率（倍）	2.16	1.83	1.92	1.95
速动比率（倍）	1.68	1.20	1.22	1.29
现金短期债务比（倍）	0.74	0.27	0.38	0.52
经营现金流动负债比率（%）	-21.95	-13.70	2.20	-6.14
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.51	1.09	0.71	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 其他流动负债、长期应付款中的应付融资租赁款已调整计入长短期债务及相关指标计算；4. 2020 年一度报财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 公司对 2018 年底财务数据按照新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整对年初财务数据进行调整，上表 2018 年数据为调整后的 2019 年期初数/上年数

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业总收入-营业总成本-税金及附加）/营业总收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业总收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级