信用评级公告

联合〔2021〕4495 号

联合资信评估股份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，确定将搜于特集团股份有限公司主体长期信用等级由 AA 下调为 A，“搜特转债”的信用等级由 AA 下调为 A，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

搜于特集团股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
搜于特集团股份有限公司	A	负面	AA	稳定
搜特转债	A	负面	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
搜特转债	8 亿元	7.99 亿元	2026/3/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	A
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

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，受新冠肺炎疫情、国际贸易环境复杂多变、行业景气度下行等因素影响，公司供应链管理业务规模大幅收缩，回款周期延长，品牌服装销量持续下滑，公司营业总收入同比大幅下降，经营性净现金流呈现大额净流出；公司对库存商品进行促销、计提存货跌价准备、对加盟客户进行债务重组等原因综合导致公司2020年度业绩亏损。公司流动性压力剧增，公司本部及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”）出现债务逾期，部分银行账户被冻结。此外，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司品牌服装业绩增长乏力，联营模式下服装类存货存在跌价风险、供应链管理业务信用风险管控难度及流动性管理压力加剧、短期资金周转压力大、公司实际控制人持有的公司股份质押比例很高且已发生被动减持等因素对公司经营发展带来的不利影响。

未来，公司将根据经营管理实际情况，继续开展降价促销活动，回笼资金，减少库存压力；继续探索新零售营销、时尚模式和“潮流前线”品牌商标线上线下授权经营模式；加强供应链管理业务内控管理，并大力推进募投项目建设工作。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 下调为 A，“搜特转债”的信用等级由 AA 下调为 A，评级展望调整为负面。

优势

1. **公司品牌服装门店数量保持在较大规模，销售网络较完善。**公司“潮流前线”品牌已在全国建立较

分析师：孔祥一　李　明
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

为完善的销售网络，截至2021年3月底，公司拥有1327家连锁品牌服装门店。

关注

1. **公司品牌服装业务受到新冠肺炎疫情的较大冲击，联营模式下服装类存货存在跌价风险，未来业绩增长乏力。**跟踪期内，服装行业景气度低迷叠加新冠肺炎疫情，公司服装业务拓展乏力，收入大幅下滑，库存高企。2020年度，公司对库存进行大力度促销，并计提存货跌价准备5.14亿元，加之下游加盟客户经营承压，部分客户通过以货抵债的方式偿还对公司到期债务，产生债务重组损失1.44亿元，综合导致该板块经营亏损。公司品牌服装业务未来仍面临较大资产减值风险。

2. **跟踪期内，公司供应链管理业务面临的信用风险和流动性管理压力进一步加剧。**公司供应链业务下游客户以中小服装生产企业为主，其经营及财务状况易受外部经济波动影响。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，该业务经营规模大幅收缩，下游客户经营承压，回款周期有所延长。公司面临的信用风险和流动性管理压力进一步加剧。

3. **公司经营获现能力弱，短期债务占比高，公司本部及部分子公司债务逾期、部分资产被冻结，再融资渠道受限，偿债压力很大。**跟踪期内，公司债务中短期债务占比高，公司经营获现能力弱；截至2021年4月28日，公司及子公司供应链管理公司逾期债务合计36907.12万元，占公司2020年经审计的归母净资产的9.78%；银行账户被冻结的资金余额合计7511136.17元，占公司2020年经审计的净资产的0.20%。受债务逾期影响，公司剩余授信额度不可使用。

4. **公司实际控制人持有的公司股份质押比例很高，已发生被动减持。**截至2021年6月2日，马鸿先生持有公司股份中，累计质押股份数占马鸿先生所持公司股份的88.00%；马鸿先生之一致行动人广东兴原投资有限公司（以下简称“兴原投资”）持有公司股份中，累计质押股份占兴原投资所持公司股份的25.19%。2021年以来，马鸿先生及兴原投资所持公司股份被强制平仓导致被动减持合计74678351股。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.76	13.49	16.24	11.73
资产总额(亿元)	101.66	113.16	105.47	105.07
所有者权益(亿元)	55.95	57.66	40.53	37.60
短期债务(亿元)	36.80	35.17	46.85	43.95
长期债务(亿元)	2.54	10.17	6.76	7.76
全部债务(亿元)	39.34	45.34	53.61	51.71
营业总收入(亿元)	185.19	129.48	86.27	13.09
利润总额(亿元)	6.37	2.90	-19.11	-2.87
EBITDA(亿元)	8.68	5.65	-15.86	--
经营性净现金流(亿元)	-5.91	1.00	-16.26	-2.80
营业利润率(%)	7.79	7.99	-4.70	-6.65
净资产收益率(%)	8.38	3.79	-44.79	--
资产负债率(%)	45.07	49.05	61.57	64.22
全部债务资本化比率(%)	41.29	44.02	56.95	57.90
流动比率(%)	183.17	192.23	131.69	126.47
经营现金流动负债比(%)	-13.70	2.20	-28.02	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.38	0.35	0.27
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.56	-3.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	8.02	-8.11	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	72.53	83.24	84.49	86.64
所有者权益(亿元)	44.06	44.90	35.66	34.12
全部债务(亿元)	21.19	27.88	39.67	38.76
营业收入(亿元)	22.84	37.73	29.34	6.04
利润总额(亿元)	0.40	1.58	-11.44	-1.58
资产负债率(%)	39.25	46.06	57.79	60.61
全部债务资本化比率(%)	32.47	38.30	52.66	53.18
流动比率(%)	136.52	152.73	86.23	83.73
经营现金流动负债比(%)	6.48	-22.14	4.92	--

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.现金类资产未剔除受限货币资金；3.合并口径长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
搜特转债	AA	AA	稳定	2020/6/17	蒲雅修　罗　峤	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文
搜特转债	AA	AA	稳定	2019/5/7	蒲雅修　罗　峤	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：张冬一　李明

联合资信评估股份有限公司

搜于特集团股份有限公司
公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”）及其相关债券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年底，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，股票代码：002503.SZ，股票简称：搜于特。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“搜特转债”），“搜特转债”自2020年9月18日起进入转股期，截至2021年3月底，已转股160020股。截至2021年6月2日，公司注册资本30.93亿元，马鸿先生持有公司572168465股股份，其一致行动人广东兴原投资有限公司（以下简称“兴原投资”，马鸿先生与妻子黄晓旋分别持有兴原投资90.00%和10.00%的股权）持有公司91288739股股份，合计持有公司663457204股股份，占公司总股本的比例为21.45%；马鸿先生为公司控股股东、实际控制人（详见重大事项）。

截至2020年底，公司合并范围内子公司35家；拥有在职员工1493人。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为105.47亿元，所有者权益合计为40.53亿元（含少数股东权益2.78亿元）。2020年，公司实现营业总收入86.27亿元，利润总额-19.11亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为105.07亿元，所有者权益合计为37.60亿元（含少数股东权益2.74亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入13.09亿元，利润总额-2.87亿元。

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：林朝强。

三、存续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“搜特转债”募集资金为8亿元，“搜特转债”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，“搜特转债”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。“搜特转债”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2021年3月底，“搜特转债”剩余可转债张数为7995357张，剩余金额799535700元。

2021年3月12日，公司按时足额付清“搜特转债”本年度利息。

“搜特转债”募集资金用于时尚产业供应链总部（一期）项目。截至2021年3月底，公司对募投项目累计投入1.77亿元。2020年11月16日，公司第五届董事会第二十五次会议和第五届监事会第十四次会议分别审议通过了《关于

使用公开发行可转换公司债券部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意使用“时尚产业供应链总部（一期）项目”闲置募集资金20000.00万元人民币及其利息收入暂时用于补充流动资金，使用期限至董事会批准日期不超过12个月。截至2020年12月31日公司实际用募集资金20000.00万元暂时补充流动资金。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实

施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

2020年，面对严峻复杂的国内外环境，特别是在新冠肺炎疫情冲击导致生产经营压力骤然加大和不确定因素增多的情况下，中国服装行业整体承压。但随着国内疫情率先得到有效控制、稳步推进复工复产复市，中国服装行业全年表现较年初复苏态势明显。但长期来看，东南亚新兴国家在原材料价格和生产用地价格成本优势显著的背景下，中国服装行业稳定发展依然面临巨大的压力。

内销方面，疫情期间，作为可选消费品的服装类商品消费意愿不强，在消费需求整体下滑过程中服装消费下降更加明显。随着全国复商复市进程稳步加快，居民消费信心恢复，市场活力持续回升，服装内销市场降幅持续收窄，稳定复苏态势明显。根据国家统计局数据，2020年1－12月，中国社会消费品零售总额391980.6亿元，同比下降3.9%，降幅比一季度收窄15.1个百分点。其中，限额以上单位服装类商品零售额累计8823.9亿元，同比下降8.1%，降幅比一季度收窄26.2个百分点。在线上消费常态化以及“618购物节”“双十一”等活动的促进下，穿类商品网上零售额累计增速率先转正并快速回升。根据国家统计局数据，2020年1－12月，穿类商品网上零售额同比增长5.8%，增速比一季度加快20.9个百分点。实体销售明显改善，根据中华全国商业信息中心的统计，2020年1－12月，全国重点大型零售企业服装类商品零售额同比下降20.71%，降幅比一季度收窄27.14个百分点，其中自10月开始单月服装零售额连续三个月恢复正增长。

出口方面，2020年以来，疫情造成国际市场服装消费需求锐减，导致中国服装行业出口持续负增长。而受益于国内疫情率先得到有效控制，中国服装行业凭借完备的产业链、供应链体系，快速恢复生产供给，在海外经济重启、市场需求回升以及部分订单回流的情况下，服装出口降势逐步缓解，并于8月开始连续5个月呈现正增长。根据中国海关数据，2020年1－12月，中国累计完成服装及衣着附件出口1373.82亿美元，同比下降6.4%，降幅比一季度收窄14.2个百分点。2020年，印度、斯里兰卡等国家疫

情爆发，订单无法保证货期，而中国具有轻工业全产业链优势，引海外订单回流；国内棉纺企业于8月出现回暖，9月以来，排单量有加速趋势。长期来看，发达国家纺织业加速回流、供给能力持续提升，东南亚新兴国家加速纺织产业布局，且在原材料价格和生产用地价格等方面比较成本优势显著，对中国纺织行业保持稳定竞争力提出了更高要求。

从效益状况上看，在国内疫情防控取得成效、国际市场需求重启以及各项扶持政策实施落地等因素作用下，国内服装产业循环逐步畅通，企业经营状况好转，行业主要效益指标降幅持续收窄。据国家统计局数据，2020年1－12月，全国13300家规模以上服装企业累计实现营业收入13697.26亿元，同比下降11.34%，降幅比一季度收窄12.12个百分点；利润总额640.44亿元，同比下降21.30%，降幅比一季度收窄22.20个百分点；营业收入利润率为4.68%，比2019年同期下降0.59个百分点，但比一季度回升1.53个百分点。尽管企业盈利形势明显改善，但是在市场需求不足、产销依然下滑的情况下，行业运行仍然面临着较大压力。2020年，全国规模以上服装企业亏损面高达23.16%，比2019年同期扩大9.82个百分点，亏损企业亏损额同比增长62.41%；管理、销售、财务三项费用比例为9.24%，比2019年同期提高0.16个百分点；企业总资产周转率、产成品周转率分别为1.21次/年和12.69次/年，分别比2019年同期放缓10.69%和10.91%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月2日，公司注册资本30.93亿元，马鸿先生持有公司572168465股股份，其一致行动人兴原投资持有公司91288739股股份，合计持有公司663457204股股份，占公司总股本的比例为21.45%；马鸿先生为公司控股股东、实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司继续保持品牌服饰与供应链管理两大核心业务，并在疫情背景下，将业务拓展至医疗用品行业。

公司品牌服饰业务围绕“潮流前线”品牌，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。截至2021年3月底，公司拥有1327家连锁品牌服装门店。供应链管理方面，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。此外，医疗用品行业方面，公司2020年成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”），主要从事一次性使用医用口罩等防护用品的生产与销售。

3. 企业信用记录

根据公司提供的公司本部及子公司企业信用报告，公司本部及子公司已发生债务逾期。

根据公司提供企业信用报告（工商注册号：91441900782974319E），截至2021年5月20日，公司本部已结清信贷信息中，包含1笔垫款（金额140万元）、12笔关注类贴现账户；公司本部未结清信贷信息中，包含24笔关注类借款（余额合计10.68亿元）、5笔关注类银行承兑汇票（余额合计0.97亿元），作为保证人/反担保人的债务中，关注类余额合计3.03亿元。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91441900351980979P），截至2021年5月20日，供应链管理公司已结清信贷信息中无不良或关注类记录；供应链管理公司未结清信贷信息中，包含13笔关注类借款（余额合计2.19亿元）、3笔关注类银行承兑汇票（余额合计0.83亿元），作为保证人/反担保人的债务中，

关注类余额合计 3.15 亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大调整，但高管变动较为频繁。

公司董事会于 2021 年 4 月 20 日收到公司副总经理轲怀军先生的辞职报告。轲怀军先生因个人原因辞去公司副总经理职务，辞职后，轲怀军先生将不再担任公司任何职务。

2021 年 4 月 28 日，公司召开第五届董事会第二十八次会议审议通过《关于聘任公司副总经理的议案》，因公司工作岗位调整，伍骏先生从即日起不再担任公司总经理职务，聘任伍骏先生为公司副总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会届满之日止；同日，公司董事会审议通过《关于聘任公司总经理的议案》，因公司工作岗位调整，林朝强先生从即日起不再担任公司副总经理职务，聘任林朝强先生为公司总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会届满之日止。

林朝强，男，1963 年生，本科学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任福建七匹狼（集团）与狼共舞服饰公司副总经理、广东恒威集团公司总裁助理、服装分公司副总经理、人力资源总监、广州飘的服饰公司品牌总经理、广州潮伍服饰公司品牌总经理，2006 年 11 月至 2021 年 4 月历任公司营销总监、副总经理，2018 年 6 月起兼任公司办公室主任，2019 年 10 月至今任公司董事。

伍骏，男，1978 年出生，中专学历，中国国籍，无境外永久居留权。2006 年 11 月至今任公司董事，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，2012 年 1 月至 2021 年 4 月历任公司副总经理、总经理，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。

八、重大事项

1. 公司本部及子公司债务逾期

截至 2021 年 4 月 28 日，公司本部及子公司逾期债务合计 36907.12 万元，导致部分银行账户及资产被冻结以及实际控制人作为担保人资产及银行账户被冻结。

2021 年 4 月 29 日，公司发布《关于公司部分债务逾期及部分资产被冻结的公告》（以下简称“公告”），称受疫情影响，公司业务收入下滑，库存积压大，资金回笼慢，造成公司资金状况紧张，公司及部分子公司存在部分债务逾期情况，导致部分银行账户及资产被冻结以及实际控制人作为担保人资产及银行账户被冻结的情况。截至 2021 年 4 月 28 日，公司及子公司供应链管理公司和东莞市搜于特品牌管理有限公司（以下简称“品牌管理公司”）逾期债务合计 36907.12 万元（不包含因逾期产生的违约金、滞纳金和罚息等），占公司 2020 年经审计的归母净资产的 9.78%。

根据公司初步核查，公司银行账户被冻结，主要系公司与中信银行股份有限公司东莞分行的金融借款纠纷，在公司借款未逾期的情况下要求公司提前偿还借款约 1.6 亿元，其向广州仲裁委员会申请了仲裁，并向法院申请财产保全，冻结了公司部分银行账户、全资子公司广东美易达供应链管理有限公司 6175 万元股权、担保人（控股股东、实际控制人马鸿先生）持有的公司股份 51848936 股及部分银行账户。因公司在中国工商银行股份有限公司东莞道滘支行的借款逾期，其向法院申请诉前财产保全，冻结了公司部分银行账户及公司持有的广州市汇美时尚集团股份有限公司 3003 万元股权。

截至 2021 年 4 月 28 日，上述银行账户被冻结的资金余额合计 7511136.17 元，占公司 2020 年经审计的归母净资产的 0.20%，占公司

合并报表范围内最近一年（截至 2020 年 12 月 31 日）经审计的货币资金余额的 0.66%。

公告称，目前公司正在与相关债权银行协商沟通，包括但不限于展期、部分偿还等方式；同时通过出售资产、加快回收应收款等方式全力筹措偿债资金。

联合资信将持续关注公司债务偿还进展及上述事项对公司生产经营、再融资等方面产生的影响。

2. 实控人股权转让

公司实际控制人持有的公司股份质押比例很高且已发生被动减持。

公司控股股东、实际控制人马鸿先生于2021年5月12日与华泰证券（上海）资产管理有限公司、王浩先生签订了股份转让协议，马鸿先生通过协议转让的方式向王浩先生转让其持有的公司无限售流通股75000000股（占公司总股本的2.43%）。马鸿先生将以股份转让价款偿还股权质押借款。

2021年6月1日，上述股份协议转让事宜已办理完成过户登记手续。本次股份过户登记完成后，马鸿先生持有公司572168465股股份，其一致行动人兴原投资持有公司91288739股股份，合计持有公司663457204股股份，占公司总股本的比例为21.45%。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。

截至2021年6月2日，马鸿先生持有公司股份中，累计质押股份503520949股，累计质押股份数占公司股份总数的16.28%，占马鸿先生所持公司股份的88.00%；被冻结的股份总数为51848936股，被冻结的股份占公司股份总数的1.68%，占马鸿先生所持公司股份的9.06%。马鸿先生之一致行动人兴原投资持有公司股份中，累计质押股份23000000股，占公司股份总数的0.74%，占兴原投资所持公司股份的25.19%。2021年以来，马鸿先生及兴原投资所持公司股份被强制平仓导致被动减持合计74678351股。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，新冠肺炎疫情给纺织服装行业带来巨大冲击，叠加国际贸易环境的不确定性，共同导致市场需求不足，公司产销下滑、库存高企，主营业务收入较上年下滑明显，综合毛利率为负数，面临很大运营压力。

2020 年，受新冠肺炎疫情的影响，公司供应链管理业务上游供应商及下游客户复工复产延缓，同时品牌服饰业务终端店铺开业时间延迟、客流减少等原因，公司实现主营业务收入 85.73 亿元，同比下降 33.21%。分业务板块来看，2020 年，公司供应链管理业务收入 73.87 亿元，较上年大幅下降 30.29%，占主营业务收入的比重为 86.16%，较上年提高 3.60 个百分点；公司服装业务收入为 6.29 亿元，较上年大幅下降 56.27%，占主营业务收入的比重为 7.34%，较上年减少 3.88 个百分点。其他产品收入 4.03 亿元，较上年下降 49.58%，占主营业务收入的比重为 4.71%。2020 年，公司新增医疗用品收入 1.54 亿元。

表 2　2019－2020 年和 2021 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
材料	105.98	82.56	4.00	73.87	86.16	-1.10	11.10	84.91	2.07
服装	14.40	11.22	35.49	6.29	7.34	-54.56	1.22	9.31	-87.74
医疗用品	--	--	--	1.54	1.79	52.92	0.08	0.58	-44.60
其他产品（电子产品）	7.99	6.23	2.86	4.03	4.71	-21.63	0.68	5.20	0.89
合计	**128.37**	**100.00**	**7.46**	**85.73**	**100.00**	**-5.02**	**13.08**	**100.00**	**-6.62**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020 年，公司供应链管理和服装业务受新冠肺炎疫情影响很大，此外公司对品牌服饰业务库存进行大力度降价促销，综合导致上述两个板块毛利率下降至-1.10%和-54.56%。其他电子产品毛利率为-21.63%；新增的医疗用品业务毛利率为 52.92%。综合因素影响下，2020 年，公司主营业务毛利率为-5.02%。

2021 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 13.08 亿元，与上年同期基本持平；综合毛利率进一步下降至-6.62%。

2. 业务运营

（1）供应链管理业务

新冠肺炎疫情导致公司供应链管理业务上游供应商及下游客户复工复产延缓，同时国际贸易环境存在不稳定性，服装纺织行业景气度低迷，2020 年，公司供应链管理业务采销量较上年大幅下降，收入规模随之下滑。此外，供应链业务对公司资金占用较大，跟踪期内，公司面临的信用风险和流动性压力加剧。

公司供应链管理业务以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。2020 年，供应链管理公司实现营业收入 70.35 亿元，同比下降 35.35%；利润总额为-3.36 亿元（2019 年为 1.26 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。

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。

2020 年，供应链管理业务的主要产品为棉纱、布料和其他辅料。受疫情、国际贸易环境等多重因素影响，服装行业景气度低迷，供应链管理业务采购量（生产量）和销售量较上年均有所下降，分别为 96023.04 万米（或吨）和 98551.18 万米（或吨），较上年分别下降 90.81%和 90.69%；截至 2020 年底，公司库存量为 6512.41 万米（或吨），较上年底下降 27.96%。

表 3　2018－2020 年供应链管理业务采购、销售及库存情况（单位：万米或吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
采购量	1237400.18	1044975.59	96023.04
销售量	1182765.72	1059026.36	98551.18
库存量	10445.64	9040.55	6512.41

资料来源：联合资信根据公司年报整理

采购集中度方面，2020 年，供应链管理业务板块公司向前五大供应商采购额共计 24.43 亿元，占该板块总采购额的 37%，采购集中度一般。

表 4　2020 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	79947.58	12
供应商 B	64921.46	10
供应商 C	43056.23	7
供应商 D	35400.28	5
供应商 E	20950.69	3
合计	**244276.24**	**37**

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。新冠肺炎疫情对服装纺织行业形成巨大冲击，叠加宏观经济及外贸环境景气度下降等因素影响，中小服装企业面临很大的经营压力。截至 2020 年底，供应链管理公司应收账款余额为 15.62 亿元，较上年底增长 18.98%；公司在供应链管理业务中投入的运营资金规模较大，但

资产周转效率明显下滑，疫情影响下，公司所面临的信用风险管控难度和流动性管理压力进一步加大。

供应链管理业务的销售结算主要采取款到发货的形式，尤其对于供应紧缺、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，2020 年，受疫情影响，实际回款周期延长至 3～6 个月。

销售集中度方面，2020 年，供应链管理业务公司向前五大客户销售金额共计 19.32 亿元，占该板块总销售收入的 26%，集中度一般。

表 5　2020 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	72263.77	9
客户 B	36116.44	5
客户 C	31544.29	4
客户 D	28516.57	4
客户 E	24774.95	4
合计	**193216.03**	**26**

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。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，公司品牌服饰业务门店数量锐减，客流减少，销量持续下滑，此外，公司联营模式也带来了一定存货压力。2020 年第四季度，公司对库存进行大力度促销导致该板块经营亏损；公司 2020 年度计提存货跌价准备 5.14 亿元，未来仍面临较大资产减值风险。

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 2021 年 3 月底，公司专职设计人员共 42 人，占员工总数的 3.85%。2020 年，公司设计团队共推出新产品设计方案 10340 个，上市新款共 6208 个，转化率约为 60%。2020 年，服装板块研发费 2800.96 万元。

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[3]。2020 年，公司梭织布料采购量为 3914 万米，针织布料采购量为 2721 吨。采购均价方面，2020 年，梭织布和针织布采购均价分别为 10.16 元/米和 35.58 元/公斤，较上年分别提高 7.97%和 4.46%，主要系 2020 年棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格的上涨所致。

表 6　2018－2020 年公司主要原材料采购情况

主要原材料	采购量（万米、吨）			采购均价（元/米、元/公斤）		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
梭织布料	5122	1829	3914	9.96	9.41	10.16
针织布料	3257	3865	2721	34.97	34.06	35.58

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。受销售量下降影响，2020 年，公司共生产服装 1629.96 万件，较上年下降 44.25%。

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

[3]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。

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 12 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 12 个月。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，实际回款周期有所延长。

跟踪期内，公司门店数量锐减，截至 2020 年底，公司直营店、加盟店和联营店分别为 98 家、807 家和 563 家，其中加盟店和联营店分别较上年减少 563 家和 127 家；截至 2021 年 3 月底，公司直营店、加盟店和联营店的门店数量进一步减少至 82 家、757 家和 488 家。

表 7　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

从销量来看，2020 年公司服装销量为 2262.14 万件，较上年下降 6.81%；库存量为 3054.70 万件，较上年下降 17.15%。为清理库存、缓解公司资金压力，公司 2020 年 11 月、12 月对库存存货进行降价促销，尤其是对品牌服饰业务库存进行大力度降价促销，降价促销导致亏损 7.5 亿元。此外，为了进一步缓解公司库存压力，减少资金占用，快速回笼资金，经公司第五届董事会第二十七次会议审议批准对公司库存存货继续进行促销，根据年末对存货进行全面盘点情况以及存货状态，重点对长库龄的存货进行检查，并对其进行分析，2020 年度计提存货跌价准备 5.14 亿元。

受新冠疫情的影响，公司下游加盟客户也由于终端店铺开业时间延迟、人流量减少，消费低迷造成销售下降，资金困难，进而对公司销售回款造成很大影响，公司同意部分客户进行债务重组，即以货抵债的方式偿还到期债务，产生债务重组损失 1.44 亿元。

表 8　2018－2020 年公司服装业务销售和库存情况

（单位：万件）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售量	2657.81	2427.35	2262.14
库存量	3190.48	3686.88	3054.70

资料来源：公司年报

（3）其他业务

2020 年，时尚电子产品销售受市场需求疲软和疫情的影响，其收入及盈利水平大幅下滑；商业保理业务逾期比例高。

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。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。2020 年，时尚电子产品销售业务实现营业收入 4.03 亿元，较上年下降明显；受疫情及系国内电子产品行业景气度低迷，市场需求疲软影响，毛利率为-21.63%。

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。2020 年，保理业务实现利息收入 1476.67 万元，净利润-229.81 万元。截至 2021 年 3 月底，公司保理业务在保规模 2.23 亿元，由于主要服务对象来自纺织和制造行业，受疫情影响较大，企业订单大幅度缩减，

现金流紧张，产生逾期 1.70 亿元，期后已回款 0.81 亿元。

（4）医疗用品

2020 年，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，对业绩形成一定补充，但随着国家对疫情的严密控制以及疫苗接种的全面铺开，该板块经营稳定性存在不确定性。

公司医疗用品业务由医疗用品公司经营，主要从事一次性使用医用口罩等防护用品的生产与销售。公司销售主要以国内订单为主，包括但不限于以具备医疗器械资质的公司的订单及现货采购、政府卫生部门的采购及部分零售模式等。公司主要客户有杭州安升医疗科技有限公司、振德医疗用品股份有限公司，广东省东莞国药集团有限公司、东莞市供销集团有限公司等。

2020 年，公司口罩实现销量 26371.34 万个，销售收入 15375.46 万元。随着国家对疫情的严密控制以及疫苗接种的全面铺开，2021 年一季度，公司医疗用品销量和销售收入有所下降。此外，公司投资的各种口罩生产线及熔喷布生产线等设备价格大幅下降，2020 年度，公司重新对口罩生产线及熔喷布生产线等设备进行减值测试，计提固定资产减值准备 4044.18 万元。

表 9　公司医疗用品产销情况

产品名称	2020 年				2021 年一季度			
	产能（万个）	产量（万个）	销量（万个、吨）	销售收入（万元）	产能（万个）	产量（万个）	销量（万个、吨）	销售收入（万元）
口罩	75000.00	32541.71	26371.34	15375.46	3000.00	1518.63	2991.56	762.65
原材料	--	--	429.12	8156.65	--	--	345.00	3602.66

注：原材料销售收入计入供应链管理板块

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2020 年，公司经营效率进一步弱化。

2020 年，公司销售债权周转次数由上年的 5.71 次降至 3.09 次，存货周转次数由上年的 4.01 次降至 3.43 次；总资产周转次数由上年的 1.21 次降至 0.79 次。从同行业对比情况来看，2020 年公司各项经营效率指标均低于行业样本平均值。

表 10　2020 年同行业公司经营效率对比情况

企业名称	存货周转次数（次）	销售债权周转次数（次）	总资产周转次数（次）
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	9.83	5.36	1.62
浙江新大集团有限公司	2.29	6.01	0.83
平均值	**6.06**	**5.69**	**1.23**
公司	**3.43**	**3.09**	**0.79**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 未来发展

公司在建项目未来投资规模大，面临一定融资压力。

（1）发展规划

公司 2021 年发展规划如下：（1）根据公司经营管理实际情况，继续裁减富余员工，压缩开支，降低管理成本，完善内控；继续开展降价促销活动，回笼资金，减少库存压力。（2）聚焦品牌服饰运营，继续探索新零售营销和快时尚模式；同时，积极探索“潮流前线”品牌商标线上线下授权经营模式，在保证货品整体性的基础上，组织供应商为客户提供充分的、多元化的货品来源，保障产品货期和品质，大幅减轻公司库存压力和经营管理成本。通过商标授权经营为公司品牌服饰开辟新的发展渠道，努力实现品牌服饰发展新的突破。（3）加强供应链管理业务内控管理，采购端严控预付款，销售端严控应收款，保障供应链管理业务平稳发展。（4）在做好纺织服装业务的基础上，继续谋求转型，探索公司运营发展新路径，为公

司发展开辟新空间。（5）大力推进募投项目建设工作，力争在 2021 年底完成可转债募投项目时尚产业供应链总部（一期）项目主体工程，早日投入运营。

（2）在建工程

截至 2021 年 3 月底，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 11.00 亿元，尚需投资金额为 9.21 亿元。其中，仓储物流基地建设项目资金来源为非公开发行股票募集资金及自有资金；时尚产业供应链总部（一期）资金来源为可转债募集资金及自有资金。

表 11　截至 2021 年 3 月底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	30000.00	133.99	29866.01
时尚产业供应链总部（一期）	80000.00	17727.03	62272.97
合计	**110000.00**	**17861.03**	**92138.97**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年度财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带强调事项段无保留意见的审计结论。带强调事项段意见为与持续经营相关的重大不确定性：“我们提醒财务报表使用者关注，如财务报表附注二、（二）及财务报表附注十二、（一）所述，搜于特公司 2020 年度归属于母公司净利润为-177099.83 万元；因借款逾期，银行申请查封冻结搜于特公司及子公司的部分银行账户、搜于特公司持有的子公司及参股公司共计 9178 万元股权、实际控制人的部分银行账户及持有的 51848936.00 股搜于特公司股份。上述事项存在可能导致对搜于特持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。截至审计报告批准报出日，搜于特公司已拟定如财务报表附注二、(二)所述的改善措施，但其持续经营能力仍存在重大不确定性。”公司提供的 2021 年 1－3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020 年，公司合并范围新增子公司 2 家，减少子公司 1 家；2021 年 1－3 月，公司合并范围较 2020 年无变化。总体看，会计差错更正和合并范围变动对公司财务数据可比性的影响较小。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为105.47亿元，所有者权益合计为40.53亿元（含少数股东权益2.78亿元）。2020年，公司实现营业总收入86.27亿元，利润总额-19.11亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为105.07亿元，所有者权益合计为37.60亿元（含少数股东权益2.74亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入13.09亿元，利润总额-2.87亿元。

2. 资产质量

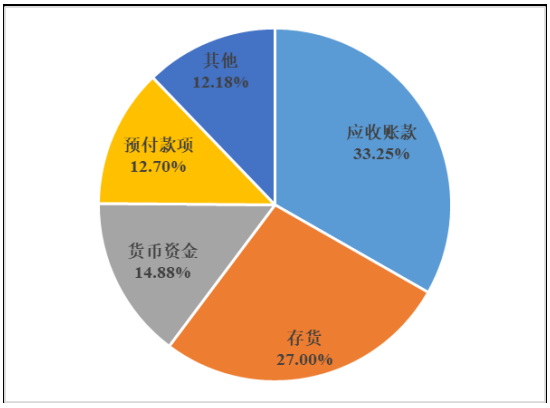
跟踪期内，公司大力降价促销去库存及计提存货跌价准备导致存货规模大幅下降，应收款项和预付款项仍对资金形成占用，货币资金余额有所下降且受限比例高；整体看，公司资产质量及流动性偏弱。

截至 2020 年底，公司资产总额为 105.47 亿元，较 2019 年底下降 6.80%，主要系存货减少所致。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 72.45%，非流动资产占 27.55%。公司资产构成仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 76.41 亿元，较上年底下降 12.25%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。

图 1　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 11.37 亿元，较上年底下降 12.99%。货币资金主要由银行存款（占 61.80%）和其他货币资金（占 38.18%）构成。货币资金中使用受限部分为 4.81 亿元，受限比例为 42.34%，主要为银行承兑汇票保证金，受限比例高。

截至 2020 年底，公司应收账款 25.40 亿元，较上年底变化不大。应收账款账龄以在 1 年以内的占 56.71%，账龄有所拉长；累计计提坏账 3.73 亿元，计提比例为 7.54%；应收账款前五大欠款方合计金额为 9.81 亿元，占比为 33.68%，集中度有所提高。

截至 2020 年底，公司预付款项 9.70 亿元，较上年底下降 19.06%，主要系供应链管理业务规模收缩所致。公司预付款项以 1 年以内为主（占 95.48%）。

截至 2020 年底，公司存货 20.63 亿元，较上年底下降 35.34%，主要是大力降价促销去库存及计提存货跌价准备所致。存货主要由原材料（占 26.68%）、库存商品（占 65.42%）和发出商品（占 5.74%）构成，累计计提跌价准备 6.99 亿元，计提比例为 5.75%。考虑到公司服装产品时效性较强，库存高企，公司存货仍存在较大跌价风险。

表 12　公司存货跌价准备情况（单位：亿元）

项目	2020 年初	2020 年末
账面余额	33.86	27.62
跌价准备	1.95	6.99
其中：库存商品	1.94	6.66
账面价值	31.91	20.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 29.05 亿元，较上年底增长 11.41%，主要来自长期股权投资、递延所得税资产和其他非流动资产的增加。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 41.53%）、固定资产（占 29.74%）、无形资产（占 6.98%）和递延所得税资产（占 10.54%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 12.06 亿元，较上年底增长 8.87%，主要系对联营企业广州高特供应链管理有限公司、湖北尔邦富纺织股份有限公司、监利县盛茂纺织有限公司和佛山市丰宝纺织有限公司追加投资所致。此外，公司当期计提减值准备 0.36 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产 8.64 亿元，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占 75.65%）和房屋建筑物装修（占 12.39%）构成，累计计提折旧 2.98 亿元，累计计提减值 0.40 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产 2.03 亿元，较上年底下降 15.06%，主要系土地使用权减少所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.76%）构成，累计摊销 0.21 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 10.60 亿元，占资产比例为 10.05%，受限比例较上年底有所上升。

表 13　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.81	商业汇票、信用证保证金等
投资性房地产	0.15	房屋建筑物抵押借款
固定资产	5.42	售后回租形式抵押借款及房屋建筑物抵押借款
无形资产	0.21	土地使用权抵押借款
合计	**10.60**	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为

105.07 亿元，与 2020 年底基本持平。其中，货币资金较 2020 年底下降 25.71%至 8.45 亿元；预付款项较上年底增长 15.76%至 11.23 亿元；存货较 2020 年底增长 6.08%至 21.89 亿元；其他科目无较大变化。

3. 负债及所有者权益

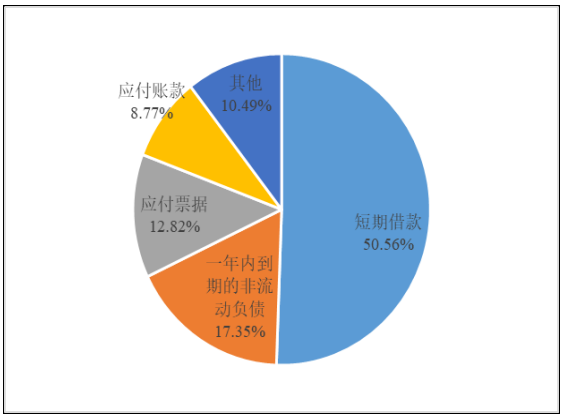
跟踪期内，公司服装及供应链管理业务受到疫情影响较大，经营回款较慢，但相关业务对营运资金需求持续存在，使得公司债务规模持续增长，且以短期债务为主，债务负担不断加重；受利润亏损影响，公司所有者权益明显减少。

（1）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 64.94 亿元，较上年底增长 17.01%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 89.35%，占比较上年底进一步提升。

截至 2020 年底，公司流动负债 58.03 亿元，较上年底增长 28.10%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

图 2　截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款 29.34 亿元，较上年底增长 127.03%。其中，新增抵押借款 8.26 亿元、票据贴现 11.70 亿元和质押借款 0.10 亿元，其余为保证借款和信用借款。

截至 2020 年底，公司应付票据为 7.44 亿元，较上年底下降 62.33%，主要系应付票据到期兑付所致。其中，商业承兑汇票占 15.79%，银行承兑汇票占 43.74%，信用证占 40.47%。

截至 2020 年底，公司应付账款 5.09 亿元，较上年底增长 17.55%，主要系采购款和加工费增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.07 亿元，较上年底增长 303.96%，主要系公司于 2021 年发生借款逾期行为，将剩余未偿还的长期借款重分类至一年内到期的非流动资产项目列示。

截至 2020 年底，公司非流动负债 6.91 亿元，较上年底下降 32.23%，主要由应付债券（占 97.73%）构成。

截至 2020 年底，公司应付债券 6.76 亿元，全部为新发行的“搜特转债”。“搜特转债”发行金额 8.00 亿元，截至 2020 年底，“搜特转债”剩余债券为 7998055 张，剩余可转债余额为 79980.55 万元。

截至 2020 年底，公司全部债务 53.61 亿元，较上年底增长 18.24%。其中，短期债务占 87.40%，长期债务占 12.60%，短期债务占比较上年底有所上升。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.57%和 56.95%，较上年底分别增加 12.53 个百分点和 12.93 个百分点；长期债务资本化比率为 14.29%，较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 67.48 亿元，较上年底增长 3.90%。其中，流动负债占 88.28%，非流动负债占 11.72%，负债结构较 2020 年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 51.71 亿元，较上年底下降 3.54%。其中，短期债务占 84.99%，长期债务占 15.01%，仍以短期债务为主。截至 2021 年 3 月底，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 64.22%、57.90%和 17.11%，较 2020 年底分别上升 2.64 个百分点、0.95 个百分点和 2.82 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 40.53 亿元，较上年底下降 29.71%，主要系未分配利润大幅减少；归属于母公司所有者权益为 37.74 亿元，其中，股本占 81.93%，资本公积占 21.69%。截至 2020 年底，由于当期大幅亏损，公司未分配利润较上年底减少 17.82 亿元至-2.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 37.60 亿元，较 2020 年底下降 7.23%，主要系公司继续亏损所致。

4. 盈利能力

2020 年，受新冠疫情的影响，公司供应链管理业务和品牌服饰业务均面临很大的经营压力，收入水平和盈利能力大幅下降，资产减值情况未见改善，导致利润大幅亏损；2021 年一季度，公司继续对库存商品进行降价促销，当期利润仍呈亏损状态。

2020 年，公司实现营业总收入 86.27 亿元，同比下降 33.37%；营业成本 90.20 亿元，同比下降 24.15%。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 5.72 亿元，同比下降 7.14%，主要系销售费用减少所致。其中，销售费用为 1.98 亿元，同比下降 21.60%；财务费用为 1.95 亿元，同比增长 18.90%，主要系借款利息支出增加所致。2020 年，公司期间费用率为 6.63%，较上年上升 1.87 个百分点。

2020 年，公司资产减值损失 5.91 亿元，主要为针对品牌服装计提的存货跌价损失；信用减值损失 2.18 亿元，主要为应收账款坏账损失。公司品牌服装存货规模大，2018－2020 年，公司分别计提存货跌价准备 1.72 亿元、1.95 亿元和 5.14 亿元。公司拟在 2021 年继续对库存存货进行促销，根据年末对存货进行全面盘点情况以及存货状态，重点对长库龄的存货进行了检查，并对其进行分析，计提存货跌价准备 5.14 亿元。

2020 年，公司实现投资收益-1.13 亿元。其中，以摊余成本计量的金融资产终止确认收益-1.44 亿元，系公司对部分客户采用以货抵债的方式解决客户回款问题产生。截至 2020 年底，公司因上述原因调减应收账款账面价值 2.07 亿元，收到抵债存货 0.63 亿元，确认债务重组损失 1.44 亿元。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率为-4.70%；总资本收益率和净资产收益率分别为-17.20%和-44.79%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 13.09 亿元，较上年同期下降 2.58%，主要系对库存商品进行降价促销所致；公司实现投资收益-0.36 亿元，主要系债务重组损失；信用减值损失 0.28 亿元，主要系坏账损失；当期利润总额为-2.87 亿元，亏损同比增加 1.97 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模大幅减少，收入实现质量大幅下滑，经营性现金流缺口明显扩大，营运资金周转及项目建设资本性支出使得公司对外部融资依赖很高。

经营活动方面，2020 年，受疫情影响，公司销售收入下降，回款减少，以及已贴现未终止确认的应收票据调整增加导致销售商品、提供劳务收到的现金减少，公司经营活动现金流入 85.47 亿元，较上年下降 44.11%；经营活动现金流出 101.73 亿元，较上年下降 33.04%。2020 年，公司经营活动现金净流量为-16.26 亿元，现金收入比为 97.88%，收入实现质量大幅下降。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入 4.78 亿元，较上年下降 46.39%，主要系理财产品投资到期收回的现金较上年减少；投资活动现金流出 8.83 亿元，较上年下降 10.71%，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，2020 年，公司投资活动现金净流出 4.05 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动

现金流入 47.37 亿元，较上年增长 81.72%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 26.40 亿元，较上年下降 7.09%，主要用于偿还债务。2020 年，公司筹资活动现金净流入 20.97 亿元。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.80 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.05 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 0.75 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债指标明显弱化，考虑到公司短债占比高、资产流动性弱，同时主业盈利能力持续下滑，经营获现能力弱，再融资渠道受阻，公司整体偿债能力减弱。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有明显下滑，分别为 131.69%和 96.13%。截至 2021 年 3 月底，上述两项指标分别为 126.47%和 89.73%。2020 年，公司经营现金流动负债比为-28.02%。截至 2020 年底，公司现金短期债务比为 0.35 倍（若剔除受限货币资金，公司现金短期债务比为 0.24 倍），较上年底变化不大。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为-15.86 亿元，对全部债务无保障能力。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司及各子公司共获得银行授信 50.77 亿元，未使用余额 8.81 亿元（因存在逾期，未使用额度不可使用），公司间接融资能力有待观察；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

公司本部从事部分纺织原料的采销及品牌服装业务，2020 年，收入水平有所下降，利润大幅亏损；跟踪期内，本部资产仍以长期股权投资为主，可用货币资金有限，内部往来款有所增加；本部债务规模增长快，短期债务占比高，短期资金周转压力加重。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 84.49 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 42.91%，非流动资产占 57.09%。流动资产主要由应收票据及应收账款（占 38.67%）、其他应收款（占 17.26%，主要为对子公司品牌管理公司的往来款 5.84 亿元）和存货（占 31.94%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 75.80%）和固定资产（占 16.77%）构成。截至 2020 年底，公司本部货币资金为 1.52 亿元，较 2019 年底下降 25.43%；其他应付款较 2019 年底增长 91.11%至 4.23 亿元，主要系与子公司往来增加所致。

截至 2020 年底，公司本部负债总额 48.83 亿元，较上年底增长 27.36%，仍然以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 39.32%）、应付票据及应付账款（占 25.62%）、其他应付款（占 9.81%）和一年内到期的非流动负债（占 22.28%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 99.66%）构成。公司本部全部债务 39.67 亿元，较 2019 年底增长 42.31%，其中短期债务占 82.97%，长期债务占 17.03%，短期债务占比进一步上升。截至 2020 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.79%和 52.66%，均较 2019 年底有所提高，长期债务资本化比率 15.93%，较 2019 年底有所下降。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 35.66 亿元，因亏损导致未分配利润大幅减少，所有者权益规模较 2019 年底较上年底减少 10.39 亿元。

2020 年，公司本部实现营业收入为 29.34 亿元，同比下降 22.25%；利润总额为-11.44 亿元，其中资产减值损失和信用减值损失合计 5.21 亿元；投资收益-1.14 亿元，主要系以摊余成本计量的金融资产终止确认收益-1.45 亿元。

2020 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 2.07 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-12.01 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 9.30 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对公司未来待偿债券本金的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续债券“搜特转债”余额为7.9941亿元。假设“搜特转债”未来不发生转股，则公司未来待偿债券本金上限为7.9941亿元。

2020年，公司EBITDA和经营活动现金净流量分别为-15.86亿元和-16.26亿元，对未来待偿债券本金不具备保障能力；经营活动现金流入量为85.47亿元，为未来待偿债券本金的10.69倍。

表 14　存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

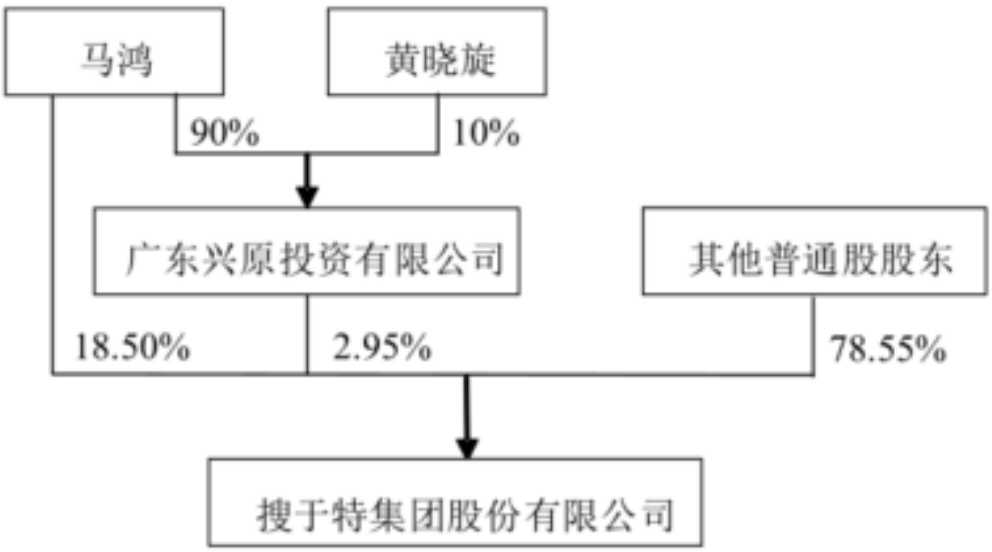
项目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金	7.9941
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金	10.69
经营活动现金净流量/未来待偿债券本金	-2.03
EBITDA/未来待偿债券本金	-1.98

资料来源：联合资信整理

十二、结论

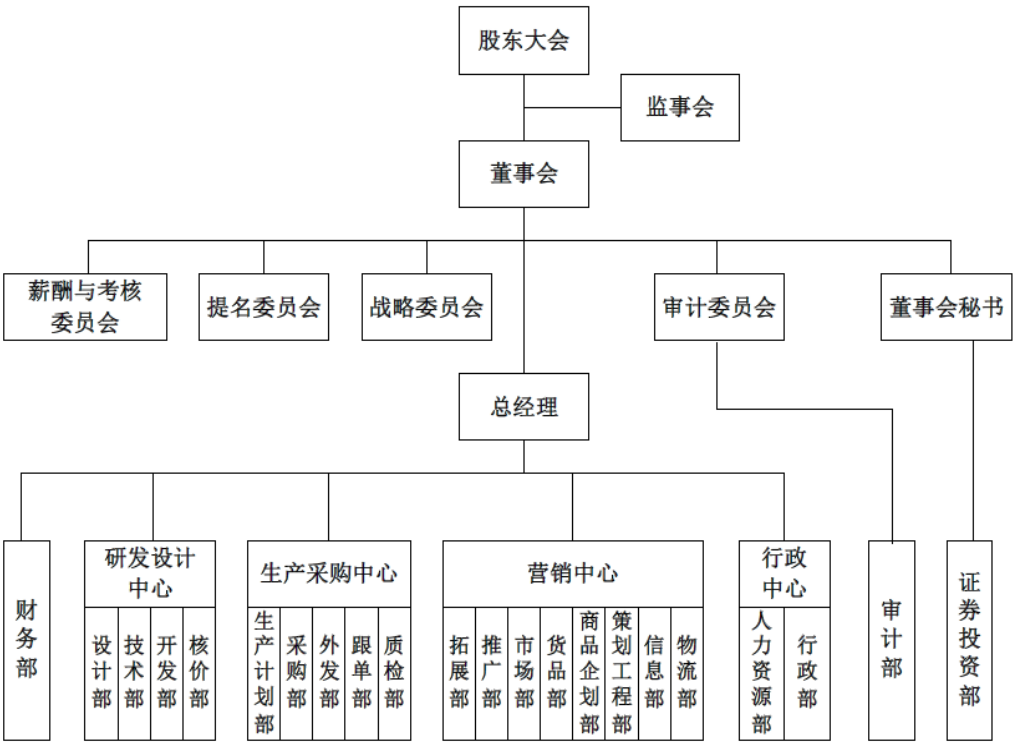
综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA下调为A，“搜特转债”的信用等级由AA下调为A，评级展望调整为负面。

附件 1-1　截至 2021 年 6 月 2 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.76	13.49	16.24	11.73
资产总额(亿元)	101.66	113.16	105.47	105.07
所有者权益(亿元)	55.95	57.66	40.53	37.60
短期债务(亿元)	36.80	35.17	46.85	43.95
长期债务(亿元)	2.54	10.17	6.76	7.76
全部债务(亿元)	39.34	45.34	53.61	51.71
营业总收入(亿元)	185.19	129.48	86.27	13.09
利润总额(亿元)	6.37	2.90	-19.11	-2.87
EBITDA(亿元)	8.68	5.65	-15.86	--
经营性净现金流(亿元)	-5.91	1.00	-16.26	-2.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.15	5.71	3.09	--
存货周转次数(次)	6.94	3.77	3.43	--
总资产周转次数(次)	1.81	1.21	0.79	--
现金收入比(%)	100.02	117.42	97.88	172.39
营业利润率(%)	7.79	7.99	-4.70	-6.65
总资本收益率(%)	6.53	3.67	-17.20	--
净资产收益率(%)	8.38	3.79	-44.79	--
长期债务资本化比率(%)	4.34	14.99	14.29	17.11
全部债务资本化比率(%)	41.29	44.02	56.95	57.79
资产负债率(%)	45.07	49.05	61.57	64.22
流动比率(%)	183.17	192.23	131.69	126.47
速动比率(%)	119.54	121.79	96.13	89.73
经营现金流动负债比(%)	-13.70	2.20	-28.02	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.38	0.35	0.27
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.56	-3.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	8.02	-8.11	--

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.现金类资产未剔除受限货币资金；3.长期应付款中有息债务纳入长期债务核算
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.86	2.47	4.80	4.23
资产总额(亿元)	72.53	83.24	84.49	86.64
所有者权益(亿元)	44.06	44.90	35.66	34.12
短期债务(亿元)	20.20	18.88	32.92	31.94
长期债务(亿元)	0.99	9.00	6.76	6.82
全部债务(亿元)	21.19	27.88	39.67	38.76
营业收入(亿元)	22.84	37.73	29.34	6.04
利润总额(亿元)	0.40	1.58	-11.44	-1.58
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	1.74	-6.41	2.07	-0.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.34	3.14	2.14	--
存货周转次数(次)	1.29	2.03	2.15	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.48	0.35	--
现金收入比(%)	100.48	105.70	96.04	165.19
营业利润率(%)	24.57	16.75	-3.75	-5.83
总资本收益率(%)	0.68	1.72	--	--
净资产收益率(%)	0.84	2.78	-28.81	--
长期债务资本化比率(%)	2.20	16.69	15.93	16.66
全部债务资本化比率(%)	32.47	38.30	52.66	53.18
资产负债率(%)	39.25	46.06	57.79	60.61
流动比率(%)	136.52	152.73	86.23	83.73
速动比率(%)	83.80	95.13	58.68	57.94
经营现金流动负债比(%)	6.48	-22.14	4.92	--
现金短期债务比(倍)	0.34	0.13	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.现金类资产未剔除受限货币资金
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

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/营总业收入×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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。