

信用等级公告

联合[2019]622 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搜于特集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股股票可转换公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 A 股股票可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

A 股股票可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
发行规模：不超过人民币 8 亿元（含）
债券期限：6 年
转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 5 月 7 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	71.95	103.31	101.66
所有者权益（亿元）	52.23	59.71	55.95
长期债务（亿元）	3.47	3.42	2.54
全部债务（亿元）	10.63	25.71	39.34
营业收入（亿元）	63.20	183.30	184.94
净利润（亿元）	3.97	7.71	4.69
EBITDA（亿元）	6.81	12.08	8.68
经营性净现金流（亿元）	-6.12	-8.82	-5.91
营业利润率（%）	17.37	9.25	7.66
净资产收益率（%）	10.52	13.77	8.10
资产负债率（%）	27.40	42.21	44.97
全部债务资本化比率（%）	16.91	30.10	41.29
流动比率（倍）	3.59	2.16	1.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.64	0.47	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	11.53	15.66	5.81
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.85	1.51	1.09

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、2018 年公司长期应付款中售后回租形式抵押借款已计入长期债务及其相关指标计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对搜于特集团股份有限公司（以下简称“公司”或“搜于特”）的评级反映了公司作为从事品牌服饰运营、供应链管理、品牌管理等业务的多元化上市公司，在品牌运营推广、渠道建设和供应链管理业务布局等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司借助服装产业上下游资源，大力发展供应链管理业务，通过在全国各纺织服装产业集群地区与各合作伙伴投资设立项目子公司的模式开展纺织原料集采业务，收入及资产规模快速增长。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业零售终端需求不旺、公司服装业务库存规模随联营店数量的扩张快速推升、供应链业务为取得成本优势向上游垫款额较大、经营性现金流持续净流出、短期债务规模增长快等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

未来，随着公司对供应链管理业务的深入拓展和仓储物流中心建设的推进，公司在纺织原材料整采零销的业务优势将得到增强，有望进一步提高公司综合实力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8 亿元的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，综合看，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司“潮流前线”品牌通过直营与特许加盟的模式在全国建立了销售渠道，在三、四线市场品牌影响力较大。
2. 公司在服装行业具有丰富的经验，对信息整合能力较强，能够为供应链管理业务的发

展提供较为有力的保障。

关注

1. 公司供应链管理业务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。

2. 在服装行业零售终端需求不旺的环境下，公司增加联营店模式，使得存货规模增长明显，对公司流动资金形成占用，存货跌价风险较大。

3. 公司短期债务快速增长，经营性现金净流量持续为负；考虑到经营铺货、拟建区域总部及仓储物流中心投资，公司存在较大的融资需求。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



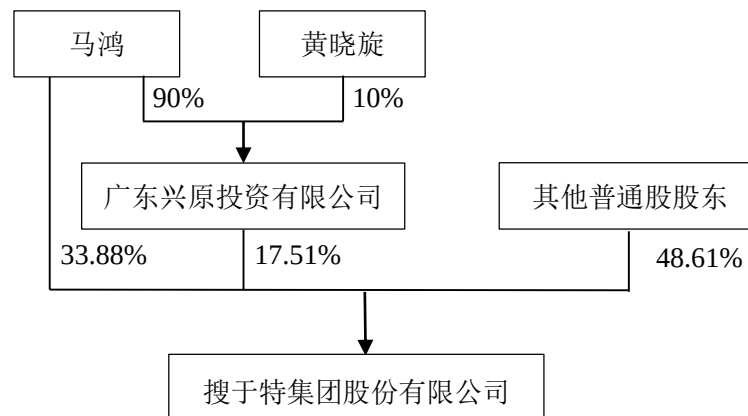
联合信用评级有限公司

罗峰

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 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；经过数次增资后，截至 2009 年底，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 2019 年 3 月底，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 33.88% 的股份（截至 2019 年 3 月底，9.60 亿股已质押，占其所持股份的 91.64%，质押比例较高，存在股票被平仓导致公司实际控制人变更风险）；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（截至 2019 年 3 月底，4.13 亿股已质押，占其所持股票的 76.21%），马鸿先生与妻子黄晓旋分别持有广东兴原 90% 和 10% 的股权，马鸿先生直接和间接持有公司合计 49.23% 股权，为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围包括：销售、网上销售：服装、鞋帽、针纺织品、皮革制品、羽绒制品、纺织布料、箱包、玩具、装饰品、工艺品、电子设备、纸制品、日用品、钟表眼镜、化妆品、电子产品、家用电器、文具体育用品、衣架、陈列架、模特儿道具、灯具、音响设备；互联网零售；贸易经纪与品牌代理；仓储服务；餐饮服务；软件开发；商务信息咨询；信息技术咨询服务、数据处理和存储服务；商业保理服务；非金融机构支付服务；融资租赁；投资管理；资产管理；供应链管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 3 月底，公司设有财务部、融资部、研发设计中心、生产采购中心、品牌管理中心、供应链管理、审计部、证券部、投资部等职能部门（见附件 1）；合并范围子公司 35 家；拥有在职员工 2,165 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 101.66 亿元，负债合计 45.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.95 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 52.88 亿元。2018 年，公司实现营业收入 184.94 亿元，净利润（含少数股东损益）4.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.69 亿元；公司经营活动现金流量净额为-5.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.30 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、本次债券概况及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行证券的种类为公司 A 股股票的可转换公司债券(以下简称“本次可转债”或“可转债”)。本次可转债及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。本次可转债发行规模不超过人民币 8 亿元(含)，按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的票面总金额；

i：可转换公司债券的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1=P_0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1=(P_0+A \times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1=(P_0+A \times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1=P_0-D$ ；

上述三项同时进行： $P_1=(P_0-D+A \times k)/(1+n+k)$ 。

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东

大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者；同时，修正后转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据市场情况与主承销商协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转债票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行可转债募集资金总额不超过 8 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目，不足的资金由公司通过营运资金、银行借款等形式自筹解决：

表 1 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	时尚产业供应链总部（一期）	87,467.48	80,000.00
合计		87,467.48	80,000.00

资料来源：公司提供

公司拟建设时尚产业供应链总部（一期）项目总投资金额人民币 87,467.48 万元，并使用本次发行募集资金投入人民币 80,000.00 万元，其余资金由公司自筹资金投入。该项目建设地点：东莞市道滘镇南阁掌洲岛（该地块面积 207.73 亩，本项目用地 106.67 亩）；项目建设内容：仓储物流设施（包括智能仓库、普通仓库等）、综合楼（包括管理办公、检测研发、服装设计、展示中心、地下停车场等）及生活配套设施楼（包括员工宿舍、食堂、地下停车场等）。项目建设期 3 年，项目建成后，运营期为 10 年，税后内部收益率预计为 6.78%。

总体看，公司募投项目建成后，有助于有进一步提升公司的综合实力，增强抗风险能力和可持续发展能力。

三、行业分析

公司主要从事品牌服饰运营、供应链管理、品牌管理等业务。

1. 服装行业

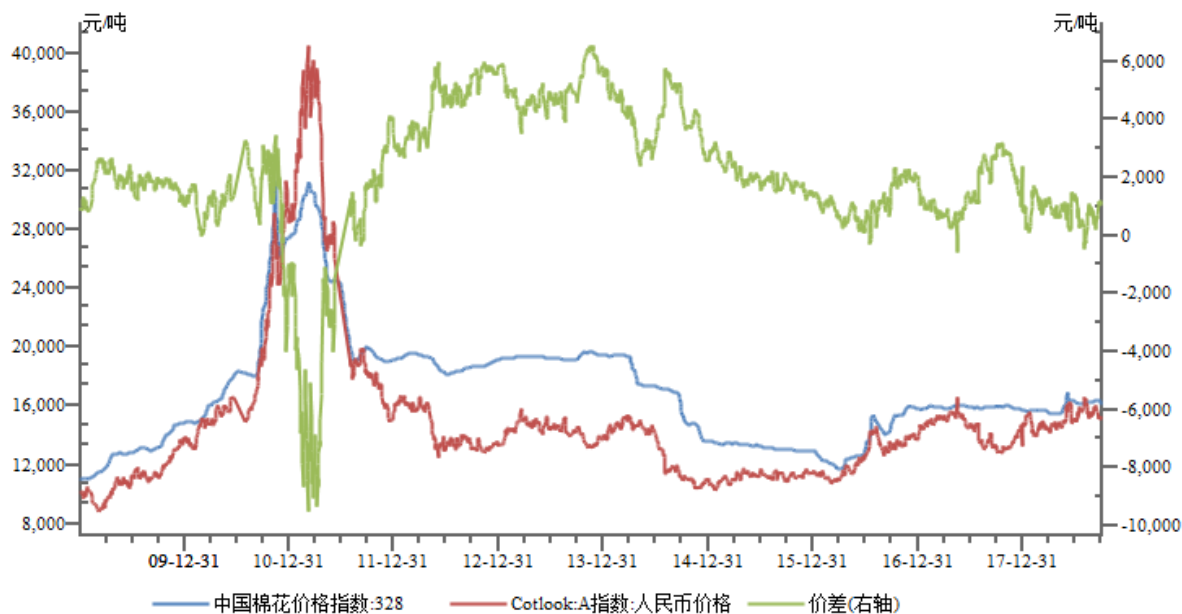
（1）行业概况

服装行业为典型的劳动密集型行业，自我国 2001 年加入 WTO 后，依靠充足且相对低廉的劳动力资源优势及政策上的各项优惠，服装行业快速发展，我国成为服装生产第一大国，服装产量、出口量、出口额连续多年世界第一。而随着宏观经济发展、居民生活水平提高，产业环境发生了较大变化，产能过剩、供需关系改变、产业转型升级，服装行业已经告别了高速增长阶段。目前，我国服装行业大部分子行业已经进入成熟期，行业整体增速趋缓。

从行业发展来看，2001~2007 年，得益于我国经济的快速发展、国民消费水平的提高以及我国加入 WTO 后对服装出口的带动作用，我国服装行业呈快速增长态势；2008 年，受国际金融危机影响，全球经济增速明显放缓，欧美日发达国家 GDP 增速出现负增长，服装行业需求快速回落，各项经济指标大幅下滑，行业增速于 2009 年跌至低谷；2010 年以来宏观经济阶段性复苏，服装行业出现阶段性增长；2012 年以来，在国内外市场需求低迷、人民币升值、生产要素成本进一步上升的背景下，中国服装行业各项经济指标增速持续放缓，行业收入和行业利润增速持续回落，其中出口数量和行业利润增速下滑尤为突出，中国服装行业运行整体呈波动下滑态势，增长乏力。

2017 年，行业整体有所回暖，主营业务收入、利润总额较上年均有小幅提升。2018 年以来，服装行业持续回暖，限额以上单位服装类商品零售额累计 9,870.4 亿元，同比增长 8.5%，增速较上年提高 0.5 个百分点；据国家统计局数据，2018 年全年服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入 17,106.57 亿元，同比增长 4.07%；利润总额 1,006.75 亿元，同比增长 10.84%；销售利润率 5.89%，较上年提升 0.36 个百分点。

图 2 2009 年以来我国服装行业主营业务收入、利润总额增速情况



资料来源: Wind

总体看,近年来服装行业增速明显放缓,核心指标利润增速下滑;但自 2017 年以来服装行业发展略有回暖,同比增速上升。

(2) 行业上下游

上游原材料

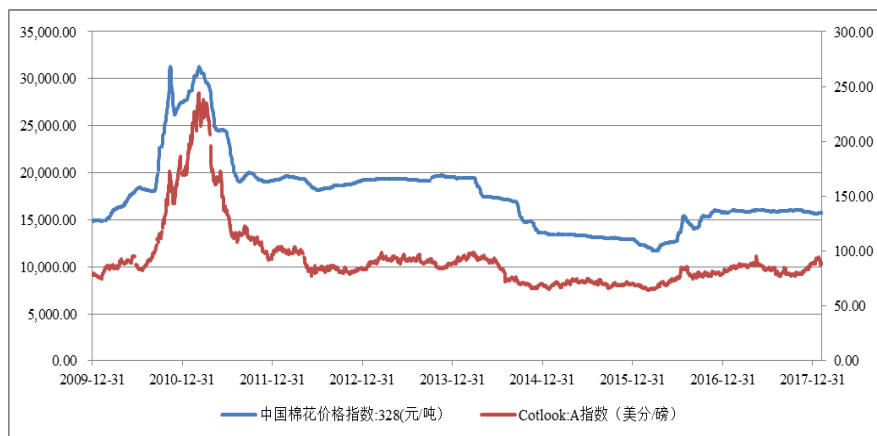
服装行业上游原材料以棉花为主,少量化学纤维为辅。

棉花是关系国计民生的战略物资,也是仅次于粮食的第二大农作物。目前我国占据着全球棉花产业的数项第一,即:产量第一、消费量第一、进口量第一。棉花作为基础农产品,其价格往往受政策面、产量、前期库存量、进出口量、国内消费量、气候、国家储备、替代品、国际市场状况等多方面因素影响。一般情况下,棉花价格的上升将可能压缩服装行业内企业的利润空间,增加盈利难度,而棉花价格的下降则导致行业利润上升。

2010 年以来,全球棉花价格持续上涨,2011 年价格波动幅度加大,我国启动棉花临时收储政策,导致国内外棉价差不断拉大,2013 年棉价差扩大至 6,000 元/吨,严重挤压了国内服装行业利润空间,产品国际竞争力也受到较大影响;2014 年以来,全球棉花库存量过大,国家取消棉花临时收储政策,棉花价格回归市场化,棉花价格快速下滑带动国内外棉价差逐步缩小,国内 328 棉花价格指数由 2010 年底最高点 31,320 元/吨持续下跌至 2015 年底 12,922 元/吨的水平,国内服装企业经营压力有所缓解;2016 年以来,国内 328 棉花价格又呈波动上升态势,截至 2016 年底,国内 328 棉花价格指数已回升至 15,798 元/吨。2017 年至今棉花价格总体波动不大,维持在 15,900 元/吨的高位小幅震荡。2018 年 8 月全国棉花生长情况及产量预测调查显示,截至 2018 年 8 月底,全国各棉区处于开花至裂铃吐絮期,气象条件较适宜棉花生长,病虫害发生程度较轻,长势好于去年。2018 年 8 月,中国棉花协会对全国植棉面积进行了核实,并将其调整为 4,617.1 万亩,同比下降 2.97%;按照被调查农户植棉面积加权平均计算,预计全国棉花总产量约为 602.1 万吨,同比减少 0.43%,较上期增加 0.25%。2018 年 9 月美国农业部预测我国 2018/19 年棉花产量较 8 月预测值增加 21.7 万吨,消费量及进口量与 8 月预测数据相同。综合来看,据美国农业部 9 月预测数据,2018/19 年我国棉花供需缺口在 326.6

万吨、较此前 8 月份减少 21.7 万吨，该部分缺口主要由进口棉花及国储棉轮出满足。短期来看，新棉上市补充短期棉花供给，国储棉轮出成交热情有一定下降，期货市场价格平稳、期货价格略有下降；但中长期看，国内棉花供需格局偏紧、棉花价格上行周期或将形成。

图 3 2010~2017 年国内外棉花价格指数



资料来源：Wind

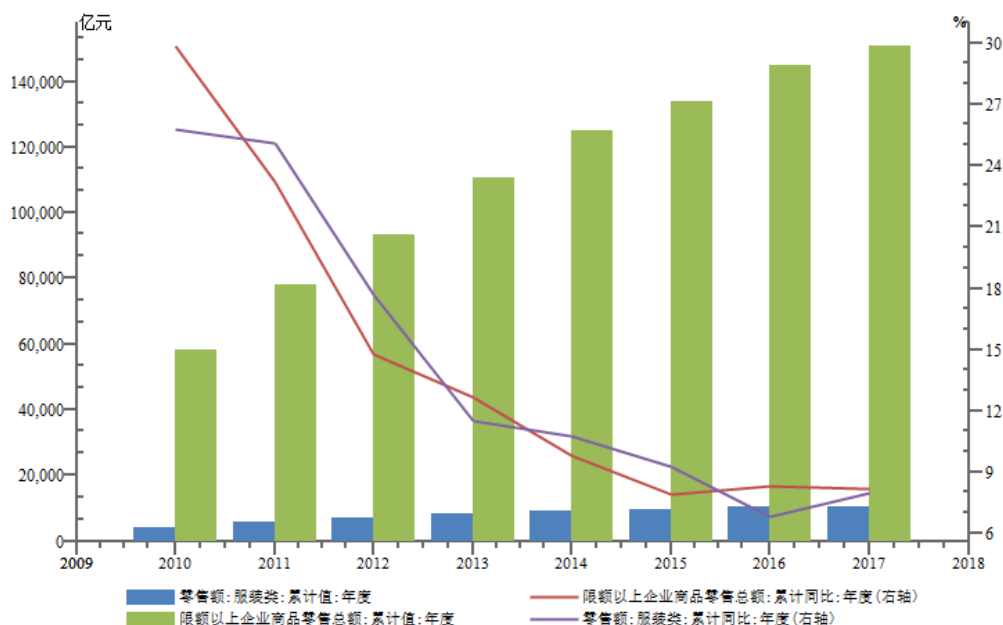
2017 年 3 月，国家发展改革委财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，称对新疆享受目标价格补贴的棉花进行上限管理，上限为基期全国棉花平均产量的 85%；确定 2017~2019 年，新疆棉花目标价格水平为 18,600 元/吨。整体而言，国内应季棉花供需缺口长期存在，需通过储备棉轮的方式补足缺口，长期来看国内棉花去库存速度较快，国内产量无法有效满足棉花消费，未来预计我国棉花价格将呈现上涨的趋势，对服装企业未来成本控制将会造成一定压力。

总体看，自 2014 年国内棉花种植补贴政策试点实行以来，棉花价格基本由市场形成，内外棉花价差有所缩小。除市场供需水平影响外，每年直补政策实施效果、国储棉轮入轮出情况、外棉价格等仍对棉花市场形成较大影响，因此纺织服装行业在原料端市场仍存在一定不确定性。

下游消费需求

从下游消费端来看，零售市场方面，2009~2010 年，随着我国人均可支配收入逐年增长，限额以上依法和零售业商品零售总额持续增长，服装类零售额增速维持在较高水平，服装行业发展较为迅速。自 2011 年起，随着国外品牌及网络购物的快速发展，我国服装零售额增速大幅下降，服装行业发展持续低迷，与此同时行业进入洗牌阶段。2015 年起行业去库存及品牌终端渠道调整的逐步推进，服装行业零售额增速有所恢复，但仍维持在较低水平。2017 年，我国服装行业限额以上商品批发和零售服装类零售额 10,356.40 亿元，较上年同期增长 8.20%，呈现出弱复苏的态势。2018 年 1~8 月，我国限额以上企业商品零售额累计同比增长 7.10%、较去年同期放缓 1.50 个百分点，终端消费数据放缓；其中限额以上企业服装鞋帽零售额累计同比增长 8.90%、较去年同期提升 1.60 个百分点。长期来看，服装行业仍将维持较为缓慢的增速。

图4 近年来我国限额以上企业服装类零售额及变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

出口方面，我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我国纺织品服装出口总额的比例在50~70%。2008年起，我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，导致我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、柬埔寨等东南亚国家。受上述因素综合影响，我国服装出口增速整体呈波动下降趋势，至2015年出现负增长，2016年全年服装出口额为1,578.19亿美元，同比下降9.40%，降幅较2015年扩大了3.00个百分点；服装出口数量为295.93亿件，同比下降2.75%，降幅较2015年收窄4.16个百分点；服装出口平均单价4.29美元/件，同比下降7.54%，降幅较2015年扩大7.54个百分点。2017年，我国累计出口服装1,572.01亿美元，同比下降0.40%。2018年1~9月，我国服装及衣着附件累计出口1,318.34亿美元，累计同比增长1.20%。近年来随着东南亚服装代工厂数量的增加，其生产技术水平较为落后、配套产业链不成熟等问题逐渐显现；我国服装行业中大型服装代工企业逐步推行智能制造，注重企业供应链优化和变革，制造优势凸显，外部代工订单增长，未来发展条件较好；但中小型服装加工企业在劳动力成本上升背景下受东南亚新兴服装制造企业影响较大。此外，2018年美国公布的2,000亿美元加征10%关税项目中，纺织服装项目约1,000余个，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品。由于加税项目大多可替代性较强，部分纺织制造产能将进一步转移至东南亚等人力成本较低、较多税收优惠的国家，我国纺织服装企业中服装代工企业预计将会受到一定影响，但品牌服装类企业受影响较小。

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。

（3）行业竞争

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。国内竞争方面，我国品牌服装则面临着品牌定位不清晰、品牌老化、产品同质化严重、自主研发设计能力弱、供应链整合

能力弱、对市场需求变化关注不够重视等问题，加之税费和渠道成本高涨，加价倍率较高，与国外品牌相比，在产品价格方面没有竞争力。随着国外优衣库、ZARA、GAP、H&M、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，国内品牌服装竞争力被削弱，市场份额也遭受挤压，品牌服装企业面临较大的经营压力。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、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、运动品牌的竞争已经进入白热化阶段，户外、贴身内衣、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。国际竞争方面，随着劳动力成本上升、人口红利消失，产业制造转移的加速，我国服装企业承接国际订单量可能持续减少，对行业内依赖出口订单的中小企业造成较大冲击。

总体看，现阶段我国服装行业面临国内外竞争加剧的局面。

（4）行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018 年 1 月 1 日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

出口方面，我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成。纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在 13%左右的水平。在中国纺织品服装出口前 10 大市场中，美国占第一位，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。目前美国对这个行业关税不是很高，如中国服装常见产品类关税一般在 10~20%左右，这些产品的关税若提升至 45%将对出口带来较大影响。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型等多方压力，纺织品服装出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

（5）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。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过 3,000 美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，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，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

2. 供应链管理

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

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

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

行业政策方面，2016年4月15日，国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》，通过推动流通转型升级、加强智慧流通基础设施建设等12项内容进行部署，明确加大物流基地建设等扶持力度，整合各类物流资源，提高物流效率，降低物流成本，支持建设农产品流通全程冷链系统等。2016年9月26日，国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）》，通过全面推开营改增试点，进一步消除重复征税，扩大交通运输业进项税抵扣范围；结合增值税立法，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；支持依托互联网平台的无车承运人发展；完善支撑物流高效运行设施和标准体系，降低物流企业运输收费。2017年10月，国务院办公厅发布了《关于推进供应链创新与应用的指导意见》，目标指出到2020年形成一批适合中国国情的供应链发展新技术和新模式，主要围绕城市和企业两方面开展试点工作。其中，试点城市的主要任务包括：推动重点产业供应链体系建设，包括农业、工业和流通业；规范供应链金融，推动核心企业、银行与相关企业展开合作；推动本地优势产业对接并融入全球供应链体系，加强与“一带一路”沿线国家的互联互通；构建绿色供应链体系等。试点企业主要任务包括：提高供应链管理和协同水平；加强供应链技术和模式创新；建设和完善各类供应链平台；规范开展供应链金融业务；积极倡导供应链全程绿色化等。2018年4月，商务部联合工业和信息化部、生态环境部、农业农村部、人民银行、国家市场监督管理总局、中国银行保险监督管理委员会以及中国物流与采购联合会8部门发布《关于开展供应链创新与应用试点的通知》，通过城市试点和企业试点，创新一批适合中国国情的供应链技术和模式，构建一批整合能力强、协同效率高的供应链平台，培育一批行业带动能力强的供应链领先企业，形成一批供应链体系完整、国际竞争力强的产业集群，总结一批可复制推广的供应链创新发展和政府治理实践经验。

未来发展方面，供应链管理服务行业的发展趋势将主要体现在以下几个方面：1）中小企业的需

求根据自身的业务不尽相同，具有更加多样化金融服务需求特征，因此供应链金融服务作为供应链上的增值服务，可满足上下游不同客户的需求，为客户提供更加灵活和更个性化的供应链融资产品，可有效支持一大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展；2）快速消费品在三、四线城市的市场潜力还未被完全挖掘，其目前消费增速也不高。

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

总体看，随着工业化进程的推进，供应链管理业务飞速发展；随着消费水平的增长，供应链管理的未来服务市场也会随之扩大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事品牌服饰运营、供应链管理、品牌管理等业务（其中品牌服饰运营和供应链管理是目前公司占比最大的两项业务），着力构建一个多层次、全方位的时尚生活产业综合服务体系，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。

品牌服饰运营方面，主要是从事“潮流前线”品牌服饰的设计与销售业务。公司品牌服饰的消费者定位为 16~35 周岁的年轻人，价格定位为平价的时尚，市场定位为国内三、四线市场，公司通过直营与特许加盟相结合的模式在全国建立销售渠道，并在国内三、四线市场建立了领先的竞争优势，具有一定市场品牌价值。

供应链管理方面，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，汇聚当地区域的供应链资源和市场资源，利用公司多年来在设计研发、集中采购、生产管理以及仓储配送等方面的经验和优势，为时尚产业品牌商、制造商等客户提供高效、低成本的供应链服务，在全国构建一个覆盖范围广、供应能力强的时尚产业供应链管理服务体系。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。

所获荣誉方面，公司曾获“中国品牌 500 强”、“中国休闲服饰十大品牌”、“中国著名品牌”等荣誉；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”；2018 年公司获“中国民营企业 500 强”、“广东企业 500 强”、“广东民营企业 100 强”、“广东省优秀企业”等荣誉。

总体看，公司服装品牌定位明确，在三、四线市场具有一定竞争优势；供应链管理业务布局逐步拓展，为公司发展提供了新的支撑。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司共有董事 7 名、监事 3 名，高级管理人员 6 名，公司高管人员大多从事相关行业管理工作多年或在行业内工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长马鸿先生，1967 年生，研究生学历。2006 年 11 月起任公司董事长，2007 年 5 月至

2017 年 10 月任公司总经理，2009 年 5 月至今任广东兴原执行董事；兼任中国流行色协会理事、广东省服装服饰行业协会副会长、东莞市中小企业发展与上市促进会副会长、东莞市决策咨询顾问委员会委员、东莞市道滘商会副会长。

公司总经理伍骏先生，1978 年出生，中专学历。2006 年 11 月起任公司董事，2012 年 1 月至 2017 年 10 月任公司副总经理，2017 年 10 月至今任公司总经理。

截至 2018 年底，公司拥有在岗职工 2,467 人。按岗位构成划分，销售人员占比 42.60%，财务人员占比 5.76%，管理人员占比 20.67%，物流人员占比 18.69%，设计人员占比 12.28%，主要以销售人员为主；按学历划分，本科及以上学历占比 12.53%，大专学历占比 23.71%，中专及以下学历占比 63.76%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高；员工队伍岗位构成和学历结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》、《证券法》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；对公司增加或者减少注册资本、发行公司债券、股权激励等重大经营事项做出决议。

公司设董事会，由股东大会选举产生，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会中职工代表的比例不得少于监事人数的三分之一，由公司职工通过民主选举方式产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案；拟定公司年度财务决算方案及预算方案等。

总体看，公司治理结构完善，董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况较好。

2. 管理体制

截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 36 家。公司设有财务部、融资部、研发设计

中心、生产采购中心、品牌管理中心、供应链管理中心、行政中心、审计部和证券部等职能部门。

财务方面，公司依据《会计法》、《企业会计准则》建立了独立的财务核算体系和规范的财务管理制度，能够独立作出财务决算，具有规范的财务会计制度和对子公司的财务管理制度。公司建立了内部审计制度，设置内部审计部门，配置了 5 名专职内部审计人员。在董事会审计委员会的指导下，内部审计部门对公司及子公司的经济运行质量、经济效益、内控的制度和执行，各项费用的使用以及资产情况进行审计和监督。公司制定了严格的应收账款管理制度，全面跟踪每一客户从下订单到付款的全部流程。公司根据加盟商加盟时间的长短、每期的进货金额、回款的及时性以及加盟商本身的实力给予不同的信用等级，对不同等级的加盟店给予适当信用结算期。

资金管理方面，制定了《资金管理制度》等相关内控制度，并对财务部各岗位的职能进行了规范和完善。由财务部作为公司内部资金管理机构，对公司各单位资金运行进行管理监督、协调和控制。公司货币资金由财务部统一核算。本着提高公司内部资金使用效益的目的，公司财务部对公司本部信贷实行统借统还，办理对商业银行和其他金融机构的长、短期借款，实现公司内资金的统一调配。同时财务部严格监督各子公司的资金收支、资金使用情况及现金收支管理，并承担信息反馈的功能，及时准确的反应各子公司的资金收支情况，调整信贷计划，不断改进资金管理工作。

存货管理方面，公司建立了严格的存货管理制度，对存货的采购、分类、验收入库、仓储、发出、盘点等方面均有详细的规范和要求。对于总部存货，公司每年进行定期与不定期抽盘，年底组织财务、仓库、质检等部门进行全面盘点；对于商场专柜和直营专卖店存货，公司实行月度盘点和每日交接班盘点的原则，对盘点中发现的数量及质量问题及时查找原因并进行相应处理。公司现行的存货管理制度责任明确，流转程序规范，能有效防范和降低存货管理的风险。公司采用订货会制度，并主要根据订货会上各加盟商的订单和对直营店的销售预测组织原材料的采购，然后委托成衣厂生产。公司原材料采购主要根据订货会订单谨慎进行，避免了原材料储备无法消化的情形。

信息披露方面，公司严格按照《信息披露管理制度》和《投资者关系管理制度》的要求，指定公司董事会秘书负责信息披露工作，接待投资者来访和咨询，严格按照有关规定真实、准确、完整、及时地披露相关信息，确保公司所有股东能够以平等的机会获得信息。同时，公司还进一步加强与深圳证券交易所及广东证监局的沟通与联系，准确理解信息披露的规范要求，及时、主动报告公司有关事项。

对外投资管理，公司制定了对外投资管理制度，从审批权限、对外投资的决策程序、对外投资的转让与收回、对外投资的人事管理、对外投资的财务管理及审计等方面进行全面约束。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事品牌服饰运营、供应链管理和品牌管理等业务。2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 63.20 亿元、183.30 亿元和 184.94 亿元，年均复合增长 71.06%，主要系供应链管理业务快速发展所致；其中主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.90%、99.86%和 99.72%，主营业务收入十分突出。2016~2018 年，公司净利润波动增长，分别为 3.97 亿元、7.71 亿元和 4.69 亿元，年均复合增长 8.66%。

从收入构成情况来看，公司营业收入主要来自于供应链管理（材料）业务，2016~2018 年，公司供应链管理（材料）业务收入逐年增长，年均复合增长 89.02%，主要系公司大力推进供应链管理业

务，在项目子公司数量稳定增长的同时，各子公司的销售规模均有所增长所致；占主营业务收入的比重逐年上升，分别为 70.21%、84.99%和 85.89%。2016~2018 年，公司服装业务收入逐年减少，年均复合下降 11.17%，主要系一方面服装行业景气度下降，公司实施店铺去库存及关停部分差劣店铺等措施；另一方面 2018 年受南方暖冬天气的影响，冬装销售下降所致；占营业收入比重逐年下降，分别为 29.61%、8.36%和 8.00%。其他产品包括房产租赁、服装设计服务及时尚电子产品销售等，2016~2018 年，其他产品收入波动增长，分别为 0.11 亿元、12.17 亿元和 11.27 亿元，主要系时尚电子产品销售规模增长所致。

表 2 2016~2018 年公司主营业务收入、构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
服装	18.69	29.61	41.22	15.30	8.36	35.90	14.75	8.00	34.84
供应链管理（材料）	44.33	70.21	7.70	155.58	84.99	6.93	158.40	85.89	5.27
其他产品	0.11	0.18	34.14	12.17	6.65	8.60	11.27	6.11	5.40
合计	63.14	100.00	17.65	183.06	100.00	9.36	184.42	100.00	7.64

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2016~2018 年，公司供应链管理（材料）业务毛利率逐年下降，分别为 7.70%、6.93%和 5.27%，主要系毛利率较低的棉纱、短纤等产品销售占比提升，以及为提升客户粘度、提高市场影响力，以较优惠的价格进行销售所致；服装业务毛利率逐年下降，分别为 41.22%、35.90%和 34.84%，主要系原材料价格上涨及公司为消化库存采取较多让利措施所致；其他产品毛利率逐年下降，分别为 34.14%、8.60%和 5.40%，主要系毛利率水平相对较低的时尚电子产品占其他产品收入的比重上升所致。受上述因素影响，公司综合毛利率逐年下降，分别为 17.65%、9.36%和 7.64%。

总体看，近年来，公司供应链管理（材料）业务规模逐年扩大，受此影响，公司营业收入逐年增长；受供应链管理业务提高客户粘性和服装业务消化库存，均采取让利措施的影响，公司毛利率水平逐年下降。

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，针对纺织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 42.65 亿元，所有者权益 25.01 亿元，2018 年实现营业收入 154.09 亿元，归属于上市公司所有者的净利润 2.82 亿元。

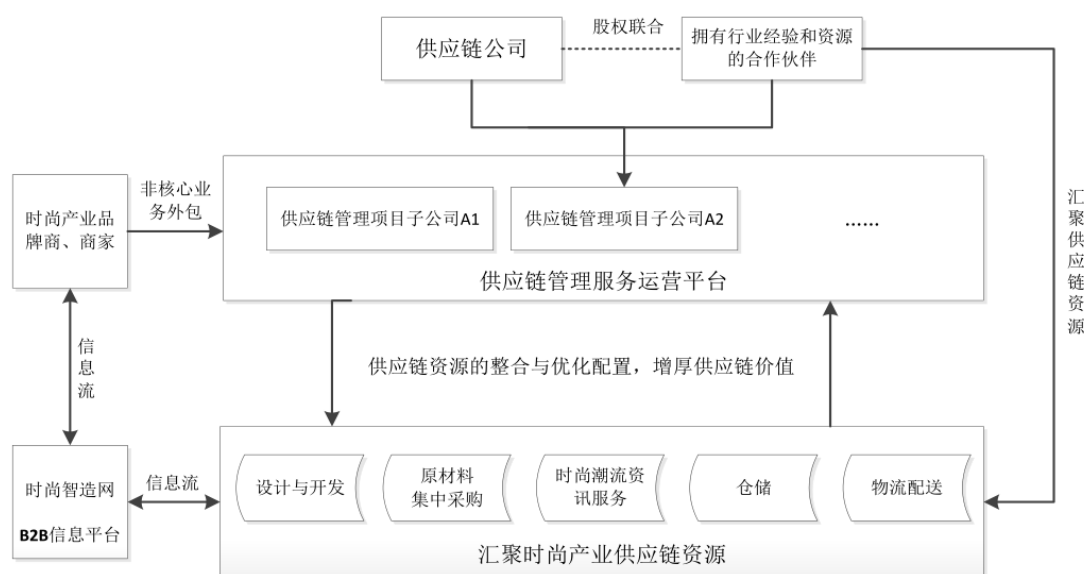
目前，由供应链管理公司在全国各个地区投资设立多家项目子公司，并以股权联合的形式（通常供应链管理公司占比 51%，合作伙伴占比 49%），吸引具有行业经验与资源的合作伙伴共同参与，汇聚当地区域的供应链资源和市场资源，构建一个覆盖范围广、供应能力强的供应链服务体系。该体系能够在全国范围内汇集供应链资源，为商家客户提供高效、低成本的采购、仓储配送等一系列供应链管理服务，以及设计方面的支持，从而获得服务收益。截至 2018 年底，公司已经在广东东莞、增城、佛山，湖北荆门、荆州，江苏吴江、南通，浙江绍兴，福建厦门等地共设立 12 家供应链管理项目子公司开展相关业务。未来，公司将根据供应链管理业务发展需求，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。

在对供应链子公司的管理方面，合作方主要负责业务拓展，公司派驻财务、管理人员，对子公司的资金、货物、大额付款进行管控，对子公司开发的供应商和客户进行资质审核，大额合同需报

公司备案，公司成立专门的风控小组，每月对各子公司的财务状况进行检查，审计部每季度对子公司的财务报表、内控执行等进行检查。各供应链子公司财务独立核算，资金需求方面，各子公司根据业务发展需求在报公司批准后可独立向银行申请授信。

盈利模式上，项目子公司通过发挥合作伙伴在当地区域的行业经验与资源优势，搜集、汇聚本区域的供应链资源和市场资源，包括服装原材料厂家、服装生产加工厂家、服装品牌企业等，进行资源匹配，通过发挥大规模集中采购的优势，以较为优惠的价格从服装原材料厂家采购原材料，销售给服装生产加工厂家或服装品牌企业，以及根据服装品牌企业的订单，以较为优惠的价格从服装生产加工厂家采购成衣后销售给服装品牌企业，从而获取差价收益。这种收益来源于公司为产业链上下游提供资源整合带来的成本节约以及相关的增值服务。

图 5 公司供应链管理业务运营模式图



资料来源：公司提供

随着时尚产业的转型升级，品牌服装企业将精力集中于品牌运作、产品营销等环节，而将采购、代工等业务环节外包。尤其是对于众多的中小品牌服装运营企业而言，在采购环节存在着成本高、效率低、差错率高等各方面问题。另一方面，随着近年来传统服装行业的增长减速，原材料厂商、服装加工企业等供应商普遍面临着开工率不足、成本上涨等方面的问题。项目子公司通过集中区域内服装企业的采购、代工需求，将订单资源整合，向原材料厂家或服装代工厂进行大规模的集中采购，形成规模效应，降低采购成本，提高采购效率。

此外，公司依托在服装行业的运营经验还为上下游企业提供增值服务，包括仓储、配送等物流管理服务，为客户搜集和提供原材料方面的信息、建议及配套采购服务，提供市场潮流信息资讯、提供多样化的设计支持加快其产品款式更新等。

采购方面，公司在接受客户订单时，按照市场行情趋势与客户商定价格，收取一定比例的订金，一般约为 10%~30%；在集合多个客户订单基础后，制定集中采购计划，并向相关供应商进行询价，获取较为优惠的价格；在选定供应商后签订采购合同，公司一般预付 30%~50%的货款，货到后 30 天内付清尾款。目前，公司合作的供应商数量在 1,200 家左右。2016~2018 年，随着公司供应链业务规模的扩大，供应链业务（材料）采购量逐年增长，年均复合增长 90.47%。采购集中度方面，2016~2018

年，公司供应链业务前五大供应商采购额分别为 15.30 亿元、36.76 亿元和 31.73 亿元，占当期供应链业务采购金额的比重分别为 36.68%、26.22%和 20.71%，集中度一般。

表 3 2016~2018 年供应链业务采购及销售情况（单位：千米、吨、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
采购量	341,085.77	1,229,325.71	1,237,400.18
采购金额	41.71	140.20	153.21
销售量	334,450.69	1,190,743.49	1,182,765.72
销售收入	44.33	155.58	158.40

资料来源：公司年报

销售方面，客户资源主要为项目子公司所在地的纺织、服装经营企业，目前公司合作的客户数量在 4,000 家左右。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），对于长期合作的客户，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，结算方式主要为电汇和汇票。2016~2018 年，公司供应链业务销量波动增长，年均复合增长 88.05%，2018 年较上年小幅下降 0.67%，主要系在市场整体经济环境下行的严峻情况下，从下半年开始放缓供应链管理业务的增长速度所致。

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

总体看，近年来公司供应链业务发展较为迅速，凭借其在服装行业的经验累积，在供应链上下游资源整合上具备一定竞争优势；但近年来纺织服装制造公司景气度略有下降，且供应链管理业务进入壁垒较低，公司盈利水平有所下降。

3. 服装业务

公司服装板块主要从事“潮流前线”品牌服饰的设计和銷售业务，以三、四线市场 16~35 周岁的年轻消费者为目标人群。

品牌建设方面，公司紧密围绕三、四线市场 16~35 周岁的消费群体，以“大众时尚”为品牌定位，实行从产品设计、产品陈列和店铺形象到品牌代言、广告投放和口碑推广的整体营销模式。公司品牌管理中心下设推广部全面负责公司产品的市场推广工作。公司持续运用广告及促销活动，不断扩大“潮流前线”品牌知名度和影响力。针对三、四线市场（特别是地级市、县城和乡镇）地域性强、人口相对固定、口碑传递快的特点，公司将口碑宣传作为重要的品牌推广手段之一。公司提出“时尚下乡”、“大众时尚”的概念，将时尚新潮、款式多样、质优价廉的产品投入市场，并联合加盟商多次组织推广活动（如节假日促销、赞助媒体活动等）。当前随着新零售模式在服饰消费市场引发更为深度的变革，公司通过实施“期货+快反”制度、探索“全快反”模式及新媒体宣传应用等方式，全力推进“潮流前线”服饰品牌进一步的创新发展。

研发设计方面，研发设计中心负责“潮流前线”品牌服饰的面辅料、服装款式、服装配饰开发、

样衣制作及产品成本、终端零售价的初步核定。公司的产品设计以商品企划为源头，每季产品的设计开发在该季产品的适销季节前 8 个月开始。公司产品定位于三、四线市场，市场覆盖面积广阔，不同地域消费者需求差异较大。研发设计人员通过每周 2 次的华南地区考察、每年 6 次的香港市场考察、每年 4 次的全国性考察、每年至少 2 次赴日本、韩国、法国、意大利等时尚中心采风、参加时装展销会、与专业服装咨询机构合作、定期组织消费者和加盟商座谈等方式，了解各地消费者对流行时尚元素的需求、喜爱与表现方式，并据此调整设计思路。

同时，针对三、四线市场消费者注重产品性价比的特点，公司在产品设计时兼顾时尚元素与产品价格的平衡，从国际、国内的流行时尚情况、“潮流前线”品牌的市场定位、消费者的差异化需求出发，同时综合考虑竞争对手的产品设计和公司过往产品的销售情况，进行产品主题选定、款式设计、面辅料选择等，在保持“潮流前线”服装时尚、潮流、款式多样特点的同时，注重对生产成本的有效控制。截至 2018 年底，公司各品牌合计拥有设计师 303 人。2016~2018 年，公司推出新产品设计方案分别为 16,625 个、15,825 个和 14,256 个，当年上市新款产品分别为 11,218 个、10,230 个和 9,415 个，转化率较高。

原材料采购方面，公司服装板块采购的主要原材料有针织布料、梭织布料和辅料，其中针织布料和梭织布料采购量占比较大。具体的采购量的制定流程为，各店面在订货会上确定所需要的服装品种以及各品种的数量，并通过订货数量决定产品产量和原材料采购量，公司订货会每年举办 3 次，每季度制定一次价格。

从采购量来看，2016~2018 年，梭织布采购量波动增长，其中 2017 年同比下降主要系公司减轻了对加盟商提货量的要求，使得新增服装订单量同比有所下滑所致；2018 年采购量大幅增长，主要系公司当年梭织布料销售增加所致。2016~2018 年，公司针织布料采购量逐年下降，主要系 2016 年针织布料年内价格持续上行的情况下，公司在年底加大采购量，储备原材料库存所致。采购价格方面，主要受市场价格波动的影响，2016~2018 年梭织布采购价格逐年增长，针织布采购价格波动下降。

表 4 2016~2018 年公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
梭织布料	采购量（万米）	3,601.57	3,519.16	5,121.84
	采购均价（元/米）	8.77	9.82	9.96
针织布料	采购量（吨）	8,760.06	4,724.14	3,257.29
	采购均价（元/公斤）	35.16	37.61	34.97

资料来源：公司提供

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。

成衣采购方面，公司的服装生产全部外包。公司按照“订单+销售预测”的模式制定生产计划和原材料采购计划，并结合产品上市时间表，合理确定采购时点和生产日期，在保证及时供货的同时尽量减少库存，提高存货周转率。根据产品生产的面辅料来源的不同，公司的采购生产模式分为包工包料和委外加工两种模式。公司综合考虑产品的品类、交货时间、订货数量、面辅料采购成本、成衣厂生产规模及资金实力等因素，相应采用匹配的采购生产模式组织生产。委外加工模式下，因公司负责原材料采购，不占用成衣厂资金，单件服装的综合成本相对较低，公司大多采用该模式组织生产。而对部分单价较低、面辅料损耗率较高、生产工序较为复杂的产品，公司主要委托合作时间较长、规模较大的成衣厂以包工包料模式生产。目前，包工包料和委外加工模式的采购比例大约

为 1:1。

成衣采购数量方面，2016~2018 年，公司采购成衣波动下降，分别为 3,910.77 万件、4,316.36 万件和 2,965.04 万件，其中 2017 年采购量大幅增长，主要系部分加盟店转为联营店及新开联营店较多，联营店全部货品由公司铺货，公司备货增加所致；2018 年采购量大幅下降，主要系销量下降所致。

采购集中度方面，2016~2018 年，公司服装板块前五大供应商采购总额分别为 3.65 亿元、5.04 亿元和 5.07 亿元，占当年服装板块采购金额比重分别为 21.63%、28.97%和 25.97%，集中度一般。

表 5 2016~2018 年公司服装板块前 5 大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购品种	采购总金额	占比
2016 年	供应商 A	服装	20,365.43	12.06
	供应商 B	布料	4,942.72	2.93
	供应商 C	服装	4,400.94	2.61
	供应商 D	布料	3,837.87	2.27
	供应商 E	服装	2,983.21	1.77
	合计	--	36,530.17	21.63
2017 年	供应商 A	加工及成品	19,704.72	11.33
	供应商 B	加工及成品	13,404.67	7.71
	供应商 C	加工及成品	6,649.29	3.82
	供应商 D	加工及成品	6,235.89	3.59
	供应商 E	原材料	4,362.65	2.51
	合计	--	50,357.22	28.97
2018 年	供应商 A	原材料	17,276.81	8.84
	供应商 B	原材料	12,064.26	6.18
	供应商 C	加工及成品	10,834.06	5.55
	供应商 D	原材料	5,564.71	2.85
	供应商 E	加工及成品	4,996.17	2.56
	合计	--	50,736.00	25.97

资料来源：公司提供

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，公司采取加盟为主，直营为辅的方式，开设大、中型多品牌集合店和小型单品牌专卖店。2017 年，为应对景气度低迷的服装市场，公司新增联营模式。相比传统加盟店，联营模式在增加经销商与公司的粘性的同时，由于联营店的库存在实际销售给消费者前都属于公司，因此也造成了公司服装类存货的快速增长。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 2018 年底，公司共有店铺 1,864 家，其中，加盟店 1,679 家（其中联营加盟 629 家），直营店 185 家，遍布全国 30 个省、直辖市、自治区。

从销量来看，2016~2018 年，公司销量波动下降，主要系 2018 年公司实施店铺去库存以及关停

部分差劣店铺致新产品销量减少所致；库存方面，2016~2018 年，公司库存量逐年增长，主要系 2017 年公司开始采用联营模式，产品销售给终端客户前均计入公司存货所致。

表 6 2016~2018 年公司服装业务销售、库存情况（单位：万件）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售量	3,033.70	3,078.43	2,657.81
库存量	1,645.33	2,883.25	3,190.48

资料来源：公司年报

从销售集中度来看，2016~2018 年，公司服装业务前 5 大客户销售额分别为 2.10 亿元、1.42 亿元和 1.30 亿元，占服装业务销售总额的比重分别为 11.24%、9.29%和 8.80%，集中度较低。

总体看，公司服装业务定位主要为三、四线城市，并根据品牌定位开展相应的品牌建设和产品研发，且产品研发转化率较高。公司采购一般为成衣采购和原材料采购，采购集中度尚可。公司销售以加盟为主，近年来为应对行业景气度较低的影响，公司新开展联营模式，受此业务模式的影响，公司库存量逐年增长，此外受关闭低效店的影响，公司销量有所下降。

4. 其他业务

2017 年，公司新增时尚电子产品销售业务，主要由江西聚构商贸有限公司负责运营，通过缩短时尚电子产品等消费品市场流通环节，降低流通成本，提升时尚电子产品等在终端消费市场的性价比，增强经销商在竞争激烈的消费品市场的竞争优势。具体运营模式为利用资金优势向上游供应商进行预付款形式的集中采购，以获取价格优势并完成对下游客户的让利销售，赚取差价收益。该业务 2018 年实现营业收入 11.25 亿元，毛利率约为 5.4%。

商业保理业务方面，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 2.54 亿元，所有者权益 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 2018 年底，保理业务未出现逾期、不良等情况，在保规模 1.99 亿元。

总体看，其他业务主要围绕公司服装业务开展，发展情况良好。

5. 在建工程

截至 2018 年底，公司主要在建项目为仓储物流基地建设项目，该项目主要建设内容包括仓库及配套设施、物流设备、信息化软硬件设备等。该项目以公司为实施主体，项目建设期两年。该项目总投资预计为 3.21 亿元，其中 3.00 亿元资金来源为非公开发行股票募集资金；该项目已投资金额 0.025 亿元，尚需投资 3.19 亿元。

截至 2018 年底，公司主要拟建项目主要包括华中、华东和东南区域总部项目，时尚产业供应链总部项目和时尚产业供应链管理中心项目。公司拟建项目计划投资金额合计 55.50 亿元。

随着公司供应链管理业务体量的扩大，对于仓储配送等方面都提出了更高的要求，原有仓库的租赁费用快速增长，公司自建区域总部及仓储物流中心的需求日益凸显，未来各区域总部及时尚产业供应链总部等项目的规划，将为公司业务发展提供更好的保障。

表 7 截至 2018 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元、%）

类型	工程项目	计划投资 额	开工时 间	已投金 额	项目进度	未来预 计投资 金额
在建 项目	仓储物流基地建设项目	32,083.54	2019 年	249.47	0.78	31,834.07
类型	工程项目	计划投资 额	拟开工 时间	已投金 额	项目进度	未来预 计投资 金额
拟建 项目	华中区域总部项目	30,000.00	--	--	与荆门高新技术产业开发区管理委员会签署框架协议	--
	华东区域总部项目	50,000.00	--	5,771.06	已取得项目建设用地	--
	东南区域总部项目	120,000.00	--	3,079.24	已取得一期用地的土地使用权	--
	时尚产业供应链总部项目	105,000.00	--	--	2019 年 1 月取得项目建设用地	--
	时尚产业供应链管理中心项目	250,000.00	--	--	与东莞市沙田镇人民政府签署项目投资协议	--
	合计	587,083.54	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，未来随着公司各区域总部及时尚产业供应链总部等项目的建成，公司供应链管理业务竞争力有望提升；公司具有一定资金支出压力。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转次波动增长，分别为 6.67 次、11.95 次和 9.63 次，主要系 2017 年公司供应链业务快速增长营业收入大幅增加，但 2018 年供应链业务增速放缓所致；存货周转次数波动增长，分别为 5.32 次、10.07 次和 6.94 次，主要系 2018 年公司服装业务联营加盟商数量增加，存货大幅增加所致；总资产周转次数波动增长，分别为 1.16 次、2.09 次和 1.80 次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

7. 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，公司供应链管理业务毛利率逐年下降；未来若毛利率进一步下降，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

近年来，一方面受公司联营加盟模式的扩张，服装板块存货大幅增长；另一方面，供应链业务因环保等因素为满足生产及客户需求公司备货增加。受上述因素影响，公司期末存货余额逐年增长，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，未来存在较大跌价风险。

8. 未来发展

未来，公司计划在巩固提升现有服装品牌业务基础上，利用公司在时尚产业深耕多年所积累的资源所做的投资布局，大力向供应链管理、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。主要在以下几个方面开展工作：

公司内部管理方面。全面推进公司组织体系建设、制度体系建设和文化体系建设，进一步明确岗位职责，激发公司员工勇于担当、奋发有为的精神；实施员工持股计划，形成公司员工与股东的利益分享和风险共担机制；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。高度重视新零售模式正在蓬勃兴起的服饰消费市场的新变化，深入研究及积极实践线上线下融合、大数据、人工智能等新技术运用、人货场零售业态重构、新媒体传播等新课题，聚焦“潮流前线”品牌服饰，全力推动“潮流前线”服饰品牌发展取得新突破。一是以红标“潮流前线”统筹原有的销售渠道，实施“期货+快反”制度，为“潮流前线”品牌服饰发展注入新活力；二是以蓝标“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“潮流前线”品牌服饰发展探索新路子；三是积极利用网络时代的新媒体，如微信、微博、抖音、快手、小红书等社交平台及直播、店播等自媒体，与年轻消费者随时随地互动，增强流量、聚集粉丝，强化品牌粘性，为“潮流前线”品牌传播销售提供新路径；四是适应服饰市场渠道的新变化，积极开拓商超和购物中心，为“潮流前线”品牌服饰销售增加新渠道；五是狠抓产品质量，踏踏实实做好产品，给消费者提供“超级性价比”的产品，为“潮流前线”品牌服饰增强核心竞争力。

供应链管理方面。以研发设计为核心，为上下游客户提供新产品；以集中采购，完善业务模式为重点，加强管理，控制风险，拓宽业务范围，为客户提供高效率、低成本的增值服务，推进供应链管理业务的平稳发展，为公司营业收入和利润的稳步增长提供坚实的支撑。

总体看，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，未来随着各项目的逐步实施，公司业务有望保持较好的发展态势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度审计报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留的审计意见。根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，公司根据此项会计政策变更采用追溯调整法，对 2017 年净利润无影响。财政部于 2017 年度颁布了《企业会计准则解释第 9 号——关于权益法下投资净损失的会计处理》《企业会计准则解释第 10 号——关于以使用固定资产产生的收入为基础的折旧方法》《企业会计准则解释第 11 号——关于以使用无形资产产生的收入为基础的摊销方法》及《企业会计准则解释第 12 号——关于关键管理人员服务的提供方与接受方是否为关联方》，公司自 2018 年 1 月 1 日起执行上述企业会计准则解释，执行上述解释对公司期初财务数据无影响。

2016 年，公司合并范围子公司 23 家；2017 年，公司合并范围内新增子公司 12 家；2018 年，公司合并范围新增子公司 4 家，处置子公司 3 家。近三年，公司合并范围变动较大，对财务可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 101.66 亿元，负债合计 45.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.95 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 52.88 亿元。2018 年，公司实现营业收入 184.94 亿元，净利润（含少数股东损益）4.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.69 亿元；公司经营活动现金流量净额为-5.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.30 亿元。

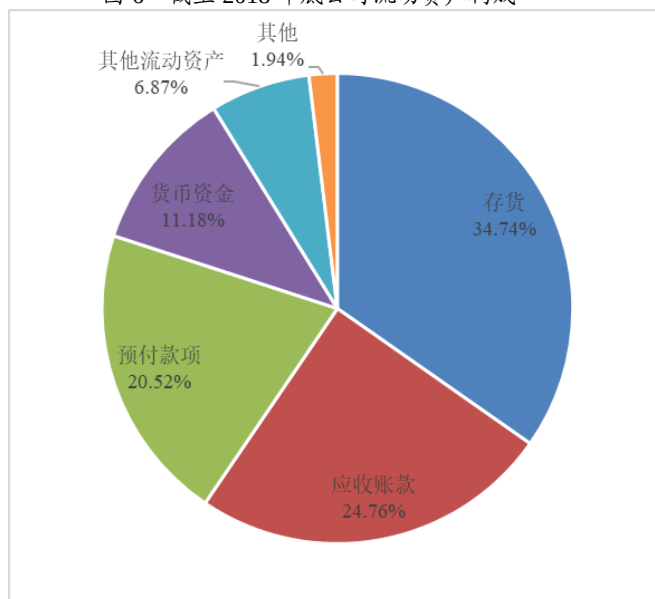
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 18.87%。截至 2018 年底，公司资产总额 101.66 亿元，较年初变化不大，其中流动资产占比 77.72%，非流动资产占比 22.28%。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 16.45%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、预付款项、存货和其他流动资产波动所致。截至 2018 年底，公司流动资产为 79.02 亿元，较年初减少 8.88%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、预付款项和其他流动资产减少所致；以货币资金（占比 11.18%）、应收账款（占比 24.76%）、预付款项（占比 20.52%）、存货（占比 34.74%）和其他流动资产（占比 6.87%）为主，如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合减少 1.39%。截至 2018 年底，公司货币资金 8.83 亿元，较年初增长 25.11%，主要系理财产品到期赎回到账所致；货币资金主要由银行存款（占比 89.90%）和其他货币资金（占比 10.04%）构成。截至 2018 年底，公司货币资金余额中受限资金 0.60 亿元（占比 6.76%），主要为银行承兑汇票保证金和锁汇保证金，受限比例低。

2016~2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 24.44%，主要系随着供应链业务快速增长，公司为支持客户发展，给予客户一定的信用额度与信用期所致。截至 2018 年底，公司应收账款 19.56 亿元，较年初增长 19.67%。从账龄来看，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面价值 18.89 亿元（占比 89.47%），1 年以内占比 79.17%，1~2 年占比 12.52%，2~3 年占比 7.75%，其余为 3 年及以上，1 年以上的应收账款占据一定比例；从集中度来看，应收账款金额前 5 名账面余额 4.11 亿元（占比 19.51%），集中度一般。截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 1.49 亿元，计提比例 7.10%，计提较为充分。

2016~2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 57.84%，主要系供应链管理业务预付采购款波动所致。截至 2018 年底，公司预付款项 16.22 亿元，较年初下降 28.95%，主要系第四季度公司供应链管理业务比上年同期下降所致。

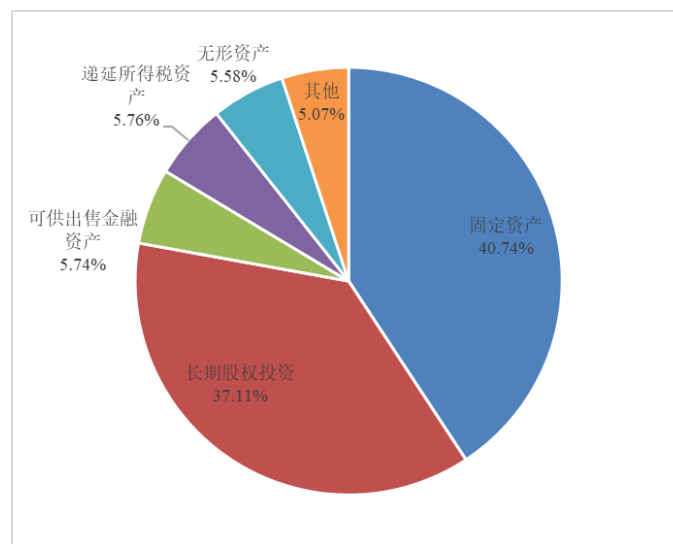
2016~2018 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 47.37%，主要系供应链管理业务快速发展公司备货量快速增长，以及 2017 年起公司开展服装联营店模式致库存增加所致。截至 2018 年底，公司存货 27.45 亿元，较年初增长 44.33%。公司存货主要由原材料（占比 49.39%）和库存商品（占比 40.78%）构成。截至 2018 年底，公司存货共计提跌价准备 1.72 亿元，计提比例 5.89%；考虑到大众时尚服装属于流行性产品及消费者偏好变化较快的特点，公司存货存在一定跌价风险。

2016~2018 年，公司其他流动资产逐年减少，年均复合下降 43.56%，主要系购买理财产品减少所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产 5.43 亿，较年初下降 52.85%，主要由购买的理财产品（占比 46.59%）和待抵扣增值税进项税（占比 52.18%）构成。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 28.67%，主要系长期股权投资和固定资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 22.65 亿元，较年初增长 36.54%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 5.74%）、长期股权投资（占比 37.11%）、固定资产（占比 40.74%）、无形资产（占比 5.58%）和递延所得税资产（占比 5.76%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司可供出售金融资产逐年下降，年均复合下降 5.43%，主要系计提减值准备所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 1.30 亿元，较年初减少 5.44%，主要投资对象包括广东格致服装有限公司（0.30 亿元）、广州市纤麦服饰贸易有限公司（0.39 亿元）、深圳市欧芮儿服装有限公司（0.30 亿元）等，共计提减值准备 0.27 亿元。

2016~2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 36.41%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 8.40 亿元，较年初增长 80.48%，主要系原合并范围内的控股子公司绍兴市兴联供应链管理有限公司及湖北佳纺壹号家居用品有限公司失去控制权变为非控股子公司所致；主要为广州市汇美时尚集团股份有限公司（3.44 亿元）和绍兴市兴联供应链管理有限公司（3.53 亿元）。

2016~2018 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 50.97%，主要系在建工程完工转入所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 9.23 亿元，较年初增长 36.14%。公司固定资产主要为房屋及建筑物（占比 75.76%）和房屋建筑物装修（占比 15.58%）。公司固定资产累计计提折旧 1.75 亿

元，未计提减值准备。公司固定资产成新率 84.08%，成新率较高。截至 2018 年底，公司受限固定资产 0.28 亿元（占比 3.06%），为售后回租形式抵押借款，受限比例低。

2016~2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 75.77%。截至 2018 年底，公司无形资产 1.26 亿元，较年初增长 216.09%，主要系公司购置土地所致；主要为土地使用权（占比 99.30%）；无形资产累计摊销 0.12 亿元，未计提减值准备；公司无受限无形资产。

2016~2018 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 77.20%，主要为资产减值准备和内部交易未实现利润。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 1.30 亿，较年初增长 5.76%。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 0.88 亿元，占资产比例为 0.86%，受限比例很低。

表 8 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	受限原因	占资产比重
货币资金	5,967.58	银行承兑、锁汇、期货保证金	0.59
固定资产	2,820.43	售后回租形式抵押借款	0.28
合计	8,788.01	--	0.86

资料来源：公司年报

总体看，近三年公司资产规模波动增长，以流动资产为主；应收账款、预付款项及存货占比较高，对运营资金占用较为严重，整体资产质量一般。

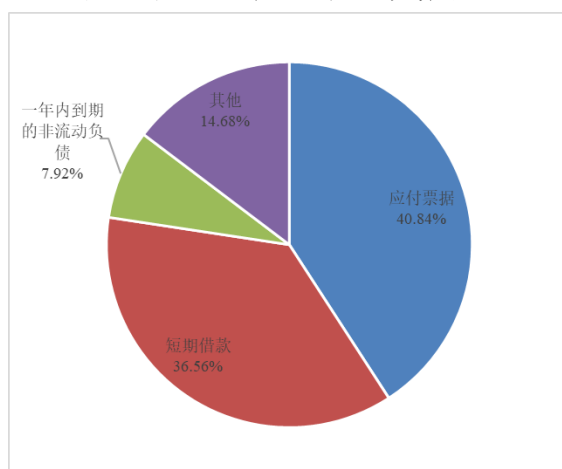
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 52.27%；截至 2018 年底，公司负债总额 45.71 亿元，较年初增长 4.85%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占比 94.37%，非流动负债占比 5.63%，以流动负债为主。

（1）流动负债

2016~2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 62.97%。截至 2018 年底，公司流动负债 43.14 亿元，较年初增长 7.35%，主要系短期借款和应付票据增加所致；主要由短期借款（占比 36.56%）、应付票据（占比 40.84%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.92%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 243.28%，主要系公司供应链业务快速扩张，补充运营资金所致。截至 2018 年底，公司短期借款 15.77 亿元，较年初增长 39.34%；主要由信用借款（占比 63.11%）和保证借款（占比 28.07%）构成。

2016~2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 175.52%，主要系供应链业务快速扩张，采购原材料金额增加所致。截至 2018 年底，公司应付票据 17.62 亿元，较年初增长 135.35%；其中，银行承兑汇票占比 74.66%、信用证占比 21.12%、商业承兑汇票占比 4.23%。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债较为稳定，年均复合下降 1.11%；截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.42 亿元，较年初下降 2.15%，全部为一年内到期的“14 搜特 01”。

（2）非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债逐年减少，年均复合下降 13.92%，主要系应付债券减少所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 2.57 亿元，较年初下降 24.62%；主要由长期借款（占比 34.96%）、应付债券（占比 38.57%）和长期应付款（占比 24.98%）构成。

2016~2017 年，公司无长期借款。截至 2018 年底，公司新增长期借款 0.90 亿元；从还款期限来看，2019 年偿还金额 0.10 亿元、2020 年偿还金额 0.20 亿元、2021 年偿还金额 0.30 亿元、2022 年偿还金额 0.30 亿元，集中偿付压力较小。

2016~2018 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 46.54%，主要系“14 搜特 01”转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年底，公司应付债券 0.99 亿元，较年初下降 70.92%；主要为“18 搜于特 MTN001”。

2016~2017 年，公司无长期应付款。截至 2018 年底，公司新增长期应付款 0.64 亿元；2018 年 6 月，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。

2016~2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 92.41%。截至 2018 年底，公司全部债务 39.34 亿元，较年初增长 53.02%；其中短期债务占比 93.55%，长期债务占比 6.45%，以短期债务为主，债务结构有待改善。2016~2018 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 27.40%、42.21%和 44.97%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 16.91%、30.10%和 41.29%；长期债务资本化比率逐年下降，分别为 6.24%、5.41%和 4.32%；近年来公司债务负担大幅加重，但仍属可控。

总体看，近年来随着供应链业务规模的扩大公司负债规模逐年增长，整体债务负担大幅加重，且以短期债务为主，债务结构有待改善。

（3）所有者权益

2016~2018 年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.50%，主要系 2017 年公司向员工授予限制性股票，以及未分配利润波动所致；截至 2018 年底，公司所有者权益 55.95 亿元，较年初减少 6.29%；其中，归属于母公司所有者权益合计 52.88 亿元，由股本（占比 58.48%）、资本公积（占比 15.57%）和未分配利润（占比 24.73%）构成，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。根据公司 2016 年度股东大会决议，2017 年公司以总股份 15.62 亿股为基数，以资本公积转增股本方式向全体股东每 10 股转增 10 股，公司注册资本变更为 31.24 亿元，上述资本公积转增使得公司资本公积较 2016 年下降 63.62%至 8.83 亿元。

总体看，近三年，公司所有者权益波动增长，所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益结

构稳定性较好。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 71.06%，主要系供应链管理业务的快速发展所致；营业成本逐年增长，年均复合增长 81.00%，主要系供应链业务占比增加所致。2016~2018 年，公司净利润波动增长，分别为 3.97 亿元、7.71 亿元和 4.69 亿元，年均复合增长 8.66%，其中 2017 年大幅增长，主要系供应链业务规模大幅增长所致；2018 年较上年下降 39.18%，主要系一方面存货跌价损失大幅增加，以及供应链业务毛利率下降所致。2018 年，归属于母公司所有者的净利润 3.69 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 20.44%，2018 年，公司费用总额为 7.27 亿元，较上年增长 13.02%，其中销售费用为 3.25 亿元（占比 44.65%）、管理费用 1.88 亿元（占比 25.85%）、研发费用 0.34 亿元（占比 0.15%）、财务费用 1.81 亿元（占比 24.85%），以销售费用、管理费用和研发费用为主。销售费用方面，2016~2018 年，销售费用波动增长，年均复合增长 2.58%，分别为 3.08 亿元、3.78 亿元和 3.25 亿元，主要由广告展销费和销售人员薪酬构成；其中 2017 年大幅增长，主要系供应链管理业务快速增长，人员工资、仓储、运输费用、广告及业务宣传费等增加所致；2018 年较上年下降 14.24%，主要系广告费、店铺装修摊销费减少及供应链管理部分业务改变物流配送方式运输费用减少所致。管理费用方面，2016~2018 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增长 16.50%，分别为 1.38 亿元、1.53 亿元和 1.88 亿元，主要系随着公司经营规模扩大，员工相关费用增加所致。财务费用方面，2016~2018 年，公司财务费用逐年增长，分别为 0.54 亿元、0.72 亿元和 1.81 亿元，主要系应付公司债券利息、银行借款利息增加所致。2018 年公司研发费用 0.34 亿元，较上年变化不大。2016~2018 年，公司费用收入比波动下降，分别为 7.93%、3.29%和 3.75%，费用控制能力有所提高，但公司期间费用对利润仍存在一定侵蚀。

2016~2018 年，公司资产减值损失快速增长，分别为 0.87 亿元、1.13 亿元和 1.80 亿元，年均复合增长 44.01%，主要系坏账准备和跌价准备大幅增加所致，占营业利润的比重分别为 16.32%、10.79%和 28.26%，对利润侵蚀较为显著。

从整体盈利指标看，2016~2018 年，受供应链业务收入占比上升的影响，公司营业利润率逐年下降，分别为 17.37%、9.25%和 7.66%；总资本收益率波动下降，分别为 9.36%、11.43%和 6.84%；总资产报酬率波动下降，分别为 10.98%、12.85%和 7.68%；净资产收益率波动下降，分别为 10.52%、13.77%和 8.10%，公司盈利能力有所下降。

总体看，近年来，随着公司供应链业务规模的扩大公司收入逐年增长；受供应链业务毛利率下降，以及服装业务存货跌价准备大幅增加的影响，公司利润水平有所下降；公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2016~2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 65.95%，分别为 67.78 亿元、197.11 亿元和 186.67 亿元，主要系产品销售规模波动增长所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流出规模波动增长，年均复合增长 61.76%，分别为 73.60 亿元、206.05 亿元和 192.58 亿元，主要系购买生产材料及支付员工工资支出波动增加所致。供应链管理业务中，公司通过预付方式向上游进行集中采购，随着业务体量的扩大，垫付资金规模也逐年增长，使得近两年公司经营活动现金净流量持续为负，受此影响，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金净流出分别为 5.82 亿元、8.82 亿元和 5.91 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比分别为 106.34%、106.92%

和 100.15%，收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2016~2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为 27.98 亿元、160.38 亿元和 122.32 亿元，主要为理财产品到期赎回所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 40.54 亿元、164.29 亿元和 108.44 亿元，主要为公司购买理财产品、对外股权投资及总部大楼建设等项目的资金投入。受上述因素影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -12.56 亿元、-3.92 亿元和 13.88 亿元。

筹资活动方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，分别为 28.79 亿元、14.42 亿元和 20.78 亿元，其中 2016 年主要为非公开发行股票收到的现金，2017 年和 2018 年主要为取得借款收到的现金。2016~2018 年，公司筹集活动现金流出波动增长，分别为 4.69 亿元、2.85 亿元和 27.26 亿元，主要系偿还债务所致。受上述因素影响，2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 24.10 亿元、11.57 亿元和 -6.48 亿元。

总体看，近年来，公司业务规模的扩大带来存货及预付款等的增加，经营性净现金持续净流出，考虑到公司未来投资及经营计划，存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司流动比率逐年下降，分别为 3.59 倍、2.16 倍和 1.83 倍；速动比率逐年下降，分别为 2.81 倍、1.68 倍和 1.20 倍，均处于较高水平。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 1.27 倍、0.74 倍、0.27 倍，公司经营现金对短期债务的保障能力持续下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 6.81 亿元、12.08 亿元和 8.68 亿元。2018 年，公司 EBITDA 中利润总额占比 73.42%、计入财务费用的利息支出占比 17.21%、折旧占比 5.19%、摊销占比 4.17%，以利润总额和计入财务费用的利息支出构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 11.53 倍、15.66 倍和 5.81 倍，EBITDA 对利息的保障能力很强；2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比逐年下降，分别为 0.64 倍、0.47 倍和 0.22 倍，EBITDA 对债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，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（机构信用代码：G10442000110669523），截至 2019 年 4 月 26 日，公司无已结清及未结清信贷的不良信贷记录。

截至 2018 年底，公司及各子公司共获得银行授信 65.25 亿元，未使用余额 29.65 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。总体看，公司长短期偿债能力表现一般，但考虑到融资渠道畅通，过往债务履约情况较好，其整体偿债能力很强。

八、本次可转换债偿债能力分析

1. 本次可转债的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务合计 39.34 亿元，本次拟发行可转债额度不超过人民币 8.00 亿元，是目前公司全部债务的 0.20 倍，对公司债务规模影响一般。

以 2018 年底财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，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由 44.97%、41.29%和 4.34%上升至 48.98%、45.83%

和 15.85%，较发债前分别上升了 4.01 个百分点、4.55 个百分点和 11.51 个百分点，债务负担有所加重，但仍属可控。

2. 本次可转债偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 8.68 亿元，是本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 1.09 倍，EBITDA 对本次可转债的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金流入量为 186.67 亿元，是本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 23.33 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度很高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力，综合来看，公司偿债能力将进一步增强。

综合以上分析，考虑到公司在行业地位、经营规模等方面具有的综合优势，公司对本次可转债的偿还能力很强。

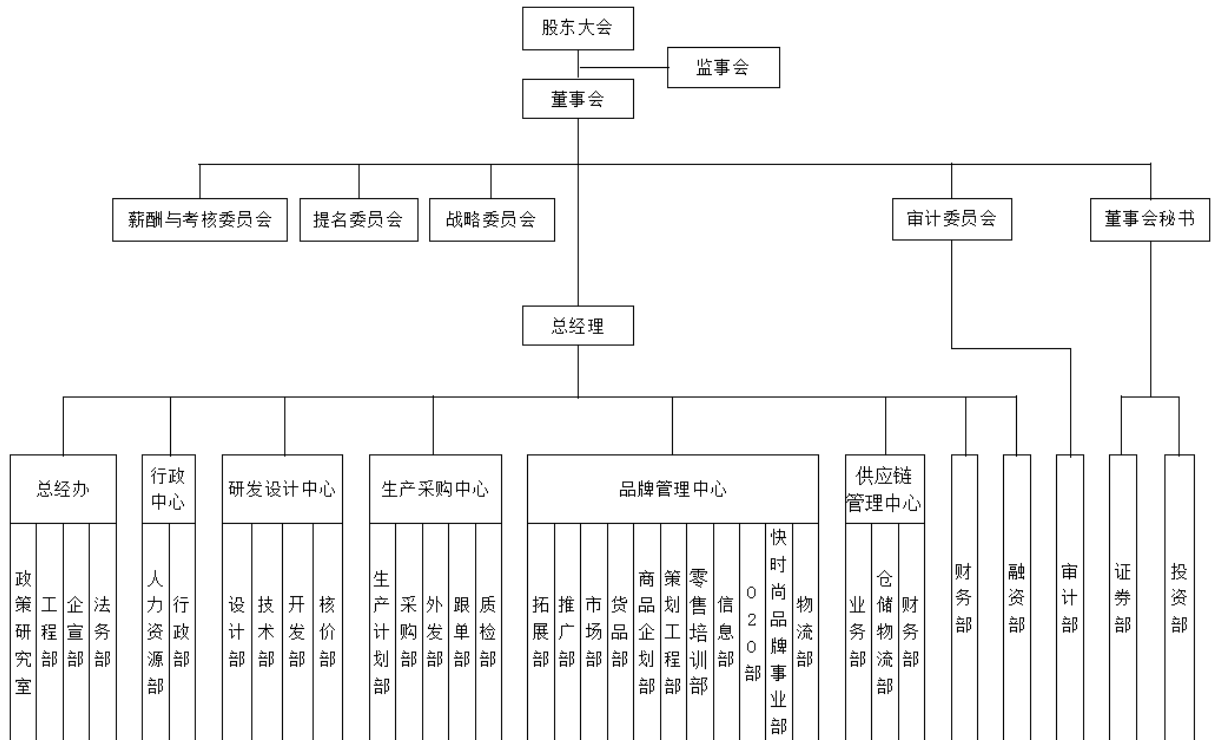
九、综合评价

公司作为从事品牌服饰运营、供应链管理、品牌管理等业务的多元化上市公司，在品牌运营推广、渠道建设和供应链管理业务布局等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司借助服装产业上下游资源，大力发展供应链管理业务，通过在全国各纺织服装产业集群地区与各合作伙伴投资设立项目子公司的模式开展纺织原料集采业务，收入及资产规模快速增长。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业零售终端需求不旺、公司服装业务库存规模随联营店数量的扩张快速推升、供应链业务为取得成本优势向上游垫款额较大、经营性现金流持续净流出、短期债务规模增长快等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

未来，随着公司对供应链管理业务的深入拓展和仓储物流中心建设的推进，公司在纺织原材料整采零销的业务优势将得到增强，有望进一步提高公司综合实力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8 亿元的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，综合看，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 搜于特集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 搜于特集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	71.95	103.31	101.66
所有者权益（亿元）	52.23	59.71	55.95
短期债务（亿元）	7.15	22.29	36.80
长期债务（亿元）	3.47	3.42	2.54
全部债务（亿元）	10.63	25.71	39.34
营业收入（亿元）	63.20	183.30	184.94
净利润（亿元）	3.97	7.71	4.69
EBITDA（亿元）	6.81	12.08	8.68
经营性净现金流（亿元）	-6.12	-8.82	-5.91
应收账款周转次数（次）	6.67	11.95	9.63
存货周转次数（次）	5.32	10.07	6.94
总资产周转次数（次）	1.16	2.09	1.80
现金收入比率（%）	106.34	106.92	100.15
总资本收益率（%）	9.36	11.43	6.84
总资产报酬率（%）	10.98	12.85	7.68
净资产收益率（%）	10.52	13.77	8.10
营业利润率（%）	17.37	9.25	7.66
费用收入比（%）	7.93	3.29	3.75
资产负债率（%）	27.40	42.21	44.97
全部债务资本化比率（%）	16.91	30.10	41.29
长期债务资本化比率（%）	6.24	5.41	4.34
EBITDA 利息倍数（倍）	11.53	15.66	5.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.64	0.47	0.22
流动比率（倍）	3.59	2.16	1.83
速动比率（倍）	2.81	1.68	1.20
现金短期债务比（倍）	1.27	0.74	0.27
经营现金流动负债比率（%）	-37.69	-21.95	-13.70
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.85	1.51	1.09

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、2018 年公司长期应付款中售后回租形式抵押借款已计入长期债务及其相关指标计算。

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	
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+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 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+期末所有者权益+期末全部债务) / 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+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 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-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 搜于特集团股份有限公司 A 股股票可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年搜于特集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

搜于特集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。搜于特集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注搜于特集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现搜于特集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如搜于特集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至搜于特集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送搜于特集团股份有限公司、监管部门等。

