

东莞市搜于特服装股份有限公司

**2015 年公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【269】号 01

债券简称：
15 搜特债

债券剩余规模：
3.06 万元

债券到期日期：
2020 年 08 月 24 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末公司上调票
面利率及投资者回售选
择权

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

东莞市搜于特服装股份有限公司 2015 年公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 19 日	2019 年 06 月 12 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对搜于特集团股份有限公司（以下简称“搜于特”或“公司”，股票代码“002503.SZ”）及其 2015 年 8 月 24 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司品牌服饰业务经营相对稳定，融资渠道仍较为畅通。同时中证鹏元关注到，服装家纺行业需求持续疲软，行业内企业经营压力进一步加大，公司资产中应收账款、预付款项及存货占比较大，存在减值风险，公司净利润大幅下滑，刚性债务规模持续增长，面临较大债务偿还压力等风险因素。

正面：

- 公司品牌服饰业务经营相对稳定。公司继续探索“快时尚”模式，2019 年品牌服饰业务实现营业收入 14.40 亿元，毛利率 35.49%，经营相对稳定。
- 公司作为中小板上市企业，融资渠道仍较为畅通。2020 年 3 月，公司成功发行“搜于特转债”，发行金额 8.00 亿元。此外，2019 年公司共获得银行授信 58.97 亿元，融资渠道仍较为畅通。

关注：

- 服装家纺行业终端需求疲软及疫情的蔓延使得行业内企业经营压力进一步加大。2019 年我国服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下滑至 2.90%，较 2018 年下降 5.11 个百分点。纺织原料及纺织制品出口增速再次转负。2020 年，COVID-19 疫情（以

¹ 2016 年公司名称变更为“搜于特集团股份有限公司”

下简称“疫情”）在全世界流行，2020年1-4月国内服装鞋帽针纺织品类限额以上销售额累计同比减少29.00%，海外部分国家和地区疫情仍未得到有效控制，行业内企业经营压力进一步加大。

- **公司资产中应收账款、预付款项及存货占比较大，行业经营压力加大了公司资产减值风险。**2019年末，公司应收账款、预付款项和存货合计占总资产比重达61.55%，占用了公司较多的营运资金，随着疫情的爆发，行业内企业经营压力进一步加大，公司资产减值风险提升。
- **公司净利润大幅下滑，同时面临较大债务偿还压力。**2019年公司实现净利润21,871.57万元，同比下降53.33%，2020年一季度净利润亏损7,383.46万元；2019年末公司刚性债务同比增长15.24%至453,357.31万元，其中短期刚性债务351,700.66万元，面临较大的债务偿还压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,255,550.21	1,131,561.99	1,016,629.10	1,033,058.82
归属于母公司所有者权益	550,482.50	544,346.88	528,819.70	560,610.67
刚性债务	548,376.22	453,357.31	393,408.26	257,097.46
资产负债率	53.59%	49.05%	44.97%	42.21%
流动比率	1.95	1.92	1.83	2.16
速动比率	1.29	1.22	1.20	1.68
营业收入	134,370.71	1,292,399.15	1,849,414.11	1,833,038.50
营业利润	-9,031.65	28,678.61	63,724.76	105,039.66
净利润	-7,383.46	21,871.57	46,865.07	77,053.33
综合毛利率	3.84%	7.99%	7.85%	9.46%
总资产回报率	-	4.18%	7.68%	12.85%
EBITDA	-	56,524.25	86,804.53	120,820.81
EBITDA 利息保障倍数	-	3.56	5.81	15.66
经营活动现金流净额	-31,123.67	9,970.79	-59,118.42	-88,208.34

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

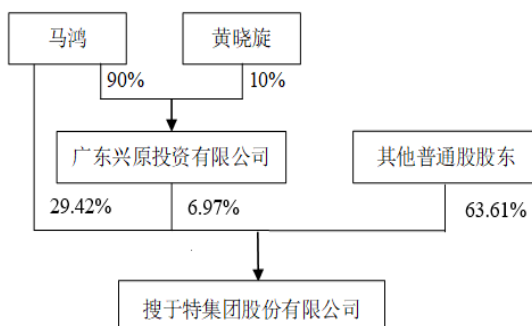
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2015 年 8 月 24 日公开发行本期债券，发行规模为 3.5 亿元，募集资金用途为补充公司流动资金。截至 2020 年 3 月 21 日，本期债券资金专项账户余额为 0.79 万元。

二、发行主体概况

2019 年 3 月，广东兴原投资有限公司（以下简称“兴原投资”）通过深圳证券交易所大宗交易系统减持所持公司股份 58,955,107 股，占公司总股本的 1.91%；2019 年 5 月，兴原投资与广州高新区投资集团有限公司（以下简称“高新区集团”）签署了《股份转让协议》，通过协议转让的方式向高新区集团转让其持有的公司无限售流通股 309,250,540 股，占公司总股本的 10%；2019 年 6 月，马鸿及兴原投资与嘉兴煜宣投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴煜宣”）签署了《股份转让协议》，马鸿通过协议转让的方式向嘉兴煜宣转让其持有的公司无限售流通股 137,968,572 股，占公司总股本的 4.46%；兴原投资通过协议转让的方式向嘉兴煜宣转让其持有的公司无限售流通股 16,656,728 股，占公司总股本的 0.54%。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 309,250.54 万元，控股股东及实际控制人仍为自然人马鸿，其直接持股比例较 2018 年末下降 4.46 个百分点至 29.42%，另通过兴原投资间接持有公司 6.97% 的股权，持股比例合计 36.39%。截至 2020 年 5 月末，马鸿已质押股权数量 50,130.10 万股，占其持有股份的 66.39%；兴原投资已质押股权数量为 7,545.00 万股，占其持有股份的 34.99%，马鸿及其一致行动人兴原投资未解押股权数量合计为 57,675.10 万股，占公司总股本的 18.65%。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务仍为品牌服装销售、供应链管理业务等，其中供应链管理业务仍为公司最主要的收入来源。2019 年公司合并范围新增 1 家子公司，减少 3 家。具体如下表所示。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广东盛德隆实业有限公司	100%	5,000.00	批发、零售业	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
东莞市愉成服装有限公司	51.00%	500.00	批发、零售业	股权转让
中群供应链管理(福建)有限公司	100.00%	20,000.00	批发、零售业	少数股东增资
厦门瑞悦隆纺织有限公司	100.00%	4,462.22	批发、零售业	少数股东增资

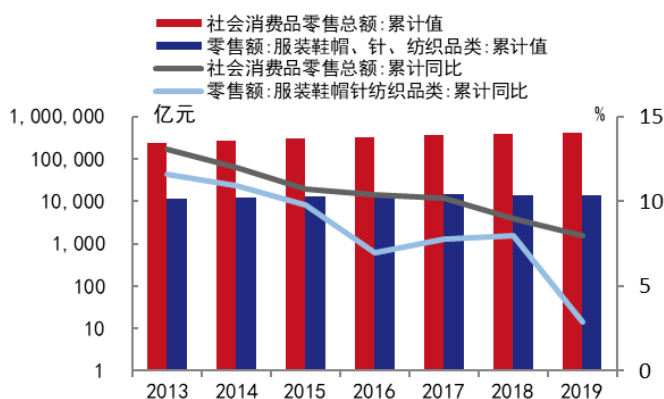
资料来源：公司 2019 年年度报告及其他公开资料，中证鹏元整理

三、运营环境

国内宏观经济增速放缓，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑；同时，受疫情影响，居民收入受损，食品、医疗等消费支出压力加大，短期内会对衣着消费造成一定冲击

我国宏观经济增速持续放缓，2019 年全年国内生产总值同比增长 6.1%，增速较 2018 年下降 0.6 个百分点。分季度来看，一至四季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%和 6.0%，经济下行压力仍然较大。消费方面表现为我国社会消费品零售总额增速持续放缓，2019 年下滑至 8.0%，较 2018 年下降 0.98 个百分点。细分来看，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下降更为明显，2019 年下滑至 2.90%，较 2018 年下降 5.11 个百分点。

图 2 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑

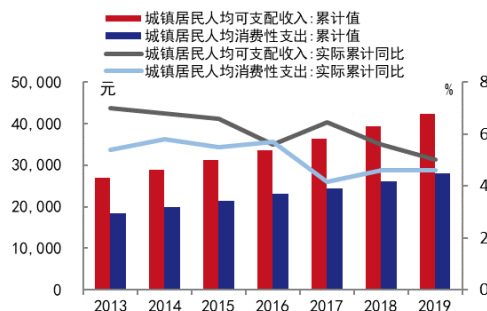


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内服装家纺市场需求增长动力较弱。近年来，我国城镇居民人均可支配收入增速整体呈下降趋势，2019 年为 5.00%，较 2018 年下降 0.60 个百分点。2017 年我国城镇居民人

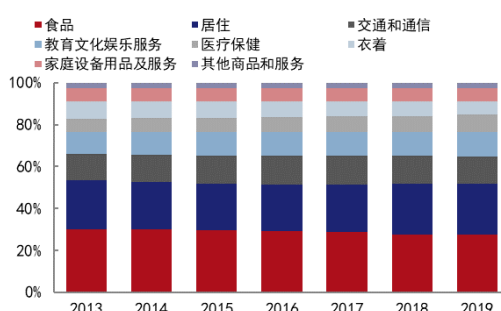
均消费性支出增速降幅较大,较 2016 年下降 1.55 个百分点,2018 和 2019 年略有回升,2019 年为 4.60%,与 2018 年持平。从消费结构来看,食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向,近年来合计占比均在 50%以上,同时居住消费占比仍在逐年增加。随着居民生活水平的提升及消费观念的变化,教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势,2019 年两者合计占比为 19.99%,较 2018 年增加 0.77 个百分点。在上述因素影响下,我国居民衣着消费占比不断被压缩,2019 年为 6.53%,较 2018 年和 2013 年分别下降 0.39 和 1.87 个百分点。值得注意的是,2020 年 1 月疫情在国内爆发,各地交通管制和延期复工等政策伴随而来,对餐饮、旅游、娱乐、交通运输、酒店、零售等多个行业的正常经营造成严重影响,国内经济增长进一步承压,居民收入受损,同时食品价格上涨,医疗防护用品支出增加,短期内均对衣着消费造成进一步冲击。此外,我国人口自然增长率自 2016 年以来持续下降,2019 年为 3.34%,较 2016 年下降 2.52 个百分点,同时我国 60 岁以上人口占比逐年增加,2019 年末已达 18.1%,长期来看,人口增长放缓及老年人口占比上升均对衣着需求的长期增长形成一定压力。

图 3 城镇居民人均可支配收入增速下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 居民衣着消费占比不断被压缩

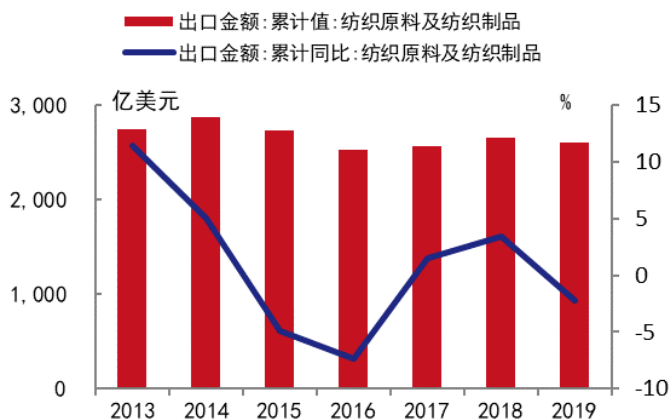


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019 年世界经济增速放缓以及中美贸易摩擦导致我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负，2020 年疫情在世界范围内蔓延，短期内将对我国服装家纺行业出口产生重大冲击

我国服装家纺行业仍然面临着较大的出口压力。近年来,我国纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓,并多次出现负增长。2015 年受全球经济增长放缓、商品出口价格下降以及贸易结构调整等因素影响,我国纺织原料及纺织制品出口金额同比下降 4.90%,2016 年进一步扩大至 7.40%;2017 年随着对美国、欧盟和日本三大主要市场出口的恢复以及对“一带一路”沿线及非洲部分国家和地区出口的增加,我国纺织原料及纺织制品出口增速恢复正增长。2019 年受世界经济增速进一步放缓以及中美博弈引发的贸易摩擦等因素影响,我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负。

图 5 纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓，并多次出现负增长



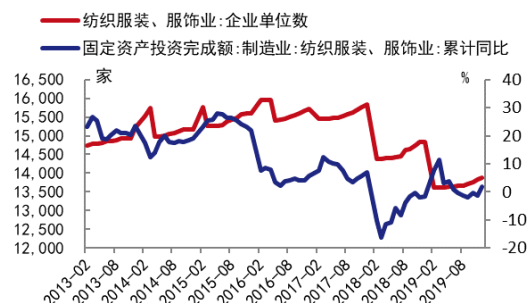
资料来源：Wind，中证鹏元整理

考虑到疫情已在世界范围内蔓延且部分主要国家疫情仍未得到有效控制，国际贸易和世界经济将遭受严重冲击，短期内我国服装家纺行业出口压力将进一步加大。

服装家纺行业固定资产投资减速，规模以上企业数量逐渐减少；行业内亏损面扩大，亏损总额大幅增长，行业内企业将加速分化

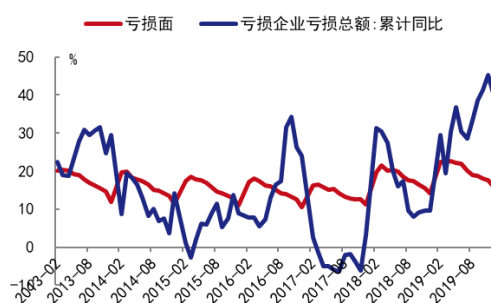
我国服装家纺行业固定资产投资增速下滑，行业内规模以上企业数量下降。近年来，我国服装家纺行业固定资产投资额波动下滑，2018 年下半年低位改善但整体仍为负增长，2019 年存在一定波动，全年累计同比增长 1.80%。2017 年以来行业内规模以上企业数量整体呈下降趋势，其中 2018 年和 2019 年下降幅度较大，2019 年末为 1.39 万家。服装生产方面，根据中国服装协会统计，2017-2019 年行业内规模以上企业服装生产量同比分别减少 2.26%、3.37%和 3.28%。服装家纺行业是传统的劳动密集型产业，以中小企业居多，但近年来行业自主创新能力和协同创新能力持续增强，生产流程自动化水平不断提高，三维人体测量、服装 3D 可视化等先进技术不断成熟，供给质量不断提高。2018 年以来行业亏损面有所扩大，2019 年末为 16.03%，较 2018 年末上升 1.85 个百分点，且亏损总额大幅增长，2018 年和 2019 年同比分别增长 9.70%和 40.40%，行业内企业将加速分化。

图 6 行业固定资产投资增速下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 行业亏损面扩大，亏损总额大幅增长

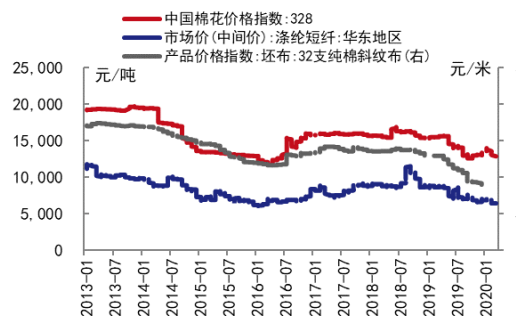


资料来源：Wind，中证鹏元整理

上游原材料价格处于低位，但受国内外市场需求疲软影响，叠加疫情导致行业库存压力和应收款项回收压力加大，行业内企业仍面临较大经营压力

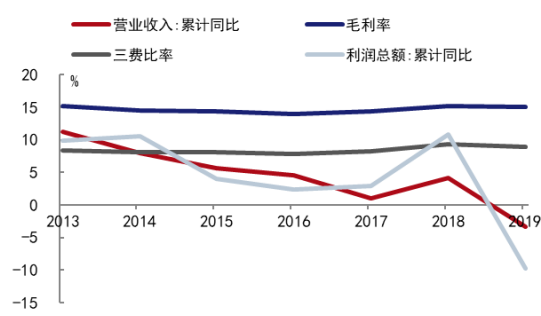
服装家纺行业上游原材料包括化学纤维和天然纤维，价格整体处于低位。天然纤维以棉花为主，化学纤维以涤纶为主。2018年下半年以来棉花和涤纶短纤价格均呈波动下降趋势。截至2020年2月末，328级棉花和涤纶短纤的价格分别为1.31万元/吨和0.65万元/吨，均低于2013年至今的平均价格，原材料价格整体处于低位。由于纺织产业链较短，纤维价格向坯布传导较快，坯布价格呈现出与纤维价格相同的走势，截至2019年末为4.80元/米，系2013年来最低价格。原材料价格低位运行，有利于行业内企业降低生产成本，提高销售利润水平。

图 8 棉花、涤纶等原材料价格低位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 企业营收增速下降

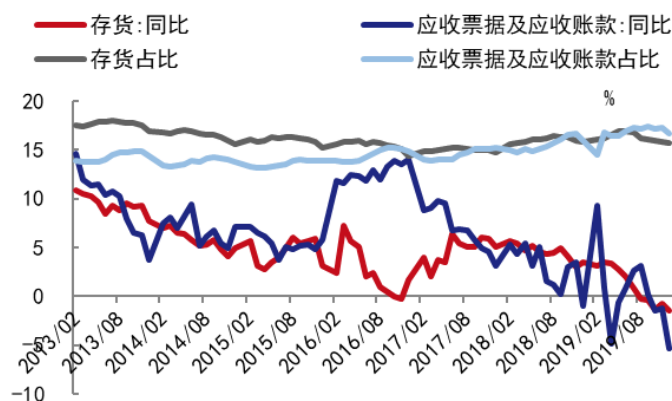


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来服装家纺企业经营压力较大，行业内规模以上企业营业收入和利润总额增速波动下降，2019年均转为负增长，同比分别下降3.40%和9.80%；毛利率和期间费用率方面，近年来整体波动幅度不大，2017-2018年有所上升，2019年分别为15.04%和8.91%，稍有回落。存货和应收账款方面，近年来行业内企业存货和应收票据及应收账款同比增速波动下行，2019年末分别为-1.50%和-5.30%，但两者占总资产的比重仍然较大，2019年末分别

为 15.68%和 16.75%，行业内企业仍面临较大的库存管理压力和应收款项回收压力。鉴于当前行业终端消费景气度较弱，短期内行业内现金回收周期将有所延长。

图 10 存货和应收款项占比高，面临较大的库存管理压力和应收款项回收压力



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此次疫情影响，一方面，各大商场、购物中心以及街店等人流量大幅减少甚至闭店，叠加暖冬和换季因素，对冬装的清仓促销和春装的销售节奏带来较大影响；另一方面，延期复工带来了较大的工资、租金等固定支出压力，以上均对行业内企业盈利能力、存货及应收账款周转效率造成不利影响，预计 2020 年行业经营压力将进一步增大。

供应链管理行业未来发展空间较大

供应链管理行业是经济全球化和产业分工下的产物，属于现代物流发展的高级阶段。根据所处发展阶段的不同，现代物流可以划分为：（1）物流运输业，即帮助客户安排一批货物的运输；（2）第三方物流业，即设计、实施和运作一个企业的整个分销、采购、物流及供应链系统；（3）供应链管理行业，即对企业内部和具有互补性的服务供应商所拥有的不同资源、能力和技术进行整合和管理。供应链管理是现代物流业发展的高级阶段，物流是供应链管理的重要载体；同时供应链管理还整合了供应链环节的商流、资金流和信息流。

供应链行业的发展主要取决于两个因素：一是社会贸易总规模；二是企业供应链管理外包的比例。中国经济的快速发展，为现代物流及供应链管理行业的快速发展提供了良好的宏观环境。目前电子信息行业是国内供应链管理行业发展最快的领域，随着产业升级、竞争加剧和管理理念的更新，医疗器械、快速消费品及大宗商品等行业供应链管理服务外包的比例也将不断提高，此外跨境电商的快速发展一定程度上带动了供应链管理服务需求的上升，第三方物流及供应链管理发展空间较大。

表 2 近年来供应链管理行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 6 月	《国民经济行业分类》 (GB/T4754-2017)	国家统计局	正式将供应链管理服务纳入行业分类
2017 年 8 月	《关于开展供应链体系建设工作的通知》	商务部 财政部	在天津、上海等首批重点城市开展供应链体系建设，提高区域供应链标准化、信息化、协同化水平，促进提质增效降本。
2017 年 10 月	《关于推进供应链创新与应用的指导意见》	国务院	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。
2018 年 4 月	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	商务部等 8 部门	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。
2018 年 5 月	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	商务部 财政部	通过中央财政服务业发展专项资金支持现代供应链体系建设。
2020 年 4 月	《关于进一步做好供应链创新与应用试点工作的通知》	商务部等 8 部门	试点城市要落实分区分级精准防控和精准复工复产要求，加快推动和帮助供应链龙头企业和在全球供应链中有重要影响的企业复工复产；试点企业要充分发挥龙头带动作用，加强与供应链上下游企业协同，协助配套企业解决技术、设备、资金、原辅料等实际困难。

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务涉及品牌服装运营、供应链管理等业务。2019 年公司实现营业收入 129.24 亿元，同比下降 30.12%，主要系供应链管理业务收入大幅下滑所致，综合毛利率为 7.99%，变化较小。2019 年受国内外综合因素的影响，服装家纺行业市场需求疲软，叠加合并范围的变化，公司供应链管理业务收入下滑较大，2019 年公司实现材料销售收入 105.98 亿元，同比下降 33.13%，毛利率下降至 4.00%。公司服装板块发展相对稳定，2019 年实现收入 14.40 亿元，同比下降 2.39%，毛利率小幅回升。2019 年公司实现其他产品收入 7.99 亿元，主要为时尚电子产品业务的销售收入，同比下降 29.09%。2020 年一季度，受疫情影响，公司营业收入同比下降 57.92%至 13.44 亿元，综合毛利率下降至 3.84%，盈利能力大幅下滑。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率

材料	10.72	1.51%	105.98	4.00%	158.40	5.27%
服装	1.49	18.86%	14.40	35.49%	14.75	34.84%
其他产品	1.18	2.95%	7.99	2.86%	11.27	5.40%
医疗产品	0.03	75.75%	0.00	-	0.00	-
其他收入	0.02	62.14%	0.87	85.90%	0.52	81.50%
合计	13.44	3.84%	129.24	7.99%	184.94	7.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受全球经济增速放缓及中美贸易摩擦影响，2019年公司供应链管理业务收入大幅下降，毛利率持续下滑，且该业务公司垫付资金较多，占用营运资金规模较大，疫情的全世界流行进一步加大了供应链管理业务的经营压力

公司供应链管理业务主要产品为棉纱及布料等，2019年公司供应链管理业务发展继续放缓，全年实现供应链管理业务收入1,088,249.33万元²，同比下降29.37%，但整体规模仍较大，为公司最重要的收入来源，受棉纱等原材料价格下降影响，供应链管理业务毛利率下降至4.00%，2019年供应链管理业务实现净利润8,345.50万元，同比下降70.38%。2020年一季度，受疫情影响，公司供应链管理业务收入大幅下降至10.72亿元，毛利率下降至1.51%。

表 4 公司供应链管理业务收入分产品构成情况（单位：亿元）

产品类别	2019 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
棉纱	61.37	57.91%	101.95	64.37%
布料及其他	44.61	42.09%	56.46	35.63%
合计	105.98	100.00%	158.40	100.00%

资料来源：公司提供

公司供应链管理业务主要为服装品牌商、生产商、原料贸易商等企业提供高效、低成本的采购、仓储、配送管理等一系列供应链服务。目前公司供应链管理业务主要有两种经营模式，第一种模式为“时尚产业供应链管理项目”，以东莞市搜于特供应链管理有限公司（以下简称“东莞供应链”）作为实施主体，在全国各个地区投资设立多家项目子公司，以股权联合的形式，吸引一些在时尚产业具有行业经验和行业资源的合作伙伴共同参与各项目子公司的投资和经营业务，本身并不参与供应链业务的直接经营；第二种模式为“优化时尚供应链管理项目”，由东莞供应链通过对包括各项子公司的供应链资源及市场资源进行统一整合管理，进行集中采购和销售，本身作为经营主体直接开展供应链业务。两种经营模式在结算方面执行相同的信用政策，公司接到客户订单时，会收取一定比例的定金，根据客户的资质信用情况，给予不同时间的账期；公司采购环节仍然是预付一定比例的货

² 东莞供应链合并报表口径。

款，借助资金优势获取更加优惠的采购价格，尾款待到货时付清，部分一个月内付清。跟踪期内，时尚产业供应链管理项目下，公司二级和三级子公司仍为12家，其中三级子公司厦门瑞悦隆供应链管理有限公司的子公司中群供应链管理（福建）有限公司因少数股东增资于2019年7月不再纳入公司合并报表。截至2019年底，公司供应链业务合作客户1,900多家，合作的供应商563家，数量仍然较多，但均较2018年大幅减少。

在原材料采购端，时尚供应链管理项目各子公司合作伙伴均在纺织服装行业经营多年，自身拥有长期合作的供应商，在采购方面具有一定的优势，同时集合下游客户订单进行集中采购，发挥规模优势，再根据供应商给与的优惠情况以预付款的方式采购，从而获取较低的采购价格。优化时尚供应链管理项目下，由东莞供应链集中采购市场上较为紧俏或者畅销的原材料，进一步发挥规模优势，降低采购价格。2019年公司前五大供应商采购额共计247,815.24万元，占该板块总采购额的比重上升至28.18%。

表 5 2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	采购额占比
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，中证鹏元整理

在原材料销售端，供应链管理业务的客户资源主要为各项目子公司所在地的纺织、服装经营企业，包括小批发商、纺织厂和服装生产企业等。公司各项目子公司合作伙伴深耕当地市场，具有丰富的行业经验和行业资源，根据当地行业内企业经营情况变化不断对客户做出筛选更新，降低经营风险。销售价格方面，公司参考市场价格，以成本加上适当利润来确定。2019年受全球经济增速放缓及中美贸易摩擦影响，服装家纺行业需求持续疲软，棉纱价格波动下行，公司供应链管理业务产品中棉纱交易大幅下降，2019年实现销售收入61.37亿元，同比下降39.80%。2019年公司前五大客户销售金额共计227,250.88万元，占该板块总销售收入的20.43%，集中度有所上升。

表 6 2019 年公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	销售额占比
客户 A	65,341.73	5.97%
客户 B	46,715.49	4.11%
客户 C	46,275.06	4.08%

客户 D	41,202.72	3.76%
客户 E	27,715.88	2.51%
合计	227,250.88	20.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在仓储物流方面，公司在供应链子公司所在地设有仓库，物流由外包给第三方和客户上门自提相结合。公司自身的仓储物流体系建设工作逐步推进，公司2016年非公开发行股票募集资金中有3亿元将用于仓储物流基地建设项目，该项目计划总投资32,083.54万元，2019年末已投资300.22万元，其中本期投资50.75万元；同时公司2019年成功发行可转换公司债券，发行金额为8亿元，用于建设位于东莞道滘镇的时尚产业供应链总部（一期）项目，该项目计划总投资87,467.48万元，2019年末已投资50.00万元；此外还规划有江苏苏州华东区域总部及东莞沙田镇时尚产业供应链管理中心等涵盖仓储物流功能的建设项目。值得注意的是项目建设需要大量的资金，公司或面临较大的资金压力。

公司供应链管理业务产生的大量预付和应收款项给公司造成了较大的运营资金压力，截至2019年底，公司供应链管理业务预付的资金为118,918.49万元，材料类业务应收账款余额为161,864.09万元，存货中原材料余额为112,521.90万元，对公司营运资本造成较大的占用。2020年1月末，疫情在国内爆发，2020年3月蔓延至欧美等国家和地区，目前国内疫情已得到基本控制，但国内疫情防治对服装家纺行业的线下销售造成了严重影响，居民消费意愿和消费能力尚未完全恢复，2020年1-4月，国内服装鞋帽针纺织品类限额以上销售额累计同比减少29.00%，同时国外主要国家疫情尚未得到有效控制，对各国经济发展和消费均产生极大影响。公司供应链管理业务下游客户主要为服装生产商，市场需求减少导致其订单量大幅减少，将间接影响公司供应链管理业务的发展，同时公司客户包含大量中小民营企业，抗风险能力较低，加大了公司应收款项的回收风险。

得益于公司积极的渠道建设和布局调整以及多年积累的品牌形象，2019年公司服装板块收入及毛利率整体较为稳定，但2019年末存货规模有所上升，2020年疫情对线下销售渠道冲击较大，公司经营压力进一步加大

公司主要从事“潮流前线”品牌服饰的设计与销售业务，消费者定位为16-35周岁的年轻人，价格定位为平价的快时尚，市场定位为国内三、四线市场。2019年服装家纺行业需求持续疲软，公司服装板块实现收入143,979.49万元，同比下降2.39%；毛利率小幅提高至35.49%，整体保持稳定。

2019年公司继续加强“快时尚”模式的探索，注重对设计团队的培养，2019年末公司设计人员数量为308人，占总员工数量的比重为17.56%，较上年提高6.05个百分点。2019年公司服装产品设计新款数量及设计经费支出较上年均有一定增长，分别增长17.85%和

16.66%，设计经费占服装销售收入的比重提高至2.74%。

表 7 公司设计人员及经费情况

项目	2019 年	2018 年
设计人员（人）	308	303
当年设计新款（个）	16,801	14,256
当年上市新款（个）	11,258	9,415
年度设计经费（万元）	3,945.14	3,381.88
年度设计经费占服装板块收入的比重	2.74%	2.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料采购方面，公司主要面辅料为针织布、梭织布，公司主要根据获得的订单制定原材料采购计划，同时为了适应公司“快时尚”的经营战略，公司也会备存一些需求稳定的服装面料。2019 年公司原材料采购价格较上年均小幅下降，针织类原材料采购量有所增长，梭织类原材料采购量大幅减少至 1,829.42 万米，原因包括公司本部直接销售的梭织类材料减少和公司委托加工生产的服装比例降低导致的原材料采购减少等。

表 8 公司服装业务原材料采购情况

主要原材料	采购量		采购均价	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
梭织类（万米、元/米）	1,829.42	5,121.84	9.41	9.96
针织类（吨、元/公斤）	3,864.73	3,257.29	34.06	34.97

资料来源：公司提供

生产方面，公司品牌服装和面辅料的生产全部外包，分为“包工包料”和“委外加工”两种形式，其中前者由成衣厂负责原材料的采购和运输，公司直接采购服装成品并对产成品进行质量把控，“委外加工”则需由公司自行采购原材料，工厂只负责生产环节。2019 年“包工包料”和“委外加工”模式的比例约为 6:4，“包工包料”模式占比持续增长。2019 年，公司共生产服装 2,923.76 万件，比上年减少 1.39%。服装采购结算方面，公司一般采用“先货后款”的方式支付供应商货款，由于公司采购量较大，供应商会给予公司一定时间的信用期，有利于降低资金压力。

表 9 公司服装生产情况

项目	2019 年	2018 年
包工包料模式占比	60%	50%
委外加工模式占比	40%	50%

资料来源：公司提供

销售方面，公司以线下专卖店为主要销售渠道，同时探索开发新零售模式下的销售渠道，专卖店有加盟店和自营店两种，其中加盟店中部分采用联营模式。在联营模式下，店铺终端实际销售给消费者后与公司按照约定的比例进行采购结算，店铺的库存在没有实现

终端销售前均为公司库存。2019年公司继续探索快时尚模式，新设立80多家蓝标“潮流前线”专卖店，全部销售快反产品。截至2019年末，公司加盟店1,669家，较2018年末净减少10家，自营店162家，较2018年末净减少23家。2019年专卖店服装销售收入合计141,799.20万元，占同期服装销售收入的比重为98.49%。

表 10 公司专卖店经营情况（单位：万元、个）

项目	2019 年	2018 年
品牌服装销售收入	141,799.20	143,831.75
其中：加盟店收入	127,474.89	124,568.30
自营店收入	14,324.31	19,263.45
品牌专卖店数量	1,831	1,864
其中：加盟店	1,669	1,679
自营店	162	185

资料来源：公司提供

库存方面，截至2019年末，公司服装库存量为3,686.88万件，同比增长15.56%，主要系公司进行了春夏装备货以及新增联营店铺货所致。截至2019年底，公司库存商品余额为199,203.60万元，同比增长54.55%，主要为服装产品，计提存货跌价准备19,417.82万元。考虑到服装家纺行业终端需求疲弱，疫情对线下销售渠道造成较大冲击，公司库存商品存在进一步跌价风险。

表 11 公司服装销售与库存情况（单位：件）

项目	2019 年	2018 年	同比增速
销售量	24,273,540	26,578,124	-8.67%
生产量	29,237,552	29,650,385	-1.39%
库存量	36,868,814	31,904,802	15.56%

资料来源：公司提供

总体来看，服装家纺市场需求仍然疲弱，公司服装业务经营面临一定压力，得益于公司积极的渠道建设和布局调整以及多年积累的品牌形象，2019年公司服装板块收入及毛利率整体较为稳定，但是国内疫情的爆发及防控对公司春装销售已产生较大影响，目前虽然国内疫情已得到基本控制，但仍有零星病例不断出现，居民消费意愿仍未完全恢复，2020年公司经营压力进一步加大。

公司其他产品销售及保理业务丰富了公司收入来源，但收入规模及毛利率均出现下滑

公司时尚产业品牌管理业务以全资子公司东莞市搜于特品牌管理有限公司作为运作平台，在全国服饰消费市场发达地区投资设立多家品牌管理子公司，利用公司在品牌管理方面的经验和优势，为时尚生活产业的品牌企业开展品牌代理经销业务，经营产品范围包括时尚服饰产品、时尚电子产品及时尚纺织产品等。2019年公司其他产品销售收入79,909.23

万元，主要为时尚电子产品销售收入，较2018年下降29.09%，毛利率亦下降2.54个百分点至2.86%。公司其他业务收入8,722.80万元，同比增长68.17%，主要为研发设计服务收入，占公司营业收入比重较小。

表 12 公司其他业务收入（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	同比增速
其他产品	79,909.23	112,689.19	-29.09%
其他收入	8,722.80	5,186.82	68.17%

资料来源：公司2019年年度报告

商业保理业务方面，主要由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”）开展。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。2019年搜银保理实现利息收入0.24亿元，净利润0.16亿元。截至2019年底，在保规模为2.33亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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意见的 2018 年审计报告、亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2019 年审计报告及公司未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，均采用新会计准则编制。2019 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司增加 1 家，减少 3 家，具体情况如表 1 所示。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但应收账款、预付款项及存货合计占比仍较大，对公司资金形成较大占用，需关注应收款项坏账风险及存货跌价风险

截至 2019 年末，公司总资产为 1,131,561.99 万元，同比增长 11.31%，从资产结构来看，仍然以流动资产为主，2019 年末占比为 76.95%。

表 13 公司资产主要构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	195,804.57	15.60%	130,641.21	11.55%	88,301.72	8.69%
应收账款	250,176.13	19.93%	257,500.10	22.76%	195,606.58	19.24%

预付款项	158,661.13	12.64%	119,860.43	10.59%	162,177.76	15.95%
存货	335,595.68	26.73%	319,083.14	28.20%	274,480.11	27.00%
流动资产合计	987,124.46	78.62%	870,784.28	76.95%	790,169.05	77.72%
长期股权投资	117,865.64	9.39%	110,818.20	9.79%	84,043.25	8.27%
固定资产	86,143.01	6.86%	87,024.91	7.69%	92,265.59	9.08%
无形资产	23,745.93	1.89%	23,888.14	2.11%	12,637.75	1.24%
非流动资产合计	268,425.75	21.38%	260,777.71	23.05%	226,460.05	22.28%
资产总计	1,255,550.21	100.00%	1,131,561.99	100.00%	1,016,629.10	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动资产方面，2019 年末公司账面货币资金为 130,641.21 万元，其中使用受限制的货币资金共计 71,644.98 万元。2019 年末，公司应收账款为 257,500.10 万元，占总资产的比重为 22.76%，同比增长 31.64%，主要系供应链业务应收账款增加所致，期末计提坏账准备合计 21,315.50 万元，其中材料类业务产生的应收账款余额为 16.19 亿元，同比增加 54.23%；应收账款前五大债务人账面余额合计占比为 28.52%，欠款对象仍较为分散。2019 年末，公司预付款项为 119,860.43 万元，主要为预付的服装、棉纱等材料的采购款，同比下降 26.09%，主要系公司供应链管理业务发展继续放缓所致。2019 年末，公司存货规模为 319,083.14 万元，同比增长 16.25%，主要系春夏装提前采购入库以及联营店数量增加铺货量所致，2019 年新增存货跌价准备 11,179.14 万元，转回或转销 8,900.56 万元，期末余额为 19,471.00 万元。受疫情影响，服装家纺行业国内外需求均受到较大冲击，行业内企业订单减少，经营压力加大，需关注由此给公司带来的应收款项及存货减值风险。

非流动资产方面，公司长期股权投资主要为持有的联营企业股权，2019 年末为 110,818.20 万元，同比增长 31.86%，主要为新增湖北尔邦富纺织股份有限公司、苏州优格尔实业有限公司等企业投资，以及由于中群供应链管理（福建）有限公司和厦门瑞悦隆纺织有限公司少数股东增资，转入长期股权投资核算所致。2019 年合计产生投资收益 847.07 万元，值得注意的是公司投资的服装家纺行业内企业经营压力整体较大，需关注可能造成的投资损失风险。2019 年末，公司固定资产为 87,024.91 万元，主要为公司新总部的房屋及建筑物。2019 年末，公司无形资产为 23,888.14 万元，同比增长 89.02%，主要是新增的土地使用权，其中用于华东区域总部项目的土地使用权（账面价值 5,485.54 万元）因项目的具体规划设计细节尚在与政府沟通，产权证书尚未办妥。

整体来看，公司资产规模有所增长，但仍以流动资产为主，应收账款、预付款项和存货仍是其主要构成，2019 年末三者合计占总资产比重达 61.55%，使得公司投入较多的营运资金，增加了资金周转压力，同时带来一定的资产减值风险。

表 14 截至 2019 年末资产使用受限情况（单位：万元）

项目	账面价值	占总资产比重	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 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期大幅延长，资产周转效率持续下降

2019年服装家纺行业景气度减弱，公司营业收入下滑，应收账款周转天数增长至55.22天；而存货规模持续增加，存货周转天数增长至89.85天；随着预付款项的减少以及应付账款和应付票据的增加，公司应付账款周转天数增长至22.42天，公司净营业周期增长38.28天至122.64天。随着公司的发展，公司资产规模持续增长，受2019年公司营业收入大幅下滑影响，公司流动资产、固定资产和总资产的周转天数均出现一定程度的增长，公司资产运营效率持续下滑。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	55.22	25.08
存货周转天数	89.85	49.08
应付账款周转天数	22.42	-10.20
净营业周期	122.64	84.36
流动资产周转天数	231.33	161.31
固定资产周转天数	24.97	15.58
总资产周转天数	299.19	199.49

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受终端需求疲弱及中美贸易摩擦影响，公司营业收入大幅下降，供应链管理业务毛利率持续下滑，叠加公司期间费用上涨以及资产减值损失增加，公司净利润大幅下降，疫情的全世界流行进一步加大了公司经营压力

公司供应链管理业务最终客户主要为服装加工厂，受中美贸易摩擦以及世界主要经济体经济增长放缓影响，2019 年我国服装家纺类产品出口金额负增长，叠加国内经济下行压力加大影响，服装家纺行业需求持续减弱，叠加合并范围的调整，公司 2019 年实现材料销售收入 105.98 亿元，同比下降 33.13%；并且由于棉纱等大宗纺织品原材料价格的下降，材料销售毛利率下滑至 4.00%。品牌服饰业务方面，随着公司线下门店的拓展以及线上直播等

新零售模式的探索，公司服装销售收入整体较为稳定，2019 年实现服装销售收入 143,979.49 万元，同比下降 2.39%，毛利率为 35.49%，较为稳定。此外，受市场需求疲软影响，2019 年公司时尚电子产品业务实现营业收入 79,909.23 万元，同比下降 29.09%，毛利率也下降至 2.86%，盈利能力下降。2019 年因计提应收账款和存货减值准备，公司信用减值损失和资产减值损失分别为 8,410.95 万元和 11,179.14 万元，公司 2019 年实现净利润 21,871.57 万元，同比减少 53.33%。期间费用方面，2019 年公司期间费用合计 61,569.69 万元，同比下降 15.29%，受营业收入下滑影响，期间费用率上升为 4.76%，整体处于较低水平。

受新冠肺炎疫情的影响，2020 年一季度公司营业收入同比下降 57.92%，净利润亏损 7,383.46 万元，考虑到国外尤其是欧美部分地区疫情仍然未得到有效控制，国内服装加工企业订单大幅减少，进而将导致公司供应链管理业务发展受到较大影响；此外，若国内疫情在今年秋冬不出现大幅反弹，此次疫情对公司品牌服饰销售的影响将主要集中在上半年，总体来看，公司短期内仍将面临较大的经营压力。

表 16 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	134,370.71	1,292,399.15	1,849,414.11
信用减值损失	1,530.16	8,410.95	0.00
资产减值损失	0.00	11,179.14	18,007.18
营业利润	-9,031.65	28,678.61	63,724.76
利润总额	-9,044.96	29,000.28	63,734.90
净利润	-7,383.46	21,871.57	46,865.07
综合毛利率	3.84%	7.99%	7.85%
期间费用率	9.82%	4.76%	3.93%
营业利润率	-6.72%	2.22%	3.45%
总资产回报率	-	4.18%	7.68%
净资产收益率	-	3.85%	8.10%
营业收入增长率	-57.92%	-30.12%	0.89%
净利润增长率	-165.06%	-53.33%	-39.18%

注：表中资产减值损失和信用减值损失以绝对值列示

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量净额转正，但存货及应收账款占用资金规模较大，仍面临较大的资金压力

由于公司存货和应收账款规模增加，2019 年公司营运资本增加 51,248.77 万元。受公司

供应链管理业务收缩影响，公司预付款项有所降低，预收款项有所增加，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额转正，净流入 9,970.79 万元。投资活动方面，2019 年公司投资活动现金净流出 9,814.83 万元，其中投资活动现金流入 89,095.17 万元，主要为银行理财产品到期收回的现金，投资活动现金流出 98,910.00 万元，主要为购买理财产品和土地使用权的投资支出。2019 年公司筹资活动现金流入 260,651.76 万元，同比增加 25.43%，均为债务资金，筹资活动现金流出 284,123.30 万元，主要为债务偿还支出，公司筹资活动现金净流出 23,471.54 万元。

公司存货和应收款项规模较大，对公司资金形成较大占用，公司供应链管理业务仍采取预付货款的采购模式，且仓储物流基地和时尚产业供应链总部等项目仍需一定建设资金，公司后续业务开展仍面临较大的资金压力。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	21,871.57	46,865.07
营运资本变化	-51,248.77	-139,952.76
其中：存货的减少	-55,782.17	-98,691.26
经营性应收项目的减少	-31,894.76	-68,560.49
经营性应付项目的增加	36,428.16	27,298.99
经营活动产生的现金流量净额	9,970.79	-59,118.42
投资活动产生的现金流量净额	-9,814.83	138,806.72
筹资活动产生的现金流量净额	-23,471.54	-64,784.02
现金及现金等价物净增加额	-23,337.91	12,985.42

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增加，且以短期债务为主，面临较大的短期债务偿还压力

随着资金需求的增长，公司负债规模有所增加，2019 年末公司负债总额为 554,998.12 万元，同比增长 21.41%。2019 年末，公司所有者权益为 576,563.87 万元，同比增长 3.05%。2019 年末公司产权比率上升 14.56 个百分点至 96.26%，公司权益对负债的保障程度减弱。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	672,830.91	554,998.12	457,134.35
所有者权益	582,719.30	576,563.87	559,494.75
产权比率	115.46%	96.26%	81.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司负债仍以流动负债为主，2019 年末占负债总额的比重为 81.62%。

2019 年末公司短期借款 129,227.70 万元，主要为信用借款和保证借款，2020 年 3 月末上升至 179,246.42 万元。公司应付账款和应付票据主要是应付供应商货款，2019 年末分别为 43,281.82 万元和 197,546.93 万元，同比分别增长 228.83%和 12.12%。2019 年末，公司预收款项 35,467.05 万元，同比增长 67.12%，主要系预收货款期末尚未发货所致。2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 24,926.03 万元，主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。

非流动负债方面，2019 年末公司长期借款为 88,000.00 万元，主要为母公司新增保证借款 80,000.00 万元；应付债券 9,959.12 万元，为公司发行的中期票据，2020 年 3 月，公司成功发行可转换公司债券，发行金额为 8 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司应付债券增加至 75,458.65 万元；2019 年末公司长期应付款 3,697.52 万元，主要为融资租赁款。

截至 2019 年末，公司刚性债务同比增长 15.24%至 453,357.31 万元，刚性债务占比达 81.69%，其中短期刚性债务 351,700.66 万元，占公司刚性债务的 77.58%，面临较大的短期债务偿还压力。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	179,246.42	26.64%	129,227.70	23.28%	157,703.83	34.50%
应付票据	178,158.43	26.48%	197,546.93	35.59%	176,189.57	38.54%
应付账款	30,280.41	4.50%	43,281.82	7.80%	13,162.43	2.88%
预收款项	73,372.82	10.91%	35,467.05	6.39%	21,222.55	4.64%
一年内到期的非流动负债	25,481.72	3.79%	24,926.03	4.49%	34,152.50	7.47%
流动负债合计	506,941.51	75.34%	452,982.55	81.62%	431,388.58	94.37%
长期借款	88,000.00	13.08%	88,000.00	15.86%	9,000.00	1.97%
应付债券	75,458.65	11.22%	9,959.12	1.79%	9,930.86	2.17%
长期应付款	2,031.00	0.30%	3,697.52	0.67%	6,431.50	1.41%
非流动负债合计	165,889.41	24.66%	102,015.58	18.38%	25,745.77	5.63%
负债合计	672,830.91	100.00%	554,998.12	100.00%	457,134.35	100.00%
其中：刚性债务	548,376.22	81.50%	453,357.31	81.69%	393,408.26	86.06%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率持续上升，2019年末为49.05%；公司流动比率和速动比率变化较小，2019年末分别为1.92和1.22，考虑到公司货币资金受限较多，存货去化存在一定压力，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较弱。2019年，随着收入和利润的下滑，公司EBITDA降至56,524.25万元，EBITDA利息保障倍数降至3.56，下滑幅度较大，但对利息的保障程度尚可。2019年公司经营活动现金流量净额转正，但对短期负债的覆盖

程度仍然很弱，公司面临较大的短期债务偿还压力。

公司作为中小板上市企业，融资渠道仍较为畅通。2019年公司获得银行授信58.97亿元，期末公司银行贷款余额23.72亿元，商业汇票及信用证余额19.87亿元，未使用余额为15.38亿元；此外，2020年一季度公司成功发行“搜特转债”，发行金额8亿元，用于投资时尚产业供应链总部（一期）项目。

表 20 公司主要偿债能力指标

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	53.59%	49.05%	44.97%
流动比率	1.95	1.92	1.83
速动比率	1.29	1.22	1.20
EBITDA（万元）	-	56,524.25	86,804.54
EBITDA 利息保障倍数	-	3.56	5.81
刚性债务/EBITDA	-	8.02	4.53
债务总额/EBITDA	-	9.82	5.27
经营性净现金流/流动负债	-0.06	0.02	-0.14
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.02	-0.13

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2019 年服装家纺行业国内外市场需求均有所减弱，服装业务方面，得益于公司积极的渠道建设和布局调整以及多年积累的品牌形象，2019 年公司服装板块收入及毛利率整体较为稳定，但 2019 年末存货规模有所上升。供应链管理业务方面，收入大幅下降，毛利率持续下滑，且该业务公司垫付资金较多，占用营运资金规模较大。2020 年疫情的全世界流行进一步加大了公司供应链管理业务和品牌服饰业务的经营压力。财务方面，公司资产规模有所增长，但应收账款、预付款项及存货合计占比仍较大，对公司资金形成较大占用，公司盈利能力下降，净利润大幅减少，刚性负债规模持续增加，且以短期债务为主，现金类资产及经营性现金流对短期刚性债务保障程度较弱，面临较大的债务偿还压力。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	195,804.57	130,641.21	88,301.72	70,581.67
应收账款	250,176.13	257,500.10	195,606.58	163,450.96
预付款项	158,661.13	119,860.43	162,177.76	228,269.27
存货	335,595.68	319,083.14	274,480.11	190,173.31
长期股权投资	117,865.64	110,818.20	84,043.25	46,565.52
固定资产	86,143.01	87,024.91	92,265.59	67,774.16
无形资产	23,745.93	23,888.14	12,637.75	3,998.19
总资产	1,255,550.21	1,131,561.99	1,016,629.10	1,033,058.82
短期借款	179,246.42	129,227.70	157,703.83	113,179.78
应付票据	178,158.43	197,546.93	176,189.57	74,862.42
应付账款	30,280.41	43,281.82	13,162.43	29,617.21
预收款项	73,372.82	35,467.05	21,222.55	86,133.50
一年内到期的非流动负债	25,481.72	24,926.03	34,152.5	34,902.76
长期借款	88,000.00	88,000.00	9,000.00	0.00
应付债券	75,458.65	9,959.12	9,930.86	34,152.50
长期应付款	2,031.00	3,697.52	6,431.5	0.00
总负债	672,830.91	554,998.12	457,134.35	436,004.83
刚性债务	548,376.22	453,357.31	393,408.26	257,097.46
所有者权益合计	582,719.30	576,563.87	559,494.75	597,053.99
营业收入	134,370.71	1,292,399.15	1,851,947.21	1,834,870.53
营业利润	-9,031.65	28,678.61	63,724.76	105,039.66
净利润	-7,383.46	21,871.57	46,865.07	77,053.33
经营活动产生的现金流量净额	-31,123.67	9,970.79	-59,118.42	-88,208.34
投资活动产生的现金流量净额	-9,360.90	-9,814.83	138,806.72	-39,194.14
筹资活动产生的现金流量净额	122,936.36	-23,471.54	-64,784.02	115,715.65
财务指标	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数（天）	-	55.22	25.08	17.25
存货周转天数（天）	-	89.85	49.08	34.33
应付账款周转天数（天）	-	22.42	-10.20	-13.98
净营业周期（天）	-	122.64	84.36	65.56
流动资产周转天数（天）	-	231.33	161.31	142.38
固定资产周转天数（天）	-	24.97	15.58	10.63
总资产周转天数（天）	-	299.19	199.49	172.09
综合毛利率	3.84%	7.99%	7.85%	9.46%
期间费用率	9.82%	4.76%	3.93%	3.51%
营业利润率	-6.72%	2.22%	3.45%	5.73%

总资产回报率	-	4.18%	7.68%	12.85%
净资产收益率	-	3.85%	8.10%	13.77%
营业收入增长率	-57.92%	-30.12%	0.89%	190.04%
净利润增长率	-165.06%	-53.33%	-39.18%	94.12%
资产负债率	53.59%	49.05%	44.97%	42.21%
流动比率	1.95	1.92	1.83	2.16
速动比率	1.29	1.22	1.20	1.68
EBITDA（万元）	-	56,524.25	86,804.53	120,820.81
EBITDA 利息保障倍数	-	3.56	5.81	15.66
刚性债务/EBITDA	-	8.02	4.53	2.13
债务总额/EBITDA	-	9.82	5.27	3.61
经营性净现金流/流动负债	-0.06	0.02	-0.14	-0.22
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.02	-0.13	-0.2

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
流动资产周转天数	$[(\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
固定资产周转天数	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
总资产周转天数	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} * 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} * 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益合计} + \text{上年所有者权益合计}) / 2)$
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} * 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} * 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。