

搜于特集团股份有限公司

2014 年公司债券、2015 年公司
债券 2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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
人员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
券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【231】号 01

债券简称：
第一期：14 搜特 01
第二期：15 搜特债

债券剩余规模：
6.92 亿元（其中：第一
期 3.42 亿元，第二期 3.5
亿元）

债券到期日期：
第一期：2019 年年 07 月
02 日；第二期：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：
李君臣 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
lijch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司服装家纺
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

搜于特集团股份有限公司 2014 年公司债券、 2015 年公司债券 2018 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	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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	2018 年 05 月 15 日	2017 年 04 月 20 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“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 2014 年 7 月 2 日发行的第一期公司债券“14 搜特 01”和 2015 年 8 月 24 日发行的第二期公司债券“15 搜特债”的 2018 年度跟踪评级结果为：“14 搜特 01”信用等级维持为 AA，“15 搜特债”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供应链管理业务已初具规模，成为公司收入和利润的主要来源，且其他业务收入增长，夯实了收入规模。同时鹏元也关注到，公司供应链管理业务高速增长蕴藏一定经营风险，且占款较多；服装行业仍处于调整阶段，市场需求较弱，公司服装板块收入及毛利率下降，库存增长，存在跌价风险；部分投资对象处于发展初期，未来投资效益存在不确定性；公司经营现金流表现较差，面临一定资金压力等风险因素。

正面：

- 公司供应链管理业务已初具规模，成为公司收入及利润主要来源。2017 年公司供应链管理业务共实现收入 1,555,831.81 万元，同比增长 250.94%，占当年营业收入的比重达到 84.88%；业务毛利率为 6.93%，同比略有下降，但依托规模扩张，2017 年贡献毛利润仍高达 107,819.14 万元。公司供应链管理业务在经历了 2016 年及 2017 年的高速增长之后，已初具规模。
- 2017 年公司拓展时尚电子产品销售业务及保理业务，夯实了公司收入。公司拓展经营时尚电子产品、时尚纺织品等销售业务，2017 年贡献收入 121,724.34 万元，2016 年包含时尚产品销售在内的其他业务收入仅 1,718.91 万元；同时公司利用自有资金为上下游客户提供保理服务，2017 年保理业务实现利息收入 1,832.03 万元。

关注：

- **服装行业仍处于调整阶段，市场需求较弱。**2017年我国城镇居民人均消费支出2.4万元，同比增长5.9%，其中人均衣着消费1,760元，同比增长1.1%，增速较上年放缓1.1个百分点。2017年服装行业应收账款及存货增速得到控制，但金额仍保持在高位，通过放宽信用政策消化库存的倾向明显，形成存货周转率回升、应收账款周转率下降的趋势。
- **公司供应链管理业务占款较多，且业务高速增长对公司仓储物流及风险控制能力提出了更高的要求，存在一定经营风险。**截至2017年底，公司开展供应链管理业务预付的资金规模高达189,057.03万元，产生的应收账款、存货、预收款项余额分别为67,403.88万元、38,045.15万元、82,452.07万元，公司供应链管理业务管理模式下，应收账款及预付款项对营运资金造成一定占用。同时该项业务发展所需的仓储体系尚未搭建完成，人才队伍建设及风险控制等方面有待全面加强。
- **2017年公司服装板块收入及毛利率有所收缩，服装库存压力加大，且存在跌价风险。**2017年公司服装板块实现收入152,995.79万元，同比下降18.16%；毛利率因面料价格上涨及公司主动下调价格同比下降5.32个百分点至35.90%。目前服装板块采用联营模式的加盟店共有620多家，联营模式下的库存在没有实现终端销售前均为公司库存，终端消费较弱及联营模式门店的增加使得公司2017年末库存量同比增长75.24%，服装板块存货余额同比增长75.43%为110,372.10万元，因部分服装销售困难当年计提存货跌价准备5,212.98万元，同比增长134.19%。
- **公司部分投资标的尚处于发展初期，经营效益欠佳，投资收益处于较低水平，且计提减值准备较多，未来投资效益存在不确定性。**截至2017年底，公司对外投资金额合计6.06亿元，当年实现投资收益合计1,847.31万元，其中广州市汇美时尚集团股份有限公司（以下简称“汇美时尚”）、广州市拉拉米信息科技有限公司（以下简称“拉拉米”）经营较好贡献1,019.14万元，广东英扬传奇广告有限公司（以下简称“广东英扬”）股权处置确认收益839.32万元。同时因部分投资对象经营亏损，公司2017年对外投资计提减值准备1,787.69万元，亏损企业长沙千里及网络技术有限公司已于2016年对其投资全额计提了减值准备1,695万元。
- **公司经营现金流表现较差，营运资金及偿债资金需求较大，面临一定的资金压力。**2017年服装终端市场需求较弱，公司信用政策放松，应收账款规模较大，同时供应链管理业务公司垫付资金较多，导致经营活动现金流表现较差，持续呈净流出状态，2017年净流出88,208.34万元。公司发展供应链管理业务需垫付较大规模的资金，且

2018年到期需偿还的短期借款规模较大，未来公司仍面临一定的资金压力。

主要财务指标：

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	1,106,858.82	1,033,058.82	719,470.37	366,985.69
归属于母公司所有者权益（万元）	576,827.15	560,610.67	511,276.91	230,747.15
有息债务（万元）	318,648.94	257,097.46	106,259.43	113,844.72
资产负债率	44.22%	42.21%	27.40%	36.65%
流动比率	2.15	2.16	3.59	3.59
速动比率	1.66	1.68	2.81	2.62
营业收入（万元）	521,154.69	1,833,038.50	631,998.33	198,277.34
营业利润（万元）	26,018.85	105,039.66	53,218.73	26,873.22
净利润（万元）	18,921.20	77,053.33	39,694.10	19,734.33
综合毛利率	7.28%	9.46%	17.69%	36.57%
总资产回报率	-	12.85%	10.98%	9.67%
EBITDA（万元）	-	120,820.81	68,140.09	39,877.94
EBITDA 利息保障倍数	-	15.66	11.53	8.81
经营活动现金流净额（万元）	-33,496.92	-88,208.34	-61,224.38	19,960.24

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

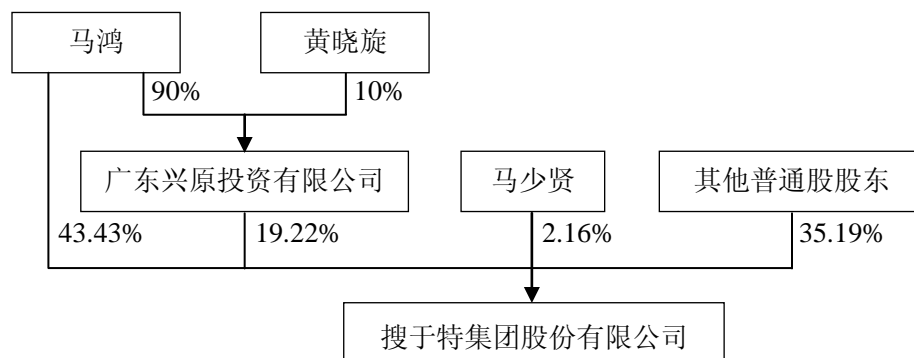
一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2014年7月2日、2015年8月24日公开发行第一期公司债券（“14搜特01”）和第二期公司债券（“15搜特债”），发行规模均为3.5亿元，募集资金用途均为补充公司流动资金，截至2017年底募集资金均已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年3月30日，公司限制性股票激励计划涉及的15,843,250股在深圳证券交易所上市，因此总股本由期初的1,546,252,698股变更为1,562,095,948股。2017年4月26日，公司以总股本1,562,095,948股为基数，以资本公积金转增股本方式，向全体股东每10股转增10股，转增后公司注册资本变更为3,124,191,896元。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为312,419.20万元，控股股东及实际控制人仍为自然人马鸿，其直接持股比例为43.43%，并通过广东兴原投资有限公司间接持有公司17.298%的股权，持股比例合计60.728%。截至2018年3月底，马鸿累计质押股数79,120万股，占公司总股本的25.32%；广东兴原投资有限公司质押股数11,085万股，占公司总股本的3.55%，马鸿直接及间接持有的28.52%的公司股份已对外质押，质押部分占其所持有公司股份的46.96%。

图1 截至2017年底公司股权关系图



资料来源：公司2017年年度报告

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已成为公司最大的收入和利润来源。2017年公司合并范围新增12家子公司，具体如下表所示。

表1 2017年公司新纳入财务报表合并范围的子公司情况（单位：万元）

单位名称	注册资本	持股比例		主营业务	取得方式
		直接	间接		

厦门瑞悦隆纺织有限公司	2,008.00		100.00%	批发、零售业	设立
浙江东利源供应链管理有限公司	20,000.00		51.00%	批发、零售业	设立
东莞市搜于特设计有限公司	1,000.00		100.00%	设计	设立
东莞市搜于特信息科技有限公司	1,000.00	100.00%		软件和信息技术服务业	设立
南通新丝路供应链管理有限公司	5,000.00		51.00%	批发、零售	设立
湖北佳纺壹号家居用品有限公司	7,285.71		35.00%	批发、零售	设立
南昌市汇港供应链管理有限公司	3,150.00	100.00%		批发、零售	设立
苏州麻漾湖实业有限公司	10,000.00	100.00%		批发、零售	设立
南昌市当先实业有限公司	10,000.00		100.00%	批发、零售	设立
苏州聚通物流有限公司	200.00		100.00%	交通运输、仓储和邮政业	设立
苏州聚通羽绒科技有限公司	200.00		100.00%	科学研究和技术服务业	设立
苏州聚通仓储有限公司	200.00		100.00%	交通运输、仓储和邮政业	设立

资料来源：公司提供，鹏元整理

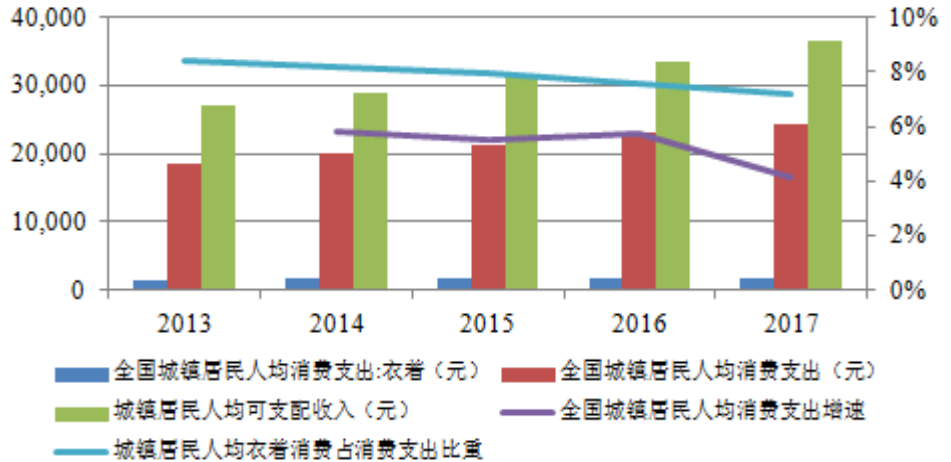
截至2018年3月31日，公司资产总额为1,106,858.82万元，归属于母公司所有者权益合计为576,827.15万元，资产负债率为44.22%。2017年度，公司实现营业收入1,833,038.50万元，净利润77,053.33万元，经营活动现金净流出88,208.34万元；2018年1-3月，公司实现营业收入521,154.69万元，净利润18,921.20万元，经营活动现金净流出33,496.92万元。

三、运营环境

2017年我国人均衣着消费支出保持增长，但增速继续放缓，服装生产基本保持稳定

近年来随着我国经济结构调整不断深化，消费已经成为经济增长的主要驱动力。国家统计局数据显示，2017年最终消费支出对经济增长的贡献率达到58.8%，这显示经济增长已从过去更多依靠投资和出口拉动，逐步转向更多依靠消费拉动。近年我国居民可支配收入、消费支出均保持稳步增长，但消费支出增速放缓。2017年我国城镇居民人均消费支出2.4万元，同比增长5.9%，其中人均衣着消费1,760元，同比增长1.1%，增速较上年放缓1.1个百分点。在整体消费支出中，人均衣着消费支出占比稳中微升。

图 2 近年我国城镇居民人均可支配收入、消费支出及衣着消费情况



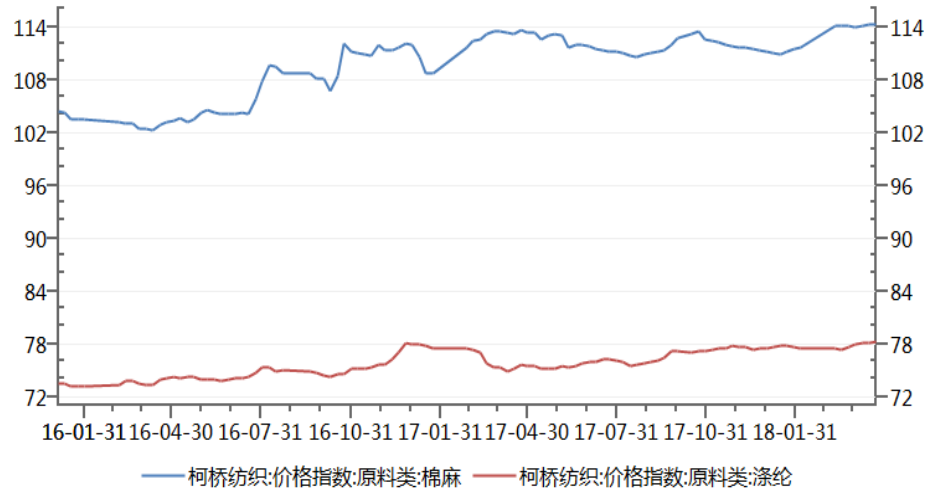
资料来源：wind，鹏元整理

服装生产方面来看，产量稳中略降，企业数量基本稳定。国家统计局数据显示，2017年1-12月服装行业规模以上企业累计完成服装产量287.81亿件，同比下降2.62%。其中，梭织服装154.36亿件，同比下降2.72%；针织服装133.47亿件，同比下降2.43%。2017年纺织服装、服饰业企业单位数1.58万家，同比增长0.70%，较上年基本持平。

上游纺织制造行业产能过剩，竞争激烈，2017年纺织纤维价格小幅增长对服装面料价格影响有限

纺织用纤维包括化学纤维和天然纤维，两者在纺织行业的用量占比约为6:4，其中，化学纤维以涤纶为主（约占纺织用纤维的50%），天然纤维以羊毛、棉花为主，2017年纺织用纤维价格仍呈现小幅增长态势。目前石油和天然气（石油和天然气系制造涤纶的主要原料）价格仍高于2016年水平，棉花种植面积持续下降，纺织用纤维价格存在进一步涨价的压力。由于现阶段国内纺织制造业处于完全竞争格局，随着行业盈利水平的提高和纺织品出口配额的取消，非国有纺织制造企业发展迅猛，生产规模大幅增加，纺织制造业竞争不断加剧。激烈的市场竞争使得纺织行业上游的定价能力较弱，在纺织纤维价格增长的同时，纺织行业初级产品的售价却上涨有限。根据柯桥纺织价格指数显示，棉花及化学纤维价格增长，对服装生产企业原材料成本影响有限，2017年服装面料类价格指数表现平稳，基本维持在118左右。

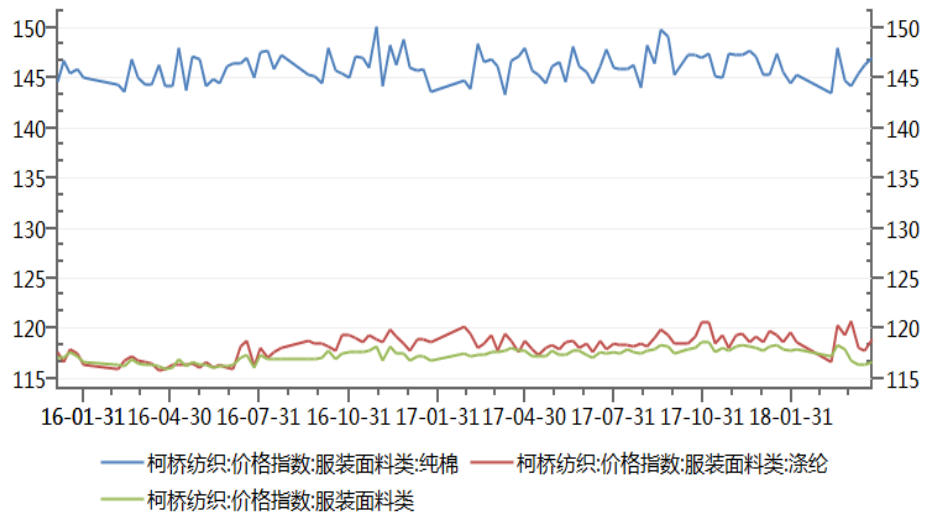
图3 2016-2017年柯桥纺织纤维价格指数情况



注：柯桥纺织指数是由国家商务部、绍兴市柯桥区人民政府和中国轻纺城建设管理委员会联合编制、发布，依托中国轻纺城编制发布的，由纺织品价格指数、纺织品景气指数和纺织品外贸指数三部分组成。

资料来源：wind，鹏元整理

图4 2016-2017年柯桥纺织服装家纺面料价格指数情况



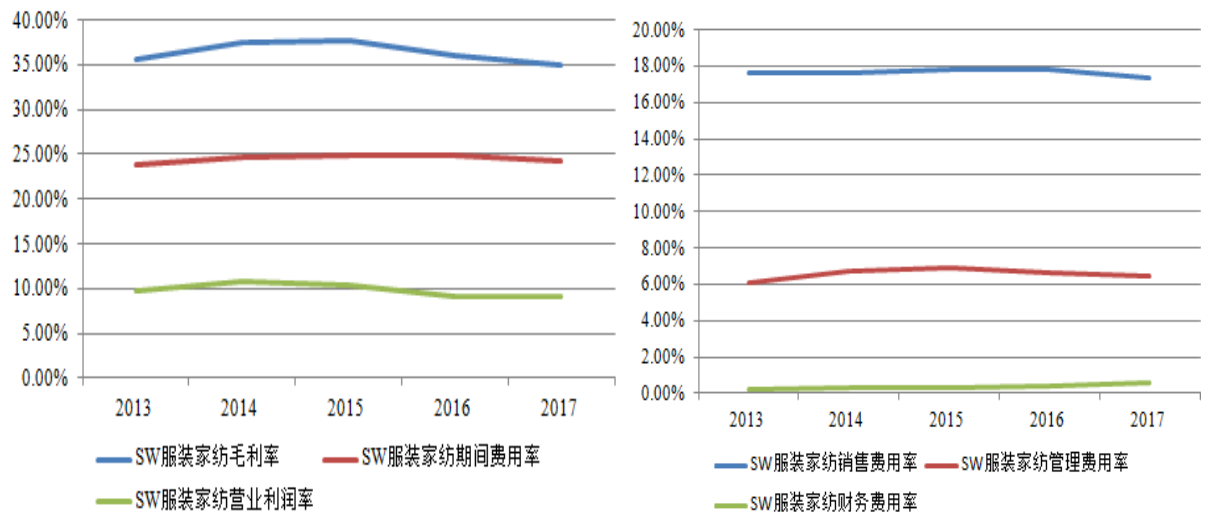
资料来源：wind，鹏元整理

服装家纺行业仍处于调整阶段，2017年经营效益总体平稳，子行业表现分化，女装、家纺出现复苏迹象

根据国家统计局数据，2017年服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入21,903.86亿元，同比增长1.06%；利润总额1,263.74亿元，同比增长2.95%；销售利润率为5.77%，同比提升0.11个百分点；销售毛利率14.32%，同比提升0.27个百分点。从SW服装家纺上市公司数据来看，2017年SW服装家纺上市公司销售费用率有所下降，同比

减少 0.43 个百分点至 17.36%，同时管理费用率也同比略有下降，由于 2017 年市场资金成本走高，财务费用率继续保持增长，整体来看，SW 服装家纺上市公司期间费用率同比略有下降。根据 wind 数据统计显示，2014 年及 2015 年服装家纺行业运营效益稳中有升，但 2016 年以来却有所下滑，2017 年 SW 服装家纺行业上市公司整体毛利率为 35.00%，同比下降 1.06 个百分点，得益于期间费用节约，营业利润率同比变动不大。

图5 SW服装家纺行业毛利率及营业利润率情况 图6 SW服装家纺行业三大费用率

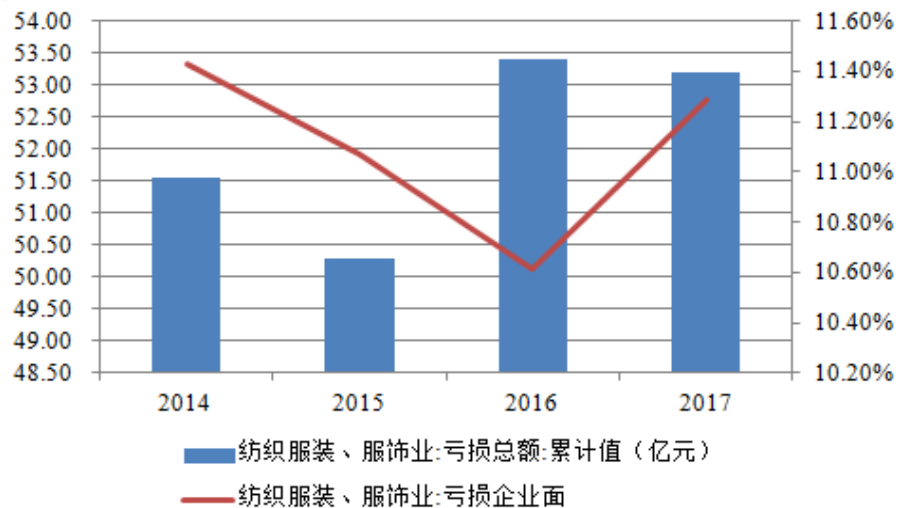


资料来源：wind，鹏元整理

资料来源：wind，鹏元整理

从企业亏损情况来看，截至 2017 年末，国内纺织服装、服饰业企业数达 15,825 家，同比增加 110 家，其中纺织服装、服饰业亏损企业 1,786 家，亏损面 11.29%，较 2016 年同期上升 0.67 个百分点。从亏损金额来看，2017 年累计亏损 53.20 亿元，同比变化不大。

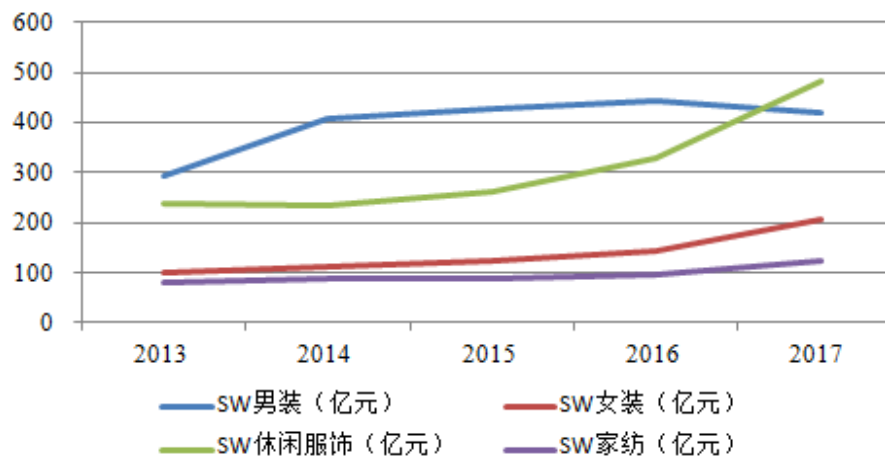
图7 近年来纺织服装、服饰业企业亏损情况



资料来源：wind，鹏元整理

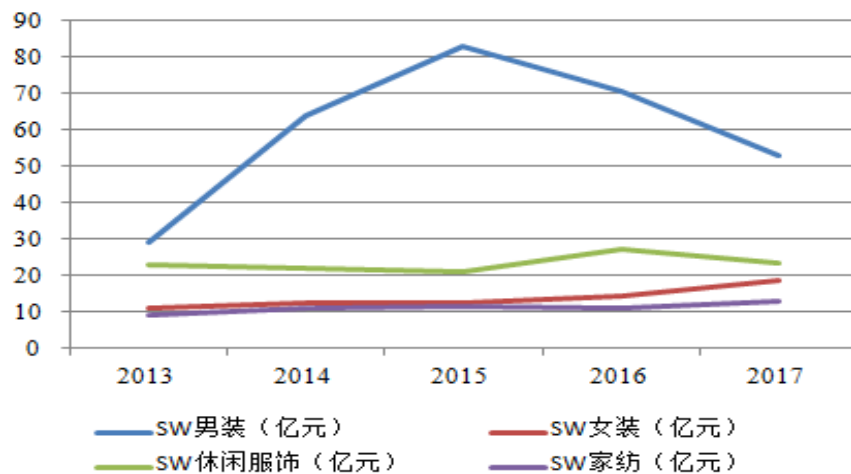
从 2013-2017 年 SW 服装家纺子行业上市公司业绩数据来看，服装家纺子行业业绩持续分化，女装类业绩表现较好，2016 年及 2017 年收入分别增长 16.15% 和 43.61%，净利润分别增长 13.43% 和 31.44%；休闲服饰营业收入均保持 24% 以上的增速，但 2017 年净利润同比下降 12.40%，降幅较大；男装营业收入及净利润增幅均持续下降，2017 年营业收入及净利润降幅分别为 5.74% 和 24.88%；家纺业收入持续增长，2017 年收入及净利润增幅分别达 29.27% 和 19.29%。

图8 服装家纺子行业上市公司收入情况



资料来源：wind，鹏元整理

图9 服装家纺子行业上市公司净利润情况



资料来源：wind，鹏元整理

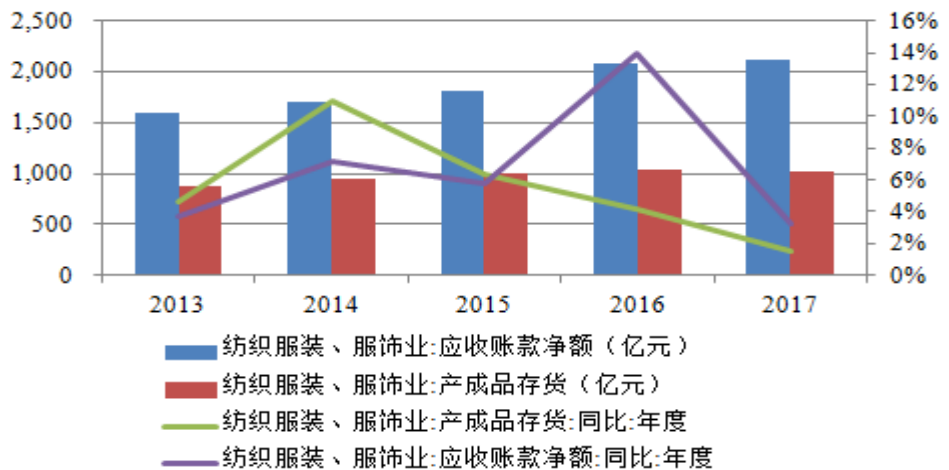
同时从业绩结构来看，存在 1-2 家公司独大的情况，如男装行业，2017 年海澜之家及雅戈尔服装板块实现营收合计 230.2 亿元，占男装类上市公司服装业务总收入的比重为

64.10%；；两家服装业务实现毛利润合计 101.80 亿元，占男装类上市公司服装业务总体毛利润的 62.80%。男装类上市公司服装板块收入及毛利润最高的分别为 182.00 亿元和 70.90 亿元，服装板块收入及毛利润最低的分别为 3.43 亿元和 1.35 亿元。女装中“拉夏贝尔”、休闲装中的“森马服饰”、家纺中的“罗莱生活”等公司的盈利规模都在各自领域处于领先地位，相应市场占有率也相对较高。由于行业龙头规模优势和品牌优势明显，抵御市场风险的能力也相对较强，在激烈的市场竞争中，小型服装家纺企业因竞争劣势逐渐被淘汰，大型企业得以生存并继续发展壮大，如此一来，服装行业子行业相关企业业绩水平出现两极分化。

2017年服装家纺行业应收账款及存货增速得到控制，但金额仍保持在高位，通过放宽信用政策消化库存的倾向明显，形成存货周转率回升、应收账款周转率下降的趋势

2011 年以来纺织服装、服饰业的应收账款额和产成品存货规模都保持增长，但行业采取放宽信用政策消化库存的方式导致应收账款增速远超产成品存货增速。wind 数据显示，纺织服装、服饰业 2017 年应收账款净额为 2,116.80 亿元，同比增长 3.20%，增速较上年下降 10.8 个百分点；产成品存货金额为 1,015.20 亿元，同比增长 1.50%，增速较上年下降 2.7 个百分点。从下表可以看出，2014 年以来纺织服装、服饰业落后产能逐渐被淘汰，新增产能增速大幅回落，行业总供给得到有意控制，同时行业致力于库存清理，使得存货规模增速大幅下滑，但纺织服装、服饰业依赖放宽信用政策消化库存导致行业应收账款规模较大，未来需关注行业应收账款回款情况。

图10 近年来纺织服装、服饰业应收账款和产成品存货情况

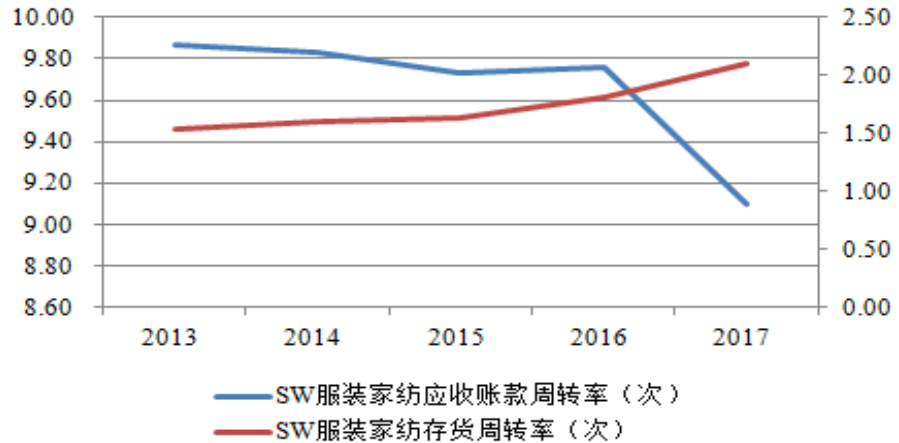


资料来源: wind, 鹏元整理

从运营效率来看，得益于存货管理加强，2014 年以来服装家纺行业上市公司存货周转率均有所回升，但应收账款周转情况却表现较差，从下图可以看出 2017 年应收账款周

转率下降明显。鹏元认为，服装家纺行业近年来主要通过放宽信用政策延长应收账款账期进行库存清理，导致应收账款周转效率有所下降，需关注应收账款回收风险。

图11 近年来SW服装家纺上市公司存货周转及应收账款周转情况



资料来源：wind，鹏元整理

中小服装企业面临采购价格高、库存管理困难等问题，供应链外包需求较强烈

我国服装行业整体供应链较长，主要可以分为原料生产、产品设计、各级采购、服装加工、仓储运输、订单处理、经营批发及终端销售八大核心环节，各核心环节内可以继续细分为若干小环节。由于产业链层级多节点多，存在着供货周期长、上下游沟通不畅、资源配置不合理等问题。从各环节的竞争格局看，产业链上游的环节（化纤、纺织）企业数量相对较少，市场集中度相对较高，而产业链下游的环节（制衣厂、品牌商）企业数量则非常多，据中国服装品牌研究中心统计，目前我国有超过一万个服装品牌和数量众多的成衣加工厂，这些中小服装企业在整个行业中占据了相当大的市场份额，但是因为企业体量小，其在采购环节缺乏议价能力，采购价格较高。此外由于产业链较长，中小服装企业一般必须提前3-6个月下单，并且须达到一定的订货规模，在目前时尚潮流变化加快、服饰流行周期越来越短的市场下，这样缓慢且大批量的下单模式很容易使中小服装企业大量积压库存，一方面导致其现金流周转不够灵活，另一方面囤积时间较长的服装很容易过时最终只能打折出售，这进一步压缩了企业的利润。在此背景下，越来越多的中小服装企业将采购、生产等供应链环节外包，通过外包商建立小批量、多批次、快出货的体系，以降低采购成本、减缓库存压力。

四、经营与竞争

公司主营业务涉及品牌服装销售、供应链管理等业务，2017 年公司服装板块收入有

所收缩，但因供应链管理业务继续扩张，带动公司营业收入同比增长 190.04%，达到 1,833,038.50 万元，其中供应链管理业务实现收入 1,555,831.81 万元，同比增幅 250.94%，服装板块实现收入 152,995.79 万元，同比下降 18.16%。公司其他收入主要是时尚电子产品等贸易过程实现的销售收入及品牌管理业务收入、租赁收入等，2017 年因从事时尚电子产品等贸易业务，该项收入大幅增长。从毛利率来看，2017 年由于毛利率较低的供应链管理业务及其他产品贸易收入占比提升，同时服装板块毛利率因面料价格上涨及主动让利调价而有所下降，导致公司综合毛利率同比下降 8.23 个百分点至 9.46%。

表 2 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链管理业务（材料）	1,555,831.81	6.93%	443,333.75	7.70%
服装	152,995.79	35.90%	186,945.66	41.22%
其他	124,210.90	8.60%	1,718.91	34.14%
合计	1,833,038.50	9.46%	631,998.33	17.69%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司供应链管理业务在经历了2016年及2017年的高速增长之后，已初具规模，成为公司收入及利润的主要来源，但该业务公司垫付资金较多，占用营运资金规模较大，且业务高速增长对公司仓储物流及风险控制能力提出了更高的要求，存在一定经营风险

公司供应链管理业务主要产品为棉纱及布料等，2017年公司继续大力推进供应链管理业务，全年实现供应链管理业务收入1,555,831.81万元，同比增长250.94%，占当年营业收入的比重为84.88%；供应链管理业务毛利率为6.93%，同比略有下降，但依托规模扩张，供应链管理业务2017年贡献毛利润仍高达107,819.14万元，供应链管理业务已经发展成为公司主要的收入和利润来源。考虑到供应链管理业务主要是通过集中采购优势赚取差价收益，若后续原材料价格波动较大，公司将面临一定的经营风险。

表 3 2016-2017 年公司供应链管理业务收入分产品构成情况（单位：万元）

产品类别	2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
棉纱	1,051,977.43	67.62%	368,927.10	83.22%
布料及其他	503,854.38	32.38%	74,406.65	16.78%
合计	1,555,831.81	100.00%	443,333.75	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，主要由全资子公司东莞市搜于特供应链

管理有限公司作为运作平台，公司本部也开展了少量业务。具体模式上，公司在选定区域与本土合作伙伴共同设立项目子公司，其中通常由公司持股51%，合作伙伴占比49%，合作伙伴以在当地经营多年的原材料批发商为主，通过发挥合作伙伴在当地的行业经验和行业资源优势，各项目子公司搜集整合服装生产加工厂家或服装品牌企业等客户的原材料采购订单，由公司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棉纱等原材料，再销售给对应客户，公司从中赚取差价收益；此外，公司可根据服装品牌企业的订单，找合适的生产加工厂家生产，目前该业务占比较小。结算方面，公司接到客户订单时，会收取一定比例的定金（10%~30%），客户账期一般在30天内，部分优质客户账期放宽至1-3个月，公司通过集中区域内企业的原材料采购需求，将大量的订单资源整合起来，制定集中采购计划，以便发挥规模优势增强议价能力。公司在供应链管理业务的采购环节中一般会预付一定比例（30%~50%）的货款，借助资金优势以预付货款的形式获得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。

公司通过提供预付款的形式增强议价能力的同时也给公司造成了较大的运营资金压力，截至2017年底，公司开展供应链管理业务预付的资金规模高达189,057.03万元，供应链管理业务产生的应收账款、存货、预收款项余额分别为67,403.88万元、38,045.15万元、82,452.07万元，公司供应链管理业务收付款不对称的管理模式下，应收账款及预付款项对营运资金造成一定占用。公司2017年综合融资成本为5%左右，但2017年下半年以来，市场资金成本走高，2018年公司银行短期借款到期后，公司继续以较低的成本取得资金不太现实，高融资成本下，势必会影响公司的融资规模和供应链管理业务规模，也将在一定程度上将压缩供应链管理业务所能贡献的利润规模。同时在市场低迷及竞争环境下，公司合作的供应商及客户经营情况存在一定的不确定性，如果经营出现困难，公司将面临预付款、应收账款损失。

截至2017年底，公司供应链管理项目子公司由2016年末的8家发展到11家，在广东、江苏、浙江、福建、湖北等产业资源丰富的地区依托控股子公司开展相关业务，合作客户总数达到5,000家以上，合作的规模供应商约400多家。2017年公司供应链管理业务前五大供应商合计采购额为367,584.12万元，占该业务采购总额的比重为26.22%，随着业务量大幅增长，公司合作供应商增加，采购集中度有所下降；公司前五大客户合计销售额为164,435.58万元，占该业务收入的比重为10.57%，客户较为分散。

表4 2016-2017年公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2017年		2016年	
	采购金额	采购额占比	采购金额	采购额占比

第一名	154,584.73	11.03%	65,743.29	15.76%
第二名	70,485.29	5.03%	31,243.92	7.49%
第三名	55,367.42	3.95%	23,890.26	5.73%
第四名	49,182.47	3.51%	18,498.07	4.43%
第五名	37,964.22	2.71%	13,631.01	3.27%
合计	367,584.12	26.22%	153,006.55	36.68%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表5 2016-2017年公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2017年		2016年	
	销售金额	销售额占比	销售金额	销售额占比
第一名	48,940.00	3.15%	45,136.74	10.44%
第二名	43,766.34	2.81%	14,186.89	3.28%
第三名	25,687.02	1.65%	13,001.63	3.01%
第四名	24,895.64	1.60%	11,076.30	2.56%
第五名	21,146.58	1.36%	10,423.52	2.41%
合计	164,435.58	10.57%	93,825.08	21.70%

资料来源：公司提供，鹏元整理

发展供应链管理业务，需要配套完善的仓储物流体系，但公司尚未建成完全独立的仓储物流体系，目前公司主要依托控股子公司在相关区域租赁仓库开展业务，物流全部外包。现阶段公司相继完成公司华中区域总部、华东区域总部、东南区域总部以及供应链管理中心等项目的选址工作，并已签署相关投资建设协议，2018年拟启动上述项目的规划设计工作，公司仓储体系尚处于搭建初期。

总体来看，公司供应链管理业务在经历了2016年及2017年的高速增长之后，已初具规模，采购及销售环节相关账款风险尚未暴露，但供应链管理业务高增长占用公司营运资金规模较大，同时该项业务发展所需的配套硬件设施、人才队伍建设及风险控制等方面有待全面加强，2018年公司提出将以控制风险、完善业务模式为重点，放缓业务规模增速，追求供应链管理业务的平稳发展。

公司服装板块拥有自主设计团队及终端销售渠道，生产全部外包，2017年终端需求较弱，服装板块收入有所收缩；面料价格呈上涨趋势及公司主动让利调价，毛利润承压

公司主要从事“潮流前线”及系列子品牌的设计与销售业务，消费者定位为16-35周岁的年轻人，价格定位为平价的时尚，市场定位为国内三、四线市场，通过集合10个潮流子品牌在“潮流前线”专卖店销售。2017年由于终端市场消费乏力，公司服装板块实现收入152,995.79万元，同比下降18.16%；服装板块毛利率因面料价格上涨及让利调价同比下

降5.32个百分点至35.90%。

公司注重对设计团队的培养，设计团队原则上每周进行2次华南地区考察，每年进行6次香港市场考察和4次全国性考察，同时每年至少2次派遣核心设计人员赴欧美、日韩等地区的时尚中心采风，此外公司会定期聘请香港、法国的老师对设计人员进行培训。2017年底公司专职设计人员增加到331人，但因终端需求乏力，公司2017年设计经费、设计新款及上市新款均有所减少。

表 6 公司设计人员及经费情况

项目	2017年	2016年
设计人员（人）	331	328
当年设计新款（个）	15,825	16,625
当年上市新款（个）	10,230	11,218
年度设计经费（万元）	3,993.65	4,061.59
年度设计经费占专卖店销售收入的比重	2.66%	2.19%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司品牌服装和面辅料的生产全部外包，公司按照“以订单为主，销售预测为辅”的模式制定生产计划和原材料采购计划。根据面辅料采购的不同，公司品牌服装的采购生产模式分为“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，“委外加工”则需由公司自行采购原材料，2017年“包工包料”和“委外加工”模式占比分别为48%和52%。公司主要面辅料为针织布、梭织布，2017年采购价格同比分别增长6.97%和11.97%，面料价格上涨一定程度上压缩了公司服装板块利润。公司2017年“包工包料的生产模式”比例明显增加，采购总量同步也有所下降。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2-3个月的信用期，有利于降低资金压力。

表 7 公司服装业务原材料采购情况

主要原材料	采购量 (万米、吨)		采购均价 (元/米、元/公斤)	
	2017年	2016年	2017年	2016年
梭织类	3,519.16	3,601.57	9.82	8.77
针织类	4,724.14	8,760.06	37.61	35.16

资料来源：公司提供

表 8 公司服装生产情况

项目	2017年	2016年
包工包料模式占比	48%	37%
委外加工模式占比	52%	63%

资料来源：公司提供

2017年服装板块转为联营模式的加盟店增加，公司服装库存压力加大，服装板块应收账款及存货发生一定损失

公司通过专卖店的形式快速发展终端网络，专卖店以加盟为主、自营为辅。自营店由公司自行租赁或购买经营场地，其货品、资金和人员由公司本部统一调配；加盟店方面，由加盟商对专卖店进行经营管理并承担责任，公司主要通过向加盟商销售货品实现销售收入。货款结算方面，公司根据加盟店的经营时间、经营业绩、历史回款记录等指标确定加盟店的信用等级，对不同等级的加盟店给予不同的信用结算期与信用额度，目前一般1-6个月，对老客户新开店、更新改造店铺的，公司适当放宽信用政策，给予不超过1年的信用期。截至2017年底，公司服装板块发生的应收账款余额为78,755.97万元，同比减少20.59%，账龄主要集中在1年以内。

自2015年进行品牌升级后，公司在专卖店形象方面也做了相应调整，通过集合10个潮流子品牌在“潮流前线”专卖店销售，将专卖店升级为大型休闲服饰集合店，并加强店铺员工全方位培训，关停差劣店铺。截至2017年底，公司共有专卖店1,764个，较上年净减少31个，主要系国内服装消费市场低迷影响，公司实施店铺去库存以及关停部分差劣店铺等措施，加盟店数量下滑所致；自营店方面，数量却同比增加24家，主要系公司拓展空白市场所致。

表 9 公司专卖店经营情况

项目	2017年	2016年
品牌服装销售收入（万元）	150,147.61	185,752.49
其中：加盟店收入（万元）	129,732.76	169,988.36
自营店收入（万元）	20,414.86	15,764.13
品牌专卖店数量（个）	1,764	1,795
其中：加盟店（个）	1,592	1,647
自营店（个）	172	148

资料来源：公司提供

库存方面，截至2017年末，公司服装库存量为2,883.25万件，较上年大幅增长75.24%，主要系终端销售乏力，加盟店经营困难，公司为帮助加盟店改善经营状况，维护既有的销售渠道，当年允许转为联营模式及新开店采用联营模式的门店较多所致，目前采用联营模式的加盟店共有620多家，原加盟店均是买断式销售，库存属于加盟店不属于公司库存，转为联营模式后，由于联营模式下是在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，联营模式下的库存在没有实现终端销售前均为公司库存，由于终端消费

较弱及联营模式门店的增加使得公司库存量大幅增长。截至2017年底，公司服装板块发生的存货余额为110,372.10万元，同比增长75.43%，服装板块因部分服装销售困难当年计提存货跌价准备5,212.98万元，同比增长134.19%。考虑到公司服装品牌定位三、四线市场，其他品牌服饰企业进行渠道下沉，现阶段公司服装库存规模较大，库存服装存在一定的跌价风险，同时在市场资金偏紧阶段，较大规模的库存对公司资金形成了较大占用，给公司资金周转造成了一定压力。

表 10 公司服装销售与库存情况

项目	2017年	2016年	同比增减
销售量（万件）	3,078.43	3,033.70	1.47%
生产量（万件）	4,316.36	3,910.77	10.37%
库存量（万件）	2,883.25	1,645.33	75.24%

资料来源：公司提供

总体来看，2017年公司服装板块经营并不理想，收入毛利双双下降，服装面料价格呈上升趋势，终端需求较弱，公司服装毛利润承压，同时服装库存及应收账款规模有所增长，并且计提了较大规模减值损失，需持续关注公司服装去库存情况。

2017年公司拓展时尚电子产品销售业务及保理业务，丰富了公司收入来源

2017年4月，公司2016年年度股东大会审议通过《搜于特集团股份有限公司关于扩展时尚产业品牌管理业务经营产品范围的议案》，同意将目前的时尚产业品牌管理业务经营产品范围由时尚服饰产品拓展到包括时尚服饰产品、时尚电子产品及时尚纺织产品等。2017年公司因经营时尚电子产品、时尚纺织品等销售业务，产生收入121,724.34万元。截至2017年底，公司该业务期末存货余额为1,378.82万元，应收账款余额为7,320.67万元，期末存货规模较小，但应收账款金额相对较大，需关注回收风险。

商业保理方面，公司以全资子公司深圳市前海搜银商业保理有限公司为主要运作平台，利用自有资金为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。风险控制方面，公司成立信贷评审委员会，对前期资信调查结果进行汇总和投票，决定是否为客户进行保理融资；同时考虑购买信用保险、保留追索权以及要求采取担保措施等。2017年公司开展保理业务26笔，当年累计合同规模3.02亿元，保理客户主要为上游供应商，2017年末保理业务存续笔数12笔，存续余额14,620万元，2017年公司保理业务实现利息收入1,832.03万元，上年同期实现利息收入407.99万元。

公司部分投资标的尚处于发展初期，经营效益欠佳，投资收益处于较低水平，且计提减值准备较多，未来投资效益存在不确定性

2017年2月，公司通过受让原有出资的方式，以自有资金10,899万元取得广东英扬45%的股权。广东英扬成立于2000年5月，业务涉及品牌咨询、品牌策划和设计、整合营销传播三大板块，服务客户主要涵盖在服装、化妆品、日化等快速消费领域。2015-2016年，广东英扬分别实现未经审计的营业收入9,932.68万元和13,119.59万元，净利润719.57万元和1,918.09万元。该投资在完成股权转让并办理完相关工商登记手续后，由于广东英扬业务发展和战略规划调整与公司的发展战略规划不一致，公司投资目的难以实现，公司2017年8月25日将所持有的所有股份作价11,738.32万元转让给原股份转让方。

截至2017年底，公司对外投资金额合计6.06亿元，其中对汇美时尚、北京中研瀚海网络科技有限公司（以下简称“中研瀚海”）和拉拉米的投资金额较大。2017年公司实现投资收益合计1,847.31万元，其中汇美时尚、拉拉米经营尚可贡献1,019.14万元，广东英扬股权处置确认收益839.32万元。同时因部分投资对象经营亏损，公司2017年对外投资计提减值准备1,787.69万元，长沙千里及网络技术有限公司经营不善，经营亏损严重难以维持，公司已于2016年对其投资全额计提了减值准备1,695万元。

整体来看，公司对外投资较多，部分标的企业收入和利润规模较大、发展潜力较强，有助于扩大和优化产业布局，增厚公司的经营业绩；但部分投资对象仍处于发展初期，经营困难，现阶段公司总体投资收益处于较低水平且计提减值准备较多，公司的战略布局未来能否获得良好的效果，仍有待观察。

表 11 截至 2017 年底公司对外投资情况（单位：万元）

单位名称	投资金额	持股比例	营业收入	净利润	投资收益	减值准备
广州市汇美时尚集团股份有限公司	32,405.16	25.20%	125,979.76	4,642.60	406.67	-
北京中研瀚海网络科技有限公司	5,000.00	20.00%	3,076.09	17.07	-30.23	-
广州市拉拉米信息科技有限公司	5,166.67	15.33%	48,467.83	5,068.57	612.47	-
常州时间胶囊网络科技有限公司	1,600.00	13.51%	355.76	-145.97	-19.72	302.35
广东格致服装有限公司	2,910.00	19.40%	18,109.37	448.36	38.80	-
广州慕紫服装有限公司	396.00	19.79%	2,525.63	14.02	-	-
广州市纤麦服饰贸易有限公司	3,945.00	19.71%	6,991.41	-698.39	-	539.59
长沙千里及网络技术有限公司	1,695.00	19.94%	-	-	-	-
深圳市欧芮儿服装有限公司	2,980.00	19.87%	3,792.32	-13.04	-	-
杭州南海成长创科投资合伙企业	1,000.00	3.46%	0.00	-1.06	-	-
广州市翎美贸易有限公司	1,998.00	19.98%	5,803.76	-179.31	-	449.81
仙宜岱股份有限公司	1,500.00	2.37%	29,171.57	3,245.07	-	-
深圳市云商微店网络技术有限公司	-	-	-	-	-	495.94
广东英扬传奇广告有限公司	-	-	-	-	839.32	-

合计	60,595.83	-	-	-	1,847.31	1,787.69
----	-----------	---	---	---	----------	----------

注：投资金额均为初始投资成本。
 资料来源：公司提供

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 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，财务报表均采用新会计准则编制。2017 年公司纳入财务报表合并范围的子公司增加 12 家，具体情况如表 1 所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收账款、预付款项及存货对资金形成较大占用，同时需关注各往来款坏账风险及存货跌价风险

随着业务的发展，公司资产规模大幅增长，截至 2017 年底，公司总资产规模达到 1,033,058.82 万元，同比增长 43.59%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产占比为 83.95%。

表 12 公司资产主要构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	105,145.15	9.50%	70,581.67	6.83%	90,812.82	12.62%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	86,500.00	7.81%	88,500.00	8.57%	0.00	0.00%
应收账款	139,571.31	12.61%	163,450.96	15.82%	126,318.05	17.56%
预付款项	302,440.67	27.32%	228,269.27	22.10%	65,100.37	9.05%
存货	211,873.07	19.14%	190,173.31	18.41%	126,375.68	17.57%
其他流动资产	73,769.14	6.66%	115,163.67	11.15%	170,447.98	23.69%
流动资产合计	936,468.46	84.61%	867,202.80	83.95%	582,695.34	80.99%
可供出售金融资产	13,739.60	1.24%	13,739.60	1.33%	14,524.94	2.02%
长期股权投资	46,836.56	4.23%	46,565.52	4.51%	45,168.41	6.28%
固定资产	67,220.95	6.07%	67,774.16	6.56%	40,483.38	5.63%
在建工程	19,916.17	1.80%	18,461.35	1.79%	23,309.38	3.24%

非流动资产合计	170,390.36	15.39%	165,856.01	16.05%	136,775.03	19.01%
资产总计	1,106,858.82	100.00%	1,033,058.82	100.00%	719,470.37	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。截至 2017 年底，公司账面货币资金为 70,581.67 万元，其中银行存款占比 97.35%，期末使用受到限制的货币资金共计 1,232.95 万元。截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产系与利率挂钩的结构性存款，期末账面金额为 88,500.00 万元。截至 2017 年底，公司应收账款为 163,450.96 万元，占总资产的比重为 15.82%，同比增长 29.40%，主要系业务快速增长，给予客户的信用放宽所致；其中服装板块应收账款余额为 78,755.97 万元，其余应收账款主要系供应链管理业务产生；应收账款中账龄在 1 年以内的占比 84.40%，公司按账龄计提坏账准备合计 9,815.47 万元；应收账款前五大债务人账面余额占比合计 20.08%，应收对象较分散。截至 2017 年底，公司预付款项为 228,269.27 万元，占总资产的比重为 22.10%，且同比大幅增长 250.64%，主要是供应链管理业务快速增长，公司为在供应链管理业务采购环节降低采购成本增加预付采购款所致。截至 2017 年底，公司存货规模为 190,173.31 万元，同比增长 50.48%，主要系业务快速增长，备货及品牌联营店库存增加所致；公司存货中原材料 77,372.26 万元（包含品牌服饰采购的原材料和供应链管理业务产生的原材料），库存商品 99,449.41 万元（主要是尚未出售的服装），截至 2017 年末公司已针对库存商品计提存货跌价准备 9,042.23 万元，其中 2017 年新计提 5,714.99 万元、转回 557.52 万元。截至 2017 年底，公司其他流动资产 115,163.67 万元，主要为银行理财产品，以保本浮动性为主，2017 年理财产品实现投资收益 5,858.09 万元。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产、长期股权投资主要是对汇美时尚、中研瀚海、拉拉米、广东格致服装有限公司等参股企业的投资，可供出售金融资产按成本法核算，长期股权投资按权益法核算，2017 年因投资汇美时尚、拉拉米、广东英扬等单位合计产生投资收益 2,108.00 万元；同时也因投资对象广州市纤麦服饰贸易有限公司、深圳市云商微店网络技术有限公司、广州市翎美贸易有限公司等单位经营亏损，公司可供出售金融资产和长期股权投资分别计提资产减值损失 1,485.33 万元和 302.35 万元。截至 2017 年底，公司固定资产为 67,774.16 万元，同比增长 67.41%，主要系总部大楼建设已部分完工使用从在建工程转出至固定资产所致；剔除总部大楼公司固定资产主要是为开设专卖店而购置的商铺物业，大部分处于当地位置较好的地段，有一定的升值潜力。截至 2017 年底，公司

在建工程主要是总部建设项目和仓储物流基地建设项目，共累计投入 45,645.56 万元，资金来源于自有资金及募集资金。

整体来看，公司应收账款和预付款项规模较大，2017 年末合计占总资产的比重达 37.92%，服装库存增加，库存规模也较大，对公司资金形成较大占用。同时公司 2017 年计提资产减值损失 11,331.05 万元，其中相关应收款项坏账损失及存货跌价损失分别为 3,772.86 万元和 5,770.50 万元，需关注公司各往来款坏账风险及存货跌价风险。

资产运营效率

供应链管理业务扩张带动整体营业收入大幅增长，公司净营业周期缩短，但预付款项规模较大对公司资金形成较大占用，影响公司资产周转效率

2017年公司服装板块表现较弱，公司为维持加盟商持续经营能力，一方面对服装加盟商的账期有所放松，加盟商欠款有所增长；另一方面，继续推行联营模式，当年转为联营模式的门店增加，库存压力向公司转移，导致服装库存同比增加。受此影响，公司服装板块应收账款和存货增长，但服装收入增幅不大，服装业务应收账款和存货周转期均显著延长。2017年受益于供应链管理业务收入大幅增长250.94%，公司收入和成本规模迅速提升，整体应收账款及存货增幅却相对较小，使得应收账款和存货的周转天数分别缩短23.65天、31.32天至17.25天和34.33天，但由于供应链管理业务在采购环节会预付较大比例货款，2017年末公司预付款项占总资产的比重达到22.10%，导致应付账款周转天数减少15.61天。在上述因素的综合影响下，2017年公司净营业周期大幅缩短至65.56天。但我们注意到，由于公司供应链管理业务收付款不对称的管理模式且存货占款较多，影响了公司资产周转效率。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	17.25	40.90
存货周转天数	34.33	65.65
应付账款周转天数	-13.98	1.63
净营业周期	65.56	104.92
流动资产周转天数	142.38	232.65
固定资产周转天数	10.63	23.07
总资产周转天数	172.09	309.43

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模快速增长，毛利率较低的供应链管理业务及其他业务收入占比提升拉低了公司综合毛利率，公司利润增长主要依托业务规模扩张，且服装库存及应收账款存在一定风险，近年因资产减值损失对公司利润造成了一定侵蚀

2017 年公司服装板块收入有所收缩，但因供应链管理业务继续扩张带动公司营业收入同比增长 190.04%，达到 1,833,038.50 万元，其中供应链管理业务实现收入 1,555,831.81 万元，同比增幅 250.94%，服装板块实现收入 152,995.79 万元，同比下降 18.16%。收入占比方面，2017 年服装板块收入占公司营业收入的比重由 2016 年的 29.58% 降至 8.35%，供应链管理业务及其他业务收入占比分别由上年的 70.15% 和 0.27% 上升至 84.88% 和 6.78%。

毛利率方面，2017 年公司供应链管理业务、服装板块及以经营时尚电子产品商贸业务为主的其他业务毛利率分别为 6.93%、35.90% 和 8.60%，同比分别下降 0.77、5.32 及 25.54 个百分点，主要因毛利率相对较低的供应链管理业务及其他业务收入占比提升，公司综合毛利率同比下降 8.23 个百分点至 9.46%。

期间费用方面，公司业务规模扩张并未带来期间费用的大幅增长，2017 年公司期间费用合计 64,311.55 万元，仅同比增长 28.35%，期间费用率为 3.51%，同比下降 4.42 个百分点。具体来看，公司综合融资成本相对较低且新增短期借款主要发生于 2017 年下半年，公司财务费用不高，期间费用以销售费用和管理费用为主，其中职工薪酬、广告宣传费、租赁费和研究开发费用占比较大，近年来业务扩张使得期间费用有一定增加，但营业收入增幅远高于期间费用增幅，公司期间费用控制较好。2017 年公司计提资产减值损失 11,331.05 万元，较上年有所增加，主要系增加计提坏账准备 3,772.86 万元，同时因库存增加计提存货跌价准备 5,770.50 万元所致。

受上述因素综合影响，2017 年公司实现利润总额 104,917.29 万元，同比增长 95.34%，经营业绩提升明显，但公司利润提升主要源于业务规模扩张。公司服装库存规模较大，供应链管理业务占款较多，未来需关注服装库存、应收款项及预付账款风险对利润的影响。

表 14 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	521,154.69	1,833,038.50	631,998.33
资产减值损失	-726.09	11,331.05	8,683.29
营业利润	26,018.85	105,039.66	53,215.37
利润总额	25,813.58	104,917.29	53,711.14
净利润	18,921.20	77,053.33	39,694.10

综合毛利率	7.28%	9.46%	17.69%
期间费用率	2.76%	3.51%	7.93%
营业利润率	4.99%	5.73%	8.42%
总资产回报率	-	12.85%	10.98%
净资产收益率	-	13.77%	10.52%
营业收入增长率	-	190.04%	218.74%
净利润增长率	-	94.12%	44.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

因预付款项、存货及应收账款占用资金规模较大，公司经营活动现金流表现较差，后续业务开展面临一定的资金压力

2017 年公司净利润水平较高，同比增长 94.12% 至 77,053.33 万元，加之资产减值准备、固定资产折旧等非付现费用较多，公司 FFO 增至 92,018.90 万元，主营业务现金获取能力保持提升；另一方面，由于服装板块对加盟商账期有所延长，供应链管理业务的发展也产生了一定规模的应收账款和垫付了较大金额的预付款项，使得公司应收款项大幅增加，服装和原材料库存也有所增加，2017 年营运资本增加 182,619.03 万元，受此影响，2017 年公司经营活动产生的现金净流出 88,208.34 万元，经营现金流表现较弱。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金净流出 39,194.14 万元，主要是购买理财产品、总部建设等项目投入产生的支出。为满足经营和投资资金需求，2017 年公司通过股权激励吸收投资及银行短期借款筹集资金 144,233.30 万元，筹资活动产生的现金净流入 115,715.65 万元。

我们注意到，公司发展供应链管理业务需垫付较大规模的资金，且短期借款 2018 年集中到期偿还，未来公司仍面临一定的资金压力。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
净利润	18,921.20	77,053.33	39,694.10
非付现费用	-	19,519.59	17,202.29
非经营损益	-	-4,554.01	1,435.55
FFO	-	92,018.90	58,331.93
营运资本变化	-	-182,619.03	-119,556.31
其中：存货的减少	-	-69,568.13	-65,318.89
经营性应收项目的减少	-	-223,442.68	-118,590.08

经营性应付项目的增加	-	110,391.78	64,352.66
经营活动产生的现金流量净额	-33,496.92	-88,208.34	-61,224.38
投资活动产生的现金流量净额	21,947.78	-39,194.14	-125,626.25
筹资活动产生的现金流量净额	45,327.75	115,715.65	241,031.67
现金及现金等价物净增加额	34,181.70	-11,434.19	54,181.05

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

为支撑业务扩张，公司负债大幅增长，且以短期债务为主，后续存在一定的偿债压力。2017 年公司通过增加负债支撑供应链管理业务扩张，导致负债规模同比大幅增长 121.13%，2017 年末达到 436,004.83 万元。但所有者权益仅同比增长 14.31% 至 597,053.99 万元，规模增幅较小，主要源于当年经营积累。由于负债增幅远高于所有者权益增幅，2017 年末公司产权比率上升至 73.03%。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	489,456.55	436,004.83	197,168.67
所有者权益	617,402.28	597,053.99	522,301.69
产权比率	79.28%	73.03%	37.75%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以流动负债为主，主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司短期借款 113,179.78 万元，全部为信用借款和保证借款，均为流动资金借款。截至 2017 年末，公司应付账款和应付票据主要是应付供应商货款，随公司业务规模扩大而有所增长。截至 2017 年末，公司预收款项 86,133.50 万元，主要是供应链管理业务预收客户货款产生。截至 2017 年末，公司其他应付款 45,379.44 万元，主要为押金保证金、股权投资款和限制性股票回购义务资金。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债和应付债券全部为 2014-2015 年发行的公司债券余额。

截至 2017 年末，公司有息债务为 257,097.46 万元，同比增长 141.95%，2018 年 3 月末有息债务进一步增加至 318,648.94 万元；其中短期有息债务占比 83% 以上，公司面临一定的集中偿付压力。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	138,871.14	28.37%	113,179.78	25.96%	13,383.00	6.79%
应付票据	90,785.30	18.55%	74,862.42	17.17%	23,209.83	11.77%
应付账款	14,632.35	2.99%	29,617.21	6.79%	36,762.29	18.65%
预收款项	108,101.74	22.09%	86,133.50	19.76%	33,935.72	17.21%
其他应付款	30,644.37	6.26%	45,379.44	10.41%	7,799.25	3.96%
一年内到期的非流动负债	34,939.99	7.14%	34,902.76	8.01%	34,920.60	17.71%
流动负债合计	435,404.05	88.96%	401,852.33	92.17%	162,422.67	82.38%
长期借款	10,000.00	2.04%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	44,052.50	9.00%	34,152.50	7.83%	34,746.00	17.62%
非流动负债合计	54,052.50	11.04%	34,152.50	7.83%	34,746.00	17.62%
负债合计	489,456.55	100.00%	436,004.83	100.00%	197,168.67	100.00%
其中：有息债务	318,648.94	65.10%	257,097.46	58.97%	106,259.43	53.89%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2017年底，公司资产负债率由2016年末的27.40%上升至42.21%；流动比率和速动比率分别降至2.16和1.68，表现同比有所减弱。2017年主要因公司业务规模扩张带动利润大幅增长，EBITDA由2016年的68,140.10万元增加至120,820.81万元，利息保障能力相对较好。但由于公司近年来经营活动现金流表现较差，经营性净现金流难以覆盖短期负债，公司短期债务压力较大。

表 18 公司主要偿债能力指标

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	44.22%	42.21%	27.40%
流动比率	2.15	2.16	3.59
速动比率	1.66	1.68	2.81
EBITDA（万元）	-	120,820.81	68,140.10
EBITDA 利息保障倍数	-	15.66	11.53
有息债务/EBITDA	-	2.13	1.56
债务总额/EBITDA	-	3.61	2.89
经营性净现金流/流动负债	-0.08	-0.22	-0.38
经营性净现金流/负债总额	-0.07	-0.20	-0.31

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

公司供应链管理业务在经历了 2016 年及 2017 年的高速增长之后，已初具规模，采购及销售环节尚未发生账款损失，但供应链管理业务高增长占用公司营运资金规模较大，同

时该项业务发展所需的配套硬件设施、人才队伍建设及风险控制等方面有待全面加强。

同时我们也注意到，2017 年国内服装市场需求仍较疲软，公司服装板块收入及毛利双双下降，终端消费较弱及联营模式门店的增加使得服装库存大幅增长，且存在跌价风险。公司部分投资标的尚处于发展初期，经营效益欠佳，投资收益处于较低水平，且计提减值准备较多，未来投资效益存在不确定性。供应链管理业务收付款不对称的管理模式下，公司需垫付较大规模的资金，导致经营现金流表现较差，持续呈净流出状态，考虑到公司营运资金及偿债资金需求较大，未来仍面临一定的资金压力。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，“14 搜特 01”和“15 搜特债”信用等级均维持为 AA。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	105,145.15	70,581.67	90,812.82	39,645.77
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	86,500.00	88,500.00	0.00	0.00
应收票据	8,777.83	5,915.06	47.66	50.00
应收账款	139,571.31	163,450.96	126,318.05	53,390.22
预付款项	302,440.67	228,269.27	65,100.37	26,115.77
其他应收款	8,391.30	5,148.87	1,062.94	1,490.79
存货	211,873.07	190,173.31	126,375.68	63,362.29
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	2,529.84	499.87
其他流动资产	73,769.14	115,163.67	170,447.98	49,604.03
流动资产合计	936,468.46	867,202.80	582,695.34	234,158.73
可供出售金融资产	13,739.60	13,739.60	14,524.94	16,019.00
长期股权投资	46,836.56	46,565.52	45,168.41	44,322.62
投资性房地产	1,912.23	1,949.58	2,098.96	2,248.35
固定资产	67,220.95	67,774.16	40,483.38	40,504.61
在建工程	19,916.17	18,461.35	23,309.38	14,913.41
无形资产	7,176.93	3,998.19	4,090.76	4,108.68
长期待摊费用	5,901.83	5,355.36	2,943.38	9,164.08
递延所得税资产	7,686.09	8,012.26	4,155.82	1,501.78
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	44.43
非流动资产合计	170,390.36	165,856.01	136,775.03	132,826.96
资产总计	1,106,858.82	1,033,058.82	719,470.37	366,985.69
短期借款	138,871.14	113,179.78	13,383.00	16,801.59
应付票据	90,785.30	74,862.42	23,209.83	27,684.09
应付账款	14,632.35	29,617.21	36,762.29	8,271.86
预收款项	108,101.74	86,133.50	33,935.72	2,254.47
应付职工薪酬	1,696.13	2,542.02	2,032.03	1,839.03
应交税费	10,920.65	11,680.73	8,268.40	4,026.08
应付利息	3,388.24	2,133.47	2,111.20	2,111.22
应付股利	1,421.00	1,421.00	0.00	0.00
其他应付款	30,644.37	45,379.44	7,799.25	2,162.41
一年内到期的非流动负债	34,939.99	34,902.76	34,920.60	0.00
其他流动负债	3.11	0.00	0.35	0.00
流动负债合计	435,404.05	401,852.33	162,422.67	65,150.75

长期借款	10,000.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	44,052.50	34,152.50	34,746.00	69,359.04
非流动负债合计	54,052.50	34,152.50	34,746.00	69,359.04
负债合计	489,456.55	436,004.83	197,168.67	134,509.79
实收资本	312,419.19	312,419.19	154,625.27	103,680.00
资本公积金	88,691.50	88,264.41	242,627.24	47,139.74
其他综合收益	-107.44	-107.44	0.00	0.00
盈余公积金	15,364.47	15,364.47	14,552.31	12,488.31
未分配利润	171,842.80	156,053.41	99,472.09	67,439.09
归属于母公司所有者权益合计	576,827.15	560,610.67	511,276.91	230,747.15
少数股东权益	40,575.13	36,443.32	11,024.79	1,728.75
所有者权益合计	617,402.28	597,053.99	522,301.69	232,475.90
负债和所有者权益总计	1,106,858.82	1,033,058.82	719,470.37	366,985.69

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	521,671.21	1,834,870.53	632,406.32	198,291.03
其中：营业收入	521,154.69	1,833,038.50	631,998.33	198,277.34
利息收入	516.52	1,832.03	407.99	13.69
二、营业总成本	497,675.38	1,739,117.74	581,011.32	173,129.47
其中：营业成本	483,215.46	1,659,667.24	520,214.42	125,765.13
税金及附加	806.96	3,807.90	2,009.12	1,135.44
销售费用	7,639.79	37,842.21	30,840.29	28,155.22
管理费用	4,577.46	19,291.32	13,842.68	11,368.91
财务费用	2,161.80	7,178.02	5,421.52	4,106.87
资产减值损失	-726.09	11,331.05	8,683.29	2,597.90
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,875.14	7,966.09	1,823.74	1,711.66
资产处置收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	-3.37	0.00
其他收益	147.88	1,320.78	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	26,018.85	105,039.66	53,215.37	26,873.22
加：营业外收入	20.52	61.73	558.94	662.69
减：营业外支出	225.78	184.10	63.16	72.28
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	25,813.58	104,917.29	53,711.14	27,463.63
减：所得税费用	6,892.39	27,863.96	14,017.05	7,729.30
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	18,921.20	77,053.33	39,694.10	19,734.33
1.归属于母公司所有者的净利润（净亏损以“-”号填列）	15,789.39	61,282.88	36,170.60	336.84
2.少数股东损益（净亏损以“-”号填列）	3,131.81	15,770.45	3,523.50	19,397.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	589,631.61	1,959,943.20	672,036.38	225,948.18
收到其他与经营活动有关的现金	210.23	1,202.89	18.00	65.26
收取利息、手续费及佣金的现金	879.66	11,166.85	5,767.54	1,161.07
经营活动现金流入小计	590,721.51	1,972,312.94	677,821.92	227,174.51
购买商品、接受劳务支付的现金	599,028.95	1,950,173.60	671,957.67	156,390.94
客户贷款及垫款净增加额	250.00	2,500.00	3,029.58	1,800.00
支付给职工以及为职工支付的现金	6,525.20	21,106.45	18,246.38	16,400.56
支付的各项税费	12,614.55	57,681.49	27,176.16	16,816.83
支付其他与经营活动有关的现金	5,799.72	29,059.74	18,636.51	15,805.94
经营活动现金流出小计	624,218.43	2,060,521.29	739,046.30	207,214.26
经营活动产生的现金流量净额	-33,496.92	-88,208.34	-61,224.38	19,960.24
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	342,056.13	1,597,309.00	278,932.40	280,775.00
取得投资收益收到的现金	1,699.79	6,443.82	871.28	1,356.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.01	0.47
投资活动现金流入小计	343,755.91	1,603,752.82	279,803.70	282,131.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,547.79	30,997.85	11,253.54	15,269.97
投资支付的现金	309,375.90	1,609,059.00	394,176.40	340,058.16
支付其他与投资活动有关的现金	2,884.44	2,890.10	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	321,808.13	1,642,946.96	405,429.94	355,328.13
投资活动产生的现金流量净额	21,947.78	-39,194.14	-125,626.25	-73,196.47
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,000.00	27,933.52	252,172.54	1,351.08
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1,000.00	16,526.38	5,772.54	1,351.08
取得借款收到的现金	65,002.18	116,299.78	23,383.00	26,801.59
发行债券收到的现金	9,900.00	0.00	0.00	34,545.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	12,376.61	280.47
筹资活动现金流入小计	75,902.18	144,233.30	287,932.15	62,978.14
偿还债务支付的现金	29,087.00	17,350.50	26,801.59	12,520.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,487.44	11,167.15	7,676.02	8,765.15

支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	12,422.87	134.20
筹资活动现金流出小计	30,574.44	28,517.65	46,900.48	21,419.35
筹资活动产生的现金流量净额	45,327.75	115,715.65	241,031.67	41,558.79
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	403.09	252.65	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	34,181.70	-11,434.19	54,181.05	-11,677.43
加：期初现金及现金等价物余额	69,348.72	80,782.91	26,601.86	38,279.29
六、期末现金及现金等价物余额	103,530.42	69,348.72	80,782.91	26,601.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
(1) 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	77,053.33	39,694.10	19,734.33
加: 资产减值准备	11,331.05	8,683.29	2,597.90
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,137.62	2,852.32	2,646.22
无形资产摊销	138.18	126.27	105.74
长期待摊费用摊销	4,912.73	5,540.40	5,137.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	0.00	-0.01	9.72
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.82	3.38	0.00
财务费用(收益以“-”号填列)	7,267.69	5,909.96	4,524.58
投资损失(收益以“-”号填列)	-7,966.09	-1,823.74	-1,711.66
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-3,856.43	-2,654.04	-353.64
存货的减少(增加以“-”号填列)	-69,568.13	-65,318.89	-2,938.42
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-223,442.68	-118,590.08	-16,645.14
经营性应付项目的增加(增加以“-”号填列)	110,391.78	64,352.66	6,852.85
其他	2,391.78	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-88,208.34	-61,224.38	19,960.24
(2) 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	69,348.72	80,782.91	26,601.86
减: 现金的期初余额	80,782.91	26,601.86	38,279.29
现金及现金等价物净增加额	-11,434.19	54,181.05	-11,677.43

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	44.22%	42.21%	27.40%	36.65%
有息债务（万元）	318,648.94	257,097.46	106,259.43	113,844.72
流动比率	2.15	2.16	3.59	3.59
速动比率	1.66	1.68	2.81	2.62
期间费用率	2.76%	3.51%	7.93%	22.01%
营业利润率	4.99%	5.73%	8.42%	13.55%
净资产收益率	-	13.77%	10.52%	8.79%
应收账款周转天数	-	17.25	40.90	86.41
存货周转天数	-	34.33	65.65	180.04
应付账款周转天数	-	-13.98	1.63	35.51
净营业周期	-	65.56	104.92	230.95
流动资产周转天数	-	142.38	232.65	408.99
固定资产周转天数	-	10.63	23.07	70.98
总资产周转天数	-	172.09	309.43	600.82
营运资本变化（万元）	-	-182,619.03	-119,556.31	-12,730.71
产权比率	79.28%	73.03%	37.75%	57.86%
综合毛利率	7.28%	9.46%	17.69%	36.57%
总资产回报率	-	12.85%	10.98%	9.67%
EBITDA（万元）	-	120,820.81	68,140.10	39,877.94
EBITDA 利息保障倍数	-	15.66	11.53	8.81
有息债务/EBITDA	-	2.13	1.56	2.85
非付现费用（万元）	-	19,519.59	17,202.29	10,487.63
非经营损益（万元）	-	-4,554.01	1,435.55	2,469.00
FFO（万元）	-	92,018.90	58,331.93	32,690.96
营运资本变化（万元）	-	-182,619.03	-119,556.31	-12,730.71

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例		注册资本 (万元)	取得方式
		直接	间接		
东莞市潮流前线信息科技有限公司	批发、零售业	100.00%		1,000	设立
广州市潮特服装有限公司	零售业	100.00%		100	设立
广州市搜特服装有限公司	零售业	100.00%		300	设立
东莞市潮特服装有限公司	零售业	100.00%		50	设立
广州伊烁服饰有限公司	批发、零售业	100.00%		6,000	非同一控制下企业合并
东莞市愉成服装有限公司	批发、零售业	51.00%		500	设立
东莞市搜于特供应链管理有限公司	批发、零售业	100.00%		120,000	设立
东莞市搜于特品牌管理有限公司	批发、零售业	100.00%		50,000	设立
深圳市前海搜银商业保理有限公司	其他服务业	100.00%		30,000	设立
湖北浚通供应链管理有限公司	批发、零售业		51.00%	10,000	设立
广州集亚特供应链管理有限公司	批发、零售业		66.00%	10,000	设立
苏州聚通供应链管理有限公司	批发、零售业		67.50%	10,000	设立
江西聚构商贸有限公司	批发、零售业		51.00%	20,000	设立
广东集美购品牌管理有限公司	批发、零售业		51.00%	10,000	设立
广东聚亚特供应链管理有限公司	批发、零售业		51.00%	10,000	设立
广东搜于特投资管理有限公司	投资管理	100.00%		1,100	设立
东莞市搜于特创意设计有限公司	设计	100.00%		30,000	设立
广东搜于特时尚文化产业投资基金(有限合伙)	投资	90.00%	10.00%	10,000	设立
绍兴市兴联供应链管理有限公司	批发、零售业		51.00%	40,000	设立
广东瑞仑特纺织有限公司	批发、零售业		51.00%	20,000	设立
佛山市聚美特纺织有限公司	批发、零售业		51.00%	5,000	设立
厦门瑞悦隆供应链管理有限公司	批发、零售业		51.00%	6,500	设立
武汉舜宇品牌管理有限公司	批发、零售业		55.00%	4,000	设立
浙江东利源供应链管理有限公司	批发、零售业		51.00%	20,000	设立
东莞市搜于特信息科技有限公司	软件和信息技术服务业	100.00%		1,000	设立
南通新丝路供应链管理有限公司	批发、零售		51.00%	5,000	设立
湖北佳纺壹号家居用品有限公司	批发、零售		35.00%	7,286	设立
东莞市搜于特设计有限公司	设计		100.00%	1,000	设立
南昌市汇港供应链管理有限公司	批发、零售	100.00%		3,150	设立
苏州麻漾湖实业有限公司	批发、零售	100.00%		10,000	设立

厦门瑞悦隆纺织有限公司	批发、零售		100.00%	2,008	设立
南昌市当先实业有限公司	批发、零售		100.00%	10,000	设立
苏州聚通物流有限公司	交通运输、仓储和邮政业		100.00%	200	设立
苏州聚通羽绒科技有限公司	科学研究和技术服务业		100.00%	200	设立
苏州聚通仓储有限公司	交通运输、仓储和邮政业		100.00%	200	设立

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 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	$[(本年流动资产总额 + 上年流动资产总额) / 2] / 营业收入 * 360$
固定资产周转天数	$[(本年固定资产总额 + 上年固定资产总额) / 2] / 营业收入 * 360$
应收账款周转天数	$[(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额 + 期初应收票据余额 + 期末应收票据余额 - 期初预收款项余额 - 期末预收款项余额) / 2] / 营业收入 * 360$
存货周转天数	$[(期初存货 + 期末存货) / 2] / 营业成本 * 360$
应付账款周转天数	$[(期初应付账款余额 + 期末应付账款余额 + 期初应付票据余额 + 期末应付票据余额 - 期初预付款项余额 - 期末预付款项余额) / 2] / 营业成本 * 360$
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	$[(本年资产总额 + 上年资产总额) / 2] / 营业收入 * 360$
综合毛利率	$(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 * 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
期间费用率	$(管理费用 + 财务费用 + 销售费用) / 营业收入 * 100\%$
总资产回报率	$(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / ((本年资产总额 + 上年资产总额) / 2) * 100\%$
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益合计 + 上年所有者权益合计) / 2)
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
产权比率	负债总额 / 所有者权益 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计$
有息债务	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

附录七 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。