搜于特集团股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)
2017 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评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

鹏元评级
PENGYUAN CREDIT RATING

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第【25】号01

债券剩余规模：3.5 亿元

债券到期日期：2019 年年 7 月 2 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：
刘红　董斌

电话：
0755-82871099

邮箱：
liuh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，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（第一期）2017 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
本期债券信用等级	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	2017 年 4 月 20 日	2016 年 4 月 15 日

评级结论：

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”）及其 2014 年 7 月 2 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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跟踪期内公司品牌服饰运营业务稳步增长，供应链管理业务迅速扩张，成为公司收入和利润的重要增长点，公司资本实力大幅提升，整体负债水平较低；同时我们也关注到国内服装市场需求仍较疲软，公司服装库存规模大幅增长，对营运资金造成较大的占用，且存在跌价风险，服装加盟商欠款大幅提升，公司部分对外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欠佳，面临一定的资金压力，公司供应链管理业务存在一定的经营风险等风险因素。

正面：

- **公司自主设计能力进一步增强，品牌服饰运营业务稳步增长。**截至 2016 年底，公司专职设计人员增长至 328 人，2016 年公司推出设计新款合计 16,625 个，当年上市新款合计 11,218 个，分别同比增长 70.44%和 73.01%，自主设计能力进一步提高；通过加大品牌和终端门店的升级，2016 年公司品牌服饰实现销售收入 185,752.49 万元，同比增长 10.45%。
- **供应链管理业务迅速扩张，成为公司收入和利润的重要增长点。**公司供应链管理业务迅速发展，经营业绩实现大幅增长，2016 年公司供应链管理业务收入达到 443,333.75 万元，同比增长 1403.83%，占当年营业收入的 70.15%，实现毛利 34,133.07 万元，占总毛利的 30.53%。
- **公司资本实力大幅提升，整体负债水平较低。**2016 年 11 月，公司实施非公开发行

股票，净募集资金合计 246,400 万元，缓解了公司的资金压力，并大幅提升公司资本实力，截至 2016 年底，公司资产负债率为 27.40%。

关注：

- **国内服装市场需求仍较疲软，消费者偏好变化加快。**受经济增速放缓的影响，我国服装市场需求比较疲软，服装类零售额增速呈下降趋势；消费者偏好变化越来越快，对服装公司的市场反应速度和差异化要求进一步提高。
- **公司服装库存大幅增长，对资金运营效率形成一定不利影响，且存在跌价风险。**截至 2016 年末，公司服装库存量为 1,645.33 万件，服装库存商品为 59,039.57 万元，同比分别增长 114.17%和 69.03%；较大规模的库存对营运资金周转形成不利影响，且考虑到服装具有季节性特点，存在一定的跌价风险，2016 年公司针对服装库存新计提跌价准备 2,305.51 万元。
- **受终端销售压力加大影响，公司对服装加盟商账期有所延长，应收账款大幅攀升。**截至 2016 年底公司应收账款为 126,318.05 万元，同比大幅增长 136.59%，其中服装加盟商欠款为 91,332.48 万元，主要是考虑到品牌服饰终端销售压力较大，为支持加盟商发展，公司对其账期有所放松，应收款项对公司形成较大资金占用，且存在回收风险，2016 年公司新计提坏账准备 4,038.88 万元。
- **公司部分对外投资对象处于发展初期，经营波动性较大，未来投资效益存在不确定性。**截至 2017 年 3 月末，公司对外投资合计 7.09 亿元，部分投资对象处于发展初期，规模相对偏小，盈利能力偏弱；2016 年，由于长沙千里及网络技术有限公司、深圳市云商微店网络技术有限公司等投资对象经营不及预期，公司针对对外投资计提减值准备合计 2,100.73 万元。
- **公司经营现金流表现欠佳，后续资金需求较大，面临一定的资金压力。**由于营运资本投入较大，2016 年公司经营活动产生现金净流出 61,224.38 万元；公司发展供应链管理业务需垫付较大规模的资金，未来公司仍面临一定的资金压力。
- **供应链管理业务存在一定的经营风险。**公司供应链管理业务主要是为客户提供棉纱等服装原材料的采购服务，并从中赚取差价收益，若后续原材料价格波动较大，公司将面临一定的经营风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	719,470.37	366,985.69	294,842.53
所有者权益合计（万元）	522,301.69	232,475.90	216,674.49
有息债务（万元）	106,259.43	113,844.72	67,041.63
资产负债率	27.40%	36.65%	26.51%
流动比率	3.59	3.59	4.97
速动比率	2.81	2.62	3.53
营业收入（万元）	631,998.33	198,277.34	130,581.77
营业利润（万元）	53,218.73	26,873.22	16,262.13
利润总额（万元）	53,711.14	27,463.63	16,977.20
综合毛利率	17.69%	36.57%	37.50%
总资产回报率	10.98%	9.67%	6.64%
EBITDA（万元）	68,140.09	39,877.94	24,244.45
EBITDA 利息保障倍数	11.53	8.81	15.76
经营活动现金流净额（万元）	-61,224.38	19,960.24	-4,411.66

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2014]59 号文件核准，公司获准发行不超过 7 亿元（含 7 亿元）公司债券。本次债券分期发行，其中公司于 2014 年 7 月 2 日公开发行第一期 3.5 亿元公司债券，票面利率为 7.80%。

本期债券为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。若本期债券持有人在第3年末行使回售权，所回售债券的票面面值加第3年的利息在投资者回售支付日2017年7月2日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）一起支付。

截至2016年底，本期债券本息兑付情况见表1。

表 1　截至 2016 年 12 月 31 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年7月2日	35,000	0	2,730	35,000
2016年7月4日	35,000	0	2,730	35,000

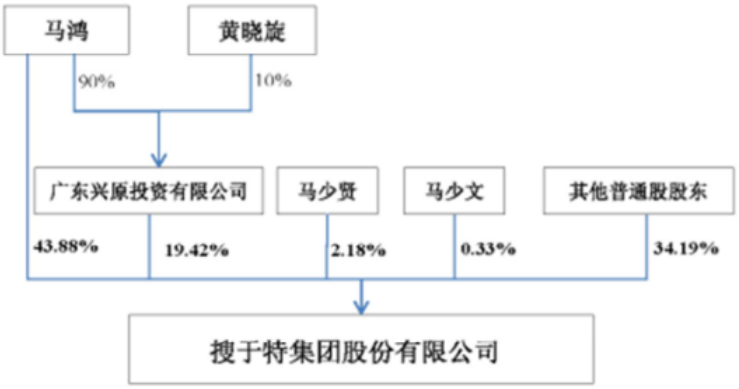
资料来源：公司公告，鹏元整理

本期债券募集资金用途为补充公司流动资金，截至2016年底已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年1月，公司名称由“东莞市搜于特服装股份有限公司”变更为现名。2016年4月，公司以2015年12月31日总股本103,680万股为基数，以资本公积金转增股本方式，向全体股东每10股转增3股，转增后公司总股本变更为134,784万股。2016年11月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕1047号文核准，公司非公开发行普通股（A股）股份19,841.27万股，公司总股本变更为154,625.27万股。截至2016年底，公司注册资本和实收资本均为154,625.27万元。2016年，公司控股股东仍然是自然人马鸿，其直接持股比例为43.88%，并通过广东兴原投资有限公司间接持有公司17.478%的股权，持股比例合计61.358%，是公司的实际控制人。

图1　截至2016年末公司股权关系图



资料来源：公司2016年年度报告

公司主营业务仍为品牌服饰运营、供应链管理业务等，2016年公司供应链管理业务迅速发展，成为公司最大的收入来源。2016年，公司新增8家合并范围内的子公司，具体如表2所示。

表 2　2016 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
广东搜于特投资管理有限公司	1,100	100.00%	投资管理	新设
东莞市搜于特创意设计有限公司	30,000	100.00%	广告设计	新设
广东搜于特时尚文化产业投资基金(有限合伙)	10,000	100.00%	时尚文化产业投资	新设
绍兴市兴联供应链管理有限公司	40,000	51.00%	供应链管理	新设
广东瑞仑特纺织有限公司	20,000	51.00%	供应链管理	新设
佛山市聚美特纺织有限公司	5,000	51.00%	纺织品、针织品及原料批发、供应链管理	新设
厦门瑞悦隆供应链管理有限公司	6,500	51.00%	供应链管理	新设
武汉舜宇品牌管理有限公司	4,000	55.00%	品牌管理	新设

资料来源：公司提供，鹏元整理

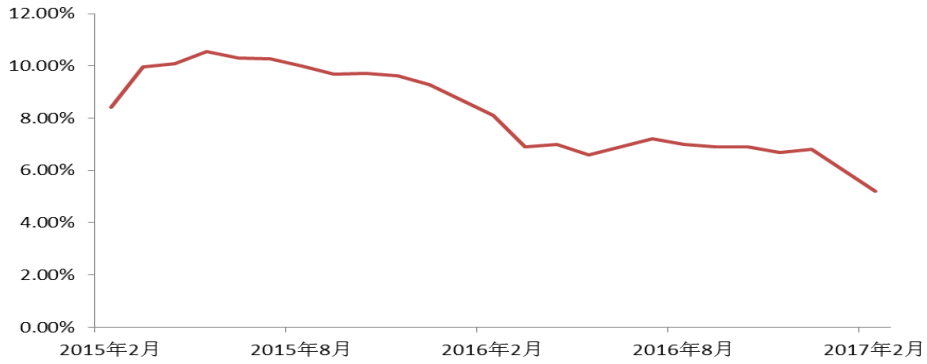
截至2016年12月31日，公司资产总额为719,470.37万元，所有者权益合计为522,301.69万元，资产负债率为27.40%；2016年度，公司实现营业收入631,998.33万元，利润总额53,711.14万元，经营活动现金净流出61,224.38万元。

三、运营环境

2016 年我国服装市场需求仍较疲软，同时消费偏好的转变对服装公司的市场反应速度和差异化要求进一步提高

随着城市化的发展和人均可支配收入的提高，我国服装行业销售额持续增长。但近年受到经济增速放缓的影响，我国服装市场需求比较疲软，服装类零售额增速呈下降趋势。根据国家统计局的数据，2016 年我国服装类限额以上零售额为 10,217.60 亿元，同比增长 6.8%，增长率较上年下滑 2.5 个百分点；2016 年纺织服装行业主营业务收入同比增长 4.6%，利润总额同比增长 2.4%，增长率同比分别下降 1 个百分点和 1.6 个百分点；服装行业规模以上企业累计完成服装产量 314.52 亿件，同比下降 1.64%。总体而言，我国服装产业整体呈现量价增速齐降的疲弱态势。

图2　我国服装类限额以上零售额增速情况



资料来源：国家统计局、Wind 资讯，鹏元整理

另一方面，随着消费能力的提升，消费者对产品的时尚感、品牌认同感以及科技含量等方面的需求不断提升，偏好变化也越来越快，该现象在我国 80、90 后消费群体中尤为突出，服装市场越来越细分。消费偏好的转变要求服装公司加快市场反应速度，以符合顾客转瞬即逝的消费偏好；同时要通过差异化和多元化策略、打造独特的品牌形象等手段吸引消费者。

服装网购市场规模进一步扩大，对传统的实体店经营模式形成较大冲击

近年来我国电子商务实现快速发展，据中商情报网数据显示，2016年，全国网上零售额51,555.7亿元，比上年增长26.2%。服装作为网购大类，近年来网购市场交易规模和网购渗透率不断提高，根据中国电子商务研究中心的数据显示，2016年，我国服装网购市场交易规模预计达9,343亿元，同比增长25.3%，2016年服装网购渗透率预计达36.9%。随着智能手机和便携式平板电脑的使用日益普遍，各类网上购物的APP应用更加丰富，国内消费者的消费习惯逐步改变，通过上网购买商品的意愿将进一步增强，且经过十几年的市场培育和发展，网络零售市场成熟度越来越高，预计我国服装在线零售市场仍有较大的增长空间，而服装行业传统的实体店经营模式受到的冲击将越来越大。2016年上半年服装企业陆

续关闭经营不佳门店，朗姿股份关闭29家，卡宾服饰关闭47家，达芙妮关闭450家，2015年末美邦门店数量甚至由2012年的5,000多家缩减至3,700多家。

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

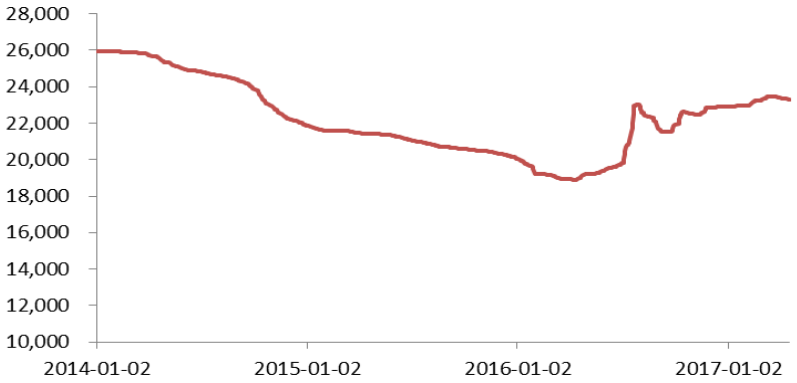
我国服装行业整体供应链较长，主要可以分为原料生产、产品设计、各级采购、服装加工、仓储运输、订单处理、经营批发及终端销售八大核心环节，各核心环节内可以继续细分为若干小环节。由于产业链层级多节点多，存在着供货周期长、上下游沟通不畅、资源配置不合理等问题。从各环节的竞争格局看，产业链上游的环节（化纤、纺织）企业数量相对较少，市场集中度相对较高，而产业链下游的环节（制衣厂、品牌商）企业数量则非常多，据中国服装品牌研究中心统计，目前我国有超过一万个服装品牌和数量众多的成衣加工厂，这些中小服装企业在整个行业中占据了相当大的市场份额，但是因为企业体量小，其在采购环节缺乏议价能力，采购价格较高。此外由于产业链较长，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。

近年我国棉纱价格呈现较大的波动性，不利于纺织服装企业的稳定经营

棉纱是纺织服装的重要原材料，按纺纱工艺不同分普梳纱和精梳纱，其中普梳纱是经普通纺纱系统纺成的纱；精梳纱由精梳纺织系统纺成，选用优质原料，多用于织造高档织物。棉纱的规格和品质差异较大，对应的价格也不同，国内一般用支数（S）表示棉纱的规格，支数越高，纱线越细。

近年来，受棉花价格波动影响，我国棉纱价格呈现较大波动性，以纯棉普梳纱32支指数为例，2014年初其价格为25,957元/吨，之后价格持续下跌，至2015年底降至20,050元/吨，较2014年初下降了22.76%。2016年第一季度棉纱价格仍延续先前的下降趋势，但由于价格已在低位，整体下降幅度较小。自2016年下半年开始国内棉花供需状况开始好转，棉纱价格也有所回暖，到2016年末，国内纯棉32织棉纱价格达到22,900元/吨，同比增长14.21%。2017年棉纱价格进一步上涨，截至2017年4月17日，国内纯棉32织棉纱价格为23,310元/吨。棉纱作为纺织服装的重要原材料，其价格的频繁波动不利于纺织服装企业锁定利润空间，加大了相关企业的经营风险。

图3　近年中国C32S纱线价格指数情况（单位：元/吨）



资料来源：　Wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务涉及服装设计与销售、供应链管理业务以及品牌管理等业务，2016 年公司实现营业收入 631,998.33 万元，同比增长 218.74%。其中 2016 年公司供应链管理业务收入达到 443,333.75 万元，占当年营业收入的 70.15%，较上年大幅扩张；品牌服饰运营业务则保持稳定增长，2016 年公司实现品牌服饰销售收入 185,752.49 万元，同比增长 10.45%。公司其他收入主要是品牌管理业务收入和租赁收入，目前收入规模较小。从毛利率来看，由于供应链管理业务毛利率较低，且该收入占比较大，2016 年公司综合毛利率为 17.69%，同比大幅下降 18.88 个百分点。

表 3　2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
品牌服饰运营	185,752.49	41.42%	168,173.77	41.27%
供应链管理业务	443,333.75	7.70%	29,480.29	9.17%
其他	2,912.09	24.38%	623.28	63.44%
合计	**631,998.33**	**17.69%**	**198,277.34**	**36.57%**

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司自主设计能力进一步提高，为多品牌策略的推行提供有力保障

2016年公司品牌服饰仍坚持“快时尚”发展思路，逐步在每一季度的特定时段推出具有代表性的流行服饰，其特点是款式更新快、售卖价格低，及时上架、下架、及时更新。根据 “快时尚”发展思路，2015年公司对原有“潮流前线”品牌进行发展升级，陆续推出面向不同细分人群的10个潮流子品牌，主要包括3个男装品牌，涵盖年龄段为25-30岁；

4个女装品牌，涵盖年龄段为16-30岁；两个大众品牌，涵盖年龄段为16-30岁；1个原创牛仔潮流品牌，年龄段为18-26岁。

公司拥有自主设计团队，为配合多品牌策略的推行，自2015年下半年起公司持续扩大设计团队规模，至2016年底公司专职设计人员增加到328人。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。2016年，公司设计经费为4,061.59万元，同比增长10.31%。2016年，公司推出设计新款合计16,625个，当年上市新款合计11,218个，分别同比增长70.44%和73.01%，自主设计能力进一步提高，为多品牌策略的推行提供有力保障。

表 4　公司设计人员及经费情况

项目	2016 年	2015 年
设计人员（人）	328	315
当年设计新款（个）	16,625	9,754
当年上市新款（个）	11,218	6,484
年度设计经费（万元）	4,061.59	3,681.88
年度设计经费占品牌服饰销售收入的比重	2.19%	2.19%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司加大终端门店的发展和升级，品牌服饰经营规模保持增长，但服装库存大幅提升对资金运营效率形成一定不利影响，且存在跌价风险。

公司以三、四线市场作为目标区域，通过专卖店的形式快速发展终端网络，专卖店以加盟为主、直营为辅。直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，公司对新发展的加盟店一般采用“先款后货”的信用政策，对原有的加盟店一般给予3-6个月的信用期。2016年考虑到行业经营压力较大，且加盟商升级扩大门店需要较多的资金，公司为支持加盟商发展，对部分长期合作的加盟商的账期有所延长。

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2016年底，公司共有专卖店1,795个，绝大部分仍是加盟店，专卖店较上年净减少了99个，主要是受服装行业经营环境较低迷影响，加盟店数量有所下滑；专卖店平均单店面积为183.25平方米，同比提高了7.99%，主要是因为公

司进一步推进店面的扩大改造和形象更新。分布区域方面，截至2016年底，分布在一、二线市场的门店为264个，三、四线市场的门店为1,581个，覆盖了我国大部分地级市、县城及城郊结合部，受众人群较多，市场容量较大。整体来看，2016年公司加盟店数量有所下滑，公司对加盟商的收款账期也有放松，以致加盟商所欠货款大幅增长，公司品牌服饰终端压力有所加大。

表 5　公司专卖店经营情况

项目	2016 年	2015 年
品牌服装销售收入（万元）	185,752.49	168,173.77
其中：加盟店收入（万元）	169,988.36	152,935.34
直营店收入（万元）	15,764.13	15,238.42
品牌专卖店数量（个）	1,795	1,894
其中：加盟店（个）	1,647	1,752
直营店（个）	148	142
平均单店面积（平方米）	183.25	169.69

资料来源：公司提供

从经营业绩看，2016年公司品牌服饰实现销售收入185,752.49万元，同比增长10.45%，主要受益于加盟店收入的增长；2016年公司加盟店收入为169,988.36万元，占比达91.51%。库存方面，截至2016年末，公司服装库存量为1,645.33万件，较上年大幅增长114.17%，主要是因为公司推出多品牌策略后，各子品牌均需留有一定备货，以致整体库存增加；此外，由于2017年春节较以往年度早，为保证在春节后及时推出春夏新款，公司将春夏款服装备货提前至2016年12月。较大规模的库存对营运资金周转形成不利影响，且考虑到服装具有季节性特点，存在一定的跌价风险。

表 6　公司服装销售与库存情况

项目	2016 年	2015 年
销售量（万件）	3,033.70	2,579.17
生产量（万件）	3,910.77	2,441.11
库存量（万件）	1,645.33	768.25

资料来源：公司提供

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，使公司面临一定的原材料价格波动风险，2016 年“包工包料”和“委外加工”模式占比分别为 36.59%和 63.41%。公司主要面辅料

为针织布、梭织布，2016 年采购价格分别呈下降和上升趋势，整体采购成本变动不大。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　公司主要面辅料采购均价变动情况

项目	2016 年	2015 年
梭织类（元/米）	8.77	8.43
针织类（元/公斤）	35.16	37.07

资料来源：公司提供

2016年公司供应链管理业务迅速发展，但该业务资金需求较大，且存在一定经营风险，非公开发行股票使公司资本实力大幅提升，有利于公司进一步拓展新业务

自2015年起，公司充分利用在服装行业所积累的各类资源和经验，大力发展供应链管理业务、品牌管理业务和商业保理业务等产业增值服务。

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。为降低采购价格，公司在供应链管理业务的采购环节中一般会预付30%左右的货款，待到货后30天内付清尾款；在销售环节以款到发货为主，对较优质的客户可给予2-3个月的账期。

表 8　2016 年公司供应链业务收入分产品构成情况（单位：万元）

产品类别	2016 年	
	收入	占比
棉纱	368,927.10	83.22%
布料及其他	74,406.65	16.78%
合计	**443,333.75**	**100.00%**

资料来源：公司提供

2016年在公司的大力拓展下，供应链管理业务迅速发展，经营业绩实现大幅提升，全年实现供应链管理业务收入443,333.75万元，同比增长1403.83%，其中棉纱产品占比在83%

左右。2016年供应链管理业务毛利率为7.70%，考虑到供应链管理业务主要是赚取差价收益，若后续原材料价格波动较大，公司将面临一定的经营风险。截至2016年底，公司在广东、江苏、浙江、福建、湖北等产业资源丰富的地区共有8家供应链管理控股子公司开展相关业务，合作客户总数约1,000家，合作供应商约500家。采购和销售的集中度方面，2016年公司供应链管理业务前五大客户合计销售额为93,825.08万元，占该业务收入比为21.16%；前五大供应商合计采购额为153,006.55万元，占该业务采购比为36.68%，整体来看，供应链管理业务的采购和销售集中度尚可。

品牌管理方面，公司全资子公司东莞市搜于特品牌管理有限公司在选定区域与本土合作伙伴共同设立项目子公司，该项目子公司通过发挥合作伙伴在当地的行业经验与行业资源优势，搜集当地的服装品牌资源和销售渠道资源，并通过推荐品牌及产品组合、提供店铺选址、陈列设计、人员培训、营销推广、运营管理等方式开发经销商客户，之后项目子公司从品牌企业采购服装后对经销商等进行销售，从而获取代理经销的价差收益。截至2016年底，公司已在东莞、南昌和武汉等地成立3家控股子公司开展相关业务。2016年公司实现品牌管理收入2,311.03万元，该业务毛利率为17.21%。

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，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。2016年公司实现商业保理业务收入407.99万元，计入利息收入；由于公司使用自有资金开展商业保理业务，故没有产生相应的业务成本。

我们注意到，公司在供应链管理业务的采购环节中需垫付较大规模的资金，品牌管理业务和商业保理业务也存在较大的资金需求，未来随着上述业务规模的扩大，预计公司营运资金需求将进一步增大。2016年11月，经中国证监会核准，公司实施非公开发行股票，净募集资金合计246,400万元，用于时尚产业供应链管理、时尚产业品牌管理、仓储物流基地建设等项目和补充流动资金，有助于缓解公司资金压力，同时公司资本实力大幅提升，也有利于后续拓展新业务。

跟踪期内，公司持续加大对外投资，有助于扩大和优化产业布局，但部分投资对象仍处于发展初期，经营波动性较大，未来投资效益存在不确定性

跟踪期内，公司继续推进“多品牌、全渠道、平台化”的发展战略，并通过一系列对外投资进行布局。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传奇广告有限公司（以下简称“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，具体包括纳爱斯、韩都衣舍、步森、唯品会、好莱客、流行美、小熊电器、春纪、雅兰、美的等多个线下实体企业和线上电商平台，在业内具有较好的口碑与知名度。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，广东英扬承诺2017-2018年经审计的扣非后净利润分别不低于4,500万元和6,200万元，否则原股东需以现金形式对公司进行补偿。该投资是公司开展品牌策划、会展宣传、广告传媒等多方位的创意设计业务的重要步骤之一。

表 9　2015-2016 年广东英扬未经审计的主要财务指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
资产总额	5,271.38	2,596.04
净资产	3,157.00	1,392.13
营业收入	13,119.59	9,932.68
净利润	1,918.09	719.57

资料来源：公司公告，鹏元整理

截至2017年3月底，公司对外投资金额合计7.09亿元，其中对汇美时尚、广东英扬、中研瀚海和拉拉米的投资金额较大。汇美时尚是国内多品牌互联网时尚服装的龙头企业之一，拥有“茵曼”与“初语”两大品牌群，2016年6月，汇美时尚向中国证监会递交首次公开发行股票并在创业板上市申请，根据其预披露的招股说明书显示，2013-2015年汇美时尚营业收入分别为5.90亿元、9.49亿元和11.41亿元，呈现快速增长的态势，净利润分别为3,412.53万元、3,896.03万元和1,248.14万元，净利润持续下滑。2016年12月，汇美时尚向中国证监会申请撤回上市申请文件并取得监管同意，未来是否会再次推进IPO存在较大的不确定性。中研瀚海主营服装行业的培训咨询，2016年2月，中研瀚海于新三板挂牌上市（股票代码：835798），该公司2014-2015年营业收入分别为3,159.81万元、4,152.11万元；净利润分别为497.09万元和955.32万元，收入和盈利规模增长较快。拉拉米是我国较大的跨境电商平台，取得众多海外知名品牌的中国网络销售代理或独家总代理。

公司部分投资对象仍处于发展初期，资产规模较小，盈利能力偏弱，2016年由于参股企业长沙千里及经营不善，企业处于经营亏损严重难以维持的情况，公司对其投资全额提取了减值准备1,695万元；时间胶囊和云商微店等企业的经营也不及预期，公司根据对应的资产评估报告对两家公司的投资计提减值准备合计405.73万元。2015-2016年，公司对外投资分别产生投资收益817.46万元和1,084.73万元，投资收益处于较低水平。

整体来看，公司对外投资较多，部分收入和利润规模较大、发展潜力较强的企业，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

波动性较大，公司的战略布局未来能否获得良好的效果，仍有待观察。

表 10　截至 2017 年 3 月底公司对外投资情况（单位：万元）

单位名称	单位简称	投资金额	持股比例
广州市汇美时尚集团股份有限公司	汇美时尚	32,405	25.20%
广东英扬传奇广告有限公司	广东英扬	10,899	45.00%
北京中研瀚海网络科技股份有限公司	中研瀚海	5,000	20.00%
广州市拉拉米信息科技有限公司	拉拉米	4,500	15.84%
常州时间胶囊网络科技有限公司	时间胶囊	1,600	13.51%
广州市翎美贸易有限公司	翎美贸易	1,998	19.98%
杭州南海成长创科投资合伙企业	南海成长	1,000	-
广东格致服装有限公司	格致服装	2,910	19.40%
广州慕紫服装有限公司	慕紫服装	396	19.79%
广州市纤麦服饰贸易有限公司	纤麦服饰	3,945	19.71%
长沙千里及网络技术有限公司	长沙千里及	1,695	19.94%
深圳市欧芮儿服装有限公司	欧芮儿	2,980	19.87%
深圳市云商微店网络技术有限公司	云商微店	1,595	19.94%
合计	**-**	**70,923**	**-**

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

以下分析是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 2015-2016 年审计报告，财务报表采用新会计准则编制。2016 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司增加 8 家，具体情况如表 2 所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收款项和存货大幅增加，对营运资金造成较大占用

2016 年，随着业务的开展和实施非公开发行股票，公司资产规模大幅增长。截至 2016 年底，公司总资产规模达到 719,470.37 万元，同比增长 96.05%；从资产结构来看，由于应收款项和存货的规模迅速增加，公司流动资产占总资产的比例明显提升，2016 年末流动资产占比为 80.99%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。2016

年末公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，其中银行结构性存款、银行承兑汇票保证金等受限资金合计 10,029.91 万元；货币资金余额较上年末大幅增加，主要系非公开发行股票募集资金所致。截至 2016 年末，公司应收账款为 126,318.05 万元，其中服装加盟商欠款为 91,332.48 万元，较上年大幅增长，主要是公司为推进加盟商发展和升级门店，对部分长期合作的加盟商的账期有所延长；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 94.16%，公司按账龄计提坏账准备 4,038.88 万元；应收账款前五大债务人账面余额占比合计 16.57%，应收对象较分散。2016 年末公司预付款项为 65,100.37 万元，同比大幅增长 149.28%，主要是因为公司在供应链管理业务的采购环节中预付了较多货款，以降低采购成本。截至 2016 年末，公司应收账款和预付账款合计达 191,418.42 万元，占总资产比重为 26.61%，款项规模较大，对营运资金形成较大占用。2016 年末公司存货规模同比增长 99.45%，主要是库存商品和原材料增加，其中原材料 46,678.11 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 59,039.57 万元主要是尚未出售的服装，存在跌价风险，截至 2016 年末公司已针对库存商品计提存货跌价准备 3,884.76 万元，其中 2016 年新计提 2,305.51 万元、转回 468.90 万元。2016 年末公司其他流动资产主要为银行理财产品，以保本浮动性为主，2016 年理财产品实现投资收益 739.01 万元；公司其他流动资产余额较上年末大幅增加，主要系使用闲置募集资金购买理财产品所致。

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。2016 年末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、格致服装等参股企业的投资，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，2016 年该部分投资合计产生投资收益 1,084.73 万元。2016 年末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。公司在建工程主要是在建的总部大楼和物流中心，两个项目计划总投资合计 6.21 亿元，2016 年末已投资 2.27 亿元，资金来源于自筹及募集资金。

表 11　公司资产主要构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	**582,695.34**	**80.99%**	**234,158.73**	**63.81%**
货币资金	90,812.82	12.62%	39,645.77	10.80%
应收账款	126,318.05	17.56%	53,390.22	14.55%
预付款项	65,100.37	9.05%	26,115.77	7.12%

存货	126,375.68	17.57%	63,362.29	17.27%
其他流动资产	170,447.98	23.69%	49,604.03	13.52%
非流动资产合计	**136,775.03**	**19.01%**	**132,826.96**	**36.19%**
可供出售金融资产	14,524.94	2.02%	16,019.00	4.37%
长期股权投资	45,168.41	6.28%	44,322.62	12.08%
固定资产	40,483.38	5.63%	40,504.61	11.04%
在建工程	23,309.38	3.24%	14,913.41	4.06%
资产总计	**719,470.37**	**100.00%**	**366,985.69**	**100.00%**

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

受供应链业务规模大幅增加影响，公司净营业周期有所缩短，整体资产运营效率有所提升；但同时服装业务应收账款和存货周转期均显著延长

2016年公司对服装加盟商的账期有所放松，加盟商欠款大幅增长，同时多品牌策略和提前备货使得服装库存也明显增加，受此影响，公司应收账款和存货规模大幅提升，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。另一方面，受益于供应链管理业务的迅速扩张，公司收入和成本规模迅速提升，使得应收账款和存货的周转天数分别缩短45.51天、114.39天。由于供应链管理业务在采购环节会预付较大比例货款，2016年公司应付账款周转天数减少33.88天。在上述因素的综合影响下，2016年公司净营业周期大幅缩短。但我们注意到，由于公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多，净营业周期仍处于较高水平。

2016年公司营业收入同比大幅增长，使得公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均明显缩短，资产运营效率有所提升。

表 12　公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	40.90	86.41
存货周转天数	65.65	180.04
应付账款周转天数	1.63	35.51
净营业周期	104.92	230.95
流动资产周转天数	232.65	408.99
固定资产周转天数	23.07	70.98
总资产周转天数	309.43	600.82

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016 年公司营业收入和利润规模大幅增长，经营业绩明显提升

2016 年公司供应链管理业务迅速发展，带动营业收入大幅提升，公司实现营业收入 631,998.33 万元，同比增长 218.74%。但由于供应链管理业务毛利率相对较低，仅为 7.70%，公司综合毛利率也下降了 18.88 个百分点。

期间费用方面，公司有息负债不大，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，使得公司期间费用率大幅下降。2016 年公司计提资产减值损失 8,683.29 万元，较上年大幅增加，主要是因为品牌服饰业务产生坏账损失 4,277.06 万元，同比大幅增加，同时对外投资新增减值损失 2,100.73 万元。

受上述因素综合影响， 2016 年公司实现利润总额 53,711.14 万元，同比增长 95.57%，经营业绩提升明显。

表 13　公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	631,998.33	198,277.34
营业利润	53,218.73	26,873.22
资产减值损失	8,683.29	2,597.90
利润总额	53,711.14	27,463.63
净利润	39,694.10	19,734.33
综合毛利率	17.69%	36.57%
期间费用率	7.93%	22.01%
总资产回报率	10.98%	9.67%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016 年公司经营活动和投资活动现金流均呈现大额净流出，且后续资金需求较大，未来仍面临一定的资金压力

2016 年公司净利润水平较高，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 58,331.93 万元，主营业务现金获取能力有所上升；另一方面，由于品牌服饰业务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大幅增加，2016 年营运资本

投入达到 119,556.31 万元，受此影响，2016 年公司经营活动产生现金净流出 61,224.38 万元，经营现金流表现较弱。

投资活动方面，2016 年公司投资活动净现金流为-125,626.25 万元，主要是购买理财产品、总部大楼建设等项目投入产生的支出。为满足经营和投资资金需求，2016 年公司主要通过非公开发行股票筹集资金 246,400.00 万元，筹资活动产生现金净流入 241,031.67 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，且本期债券将于 2017 年 7 月面临投资者行使回售选择权压力，未来公司仍面临一定的资金压力。

表 14　公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	39,694.10	19,734.33
非付现费用	17,202.28	10,487.63
非经营损益	1,435.55	2,469.00
FFO	58,331.93	32,690.96
营运资本变化	-119,556.31	-12,730.71
其中：存货的减少	-65,318.89	-2,938.42
经营性应收项目的减少	-118,590.08	-16,645.14
经营性应付项目的增加	64,352.66	6,852.85
经营活动产生的现金流量净额	-61,224.38	19,960.24
投资活动产生的现金流量净额	-125,626.25	-73,196.47
筹资活动产生的现金流量净额	241,031.67	41,558.79
现金及现金等价物净增加额	54,181.05	-11,677.43

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力大幅提升，整体负债水平较低

随着非公开发行股票成功实施和经营活动利润积累，公司资本实力大幅提升，截至 2016 年底，公司所有者权益合计 522,301.69 万元，同比增长 124.67%；公司负债总额为 197,168.67 万元，同比增长 46.58%，由于所有者权益增幅较大，负债与所有者权益比率降至 37.75%。

表 15　公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	197,168.67	134,509.79
所有者权益	522,301.69	232,475.90

负债与所有者权益比率	37.75%	57.86%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，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、预收款项和一年内到期的非流动负债。2016 年末公司短期借款全部为信用借款和保证借款，均为流动资金借款。2016 年末应付账款和应付票据主要是应付供应商货款，随公司经营规模扩大而有所增长。公司预收款项主要是供应链管理业务预收客户货款产生，2016 年末为 33,935.72 万元。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 2016 年底，公司有息债务为 106,259.43 元，同比下滑 6.66%；其中短期有息负债为 71,513.43 万元，同比大幅增长 60.76%，主要是本期债券面临回售偿付压力，公司将其计入一年内到期的非流动负债，短期有息负债规模较大，公司面临一定的集中偿付压力。

表 16　公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	**162,422.67**	**82.38%**	**65,150.75**	**48.44%**
短期借款	13,383.00	6.79%	16,801.59	12.49%
应付票据	23,209.83	11.77%	27,684.09	20.58%
应付账款	36,762.29	18.65%	8,271.86	6.15%
预收款项	33,935.72	17.21%	2,254.47	1.68%
一年内到期的非流动负债	34,920.60	17.71%	0.00	0.00%
非流动负债合计	**34,746.00**	**17.62%**	**69,359.04**	**51.56%**
应付债券	34,746.00	17.62%	69,359.04	51.56%
负债总额	**197,168.67**	**100.00%**	**134,509.79**	**100.00%**
其中：有息债务	106,259.43	53.89%	113,844.72	84.64%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2016年底，公司资产负债率为27.40%，较上年进一步降低；流动比率和速动比率分别为3.59和2.81，表现较好。另外，公司EBITDA规模较大，利息保障能力较好。

表 17　公司主要偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	27.40%	36.65%
流动比率	3.59	3.59
速动比率	2.81	2.62
EBITDA（万元）	68,140.09	39,877.94
EBITDA 利息保障倍数	11.53	8.81

有息负债/ EBITDA	1.56	2.85

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司自主设计能力进一步增强，品牌服饰运营业务稳步增长；供应链管理业务迅速扩张，成为公司收入和利润的重要增长点；公司成功实施非公开发行股票，资本实力大幅提升，整体负债水平较低，债务压力不大。

同时我们注意到，国内服装市场需求仍较疲软，消费者偏好变化越来越快；公司服装库存大幅增长，对资金运营效率形成一定不利影响，且存在跌价风险；受终端销售压力加大影响，公司对服装加盟商账期有所延长，应收账款大幅攀升；公司部分对外投资对象处于发展初期，经营波动性较大，未来投资效益存在不确定性；公司经营现金流表现欠佳，发展供应链管理业务需垫付较大规模的资金，未来公司仍面临一定的资金压力；供应链管理业务存在一定的经营风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA，本期债券信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一　合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	90,812.82	39,645.77	79,439.57
应收票据	47.66	50.00	50.00
应收账款	126,318.05	53,390.22	44,643.52
预付款项	65,100.37	26,115.77	18,490.89
应收利息	0.00	0.00	462.00
其他应收款	1,062.94	1,490.79	1,197.80
存货	126,375.68	63,362.29	62,433.82
一年内到期的非流动资产	2,529.84	499.87	584.80
其他流动资产	170,447.98	49,604.03	9,061.31
流动资产合计	**582,695.34**	**234,158.73**	**216,363.71**
可供出售金融资产	14,524.94	16,019.00	13,521.00
长期股权投资	45,168.41	44,322.62	0.00
投资性房地产	2,098.96	2,248.35	2,397.73
固定资产	40,483.38	40,504.61	37,680.53
在建工程	23,309.38	14,913.41	9,944.19
无形资产	4,090.76	4,108.68	4,169.09
长期待摊费用	2,943.38	9,164.08	9,587.24
递延所得税资产	4,155.82	1,501.78	1,148.14
其他非流动资产	0.00	44.43	30.90
非流动资产合计	**136,775.03**	**132,826.96**	**78,478.82**
资产总计	**719,470.37**	**366,985.69**	**294,842.53**
短期借款	13,383.00	16,801.59	2,520.00
应付票据	23,209.83	27,684.09	29,906.31
应付账款	36,762.29	8,271.86	3,553.45
预收款项	33,935.72	2,254.47	691.90
应付职工薪酬	2,032.03	1,839.03	1,753.36
应交税费	8,268.40	4,026.08	1,299.87
应付利息	2,111.20	2,111.22	1,366.52
其他应付款	7,799.25	2,162.41	2,461.32
一年内到期的非流动负债	34,920.60	0.00	0.00
其他流动负债	0.35	0.00	0.00
流动负债合计	**162,422.67**	**65,150.75**	**43,552.72**
应付债券	34,746.00	69,359.04	34,615.32
非流动负债合计	**34,746.00**	**69,359.04**	**34,615.32**

负债合计	**197,168.67**	**134,509.79**	**78,168.04**
实收资本	154,625.27	103,680.00	51,840.00
资本公积金	242,627.24	47,139.74	99,035.99
盈余公积金	14,552.31	12,488.31	10,138.14
未分配利润	99,472.09	67,439.09	55,575.78
归属于母公司所有者权益合计	511,276.91	230,747.15	216,589.91
少数股东权益	11,024.79	1,728.75	84.58
所有者权益合计	**522,301.69**	**232,475.90**	**216,674.49**
负债和所有者权益总计	**719,470.37**	**366,985.69**	**294,842.53**

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二　合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	**632,406.32**	**198,291.03**	**130,581.77**
营业收入	631,998.33	198,277.34	130,581.77
利息收入	407.99	13.69	0.00
二、营业总成本	**581,011.32**	**173,129.47**	**115,870.70**
营业成本	520,214.42	125,765.13	81,616.49
营业税金及附加	2,009.12	1,135.44	723.65
销售费用	30,840.29	28,155.22	22,202.59
管理费用	13,842.68	11,368.91	9,007.85
财务费用	5,421.52	4,106.87	485.87
资产减值损失	8,683.29	2,597.90	1,834.25
加：投资收益	1,823.74	1,711.66	1,551.06
三、营业利润	**53,218.73**	**26,873.22**	**16,262.13**
加：营业外收入	558.95	662.69	730.25
减：营业外支出	66.54	72.28	15.17
四、利润总额	**53,711.14**	**27,463.63**	**16,977.20**
减：所得税	14,017.05	7,729.30	4,674.73
五、净利润	**39,694.10**	**19,734.33**	**12,302.48**
减：少数股东损益	3,523.50	336.84	-15.42
归属于母公司所有者的净利润	36,170.60	19,397.48	12,317.89

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1　合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	672,036.38	225,948.18	150,223.71
收到其他与经营活动有关的现金	5,767.54	1,161.07	1,445.99
收取利息、手续费及佣金的现金	18.00	65.26	0.00
经营活动现金流入小计	677,821.92	227,174.51	151,669.71
购买商品、接受劳务支付的现金	671,957.67	156,390.94	116,801.68
支付给职工以及为职工支付的现金	18,246.38	16,400.56	12,647.59
支付的各项税费	27,176.16	16,816.83	13,374.73
支付其他与经营活动有关的现金	18,636.51	15,805.94	13,257.37
客户贷款及垫款净增加额	3,029.57	1,800.00	0.00
经营活动现金流出小计	739,046.30	207,214.26	156,081.37
经营活动产生的现金流量净额	**-61,224.38**	**19,960.24**	**-4,411.66**
收回投资收到的现金	278,932.40	280,775.00	308,790.00
取得投资收益收到的现金	871.28	1,356.20	1,551.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.01	0.47	0.00
投资活动现金流入小计	279,803.70	282,131.66	310,341.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,253.54	15,269.97	22,589.40
投资支付的现金	394,176.40	340,058.16	331,111.00
投资活动现金流出小计	405,429.94	355,328.13	353,700.40
投资活动产生的现金流量净额	**-125,626.25**	**-73,196.47**	**-43,359.34**
吸收投资收到的现金	252,172.54	1,351.08	100.00
取得借款收到的现金	23,383.00	26,801.59	2,520.00
收到其他与筹资活动有关的现金	12,376.61	280.47	852.99
发行债券收到的现金	0.00	34,545.00	34,545.00
筹资活动现金流入小计	287,932.15	62,978.14	38,017.99
偿还债务支付的现金	26,801.59	12,520.00	3,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,676.02	8,765.15	6,581.41
支付其他与筹资活动有关的现金	12,422.87	134.20	649.80
筹资活动现金流出小计	46,900.48	21,419.35	10,731.21
筹资活动产生的现金流量净额	**241,031.67**	**41,558.79**	**27,286.79**
现金及现金等价物净增加额	**54,181.05**	**-11,677.43**	**-20,484.22**

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2　合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	39,694.10	19,734.33	12,302.48
加：资产减值准备	8,683.29	2,597.90	1,834.25
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,852.32	2,646.22	2,356.57
无形资产摊销	126.27	105.74	139.39
长期待摊费用摊销	5,540.40	5,137.77	3,233.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.01	9.72	0.00
固定资产报废损失	3.38	0.00	0.00
财务费用	5,909.96	4,524.58	1,538.24
投资损失	-1,823.74	-1,711.66	-1,551.06
递延所得税资产减少	-2,654.04	-353.64	-159.86
存货的减少	-65,318.89	-2,938.42	-3,813.06
经营性应收项目的减少	-118,590.08	-16,645.14	-9,457.26
经营性应付项目的增加	64,352.66	6,852.85	-10,834.40
经营活动产生的现金流量净额	-61,224.38	19,960.24	-4,411.66

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
综合毛利率	17.69%	36.57%	37.50%
期间费用率	7.93%	22.01%	24.27%
总资产回报率	10.98%	9.67%	6.64%
非付现费用	17,202.28	10,487.63	7,563.24
非经营损益	1,435.55	2,469.00	-172.68
FFO	58,331.93	32,690.96	19,693.04
负债与所有者权益比率	37.75%	57.86%	36.08%
资产负债率	27.40%	36.65%	26.51%
流动比率	3.59	3.59	4.97
速动比率	2.81	2.62	3.53
EBITDA（万元）	68,140.09	39,877.94	24,244.45
EBITDA 利息保障倍数	11.53	8.81	15.76
有息负债/EBITDA	1.56	2.85	2.77

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五　截至2016年12月31日纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	业务性质
东莞市潮流前线信息科技有限公司	1,000	100.00%	销售
广州市潮特服装有限公司	100	100.00%	销售
广州市搜特服装有限公司	300	100.00%	销售
东莞市潮特服装有限公司	50	100.00%	销售
广州伊烁服饰有限公司	6,000	100.00%	销售
东莞市愉成服装有限公司	500	51.00%	销售
深圳市前海搜银商业保理有限公司	30,000	100.00%	保理
东莞市搜于特供应链管理有限公司	85,000	100.00%	供应链管理
东莞市搜于特品牌管理有限公司	50,000	100.00%	品牌管理
湖北浚通供应链管理有限公司	10,000	51.00%	供应链管理
广州集亚特供应链管理有限公司	10,000	51.00%	供应链管理
苏州聚通供应链管理有限公司	10,000	51.00%	供应链管理
江西聚构商贸有限公司	20,000	51.00%	销售
广东集美购品牌管理有限公司	10,000	51.00%	品牌管理
广东聚亚特供应链管理有限公司	10,000	51.00%	供应链管理
广东搜于特投资管理有限公司	1,100	100.00%	投资管理
东莞市搜于特创意设计有限公司	30,000	100.00%	广告设计
广东搜于特时尚文化产业投资基金(有限合伙)	10,000	100.00%	产业投资
绍兴市兴联供应链管理有限公司	40,000	51.00%	供应链管理
广东瑞仑特纺织有限公司	20,000	51.00%	供应链管理
佛山市聚美特纺织有限公司	5,000	51.00%	原料批发、供应链管理
厦门瑞悦隆供应链管理有限公司	6,500	51.00%	供应链管理
武汉舜宇品牌管理有限公司	4,000	55.00%	品牌管理

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

附录六　主要财务指标计算公式

资产运营效率	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（天）	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
盈利能力	综合毛利率	（营业收入－营业成本）/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%
现金流	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
	EBIT	利润总额＋计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT＋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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×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
	长期有息债务	应付债券
	短期有息债务	短期借款＋应付票据＋1 年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务＋短期有息债务
	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益×100%

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。