

信用评级公告

联合〔2022〕3687号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 怡亚通 MTN002”“20 怡亚通 MTN001”“19 怡亚 01”“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月七日

深圳市怡亚通供应链股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
深圳担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
深圳市深担增信融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
深圳市高新投集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
深圳市高新投融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 怡亚通 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚通 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 怡亚 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 03	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 04	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 怡亚通 MTN002	5.00 亿元	3.50 亿元	2022/8/20
20 怡亚通 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/8/14
19 怡亚 01	2.00 亿元	2.00 亿元	2022/12/23
20 怡亚 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/02
20 怡亚 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/16
20 怡亚 03	2.40 亿元	2.40 亿元	2023/11/04
20 怡亚 04	1.60 亿元	1.60 亿元	2023/11/04

评级时间：2022 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点：

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）控股的供应链管理上市公司。跟踪期内，公司持续优化业务结构、积极拓展毛利率较高的品牌运营业务并改善合作客户质量，主业毛利率得到提升，财务费用下降明显，利润总额增长显著。2021 年，公司完成非公开发行股票，资本实力得到提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受业务模式影响，公司应收账款及存货仍对运营资金形成大量占用；资产抵（质）押率高、债务负担很重、短期债务周转压力仍然存在等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“19 怡亚通 MTN002”和“19 怡亚 01”分别由深圳担保集团有限公司（以下简称“深圳担保”）和深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“20 怡亚通 MTN001”和“20 怡亚 04”由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳担保、深圳高新投、高新投融资担保和深担增信实力极强，有效提升了公司存续债券本息偿付的安全性。

未来，随着公司持续优化供应链收入结构以及拓展毛利较高的品牌运营业务，公司盈利能力和现金流有望得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 怡亚通 MTN002”“20 怡亚通 MTN001”“19 怡亚 01”“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
			资产质量	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	2
			资本结构	3
		偿债能力	3	
		调整因素和理由		
控股股东深圳市投资控股有限公司对公司在业务拓展、融资环境等方面支持力度大			+1	

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

分析师：徐 璨

闫 力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. **股东实力强，对公司资金及融资支持力度大。**深圳投控实力强，其成为公司控股股东后对公司支持力度大，公司先后获得深圳投控的直接借款和增信支持，资金压力得以有效缓解。截至 2022 年 3 月底，公司获得控股股东提供的资金支持余额 2.10 亿元，为公司融资提供担保余额 30.50 亿元。此外，2021 年 7 月，深圳投控通过下属全资子公司深圳市投控资本有限公司参与公司非公开发行，对公司增资 10.00 亿元。
2. **跟踪期内，公司品牌运营业务发展良好，主业盈利能力得到提升。**公司于 2019 年开始经营品牌运营业务，2021 年品牌运营业务收入同比增长 70.38%，毛利率水平持续提升。未来随着公司不断拓展新品牌，该业务有望成为公司新的利润增长点。
3. **跟踪期内，公司经营活动现金流继续维持净流入状态。**跟踪期内，公司持续优化业务结构，并对 380 分销服务平台合作客户进行优化，经营活动现金净流量持续呈净流入状态。

关注

1. **债务负担很重，短期偿债压力大。**截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 297.82 亿元，其中短期债务占比为 91.79%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和现金短期债务比分别为 77.02%、74.28% 和 0.10 倍。
2. **资产受限比例高。**截至 2021 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 141.13 亿元，占总资产比重为 32.63%，主要用于银行抵（质）押贷款。
3. **担保比率高，存在一定或有负债风险。**截至 2022 年 3 月底，公司对全资/控股子公司实际担保金额为 49.23 亿元，实际对外担保余额为 3.53 亿元，分别占公司 2022 年 3 月底净资产的 47.73% 和 3.42%，担保比率高。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	19.46	23.25	27.48	27.32
资产总额(亿元)	419.01	423.28	432.46	448.86
所有者权益(亿元)	84.25	82.24	103.08	103.14
短期债务(亿元)	263.43	260.76	254.76	273.37
长期债务(亿元)	34.84	46.08	23.95	24.45
全部债务(亿元)	298.27	306.83	278.71	297.82
营业总收入(亿元)	720.25	682.56	702.52	140.94
利润总额(亿元)	0.22	1.00	5.39	0.48
EBITDA(亿元)	20.13	19.55	23.82	--
经营性净现金流(亿元)	26.14	20.98	15.89	1.24
营业利润率(%)	5.65	5.60	6.28	6.74
净资产收益率(%)	0.23	1.03	4.33	--
资产负债率(%)	79.89	80.57	76.16	77.02
全部债务资本化比率(%)	77.97	78.86	73.00	74.28
流动比率(%)	111.63	113.10	112.70	112.01
经营现金流动负债比(%)	8.78	7.18	5.24	--
现金短期债务比(倍)	0.07	0.09	0.11	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	1.21	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.81	15.70	11.70	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	283.52	290.35	329.37	349.04
所有者权益(亿元)	44.48	45.20	71.26	71.49
全部债务(亿元)	202.83	199.33	174.01	187.09
营业总收入(亿元)	283.44	271.64	298.74	51.76
利润总额(亿元)	0.30	0.86	5.20	0.26
资产负债率(%)	84.31	84.43	78.37	79.52
全部债务资本化比率(%)	82.01	81.51	70.95	72.35
流动比率(%)	93.20	97.00	101.91	101.98
经营现金流动负债比(%)	0.94	1.87	6.57	--

注: 2022年1—3月财务数据未经审计; 合并口径现金类资产已扣除受限部分

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 怡亚 04、 20 怡亚 03、 20 怡亚 02、 20 怡亚 01、 19 怡亚 01	AAA	AAA	稳定	2021/6/11	闫力、黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 怡亚通 MTN001、19 怡亚通 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/6/11	闫力、黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 怡亚 04	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 怡亚 03	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/07/28	徐璨 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 怡亚 02	AAA	AA	稳定	2020/06/03	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文

20 怡亚 01	AAA	AA	稳定	2020/05/15	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 怡亚 01	AAA	AA	稳定	2019/11/29	侯珍珍 李彤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 怡亚通 MTN002	AAA	AA	稳定	2019/07/31	徐璨 魏丰	贸易行业企业信用分析要点(2013年) 批发与零售行业企业信用评级模型(2016)	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

深圳市怡亚通供应链股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

怡亚通前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 19 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。2007 年 11 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ）。2018 年 5 月和 2018 年 9 月怡亚通控股与深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）签署了《股份转让协议书》，转让后深圳投控持有公司 18.30% 股份，深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）持有公司 17.85% 股份。2018 年 12 月，怡亚通控股出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”）。根据承诺函，自承诺函出具之日起，怡亚通控股持有的公司股份数不低于 212269782 股时，继续保持无条件且不可撤销地放弃 212269782 股股份（公司股份总数的 10%）对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权。根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例由 17.85% 下降至 7.85%。2018 年 12 月，控股股东变更为深圳投控。2021 年 7 月，公司完成非公开发行股票，新增股份 4.74 亿股，公司股本增至 25.97 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司股本为 25.97 亿元，第一大股东深圳投控持有公司 14.96% 的股权（未质押），第二大股东怡亚通控股持有公司 12.48% 股份（表决权比例为 4.31%¹），公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

截至 2022 年 3 月底，公司本部设前台、中台和后台三大架构，后台主要为行政职能部门，包括经管中心、人力资源中心、财务管理中心、资本运营中心等。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 432.46 亿元，所有者权益合计为 103.08 亿元（含少数股东权益 17.33 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 702.52 亿元，利润总额 5.39 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 448.86 亿元，所有者权益合计为 103.14 亿元（含少数股东权益 16.72 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 140.94 亿元，利润总额 0.48 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市宝安区新安街道海旺社区 N26 区海秀路 2021 号荣超滨海大厦 A 座 2111；法定代表人：周国辉。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的公开存续债券均已按照募集资金用途使用完毕，存续债券均正常付息。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20怡亚04	1.60	1.60	2020-11-04	2023-11-04
20怡亚03	2.40	2.40	2020-11-04	2023-11-04

¹ 放弃持有怡亚通 212269782 股股份占怡亚通股份总数的 8.17%，持有公司股份中质押率为 24.17%。

20 怡亚通 MTN001	6.00	6.00	2020-08-14	2023-08-14
20 怡亚 02	5.00	5.00	2020-06-16	2023-06-16
20 怡亚 01	5.00	5.00	2020-06-02	2023-06-02
19 怡亚 01	2.00	2.00	2019-12-23	2022-12-23
19 怡亚通 MTN002	5.00	3.50	2019-08-20	2022-08-20

注：19 怡亚通 MTN002 于 2021 年 8 月回售 1.50 亿元

资料来源：联合资信整理

（1）担保债券

截至 2022 年 3 月底，公司存续期债券全部为担保债券。其中，“19 怡亚通 MTN002”由深圳担保集团有限公司（以下简称“深圳担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚通 MTN001”和“20 怡亚 04”由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“19 怡亚 01”由深圳市高新投集团有限公司提供（以下简称“深圳高新投”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期

计算的几何平均增长率，下同。

PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资

大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济

运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

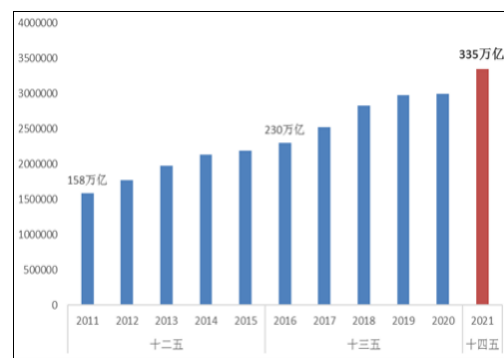
(1) 物流行业

2021年，随新冠肺炎疫情对社会影响的逐步减弱，物流行业运行稳中有进，短期内物流行业面临运营劳动力存在结构性缺口和微观经营成本持续上涨等问题，长期来看，“十四五”期间，国家多部委针对中国物流产业的发展规划、体系构建、组织管理、服务标准等多个方面密集出台了一系列政策，为中国物流产业健康发展提供了政策保障。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平

稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2021年，随新冠肺炎疫情对社会影响逐步减弱，物流行业运行稳中有进，从规模总量看，2021年全国社会物流总额335.2万亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，两年年均增长6.2%，增速恢复至正常年份平均水平。2021年，中国社会物流总费用16.7万亿元。社会物流总费用占国内生产总值（GDP）的比重是衡量物流业总体运行效率和现代化水平的重要指标之一，2021年中国社会物流总费用与GDP的比率为14.6%，比上年下降0.1个百分点，反映出国内物流效率有所改善，但与欧美发达国家8%左右的水平相比，仍有较大差距。

图1 2011—2021年中国社会物流总额（单位：亿元）



资料来源：中国物流信息中心

2022年，中国物流业发展面临挑战，物流行业长期微利、运营劳动力存在结构性缺口和微观经营成本持续上涨等问题。从长期来看，物流业发展面临新机遇，2021年是“十四五”规划的开局之年，交通部、发改委、商务部、农业农村部等多部委针对中国物流产业的发展规划、体系构建、组织管理、服务标准等多个方面密集出台了一系列政策，为中国物流产业健康发展提供了政策保障。

(2) 快消品行业

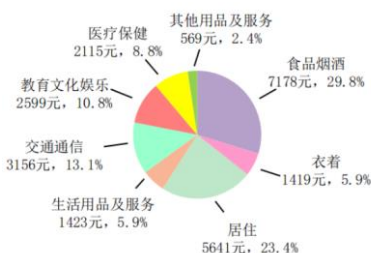
2021年，新冠疫情的影响趋于平稳，中国快消品市场需求和销售额呈现提升。

快速消费品是指使用寿命短，消费速度快的消费品，包括日化用品、食品饮料、母婴用

品、烟酒等。作为传统民生行业，快速消费品行业与民众生活关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。根据《2021年国民经济和社会发展统计公报》，2021年社会消费品零售总额440823亿元，比上年增长12.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额381558亿元，增长12.5%；乡村消费品零售额59265亿元，增长12.1%。按消费类型统计，商品零售额393928亿元，增长11.8%；餐饮收入额46895亿元，增长18.6%。全年限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类零售额比上年增长10.8%，饮料类增长20.4%，烟酒类增长21.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长12.7%，化妆品类增长14.0%，金银珠宝类增长29.8%，日用品类增长14.4%，家用电器和音像器材类增长10.0%，中西药品类增长9.9%，文化办公用品类增长18.8%，家具类增长14.5%，通讯器材类增长14.6%，建筑及装潢材料类增长20.4%，石油及制品类增长21.2%，汽车类增长7.6%。全年实物商品网上零售额108042亿元，按可比口径计算，比上年增长12.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%。

2021年，全国居民人均消费支出24100元，比上年增长13.6%，扣除价格因素，实际增长12.6%。其中，人均服务性消费支出10645元，比上年增长17.8%，占居民人均消费支出的比重为44.2%。按常住地分，城镇居民人均消费支出30307元，增长12.2%，扣除价格因素，实际增长11.1%；农村居民人均消费支出15916元，增长16.1%，扣除价格因素，实际增长15.3%。

图2 2021年居民人均消费支出结构



资料来源：2021年国民经济和社会发展统计公报

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，深圳投控持有公司14.96%的股权（未质押），第二大股东怡亚通控股持有公司12.48%股份（表决权比例为4.31%³），公司实际控制人为深圳市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司供应链业务服务网络覆盖面积大，分销平台合作品牌丰富，行业内竞争力较强。

公司总部设在深圳，是中国第一家上市供应链企业，旗下有超过570家分支机构。经过多年发展，公司面向全国整合的线下分销平台已基本建成，平台已聚集近千个知名品牌，覆盖零售终端超过150万家，行业内竞争力较强。

公司通过整合优势资源，构建以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，服务网络遍布中国380个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区，业务领域覆盖快消、IT、通讯、医疗、化工、家电、服装、安防、贵金属等行业，正在为全球100余家世界500强及2000多家国内外知名企业提供专业供应链服务。公司已连续五年上榜《财富》“中国500强”，以创新的经营持续保持快速稳健发展。

公司拥有包括大连、深圳、上海、长沙、洋山在内的五大供应链基地，总面积逾30万平方米。其中，深圳供应链基地位于深圳市龙岗区平湖物流园区内；上海供应链基地于2009年9月落成启用，地处上海金桥开发区，毗邻众多世界500强及国内外名企；上海洋山保税港供应链基地，位于上海市洋山保税港区；辽宁仓储配送中心位于大连市大连经济开发区；中西部供应链整合基地位于长沙市岳麓区。

³ 放弃持有怡亚通212269782股股份占怡亚通股份总数的8.17%，持有公司股份中质押率为24.17%。

3. 企业信贷记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279398406U），截至2022年5月18日，公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括2笔合计1.80亿元人民币的关注类流动资金贷款，根据国家开发银行深圳市分行于2017年6月19日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人民银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1笔1582.28万港元关注类流动资金贷款和4笔（包括850.93万美元和1582.28万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2笔共107.89万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年6月2日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和高管人员等方面无重大变化。

八、重大事项

2021年7月，公司完成非公开发行股票，

募集资金净额21.99亿元，资本实力得到提升。

2021年7月，公司完成非公开发行股票，发行数量4.74亿股，发行价格为4.69元/股，募集资金总额22.25亿元，减除发行费用后募集资金净额21.99亿元，其中4.74亿元计入实收资本，17.25亿元计入资本公积。

募集资金用于山东怡亚通供应链产业园项目、宜宾供应链整合中心项目、怡亚通临港供应链基地项目、数字化转型项目和补充流动资金，上述项目围绕公司主营业务，项目建成后有望进一步提升公司的行业竞争优势，保证公司的可持续发展。

本次非公开发行后，深圳投控持有公司14.96%股份，深圳市投控资本有限公司（以下简称“深投资本”）持有公司8.21%股份，深投资本为深圳投控全资子公司，深圳投控间接和直接持有公司23.17%，仍为公司实际控制人。

转让子公司股权，公司未来不再经营类金融业务

2021年12月，公司通过协议转让方式转让深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“宇商小贷”）100%的股权，怡亚通控股为股权受让方，成交价为人民币55662.44万元，于2021年底不再纳入合并范围。截至2022年3月底，公司已收到股权转让款28387.84万元，后续款项预计在2022年6月30日之前回收完毕。

2022年5月11日，公司通过协议转让方式转让赣州市宇商网络小额贷款有限公司（以下简称“赣州小贷”）100%的股权，深圳微米信息服务有限公司为股权受让方，成交价为人民币21912.80万元。截至本报告出具日，公司已收到股权转让款21912.80万元，转让款已全部回收完毕，于2022年6月不再纳入合并范围。

表3 类金融子公司财务情况（单位：亿元）

公司	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
宇商小贷（2020年底/2020年）	5.89	5.59	0.97	0.09

赣州小贷(2021年底/2021年)	2.09	2.07	0.10	约12.00万元
--------------------	------	------	------	----------

资料来源：公司提供

宇商小贷和赣州小贷主营为类金融业务，主要从事小额贷款和 O2O 金融服务业务。近年来公司根据金融市场环境加强风险控制并收缩小额贷款业务规模。未来，公司将不再经营类金融业务。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主营业务收入同比保持增长，毛利率同比提升。品牌运营业务收入规模快速提升，未来有望成为新的利润增长点。

2021年，公司实现主营业务收入702.08亿

元，同比增长3.06%。其中，分销+营销业务为主营业务最重要收入来源，收入占比保持在90%以上，2021年实现收入规模651.18亿元，同比变化不大；品牌运营业务收入同比增长70.38%至35.19亿元，是公司收入增长主要来源，收入占比5.01%；跨境和物流服务业务实现收入19.38亿元，同比增长84.22%，该业务收入占比不足3%。

毛利率方面，2021年，公司主营业务毛利率为6.31%，同比增加0.77个百分点。其中，分销+营销业务毛利率为5.47%，同比小幅增加0.57个百分点；品牌运营业务毛利率为18.19%，同比略有提升；跨境和物流服务业务毛利率为12.90%，同比减少6.39个百分点，主要系物流费用增加所致。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元、%)

业务分类	2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
分销+营销	653.04	95.87	4.90	651.18	92.75	5.47	125.22	88.85	6.22
品牌运营	20.66	3.03	18.09	35.19	5.01	18.19	8.32	5.90	16.26
跨境和物流服务	10.52	1.54	19.29	19.38	2.76	12.90	8.21	5.83	6.49
平台间关联交易	-3.01	-0.44	--	-3.68	-0.52	--	-0.81	-0.58	-
合计	681.21	100.00	5.54	702.08	100.00	6.31	140.94	100.00	6.86

资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司实现主营业务收入140.94亿元，同比下降24.56%，主要系受疫情影响分销和营销业务收入同比下降所致；实现综合毛利率6.86%，同比略有提升。

2. 分销+营销业务

2021年，公司分销+营销业务稳定发展，业务模式未发生重大变化，随着公司逐步优化合作客户质量，业务风险整体可控。

跟踪期内，公司分销+营销业务的业务模式未发生重大变化。

分销业务方面，公司分销业务下游客户类型包括经销商、商超和电商等。跟踪期内，公司分销业务经营模式和结算方式均未发生重

大变化。截至2022年3月底，公司分销业务平台共有仓库350个，仓库面积为180万平方米，仓库吞吐量为260万立方米/年。

营销业务方面，营销业务主要是为了协助分销的业务规模发展，属于附加在分销过程的增值服务，主要业务领域涵盖日化、食品、母婴、酒饮和家电等，下游客户类型为经销商、商超和电商等，在此营销过程中，为了加大销售力度，公司会投入一定的广告费或者请促销人员进行营销宣传等方式，扩大该商品的销售量。

跟踪期内，公司营销业务经营模式无重大变化。截至2022年3月底，分销+营销平台公司已超过280家，并与超过2000个快消及家

电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国 28 个省级行政区的 280 个城市，服务覆盖超过 200 万个终端零售门店。2018 年以来，公司对未达到合作业绩目标或无法融入公司体系的 380 分销服务平台合作客户实行了退出机制，2020 年共退出 70 家，2021 年共退出 45 家；未来公司在继续推广 380 分销业务的同时，持续对平台合作客户进行优化，实现业务的良性发展。

收入分布方面，2021年，IT、通信、家电和母婴产品仍为分销+营销业务主要收入来源，其中IT、通信业务等收入有所增长，家电和母婴产品收入有所下降。2021年，公司分销+营销业务前五大供应商采购金额占总采购金额的20.04%；前五大客户销售金额占销售总额的12.25%，上下游客户集中度一般。

表5 公司分销+营销业务收入行业分布（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年1-3月	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
IT、通信	124.62	19.08	137.07	21.05	27.29	21.79
家电	161.69	24.76	157.47	24.18	42.52	33.96
医疗	6.03	0.92	7.42	1.14	1.97	1.57
工业原材料	52.20	7.99	62.41	9.58	9.79	7.82
酒饮	55.01	8.42	42.00	6.45	6.84	5.46
母婴	130.21	19.94	129.76	19.93	14.31	11.43
日化	69.07	10.58	67.11	10.31	13.24	10.57
食品	50.42	7.72	36.41	5.59	7.47	5.97
纺织服饰	0.80	0.12	0.76	0.12	0.03	0.02
其他	2.99	0.46	10.77	1.65	1.75	1.40
合计	653.04	100.00	651.18	100.00	125.22	100.00

资料来源：公司提供

3. 品牌运营业务

跟踪期内，随着公司运营品牌逐渐成熟，品牌运营业务收入和利润均实现增长，未来公司将积极拓展布局新行业，该业务有望成为公司新的利润增长点。

(1) 业务模式

公司“分销+营销”业务在与众多品牌长期合作的同时，积极拓展品牌的高附加值业务，针对优质品牌进行品牌运营和管理的工作，获取营销费收入。公司对优质品牌进行培养、赋能和运营，结合消费趋势反向精准选品，凭借品牌运营的专业能力、多品牌营销的运营一体化能力，充分挖掘品牌潜力。在大消费领域，尤其是高端酒类领域，通过“分销+营销”的闭环商业模式为不同成长阶段的品牌提供品牌定位，营销策划、分销、零售等全流程服务。同时孵化运营自有品牌，从而掌握对品牌以及价

格制定的主动权，实现增强企业的竞争力。2021年，公司品牌运营业务实现营业收入35.19亿元，同比大幅增长，同时随着运营品牌逐渐成熟以及白酒市场行情较好因素影响，品牌运营业务毛利实现较大幅度提升，2021年综合毛利6.40亿元，同比上升71.38%。

公司通过把握下游客户需求，将合作厂商资金进行精准投放，提升厂商营销费用利用效率。同时，公司根据下游客户需求，反向找生产商定制产品，实现消费者和品牌商的有效沟通。2019年，公司逐步开始运营酒类产品，已打造了“钓鱼台珐琅彩”“国台黑金十年”等多个单品。2021年，公司酒类品牌运营业务实现营收12.45亿元，同比增长43.10%，综合毛利4.00亿元，同比上升41.81%。

2021年，公司品牌运营业务前五大供应商采购金额占总采购金额的70.05%，集中度很高，

公司与前五大客户不存在关联关系，供应商经营情况正常；前五大客户销售金额占销售总额的20.04%。从业务收入行业板块看，2021年，公司品牌运营业务收入中酒饮占35.38%。

表 6 公司品牌运营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

行业	2020 年		2021 年		2022 年 1—3 月	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)
酒饮	8.70	42.11	12.45	35.38	2.51	29.92
纺织服装	2.68	12.97	4.97	14.12	1.56	18.59
母婴	0.07	0.34	7.17	20.38	1.67	19.90
IT 通信	9.01	43.61	9.84	27.96	2.58	30.75
其他	0.19	0.92	0.77	2.19	0.07	0.84
合计	20.66	100.00	35.19	100.00	8.39	100.00

资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司经营效率仍处于较低水平。

2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 5.21 次、11.69 次和 1.64 次，同比呈现小幅波动，经营效率仍处于较低水平。

5. 在建项目

公司在建项目主要为前海总部基地项目。公司于2015年12月通过招拍挂的方式以11.94亿元的价格竞得位于深圳市宝安区裕安一路的一块商业用地，土地面积为4603平方米，计容建筑面积为60043.2平方米，土地用途为商业性办公用地。该项目预计总投约22.00亿元，其中8.00亿元资金主要来自向工商银行申请的项目贷款，剩余14.00亿元为自有资金。项目总规划34层建筑，其中自用面积24017.28平方米、出租面积18012.96平方米、出售面积18012.96平方米。截至2022年3月底该项目已投入16.00亿元，项目进度为72.73%，预计2023年4月竣工。

6. 未来发展

公司未来将继续拓展分销+营销业务的网络建设，从资金驱动型转向能力驱动型，降低

负债率并提升盈利能力；同时，通过积极拓展品牌运营业务，为公司创造新的利润增长点。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 年财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准的无保留审计意见，公司 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2021 年，公司合并范围新增子公司 60 家，减少子公司 39 家；2022 年 1—3 月，公司合并范围内新增子公司 8 家，减少子公司 7 家。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 481 家。合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至2021年底，公司（合并）资产总额为432.46亿元，所有者权益合计为103.08亿元（含少数股东权益17.33亿元）。2021年，公司实现营业总收入702.52亿元，利润总额5.39亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 448.86 亿元，所有者权益合计为 103.14 亿元（含少数股东权益 16.72 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 140.94 亿元，利润总额 0.48 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模稳定，以应收账款及存货为主的流动资产占比高。总体看，公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 432.46 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 79.00%，非流动资产占 21.00%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 341.66 亿元，较上年底增长 3.36%，主要系应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 27.65%）、应收账款（占 39.68%）、预付款项（占 9.01%）和存货（占 15.91%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 94.45 亿元，较上年底下降 8.06%。货币资金中有 72.69 亿元受限资金，受限比例为 76.96%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 135.58 亿元，较上年底增长 10.04%。公司应收账款以按组合计提预期信用损失的应收账款（占 95.23%）为主。其中，按账龄分析法组合的应收账款账面余额为 132.35 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 96.28%，账龄较短。公司应收账款累计计提坏账准备 6.70 亿元，计提比例 4.71%。从集中度来看，公司应收账款余额前五名合计 7.78 亿元，占应收账款期末余额的 5.48%，集中度低。

截至 2021 年底，公司预付款项 30.79 亿元，较上年底增长 26.76%，主要系品牌运营业务增幅较大，预付白酒供应商的货款增加所致。从账龄结构看，截至 2021 年底，1 年以内的占 97.45%，1~2 年的占 2.07%，2 年以上的占 0.48%，账龄较短。从集中度看，按预付对象归集的期末余额前五名合计 5.87 亿元，占期末预付款项余额的 19.05%，集中度低。

截至 2021 年底，公司存货 54.37 亿元，较上年底下降 6.49%，主要系库存商品下降所致；其中库存商品占 99.96%。公司累计计提存货跌价准备 0.99 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信及快消品行业，存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 90.80 亿元，较上年底下降 2.07%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 33.56%）、投资性房地产（占 16.36%）、固定资产（占 15.06%）、在建工程（占 10.33%）和无形资产（占 13.03%）构成。

截至 2021 年底，公司发放贷款及垫款 0.21 亿元，较上年底大幅下降，系公司出售类金融子公司所致。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 30.47 亿元，较上年底增长 5.77%，主要系权益法下确认的投资损益变动所致。

表7 公司主要长期股权投资情况（单位：亿元）

被投资单位	账面价值
VST HOLDING LTD. 伟仕控股	10.73
TRIGIANT GROUP LIMITED 俊知集团	6.64
浙江通诚格力电器有限公司	4.03
合肥市卓怡恒通信息安全有限公司	1.93
深圳前海宇商保理有限公司	1.65

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司投资性房地产为 14.85 亿元，较上年底变动不大，全部为房屋及建筑物。

截至 2021 年底，公司固定资产为 13.67 亿元，较上年底下降 2.54%，主要系计提折旧所致。固定资产以房屋建筑物为主，占 89.31%。截至 2021 年底，固定资产累计计提折旧 6.59 亿元，未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司在建工程为 9.38 亿元，较上年底增长 26.94%，主要是前海总部基地项目投资增加所致。

截至 2021 年底，公司无形资产为 11.83 亿元，较上年底变动不大。从构成看，无形资产账面价值中以土地使用权为主，占 82.08%；公司无形资产累计摊销 3.15 亿元，未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 141.13 亿元，占总资产比重为 32.63%，主要为用于银行质押贷款的货币资金（72.69 亿元）、用于银行抵押贷款的固定资产（9.13 亿元）、用于银行保理借款的应收账款（15.60 亿元）和用于银行质押贷款的长期股权投资（17.37 亿元），公司资产受限比例高。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 448.86 亿元，较上年底小幅增长 3.79%。其中，流动资产占 79.60%，非流动资产占 20.40%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年

底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年定向增发股份的完成带动公司权益规模明显增加，权益结构得到改善，权益稳定性增强。

截至 2021 年底，公司所有者权益 103.08 亿元，较上年底增长 25.35%，主要系定增使实收资本和资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.19%，少数股东权益占比为 16.81%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.19%、29.32%、4.42% 和 21.35%。所有者权益结构稳定性增强。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 103.14 亿元，较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债规模较上年底小幅下降，仍以流动负债为主；有息债务规模有所下降，但整体债务负担仍很重。

截至 2021 年底，公司负债总额 329.37 亿元，较上年底小幅下降 3.42%，主要来自非流动负债的下降。其中，流动负债占 92.04%，非流动负债占 7.96%。公司负债以流动负债为主，

流动负债占比上升较快。

截至 2021 年底，公司流动负债 303.15 亿元，较上年底增长 3.72%，主要系应付账款和一年内到期非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 54.38%）、应付票据（占 21.84%）、应付账款（占 8.57%）和一年内到期的非流动负债（占 7.81%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 164.87 亿元，较上年底下降 11.72%，构成以抵押及保证借款为主（占 63.52%）。截至 2021 年底，公司应付票据 66.20 亿元，较上年底增长 6.04%，主要为银行承兑汇票。截至 2021 年底，公司应付账款 25.98 亿元，较上年底增长 134.08%，主要系下游企业给予一定账期所致，应付账款账龄以 1 年内为主。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.69 亿元，较上年底增长 104.86%，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

截至 2021 年底，公司非流动负债 26.22 亿元，较上年底下降 46.25%，主要系长期借款和应付债券下降所致。

截至 2021 年底，公司长期借款 1.20 亿元；公司应付债券 20.74 亿元，较上年底下降 36.81%。

表8 截至本报告出具日公司本部存续债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	行权日	到期兑付日
20怡亚04	1.60	1.60	2020-11-04	--	2023-11-04
20怡亚03	2.40	2.40	2020-11-04	--	2023-11-04
20怡亚通MTN001	6.00	6.00	2020-08-14	--	2023-08-14
20怡亚02	5.00	5.00	2020-06-16	--	2023-06-16
20怡亚01	5.00	5.00	2020-06-02	--	2023-06-02
19怡亚01	2.00	2.00	2019-12-23	--	2022-12-23
19怡亚通MTN002	5.00	3.50	2019-08-20	--	2022-08-20

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年底，公司短期债务为 254.76 亿元，较上年底下降 2.30%；长期债务为 23.95 亿元，较上年底大幅减少，主要系兑付债券及转入一年内到期债务核算所致。截至 2021 年底，公司全部债务为 278.71 亿元，较上年底增

长 9.17%。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.16%、73.00% 和 18.15%。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 345.71

亿元，较上年底增长 4.96%，主要系短期借款增加所致。其中，流动负债占 92.27%，非流动负债占 7.73%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 297.82 亿元，较上年底增长 6.86%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.02%、74.28% 和 19.16%，较上年底均有所上升。

4. 盈利能力

2021 年，随着疫情影响减弱，公司营业总收入有所增长，经营性利润大幅提升带动利润总额快速增长，投资收益仍为利润重要来源，但贡献度同比减弱，坏账损失对利润的侵蚀影响加大。2022 年一季度，受疫情多地复发影响，公司收入和利润同比呈现下滑。

2021 年，公司实现营业总收入 702.52 亿元，同比增长 2.92%；营业成本 657.52 亿元，同比增长 2.19%；营业利润率为 6.28%，同比提高 0.68 个百分点。

从期间费用来看，2021 年，公司期间费用总额为 39.30 亿元，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 26.99%、37.33%、0.32% 和 35.36%。2021 年，公司期间费用率为 5.59%，同比下降 0.18 个百分点。

2021 年，公司信用减值损失 3.25 亿元，其中坏账损失 2.86 亿元；资产减值损失 0.36 亿元；实现投资收益 3.87 亿元，同比有所增长，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，近年来持续性良好，2021 年现金分红为 0.90 亿元。2021 年，投资收益占公司营业利润的 75.70%，投资收益仍为公司利润重要来源，但对利润的影响减弱。

从盈利指标看，公司营业利润率呈上升态势，2021 年为 6.28%，同比增加 0.68 个百分点；总资本收益率为 4.97%，同比增加 0.59 个百分点；净资产收益率为 4.33%，同比增加 3.30 个百分点。公司整体盈利能力有所提升，但仍

位于较弱水平。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 140.94 亿元，同比下降 24.53%；实现利润总额为 0.48 亿元，同比下降明显，主要系疫情影响所致。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流仍维持净流入状态，收入实现质量良好；对外融资压力尚可。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量和流出量分别为 996.71 亿元和 980.82 亿元，同比均呈现上升态势，主要系收到和支付其他与经营活动有关的现金规模增长所致，该类款项主要为代垫货款及税金。2021 年，公司经营活动现金流量净额为 15.89 亿元，持续呈净流入状态。2021 年，公司现金收入比为 111.60%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 8.12 亿元，同比增长 30.17%，主要系处置子公司获得现金所致；投资活动现金流出 7.22 亿元，同比增长 57.03%，主要系购建固定资产和无形资产所致。2021 年，公司投资活动现金净流入 0.89 亿元。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 431.67 亿元，主要为取得借款收到的现金和定增收到的现金；筹资活动现金流出 447.88 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2021 年，公司筹资活动现金净流出 16.21 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现一般。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率为 112.70%，速动比率为 94.77%，均较上年底变动不大。2021 年，公司经营性现金流流动负债比率为 5.24%，同比减少 1.93 个百分点；公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为短期债务的 0.11 倍。公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA为23.82亿元，同比增长21.87%；EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.64倍和11.70倍，较上年底均有所上升。

截至2022年3月底，公司合并范围内共获得银行授信额度308.41亿元，尚未使用额度99.66亿元，间接融资渠道畅通。公司作为A股上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2022年3月底，公司涉及未决诉讼金额合计为7.97亿元，主要系合同纠纷所致。

截至2022年3月底，公司对全资/控股子公司实际担保金额为49.23亿元；公司实际对外担保余额为3.53亿元，被担保对象主要为长期股权投资的参股公司，公司存在或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

公司本部作为分销业务的主要经营主体，资产以现金类资产、应收账款、其他应收款和长期股权投资为主，债务负担很重。2021年，受财务费用下降和投资收益增加影响，本部综合盈利能力有所提升。

截至2021年底，母公司资产总额329.37亿元。其中，流动资产241.30亿元（占73.26%），非流动资产88.07亿元（占26.74%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占26.95%）、应收账款（占19.24%）、预付款项（占5.37%）和其他应收款（合计）（占43.10%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占81.22%）和投资性房地产（占8.77%）、固定资产（合计）（占5.85%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为65.02亿元。

截至2021年底，母公司负债总额258.11亿元。其中，流动负债236.77亿元（占91.73%），非流动负债21.34亿元（占8.27%）。截至2021年底，母公司资产负债率为78.37%，较2020年底下降6.07个百分点。截至2021年底，母公司全部债务174.01亿元，较上年底下降12.70%。其中，短期债务占88.07%、长期债务占11.93%。

截至2021年底，母公司全部债务资本化比率为70.95%，母公司债务负担很重。

2021年，母公司营业收入为298.74亿元，同比增长9.98%，利润总额为5.20亿元，同比大幅增加，主要系财务费用下降和投资收益增加所致。同期，母公司投资收益为1.94亿元。

2021年，母公司经营活动现金流入为501.77亿元，经营活动现金流出为486.21亿元，经营活动现金流净额为15.56亿元。投资活动现金流入为9.88亿元，投资活动现金流出为5.00亿元，投资活动现金流净额为4.88亿元。筹资活动现金流入为261.60亿元，筹资活动现金流出为280.40亿元，筹资活动现金流净额为-18.80亿元。

十一、 外部支持

深圳投控成为控股股东后，在资金和融资方面持续对公司提供支持。

深圳投控成为公司第一大股东后，为公司发展提供了大力支持，公司融资环境得到较大改善。跟踪期内，公司持续获得控股股东在资金及融资方面提供的支持。

公司于2019年纳入深圳投控整体授信，新增多家合作银行，获得授信金额有所增加。2020年以来，深圳投控为公司提供10亿元专项资金支持用于业务发展、通过委托贷款提供10亿元资金支持、并通过其下属担保子公司为公司在资本市场融资提供增信支持。

截至2022年3月底，公司获得控股股东提供的资金支持余额2.10亿元，为公司融资提供担保余额30.50亿元。此外，2021年7月，深圳投控通过下属全资子公司深圳市投控资本有限公司参与公司非公开发行，对公司增资10.00亿元。

十二、 存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计25.50亿元，均为担保债券。其中，“19

“怡亚通MTN002”由深圳担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20怡亚通MTN001”“20怡亚04”由深担增信提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“19怡亚01”由深圳高新投提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20怡亚01”“20怡亚02”和“20怡亚03”由高新投融资担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳担保、深圳高新投、高新投融资担保和深担增信实力强，有效提升了“上述存续债券本息偿付的安全性。

深圳担保是深圳市国资委实际控制的担保机构，业务具有很强的政策性，在业务拓展和资本补充等各方面能够得到控股股东深圳投控的有力支持，具备很强的区域竞争力。同时，深圳担保自身资本较为充足，资产流动性较好，近年来业务发展很快，代偿率很低，整体代偿能力极强。联合资信确定深圳担保主体长期信用等级为AAA。2018—2020年，深圳担保净资产分别为76.77亿元、145.16亿元和144.18亿元，对“19怡亚通MTN002”的保障能力很强。

深担增信作为深圳担保设立的专业从事债券增信的子公司，股东背景强，在业务开展、资本注入及风险管理等方面能够得到股东大力支持。深担增信运营专业化水平较高，存在较大的业务发展空间；资本规模行业排名靠前，整体代偿能力极强。联合资信确定深担增信主体长期信用等级为AAA。2019—2020年，深担增信净资产分别为53.80亿元和52.22亿元，对“20怡亚通MTN001”“20怡亚04”的保障能力很强。

深圳高新投作为深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的专业金融服务机构，是国内最早成立的担保投资机构之一。深圳高新投作为深圳市“四千亿”计划中“新增民营企业发债1000亿元以上”的实施单位，在深圳市担保体系内具有重要的地位。历年来，股东对深圳高新投支持力度较大，深圳高新投

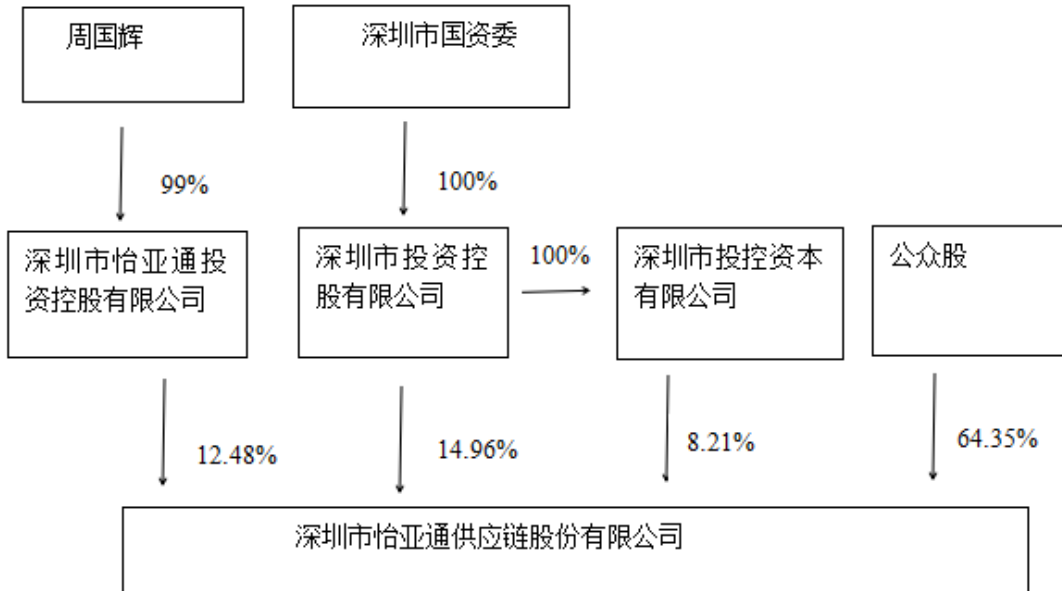
资本实力持续增强。目前深圳高新投已形成以担保业务为主，辅以创业投资业务、委托贷款业务、典当业务、小贷业务等资金管理协同业务的多元业务体系。2018—2020年深圳高新投营业收入和利润总额有所上升，盈利能力很强，资本保持充足水平，代偿能力极强。联合资信确定深圳高新投主体长期信用等级为AAA。2018—2020年，深圳高新投净资产分别为60.72亿元、128.57亿元和141.43亿元，对“19怡亚01”的保障能力很强。

高新投融资担保控股股东深圳高新投为深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的金融服务机构，高新投融资担保作为其担保业务运营主体在深圳市担保体系中处于重要地位；自2019年以来，在陆续引入新股东进行多次增资后，高新投融资担保资本实力显著增强且处于行业上游水平；三类资产符合监管要求，实际资产负债率很低；高新投融资担保自2020年起开始承接高新投集团金融产品担保业务加之投资业务产生的理财产品收益和委托贷款的利息收入对其营业收入形成较好补充，业务规模和利润水平大幅提升。联合资信确定高新投融资担保主体长期信用等级为AAA。2018—2020年，高新投融资担保净资产分别为10.72亿元、65.26亿元和68.78亿元，对存续“20怡亚01”“20怡亚02”和“20怡亚03”保障能力强。

十三、 结论

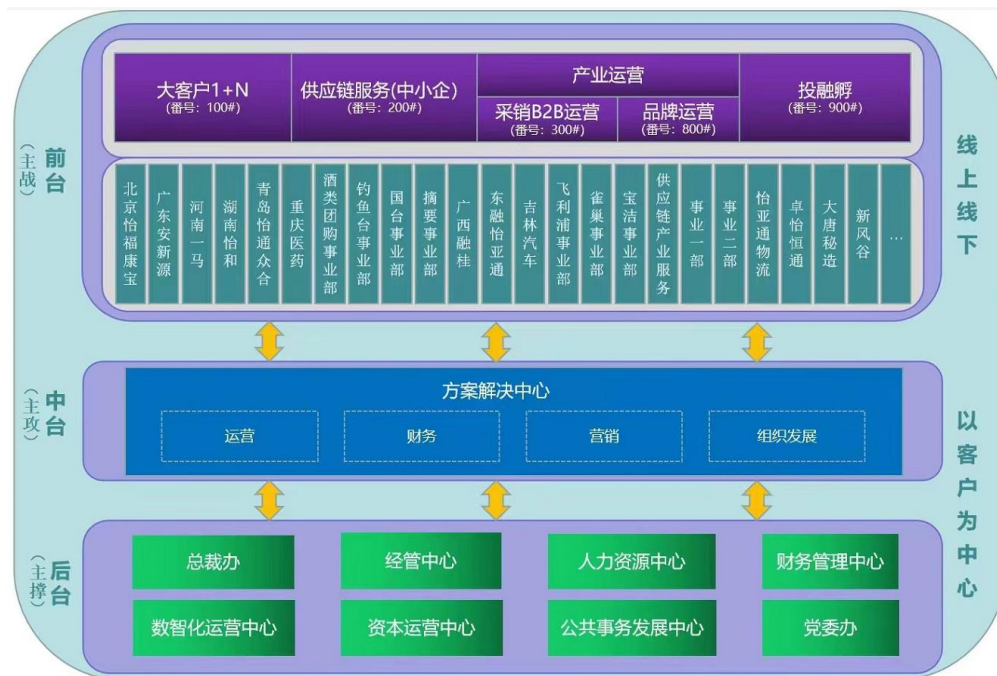
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“19怡亚通MTN002”“20怡亚通MTN001”“19怡亚01”“20怡亚01”“20怡亚02”“20怡亚03”和“20怡亚04”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.46	23.25	27.48	27.32
资产总额(亿元)	419.01	423.28	432.46	448.86
所有者权益(亿元)	84.25	82.24	103.08	103.14
短期债务(亿元)	263.43	260.76	254.76	273.37
长期债务(亿元)	34.84	46.08	23.95	24.45
全部债务(亿元)	298.27	306.83	278.71	297.82
营业总收入(亿元)	720.25	682.56	702.52	140.94
利润总额(亿元)	0.22	1.00	5.39	0.48
EBITDA(亿元)	20.13	19.55	23.82	--
经营性净现金流(亿元)	26.14	20.98	15.89	1.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.60	5.36	5.21	--
存货周转次数(次)	8.78	9.83	11.69	--
总资产周转次数(次)	1.69	1.62	1.64	--
现金收入比(%)	115.91	113.82	111.60	113.38
营业利润率(%)	5.65	5.60	6.28	6.74
总资本收益率(%)	4.63	4.38	4.97	--
净资产收益率(%)	0.23	1.03	4.33	--
长期债务资本化比率(%)	29.25	35.91	18.85	19.16
全部债务资本化比率(%)	77.97	78.86	73.00	74.28
资产负债率(%)	79.89	80.57	76.16	77.02
流动比率(%)	111.63	113.10	112.70	112.01
速动比率(%)	87.20	93.21	94.77	94.67
经营现金流动负债比(%)	8.78	7.18	5.24	--
现金短期债务比(倍)	0.07	0.09	0.11	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	1.21	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.81	15.70	11.70	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.82	51.41	66.36	82.11
资产总额(亿元)	283.52	290.35	329.37	349.04
所有者权益(亿元)	44.48	45.20	71.26	71.49
短期债务(亿元)	176.12	160.48	153.25	165.83
长期债务(亿元)	26.71	38.85	20.76	21.26
全部债务(亿元)	202.83	199.33	174.01	187.09
营业总收入(亿元)	283.44	271.64	298.74	51.76
利润总额(亿元)	0.30	0.86	5.20	0.26
EBITDA(亿元)	18.75	17.05	20.91	--
经营性净现金流(亿元)	2.00	3.84	15.56	6.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.99	4.79	6.09	--
存货周转次数(次)	27.40	25.06	27.26	--
总资产周转次数(次)	1.03	0.95	0.96	--
现金收入比(%)	100.63	121.45	118.31	114.77
营业利润率(%)	4.78	4.93	5.52	7.19
总资本收益率(%)	7.32	7.00	7.74	--
净资产收益率(%)	1.34	2.04	6.30	--
长期债务资本化比率(%)	37.52	46.22	22.56	22.92
全部债务资本化比率(%)	82.01	81.51	70.95	72.35
资产负债率(%)	84.31	84.43	78.37	79.52
流动比率(%)	93.20	97.00	101.91	101.98
速动比率(%)	88.13	92.20	97.34	97.38
经营现金流动负债比(%)	0.94	1.87	6.57	--
现金短期债务比(倍)	0.19	0.32	0.43	0.50
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.05	1.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.82	11.69	8.32	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持