



2020年比音勒芬服饰股份有限公司可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年比音勒芬服饰股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-25	2020-05-20

债券概况

债券简称：比音转债

债券剩余规模：3.32 亿元

债券到期日期：2026-06-15

偿还方式：每年付息一次，对未转股部分到期归还本金和最后一年利息；附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对比音勒芬服饰股份有限公司（以下简称“比音勒芬”或“公司”，股票代码：002832.SZ）及其2020年6月15日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司门店数量进一步增加，营业收入继续增长，盈利和经营活动现金流均表现较好。但中证鹏元也关注到，公司新品牌经营存在一定不确定性，存货存在一定的减值风险等因素。

未来展望

- 公司品牌知名度较高，营销网络较完善，预计公司业务持续性较好，未来随着门店增长，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	39.57	36.35	25.24	21.19
归母所有者权益	26.40	23.40	19.57	16.28
总债务	5.35	6.58	0.68	0.96
营业收入	5.32	19.38	18.26	14.76
净利润	1.51	4.79	4.07	2.92
经营活动现金流净额	3.66	6.37	3.33	1.71
销售毛利率	72.56%	69.12%	67.78%	63.28%
EBITDA 利润率	-	37.23%	30.85%	26.28%
总资产回报率	5.02%	18.78%	20.31%	17.85%
资产负债率	33.25%	35.61%	22.42%	23.13%
净债务/EBITDA	-	-1.72	-1.37	-2.01
EBITDA 利息保障倍数	-	45.09	-	-
总债务/总资本	16.85%	21.95%	3.36%	5.54%
FFO/净债务	-	-41.10%	-47.74%	-24.55%
速动比率	3.48	3.69	2.29	2.48
现金短期债务比	-	71.32	12.92	9.50

资料来源：公司2018-2020年年报及2021年一季报，中证鹏元整理

优势

- **公司主品牌定位明确，经过多年经营，在细分市场知名度较高。**公司主品牌“比音勒芬”定位于高端高尔夫休闲服饰市场，继 2013 年成为中国国家高尔夫球队合作伙伴后，于 2020 年 9 月 23 日与国家队续约，进一步夯实高尔夫服饰品牌定位。据中国商业联合会、中华全国商业信息中心根据全国大型零售企业商品销售调查统计结果，2018-2020 年比音勒芬高尔夫服装和 T 恤均荣列国内同类产品市场综合占有率第一位。
- **公司已建立较为完善的营销网络，有利于业务的扩展。**公司采取多种销售模式相结合，建立较为完善的营销网络。截至 2020 年末，公司拥有终端销售门店 979 家，较 2019 年末增长 85 家，营销网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场等。
- **2020 年公司营业收入利润双增长，获现能力较好。**2020 年营业收入、净利润保持增长，销售毛利率仍处于较高水平；FFO 较上年大幅增长，公司现金生成能力较强。

关注

- **存在一定品牌设计和管理风险。**由于国内服装市场竞争激烈、风格变化较快等，若公司不能准确把握服装消费流行趋势，将导致品牌认可度下降；并且公司生产环节外包，营销网络拓展较快，若对产品品质和销售服务等管理不能适应公司业务发展，可能对公司的经营带来不利影响。
- **新品牌尚处于初始发展阶段，未来经营情况存在一定不确定性。**2018 年公司推出新品牌“威尼斯狂欢节”定位旅游服饰市场，本期募投项目计划在 3 年内铺设 150 家门店，投资规模较大。由于新品牌尚处于初始发展阶段，未来经营存在一定不确定性。
- **存货规模较大，存货库龄增加，若未来存货积压和减值，将对公司经营造成不利影响。**2020 年末公司存货规模仍较大，存货周转效率较低，公司存货库龄增加，存货跌价准备计提金额及比例均提高；若未来市场环境变化或竞争加剧导致存货积压和减值，将对公司经营造成不利影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年6月15日发行6年期6.89亿元可转换公司债券，募集资金原计划扣除发行费用后的募集资金净额中32,000万元用于“营销网络建设升级项目”，14,000万元用于“供应链园区项目”，4,000万元用于“研发设计中心项目”，18,900万元用于补充流动资金。截至2021年5月7日，本期债券募集资金专项账户余额为1.17亿元，结构性存款为3.50亿元。

三、发行主体概况

2020年5月，根据公司2019年度利润分配及公积金转增股本方案，公司以资本公积金向全体股东每10股转增7股，权益分派实施后公司注册资本变更为人民币52,406.97万元。截至2021年3月末，公司股本为53,492.78万元¹。公司第一大股东仍为谢秉政，持股比例为40.41%；谢秉政、冯玲玲和谢挺系一致行动人²，合计直接持有公司股份49.19%；公司实际控制人仍为谢秉政、冯玲玲，合计直接持有公司股份44.08%。

2021年5月，独立董事冯敏红、刘岳屏任期满离任，由曾亚敏、谢青接任。

公司主要从事自有品牌服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。公司目前为双品牌运营模式：“比音勒芬”品牌定位于高端时装服饰，拥有生活系列、时尚系列和高尔夫系列；新品牌“威尼斯狂欢节”定位于度假旅游服饰市场，集中于亲子装、情侣装以及家庭装等产品。

截至2020年末，公司合并报表范围共有子公司5家，其中2020年新增一家公司，具体情况如下表。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
徐州比音勒芬供应链管理有限公司	100%	500	供应链管理和商务服务业	新设

资料来源：公司2020年的报告，中证鹏元整理

¹注册资本与股本的存在差异，主要系公司发行可转债，股本变动频繁，公司未进行工商变更所致。

²谢秉政与冯玲玲系夫妻关系，谢秉政与谢挺系兄弟关系。

四、运营环境

宏观环境分析

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

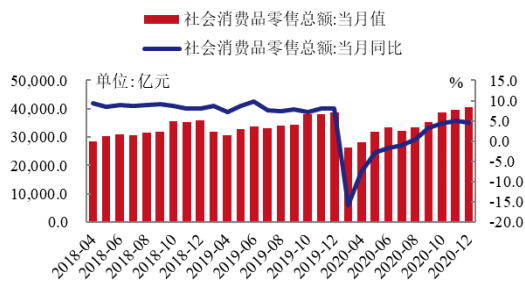
行业环境分析

国内经济增速在低基数下逐步回升，有望带动 2021 年服装家纺消费需求边际持续改善，但全球经济增速放缓的长期趋势仍未改变，行业长期增长压力仍较大

国内疫情得到较好控制，消费信心逐步增强，国内消费市场边际回暖。2020 年社会消费品零售总额全年累计增速为-3.9%，但逐月来看，自 2020 年 8 月开始，其增速开始回正并持续改善；2021 年 1-3 月，全国社会消费品零售总额 105,221.0 亿元，同比增长 33.9%。细分来看，服装鞋帽针纺织品类零售额增速回暖情况更为明显，2021 年 1-3 月，服装鞋帽、针纺织品类社零售总额为 3,401.0 亿元，同比增长 54.2%，与 2019 年 1-3 月累计值（3,422.6 亿元）基本持平。短期来看，针对疫情，国内已经有较好的应急防控措施，能在短时间内控制突发疫情的扩散传播，且随着疫苗接种的稳定推进，内需基本恢复如前。2021 年 4 月，国际货币基金组织发布了最新的《世界经济展望报告》，报告中预计 2021 年全球 GDP 增长率为 6.0%，2022 年为 4.4%；中国经济将增长 8.4%，2022 年为 5.6%，国内外经济增速预计在低基数下逐步回升，有望带动 2021 年服装家纺消费需求持续边际改善；但长期来看，全球宏观经济增速放缓的长期

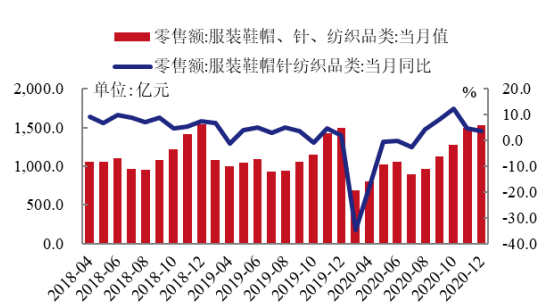
趋势仍旧存在，且国外疫情尚未完全得到控制，外需恢复尚需一段时日，近三年我国服装鞋帽针纺织品类零售额累计增速整体是下降的，其中 2020 年为-6.6%，行业长期增长压力仍较大。

图 1 社零增速持续回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

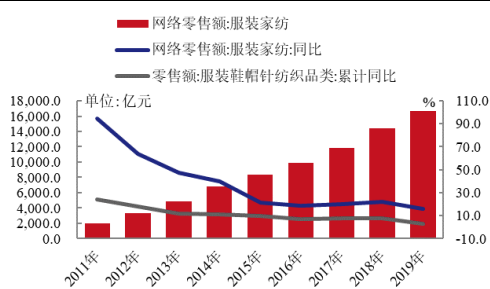
图 2 服装鞋帽针纺织品类零售额增速边际恢复



资料来源：Wind，中证鹏元整理

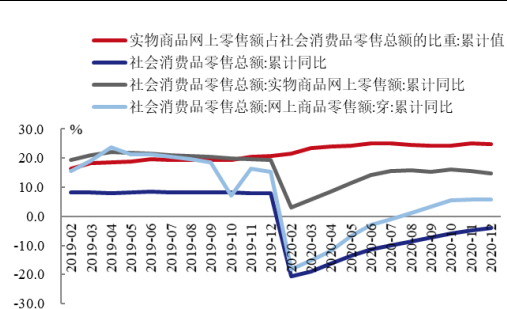
从消费方式来看，互联网、大数据、物流等行业的迅速发展推动了人们消费方式的改变，疫情防控政策的实施更是推动了线上消费额快速增长，各类电商直播、短视频营销平台顺势崛起，更加完善了线上消费体验度，近年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续上升，而服装家纺产品作为各大直播电商主要营销产品类别之一，自 2011 年来，服装家纺网络零售额持续增加，且增速均在 15%，明显高于服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速。2020 年，社会消费品零售总额累计值同比增速为负值，而实物商品网上零售额累计值维持正增长，疫情对线上消费的影响小于线下。穿着类实物商品网上零售额累计同比增速也明显高于社会消费品零售总额同比增速，2021 年 1-3 月，穿着类实物商品网上零售额累计同比增速为 39.6%，较同期社会消费品零售总额同比增速高 5.7 个百分点，较实物商品网上零售额同比增速高 13.8 个百分点。

图 3 服装家纺网络零售额显著增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 实物商品网上零售额占比保持增长

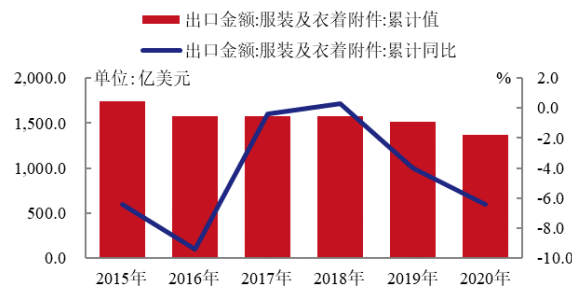


资料来源：Wind，中证鹏元整理

部分海外订单转移至国内，推动我国服装家纺产品出口持续好转。近年我国服装及衣着附件出口金额整体呈下行趋势，2020 年受海内外疫情影响，服装及衣着附件出口金额为 1,373.82 亿美元，同比下降 6.4%。随着全球新冠疫苗的陆续推出，海外部分国家生产需求逐步复苏，带动相关需求回升，其中中国恢复形势整体较好，但主要服装出口国印度、孟加拉国疫情仍较为严重，并在近期宣布封城，部分海外订单转移至国内，由于疫苗在全球主要国家的供应十分紧张，国际需求恢复到疫情前水平仍需一段时日，

订单回流现象短期内还会存在，短期内我国服装家纺产品出口将继续好转，2021年1-3月，我国服装及衣着附件出口金额为332.95亿美元，同比增长47.7%，较2019年1-3月出口额（294.30亿美元）增长13.1%。虽然全球经济较去年有回稳趋势，但当前各国经济恢复前景仍具有较大不确定性，长期看全球经济增速仍是下行的，且服装家纺行业向东南亚国家转移的长期趋势不会变，服装家纺产品长期出口压力仍较大。

图5 疫情导致2020年服装出口金额增速继续回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年11月15日，东盟10国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰15个国家正式签署了《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），协定的主旨是希望通过削减关税及非关税壁垒，推进成员国之间的自由贸易，协定的达成将促进成员国深化合作，实现人力、技术和原材料成本等资源优势互补，有利于降低各成员国纺织服装行业的生产成本，增加各成员国之间的出口，也有利于增加成员国对非成员国的出口，我国作为全球最大的纺织服装出口国，在纺织服装贸易方面与协议涉及的成员国来往密切，RCEP协定的达成有助于增加我国纺织服装产品的出口，减少贸易战对我国纺织服装出口的不利影响。目前我国纺织服装出口的主要地区为美国、欧盟、日本、韩国、澳大利亚和英国等6国，根据海关统计数据，在44个主要出口国家（地区）中，2021年1-3月我国服装³出口金额为1,950.7亿元，同比增长24.69%，与2019年同期（1,957.4亿元）基本持平；其中出口至上述6个国家的份额合计占比59.29%，分别同比增长35.72%、28.20%、6.52%、40.29%、40.29%和33.39%。

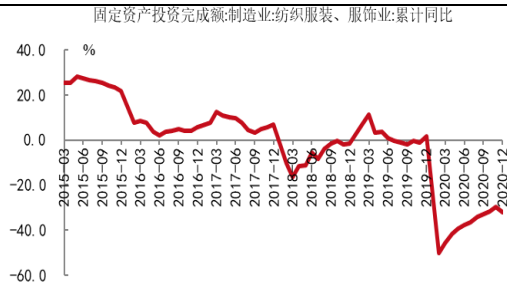
服装家纺行业固定资产投资减速，行业仍然面临较大的库存压力

自2016年开始，服装家纺行业开始去库存，行业固定资产投资增速持续下滑，2019年增速为1.8%，2020年受疫情影响，行业全年固定资产投资增速降为负值，但目前行业整体仍维持较大的库存量。由于2020年初各企业备货量较多，但受疫情影响，销售受阻，2020年上半年服装产品成存货增速较往年明显提升，自下半年开始，国内大部分地区已经基本恢复正常的生产，上半年被抑制的需求逐步释放，加

³ 2021年3月对部分国家（地区）出口商品类章金额表中“61章针织或钩编的服装及衣着附件”和“62章非针织或非钩编的服装及衣着附件”之和。

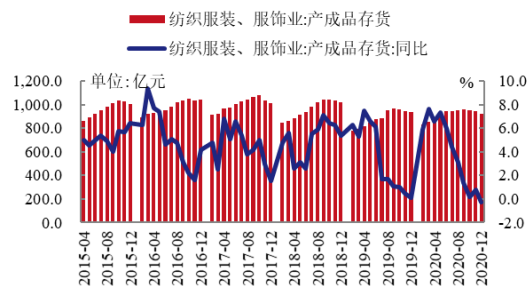
上疫情造成服装上游企业备货更加谨慎，产成品存货增速逐步回落至去年同期水平，2020年为-0.3%；但从绝对数量来看，截至2020年末纺织服装、服饰业产成品存货为918.5亿元，仍然面临较大的库存压力。

图 6 纺织服装行业固定资产投资增速为负



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 服装产成品存货增速持续下调



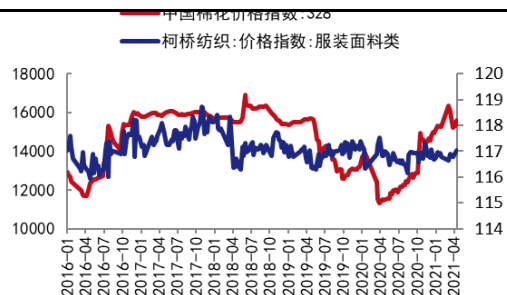
资料来源：Wind，中证鹏元整理

需求恢复推动棉花价格触底回调，预计短期内有望维持较高水平

国内棉花价格自 2018 年下半年开始呈波动下降趋势，至 2020 年 3 月 30 日降至近五年最低值 1.13 万元/吨，2020 年 4 月开始，国内主要企业开始复工复产，纺织服装行业消费需求回升，带来棉花需求逐步恢复，棉花价格触底回调，10 月份以来，秋冬季服装订单需求增多，推动棉花价格大幅上涨，截至 2021 年 4 月 19 日，328 级棉花价格为 1.56 万元/吨，接近历史高位水平，伴随着下游需求的持续复苏向好，预计 2021 年棉花价格有望维持较高水平。但长期来看，国内纺织服装产品消费增长空间受限，未来棉价终将承压回落。

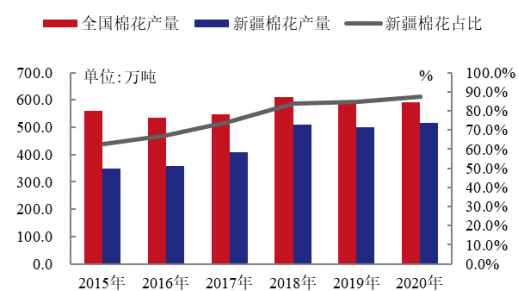
新疆是我国棉花的主产区，2020 年全国棉花产量为 591.0 万吨，其中新疆棉花产量 516.1 万吨，占全国的 87.3%，美国限制新疆棉及制品进口因素影响对国内棉价影响较小，一方面新疆棉花主要供应国内消费，出口依赖性较小；另一方面作为全球最大的纺织生产国，中国众多棉制品出口至世界各国，全面禁止使用新疆棉及制品不具备现实可能性，且世界各国与中国经济紧密相连，欧美等国家禁止使用新疆棉及制品必将对其纺织服装产品出口至中国造成不利影响，2021 年我国棉花出口金额为 198.82 亿元，同比增长 9.70%。

图 8 棉花价格回升至历史较高水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 新疆是我国棉花的主产区



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事自有品牌服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。公司目前为双品牌运营模式，比音勒芬品牌定位于高端时尚运动服饰，拥有生活系列、时尚系列和高尔夫系列，经过多年累积已在国内具有一定知名度，并在全国建设较为完善的销售网络；新品牌威尼斯狂欢节定位于度假旅游服饰市场，集中于亲子装、情侣装以及家庭装等产品，仍处于品牌培育阶段。随着比音勒芬品牌进一步发展，2020年公司业务规模仍保持增长，实现营业收入19.38亿元，较上年增长6.14%。毛利率方面，2020年公司综合毛利率与上年基本持平，仍处于较高水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	-	-	193,757.33	69.12%	182,549.86	67.78%
其中：上装类	-	-	86,465.04	70.69%	75,709.51	69.31%
下装类	-	-	44,749.79	71.21%	35,736.24	66.99%
外套类	-	-	47,798.27	66.80%	55,531.63	66.04%
其他类	-	-	14,744.23	61.02%	15,572.47	68.31%
其他业务	-	-	2.52	100.00%	1.83	100%
合计	53,188.63	72.56%	193,759.85	69.12%	182,551.68	67.78%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司主品牌经过多年发展，在高端时尚运动服饰领域具有一定的品牌影响力；新品牌聚焦度假旅游服饰市场，尚处于品牌孵化期，是否能达到预期存在一定的不确定性

公司产品定位于高端时尚运动服饰，通过差异化定位，在品牌、产品、风格、文化等方面形成了较为独有的品牌特性。比音勒芬品牌产品定位于高端高尔夫运动休闲服饰市场，既包含专业高尔夫服饰，也通过向休闲服饰市场跨界衍生，形成高端商务休闲、时尚休闲及运动休闲等生活休闲高尔夫服饰；目标消费群体为高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群。

经过多年的发展，比音勒芬品牌在高端高尔夫运动休闲服饰市场已具有一定的品牌影响力和知名度。比音勒芬继2013年成为中国国家高尔夫球队合作伙伴后，于2020年9月23日与国家队续约8年，进一步夯实高尔夫服饰品牌定位。此外，中国纺织工业联合会授予公司“国家高尔夫服装产品开发基地”称号。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心根据全国大型零售企业“T恤单品类”销售调查统计结果显示，比音勒芬T恤连续三年（2018-2020）取得“同类产品综合占有率第一”；根据商品销售调查统计结果，比音勒芬高尔夫服装荣列2020年度同类产品综合占有率第一位，比音勒芬高尔夫服装连续四年（2017-2020）综合占有率第一位。

2018年公司推出新品牌“威尼斯狂欢节”，聚焦度假旅游服饰市场，打造亲子装、情侣装以及家庭装，提供一站式解决家庭出游的着装需求。威尼斯狂欢节品牌计划孵化期为自本期债券发行后3年，公司已开始在全国范围内开展威尼斯狂欢节品牌的营销网络建设，计划在3年内铺设150家门店，扩大度假旅游服饰新品牌的营销网络覆盖范围。截至2020年末，威尼斯品牌门店数量71家。其中直营门店52家，

加盟门店19家，未来新品牌推广和经营状况是否符合预期值得关注。

公司具有一定的研发设计能力，但仍需持续关注公司品牌设计风险

公司采用轻资产的品牌运营模式，业务主要集中在附加值较高的业务链上游的设计、研发和业务链下游的品牌运营和销售渠道建设，产品生产、运输配送等环节外包。在业务链上游的设计、研发阶段，公司以商品企划为起点，结合渠道信息反馈、对国际国内流行趋势信息的把握，与业界知名顾问团队合作，对下一季产品主题、流行元素、产品结构、款式定价、推广策略等做出总体规划；在总体规划下通过市场信息调研和预测阶段、构思与初始设计阶段、制版并评审阶段、订货会检验并确定设计阶段，最终确定产品种类和数量，并组织生产、运输与销售。公司每年举办春夏季和秋冬季两场产品订货会，分别在下季产品推出前约半年举行。

公司已建立一支较高素质的设计研发团队，具有奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验，在设计理念、色彩应用、工艺设计与表现、面料处理与把握等方面具有一定的专业素养。2020年，公司持续对设计研发活动的投入。近年公司设计部门每年设计的产品均超千款，显示了公司具有较强的设计能力。但需要注意的是，由于国内服装市场竞争激烈、风格变化较快，特别在中高端消费品市场，消费者对品牌质量及知名度要求较高，若公司不能准确把握服装消费流行趋势，品牌认可度下降，或者对产品品质和销售服务等管理不能适应公司业务发展，可能对公司的经营带来不利影响。

表3 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年
研发投入	6,480.49	5,910.59
研发投入占营业收入比例	3.34%	3.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

未来若公司营销网络管理不能满足业务发展需要，新品牌未来销售情况不及预期均将对公司经营业绩造成一定影响

营销网络是公司立足市场的关键因素，在终端销售渠道建设方面，公司主要采取直营和加盟相结合的模式，近年来公司计划开设线上销售渠道，但规模仍然较小。目前，公司在一、二线城市以设立直营店为主，以利于公司树立品牌形象并辐射周边区域；在其他城市以设立加盟店为主，以加大销售终端密度。

公司营销网络覆盖全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等，截至2020年末，公司拥有979个终端销售门店，其中直营店铺数量486家，加盟店铺数量493家，较2019年末净增长85家，但增速放缓。

根据本期债券募投项目规划，威尼斯狂欢节品牌计划在3年内铺设150家门店，扩大度假旅游服饰新品牌的营销网络覆盖范围，未来公司营销网络将进一步扩大。该项目投资规模较大，若威尼斯狂欢节品牌推广及销售情况不及预期，将对公司的利润水平产生一定影响。

整体来看，近年来公司终端门店仍增长，但实体店销售模式受到电子商务的一定冲击。若公司在人力资源管理、选择合适新开门店地址、绩效管理等营销网络管理方面不能满足业务发展需要，将对公司

未来盈利能力造成一定影响。

表4 公司终端门店数量变化情况（单位:家）

门店 类型	2020年			2019年		
	数量	新开	关闭	数量	新开	关闭
直营	486	81	36	441	124	48
加盟	493	75	35	453	85	31
合计	979	156	71	894	209	79

资料来源：公司提供

受疫情冲击，直营渠道销售收入增速有所放缓，加盟渠道销售收入及毛利率下降

公司的直营店分为联营方式和非联营方式。联营方式指由对方提供场地和收款服务，公司提供产品和销售管理，双方按照约定的比例对销售收入进行分成。联营方式下，直营店销售收入分成比例按双方协商及参考市场行情确定。一般而言，直营正价门店联营方分成比例是18%至30%，直营折扣门店联营方分成比例是10%至22%。非联营方式指公司与经营场地提供方签订租赁协议，以支付租金的方式经营场所，公司负责产品、销售管理及收款服务。联营方式为公司直营模式所采取的主要方式，近年来直营模式门店大部分为联营门店。

加盟模式下公司对加盟商未收取加盟费、商标许可使用费等费用，加盟合同均为一年一签。加盟商自己负责取得经营场地、门店日常经营管理，并执行公司制定的产品定价和产品价格调整等政策。在特许加盟模式下，公司产品以买断形式销售给加盟商。公司一年举办两次新品订货会，加盟商在确认订货单后，一般需在十天之内预交所定货品总金额30%作为订金，在加盟商提取货品之前需支付全部货款，因此公司对加盟商货款结算比较及时。而为维持公司品牌形象，公司对于过季库存均不在直营正价店和加盟商门店进行打折销售，一般会在过季一年后在直营折扣店渠道进行打折销售，对于加盟模式公司会给予加盟商10%-30%左右的换货率，以助于加盟商维持销售价格稳定。

线上销售主要渠道为唯品会、天猫、京东等第三方平台。公司在平台上开设官方旗舰店，并按照平台的终端销售额支付一定的平台费用或销售分成。

从不同销售渠道收入来看，直营模式仍是公司营业收入的主要来源。受益于新增门店及奥特莱斯等折扣店对过季商品的消化，2020年直营模式销售收入较上年增长7.23%，但在疫情的影响下增速较上年放缓8.75个百分点；受疫情冲击，加盟模式收入较上年减少8.74%。公司继续在线上渠道发力，通过微信信号+VIP社群营销+小程序直播将线下会员引流线上，同时进行线上降价促销，2020年线上销售收入同比增长508.00%。

表5 公司不同销售模式收入及毛利率情况（单位:万元）

类别	2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
直营模式	126,306.52	72.22%	117,790.37	71.92%
加盟模式	57,628.35	67.69%	63,145.37	60.23%
线上销售	9,824.97	37.59%	1,615.95	60.42%
合计	193,759.85	69.12%	182,551.68	67.78%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

毛利率方面，2020年来公司综合毛利率与上年基本持平，仍处于较高水平。2020年加盟模式的毛利率小幅增长，主要系公司品牌力提升，定价倍率（吊牌价/成本）提升而对加盟商的折扣不变所致。2020年线上销售模式毛利率较上年大幅下降，主要系公司通过唯品会渠道消化过季库存规模增加所致。

受疫情的负面影响，公司直营及加盟渠道平均门店数量及单店销售额均下降，公司直营渠道单店绩效仍高于加盟商渠道，主要系公司直营门店主要集中在一、二线城市，直营店规模相对较大所致。

表6 公司平均单店销售额变动情况（单位:家、万元）

类别	2020年		2019年	
	平均门店数	平均单店销售额	平均门店数	平均单店销售额
直营模式	464	272.51	403	296.29
加盟模式	473	121.84	426	148.23

注：（1）平均门店数量=（期初数量+期末数量）/2；（2）平均单店销售额=收入/平均门店数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在直营模式下，公司主要的联营合作方包括天虹商场股份有限公司、王府井集团股份有限公司、广东粤海天河城百货发展有限公司、金鹰国际商贸集团（中国）有限公司等，2020年公司前五大合作方集中度分为16.71%，集中度相对较低。从结算情况来看，公司与主要合作方结算周期大部分在一个月，结算周期相对较短，有利于公司营运资金流转。

受疫情影响，公司计提加盟商换货损失加大

在每期资产负债表日，根据当年加盟商的换货金额与相对应的公司对加盟商实现的销售收入确定换货率，用换货率乘以对加盟商实现的销售收入中尚未换货部分估算可能发生的换货金额，并将其作为未实现收入处理，2020年前相应冲减当年营业收入、营业成本，涉及的未实现销售毛利额列示于其他流动负债；2020年及以后将预计换货金额直接计入应付退货款调整收入。

公司主要加盟商包括昆明亚际贸易有限公司、辽宁大江实业有限公司、唐山君昆商贸有限公司等，2020年公司前五大加盟商集中度为15.37%，集中度较低。2020年反映加盟商换货规模的应付退货款较2019年末其他流动负债增长了136.27%至2.11亿元，主要原因一是本期公司执行新收入准则，其他流动负债核算方法发生改变，导致与上年同期变动较大；二是受疫情影响，加盟商销售受到较大影响，公司谨慎计提期后换货损失。

公司外包生产供应商较为稳定，集中度相对较低，且采购付款有一定账期，有利于降低公司营运资金压力

公司的生产环节全部外包，采购类别包括成衣、面料和辅料。公司的采购方式分为订货和补货两种，订货是根据订货会的订单情况制定货品生产交货计划并选择供应商签署采购协议。补货是指公司除了订货的集中采购之外，根据市场销售情况对部分热销款式进行补充采购；目前采购以订货为主，补货为辅。公司的采购主要以直接采购成衣为主，2020年成衣厂采购占比为87.87%；对于部分高档面辅料公司会自主采购后，再交由成衣厂加工生产，2020年面料采购随之产品对部门高档面辅料的需求小幅增长而小幅

增长。

存货规模较大降低了公司运营效率，公司2020年进一步控制库存的增长，减少对外采购规模，提高产品消化率，2020年公司对外采购金额下降至6.42亿元，2020年末存货规模同比减少4.83%。

表7 公司历年总体对外采购情况（单位:万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
面辅料采购额	7,784.61	12.13%	6,794.79	9.91%
成衣厂采购额	56,384.83	87.87%	61,791.04	90.09%
合计	64,169.44	100.00%	68,585.83	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司主要合作成衣厂为佛山奥轩科技有限公司、温州市荣威实业有限公司等，前五大供应商合计占当年采购金额的比重为32.37%，集中度相对较低。结算方面，公司向供应商采购一般会支付30%的订金，收到货品后按到货金额60%货款，剩余货款在无质量问题及投诉后付清。公司对供应商的支付与对加盟商的收款时限较为匹配，一定程度降低公司营运资金压力。

2020年公司经营效率有所增长，但存货周转效率仍低

根据公司的结算政策，公司对于特许加盟商一般采取在其全额预付款后安排发货，因此公司应收账款主要来源于直营销售模式。直营模式下，公司主要通过商场、机场、高尔夫球会等单位联营分成的方式进行零售，公司给联营方的账期为一个月，相对较短，因此公司应收账款整体规模较小，应收账款周转效率较高。随着公司业务扩张应收账款规模有所增长，2020年应收账款周转天数较上年小幅增长，但仍处于较低水平。

存货周转方面，2020年存货周转效率与上年基本持平。公司应付账款主要为应付成衣厂和辅料供应商的采购款，公司相关采购款账期一般在一个月左右，支付较为及时，应付账款整体规模不大，2020年对上游资金占用能力增强，应付账款天数增长。受此影响，2020年公司净营业周期较上年下降，经营效率有所增长。

表8 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2020年	2019年
应收账款周转天数	27.29	24.18
存货周转天数	395.89	396.79
应付账款周转天数	58.49	45.75
净营业周期	364.69	375.22

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。根据财政部发布的新收入准则规定，公司于2020年1月1日起执行新收入准则。2020年公司合并报表范围新增徐州比音勒芬供应链管理有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，货币资金充裕，但存货库龄增加，存在一定的减值风险

受发行本期债券及经营积累的影响，2020年公司资产规模同比增长44.00%；受经营积累的影响，2021年3月末资产总额进一步增长。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	100,799.88	25.48%	57,878.34	15.92%	47,542.97	18.83%
应收账款	13,328.68	3.37%	15,287.70	4.21%	14,083.62	5.58%
存货	60,075.71	15.18%	64,179.41	17.66%	67,433.25	26.71%
其他流动资产	134,637.29	34.03%	137,798.44	37.91%	47,399.39	18.78%
流动资产合计	327,934.25	82.88%	296,639.23	81.61%	189,851.14	75.21%
固定资产	20,658.28	5.22%	23,921.64	6.58%	21,901.91	8.68%
非流动资产合计	67,738.26	17.12%	66,864.83	18.39%	62,585.32	24.79%
资产总计	395,672.51	100.00%	363,504.06	100.00%	252,436.46	100.00%

资料来源：2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款为主，截至2020年末，公司货币资金中94.99万元为银行承兑汇票保证金使用受限。受理财产品到期的影响，2021年3月末较2020年末进一步增长74.16%。

2020年末一年以内的应收账款占比为98.68%，账龄较短；公司应收账款集中度较低，前五名欠款单位合计占比为16.76%，但考虑到应收对象中部分客户规模相对较小，可能存在一定收回风险。

公司的存货主要为库存商品，包括当季及过季存货，2020年公司优化采购，加强库存管理，2020年末存货同比减少4.83%。从公司存货库龄来看，2020年末2年以上货龄存货占比较上年增加15.26个百分点，公司存货库龄增长。2019年末计提存货跌价准备3,353.47万元，存货跌价准备计提比例为4.74%，2020年末计提存货跌价准备6,800.42万元，存货跌价准备计提比例为10.60%，存货跌价准备计提金额及比例均有较大提高，若未来市场环境变化或竞争加剧或将增加存货减值风险。

表10 公司存货库龄情况（单位：万元）

项目	2020年	
	账面余额	占比
1年以内	32,049.89	49.94%
1-2年	18,514.48	28.85%
2-3年	12,773.83	19.9%
3年以上	841.20	1.31%

合计	6,4179.40	100%
----	-----------	------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他流动资产以公司结构性存款为主，2020年末其他流动资产较上年末大幅增长68.54%，主要系公司使用暂时闲置资金购买的结构性存款理财产品增长所致。公司的固定资产主要为位于广州番禺的商业办公楼，2020年该商业办公楼上年末结转部分建设完毕并由在建工程转入固定资产，使得公司2020年末固定资产同比增长9.22%。

整体来看，公司资产规模增长较快，一半以上的资产为银行存款及理财产品，流动性较好；但公司存货规模较大，存货库龄明显增加，存在一定的减值风险。

盈利能力

公司营业收入保持增长，毛利率保持较高水平，整体盈利表现较好

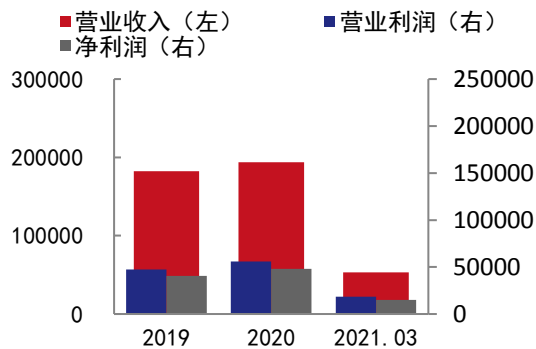
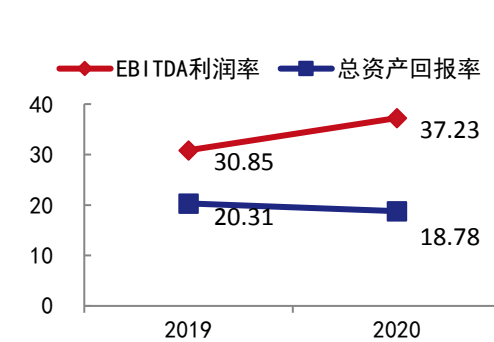
2020年末公司销售渠道得到进一步拓展。公司加大产品研发投入，提升产品竞争力，在维持较高定价的同时提升市场地位及占有率，2020年在疫情冲击下公司营业收入仍较上年增长6.14%。公司产品定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，树立了高端品牌形象，具有较高的产品定价能力，2020年仍保持较高的毛利率。

从费用情况来看，公司2020年期间费用合计7.51亿元，期间费用率为38.78%，基本保持稳定，期间费用占成本比重较高，一定程度影响公司的利润水平。

利润水平方面，2020年公司营业利润较上年增长18.30%，高于当年营业收入增速，主要系公司综合毛利率小幅上升、期间费用率下降且闲置资金产生的理财收益和政府补助增长较多所致，净利润也同样受此影响增速较高。

毛利率的提升、期间费用率的下降拉高了EBITDA利润率，公司的盈利能力增强。但由于2020年总资产规模扩张较快，总资产回报率下降。

整体来看，公司盈利表现较好，主营业务及净利润水平均保持增长，但需关注COVID-19疫情可能对公司经营产生的持续影响。

图 10 公司收入及利润情况（单位：万元）

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

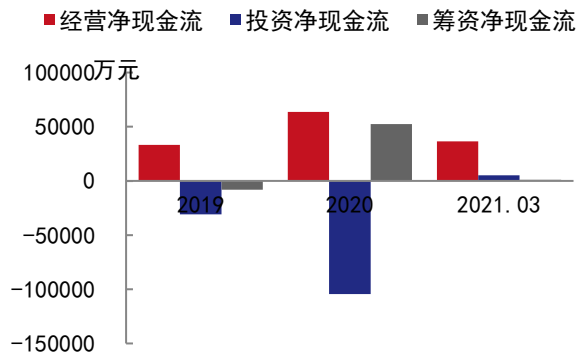
现金流

公司销售回款和主营业务现金生成能力仍较强，经营活动现金流表现仍较好

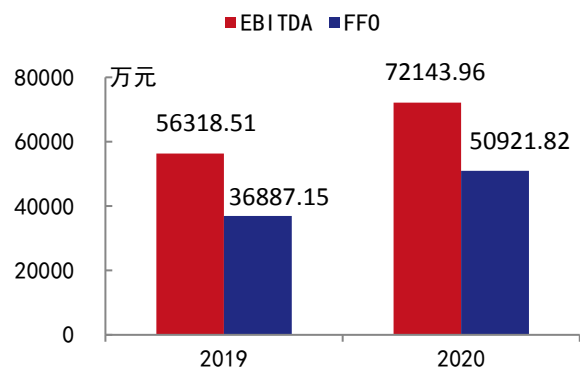
近年来公司收入保持增长，盈利逐年上升，且公司收现情况较好，主营业务回款能力较强，2020年经营活动现金流继续保持净流入状态，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加90.98%，主要系销售规模扩大及有效控制支出所致。营业收入的增长拉高了2020年的EBITDA，受益于EBITDA的增长，2020年公司FFO同样较上年大幅增长。

投资活动方面，公司2020年投资活动产生的现金流量净额较上年同期减少237.58%，主要系购买理财产品增加所致。筹资活动方面，2020年公司筹资活动现金流入较上年同期增加242.48%，主要系收到可转换债券募集资金所致。

营业收入的增长拉高了2020年的EBITDA，受益于EBITDA的增长，2020年公司FFO同样较上年大幅增长。

图 12 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况


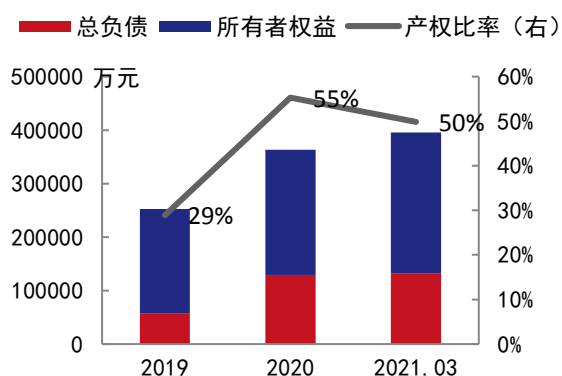
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目（营销网络建设升级项目、供应链园区项目、研发设计中心项目），计划总投资5.51亿元，已投资0.23亿元，尚需投资5.28亿元，后续资金来源主要为本期债券，公司资金压力较小。

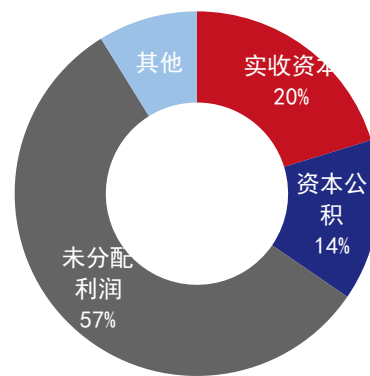
资本结构与偿债能力

公司资产负债率处于较低水平，债务压力较小

2020年随着未分配利润累积，2020年末所有者权益较上年末增长16.13%；受本期债券发行的影响，2020年末公司负债规模较上年末增长52.46%。由于负债规模增速较快，2020年末产权比率较上年末大幅增长至55.29%，但整体仍处于较低水平。2021年3月末，受本期债券转股及经营积累的影响，所有者权益较2020年末增长12.83%，主要由经营积累和股东出资构成。产权比率因此下降至49.81%。

图 14 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 15 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司应付票据为银行承兑汇票，2020年公司减少票据支付的规模，2020年末应付票据同比减少

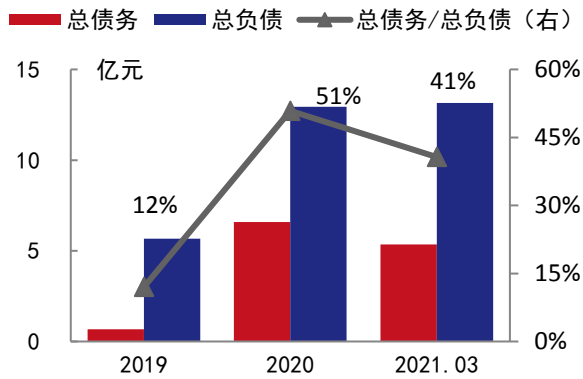
60.11%。公司应付账款为应付的货款，随公司业务规模增长而增长，2020年末同比增长24.17%。公司预收款项、合同负债为预收加盟商货款，由于2020年公司采用新收入准则，预收账款调整至合同负债核算，同时将预收客户货款中的销项税重分类至其他流动负债，故2020年末预收款项为0。2020年末预收加盟商的货款同比减少，主要因COVID-19疫情影响，商场回款减慢，公司给予加盟商适当的信用支持所致，增加了授信额度。2020年末其他流动负债较上年末增长181.19%，主要原因一是受会计核算方式变化影响，其他流动负债核算方法发生改变，导致与上年同期变动较大；二是受疫情影响本期实际计提退换货额度增加，公司谨慎计提期后换货损失。2021年3月末较2020年末进一步增长14.54%。2020年其他流动负债增速远大于加盟商渠道销售增速，未来加盟商换货可能增加公司存货。公司应付债券为本期债券，2021年3月末较2020年末减少22.60%，主要系转股所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

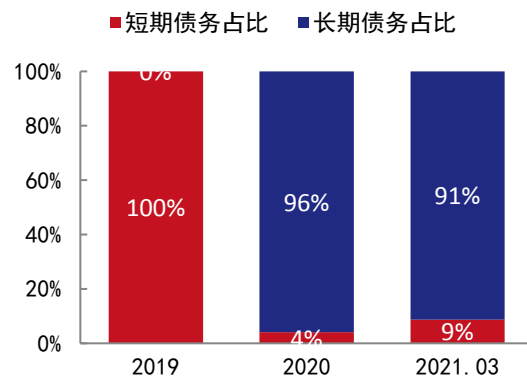
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	3,244.20	2.47%	2,713.97	2.10%	6,803.41	12.02%
应付账款	7,714.51	5.86%	10,769.90	8.32%	8,673.75	15.32%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	15,548.20	27.47%
合同负债	14,534.74	11.05%	8,167.74	6.31%	0.00	0.00%
其他流动负债	28,768.42	21.87%	25,116.63	19.41%	8,932.18	15.78%
流动负债合计	76,869.14	58.43%	63,081.40	48.74%	53,459.43	94.45%
应付债券	48,838.04	37.12%	63,098.29	48.75%	0.00	0.00%
非流动负债合计	54,695.13	41.57%	66,347.55	51.26%	3,139.49	5.55%
负债合计	131,564.27	100.00%	129,428.95	100.00%	56,598.92	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

近年来公司现金流状况较好，故公司总债务仅包括本期债券及应付票据且以本期债券为主，整体债务压力较小。受发行本期债券的影响，2020年末债务在总负债中的比重陡然增长至50.85%；受2021年本期债券转股的影响，总债务在总负债中的比重下降。随应付票据的增长，2021年3月末短期债务在总债务中的比重小幅增加。

图 16 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 17 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2020 年末受发行本期债券的影响，公司资产负债率较上年末增长 13.19 个百分点，但仍处于较低水平。2020 年末净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负，公司经营所得对净债务的覆盖能力较强。EBITDA 利息保障倍数较高，总资本对总债务的覆盖能力较强。

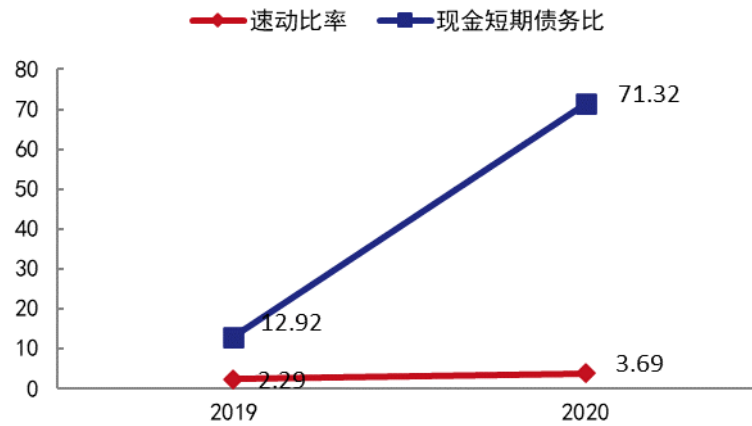
表 12 公司杠杆状况指标

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	33.25%	35.61%	22.42%
净债务/EBITDA	-	-1.72	-1.37
EBITDA 利息保障倍数	--	45.09	--
总债务/总资本	16.85%	21.95%	3.36%
FFO/净债务	--	-41.10%	-47.74%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

受益于本期债券资金流入及经营资金流入，2020 年末公司速动比率较上年末增长 1.40、现金短期债务比也大幅增长，整体而言公司流动性较好。但公司轻资产运营，可用于抵押的资产较少，获取流动性资源的能力一般。

图 18 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。公司实际控制人谢秉政无发生过逾期的账户。

八、结论

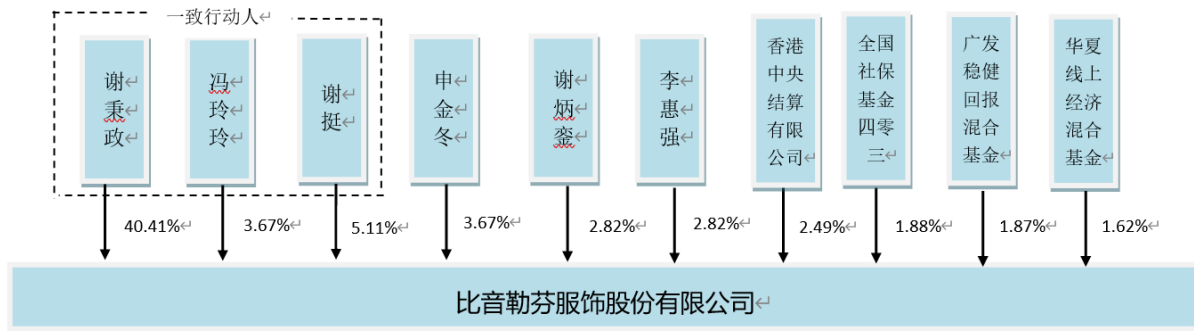
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（单位：万元）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	100,799.88	57,878.34	47,542.97	54,335.82
存货	60,075.71	64,179.41	67,433.25	62,237.49
其他流动资产	134,637.29	137,798.44	47,399.39	34,961.28
流动资产合计	327,934.25	296,639.23	189,851.14	181,255.52
非流动资产合计	67,738.26	66,864.83	62,585.32	30,688.28
资产总计	395,672.51	363,504.06	252,436.46	211,943.80
合同负债	14,534.74	8,167.74	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	1,431.93	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	28,768.42	25,116.63	8,932.18	5,057.98
流动负债合计	76,869.14	63,081.40	53,459.43	47,935.70
应付债券	48,838.04	63,098.29	0.00	0.00
非流动负债合计	54,695.13	66,347.55	3,139.49	1,084.18
负债合计	131,564.27	129,428.95	56,598.92	49,019.88
总债务	53,514.17	65,836.19	6,803.41	9,553.39
归属于母公司的所有者权益	264,016.97	233,983.84	195,737.72	162,823.79
营业收入	53,188.63	193,759.85	182,551.68	147,574.71
净利润	15,053.61	47,938.64	40,660.39	29,225.88
经营活动产生的现金流量净额	36,631.58	63,684.96	33,346.91	17,081.38
投资活动产生的现金流量净额	5,177.30	-104,457.75	-30,943.14	-21,593.24
筹资活动产生的现金流量净额	949.89	52,539.47	-8,234.14	-13,583.11
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	72.56%	69.12%	67.78%	63.28%
EBITDA 利润率	-	37.23%	30.85%	26.28%
总资产回报率	5.02%	18.78%	20.31%	17.85%
产权比率	49.81%	55.29%	28.90%	30.09%
资产负债率	33.25%	35.61%	22.42%	23.13%
净债务/EBITDA	-	1.72	-1.37	-2.01
EBITDA 利息保障倍数	-	45.09	-	-
总债务/总资本	16.85%	21.95%	3.36%	5.54%
FFO/净债务	-	-41.10%	-47.74%	-24.55%
速动比率	3.48	3.69	2.29	2.48
现金短期债务比	-	71.32	12.92	9.50

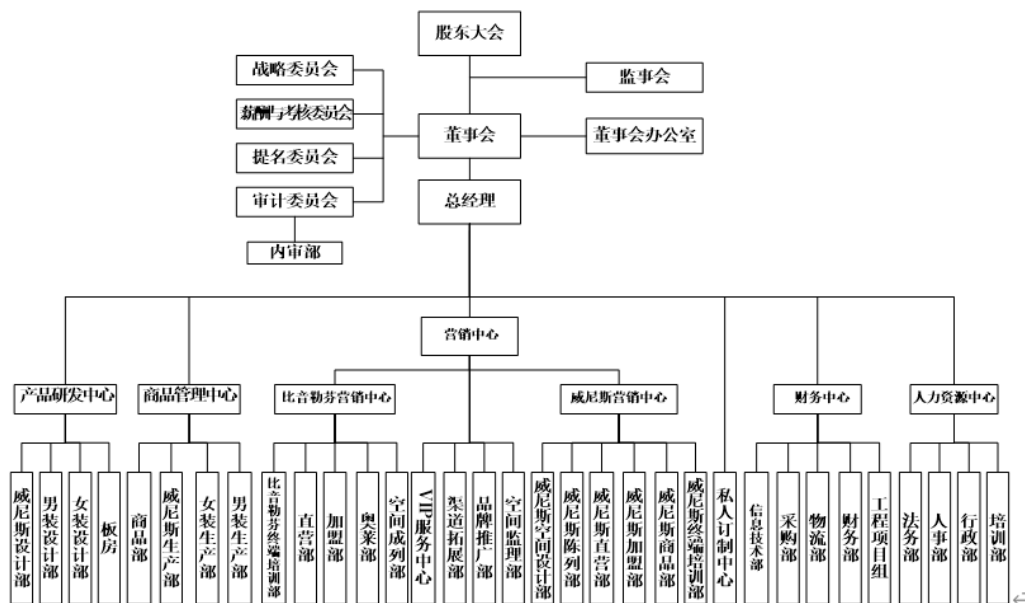
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州市比音勒芬商务咨询有限公司	100.00	100.00%	企业管理咨询服务
广州市比音勒芬供应链管理有限公司	100.00	100.00%	纺织品、针织品批发及零售、供应链管理
宁波市比音勒芬供应链管理有限公司	500.00	100.00%	纺织品、针织品批发及零售、供应链管理
徐州比音勒芬供应链管理有限公司	500.00	100.00%	供应链管理和商务服务业
广州比音勒芬易简股权投资合伙企业 (有限合伙)	10,100.00	99.01%	股权投资

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 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%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 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。