

# 信用评级公告

联合〔2023〕3937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“20 怡亚通 MTN001”“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：

二〇二三年六月十二日

# 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

## 2023 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
深圳市高新投融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚通 MTN001	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
20 怡亚通 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/8/14
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：2023 年 6 月 12 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">贸易企业信用评级方法</a>	V4.0.202208
<a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已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，公司积极拓展工业原材料贸易品类，主营业务收入持续增长，但受部分高毛利率产品销售量下滑影响，公司利润总额同比有所下降。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持续对运营资金形成大量占用；资产受限比例高、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。

“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 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。深担增信和高新投融资担保实力极强，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“20 怡亚通 MTN001”“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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：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
评级结果				AA

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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AA	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
业务结构	分销和营销收入占 92.20%，跨境和物流服务占 4.36%	供应链集成服务占 95% 以上。	贸易收入占 85.53%，化工收入占 14.35%。
风险敞口	0.31	0.10	0.23
资产总额（亿元）	519.52	260.71	394.06
所有者权益（亿元）	105.91	77.66	192.69
营业总收入（亿元）	853.98	1396.05	428.20
营业利润率（%）	4.56	1.34	14.24
利润总额（亿元）	2.95	17.20	34.79
资产负债率（%）	79.61	70.21	51.10
全部债务资本化比率（%）	76.66	60.15	36.05
全部债务/EBITDA	16.68	5.34	2.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	6.26	16.58

注：公司 1 为浙商中拓集团股份有限公司；公司 2 为江苏国泰国际集团股份有限公司

优势

1. 股东实力强，对公司资金及融资支持力度大。深圳投控实力极强，其成为公司控股股东后通过直接借款和增信支持形式，有效缓解公司资金压力。截至 2023 年 3 月底，公司获得控股股东提供的资金支持余额 19.00 亿元，其下属担保公司为公司融资提供担保余额 23.00 亿元。
2. 公司存续债券均为有担保债券，担保方担保实力极强，有效提升债券本息偿付的安全性。截至本报告出具日，公司存续债券 5 支，均为有担保债券，担保方实力极强，有效提升了公司存续债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务快速增长，短期债务占比高，短期偿债压力大。截至 2022 年底，公司有息债务较上年底增长 24.16% 至 347.78 亿元，其中短期债务占比为 94.31%；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 79.54%、76.39% 和 0.27 倍。
2. 资产受限比例高。截至 2022 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 195.13 亿元，占总资产比重为 37.56%，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 2023 年 3 月底，公司对全资/控股子公司实际担保金额为 51.67 亿元，实际对外担保余额为 5.44 亿元，分别占公司 2023 年 3 月底净资产的 48.80% 和 5.14%，担保比率高。

分析师：徐 璨

景 雪

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)

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	109.05	100.54	146.96	149.66
资产总额(亿元)	423.28	432.46	519.52	517.53
所有者权益(亿元)	82.24	103.08	105.91	105.88
短期债务(亿元)	260.76	256.15	325.74	330.39
长期债务(亿元)	46.08	23.95	22.04	19.63
全部债务(亿元)	306.83	280.10	347.78	350.02
营业总收入(亿元)	682.56	702.52	853.98	198.01
利润总额(亿元)	1.00	5.39	2.95	0.29
EBITDA(亿元)	19.55	23.82	20.54	--
经营性净现金流(亿元)	20.98	15.89	9.54	4.19
营业利润率(%)	5.60	6.28	4.56	4.20
净资产收益率(%)	1.03	4.33	2.24	--
资产负债率(%)	80.57	76.16	79.61	79.54
全部债务资本化比率(%)	78.86	73.10	76.66	76.78
流动比率(%)	113.10	112.70	105.91	104.47
经营现金流负债比(%)	7.18	5.24	1.65	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.39	0.45	0.45
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.64	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.70	11.70	16.68	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	290.35	329.37	356.71	345.44
所有者权益(亿元)	45.20	71.26	72.03	72.19
全部债务(亿元)	199.33	174.01	202.97	200.14
营业总收入(亿元)	271.64	298.74	341.68	76.13
利润总额(亿元)	0.86	5.20	2.23	0.16
资产负债率(%)	84.43	78.37	79.81	79.10
全部债务资本化比率(%)	81.51	70.95	73.81	73.49
流动比率(%)	97.00	101.91	101.62	100.57
经营现金流负债比(%)	1.87	6.57	1.07	--

注：2023年1—3月财务数据未经审计；合并口径短期债务中包含其他应付款中有息债务

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 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2022/06/07	徐璨 闫力	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 怡亚 04	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	<a href="#">原联合信用评级有限公司贸易 行业企业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 怡亚 03	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	<a href="#">原联合信用评级有限公司贸易 行业企业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/07/28	徐璨 黄冠嘉	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 怡亚 02	AAA	AA	稳定	2020/06/03	侯珍珍 李敬云	<a href="#">原联合信用评级有限公司贸易 行业企业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

## 2023 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 2023 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 11.48% 股份（表决权比例为 3.30%<sup>1</sup>），公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

截至 2023 年 3 月底，公司本部设前台、中台和后台三大架构，前台主要为下属各分子公司，中台为方案解决中心包括运营、财务和组织发展等，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。（详见附件 1-2）

截至 2022 年底，公司合并资产总额 519.52 亿元，所有者权益 105.91 亿元（含少数股东权益 17.05 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 853.98 亿元，利润总额 2.95 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 517.53 亿元，所有者权益 105.88 亿元（含少数股东权益 16.94 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 198.01 亿元，利润总额 0.29 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 2023 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

<sup>1</sup> 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 15.43%。

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

资料来源：联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司存续期债券全部为有担保普通优先债券。其中，“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 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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政

治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

#### 五、行业分析

进出口贸易行业方面，2022 年以来，受多数地区金融环境收紧、俄乌冲突等多因素影响，全球需求放缓。随着全球经济衰退预期升温，海外消费品需求仍较高但出现回落，中国外贸进出口增长面临压力。2022 年，中国货物进出口总额 42.07 万亿元，同比增长 7.7%，出口和进口增速均同比回落；出口 23.97 万亿元，同比增长 10.5%；进口 18.1 万亿元，同比增长 4.3%。2023 年一季度，中国货物贸易进出口总值 9.89 万亿元，同比增长 4.8%，其中，出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%；进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%；若以美元计价，出口同比增长 0.5%，进口同比下降 7.1%。中国出口国家的贸易框架在发生变化，欧美需求放缓，中国对东盟、一带一路沿线国家等经济体的出口增速较高，新兴市场开拓有力。

大宗商品贸易行业方面，2022 年以来主要大宗商品价格先涨后跌。从国际大宗商品看，以原油为例，2022 年上半年，布伦特原油期货价格从 2021 年末的 78.34 美元/桶持续上涨至 100 美元/桶，并在高位震荡，2022 年下半年，随着主要发达经济体货币政策收紧，截至 2023 年 3 月底，布伦特原油期货价格跌落至为 79.18 美元/桶。从国内大宗商品看，2022 年以来，固定资产投资增速整体呈回落态势，其中，基建投资景气度仍在高位，工业投资领域、电、热、燃、水投资持续保持高景气度，但房地产投资

增速下降明显，房地产行业对建材等大宗商品需求仍偏弱。以钢铁为例，2022年一季度受地区冲突导致国际能源价格大幅增长，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价有所增长；但进入二季度，受经济预期下降影响，国内钢材需求低迷，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。

行业风险方面，全球宏观经济下行，出口企业面临的履约风险增加，多个国家外汇见底，许多国外买家无法支付进口货款；2023年一季度，美国延续2022年以来的加息政策，其他国家货币相应贬值或紧跟加息，人民币汇率波动给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险；2023年年初，大宗商品价格延续波动态势，期现货价差加大，增加中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。展望2023年，俄乌冲突、欧美国家收紧货币政策持续加剧市场对2023年可能出现全球经济衰退的预期，并持续干扰全球经济复苏，中国外贸增速或将有所放缓，外贸企业将面临经营压力。美元利率波动、俄乌冲突、海外市场需求偏弱等因素影响持续扰动大宗商品市场，此外国内复工进度提速、基建维持高景气度，预计2023年全年大宗商品需求或将有所增长。详见《[2023年一季度贸易行业运行分析](#)》。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2023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11.48%股份（表决权比例为3.30%<sup>2</sup>），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490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. 企业信贷记录

**公司本部过往履约情况良好。**

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2023年4月23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

<sup>2</sup> 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15.43%。

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。根据公司反馈，除上述情况外，2022年以来已结清信贷记录中公司未新增其他关注类和不良类信贷记录。

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2023年6月7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、经营分析

### 1. 经营概况

**2022年，公司整体经营稳健，主营业务收入同比保持增长，受经营成本增加影响，毛利率同比下滑。**

2022年，公司实现主营业务收入853.98亿元，同比增长21.64%。其中，分销+营销业务仍为主营业务最重要收入来源，收入占比保持在90%以上，2022年实现收入规模787.38亿元，同比增长20.92%；品牌运营业务收入同比小幅下降5.98%至33.09亿元，收入占比3.87%；跨境和物流服务业务实现收入37.22亿元，同比大幅增长92.06%，系收取物流服务费提升所致，收入占比上升至4.36%。

毛利率方面，2022年，公司主营业务毛利率为4.67%，同比减少1.64个百分点。其中，分销+营销业务毛利率为4.20%，同比减少1.27个百分点，主要系产品结构变动导致；品牌运营业务毛利率为11.19%，同比减少7.00个百分点，主要系盈利水平较高的酒饮类业务收入及毛利率下降所致；跨境和物流服务业务毛利率为8.35%，同比减少4.55个百分点，主要系物流服务业务运营成本较高所致。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务分类	2021年			2022年			2023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	651.18	92.75	5.47	787.38	92.20	4.20	182.89	92.37	3.90
品牌运营	35.19	5.01	18.19	33.09	3.87	11.19	5.77	2.91	11.75
跨境和物流服务	19.38	2.76	12.90	37.22	4.36	8.35	10.22	5.16	6.82
平台间关联交易	-3.68	-0.52	--	-3.72	-0.44	--	-0.87	-0.44	--
合计	702.08	100.00	6.31	853.98	100.00	4.67	198.01	100.00	4.30

资料来源：公司提供

2023年1-3月，公司实现主营业务收入198.01亿元，同比增长40.49%，主要系公司产业链供应链服务业务收入增加所致；实现综合毛利率4.30%，同比减少2.56个百分点，主要系工业原材料类业务占比进一步上升所致。

### 2. 分销+营销业务

**2022年，公司积极拓展工业原材料品类，带动分销+营销业务持续增长，但毛利率有所下滑；公司持续优化合作客户质量，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2023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。

截至2023年3月底，公司分销+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，2022年共退出38家。

收入分布方面，2022年，IT、通信、家电仍为分销+营销业务主要收入来源，工业原材料收入快速增长，主要系扩大建材、石油化工、农林牧、白糖等业务。2022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18.04%；前五大客户销售金额占销售总额的20.28%，上下游客户集中度一般。

表3 公司分销+营销业务收入行业分布（单位：亿元）

项目	2021年		2022年		2023年1-3月	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
IT、通信	137.07	21.05	160.61	20.40	24.35	13.31
家电	157.47	24.18	259.95	33.01	62.83	34.35
医疗	7.42	1.14	9.89	1.26	2.06	1.12
工业原材料	62.41	9.58	171.33	21.76	57.35	31.35
酒饮	42.00	6.45	31.36	3.98	5.83	3.19
母婴	129.76	19.93	58.41	7.42	10.40	5.69
日化	67.11	10.31	55.19	7.01	11.66	6.37
食品	36.41	5.59	29.12	3.70	5.35	2.93
其他	10.77	1.65	11.52	1.46	3.07	1.68
合计	651.18	100.00	787.38	100.00	182.89	100.00

资料来源：公司提供

### 3. 品牌运营业务

跟踪期内，酒饮行业受外界环境影响呈现下滑，进而导致公司品牌运营业务收入及盈利水平有所下滑；公司收购基酒公司，未来公司将积极拓展布局酒饮行业，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，针对优质品牌进行品牌运营和管理工作，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。2022年，公司品牌运营业务实现营业收入33.09亿元，同比小幅下滑，2022年综合

毛利率11.19%，同比下降明显，系酒饮行业相关收入及毛利率下滑所致。

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。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。2022年，公司酒类品牌运营业务实现营收7.86亿元，同比下降，系受外部环境对消费者对酒类产品需求下降所致。

2022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58.52%，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17.50%。从业务收入行业板块看，2022年，公司品牌运营业务收入中酒饮占比下滑至23.75%，IT通信收入占比增至34.42%，其余产业变化不大。

表 4 公司品牌运营业务收入构成情况（单位：亿元）

行业	2021年		2022年		2022年1-3月	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
酒饮	12.45	35.38	7.86	23.75	1.65	28.57
纺织服装	4.97	14.12	5.38	16.25	0.72	12.57
母婴	7.17	20.38	7.93	23.96	1.59	27.51
IT通信	9.84	27.96	11.39	34.42	1.71	29.70
其他	0.77	2.19	0.53	1.61	0.10	1.67
<b>合计</b>	<b>35.19</b>	<b>100.00</b>	<b>33.09</b>	<b>100.00</b>	<b>5.77</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

2022年4月，公司通过收购方式购买贵州省仁怀市茅台镇大唐酒业有限公司（以下简称“大唐酒业”）60.00%股权，收购价格140.00万元，无业绩承诺。截至2022年6月底，股权收购款支付情况已全额支付。大唐酒业注册地为贵州省茅台镇，主营为酒、饮料和精制茶的制造与销售。截至2022年底，大唐酒业资产13.91亿元，所有者权益3.14亿元；2022年，大唐酒业实现营业总收入0.41万元，利润总额

-0.39亿元。未来，大唐酒业将依托公司现有营销渠道，扩大营收规模，逐步摊薄固定支出，预计1~2年内实现盈利。

#### 4. 经营效率

##### 公司经营效率仍处于较低水平。

2022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5.84次、13.25次和1.79次，同比均呈现提升，但仍处于较低水平。

#### 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2023年3月底该项目已投入16.58亿元，项目进度为75.36%，项目原先计划于2023年10月竣工，受外界环境导致的资源紧缺和施工滞后等因素影响，预计2024年一季度完工，并于当期开盘销售和对外招租。

公司其他在建项目主要为按非公开发行募集资金约定投入建设的工业园类物流基地项目，跟踪期内按计划正常投入建设中。

#### 6. 未来发展

未来公司将在酒饮领域和工业原材料领域积极推进，同时通过组织结构的优化来提升整体管理效率。

### 九、财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供的2022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 2023 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2022 年，公司合并范围新增子公司 53 家，减少子公司 43 家；2023 年 1—3 月，公司合并范围内新增子公司 16 家，减少子公司 4 家。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 502 家。合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 519.52 亿元，所有者权益 105.91 亿元（含少数股东权益 17.05 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 853.98 亿元，利润总额 2.95 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 517.53 亿元，所有者权益 105.88 亿元（含少数股东权益 16.94 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 198.01 亿元，利润总额 0.29 亿元。

## 2. 资产质量

**截至 2022 年底，公司资产中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 2022 年底，公司合并资产总额 519.52 亿元，较上年底增长 20.13%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 79.06%，非流动资产占 20.94%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

### （1）流动资产

截至 2022 年底，流动资产 410.75 亿元，较上年底增长 20.22%，主要系货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 34.38%）、应收账款（占 35.31%）、预付款项（占 7.23%）和存货（占 16.67%）构成。

截至 2022 年底，公司货币资金 141.22 亿元，较上年底大幅增长 49.51%。货币资金中有 117.63 亿元受限资金，受限比例为 83.30%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金、用于担保的定期存款或通知存款。

截至 2022 年底，公司应收账款账面价值 145.05 亿元，较上年底增长 6.99%，主要系业务量增加所致。其中，按账龄分析法组合的应收账款账面余额为 141.60 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 96.37%，账龄较短。公司应收账款累计计提坏账准备 7.27 亿元，计提比例 4.77%。从集中度来看，公司应收账款余额前五名合计 8.14 亿元，占应收账款期末余额的 5.36%，集中度低。

截至 2022 年底，公司预付款项 29.72 亿元，较上年底小幅下降 3.50%，构成主要为预付货款。截至 2022 年底，公司存货 68.47 亿元，较上年底增长 25.93%，主要系并入大唐酒业，酒类自制半成品增加所致。存货主要由库存商品构成（占 85.69%）。公司累计计提存货跌价准备 1.28 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 2022 年底，公司非流动资产 108.77 亿元，较上年底增长 19.79%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 29.29%）、投资性房地产（占 15.84%）、固定资产（占 15.56%）、在建工程（占 17.14%）和无形资产（占 12.00%）构成。

截至 2022 年底，公司长期股权投资 31.86 亿元，较上年底增长 4.55%，主要系权益法下确认的投资损益变动所致。

表5 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	11.38
TRIGIANT GROUP LIMITED 俊知集团	7.14
浙江通诚格力电器有限公司	4.05
合肥市卓怡恒通信息安全有限公司	1.88
深圳前海宇商保理有限公司	1.66

资料来源：公司提供

截至 2022 年底，公司投资性房地产 17.23 亿元，较上年底增长 16.04%，主要为新增云南

金阳旅游运动休闲中心项目 2.43 亿元，系新增客户抵债资产所致。

截至 2022 年底，公司固定资产 16.92 亿元，较上年底增长 23.76%，主要系收购大唐酒业并入资产所致。

截至 2022 年底，公司在建工程 18.65 亿元，较上年底增长 98.83%，主要是对前海总部基地项目持续投入和非公开发行股票按募集资金规定对各地产业园项目的投入所致。截至 2022 年底，公司无形资产 13.05 亿元，较上年底增长 10.26%，构成仍以土地使用权为主。

截至 2022 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 195.13 亿元，占总资产比重为 37.56%，公司资产受限比例高。

表6 截至2022年底公司使用受限资产情况

(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	117.63	用于银行质押贷款
应收票据	3.20	用于银行质押开具票据
存货	8.62	用于银行抵押贷款
固定资产、无形资产、在建工程	25.49	用于银行抵押贷款
应收账款	16.41	用于银行保理借款
投资性房地产	5.27	用于银行质押、保理借款
长期股权投资	18.52	用于银行质押贷款
<b>合计</b>	<b>195.13</b>	--

资料来源：公司年报

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 517.53 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 78.31%，非流动资产占 21.69%。公司资产结构较上年底变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

##### **公司权益结构稳定性较强。**

截至 2022 年底，公司所有者权益 105.91 亿元，较上年底小幅增长。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.90%，少数股东权益占比为 16.10%。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 24.52%、28.70%、5.63%和 22.05%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 105.88 亿元，较上年底变化不大。

#### (2) 负债

##### **跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担仍很重。**

截至 2022 年底，公司负债总额 413.61 亿元，较上年底增长 25.57%，主要来自流动负债的增加。其中，流动负债占 93.76%，非流动负债占 6.24%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司流动负债 387.82 亿元，较上年底增长 27.93%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 48.63%）、应付票据（占 28.20%）、应付账款（占 8.49%）和一年内到期的非流动负债（占 5.82%）构成。

截至 2022 年底，公司短期借款 188.62 亿元，较上年底增长 14.41%，构成以抵押及保证借款为主（占 57.01%）。截至 2022 年底，公司应付票据 109.37 亿元，较上年底大幅增长 65.20%，主要系业务规模增加、通过票据的结算方式支付供应商货款以及操作了部分低风险业务，以票据的形式体现等综合原因所致，构成主要为银行承兑汇票。截至 2022 年底，公司应付账款 32.91 亿元，较上年底增长 26.68%，主要系上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 2022 年底，公司其他应付款 17.46 亿元，较上年底增加明显，主要来自非金融机构借款和应付工程款，其中非金融机构借款主要来自大唐酒业与外部的往来款。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 22.59 亿元，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 2022 年底，公司非流动负债 25.79 亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债主要

由长期借款(占 67.88%)、应付债券(占 11.71%)和递延所得税负债(占 14.10%)构成。

截至 2022 年底,公司长期借款 17.51 亿

元,较上年底大幅增长,主要系新增质押和保证借款所致;公司应付债券 3.02 亿元,较上年底大幅下降 85.44%,主要系偿还到期债券所致。

表7 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
22怡亚01	3.00	3.00	2022-11-01	--	2025-11-01
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

资料来源:联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年底,公司全部债务 347.78 亿元,较上年底增长 24.16%,主要系短期债务增长所致。债务结构方面,短期债务占 93.66%,长期债务占 6.34%,以短期债务为主。从债务指标来看,截至 2022 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 79.61%、76.66%和 17.23%,较上年底分别提高 3.45 个百分点、提高 3.56 个百分点和下降 1.63 个百分点。

截至 2023 年 3 月底,公司负债总额 411.64 亿元,较上年底变化不大。截至 2023 年 3 月底,公司全部债务 350.02 亿元,较上年底变化不大。

#### 4. 盈利能力

2022 年,公司营业总收入持续增长,受消费者消费需求下降和毛利率偏低的产品占比上升等综合原因导致经营性利润及投资收益有所减少影响,利润总额同比下降,整体盈利能力有待提升。

2022 年,公司实现营业总收入 853.98 亿元,同比增长 21.56%;营业成本 814.09 亿元,同比增长 23.81%;营业利润率为 4.56%,同比减少 1.72 个百分点,同比变化不大。

2022 年,公司期间费用总额为 37.47 亿元,同比下降 4.64%。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 24.20%、37.00%、0.54%和 38.27%。2022 年,

公司期间费用率为 4.39%,同比减少 1.21 个百分点。

2022 年,公司发生信用减值损失 1.49 亿元,同比下降明显,其中坏账损失 1.51 亿元;资产减值损失 0.40 亿元;实现投资收益 2.80 亿元,主要来自权益法核算的长期股权投资收益,同比有所下降,持续性较好;2022 年获得现金分红为 1.88 亿元。2022 年,投资收益占公司营业利润的 87.28%,投资收益仍为公司利润重要来源。

从盈利指标看,营业利润率为 4.56%,同比减少 1.66 个百分点;总资本收益率为 3.56%,同比减少 1.39 个百分点;净资产收益率为 2.24%,同比减少 2.10 个百分点。公司整体盈利能力有待提升。

2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 198.01 亿元,同比增长 40.49%;营业利润率为 4.20%,同比减少 2.53 个百分点。

#### 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,受持续拓展业务影响,公司对外融资需求有所增加。

从经营活动来看,2022 年,公司经营活动现金流入量和流出量分别为 1108.44 亿元和 1098.90 亿元,随着业务量的增加,同比均呈现上升态势,收到和支付其他与经营活动有关的现金规模大,该类款项主要为代垫货款及税金。

2022年,公司经营活动现金净流入6.41亿元,净流入规模有所下滑。2022年,公司现金收入比为111.01%,同比变化不大,收入实现质量良好。

从投资活动来看,2022年,公司投资活动现金流入11.61亿元,同比增长43.10%,主要系处置子公司获得现金所致;投资活动现金流出9.27亿元,同比增长28.42%,主要系购建固定资产和无形资产所致。2022年,公司投资活动现金净流入2.34亿元。

从筹资活动来看,2022年,公司筹资活动现金流入516.02亿元,同比增长22.73%,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511.75亿元,同比增长11.57%,主要为偿还债务支付的现金。2022年,公司筹资活动现金净流入4.27亿元,同比净流出转为净流入,融资需求增加。

2023年1—3月,公司经营活动现金流量净额为4.19亿元,投资活动现金流量净额为-4.36亿元,筹资活动现金流量净额为3.03亿元。

## 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,融资渠道畅通。**

从短期偿债能力指标看,截至2022年底,公司流动比率为105.91%,速动比率为88.26%,均较上年底呈现下滑。2022年,公司经营性现金流流动负债比率为1.65%,同比减少3.59个百分点;公司现金类资产为短期债务的0.45倍。公司短期偿债指标表现弱。

从长期偿债指标看,2022年,公司EBITDA为20.54亿元,同比下降13.77%;EBITDA利息倍数为1.48倍,较上年有所下降,全部债务/EBITDA为16.93倍,较上年底有所上升。

截至2023年3月底,公司合并范围内共获得银行授信额度317.94亿元,尚未使用额度95.90亿元,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2023年3月底,公司涉及未决诉讼金额合计为1.30亿元,主要系合同纠纷所致。

截至2023年3月底,公司对全资/控股子公司实际担保金额为51.67亿元;公司实际对外担保余额为5.44亿元,分别占公司2023年3月底净资产的48.80%和5.14%,担保比率高。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。**

截至2022年底,公司本部资产总额356.71亿元。其中,流动资产269.93亿元(占比75.67%),非流动资产86.78亿元(占比24.33%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占41.35%)、应收账款(占14.60%)、预付款项(占5.19%)、其他应收款(合计)(占31.34%)和存货(占5.06%)构成;非流动资产主要由长期股权投资(占81.00%)、投资性房地产(占8.85%)和固定资产(占6.13%)构成。截至2022年底,公司本部货币资金为111.62亿元。

截至2022年底,公司本部负债总额284.68亿元。其中,流动负债265.62亿元(占比93.31%),非流动负债19.06亿元(占比6.69%)。截至2022年底,公司本部资产负债率为79.81%,较2021年底提高1.44个百分点,公司本部全部债务202.97亿元。其中,短期债务占90.97%、长期债务占9.03%。截至2022年底,公司本部全部债务资本化比率73.81%,债务负担很重。

2022年,公司本部营业总收入为341.68亿元,同比增长14.37%,利润总额为2.23亿元,同比呈现下降。同期,公司本部投资收益为1.35亿元。

现金流方面,2022年,公司本部经营活动现金流净额为2.85亿元,投资活动现金流净额-9.22亿元,筹资活动现金流净额-9.88亿元。

## 十、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。**

### 1. 支持能力

公司控股股东深圳投控成立于 2004 年，是深圳市国资委旗下的大型国有资本投资公司，业务涵盖科技金融、科技园区、科技产业等多个领域，产业链完整且协同作用较强，近年收入规模持续增长，利润维持较大规模，具有很强的综合实力。截至 2022 年底，深圳投控资产总额 10572.68 亿元，所有者权益 3831.06 亿元；2022 年，深圳投控实现营业收入 2548.62 亿元，利润总额 174.80 亿元。

### 2. 支持可能性

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。近年来，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专项资金支持用于业务发展、通过委托贷款提供资金支持，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 2023 年 3 月底，深圳投控协调其下属单位为公司提供资金支持余额 19.00 亿元，深圳投控下属担保公司为公司融资提供担保余额 23.00 亿元。其中 2022 年新增资金支持 21.00 亿元，新增担保金额 3.00 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。

## 十一、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 18.00 亿元，均为担保债券。其中，“20 怡亚通 MTN001”“20 怡亚 04”和“22 怡亚 01”

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，“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。深担增信和高新投融资担保实力强，有效提升了“上述存续债券本息偿付的安全性。

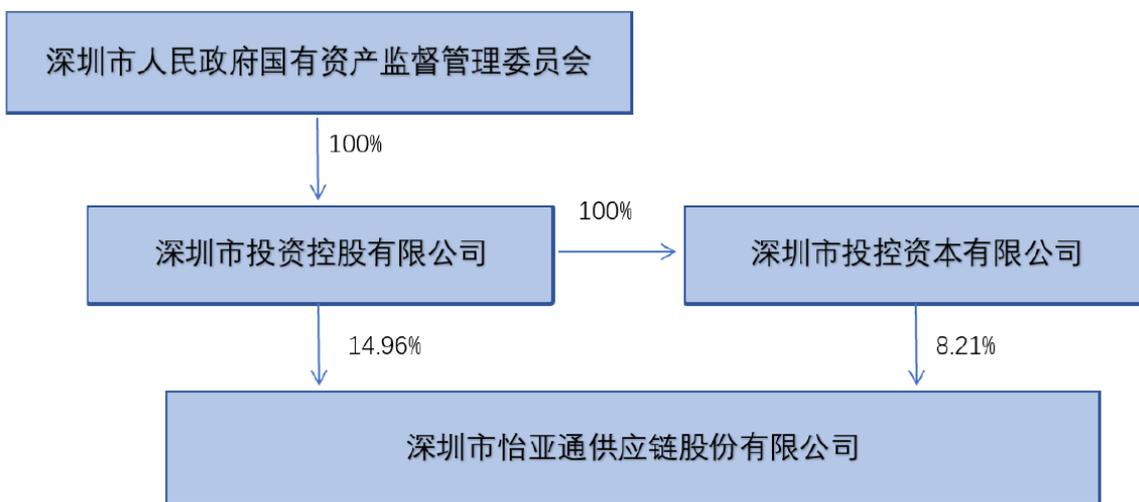
深担增信作为深圳担保设立的专业从事债券增信的子公司，股东背景强且受股东支持力度大，在业务开展、资本注入及风险管理等方面能够得到股东较大的支持。深担增信运营专业化水平较高，实体化运营后发展迅速；实收资本规模行业排名靠前，整体代偿能力极强。联合资信确定深担增信主体长期信用等级为 AAA。2020—2021 年末，深担增信净资产分别为 52.22 亿元和 51.22 亿元，对“20 怡亚通 MTN001”“20 怡亚 04”和“22 怡亚 01”的保障能力很强。

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；2019—2021 年，高新投融资担保营业收入和利润总额大幅增长，整体业务发展良好。联合资信确定高新投融资担保主体长期信用等级为 AAA。2019—2021 年末，高新投融资担保净资产分别为 60.13 亿元、63.09 亿元和 58.10 亿元，对存续“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”保障能力很强。

## 十二、结论

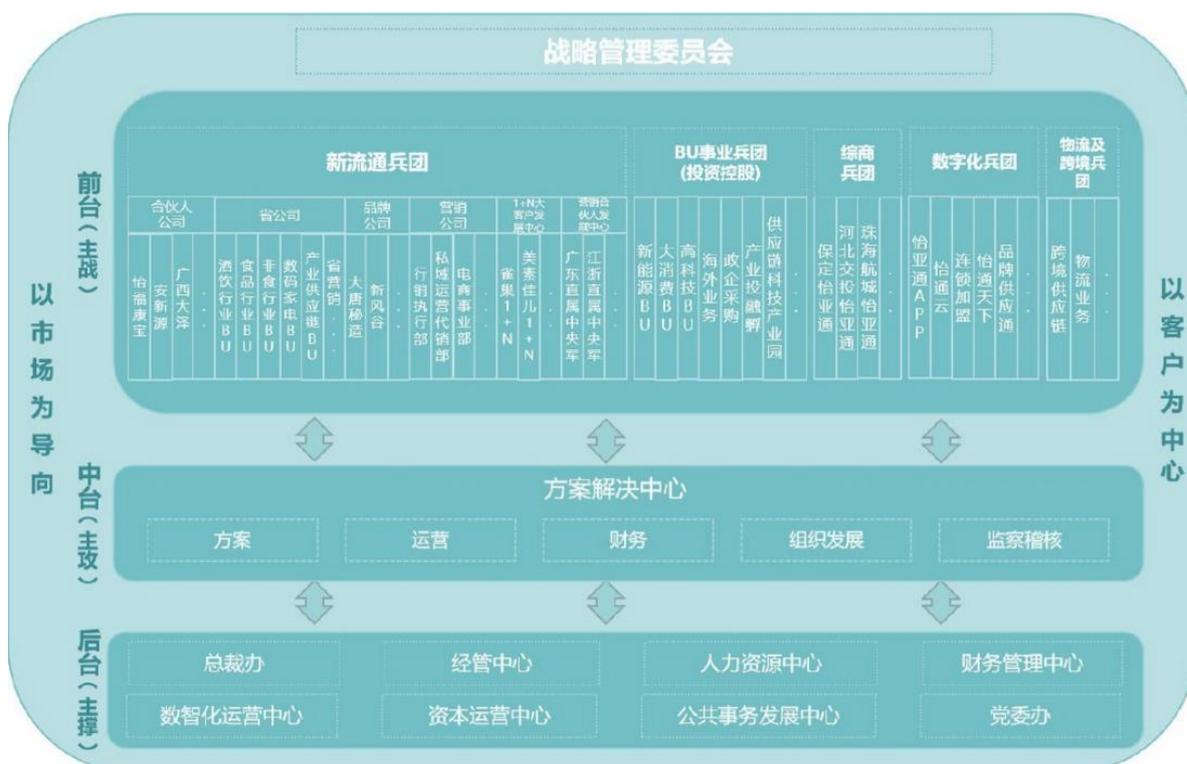
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“20 怡亚通 MTN001”“20 怡亚 02”“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	109.05	100.54	146.96	149.66
资产总额(亿元)	423.28	432.46	519.52	517.53
所有者权益(亿元)	82.24	103.08	105.91	105.88
短期债务(亿元)	260.76	256.15	325.74	330.39
长期债务(亿元)	46.08	23.95	22.04	19.63
全部债务(亿元)	306.83	280.10	347.78	350.02
营业总收入(亿元)	682.56	702.52	853.98	198.01
利润总额(亿元)	1.00	5.39	2.95	0.29
EBITDA(亿元)	19.55	23.82	20.54	--
经营性净现金流(亿元)	20.98	15.89	6.41	4.19
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.36	5.21	5.84	--
存货周转次数(次)	9.83	11.69	13.25	--
总资产周转次数(次)	1.62	1.64	1.79	--
现金收入比(%)	113.82	111.60	111.01	116.86
营业利润率(%)	5.60	6.28	4.56	4.20
总资产收益率(%)	4.38	4.95	3.56	--
净资产收益率(%)	1.03	4.33	2.24	--
长期债务资本化比率(%)	35.91	18.85	17.23	15.64
全部债务资本化比率(%)	78.86	73.10	76.66	76.78
资产负债率(%)	80.57	76.16	79.61	79.54
流动比率(%)	113.10	112.70	105.91	104.47
速动比率(%)	93.21	94.77	88.26	86.59
经营现金流动负债比(%)	7.18	5.24	1.65	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.39	0.45	0.45
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.64	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.70	11.76	16.93	--

注：2023 年 1-3 月财务数据未经审计；其他应付款中的有息部分已调整至短期债务核算。

### 附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	51.41	66.36	114.98	113.21
资产总额(亿元)	290.35	329.37	356.71	345.44
所有者权益(亿元)	45.20	71.26	72.03	72.19
短期债务(亿元)	160.48	153.25	184.64	183.86
长期债务(亿元)	38.85	20.76	18.33	16.28
全部债务(亿元)	199.33	174.01	202.97	200.14
营业总收入(亿元)	271.64	298.74	341.68	76.13
利润总额(亿元)	0.86	5.20	2.23	0.16
EBITDA(亿元)	17.05	20.91	16.72	--
经营性净现金流(亿元)	3.84	15.56	2.85	0.86
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	4.79	6.09	7.51	--
存货周转次数(次)	25.06	27.26	26.69	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.96	1.00	--
现金收入比(%)	121.45	118.31	115.44	118.92
营业利润率(%)	4.93	5.52	4.31	4.28
总资本收益率(%)	7.00	7.74	5.91	--
净资产收益率(%)	2.04	6.30	2.43	--
长期债务资本化比率(%)	46.22	22.56	20.28	18.40
全部债务资本化比率(%)	81.51	70.95	73.81	73.49
资产负债率(%)	84.43	78.37	79.81	79.10
流动比率(%)	97.00	101.91	101.62	100.57
速动比率(%)	92.20	97.34	96.48	95.05
经营现金流动负债比(%)	1.87	6.57	1.07	--
现金短期债务比(倍)	0.32	0.43	0.62	0.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.05	1.44	1.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.69	8.32	12.14	--

注：2023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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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