

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0174号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“22 怡亚 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“22 怡亚 01”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月十二日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月12日至2024年6月11日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月12日

深圳市怡亚通供应链股份有限公司 主体及“22怡亚01”2023年跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2023/06/12	AA/稳定	高君子	薛梅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
22 怡亚 01	AAA	AAA	企业规模	营业总收入	20.00	12.38
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	供应链资源	7.50	4.50
				市场地位	10.00	8.00
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			盈利能力和运营效率	净资产收益率	7.50	3.46
				存货周转率	7.50	1.76
				应收账款周转率	7.50	2.29
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			债务负担和保障程度	资产负债率	15.00	5.97
				经营现金流动负债比	15.00	6.37
				EBITDA/利息支出	10.00	4.70
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			调整因素		无	
			个体信用状况		a	
			外部支持		+3	
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			评级模型结果		AA	

主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”或“公司”）主要从事分销+营销、品牌运营，以及跨境和物流服务业务，控股股东为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。

主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”或“公司”）主要从事分销+营销、品牌运营，以及跨境和物流服务业务，控股股东为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

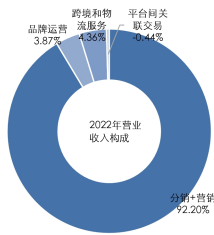
东方金诚认为，公司是国内重要的消费品供应链企业，具备消费品纵深一体化服务能力，分销+营销业务经营范围覆盖全国 320 个城市，上下游客户涉及宝洁、飞利浦、欧莱雅等国内外知名企业，具有一定竞争优势；跟踪期内，依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N 服务”，新客户持续进入公司供应链体系，信息技术和家电类分销+营销业务收入增长较快；作为控股股东深投控下属高端服务业板块重要的营运主体，公司在融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持；跟踪期内，公司经营现金流保持净流入，收入获现能力仍较好；深担增信的担保代偿能力极强，对本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司跨境和物流服务业务开展涉及较多外币结算，面临一定的汇兑风险，2022 年，受毛利率较高的品牌运营业务规模下降影响，公司利润总额下降；跟踪期内，公司应收账款、预付款项规模仍较大，存在一定资金占用，受限资产规模大，资产流动性较差；公司向关联方联营公司购买商品、接受劳务，销售商品、提供服务形成的关联交易规模较大，对关联方担保规模较大，存在或有负债风险；公司债务规模大，且以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大。

外部支持方面，控股股东深投控是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业板块重要的营运主体，未来公司在融资等方面将持续获得股东及相关各方的大力支持。

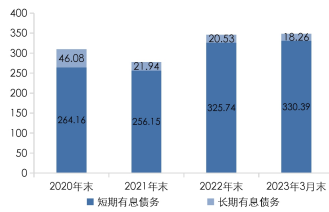
综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险极低。

主要指标及依据

2022年营业收入构成



近年公司债务期限结构（亿元）



主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
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
全部债务(亿元)	310.24	278.09	346.26	348.65
营业总收入(亿元)	681.20	702.08	853.98	198.01
利润总额(亿元)	1.00	5.39	2.95	0.29
经营性净现金流(亿元)	20.98	15.89	6.41	4.19
营业利润率(%)	5.41	6.22	4.56	4.20
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
全部债务/EBITDA(倍)	15.87	11.67	17.32	-
EBITDA利息倍数(倍)	1.19	1.64	1.50	-

注：表中数据来源于公司2020年~2022年的审计报告及2023年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是国内重要的消费品供应链企业，具备消费品纵深一体化服务能力，分销+营销业务经营范围覆盖全国320个城市，上下游客户涉及宝洁、飞利浦、欧莱雅等国内外知名企业，具有一定竞争优势；
- 跟踪期内，依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N服务”，新客户持续进入公司供应链体系，信息技术和家电类分销+营销业务收入增长较快；
- 作为控股股东深投控下属高端服务业板块重要的营运主体，公司在融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持；
- 深圳市深担增信融资担保有限公司为本期债券的本息到期偿付提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司跨境和物流服务业务涉及较多外币结算，面临一定汇率波动风险，2022年，受毛利率较高的品牌运营业务规模下降影响，公司利润总额下降；
- 跟踪期内，公司应收账款、预付款项规模仍较大，存在一定资金占用，受限资产比例较高，资产流动性较差；
- 2022年，公司与关联方关联交易规模仍较大，对关联方担保规模较大，存在或有负债风险；
- 跟踪期内，公司全部债务保持增长且规模大，仍以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大，预计随着在建项目的投入，有息债务规模将进一步增加。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着公司加大品牌运营力度及扩大品牌运营业务规模，公司市场竞争力仍将保持稳定。

评级方法及模型

《贸易企业信用评级方法及模型》(RTFC018202208)

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2022/10/21	高君子、杨欣怡	《贸易企业信用评级方法及模型》(RTFC018202208)	阅读原文

注：自2022年10月21日（首次评级）至今，公司主体信用等级未发生变化，均为AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方
22 怡亚 01	2022/10/21	3.00	2022/11/1~2025/11/1	连带责任保证担保	深圳市深担增信融资担保有限公司

跟踪评级原因

根据相关监管要求及深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) (以下简称“22 怡亚 01”) 的跟踪评级安排, 东方金诚基于怡亚通提供的 2022 年和 2023 年 1~3 月财务报表以及相关经营数据, 进行了本次跟踪评级。

主体概况

公司主营供应链服务业务, 深投控对其持股比例 23.17%, 仍为公司控股股东, 深圳市国资委持有深投控 100%股份, 仍为公司实际控制人

深圳市怡亚通供应链股份有限公司(以下简称“怡亚通”或“公司”)前身为成立于 1997 年 11 月的深圳市怡亚通商贸有限公司(以下简称“怡亚通商贸”), 由自然人周国辉与黎少嫦以现金方式共同出资设立, 初始注册资本 50.00 万元。2004 年, 怡亚通商贸整体改制为股份有限公司, 公司名称变更为现名。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“深投控”)签署了《股份转让协议书》, 转让后深投控持有公司 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, 控股股东变更为深投控。2021 年 7 月, 公司完成非公开发行股票, 发行 4.74 亿股。截至 2023 年 3 月末, 公司股本为 25.97 亿元, 深投控直接持股比例仍为 14.96%, 通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例仍为 8.21%, 为公司控股股东, 第二大股东怡亚通控股持有公司 11.48% 股份, 跟踪期内下降 1 个百分点, 深圳市国资委持有深投控 100% 股份, 仍为公司实际控制人。

公司仍主要从事供应链服务业务, 具体分为分销+营销、品牌运营, 以及跨境和物流服务业务。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 320 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, 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。

截至 2023 年 3 月末, 公司资产总额 517.53 亿元, 所有者权益 105.88 亿元, 资产负债率为 79.54%。2022 年和 2023 年 1~3 月, 公司实现营业总收入分别为 853.98 亿元和 198.01 亿元, 利润总额分别为 2.95 亿元和 0.29 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经证监许可〔2020〕754号文核准，公司获准发行总额不超过20.00亿元的公司债券，采取分期发行。公司于2022年11月1日发行3年期3.00亿元的深圳市怡亚通供应链股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），债券简称“22怡亚01”，票面利率4.00%，起息日2023年11月1日，到期日2025年11月1日。

截至2023年3月末，“22怡亚01”募集资金净额已全部用于偿还到期债务，尚未到付息期。

本期债券仍由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持

较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

行业分析

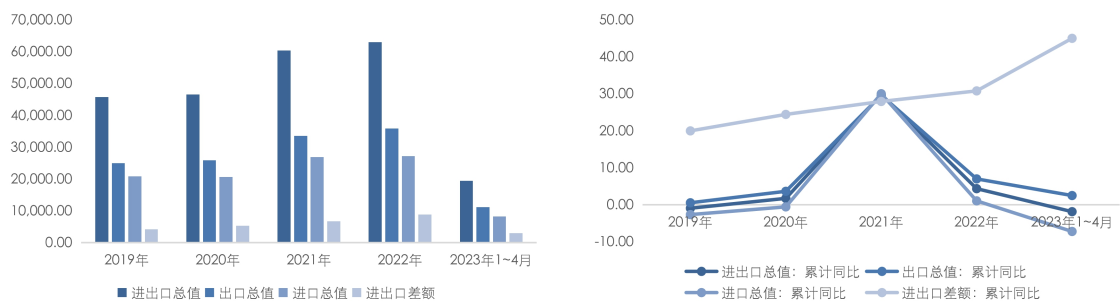
贸易行业

2021年以来，随着全球经济复苏，同时受到国内产能修复、稳外贸等政策持续发力等因素的影响我国进出口金额增长明显

2020年我国进出口总额同比小幅增长，全国进出口金额为4.66万亿美元，同比小幅增长1.70%，其中出口总额为2.59万亿美元，同比增长3.62%，进口总额为2.07万亿美元，同比下降0.60%。2021年以来，随着全球经济复苏，同时受到国内产能修复、稳外贸等政策持续发力等因素的影响我国进出口金额增长明显，进出口金额首次突破6万亿美元，达6.04万亿美元，同比增长29.81%，规模再创历史新高，实现量稳质升，同期出口金额3.36万亿美元，进口金额2.69万亿美元。2022年，我国外贸实现稳步增长，货物贸易进出口总值6.31万亿元，同比增长4.33%。

2023年1~4月，我国进出口贸易总额1.94万亿美元，同比下降1.89%。其中：出口贸易总额1.17万亿美元，同比上涨2.47%；进口贸易总额0.82万亿美元，同比下降7.26%；贸易顺差额0.29万亿美元，同比上涨45.04%。

图表 1：近年我国进出口贸易变化情况（单位：亿美元、%）

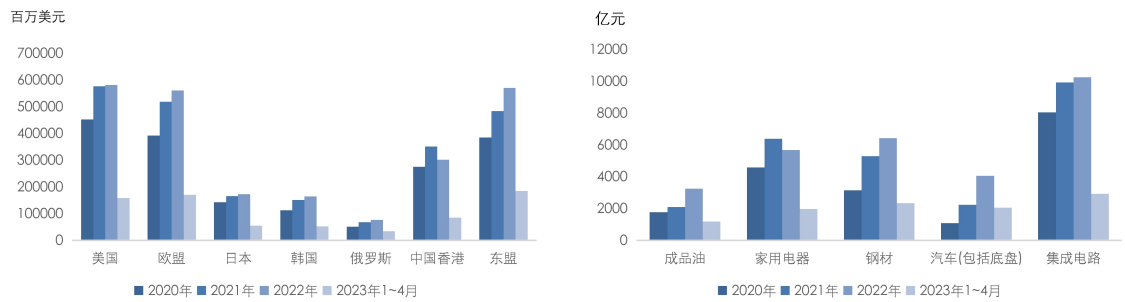


资料来源：海关总署，东方金诚整理

从重点进出口商品类型来看，随着产复工加速，制造业率先复苏。2021年，家用电器、集成电路、钢材、汽车和成品油出口金额同比均显著增长。根据海关总署数据，2022年除家用电器出口金额下降外，成品油、钢材、汽车和集成电路出口均保持良好增势。2022年，我国机电产品进出口20.66万亿元，增长2.5%，占进出口总值的49.1%。其中，太阳能电池、锂电池和汽车出口分别增长67.8%、86.7%和82.2%。从国别或地区来看，2022年，我国前五大贸易伙伴为东盟、欧盟、美国、日本和韩国，2020年~2022年，我国与主要贸易伙伴进出口均实现稳定增长。

我国经济韧性强、潜力大，长期向好的基本特点没有变，随着一揽子稳增长政策措施落地见效，经济运行有望逐步改善；此外中央和各地出台了推出了包括大规模减税降费，加强出口信贷支持，鼓励金融机构提供低成本汇率避险服务，加快出口退税进度，等稳外贸稳外资相关政策；海关总署出台了促进外贸增长的十条措施和若干降成本措施，预计政策将对外贸起到稳定作用，促进出口继续增长。

图表 2：对部分国家（地区）出口金额和主要商品出口情况



资料来源：海关总署，东方金诚整理

2021 年以来，消费持续稳定恢复，社会消费品零售总额增长为物流及供应链管理服务提供了业务支撑

2021 年以来，我国消费持续稳定恢复，根据《2021 年国民经济和社会发展统计公报》和《2021 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2021 年和 2022 年全年社会消费品零售总额分别为 44.08 万亿元和 43.97 万亿元，分别同比增长 12.5%和下降 0.2%；按消费类型统计，2021 年~2022 年，商品零售额分别为 39.39 万亿元和 39.58 万亿元，分别同比增长 11.8%和 0.5%；餐饮收入分别为 4.69 万亿元和 4.39 万亿元，分别同比增长 18.6%和下降 6.3%；实物商品网上零售额分别为 10.80 万亿元和 11.96 万亿元，按可比口径计算，分别同比增长 12.0%和 6.2%，占社会消费品零售总额的比重分别为 24.5%和 27.2%。

数字化供应链时代加速到来，信息化管理是现代物流供应链行业的核心竞争力之一，信息化技术广泛应用于采购、仓储、加工、运输、销售等供应链各个环节中。2021 年 12 月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划的通知》（以下简称《通知》），《通知》指出我国数字经济发展面临一些问题和挑战，为解决一系列问题，“十四五”数字经济发展规划提出目前需大力推进产业数字化转型，引导产业园区加快数字基础设施建设，丰富技术、数据、平台、供应链等服务供给，提升线上线下相结合的资源共享水平，引导各类要素加快向园区集聚；还需加快推动数字产业化，发挥数字经济领军企业的引领带动作用，加强资源共享和数据开放，推动线上线下相结合的创新协同、产能共享、供应链互通；实施产业链强链补链行动，加强面向多元化应用场景的技术融合和产品创新，提升产业链关键环节竞争力，完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能、工业互联网等重点产业供应链体系。从结构看，扩内需、促消费政策效应持续显现，工业、消费物流需求保持较快增长。物流在促进产业链、供应链稳定运行中的作用继续凸显。

业务运营

经营概况

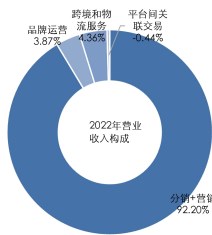
公司收入和毛利润主要来源于分销+营销业务，2022年营业收入保持增长，受毛利率较高的品牌运营业务规模下降影响，公司毛利润和毛利率有所下降

公司仍主要从事供应链服务业务，具体分为分销+营销、品牌运营以及跨境物流服务业务，分销+营销业务仍是公司收入及毛利润的主要来源。

2022年，公司营业收入保持增长，主要系分销+营销业务规模增加所致；受毛利率较高品牌运营业务规模下降影响，公司毛利润和毛利率有所下降。

图表 3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年		2023年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
分销+营销	653.04	95.87	651.18	92.75	787.38	92.20	182.89	92.37
品牌运营	20.66	3.03	35.19	5.01	33.09	3.87	5.77	2.91
跨境和物流服务	10.52	1.54	19.38	2.76	37.22	4.36	10.22	5.16
平台间关联交易	-3.01	-0.44	-3.68	-0.52	-3.71	-0.44	-0.87	-0.44
合计	681.20	100.00	702.08	100.00	853.98	100.00	198.01	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
分销+营销	31.98	4.90	35.65	5.47	33.07	4.20	7.14	3.90
品牌运营	3.74	18.09	6.40	18.19	3.70	11.19	0.68	11.75
跨境和物流服务	2.03	19.29	2.50	12.90	3.11	8.35	0.70	6.82
平台间关联交易	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	37.74	5.54	44.55	6.35	39.88	4.67	8.51	4.30



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023年1~3月，公司营业收入同比增加40.49%，毛利润同比下降11.99%；毛利率4.30%，同比下降2.56个百分点。

分销+营销业务

公司是国内重要的消费品供应链企业，具备消费品纵深一体化服务能力，分销+营销业务经营范围覆盖全国320个城市，上下游客户涉及宝洁、飞利浦、欧莱雅等国内外知名企业，具有一定竞争优势

分销业务是公司通过在全国各地的深度分销网络体系，在大数据管理和深度供应链维度实现从品牌商到终端的网络扁平，颠覆过去粗放原始分散的经销商模式，构建一体化运营的直供渠道，帮助上下游合作伙伴突破渠道拓展瓶颈，深入低线市场，提高市场竞争力。公司的营销业务是整合分销对B端的覆盖能力以及营销对C端的销售能力，打通B2b2C的通道¹，实现线

¹ B2B2C是一种电子商务类型的网络购物商业模式，第一个B指广义的卖方（即成品、半成品、材料提供商等），第二个B指交易平台，即提供卖方与买方的联系平台，同时提供优质的附加服务，C即指买方。卖方不仅仅是公司，可以包括个人，即一种逻辑上的买卖关系中的卖方。平台绝非简单的中介，而是提供高附加值服务的渠道机构，拥有客户管理、信息反馈、数据库管理、决策支持等功能的服务平台。买方同样是逻辑上的关系，可以是内部也可以是外部的。B2B2C定义包括了现存的B2C和B2B平台的商业模式，更加综合化，可以提供更优质的服务。

上（主流电商渠道、新流量渠道）线下（终端门店）消费场景覆盖，产品触达终端、以及消费行为完成的全过程管理。目前公司的营销服务可以实现品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、客户需求分析、线上线下渠道管理、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路一体化营销管理闭环。

盈利模式方面，分销+营销业务的盈利直接体现为货物的买卖差价，平台主要提供物流配送、仓储、信息管理、渠道开发维护等分销服务，在上游供应商的指导价格范围内将产品分销至下游终端，公司买入商品和销售商品的价格实质上由上下游及公司三方共同确定，买卖差价与公司销售价格的比例相对稳定，因此，本质上公司商品卖出价与买入价之差额为公司提供分销服务的服务费，公司以买卖差价的形式分享了供应商降低的代理成本和分销成本。跟踪期内盈利模式无变化。

截至 2022 年末，分销+营销平台已覆盖全国主要省份的 320 个城市，并已下沉至全国 5、6 线城市，具有一定竞争优势；服务超过百万家终端零售门店；分销商品品类超过 40 多万种，其中宝洁、飞利浦、菲仕兰、欧莱雅等在内的世界 500 强企业品牌和细分行业前三名客户共计 100 多家，公司与 2000 多个重点品牌结成战略合作伙伴关系。公司下游覆盖了传统商超以及线上的京东、天猫、唯品等电商客户。结算方面，对于下游客户，客户群体主要分为三类，大型卖场类客户，账期一般 60~90 天，中小型的超市、电商等客户账期一般为 30~60 天，剩余小型客户为 30 天内或者现款结算。2022 年，前五大客户销售额占销售收入比重为 20.28%，同比有所上升。

表 4：2021 年及 2022 年公司分销+营销业务前五名客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	2021 年		客户名称	2022 年	
	销售金额	占比		销售金额	占比
第一名	21.54	3.31	第一名	51.30	6.52
第二名	19.83	3.05	第二名	29.98	3.81
第三名	16.21	2.49	第三名	29.04	3.69
第四名	11.48	1.76	第四名	25.92	3.29
第五名	10.69	1.64	第五名	23.43	2.98
合计	79.75	12.25	合计	159.68	20.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前分销+营销业务上游主要是围绕“1+N”的模式，1 是指处于供应链环节的核心企业，N 是指核心企业的上下游供应商或者下游的销售商，“1+N”的模式指围绕着锁定一家核心企业做其上下游的业务模式。分销+营销业务方面，公司对上游供应商议价能力较弱，一般需要付现款或者以票据等形式支付货款，部分供应商给予约 30~60 天账期，业务模式形成一定资金占用。2022 年，公司分销+营销业务前五大供应商采购额占采购总额比重 18.03%，同比略有下降。

表 5：2021 年及 2022 年公司分销+营销业务前五名供应商情况（单位：亿元、%）

2021 年			2022 年		
供应商名称	采购金额	占比	供应商名称	采购金额	占比
第一名	32.60	5.42	第一名	57.85	7.84
第二名	25.62	4.26	第二名	20.09	2.72
第三名	21.14	3.51	第三名	19.57	2.65
第四名	21.14	3.51	第四名	18.27	2.48
第五名	20.13	3.34	第五名	17.27	2.34
合计	120.63	20.04	合计	133.05	18.03

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N 服务”，新客户持续进入公司供应链体系，信息技术和家电类分销+营销业务收入增长较快

公司是分销+营销业务仍是公司收入和毛利润主要来源，主要由公司本部及各公司负责运营。分销+营销业务主要聚焦快速消费品，涵盖家电、母婴、IT、通信、日化、酒饮、食品、医药等行业。依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N 服务”，新客户持续进入公司供应链体系，2022 年，分销+营销业务收入为 787.38 亿元，同比增长 20.92%，主要系家电和工业原材料销售规模大幅增加所致；但毛利润和毛利率有所下降，2022 年，毛利润和毛利率分别为 33.07 亿元和 4.20%。

图表 6：公司分销+营销业务营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	161.69	24.71	157.47	24.17	259.95	33.01	62.83	34.35
IT、通信	124.62	19.04	137.07	21.03	160.61	20.40	24.35	13.31
母婴	130.21	19.90	129.76	19.91	58.41	7.42	10.40	5.69
日化	69.07	10.55	67.11	10.30	55.19	7.01	11.66	6.37
工业原材料	52.20	7.98	62.41	9.58	171.33	21.76	57.35	31.35
酒饮	55.01	8.41	42.00	6.45	31.36	3.98	5.83	3.19
食品	50.42	7.70	36.41	5.59	29.12	3.70	5.35	2.93
其他	5.15	0.79	11.97	1.84	11.52	1.46	3.07	1.68
医疗	6.03	0.92	7.42	1.14	9.89	1.26	2.06	1.12
合计	654.40	100.00	651.62	100.00	787.38	100.00	182.89	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 1~3 月，公司分销+营销业务收入 182.89 亿元，预计随着下游需求恢复，有助于业务规模的扩大。

品牌运营业务

品牌运营收入仍主要来源于酒饮、母婴、IT 通信和纺织服装，受酒饮规模下降影响，业务

获利能力有所下降

品牌运营业务收入仍主要来源于酒饮、母婴、IT 通信和纺织服装等。2021 年公司白酒自有品牌大唐秘造上线，已打造了“钓鱼台珐琅彩”“国台黑金十年”等多个单品，通过白酒定制化的方式，开展了定制化品牌运营的业务，包含了基酒勾调、包装设计、营销策划、渠道分发、售后管理等除生产以外的所有运营环节。相比较对于品牌的掌控度较弱的分销+营销业务，品牌运营业务可做定制化品牌或公司完全自有品牌，对于品牌的掌控度较强，从而掌握价格制定的主动权。目前品牌运营业务自有品牌产品推出时间较短，相较于市场成熟品牌，其知名度和影响力较弱，在市场竞争力方面有一定发展空间。

2022 年，品牌运营业务收入为 33.09 亿元，毛利润为 3.70 亿元，毛利率 11.19%，同比均下降，主要系毛利率较高的酒饮销售规模下降所致。

图表 7：公司品牌营销业务收入构成（单位：亿元、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	9.01	43.62	9.84	27.96	11.39	34.42	1.71	29.70
酒饮	8.7	42.12	12.45	35.37	7.86	23.75	1.65	28.57
母婴	0.07	0.33	7.17	20.38	7.93	23.96	1.59	27.51
纺织服装	2.68	13	4.97	14.11	5.38	16.25	0.72	12.57
其他	0.19	0.93	0.77	2.18	0.53	1.61	0.10	1.67
合计	20.66	100.00	35.19	100.00	33.09	100.00	5.77	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，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。

跟踪期内，在渠道营销上，下游客户仍基本上采用圈层营销的方式，公司联合线下传统经销渠道与线上新兴流量渠道，多渠道同步推广，搭配沉浸式品鉴会、超级旅游 IP 等方式吸引用户，在宣传渠道方面，公司在机场、高铁站做了投放广告，通过自有团队进行宣传。2022 年，公司品牌运营业务前五大客户销售额占业务销售收入比重为 17.50%，品牌运营业务前五大供应商采购额占采购总额比重为 58.51%，同比均有所下降，但供应商集中度仍较高。

表 8：2021 年及 2022 年公司品牌运营业务前五名客户情况（单位：亿元、%）

2021 年			2022 年		
客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比
第一名	2.32	6.59	第一名	1.71	5.16
第二名	1.79	5.08	第二名	1.26	3.80
第三名	1.29	3.68	第三名	1.25	3.78
第四名	0.84	2.39	第四名	0.79	2.38
第五名	0.81	2.30	第五名	0.79	2.37
合计	7.06	20.04	合计	5.79	17.50

表 9：2021 年及 2022 年公司品牌运营业务前五名供应商情况（单位：亿元、%）

2021 年			2022 年		
供应商名称	采购金额	占比	供应商名称	采购金额	占比
第一名	6.62	23.52	第一名	6.33	22.03
第二名	5.61	19.91	第二名	4.58	15.93
第三名	4.50	15.98	第三名	2.15	7.47
第四名	1.96	6.95	第四名	2.02	7.02
第五名	1.04	3.69	第五名	1.74	6.06
合计	19.73	70.05	合计	16.81	58.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跨境和物流服务

公司仍具有覆盖全国 30 多个省级行政区的 300 多个城市的物流网络，覆盖范围广，2022 年跨境和物流服务业务收入和毛利润保持增长，但毛利率有所下降，业务开展中涉及外币结算，受人民币汇率波动影响较大，仍面临一定的汇兑风险

怡亚通仍拥有六大区域集散中心、覆盖全国 30 多个省级行政区的 300 多个城市的物流网络，覆盖范围广，具备为客户提供深入 1~6 线城市的 B2B、B2C 深度配送运作能力，24 小时内快速响应客户需求。深圳市怡亚通物流有限公司（以下简称“怡亚通物流”）是公司的全资子公司，成立于 2003 年 7 月，总部位于深圳，在全国拥有多个分支机构。通过整合仓储、运输、跨境、采销、金融和科技等服务平台，利用互联网、物联网、大数据和人工智能作为技术支撑，为流通产业提供基于供应链为核心的综合物流服务。

2022 年，公司跨境和物流服务业务收入 37.22 亿元、毛利润 3.11 亿元、毛利率 8.35%，收入和毛利润保持增加，毛利率继续下降。

公司进出口业务结算基本以美元为主，外币资产和收支较易受到人民币汇率波动影响，面临一定的汇兑损失风险。公司业务涉及外汇资金，主要通过签订远期外汇合约进行汇率锁定，积极避免汇率波动风险；同时，公司将加强资金管理制度流程建设，提高公司现金管理能力，降低公司持有的外币资金风险敞口，避免汇率波动带来的财务风险。公司与客户在合同中明确约定汇率风险由客户承担，但由于公司涉及外币贸易的业务量较大，需要保留一定量的外汇头寸，仍面临一定的汇兑风险。2021年和2022年，公司汇兑损益分别为-0.38亿元和2.49亿元。公司汇兑损失主要由两部分构成：一是流动资金借款汇兑损益，主要是因外汇借款利率较低，公司增加外汇借款额所致；二是进口业务结汇产生汇兑损益。

资本支出

公司重大在建项目未来尚需投资金额较大，公司或面临一定的资金支出压力

截至2022年末，公司主要在建项目总投资额54.28亿元，已投资23.99亿元，未来尚需投资30.29亿元，资金来源于定向增发、自有资金和金融机构借款。总体来看，公司在建项目未来尚需投资金额较大，面临一定的资金支出压力。

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。该项目预计总投资约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。

上海怡亚通基地项目计划投资总额为5.00亿元，截至2022年月末，该项目已投资金额为0.29亿元，尚需投资4.71亿元，资金来源主要是定向增发和自有资金，其中定向增发募集资金投入1.76亿元，其余为自有资金。

宜宾基地项目计划投资总额为5.89亿元，截至2022年末，该项目已投资金额为1.65亿元，尚需投资4.24亿元，资金来源主要是定向增发和自有资金，其中定向增发募集资金投入3.87亿元，其余为自有资金。

济南产业园项目计划投资总额为11.39亿元，截至2022年末，该项目已投资金额为3.80亿元，尚需投资7.59亿元，资金来源主要是定向增发和自有资金，其中定向增发募集资金投入7.16亿元，其余为自有资金。

表 10：截至 2022 年末公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额	募集资金投入额	资金来源
前海总部基地	22.00	16.00	6.00	-	自有资金、银行贷款
上海怡亚通基地项目	5.00	0.29	4.71	1.76	定增、自有资金
宜宾基地项目	5.89	1.65	4.24	3.87	定增、自有资金
济南产业园项目	11.39	3.80	7.59	7.16	定增、自有资金
佛山产业园	10.00	2.25	7.75	-	自有资金、银行贷款
合计	54.28	23.99	30.29	12.79	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化。截至2023年3月末，公司股本为25.97亿元，深投控直接持股比例14.96%，通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例8.21%，为公司控股股东，第二大股东怡亚通控股持有公司11.48%股份，对外质押比例占其持股比例的15.43%²，深圳市国资委持有深投控100%股份，为公司实际控制人。

公司战略目标系成为“最具竞争力的整合型供应链综合运营服务商”。公司通过1+N大客户营销服务模式，在保持良好的合作基础上，同时从纵向的角度切入到产业链：以行业/产业多个上下游需求为中心，由多个上下游企业相互整合、协同、联合，促进形成的最佳产业组合。帮助到企业的效能提升、促进产业振兴，整合精耕各产业的纵向专业能力，打造核心竞争力，将产业链做强。

公司将一手抓供应链，即从服务产品、服务范围、合作方式等各方面积极创新，提升与客户的合作规模与粘性，将供应链业务做大；另一手抓产业链，聚焦各大目标核心产业以产业链推动供应链的发展，以供应链促进产业链的升级，真正打造一个产业链供应链的模式生态圈。

关联关系

跟踪期内，公司向关联方联营企业购买商品、接受劳务，销售商品提供服务的关联交易规模仍较大，此外，公司对关联方担保规模较大，存在或有负债风险

截至2023年3月末，深投控直接持股比例14.96%，通过深圳市投控资本有限公司间接持股比例8.21%，为公司控股股东，第二大股东怡亚通控股持有公司11.48%股份，深圳市国资委持有深投控100%股份，为公司实际控制人。

往来款方面，2022年，公司向关联方购买商品、接受劳务的关联交易金额69.88亿元，公司向关联方销售商品、提供服务的关联交易金额38.10亿元，公司经营性关联交易关联方主要方主要为公司与地方政府合作成立的联营公司；公司作为出租方关联交易金额69.19万元，同比均有所下降，但关联交易规模仍较大。2022年末，公司作为担保方关联交易金额5.33亿元，存在或有负债风险；作为被担保方关联交易金额183.05亿元；向关联方拆入资金21.50亿元

截至2022年末，公司应收关联方款项1.69亿元，应付关联方款项22.33亿元。

财务分析

财务概况

公司提供了2022年审计报告和2023年1~3月合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1~3月财务报表未经审计。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共490家，其中直接控股子公司共计47家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款和预付款项规

² 质押比例数据来自公司2022年11月22日公告的股东股权质押情况。

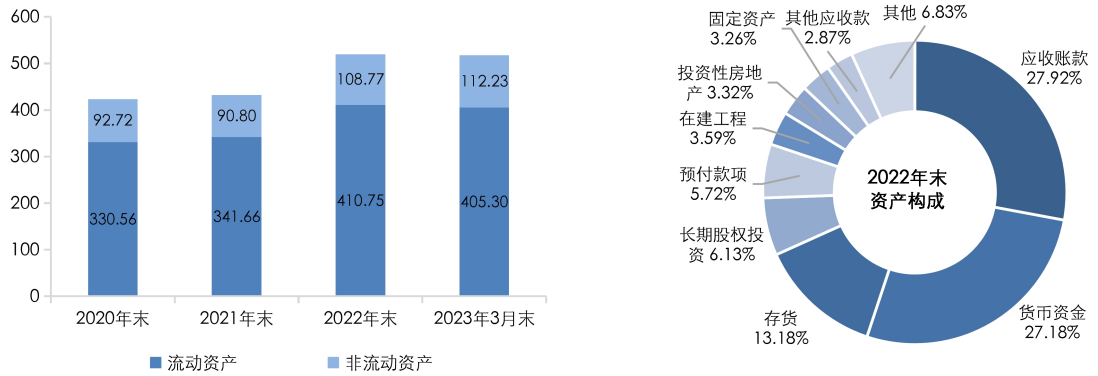
模仍较大，资金占用较多，受限资产规模仍较大，2022年末，占净资产比例为184.25%

2022年末及2023年3月末，公司资产总额保持增长，流动资产占比波动不大。截至2023年3月末，公司资产总额为517.53亿元，其中流动资产占比为78.31%，资产以流动资产为主。

2022年末，公司流动资产保持增长，主要由应收账款、货币资金、存货和预付款项等构成。近年公司应收账款账面价值有所增加，2022年末，应收账款期末余额152.32亿元，主要为应收货款；采用账龄分析法1年以内应收账款期末余额占比96.37%；按欠款方归集的期末余额前五名占比5.36%；期末共计提坏账准备金额7.27亿元；随着应收账款规模增加，应收账款周转率有所增加，公司应收账款规模大，存在一定的资金占用风险；2023年3月末，应收账款账面价值139.48亿元，较2022年末下降3.84%。跟踪期内，公司货币资金显著增加，截至2022年末，公司货币资金期末余额141.22亿元，主要由银行存款和其他货币资金等构成，分别为22.12亿元和119.07亿元，其中存放在境外的款项总额3.90亿元，受限的货币资金117.63亿元。跟踪期内，公司存货账面价值和存货周转率均保持增长；2022年末，公司存货账面价值68.47亿元，其中原材料2.03亿元、库存商品58.67亿元、自制半成品7.76亿元；存货跌价准备合同履约成本减值准备1.28亿元。预付款项主要为预付采购款，跟踪期内，账面价值有所下降，2022年末，预付款项期末余额为29.72亿元，账龄在1年以内的占比97.20%；按欠款方归集的期末余额前五名预付款项占比27.94%。

跟踪期内，公司非流动资产保持增加，2022年末同比增长19.79%，主要系在建工程和投资性房地产规模增加所致。截至2022年末，公司非流动资产108.77亿元，主要由长期股权投资、在建工程、投资性房地产、固定资产和无形资产等构成。长期股权投资账面价值保持增长，截至2022年末，公司长期股权投资账面价值31.86亿元，主要为持有联营企业VST HOLDING LTD.伟仕控股、TRIGIANT GROUP LIMITED俊知集团和浙江通诚格力电器股份有限公司股份，期末余额分别为11.38亿元、7.14亿元和4.05亿元，持股比例分别为17.34%、16.35%和25.00%。随着在建项目投入增加，公司在建工程账面价值保持增长，2022年末，在建工程期末余额18.65亿元，主要由前海总部基地项目、宜宾基地项目、济南产业园和佛山产业园等项目构成，期末余额分别为9.47亿元、1.66亿元、3.80亿元和2.25亿元。公司投资性房地产全部为房屋建筑物以公允价值计量，2022年末，期末余额17.23亿元，同比增长16.04%主要系当期外购房屋建筑物所致；期末未办妥产权证书的投资性房地产净值为2.48亿元，期末用于向银行贷款质押的投资性房地产净值为5.27亿元。公司固定资产账面价值有所增加，2022年末，固定资产账面价值16.92亿元，较2021年末增长23.76%，主要系企业合并和购置固定资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物、电子设备和运输工具等构成，期末账面价值分别为15.09亿元、1.54亿元和0.29亿元；期末固定资产中用于抵押的固定资产账面净值为8.72亿元。2022年末，公司无形资产账面价值有所增加，主要系企业合并范围增加所致，截至2022年末，无形资产由土地使用权和计算机软件及其他构成，账面价值分别为10.82亿元和2.23亿元。

图表 10：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产	330.56	341.66	410.75	405.30
应收账款	123.21	135.58	145.05	139.48
货币资金	102.74	94.45	141.22	143.04
存货	58.15	54.37	68.47	69.37
预付款项	24.29	30.79	29.72	26.93
非流动资产	92.72	90.80	108.77	112.23
长期股权投资	28.81	30.47	31.86	32.29
在建工程	7.39	9.38	18.65	21.86
投资性房地产	14.85	14.85	17.23	17.23
固定资产	14.03	13.67	16.92	16.90
无形资产	11.61	11.83	13.05	13.00
资产总计	423.28	432.46	519.52	517.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限及抵质押情况来看，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值共计 195.13 亿元，为受限的货币资金、长期股权投资、应收账款、固定资产、在建工程、存货、无形资产、投资性房地产和应收票据等，受限资产占总资产比重为 37.56%，占净资产 184.25%，受限资产规模很大。

图表 11：截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	科目	受限金额
货币资金	117.63	在建工程	9.47
应收票据	3.20	长期股权投资	18.52
存货	8.62	投资性房地产	5.27
固定资产	8.72	应收账款	16.41
无形资产	7.30	合计	195.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

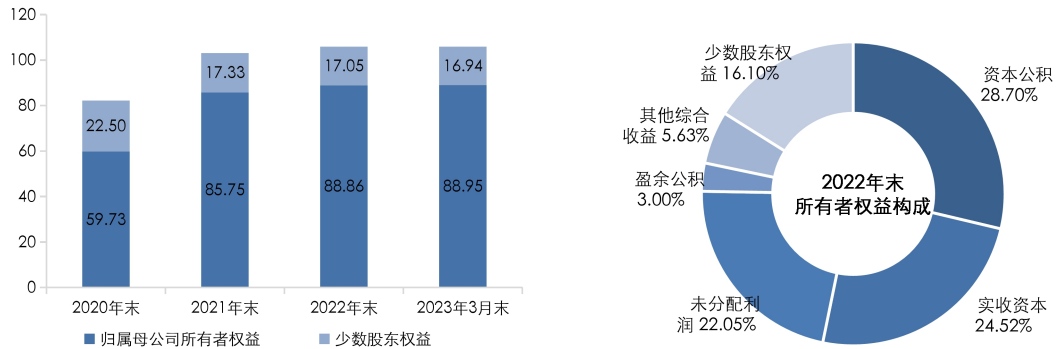
资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益有所增长，资本实力有所增强

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，截至 2022 年末，公司所有者权益为 105.91 亿元，主要由资本公积、实收资本、未分配利润、少数股东权益、其他综合收益和盈余公积构成。

2022年末及2023年3月末，公司资本公积分别为30.39亿元和30.40亿元，实收资本分别为25.97亿元和25.97亿元。受益于经营积累，公司未分配利润增加，2022年末及2023年3月末，分别为23.35亿元和23.65亿元；公司盈余公积分别为3.18亿元和3.18亿元；其他综合收益分别为5.96亿元和5.74亿元，截至2022年末其他综合收益主要由自用房地产转换为投资性房地产公允价值变动和外币财务报表折算差额等构成，期末余额分别为5.33亿元和1.19亿元；公司少数股东权益有所下降，分别为17.05亿元和16.94亿元。

图表 12：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

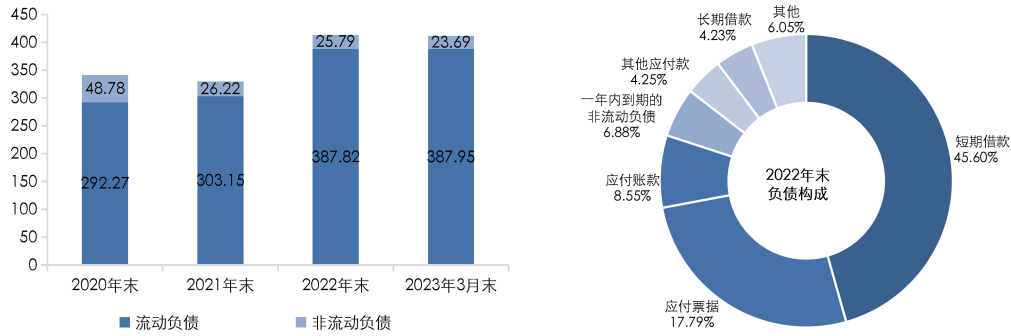
跟踪期内，公司全部债务保持增长且规模仍较大，且仍以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大，预计随着在建项目的投入，有息债务规模将进一步增加

2022年末，公司负债总额同比增长25.57%，主要系流动负债增加所致，2023年3月末，负债总额较2022年末下降0.48%；跟踪期内，流动负债占比保持增长，2023年3月末，流动负债占比为94.25%。

跟踪期内，公司流动负债规模保持增加。截至2022年末，公司流动负债为387.82亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债等构成。公司短期借款波动较大，截至2022年末，公司短期借款期末余额为188.62亿元，其中质押借款37.09亿元、抵押及保证借款107.54亿元、未到期票据/信用证贴现43.65亿元。随着业务规模扩大，公司应付票据显著增加，2022年末，应付票据期末余额109.37亿元，同比增长65.20%，其中银行承兑汇票108.25亿元、商业承兑汇票0.88亿元、期票0.24亿元。公司应付账款为应付商品采购款及劳务款，随着业务规模扩大，2022年末，公司应付账款期末余额保持增长至32.91亿元。截至2022年末，公司一年内到期非流动负债期末余额22.59亿元，同比下降4.64%，主要由一年内到期的应付债券和长期借款构成，期末余额分别为20.00亿元和2.12亿元。

跟踪期内，公司非流动负债有所下降，截至2022年末，非流动负债期末余额为25.79亿元，同比下降1.64%，主要由应付债券和长期借款等构成。随着应付债券转入一年内到期非流动负债核算，跟踪期内，应付债券期末余额降幅较大，截至2022年末，应付债券3.02亿元，由3.00亿元的深圳市怡亚通供应链股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）和应付未到期利息构成。公司长期借款增加，截至2022年末长期借款期末余额17.51亿元，主要由公司以固定资产、投资性房地产、无形资产抵押取得的抵质押借款构成，质押及保证借款期末余额16.08亿元，抵押借款3.52亿元。

图表 13: 公司负债构成情况 (单位: 亿元)

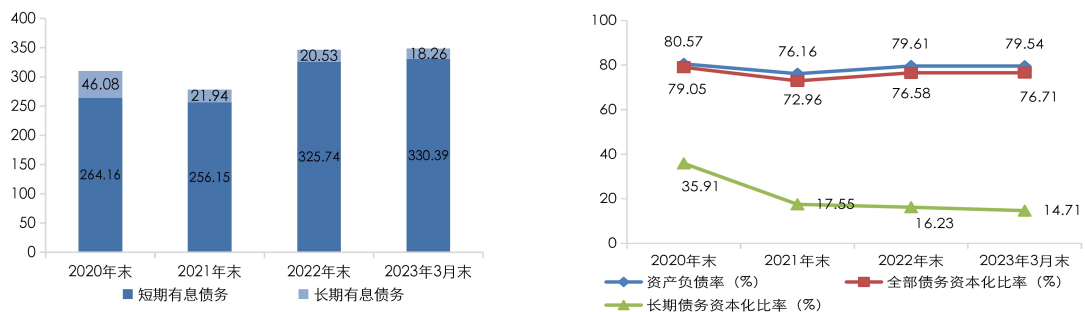


项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
流动负债	292.27	303.15	387.82	387.95
短期借款	186.76	164.87	188.62	198.82
应付票据	62.43	66.20	109.37	103.78
应付账款	11.10	25.98	32.91	32.69
一年内到期的非流动负债	11.56	23.69	22.59	22.90
非流动负债	48.78	26.22	25.79	23.69
应付债券	32.82	20.74	3.02	3.05
长期借款	13.25	1.20	17.51	15.21
负债合计	341.05	329.37	413.61	411.64

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

有息债务方面, 随着公司在建项目投入增加, 2022年末, 公司全部债务同比增加 24.51%, 截至 2023 年 3 月末, 公司全部债务 348.65 亿元, 其中短期有息债务为 330.39 亿元, 短期债务占比为 94.76%, 长期有息债务为 18.26 亿元, 长期有息债务占比 5.24%。截至 2023 年 3 月末, 公司长期债务资本化比率为 14.71%, 全部债务资本化比率 76.71%, 资产负债率为 79.54%。整体来看, 近年公司债务规模较大, 且以短期为主, 短期集中偿付压力较大。

图表 14: 公司负债及有息债务构成情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2022 年末, 公司对外担保余额为 5.33 亿元, 占净资产的比例为 5.03%, 被担保企业主要系公司与各地方政府合资成立的联营公司, 详见附件三。若被担保人经营情况

出现困难，无法按照约定偿还债务或履行承诺，公司或面临代偿风险。

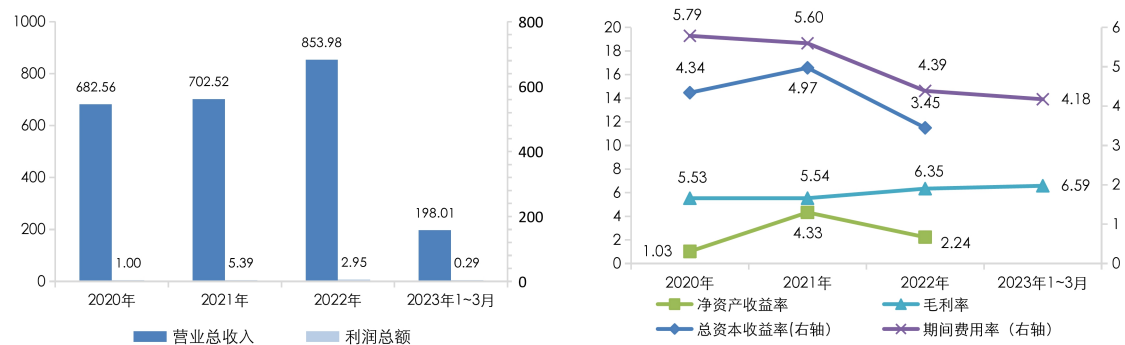
盈利能力

2022年，公司营业总收入保持增长，受于毛利率较高的品牌运营业务规模降低影响，利润总额有所下降

2022年，公司营业收入同比增长21.64%，主要系分销+营销业务、跨境和物流服务规模增加所致。期间费用仍以销售费用、管理费用和财务费用为主，2022年，期间费用率有所下降；投资收益为2.80亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益、处置交易性金融资产和处置子公司产生的投资收益构成；信用减值损失为-1.49亿元，主要系坏账损失和发放委托贷款及垫款减值损失；受毛利率较高品牌运营业务规模降低影响，营业利润率和公司利润总额有所下降；其中非经营性损益占利润总额的比例51.23%，利润总额对非经营性损益依赖有所增加。同期，公司净资产收益率和总资本收益率均有所下降。

2023年1~3月，公司营业收入为198.01亿元，毛利率为4.30%，利润总额为0.29亿元。

图表 15：公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营净现金流入有所下降，但获现能力仍较好，投资性净现金流仍持续净流入，随着在建项目的投入，预计未来公司将保持较高的外部融资依赖度

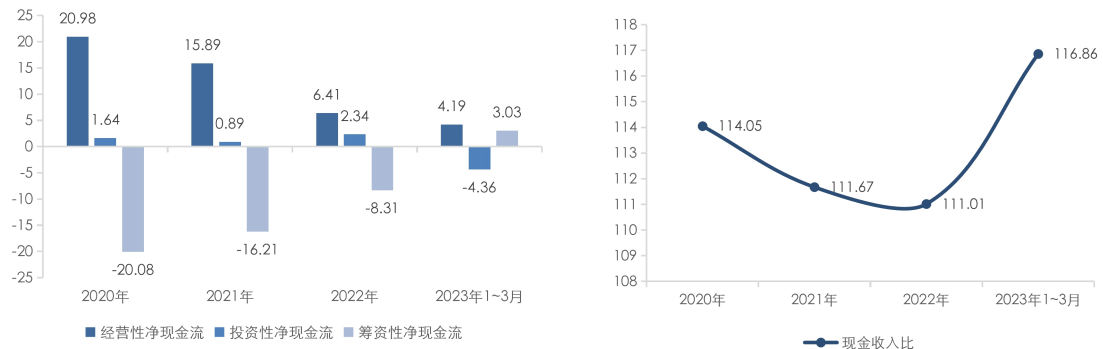
2022年，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降59.70%；现金收入有所下降，2022年为111.01%，但仍处于较好水平。公司经营活动现金流量净额虽有所下降，但仍保持净流入，收入获现能力仍较好。

公司投资活动现金流入主要来源于处置子公司及其他营业单位以及收到其他与投资活动有关现金；投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产，投资所支付现金以及支付的其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流量净额有所增加。

公司筹资活动现金流入规模有所增加，主要来源于借款和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动流出规模同比增加，主要用于偿还到期债务、利息、分配股利和支付其他与筹资活动有关的现金；公司筹资性净现金流仍为净流出，但净流出规模有所下降。

2023年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流净额分别为4.19亿元、-4.36亿元和3.03亿元；随着在建项目投入增加，公司投资活动现金流量净额呈现净流出。

图表 16：公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，仍处于较弱水平，受经营活动产生的现金流量净额下降影响，经营现金流动负债比下降。截至2022年末，公司货币资金141.22亿元，未受限的货币资金23.59亿元，短期债务为325.74亿元，货币资金无法覆盖短期债务。

2022年，公司EBITDA为19.99亿元，同比有所下降，EBITDA对利息的保障程度有所下降；EBITDA对全部债务的保障程度下降。

图表 17：公司偿债能力指标情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年3月
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	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.64	1.50	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.87	11.67	17.32	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司短期有息债务为325.74亿元。2022年公司经营性净现金流为6.41亿元，投资性净现金流为2.34亿元，筹资活动前净现金流为8.75亿元。预计2023年，公司盈利能力保持稳定；公司资本支出计划用于在建项目投入。预计公司2023年筹资活动前净现金流有所下降，对短期有息债务的保障能力较弱。

公司融资渠道畅通，截至2023年3月末，公司及子公司在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为308.51亿元，未使用额度为86.41亿元。总体来看，作为深投控控股的上市子公司，公司融资渠道畅通，综合偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2023年4月23日，公司本部未结清信贷不存在

不良信用记录。

截至报告出具日，公司发行的债务融资工具均已按时偿付。“22 怡亚 01”尚未到付息期。

外部支持

控股股东深投控仍是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业板块重要的营运主体，未来公司在融资等方面仍将持续获得股东及相关各方的大力支持

公司控股股东深投控是深圳市国资委下属的以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，近年来投资控股了多个企业，形成了相对多元化的业务格局，主要涉及证券、保险、担保、房地产及园区开发、收费公路、高端服务、工业制造等领域，其中中国信证券是全国性大型综合类证券公司，业务资质较为齐全，在证券经纪、证券承销与保荐、研究等领域都有着突出的市场地位，近年来营业收入保持增长，利润总额有所波动，金融板块竞争力较强。

表 18：2022 年末深投控情况（单位：亿元、%）

公司名称	资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
深投控	10572.68	3831.06	2548.62	174.80	63.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是深投控下属高端服务业板块重要的营运主体，2022 年营业收入占深投控比重为 33.51%。公司于 2019 年纳入深投控整体授信，新增多家合作银行，获得授信金额有所增加。2020 年，深投控为公司提供 10 亿元专项资金支持用于业务发展，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，2022 年通过委托贷款提供 15 亿元资金支持。2022 年，公司获得控股股东提供的资金支持 21.00 亿元，获得融资担保余额 23.00 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。深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，未来公司在融资等方面仍将持续获得股东及相关各方的大力支持。

增信措施

深担增信仍是由深圳担保集团设立的专营融资担保业务的全国性担保公司，实际控制人为深圳市国资委，对本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

深担增信成立于 2019 年 11 月 5 日，是深圳担保集团设立的增信融资担保子公司，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“深圳国资委”）。截至 2022 年 3 月末，深担增信注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，其中深圳担保集团和深圳市财政金融服务中心分别持股 66.67%和 33.33%。深担增信已获得深圳市地方金融监督管理局出具的《融资担保业务经营许可证》。深担增信担保业务将立足深圳地区，辐射大湾区，主要开展债券增信及其他大额融资担保业务。

图表 19：截至 2022 年 3 月末深担增信股东持股情况（单位：亿元、%）

序号	股东名称	公司性质	出资额	持股比例
1	深圳担保集团有限公司	国有全资	40.00	66.67
2	深圳市财政金融服务中心	政府机构	20.00	33.33
合计				100.00

资料来源：深担增信提供，东方金诚整理

母公司深圳担保集团为深圳市重要的国有全资担保机构之一，业务开展以服务当地中小企业融资为主，实际控制人为深圳国资委。截至 2022 年 3 月末，深圳担保集团实收资本为 114.05 亿元，总资产 332.35 亿元，2021 年实现营业总收入 25.17 亿元，净利润 17.51 亿元。

图表 20：截至 2022 年 3 月末深圳担保集团股东持股情况（单位：%）

序号	股东名称	公司性质	实际控制人	持股比例
1	深圳市投资控股有限公司	国有独资	深圳市国资委	52.2773
2	深圳市龙华建设发展有限公司	国有独资	深圳龙华区国资委	17.8667
3	深圳市平稳发展投资有限公司	国有全资	深圳市国资委	29.8560
合计				100.00

资料来源：深担增信提供，东方金诚整理

深圳市经济实力很强，产业结构良好，政府陆续出台相关政策支持当地新兴产业、中小企业融资需求，为全市融资性担保行业可持续发展奠定良好基础；深担增信现金类资产充裕，I 类资产占总资产的比重达 74.40%，流动性好于同类企业；深担增信资本实力很强，为后续业务开展奠定了良好的基础；作为深圳担保集团子公司，深担增信能够在业务拓展、风险控制、资本补充等方面得到母公司及深圳市国资委较大支持。

同时，东方金诚也关注到，深担增信客户集中于深圳市内制造业、建筑、租赁和商务服务客户，行业和客户集中度较高；由于信托批量化担保业务逐步到期，深担增信短期内业务规模和盈利增长将面临一定压力。

综上所述，东方金诚评定深圳市深担增信融资担保有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。深担增信的担保代偿能力极强，对本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

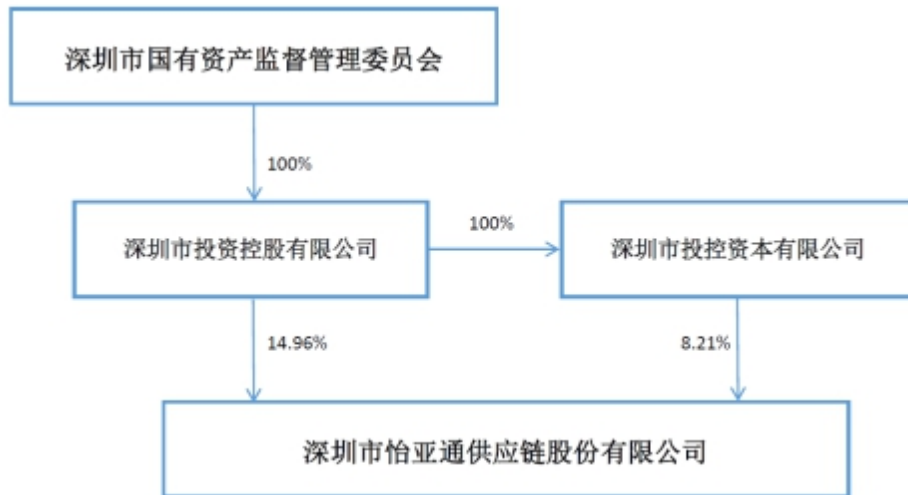
公司是国内重要的消费品供应链企业，具备消费品纵深一体化服务能力，分销+营销业务经营范围覆盖全国 320 个城市，上下游客户涉及宝洁、飞利浦、欧莱雅等国内外知名企业，具有一定竞争优势；跟踪期内，依托公司深度分销网络体系和营销合伙人资源，公司持续推广面向知名品牌客户的“1+N 服务”，新客户持续进入公司供应链体系，信息技术和家电类分销+营销业务收入增长较快；作为控股股东深投控下属高端服务业板块重要的营运主体，公司在融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持；高新投融资担保的担保代偿能力极强，对本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司跨境和物

流服务业务涉及较多外币结算，面临一定汇率波动风险，2022年，受毛利率较高的品牌运营业务规模下降影响，公司利润总额下降；跟踪期内，公司应收账款、预付款项规模仍较大，存在一定资金占用，受限资产比例较高，资产流动性较差；公司向关联方联营公司购买商品、接受劳务，销售商品、提供服务形成的关联交易规模仍较大，对关联方担保金额较大，存在或有负债风险；公司全部债务保持增长且债务规模仍较大，以短期债务为主，一年内集中偿付压力较大，预计随着在建项目的投入，有息债务规模将进一步增加。

外部支持方面，控股股东深投控是深圳市国资委下属的是以科技金融、科技园区、新兴产业和高端服务业为主业的国有资本投资公司，作为其下属高端服务业板块重要的营运主体，未来公司在融资等方面将持续获得股东及相关各方的大力支持。

综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为AA，评级展望维持为稳定，并维持“22 怡亚 01”信用等级为AAA。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年末公司组织结构图



附件三：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

担保对象名称 ³	实际发生日期	实际担保金额	担保期	是否为关联方担保	反担保情况
成都蓉欧怡亚通供应链有限公司	2022/7/22	1088.05	三年	是	否
成都蓉欧怡亚通供应链有限公司	2022/7/4	463.00	三年	是	否
成都蓉欧怡亚通供应链有限公司	2022/7/28	440.00	三年	是	否
成都蓉欧怡亚通供应链有限公司	2022/8/25	926.00	三年	是	否
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	2021/4/1	467.40	三年	是	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	2021/7/1	2290.26	三年	是	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	2021/5/1	467.40	三年	是	是
四川高投怡亚通供应链管理有限公司	2022/3/30	467.40	三年	是	是
河南兴港怡亚通供应链服务有限公司	2022/9/19	12495.00	三年	是	否
广东西融怡亚通供应链有限公司	2021/7/30	1617.00	三年	是	是
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	2022/3/28	382.00	三年	是	否
东莞港怡亚通供应链管理有限公司	2022/11/3	906.50	三年	是	否
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2022/7/19	1372.34	三年	是	是
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2022/7/19	457.45	三年	是	否
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2022/7/19	457.45	三年	是	否
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2022/7/19	2195.76	五年	是	否
唐山文旅投怡亚通供应链有限公司	2022/7/19	457.45	四年	是	否
济宁怡亚通供应链管理有限公司	2021/7/1	2906.00	三年	是	是
济宁怡亚通供应链管理有限公司	2022/7/19	200.00	三年	是	是
济宁怡亚通供应链管理有限公司	2022/7/19	200.00	三年	是	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2021/10/9	2434.71	一年	是	是
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/7/1	900.00	三年	是	否
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/7/1	900.00	三年	是	否
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/7/26	450.00	三年	是	否
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/8/31	2160.00	三年	是	否
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/11/8	2250.00	三年	是	否
珠海航城怡通供应链管理有限公司	2022/11/8	1350.00	三年	是	否
安徽大禹怡亚通供应链有限公司	2022/6/8	1470.00	一年	是	否
保定交投怡亚通供应链管理有限公司	2022/1/7	2450.00	二年	是	否
保定交投怡亚通供应链管理有限公司	2022/4/1	1470.00	二年	是	否
保定交投怡亚通供应链管理有限公司	2022/8/10	2449.00	二年	是	否
深圳市盐田港怡亚通供应链有限公司	2022/9/17	490.00	四年	是	是
深圳市盐田港怡亚通供应链有限公司	2022/10/12	980.00	四年	是	是
广州云启怡亚通供应链管理有限公司	2022/12/9	1102.50	三年	是	否
岳阳交投怡亚通供应链管理有限公司	2022/12/13	2200.10	三年	是	否
合计	-	53312.77	-	-	-

³ 担保对象主要为公司与地方国有企业成立的合营联营公司，未纳入合并报表。

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
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
负债总额 (亿元)	341.05	329.37	413.61	411.64
短期债务 (亿元)	264.16	256.15	325.74	330.39
长期债务 (亿元)	46.08	21.94	20.53	18.26
全部债务 (亿元)	310.24	278.09	346.26	348.65
营业收入 (亿元)	681.20	702.08	853.98	198.01
利润总额 (亿元)	1.00	5.39	2.95	0.29
净利润 (亿元)	0.84	4.46	2.37	0.24
EBITDA (亿元)	19.55	23.82	19.99	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	20.98	15.89	6.41	4.19
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.64	0.89	2.34	-4.36
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-20.08	-16.21	-8.31	3.03
毛利率 (%)	5.54	6.35	4.67	4.30
营业利润率 (%)	5.41	6.22	4.56	4.20
销售净利率 (%)	0.12	0.64	0.28	0.12
总资本收益率 (%)	4.34	4.97	3.45	-
净资产收益率 (%)	1.03	4.33	2.24	-
总资产收益率 (%)	0.20	1.03	0.46	-
资产负债率 (%)	80.57	76.16	79.61	79.54
长期债务资本化比率 (%)	35.91	17.55	16.23	14.71
全部债务资本化比率 (%)	79.05	72.96	76.58	76.71
货币资金/短期债务 (%)	38.89	36.87	43.35	43.30
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	7.29	6.04	2.53	-
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	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.64	1.50	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.87	11.67	17.32	-
应收账款周转率 (次)	-	5.43	6.09	-
销售债权周转率 (次)	-	5.31	5.86	-
存货周转率 (次)	-	11.69	13.25	-
总资产周转率 (次)	-	1.64	1.79	-
现金收入比 (%)	114.05	111.67	111.01	116.86

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 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
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。