

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2019】第 Z【537】号

起步股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争以及财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的起步股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一九年九月十一日

起步股份有限公司

2019 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

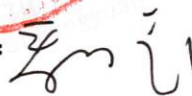
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号:

中鹏信评【2019】第 Z
【537】号 02

分析师

姓名:

张颜亭 胡长森

电话:

010-66216006

邮箱:

zhangyt@cspengyuan.co
m

评级日期:

2019 年 09 月 16 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
服装家纺企业主体长期
信用评级方法,该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址:深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话:0755-82872897

网址:

www.cspengyuan.com

起步股份有限公司

2019 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级:AA-

发行主体长期信用等级:AA-

发行规模:不超过 5.2 亿元(含)

评级展望:稳定

债券期限:6 年

债券偿还方式:对未转股的债券每年付息一次,到期归还本金和最后一年利息,附债券
赎回及回售条款

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”)对起步股份有限公司(以下
简称“公司”,股票代码:603557.SH)本次拟公开发行总额不超过 5.2 亿元(含)
可转换公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA-,该级别反映了本期债券
安全性很高,违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司作为国内儿童用品行业知名
的品牌运营商,销售网络布局较为完善,近年公司收入不断增长,毛利率较为稳定,
现金生成能力较强。同时中证鹏元也关注到,近年公司以 OEM 生产为主,产品质量
控制和管理面临较大挑战;公司应收账款及存货规模较大,对资金形成一定占用;有
息债务规模增长较快,面临一定短期刚性债务压力等风险因素。

正面:

- 公司是国内儿童用品行业知名的品牌运营商,自有品牌“ABC KIDS”市场占有率
较高。公司产品主要定位于 3-13 岁儿童,近年逐步从一家区域性企业发展为全国性的
知名儿童服饰品牌公司,根据 Euromonitor Passport 数据库统计,近年“ABC
KIDS”品牌位列中国童鞋市场综合占有率前三、中国童装市场综合占有率前十,
产品品牌具有相对较高的市场占有率。
- 公司销售网络布局较为完善,销售收入不断增长。公司以经销网络为依托,产品主
要通过经销商实现销售,近年经销商在全国设立的终端门店基本覆盖全国 31 个省
市自治区,为公司业务的持续稳定发展奠定了良好基础;且近年公司逐步拓展直营
店及电商销售渠道,受益于此,2016-2018 年公司营业收入分别为 123,383.77 万元、
133,949.11 万元、139,877.49 万元,逐年保持增长。

- 公司毛利率较为稳定，现金生成能力较强。公司运营的“ABC KIDS”品牌定位中端，依赖于多年运营中已形成较高的市场占有率，2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 35.44%、35.05%和 35.60%，整体较为稳定；公司生产经营较为稳健，收现情况较好，从 FFO 数据来看，2016-2018 年分别为 21,341.46 万元、23,280 万元和 23,077.59 万元，公司现金生成能力较强。

关注：

- OEM生产模式下，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战。公司目前童鞋、童装等主要产品以外协生产为主，OEM产量逐年增加，对OEM生产模式依赖程度加深，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战；且随着外协采购规模扩大，对外协供应商的甄选直接关系到公司产品质量，公司面临一定的供应商选择及外协加工风险。
- 应收账款及存货对公司资金形成一定占用，应收账款周转放缓，存货存在跌价风险。近年经销商货款支付速度放缓，公司应收票据及应收账款规模逐年扩大，截至2019年6月末为69,978.30万元，占总资产的26.95%，且周转天数由2016年的116.29天增加至2018年的141.42天，周转效率持续下降；2019年6月末，公司存货规模为21,300.64万元，占总资产的8.20%，虽然公司大部分产品按订单生产，但仍需关注市场环境变化或竞争加剧可能导致的存货跌价风险。
- 公司有息债务规模增长较快，面临一定短期刚性债务压力。截至2019年6月末，公司有息债务为73,490.50万元，占总负债的76.94%，且主要为短期债务，公司面临一定的短期刚性债务压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 6 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	259,682.86	233,465.38	172,865.93	125,394.42
归属于母公司所有者权益	164,223.21	155,092.90	139,774.13	96,752.07
有息债务	73,490.50	48,684.78	16,154.00	15,638.50
资产负债率	36.78%	33.58%	19.14%	22.84%
流动比率	2.09	1.95	4.06	2.94
速动比率	1.84	1.75	3.65	2.56
营业收入	71,874.28	139,877.49	133,949.11	123,383.77
营业利润	10,821.26	19,376.74	20,539.97	19,641.31
净利润	10,652.87	18,042.64	19,442.08	17,566.54
综合毛利率	35.82%	35.60%	35.05%	35.44%
总资产回报率	-	11.60%	16.25%	17.08%

EBITDA	-	26,595.09	27,112.58	25,304.73
EBITDA 利息保障倍数	-	20.43	57.33	26.33
经营活动现金流净额	-1,839.12	6,356.46	13,676.36	9,966.84

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身系浙江起步儿童用品有限公司，由香港起步国际集团有限公司（以下简称“香港起步”）于2009年12月设立，初始注册资本为0.38亿元。此后经过历次增资及资本公积转增，至2014年9月，公司注册资本及实收资金均变更为36,388.00万元。2015年7月，香港起步同意将其持有公司的25.00%、3.00%和3.00%的股权分别转让给邦奥有限公司、昊嘉投资有限公司和东华国际有限公司，2015年8月，公司进一步引入丽水晨曦股权投资合伙企业（有限合伙）等战略投资者，注册资本及实收资本增加至42,297.97万元，并于当年整体变更为股份有限公司。2017年7月，公司获得中国证监会核发的证监许可[2017]1308号《关于核准起步股份有限公司首次公开发行股票批复》的批文，同年8月公司股票在上海证券交易所主板挂牌交易，股票代码为“603557.SH”，首次公开发行完成后，公司总股本增加至46,997.97万股。2019年1月公司实施限制性股票激励计划，授予部分高级管理人员限制性股票而增加股本426万股。

截至2019年6月末，公司总股本为47,423.97万股，香港起步持股比例为52.94%，章利民间接持有香港起步96.25%股权，系公司实际控制人。截至2019年6月末，香港起步累计质押股份数量12,499.00万股，占其持股总数的49.78%，占公司总股本的26.36%。公司前十大股东持股情况见表1。

图1 截至2019年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

表1 截至2019年6月末公司前十大股东持股及质押情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量
----	----	------	------	------	------

1	香港起步国际集团有限公司	境外法人	251,077,200	52.94%	124,990,000
2	邦奥有限公司	境外法人	86,801,082	18.30%	0
3	丽水晨曦股权投资合伙企业(有限合伙)	其他	19,151,579	4.04%	14,300,000
4	东华国际有限公司	境外法人	7,644,700	1.61%	0
5	吴嘉投资有限公司	境外法人	6,266,400	1.32%	0
6	珠海乾亨投资管理有限公司	境内非国有法人	4,981,135	1.05%	0
7	董飞跃	境内自然人	2,856,589	0.60%	0
8	珠海横琴众星久盈股权投资基金合伙企业(有限合伙)	其他	2,552,561	0.54%	0
9	潘根富	境内自然人	1,884,800	0.40%	0
10	陈学柳	境内自然人	1,518,194	0.32%	0

资料来源：公司 2019 年半年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、生产和销售，是国内儿童用品行业的知名品牌运营商，拥有自有品牌“ABC KIDS”，致力于为3~13岁儿童提供品类齐全、风格多样的服饰产品，包括运动鞋、皮鞋、童装及配饰等。截至2019年6月末，公司纳入合并范围的子公司详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：起步股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过5.2亿元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由股东大会授权公司董事会及董事会授权人士根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权的公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格

向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本期发行可转债的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日的公司股票交易均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期可转债的转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本期债券的权利。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权公司董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售后的余额和原股东放弃优先配售的金额，将采用网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上发行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为不超过5.2亿元（含），募集资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占总投资比例
智慧信息化系统升级改造项目	20,674.13	17,000.00	82.23%
婴童用品销售网络建设项目	35,072.09	20,000.00	57.03%
补充流动资金	-	15,000.00	-
合计	-	52,000.00	-

资料来源：公司提供

1、智慧信息化系统升级改造项目

根据公司提供的相关资料，该项目建设包括应用投资和基础设施（硬件设备）投资两部分。应用系统投资包括产品全生命周期管理PLM、车间制造执行MES、生产计划管理ERP、智慧供应链SCM、智能仓储WMS、智能商品识别系统、全渠道会员平台、智慧门店、大数据平台、企业中台、集团财务管理平台、人力资本管理平台、智能商品管理等应用平台的建设和升级。基础设施（硬件设备）投资包括“机房（数据中心）建设”、“智能仓储设备、智能商品识别系统硬件设备”等硬件设备的购买和安装。

该项目由公司负责具体实施，项目投资总额为20,674.13万元，其中拟使用募集资金17,000.00万元。项目建设期为36个月。目前项目备案已完成。项目投入运行后不直接产生经济效益，但项目的实施将改进公司现有信息系统，提高公司综合管理水平，实施后产生的间接效益将在公司的利润中体现，从而在整体上提高公司的盈利能力，增强公司在行业中的竞争力。

2、婴童用品销售网络建设项目

根据公司提供的相关资料，该项目的建设包括线下直营门店网络的建设和相应的店铺信息化和智能化升级改造两部分。（1）线下门店网络建设部分，该项目拟通过购买或租赁等方式，在全国数个省市和地区新建直营销售门店；（2）店铺信息化和智能化升级改造部分，该项目通过引进一系列服务器等硬件设备和基础软件。项目投资总额为35,072.09万元，其中拟使用募集资金20,000.00万元，由公司进行项目建设的具体实施。目前该项目备案已取得。

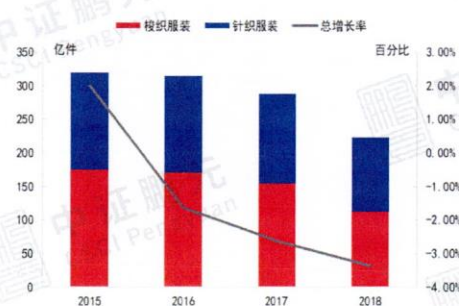
项目收益方面，根据公司提供的相关资料，该项目计算期确定为8年，其中建设期3年，该项目税前内部收益率为22.82%，税前动态投资回收期为6.74年（含建设期）。除上述数据外，目前公司未提供募投项目可行性研究报告，未获取到关于募投项目收益的其他数据。

四、运营环境

近年我国纺织服装、服饰业固定资产投资增速下降，服装产量连续降低，服装行业供给端不断调整

从服装行业供给端来看，2016-2018 年我国规模以上企业服装产量加速下降。2018 年服装行业规模以上企业累计完成服装产量 222.74 亿件，同比下降 3.37%，增速比 2017 年回落 0.75% 的百分点。其中梭织服装 111.57 亿件，同比下降 3.10%；针织服装 111.17 亿件，同比下降 3.62%。固定资产投资方面，近年纺织服装、服饰业固定资产投资完成额增速下滑，2018 年为 4,902.14 亿元，同比小幅下降 1.5%。

图 2 近年服装产量加速下降



资料来源：中国服装协会，中证鹏元整理

图 3 固定资产投资增速不断下滑



资料来源：wind，中证鹏元整理

我国人均衣着消费支出逐年增加，但受居民消费结构调整影响，衣着消费占比持续下滑

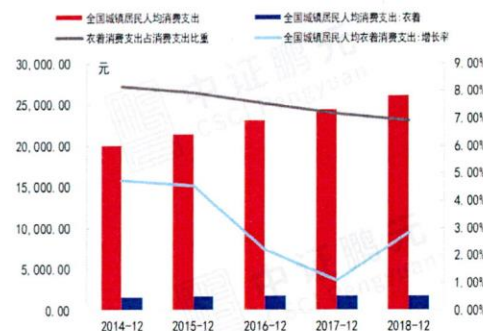
从需求端来看，服装需求是居民生活基础性需求，受国民收入水平影响较大，虽然近年来我国居民收入水平持续提升为衣着消费释放提供了支持条件，但受居民消费结构中居住、医疗等支出挤占影响，2014 年以来我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重持续下滑，2018 年降低至 6.92%。随着城市化发展和人均可支配收入的提高，我国服装行业销售规模不断增长。但增速方面，受宏观经济下行、消费结构调整、内需增速趋缓等因素影响，2014 年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额整体增速有所放缓，2016-2018 年基本保持平稳。

图4 服装类零售额持续增长



资料来源: wind, 中证鹏元整理

图5 衣着支出占城镇居民消费比重下降



资料来源: wind, 中证鹏元整理

儿童服饰行业是纺织服装行业的细分子行业。我国儿童服饰企业整体起步较晚，20世纪80年代，国内儿童服饰厂商主要从事童鞋和童装的代工生产制造。20世纪90年代末至21世纪初，随着全球化进程的不断推进，国内一些自主品牌开始崭露头角，但是尚未实现大规模扩张，目前我国儿童服饰市场仍处于快速成长期。我国儿童服饰企业主要分布在珠江三角洲和长江三角洲地区。以童鞋为例，广东、浙江和福建三大鞋业基地产量约占全国的90%，产业集群化有利于充分利用原材料、人力以及市场营销资源，发挥范围经济效应。童鞋生产基地情况具体如下表：

表3 我国童鞋生产基地情况

市场细分	区域	定位及特征
广东童鞋基地	广州和东莞	中高档鞋
浙江童鞋基地	温州、台州	中低档鞋
福建童鞋基地	泉州、晋江	运动鞋

资料来源: 中证鹏元根据公开信息整理

我国童装童鞋市场保持着较好的增速水平，相较成人市场景气度更高

随着人均可支配收入不断提升，人们消费意愿和消费习惯不断发生变化，我国消费水平逐步提高，国内童鞋、童装消费呈现稳步增长的态势，市场容量不断扩大，2013-2017年，童鞋、童装市场规模增速均维持在8%以上，根据Euromonitor Passport数据库预计，2018年我国童鞋和童装市场零售额分别达583.56亿元和2,090.96亿元。

图6 童鞋市场销售额及增速



资料来源：Euromonitor，中证鹏元整理

图7 童装市场销售额及增速



资料来源：Euromonitor，中证鹏元整理

从儿童数量方面看，在经历多年的低生育率后，我国人口逐步陷入人口红利消失和老龄化加剧等的困境。为改善现状，2011-2015 年国家相继出台了“双独二孩”、“单独二孩”和“全面二孩政策”等政策，未来随着全面二孩政策效果的逐步释放，有助于儿童服饰潜在市场规模的不断扩大。另外，70、80 后的父母已逐渐成为儿童消费市场的主要购买者，其对儿童服饰产品的颜色、款式、质量要求更高，也更愿意为有品质保障且设计独特的品牌服饰产品支付更高的价格，因此，消费观念和意愿的改变亦将进一步促进儿童服饰行业的发展。此外消费升级背景下我国男女鞋、男女装已进入品牌化发展后期，而我国童鞋童装正逐步进入品牌化消费时代、处于成长期。受益于上述有利因素，近年我国儿童服饰市场景气度高于成人服饰。

童鞋童装市场处于高度分散、地方性小品牌繁多的状态，市场竞争较为激烈

国内市场的童鞋品牌主要分为高端品牌、中端品牌和低端品牌。具体来看，高端品牌大多依托于其成人运动品牌所占有的市场，逐渐向童鞋领域延伸发展，其品牌形象鲜明，主打品类具有一定差异，品牌风格 and 产品质量在长期的经营过程中得到市场的认可，积累了丰富的行业经验和众多的忠诚客户群。中端市场主要分为两类品牌：第一类是专注于童鞋开发的自主品牌，具有专业的生产技术，其代表性企业有 ABC KIDS 等；第二类是较早进入国内成人鞋市场而后向童鞋领域扩张发展起来的品牌，如 ANTA KIDS、361° KIDS 等。而目前大部分童鞋产品仍较为低端，处于杂牌或无品牌状态，产品主要面向一定区域内对价格较为敏感的消费群体，而在其他地区，区域性品牌的竞争优势不够明显。

表4 童鞋及童装细分市场比较

市场细分	特征	童鞋主要品牌	童装主要品牌
------	----	--------	--------

高端品牌	属于国际品牌，主要占领中高端市场	NIKE KIDS、ADIDAS KIDS、GUCCI KIDS、ARMANI JUNIOR	金宝贝、丽婴房
中端品牌	主要占领中端市场，全国布局，并拥有各自的优势区域	ABC KIDS、ANTA KIDS、361° KIDS	ABC KIDS、安奈儿、巴拉巴拉、361° KIDS、ANTA KIDS
低端品牌	产品价位低，主要占领城乡和农村市场	-	-

资料来源：中证鹏元根据公开信息整理

我国童装市场品牌按来源大致可分为两类，一类为童装专业品牌，如国外的金宝贝、丽婴房等，国内的 ABC KIDS、安奈儿等；另一类为成人服装品牌延伸的童装品牌，如 ARMANI KIDS、巴拉巴拉、H&M 等。国际童装品牌一般注重品牌效应，有较好的质量和时尚设计元素，集中于高端童装市场。相较于国际品牌，我国童装企业在产品文化、研发设计和品牌运营等方面与国际一线品牌尚有差距，且此类企业聚集在广东、福建、浙江等沿海地区，受限于渠道、管理和成本，大部分自主品牌仅具有区域性优势，在全国层面的影响力较弱。但近年随着行业规范的完善以及消费市场的发展，国内童装品牌在设计研发和产品品质等方面不断提升，部分国内童装品牌已立足中端市场并逐步向高端市场迈进。

经过多年发展，目前我国童鞋市场虽然吸引了 NIKE KIDS、ADIDAS KIDS 等国际品牌的进入，并诞生了 ABC KIDS、ANTA KIDS、361° KIDS 等国内知名度较高的自主品牌，但市场集中度仍较低。根据 Euromonitor Passport 数据库统计，2018 年我国童鞋市场前 10 大品牌（含国内外品牌）的合计市场占有率为 22.9%，ABC KIDS 属于中国童鞋市场的领先品牌，2018 年 ABC KIDS 在童鞋市场占有率为 3.6%，位居童鞋市场第二位。2018 年中国童装市场前 10 大品牌（含国内外品牌）市场占有率为 12.0%。ABC KIDS 在童装市场占有率 0.5%，位居童装市场第十位。

虽然公司产品市场占有率居于前列，但整体来看，童鞋及童装市场集中度较低，低端品牌企业数量众多，产品同质化现象较为严重，主要依靠低价竞争；且近年来众多国外品牌进入市场，抢占市场份额，再加上 ANTA、361° 等品牌纷纷将产品线延伸至儿童服饰领域，童鞋及童装市场竞争进一步加剧。

表5 国内童鞋及童装主要经营品牌情况

上市公司	自有品牌	目标年龄	定位	价格区间
童鞋				
起步股份	ABC KIDS	3-13 岁	中端童鞋	150-200 元居多
安踏体育	ANTA KIDS、FILA KIDS 和 KINGKOW	3-14 岁	中档运动休闲品牌	200-250 元左右
361°KIDS	361°KIDS	3-12 岁	定位于中低价位客	150-200 元左右

		户群体		
红蜻蜓	红蜻蜓 KIDS	5-12 岁	中档运动休闲品牌	100-300 元左右
童装				
起步股份	ABC KIDS	3-13 岁	中端童装	50~100 元居多
森马服饰	巴拉巴拉、马卡乐、CATIMIN、ABSORBA	0~14 岁	中端童装	0~岁女婴童装 100~200 元, 1~3 岁女小童装 150~200 元居多, 4 岁以上女大童装 200~300 元居多
安奈儿	Annil 安奈儿	0~12 岁	中高端童装	0~1 岁女婴童装 100~250 元, 1~3 岁女小童装 200 元左右居多, 4 岁以上女大童装 200~300 元居多

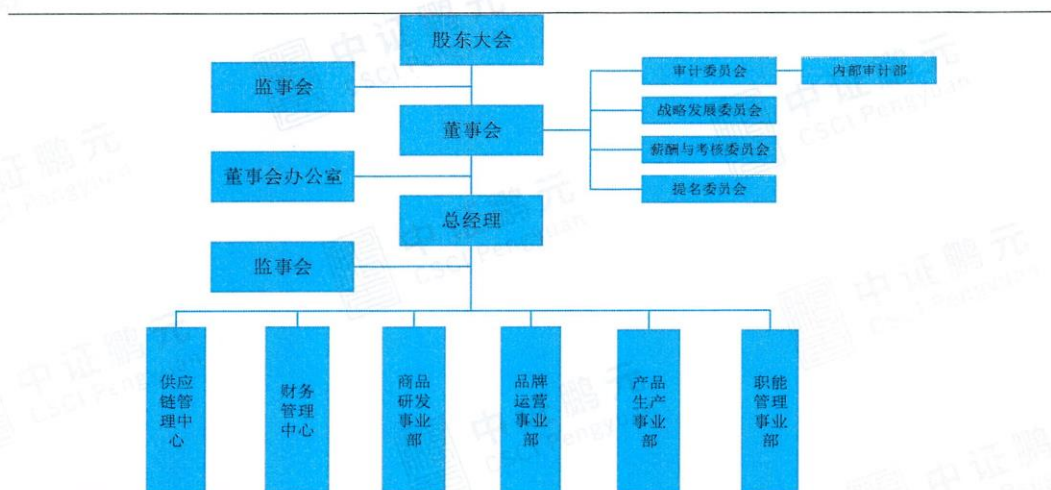
资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》、《证券法》等法律法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会、总经理及有关的生产经营管理机构，同时设定了相应的议事规则及工作细则。股东大会是公司的权力机构，严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》等相关规定定期召集、召开年度股东大会和临时股东大会，确保全体股东能够充分行使权利，并享受合法权益。公司董事会对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成，独立董事 3 人，董事全部由股东会选举产生，每届任期三年，可连选连任。现任董事长为章利民先生。公司董事会按照股东会的有关决议，分别设立了战略发展委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会。各专门委员会在董事会授权下开展工作，为董事会的决策提供咨询意见，对董事会负责。公司监事会由 3 名监事组成，包括 1 名职工代表监事，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事会主要行使检查公司财务，监督董事、高级管理人员履职情况，纠正违反法律、章程的行为等。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、董事会秘书和财务总监，其中总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理、组织实施年度经营计划和投资方案、拟定管理制度和制定具体规章等职责。现任总经理为周建永先生。

公司设有品牌运营事业部、商品研发事业部、供应链管理中心、产品生产事业部、职能管理事业部和财务管理中心六个职能部门，共同负责公司的日常经营管理。

图6 截至2019年6月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

为提升运营效率、保障产品质量和综合管理水平，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套较为完整的内部控制制度，主要涉及质量控制、销售管理、经销商管理和外包业务管理等多个方面。目前各个制度相互配合，有效确保公司经营合法合规，各项运作规范安全。经销商管理方面，公司制定了经销商管理制度，对经销商的资格认定标准、信用管理、订货会及发货等进行规范；公司对产品价格具有统一的管控措施，实行全国统一零售吊牌价，全国一级经销商统一批发价。公司将销售、发货、会计等岗位进行分离管理，不由同一部门或个人办理销售与收款业务的全过程。公司建有较为完善的质量管理体系，已通过 ISO9001:2008 质量管理体系认证，并按照该体系的要求进行产品质量控制。针对发生的产品质量违规情况，采取了相关的改进措施。

人员方面，截至 2019 年 6 月末，公司拥有在职员工 1,823 人。公司员工以生产人员和销售人员居多。

表6 截至2019年6月末公司人员构成情况

专业构成		
类别	人数	占比
生产人员	1,144	62.75%
销售人员	246	13.49%
技术人员	142	7.79%
财务人员	37	2.03%
行政人员	254	13.93%
合计	1,823	100%

资料来源：公司提供

发展战略方面，公司将继续聚焦现有核心消费群体，坚持以童鞋和童装为主要业务，完善市场战略布局，通过品牌推广和品牌营销持续提升品牌价值，通过加强产品设计和研发提高产品价值，通过完善营销渠道网络和建立全渠道 O2O 平台不断优化现有运营模式，通过加强信息化建设进一步提高公司运作效率和管理绩效，全方位提高公司市场竞争力，扩大市场份额，巩固和提升在儿童服饰行业的领先优势。

六、经营与竞争

公司的主营业务为童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、生产、采购和销售，是国内儿童用品行业知名的品牌运营商。得益于丰富的产品种类、积极的营销策略和“ABC KIDS”打造的良好品牌形象，公司逐步从一家区域性儿童用品企业，发展为全国性的知名儿童服饰品牌公司，已获得较高的市场占有率。公司产品主要定位于 3-13 岁的国内中端儿童服饰市场，主营业务收入为童装、童鞋和儿童服饰配件的销售收入及鞋品 OEM 收入，其中童鞋包括运动鞋和皮鞋。

表7 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
童鞋	45,679.31	38.53%	77,364.31	38.47%	77,277.07	38.41%	69,302.43	35.98%
其中：运动鞋	22,533.39	41.80%	46,885.27	41.44%	51,220.77	40.85%	44,917.51	36.45%
皮鞋	23,145.92	35.33%	30,479.04	33.90%	26,056.29	33.63%	24,384.92	35.10%
童装	20,621.67	36.11%	47,183.87	38.15%	44,857.74	35.78%	44,593.51	39.58%
鞋品OEM	4,098.11	9.97%	12,652.25	12.26%	10,859.42	9.01%	8,605.43	10.39%
儿童服饰配件	1,179.08	19.50%	1,496.38	28.17%	930.48	25.11%	873.91	27.37%
合计	71,578.17	35.88%	138,696.81	35.86%	133,924.71	35.05%	123,375.29	35.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前采取纵向一体化的业务模式，在业务链的前端，公司重视商品企划和产品研发，与国际知名流行趋势提供商WGSN、POP以及蝶讯网合作，收集整理最新的时尚资讯，对产品进行系列主题定位。在业务链的中端和后端，公司通过由“自主生产+外协生产”构成的产品供应体系和扁平化的销售体系打造供应链。近年公司逐步形成了“童装促进童鞋消费，童鞋带动童装增长”的经营战略：一方面，童鞋产品是公司的传统优势产品，公司童鞋产品凭借时尚的外观设计和舒适的穿着体验，消费者对“ABC KIDS”形成了较高的品牌忠诚度；另一方面，近年来公司童装产品的日益齐全也为消费者实现童装童鞋的一站式采购提供了更加丰富的选择基础。

公司产品线包含全季节各类儿童服饰产品，能够较好满足消费者对儿童服饰产品的一站式购物需求。公司童鞋、童装及配饰的产品类型较全，每季童鞋及童装款式数量为 200-300 款，配饰为 50-100 款。

表8 公司产品类型情况

产品品类	产品类型	款数
童鞋	皮鞋、运动鞋	每季 200-300 款
童装	T 恤、毛衫、衬衫、裤类、裙类、外套、套装、呢大衣、羽绒服等	每季 200-300 款
配饰	包、帽类、袜类、内衣、泳装等配饰	每季 50-100 款

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

研发方面，公司实行自主研发，设有独立的童鞋和童装研发部门，产品研发人员拥有丰富的儿童服饰产品研发和设计经验。（1）童鞋方面，公司先后在青田和泉州等地设立皮鞋开发中心和运动鞋开发中心，整合各区域优势资源，吸纳温州及其周边地区皮鞋产业和福建运动鞋产业人才，共同打造公司童鞋产品线，不断提升产品的舒适度和款式设计水平；（2）童装方面，公司设有服装开发中心，长期与法国、韩国、马来西亚等国际设计师团队以及国际流行趋势提供商WGSN、POP、蝶讯网等潮流资讯平台合作，保证了消费者的多样化需求以及自身品牌的良好口碑。成熟的研发团队保障了公司的自主创新能力，每年根据市场趋势开展产品款式的设计研发，形成订货会样品。

2016-2018 年公司研发投入分别为 0.31 亿元、0.34 亿元和 0.35 亿元，占营业收入的比重较为稳定。截至 2018 年末，公司共拥有 239 项有效专利，其中，发明专利 13 项，实用新型专利 200 项，外观设计专利 26 项。

表9 公司研发经费情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
研发人员	150	190	220
年度研发投入（万元）	3,462.34	3,433.90	3,066.01
研发投入占营业收入的比重	2.48%	2.56%	2.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自 2016 年以后OEM产量占据主导地位生产降低了固定资产投资需求，但同时公司产品质量的控制和管理面临较大挑战

截至 2019 年 6 月末，公司共拥有 7 条年产 560 万双的运动鞋生产线，全部位于福建泉州。

表10 公司产能情况(单位：条、万双)

产品类别	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
------	--------------	--------	--------	--------

	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能
运动鞋	7	560	7	560	7	560	7	560
皮鞋	-	-	3	100	3	240	3	240
合计	7	560	7	660	10	800	10	800

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采取经销商集中向公司订货的模式，并通过订货流程的设计和与经销商的协议条款执行订货程序。公司每年组织四季订货会，订货会一般在新一季产品推出6个月之前召开。公司按照订单开展自主生产和外协生产，其中童鞋采取“自主生产+外协生产”相结合的生产方式；童装及儿童服饰配饰产品全部采取外协生产。此外，公司鞋品OEM业务主要是承接了外贸公司的委托加工订单，为其加工成人鞋品。

表11 公司主要产品产量、销量及产销率情况(单位：万双、万件)

产品	生产方式		2018 年	2017 年	2016 年
童鞋	产量	自产	484.75	692.19	671.13
		OEM	715.71	629.17	341.56
		委托加工	-	-	35.81
		合计	1,200.46	1,321.36	1,048.50
		销量	1,181.98	1,214.32	1,125.41
童装		产销率	98.46%	91.90%	107.34%
	产量	OEM	624.31	631.93	630.45
		销量	604.11	657.00	638.86
		产销率	96.76%	103.97%	101.33%
		配饰	产量	OEM	92.20
销量	91.74			73.52	53.34
	产销率		99.50%	91.52%	109.82%
鞋品OEM	产量	自产	47.20	82.06	43.78
		OEM	230.89	165.55	168.18
		合计	278.09	247.61	211.96
		销量	277.56	249.84	208.91
		产销率	99.81%	100.90%	98.56%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司外协生产包括OEM和委托加工两种模式：（1）OEM模式下，公司与外协厂商签订成品采购合同，外协厂商按公司的设计样板，自行采购原材料、生产并提供产成品；委托加工模式下，外协生厂商根据公司提供的原材料和生产要求开展生产，公司支付一定的加工费。在外协厂商选择方面，公司根据外协厂商的技术实力、生产状况、设备规模、质量水平和服务水平等多方面进行评审，并从中择优选择。为确保质量，公司在合作期间持续对外协厂商的订单执行和成品质量情况进行检查，对于不符合质量标准或公司生产要求

的产品，公司采取退换货或要求赔偿经济损失等措施。近年公司产品部分批次存在工商部门抽检不合格记录，但均在整改并申请复检后通过，公司未因产品质量发生过诉讼或缴纳罚款情况。（2）此外，公司于 2015 年开始尝试委托加工模式，但该模式增大了采购和生产协调等方面的管理难度，为便于管理，公司于 2016 年下半年停止该模式，此后外协生产全部采用 OEM 模式。

产量方面，（1）2016-2018 年童鞋自产量总体下降，OEM 产量提高，OEM 产量占童鞋产量的比重逐年提高，至 2018 年末，OEM 产量比重已由 2016 年的 32.58% 提高至 59.62%。产销率方面，2016-2018 年童鞋产销率整体保持在较高水平；（2）公司童装及配饰产品全部采用外协生产的方式，2016-2018 年童装产量整体平稳；（3）配饰方面近年产量增速较快，但整体规模较小。公司童装及配饰的产销率，也整体保持在较高水平；（4）公司承接的鞋品 OEM 订单中少量也采取自产，主要是为提升资产利用效率考虑，但自产比例很小。

总体来看，外协加工模式一定程度上降低了公司对固定资产的投资需求，有助于集中精力加强产品研发和品牌运营，通过品牌效应提升产品附加值。未来公司将维持或减少现有产能，通过扩大外协生产来满足不断增长的订单生产需要。

但与此同时，公司对 OEM 委托加工厂的依赖程度较大，尽管公司采取了在合作期间持续对外协厂商的订单执行和成品质量情况进行检查等措施，但仍然存在外协订单不符合公司质量要求的风险，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战。

公司以经销网络为依托，终端门店覆盖范围较广，经销网络体系较为完善

公司目前采用经销和直营、线上和线下相结合的销售模式，近年收入仍主要来自经销模式，经销模式销售收入占比均超过 90%，占据主导地位；在巩固经销渠道的同时，自 2015 年开始，公司通过开设线下直营门店和开发线上电商平台等方式开展直营销售。毛利率方面，由于直营模式下产品直接面对终端消费者，故毛利率高于经销模式。

表12 公司收入按销售模式划分的情况如下：（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	125,514.58	34.66%	121,291.39	33.69%	115,656.88	34.60%
直营模式	13,182.22	47.30%	12,633.32	48.14%	7,718.41	47.91%
其中：直营店	1,710.31	62.32%	1,342.76	61.40%	514.65	59.26%
电商渠道	11,471.92	45.06%	11,290.56	46.56%	7,203.76	47.10%
合计	138,696.81	35.86%	133,924.71	35.05%	123,375.29	35.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 经销模式

公司对经销商实行买断式销售，产品全部销售给一级经销商，不对二级经销商供货，公司授权一级经销商享有“ABC KIDS”品牌某一区域的独家经销权，经销商在指定辖区内建立经销网络，最终由一级经销商或其下属二级经销商开设的直营门店、商场店中店等渠道实现终端销售。为打造良好的品牌形象，公司对经销商终端门店采取统一标准化管理，在门店选址、空间形象设计、商品陈列和推广、销售分析、库存管理和导购培训等方面提供制度指导，保障公司在品牌推广、产品营销等方面的标准化实施。公司对经销商报价根据吊牌价的一定折扣率进行统一定价，为支持经销商发展，公司较少调整对经销商的销售折扣。经销商销售价格可根据各自经营策略进行促销。结算方面，公司对经销商给予一定账期，结算周期一般在 6 个月以内，但近年为把握发展机遇，扩大市场规模，公司对经销商实施较为宽松的信用政策，导致货款回收速度逐年有所放缓。

近年经销商在全国设立的终端门店数量整体保持增长，截至 2018 年末，公司经销商门店数量为 2,374 家，基本覆盖全国 31 个省市自治区。

表13 公司经销门店情况（单位：家）

	2018 年	2017 年	2016 年
当期新增	316	363	451
当期关闭	323	255	236
期末数量	2,374	2,381	2,273

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在门店关闭和设立方面，经销商对当地市场较为熟悉，可通过及时新设或关闭终端门店的方式来适应周边市场环境的变化。同时公司结合近年渠道发展新趋势，打造专卖店、百货店、购物中心全渠道发展格局，指导经销商对终端门店由传统的百货店、街铺独立店转移至城市综合体，并促进经销商关闭单店盈利能力较低的单品鞋店，开设更多单店盈利能力较高的鞋服综合店，由此导致近年发生一定规模的门店新设和关闭情况。2016-2018 年经销商门店关闭数量分别为 236 家、255 家和 323 家，但相对于关店数量，新开门店数量也较多，2016-2017 年分别为 451 家、363 家，期末经销商门店数量均为净增加。但 2018 年由于业绩不达预期和租金成本上涨过快等因素，当期新增店铺数量少于关闭数量，经销商门店总量较上年净减少 7 家，原因主要系经销商主动关闭门店，配合公司不断提升品牌形象、优化终端门店；此外，公司经销商因被动原因如市政规划导致商圈转移、客流量减少、业绩未达预期、租金上涨过快等而关闭了部分店铺。

本期债券募投项目营销网络建成之后，公司目标客户将向下延伸至 0-3 岁的婴童群体，经营范围扩大到全年龄段的婴幼儿儿童服饰用品，补足原来经营范围缺失的环节，完善公司

的产业链布局；公司将充分把握婴童服装及用品市场快速发展的巨大商机，在核心城市构建以旗舰店、生活馆及专卖店为主的差异化营销网络，公司将通过销售网点建设填补现有市场空缺，延伸拓展公司现有潜在消费群体，提高公司的市场占有率及品牌影响力。

➤ 直营模式

公司直营模式包括线下直营店和线上电商平台，2016-2018 年实现直营销售收入分别为 0.77 亿元、1.26 亿元 1.32 亿元，呈稳步增长态势。

为更好的指导下游客户开拓市场，以及积累对销售区域进一步细化管理的经验，2015 年 12 月起，公司开始在青田、温州等地开设直营门店，以进一步扩大公司的品牌知名度并稳健的摸索不同区域的直营管理经验，近年直营门店变化情况如下：

表14 公司直营门店情况（单位：家）

	2018 年			2017 年			2016 年		
	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
直营店	23	12	4	15	10	0	5	1	0

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年 6 月末，公司线下直营门店数量共 21 家，具体情况如下：

表15 截至 2019 年 6 月末公司直营门店情况（单位：平方米）

序号	门店名称	地址	面积
1	青田龙东路专卖店	丽水市青田县	107.20
2	青田塔山路专卖店	丽水市青田县	81.45
3	总部旗舰店	丽水市青田县	400.00
4	杭州永旺梦乐城店	浙江省杭州市	194.09
5	杭州西田城店	浙江省杭州市	104.00
6	绍兴欧尚店	浙江省绍兴市	64.00
7	萧山市心广场店	浙江省杭州市	206.49
8	金华万达店	浙江省金华市	90.74
9	杭州余之城店	浙江省余杭区	96.70
10	临平银泰店	杭州市余杭区	269.00
11	江南时代购物广场店	浙江省杭州市	89.00
12	杭州上亿城店	浙江省杭州市	76.10
13	杭州来福士广场店	浙江省杭州市	205.00
14	平阳银泰店	浙江省温州市	99.00
15	台州黄岩吾悦广场店	浙江省台州市	107.20
16	惠安禹洲商业广场店	福建省泉州市	309.23
17	金华永盛广场店	浙江省金华市	236.00
18	浦江人民广场店	浙江省金华市	247.00

19	福州南街店	福建省福州市	200.00
20	上海三林印象城店	上海市浦东新区	128.35
21	上海中庚漫游城店	上海市闵行区	116.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直营模式的运营经验较少，目前直营收入规模较小，此外直营模式下，存在因超额备货形成的资金占用和因产品过季产生的积压和减值风险，对于过季商品，公司将通过特卖降价方式进行处理。

随着电商业务的迅速发展和大众网上购物习惯的普及，2015 年 4 月，公司收购了原由经销商负责运营的线上网店经营权，开始直接运营线上业务。公司线上业务的主要销售渠道包括天猫旗舰店、京东旗舰店、唯品会等主流电子商务销售平台。合作平台又可以分为“平台模式”和“代销模式”：（1）平台模式下，公司通过在电商平台上建立“ABC KIDS”品牌旗舰店直接向客户销售产品，公司并不与电商平台进行商品交易，平台仅负责管理和支付结算，并按销售金额的一定比例收取服务费，代表电商为天猫、京东、苏宁易购和贝贝网；（2）代销模式下，公司按照与电商代销平台的约定进行备货，并将备货商品发至指定仓库，由电商代销平台组织销售，电商代销平台定期与公司进行对账结算。近年公司电商销售以平台模式为主。

从销售区域来看，公司销售区域主要集中在华东、华中两个地区。近年公司在上述两个地区的销售收入合计占公司主营业务收入的比例超过 60%，主要是因为：一方面，由于上述地区经济相对发达，人均收入水平相对较高；另一方面，由于华东和华中地区四季分明，消费者购买频率较其他地区相对较高。公司在发掘华东和华中市场潜力的同时，加大了对其他地区的市场的开拓力度，为公司未来的发展奠定良好的基础。

但近年东北地区营业收入下滑较为明显，主要原因系一方面公司对辽宁、吉林两省经销商进行渠道合并升级及市场交接，部分店铺更新换代等原因，合并当年经销商订货偏向保守，变动中导致销售下滑；另外黑龙江省经销商对店铺渠道进行调整，整改关闭部分绩差店，重开店铺，导致销售下降。同时公司在华南地区目前收入规模较小，且未设立直营店铺，由于公司直营店铺开设较晚，仍在逐步拓展市场中，计划后续会在华南等地区开设直营店。

表16 公司营业收入分地区（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
东北地区	2,946.76	2.12%	4,255.62	3.18%	4,754.05	3.85%
华北地区	12,339.67	8.90%	13,896.26	10.38%	12,952.36	10.50%

华东地区	70,861.02	51.09%	67,909.09	50.71%	59,863.73	48.52%
华南地区	5,618.87	4.05%	6,004.25	4.48%	4,807.86	3.90%
华中地区	24,609.71	17.74%	21,026.15	15.70%	20,205.15	16.38%
西北地区	7,816.51	5.64%	7,545.77	5.63%	7,941.64	6.44%
西南地区	14,504.27	10.46%	13,287.56	9.92%	12,850.50	10.42%
合计	138,696.81	100.00%	133,924.71	100.00%	123,375.29	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年较大的经销商客户也分布在华东地区的苏州及华中地区的武汉、郑州等地，具体如下：

表17 公司前五名经销商销售情况

年度	序号	前五名经销商	销售金额 (万元)	销售金额占营业收入的比例
2018年	1	苏州市乐铭贸易有限公司	13,617.96	9.82%
	2	武汉丽兴源商贸有限公司	11,092.51	8.00%
	3	郑州天启商贸有限公司	9,266.08	6.68%
	4	成都市力晟商贸有限公司	7,386.15	5.33%
	5	温州市硕海进出口有限公司	6,521.62	4.70%
		合计	47,884.32	34.52%
2017年	1	苏州市乐铭贸易有限公司	10,867.20	8.11%
	2	武汉丽兴源商贸有限公司	9,875.69	7.37%
	3	郑州天启商贸有限公司	7,456.39	5.57%
	4	陕西鼎臻儿童用品有限公司	6,180.12	4.61%
	5	成都市力晟商贸有限公司	6,020.48	4.50%
		合计	40,399.88	30.17%
2016年	1	苏州市乐铭贸易有限公司	9,769.98	7.92%
	2	武汉丽兴源商贸有限公司	9,498.43	7.70%
	3	郑州天启商贸有限公司	7,378.83	5.98%
	4	陕西鼎臻儿童用品有限公司	6,749.04	5.47%
	5	成都市力晟商贸有限公司	5,930.46	4.81%
		合计	39,326.74	31.88%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销量方面，随着经销网络的扩大以及直营渠道的不断拓展，近年公司童鞋和童装销量规模整体呈扩大趋势，但 2017-2018 年，受经销商店铺调整等因素影响，童鞋、童装销量均略有下降。销售价格方面，由于直销价格高于经销渠道的出货价格，近年童鞋直销量增加带动童鞋平均价格逐年有所上涨，2016-2018 年分别为 61.58 元/双、63.64 元/双和 65.45 元/双，并推动毛利率逐年有所提高；公司童装根据外协单位的供货价格进行调整，同时

受到品类结构变化等因素影响，童装销售价格存在一定波动，2016-2018 年分别为 69.80 元/件、68.28 元/件和 78.10 元/件。

表18 公司产品销量和售价情况（单位：万双、万件、元/双、元/件）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	销量	平均单价	销量	平均单价	销量	平均单价
童鞋	1,181.98	65.45	1,214.32	63.64	1,125.41	61.58
童装	604.11	78.10	657.00	68.28	638.86	69.80
鞋品OEM	277.56	45.58	249.84	43.47	208.91	41.19
儿童服饰配件	91.74	16.31	73.52	12.66	53.34	16.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与福建和浙江等地的诸多鞋服厂商建立了稳定的合作关系，能够较好支撑公司外协生产及原材料采购需求，但同时公司面临一定的外协供应商选择风险

采购方面，公司设供应链管理中心，制定采购控制制度，设立物料采购流程程序，通过询价比价原则、一致性原则和审计监督原则的采购原则，谨慎选择供应商。

公司自产童鞋的生产成本中，直接材料约占总成本的 60%。公司生产童鞋所需原材料主要包括底料、面料、包装材料和辅料（五金饰扣、饰花和拉链等装饰材料）等，公司以订单式采购为主，2016 年公司采购的底料、面料和包装材料等原材料大幅增加，主要系年内福建生产基地三条童鞋生产线投产所致；2017 年随着自产童鞋量的增加，公司底料采购金额 6,345.44 万元，同比增长 5.87%；2018 年由于自产产量减少，公司底料采购金额为 4,883.43 万元，显著下降。采购定价方面，公司一般在权衡原材料质量、供应商报价和交货时间等因素后，与供应商协商定价，能够获得一定的采购价格优惠和货款支付信用期，目前公司与供应商主要以银行转账和承兑汇票方式结算，结算周期在 1-3 个月左右。但由于公司采购规模相比大型服装及鞋帽生产企业仍然较小，近年对供应商的应付票据及应付账款周转天数未有显著增加，未能充分依靠应付信用政策的调整减少营运资金占用。

表19 公司原材料采购情况

年份	项目	采购量	采购金额（万元）
2018 年	底料（万双）	792.73	4,883.43
	面料（万米）	578.33	4,717.07
	包装（万个）	3,008.07	1,202.42
	辅料（万个）	5,201.61	1,891.58
	合计	-	12,694.51
2017 年	底料（万双）	1,061.52	6,345.44
	面料（万米）	760.89	5,528.99
	包装（万个）	4,896.53	1,793.97

2016 年	辅料（万个）	8,948.66	2,277.57
	合计	-	15,945.97
	底料（万双）	887.85	5,992.79
	面料（万米）	598.55	5,872.25
	包装（万个）	6,210.43	1,456.84
	辅料（万个）	9,380.30	2,701.04
	合计	-	16,022.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司原材料及外协采购前五大供应商采购额占比逐年有所提高，2018 年该比例由 2016 年的 29.00%提高至 33.22%。从具体供应商构成来看，与青田杰邦鞋服有限公司、泉州市爱贝丽儿童用品有限公司、雪朗卡（福建）服饰织造有限公司等公司合作良好，前五大供应商构成比较稳定。

表20 公司原材料及外协采购前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商具体名称	采购金额	占年度采购总额比重
2018 年	青田杰邦鞋服有限公司	7,653.53	9.19%
	雪朗卡（福建）服饰织造有限公司	6,567.91	7.89%
	青田县雅琪鞋服有限公司	4,731.35	5.68%
	福建省超然科技发展有限公司	4,694.16	5.64%
	泉州市爱贝丽儿童用品有限公司	4,019.94	4.83%
	合计	27,666.88	33.22%
2017 年	青田杰邦鞋服有限公司	6,143.48	7.95%
	泉州市爱贝丽儿童用品有限公司	4,565.25	5.91%
	雪朗卡（福建）服饰织造有限公司	4,543.77	5.88%
	温州市鹏星源鞋业有限公司	4,527.72	5.86%
	福建省嘉辰体育用品有限公司	2,894.75	3.75%
	合计	22,674.97	29.36%
2016 年	青田杰邦鞋服有限公司	6,015.51	9.23%
	泉州市爱贝丽儿童用品有限公司	3,985.39	6.11%
	福建省南安市锦绣服饰有限公司	3,737.07	5.73%
	温州市鹏星源鞋业有限公司	2,822.14	4.33%
	贵人路（厦门）服饰有限公司	2,344.00	3.60%
	合计	18,904.11	29.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

得益于温州和福建等地的鞋服产业集群效应，公司原材料采购较为顺畅，目前拥有一批较为稳定的战略供应商，能够较好保障公司对于大宗物料和长期性物料的需求。但与此同时，由于公司目前童鞋、童装等主要产品的OEM产量逐年增加，对OEM模式依赖程度加深，外协采购规模扩大，对外协供应商的甄选直接关系到公司产品质量，如果

未来外协供应商不能满足公司质量控制要求，将会直接影响公司的业绩稳定。公司仍然面临一定的供应商选择及外协加工风险。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2019年6月末，公司纳入合并范围的子公司为8家，2016年以来合并范围变化情况如下表所示。

表21 公司合并范围子公司变动情况（单位：家）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
合并子公司家数	8	7	3	3
其中：当年增加或减少家数	1	4	-	-
增加或减少原因	新设	新设	-	-
增加或减少子公司名称	浙江起步信息科技有限公司	浙江起步投资有限公司；青田起步贸易有限公司；厦门起步教育科技有限公司；诸暨起步供应链管理有限公司	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司公开发行股票以来，资产规模增长较快，其中应收账款及存货对公司资金形成一定占用，需关注坏账风险及存货跌价风险

近年来，公司主营业务稳健发展，且通过首次公开发行股票募资，公司资产增长较快，2019年6月末资产总额为259,682.86万元，较2016年末增长107.09%。从公司资产构成来看，公司主要采取租赁物业、实体门店销售的方式开展经营，非流动资产投入相对较少，流动资产规模较大，2019年6月末流动资产占比为68.13%。

2019年6月末公司货币资金为57,777.38万元，以银行存款为主，其中银行承兑汇票保证金等合计5,118.75万元使用受限。截至2018年末，公司应收票据及应收账款为59,594.89万元，其中应收票据8,485.00万元（商业承兑汇票6,700.00万元、银行承兑汇票2,120.00万元，坏账准备335.00万元），虽然近年公司与经销商合作良好，但商业票据的兑付受经销商信用影响较大，仍需关注其回收风险；公司应收账款基本为经销商欠款，近年部分经销

商货款支付速度放缓，公司应收账款规模逐年扩大，截至2018年末，应收账款规模增加至51,109.89万元；账龄全部在一年以内，前五名单位欠款合计21,189.33万元，占年末应收账款余额比重为39.39%，欠款方较为集中。公司存货集中于在产品和库存商品，随着生产规模的扩大呈增加趋势，2019年6月末，公司存货金额为21,300.64万元，较2016年末增长102.55%，公司产品销售具有一定季节性，冬季为公司的产销旺季，经销商为满足冬季日常销售所需铺货量而下达的订单增加，故公司备货及库存量有所增加；虽然公司主要按订单生产，但仍需关注市场环境变化或竞争加剧可能导致的存货跌价风险。公司其他流动资产主要是待抵扣进项税、预交企业所得税及理财产品，2017年上市后，公司将部分闲置资金用于购买银行理财产品，2018年末，其他流动资产账面余额为18,730.30万元，其中持有的非保本浮动收益的理财产品16,300.00万元。2019年起公司将该部分理财产品重分类为交易性金融资产，导致2019年6月末该科目余额显著减少。

表22 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57,777.38	22.25%	51,461.61	22.04%	44,934.22	25.99%	27,850.11	22.21%
应收票据及应收账款	69,978.30	26.95%	59,594.89	25.53%	50,300.55	29.10%	38,924.77	31.04%
预付款项	7,065.29	2.72%	5,794.37	2.48%	1,749.97	1.01%	3,047.42	2.43%
存货	21,300.64	8.20%	15,492.98	6.64%	13,270.12	7.68%	10,516.07	8.39%
其他流动资产	7,536.28	2.90%	18,730.30	8.02%	20,532.85	11.88%	1,157.16	0.92%
流动资产合计	176,928.97	68.13%	151,460.58	64.87%	130,964.56	75.76%	81,621.20	65.09%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	27,100.00	11.61%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他权益工具投资	27,800.00	10.71%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	39,027.67	15.03%	39,475.51	16.91%	37,899.78	21.92%	39,562.47	31.55%
无形资产	3,313.87	1.28%	3,468.88	1.49%	2,914.23	1.69%	2,893.57	2.31%
其他非流动资产	10,589.81	4.08%	10,187.20	4.36%	221.24	0.13%	36.00	0.03%
非流动资产合计	82,753.90	31.87%	82,004.80	35.13%	41,901.37	24.24%	43,773.22	34.91%
资产总计	259,682.86	100.00%	233,465.38	100.00%	172,865.93	100.00%	125,394.42	100.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表，中证鹏元整理

2018年末公司可供出售金融资产余额为27,100.00万元，主要是对深圳市泽汇科技有限公司（以下简称“泽汇科技”）、依革思儿（浙江）服饰有限公司（以下简称“依革思儿”）等公司的股权投资，具体情况如表23所示。2019年公司将原在该科目核算的股权投资转入

其他权益工具投资进行核算。公司2018年参股泽汇科技，该公司主要从事跨境电商出口业务，2019年8月，因泽汇科技无法完成原协议约定的业绩承诺，触发了原协议中的股权回购条款，泽汇科技原出让股东同意以股权转让款5%的年利率作为补偿金额，提前回购公司持有的泽汇科技全部股权。截至报告出具日，上述股权回购事项尚未完成。

表23 公司可供出售金融资产构成情况（单位：万元）

被投资单位	账面余额	在被投资单位持股比例
深圳市泽汇科技有限公司	20,000.00	11.43%
浙江中胤时尚股份有限公司	3,600.00	4.50%
珂卡芙鞋业有限公司	2,750.00	5.50%
依革思儿（浙江）服饰有限公司	750.00	15.00%
合计	27,100.00	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司账面固定资产39,475.51万元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备。公司无形资产主要为土地使用权和计算机软件等。公司其他非流动资产主要是预付购置长期资产的款项，2018年同比大幅增加9,965.96万元，主要系当年预付依革思儿的股权收购款，截至2019年6月末该股权转让事项尚未完成交割。

资产运营效率

公司资产运营效率放缓，运营压力有所加大

近年部分经销商货款支付速度放缓，公司应收账款规模逐年扩大，应收票据及应收账款周转天数由2016年的116.29天增加至2018年的141.42天，周转效率下降；同时公司应付票据及应付账款周转效率未有显著增加，未能依靠应付信用政策的调整减少营运资金占用，公司净营业周期有所延长，2018年公司净营业周期为109.69天，较2016年增加了35.03天。

同时，随着资产规模的增加，公司流动资产和总资产周转天数也持续增加，2018年分别为363.44天和522.88天，较2016年分别增加了106.67天和137.86天，整体资产运营效率有所放缓。

表24 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收票据及应收账款周转天数	141.42	119.90	116.29
存货周转天数	57.48	49.21	54.99
应付票据及应付账款周转天数	89.21	80.05	96.62
净营业周期	109.69	89.06	74.66

流动资产周转天数	363.44	285.67	256.77
固定资产周转天数	99.57	104.09	117.10
总资产周转天数	522.88	400.80	385.02

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司收入稳步增长，毛利率表现较为稳健，整体盈利能力较强

受益于经销规模扩大、直销网络逐步建设，近年公司业务规模稳步扩大。2016-2018 年，公司营业收入分别为123,383.77万元、133,949.11万元及139,877.49万元，逐年保持增长。公司运营的“ABC KIDS”品牌定位中端，且在多年运营中相对市场占有率排名靠前，拥有一定品牌溢价，2016-2018年，公司综合毛利率分别为35.44%、35.05%和35.60%，虽然近年童装及服饰配件等产品价格波动导致公司毛利率出现一定波动，但总体较为稳健。

期间费用方面，公司销售费用包括广告宣传费、市场拓展费、职工薪酬和电商平台费用等，随着电商渠道和直营门店的开拓，公司销售费用逐年增加；且叠加2018年公司短期借款显著增长，财务费用增加，2016-2018年，公司期间费用率分别为18.38%、18.72%和20.66%，期间费用提高较快，对公司利润形成一定侵蚀。受此影响，2016-2018年公司净利润分别为17,566.54万元、19,442.08万元和18,042.64万元，存在一定波动。2019年1-6月，公司收入保持增长，但净利润同比略有下滑。

表25 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	71,874.28	139,877.49	133,949.11	123,383.77
营业利润	10,821.26	19,376.74	20,539.97	19,641.31
利润总额	12,899.35	22,271.64	23,767.26	21,583.99
净利润	10,652.87	18,042.64	19,442.08	17,566.54
综合毛利率	35.82%	35.60%	35.05%	35.44%
期间费用率	18.71%	20.66%	18.72%	18.38%
营业利润率	15.06%	13.85%	15.33%	15.92%
总资产回报率	-	11.60%	16.25%	17.08%
净资产收益率	-	12.24%	16.44%	19.97%
营业收入增长率	17.00%	4.43%	8.56%	9.42%
净利润增长率	-2.66%	-7.20%	10.68%	16.62%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务收现情况较好，经营活动现金生成能力较强，但经营活动现金流量净额

存在一定波动

公司整体生产经营较为稳健,收现情况较好,从FFO来看,2016-2018年分别为21,341.46万元、23,280.00万元和23,077.59万元,公司现金生成能力较强。但近年公司应收账款及存货增加对营运资本需求加大,且未能依靠应付信用政策的调整减少营运资金占用,经营活动现金流有所波动,2016-2018年,公司经营活动净现金流分别为9,966.84万元、13,676.36万元和6,356.46万元,2018年同比下降53.52%。

投资活动现金流方面,由于公司使用闲置资金购买和赎回理财产品、对外股权投资增加等原因影响,2016-2018年,公司投资活动现金净流量分别为12,250.95万元、-21,166.41万元和-26,753.73万元,各年波动较大,其中2017年净流出系购买理财产品所致;2018年净流出系公司出于战略发展需要,收购泽汇科技、依革思儿等公司股权,导致投资支付的现金金额较大。

筹资活动现金流方面,2016-2018年公司筹资活动现金流入主要源于发行股票及外部借款;筹资活动现金流出主要为分配股利及债务偿还。2017年公司筹资活动现金净流量较2016年增幅较大,主要是公司当年收到首次公开发行股票募集资金所致。2018年出于业务发展及战略扩张的需要,公司当年银行借款金额增加较大,筹资活动现金仍表现为净流入26,772.66万元。

总体而言,现阶段公司主营业务收现情况较好,现金生成能力较强,但由于应收款项及存货占用营运资金增加,经营活动现金流量存在一定波动。

表26 公司现金流情况(单位:万元)

项目	2018年	2017年	2016年
净利润	18,042.64	19,442.08	17,566.54
非付现费用	5,102.45	3,573.02	3,003.11
非经营损益	-67.50	264.90	771.81
FFO	23,077.59	23,280.00	21,341.46
营运资本变化	-16,788.43	-9,603.63	-5,714.63
其中:存货的减少	-3,433.84	-3,099.44	3,200.77
经营性应收项目的减少	-16,166.84	-11,029.52	-1,164.25
经营性应付项目的增加	2,812.25	4,525.33	-7,751.15
经营活动产生的现金流量净额	6,356.46	13,676.36	9,966.84
投资活动产生的现金流量净额	-26,753.73	-21,166.41	12,250.95
筹资活动产生的现金流量净额	26,772.66	24,121.74	-9,941.96
现金及现金等价物净增加额	6,375.39	16,631.69	12,275.84

资料来源:公司2016-2018年审计报告,中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，面临一定短期刚性债务压力

近年得益于首次公开发行股票及利润的累积，公司所有者权益增长较快，2019年6月末为164,169.44万元，较2016年末增长69.68%；同时随着公司短期借款的增加及债券的发行成功，负债规模亦大幅增加，2019年6月末为95,513.42万元，较2016年末增长了2.33倍。2019年6月末，公司负债与所有者权益比率为58.18%，较2016年末上升28.58个百分点，权益对负债的覆盖程度持续削弱。

表27 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
负债总额	95,513.42	78,394.18	33,091.81	28,642.35
所有者权益	164,169.44	155,071.19	139,774.13	96,752.07
产权比率	58.18%	50.55%	23.68%	29.60%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2019年6月末，公司短期借款为39,100.00万元，其中抵押借款7,700.00万元，保证借款20,000.00万元，信用借款11,400.00万元。2018年末，公司应付票据及应付账款为23,147.74万元，其中应付票据14,485.00万元，全部为银行承兑汇票；应付账款主要为原材料采购款，账龄基本在一年以内。公司其他应付款主要包括往来款、应付限制性股票款及股权转让款等，2018年末金额为15,383.99万元，较上年末大幅增加，系公司收购泽汇科技的应付股权转让款增加所致，2019年公司支付了此笔款项，至2019年6月末，该科目余额大幅减少。

公司非流动负债主要是公司于2019年4月面向合格投资者公开发行的1亿元公司债券（19起步01），期限为3年，票面利率5.8%。

表28 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	39,100.00	40.94%	34,199.78	43.63%	5,450.00	16.47%	4,813.00	16.80%
应付票据及应付账款	35,951.94	37.64%	23,147.74	29.53%	21,495.76	64.96%	17,192.22	60.02%
其他应付款（不含应付利息及应付股利）	3,008.08	3.15%	15,383.99	19.62%	1,103.66	3.34%	1,949.66	6.81%
流动负债合计	84,588.52	88.56%	77,589.12	98.97%	32,236.43	97.42%	27,736.66	96.84%
应付债券	10,145.00	10.62%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	10,924.91	11.44%	805.06	1.03%	855.38	2.58%	905.70	3.16%
负债合计	95,513.42	100.00%	78,394.18	100.00%	33,091.81	100.00%	28,642.35	100.00%
其中：有息债务	73,490.50	76.94%	48,684.78	62.10%	16,154.00	48.82%	15,638.50	54.60%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

有息债务方面,截至2019年6月末,公司有息债务为73,490.50万元,占总负债的76.94%。且主要为短期债务,公司面临一定的短期刚性债务压力。

从偿债指标来看,近年随着负债总额的增长,公司资产负债率总体有所上升,截至2019年6月末,公司资产负债率为36.78%,较2016年末大幅上升13.94个百分点。公司流动比率及速动比率分别为2.09和1.84,整体表现一般。近年公司EBITDA基本保持稳定,但由于利息支出的波动,EBITDA利息保障倍数有所波动。且2018年随着公司短期借款规模扩大,利息支出增加,EBITDA利息保障倍数同比显著下降。

表29 公司偿债能力指标

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	36.78%	33.58%	19.14%	22.84%
流动比率	2.09	1.95	4.06	2.94
速动比率	1.84	1.75	3.65	2.56
EBITDA (万元)	-	26,595.09	27,112.58	25,304.73
EBITDA 利息保障倍数	-	20.43	57.33	26.33
债务总额/EBITDA	-	2.95	1.22	1.13
经营性净现金流/流动负债	-	0.08	0.42	0.36
经营性净现金流/负债总额	-	0.08	0.41	0.35

资料来源:公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表,中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金来源之一是婴童用品销售网络建设项目产生的收益。根据公司提供的相关数据,该项目税前内部收益率为22.82%,税前动态投资回收期为6.74年(含建设期)。但中证鹏元也关注到,受需求市场等因素影响,项目建成后能否产生如期收益存在不确定性。

公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。公司销售网络布局较为完善,2016-2018年公司营业收入不断增长,毛利率较为稳定;公司主营业务收现情况也相对较好,现金生成能力较强,经营活动现金流保持净流入状态。且随着公司对经销渠道的完善及对直营渠道的拓展,未来主业发展较有保障,并利用资本市场平台实现公司品牌多元化及外延并购,加速多品牌运作,增强协同效应,公司具备较好的发展潜力。但值得关注的是,近年来公司应收账款及存货规模保持增长,对营运资金形成一定占用,公司经营现金流存在一定波动。

此外,本期债券为可转换公司债券,在转股期转股后无需还本付息,可视为偿债保障方式之一,但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、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2016年1月1日至报告查询日（2019年8月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

2018年7月21日公司发生一笔欠息，金额为12.50万元，结清日期为7月23日，根据招商银行温州永嘉支行出具的说明，该笔欠息系银行账户维护处理问题导致扣息不及时所致。除此笔外，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。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2019年6月	2018年	2017年	2016年
货币资金	57,777.38	51,461.61	44,934.22	27,850.11
应收票据及应收账款	69,978.30	59,594.89	50,300.55	38,924.77
存货	21,300.64	15,492.98	13,270.12	10,516.07
其他流动资产	7,536.28	18,730.30	20,532.85	1,157.16
固定资产	39,027.67	39,475.51	37,899.78	39,562.47
其他非流动资产	10,589.81	10,187.20	221.24	36.00
资产总计	259,682.86	233,465.38	172,865.93	125,394.42
短期借款	39,100.00	34,199.78	5,450.00	4,813.00
应付票据及应付账款	35,951.94	23,147.74	21,495.76	17,192.22
其他应付款（不含应付利息及应付股利）	3,008.08	15,383.99	1,103.66	1,949.66
应付债券	10,145.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	95,513.42	78,394.18	33,091.81	28,642.35
有息债务	73,490.50	48,684.78	16,154.00	15,638.50
归属于母公司所有者权益	164,223.21	155,092.90	139,774.13	96,752.07
营业收入	71,874.28	139,877.49	133,949.11	123,383.77
营业利润	10,821.26	19,376.74	20,539.97	19,641.31
净利润	10,652.87	18,042.64	19,442.08	17,566.54
经营活动产生的现金流量净额	-1,839.12	6,356.46	13,676.36	9,966.84
投资活动产生的现金流量净额	-9,333.58	-26,753.73	-21,166.41	12,250.95
筹资活动产生的现金流量净额	13,612.32	26,772.66	24,121.74	-9,941.96
财务指标	2019年6月	2018年	2017年	2016年
应收账款及应收票据周转天数（天）	-	141.42	119.90	116.29
存货周转天数（天）	-	57.48	49.21	54.99
应付账款及应付票据周转天数（天）	-	89.21	80.05	96.62
净营业周期（天）	-	109.69	89.06	74.66
流动资产周转天数（天）	-	363.44	285.67	256.77
固定资产周转天数（天）	-	99.57	104.09	117.10
总资产周转天数（天）	-	522.88	400.80	385.02
综合毛利率	35.82%	35.60%	35.05%	35.44%
期间费用率	18.71%	20.66%	18.72%	18.38%
营业利润率	15.06%	13.85%	15.33%	15.92%
总资产回报率	-	11.60%	16.25%	17.08%
净资产收益率	-	12.24%	16.44%	19.97%

营业收入增长率	17.00 %	4.43%	8.56%	9.42%
净利润增长率	-2.66%	-7.20%	10.68%	16.62%
资产负债率	36.78%	33.58%	19.14%	22.84%
流动比率	2.09	1.95	4.06	2.94
速动比率	1.84	1.75	3.65	2.56
EBITDA（万元）	-	26,595.09	27,112.58	25,304.73
EBITDA利息保障倍数	-	20.43	57.33	26.33
债务总额/EBITDA	-	2.95	1.22	1.13
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.08	0.42	0.36
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.08	0.41	0.35

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 6 月末纳入公司合并范围子公司情况

序号	公司	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
1	福建起步儿童用品有限公司	6,000.00	100%	儿童鞋服销售和出口
2	温州起步信息科技有限公司	3,115.00	100%	软件开发；服装运动用品的研发和销售
3	诸暨起步供应链管理有限公司	2,000.00	100%	供应链管理服务,企业管理咨询;批发:
4	青田起步贸易有限公司	3,000.00	100%	鞋、服装、运动用品的研发和销售
5	浙江起步儿童用品有限公司	3,000.00	100%	鞋、服装、运动用品的研发和销售
6	浙江起步投资有限公司	30,000.00	100%	投资管理，投资咨询，受托企业资产管理
7	厦门起步教育科技有限公司	500.00	65%	教育咨询
8	浙江起步信息科技有限公司	1,000.00	76.00%	应用软件开发;信息技术咨询

资料来源：公司提供，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
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款账面价值} + \text{期末应收票据及应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 应付债券
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。跟踪评级报告于每个会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司（非上市）
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日

重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018 年 11 月 05 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

超尔股份

再复制无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 张颜亭

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

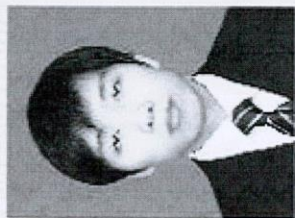
编号: R0030218080004



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 胡长森

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030214030004



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。