

比音勒芬服饰股份有限公司

2020 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【2020】第 Z
【322】号 01

分析师

姓名：
王哲 王强

电话：
0755-82871596

邮箱：
wangzh@cspengyuan.co
m

评级日期：
2020 年 5 月 20 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
方法已披露于中证鹏元
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

比音勒芬服饰股份有限公司 2020 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 68,900 万元

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：本期发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，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”）对比音勒芬服饰股份有限公司（以下简称“比音勒芬”或“公司”，股票代码：002832.SZ）本次拟公开发行总额不超过 68,900 万元可转换公司债券（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主品牌定位明确，在细分市场具有较高知名度，已经建立较为完善的营销网络；公司近年营业收入快速增长，盈利和经营活动现金流均表现较好。但中证鹏元也关注到，公司存在一定的品牌设计和管理风险，新品牌经营存在一定不确定性，存货规模较大、周转率较低，存货库龄明显增加，存在一定的减值风险以及 COVID-19 疫情短期内将对公司经营产生不利影响等因素。

正面：

- 公司主品牌定位明确，经过多年经营，在细分市场知名度较高。公司主品牌“比音勒芬”定位于高尔夫休闲服饰市场，2013 年起成为中国国家高尔夫球队合作伙伴。据中国商业联合会、中华全国商业信息中心根据全国大型零售企业商品销售调查统计结果，2018 年和 2019 年比音勒芬高尔夫服装和 T 恤均荣列国内同类产品市场综合占有率第一位。
- 公司已建立较为完善的营销网络，有利于业务的扩展。公司采取多种销售模式相结合，建立较为完善的营销网络。截至 2020 年 3 月末，公司拥有终端销售门店 902 家，其中直营店 445 家，加盟店 457 家，营销网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场等。

- **近年公司收入快速增长，盈利能力和经营活动现金流均表现较好，负债率较低。**

近年来公司比音勒芬品牌发展较快，业务规模保持增长，2017-2019 年公司营业收入复合增长率为 31.58%；综合毛利率维持在 60%以上，处于较高水平；2017-2019 年公司经营活动现金合计净流入 6.31 亿元，表现较好。2019 年末公司资产负债率为 22.42%，处于较低水平。受消费升级影响，中高端服装前景向好，公司具备较大发展空间。

关注：

- **存在一定品牌设计和管理风险。**由于国内服装市场竞争激烈、风格变化较快等，若公司不能准确把握服装消费流行趋势，将导致品牌认可度下降；并且公司生产环节外包，营销网络拓展较快，若对产品品质和销售服务等管理不能适应公司业务发展，可能对公司的经营带来不利影响。
- **新品牌尚处于初始发展阶段，未来经营情况存在一定不确定性。**2018 年公司推出新品牌“威尼斯狂欢节”定位旅游服饰市场，本期募投项目计划在 3 年内铺设 150 家门店，投资规模较大。由于新品牌尚处于初始发展阶段，未来经营存在一定不确定性。
- **存货规模较大，存货周转效率较低，存货库龄明显增加，若未来存货积压和减值，将对公司经营造成不利影响。**近年来公司存货规模增加较快，2019 年末存货账面价值 6.74 亿元，占总资产 26.71%，近三年复合增长率 39.03%；公司近三年存货周转天数分别 294.13 天、322.58 天和 396.79，存货周转效率较低，2019 年末公司存货库龄明显增加，存货跌价准备计提金额及比例均明显提高；若未来市场环境变化或竞争加剧导致存货积压和减值，将对公司经营造成不利影响。
- **COVID-19 疫情短期内将对公司经营产生不利影响。**受 COVID-19 疫情影响，公司 2020 年 1-3 月营业收入同比下降 22.34%，营业收入增长有所放缓；2020 年 3 月末公司其他流动负债 1.97 亿元，谨慎计提加盟商换货损失。疫情对度假旅游市场影响较大，一定程度影响公司新品牌的孵化。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	261,290.68	252,436.46	211,943.80	173,169.05
归属于母公司所有者权益	205,444.05	195,737.72	162,823.79	144,265.05
资产负债率	21.34%	22.42%	23.13%	16.69%
流动比率	3.82	3.55	3.78	5.21
速动比率	2.50	2.29	2.48	4.00
营业收入	36,638.64	182,551.68	147,574.71	105,442.82
营业利润	11,220.59	47,266.28	33,732.03	22,939.12
净利润	9,706.34	40,660.39	29,225.88	18,022.40
综合毛利率	60.83%	67.78%	63.28%	65.40%
总资产回报率	-	20.31%	17.85%	14.49%
EBITDA	-	53,432.71	38,151.03	26,040.02
经营活动现金流净额	10,870.20	33,346.91	17,081.38	12,649.83

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为“广东比音勒芬服饰有限公司”（以下简称“比音勒芬有限”），于2003年1月由谢挺和劳馨文共同出资成立，注册资本500万元，其中谢挺以货币出资380万元，占注册资本的76%，劳馨文以货币出资120万元，占注册资本的24%。经过2003年3月及7月两次股份转让后，比音勒芬有限股东变更为冯玲玲和申金冬，分别持股76%和24%。2007年10月，比音勒芬有限增加注册资本至1,500万元，由谢秉政以货币出资1,000万元。截至2011年10月经过多次增资及股权转让，比音勒芬有限注册资本增加至6,000万元，第一大股东谢秉政持有比音勒芬有限55.00%的股份。

2012年2月，经比音勒芬有限原有全体股东作为发起人，对比音勒芬有限进行整体变更，发起设立比音勒芬服饰股份有限公司，公司股本为8,000万股，并于2012年3月完成工商变更登记。2016年12月经中国证券监督管理委员会核准，公司向社会公众公开发行A股2,667万股并在深圳证券交易所上市交易（股票代码：002832.SZ），公司股本增加至10,667万股。2018年5月，根据公司2017年度利润分配及公积金转增股本方案，以资本公积金向全体股东每10股转增7股，权益分派实施后公司注册资本变更为人民币18,133.90万元。2019年7月根据公司2018年度利润分配及公积金转增股本方案，公司以资本公积金向全体股东每10股转增7股，权益分派实施后公司注册资本变更为人民币30,827.63万元。

截至2020年3月末，公司股本为30,827.63万元，公司第一大股东为谢秉政，持股比例为41.25%；谢秉政、冯玲玲和谢挺系一致行动人¹，合计直接持有公司股份52.50%。

表 1 截至 2020 年 3 月末，公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
谢秉政	境内自然人	41.25%	127,160,000
谢挺	境内自然人	6.83%	21,065,330
李惠强	境内自然人	3.88%	11,948,007
谢炳銮	境内自然人	3.88%	11,948,000
冯玲玲	境内自然人	3.75%	11,560,000
申金冬	境内自然人	3.75%	11,560,000
香港中央结算有限公司	境外法人	2.53%	7,811,251
全国社保基金四零三组合	其他	1.55%	4,772,897
唐新乔	境内自然人	1.50%	4,624,000
广东通盈创业投资有限公司	境内非国有法人	1.50%	4,624,000

¹ 谢秉政与冯玲玲系夫妻关系，谢秉政与谢挺系兄弟关系。

资料来源：公司 2020 年第一季度报告报告，中证鹏元整理

公司主要从事自有品牌服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。公司目前为双品牌运营模式：“比音勒芬”品牌定位于高端时装服饰，拥有生活系列、时尚系列和高尔夫系列；新品牌“威尼斯狂欢节”定位于度假旅游服饰市场，集中于亲子装、情侣装以及家庭装等产品。截至2020年3月末，公司纳入合并范围的子公司和孙公司共计四家。

表 2 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

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

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：比音勒芬服饰股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过68,900万元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期拟发行的可转换公司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，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、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：本期发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，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：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（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交易均价按经过相应除权、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，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会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；

转股价格的调整方式：当公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况时，转股价格则

需相应调整；

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有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的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审议表决。上述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，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于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个交易日均价之间的较高者，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；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将以本期可转换公司债券的票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期可转换公司债券持有人赎回全部未转股的本期可转换公司债券。具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定；

在本期债券转股期内，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高于当期转股价格的130%（含130%），或本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会有权决定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本期债券；

债券回售条款：在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可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

本期债券的最后两个计息年度，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；

附加回售条款：若本期债券募集资金投资项目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全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权；

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。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在本期发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期可转换公司债券的公告文件中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期公开发行可转换公司债券募集资金总额预计不超过68,900万元（含），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于以下项目：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金金额
1	营销网络建设升级项目	35,655.10	32,000.00
2	供应链园区项目	14,960.72	14,000.00
3	研发设计中心项目	4,527.32	4,000.00
4	补充流动资金	18,900.00	18,900.00
合计		74,043.14	68,900.00

资料来源：公司公告

项目总投资金额高于本期拟投入募集资金金额部分由公司自筹解决；同时，若本期发行扣除发行费用后的实际募集资金净额低于本期募集资金投资项目使用金额，公司将按照项目的轻重缓急投入募集资金投资项目，不足部分由公司自筹解决。本期债券募投项目中营销网络建设升级项目能够产生直接收益，供应链园区项目和研发设计中心项目主要为了满足公司经营发展而建设的配套设施不直接产生收益。

在不改变募集资金投资项目的前提下，公司董事会将根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行调整。在本期公开发行可转债募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

根据公司公告的《关于公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（以下简称“可行性分析报告”），本期债券募投项目具体情况如下：

（一）营销网络建设升级项目

1、项目基本情况

营销网络建设升级项目（以下简称“营销网络升级项目”）总投资 35,655.10 万元，拟使用募集资金 32,000.00 万元。一方面，公司将选取位于一、二线城市的 200 家比音勒芬品牌直营门店进行重新装修，完成店面形象及智能化水平的升级，以优化线下重点渠道；另一方面，公司将通过该项目在全国范围内开展威尼斯狂欢节品牌的营销网络建设，计划在 3 年内铺设 150 家门店，扩大度假旅游服饰新品牌的营销网络覆盖范围。

2、项目投资估算

营销网络升级项目总投资金额为 35,655.10 万元，本期拟使用募集资金投入 32,000.00 万元。项目总投资主要包括场地投入、设备购置及安装、基本预备费和铺底流动资金。

3、项目实施主体

营销网络升级项目实施主体为比音勒芬服饰股份有限公司，建设期为36个月。截至2019年9月末，该项目已取得《广东省企业投资项目备案证》（2019-440100-18-03-056049）。

4、项目效益情况

根据可行性分析报告，经测算，营销网络升级项目的财务内部收益率（税后）为：20.11%，静态投资回收期（税后，含建设期）为：6.15年。但由于目前服装行业竞争激烈且市场需求变动较快，若在项目建设过程中行业经营业态发生变化或新增店铺未能取得预期经济效益，均会对项目收益的实现产生不利影响。

（二）供应链园区项目

1、项目基本情况

为提升公司物流供应链能力及仓库运营效率，本项目拟在广州市番禺区石楼镇菩山工业区SLG15-01地块（10,791平方米）新建公司供应链园区，包括建设立体仓储区、分拣配送中心、综合办公楼、宿舍、食堂以及区域内的道路、绿化等公用工程。项目投资总额为14,960.72万元，拟使用募集资金14,000.00万元。

2、项目投资估算

该项目总投资金额为14,960.72万元，拟使用募集资金投入14,000.00万元。该项目总投资主要包括场地投入、设备购置及安装费、实施费用和基本预备费。

3、项目实施主体

供应链园区项目实施主体为比音勒芬服饰股份有限公司，建设期为24个月，截至2019年9月末，该项目已取得《广东省企业投资项目备案证》（2019-440113-18-03-056031），已取得201944011300011055号《建设项目环境影响登记表》。

（三）研发设计中心项目

1、项目基本情况

为适应公司快速增长的业务需求，增强品牌研发设计能力，打造比音勒芬国内领先的高端时尚运动服饰品牌地位，同时深挖度假旅游服饰蓝海市场，该项目拟在公司新办公大楼建设研发设计中心，作为比音勒芬及未来新品牌的研发办公业务基地，完成产品的研发设计并支撑相关部门日常运营。本项目建成后，主要实现研发设计、展示、培训、办公及其他配套功能。该项目投资总额为4,527.32万元，拟使用募集资金4,000.00万元。

2、项目投资估算

该项目总投资金额为4,527.32万元，本次拟使用募集资金投入4,000.00万元。该项目总投资主要包括装修工程、设备购置及安装费、实施费用和基本预备费。

3、项目实施主体

研发设计中心项目实施主体为比音勒芬服饰股份有限公司，建设期为24个月，截至2019年9月末，该项目已取得《广东省企业投资项目备案证》(2019-440113-18-03-056050)。

四、运营环境

国内宏观经济增速放缓，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑；同时，受 COVID-19 疫情影响，居民收入受损，食品、医疗等消费支出压力加大，短期内会对衣着消费造成一定冲击

我国宏观经济增速持续放缓，2019 年全年国内生产总值同比增长 6.1%，增速较 2018 年下降 0.6 个百分点。分季度来看，一至四季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0% 和 6.0%，经济下行压力仍然较大。消费方面表现为我国社会消费品零售总额增速持续放缓，2019 年下滑至 8.0%，较 2018 年下降 0.98 个百分点。细分来看，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下降更为明显，2019 年下滑至 2.90%，较 2018 年下降 5.11 个百分点。

图 1 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑

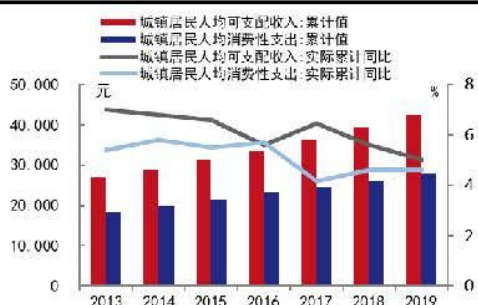


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

国内服装家纺市场需求增长动力较弱。近年来，我国城镇居民人均可支配收入增速整体呈下降趋势，2019 年为 5.00%，较 2018 年下降了 0.60 个百分点。2017 年我国城镇居民人均消费性支出增速降幅较大，较 2016 年下降了 1.55 个百分点，2018 和 2019 年略有回升，2019 年为 4.60%，与 2018 年持平。从消费结构来看，食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向，近年来合计占比均在 50% 以上，同时居住消费占比仍在逐年增加。随着居民生活水平的提升及消费观念的变化，教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势，2019 年两者合计占比为 19.99%，较 2018 年增加了 0.77 个百分点。在上述因素影响下，我国居民衣着消费占比不断被压缩，2019 年为 6.53%，较 2018 年和 2013 年分别下降

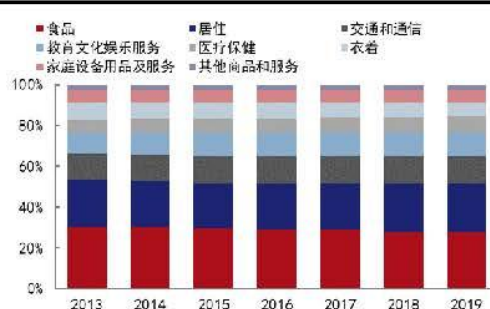
了 0.39 和 1.87 个百分点。值得注意的是，2020 年 1 月 COVID-19 疫情（以下简称“疫情”）在国内爆发，各地交通管制和延期复工等政策伴随而来，对餐饮、旅游、娱乐、交通运输、酒店、零售等多个行业的正常经营造成严重影响，国内经济增长进一步承压，居民收入受损，同时食品价格上涨，医疗防护用品支出增加，短期内均对衣着消费造成进一步冲击。此外，我国人口自然增长率自 2016 年以来持续下降，2019 年为 3.34%，较 2016 年下降了 2.52 个百分点，同时我国 60 岁以上人口占比逐年增加，2019 年末已达 18.1%，长期来看，人口增长放缓及老年人口占比上升均对衣着需求的长期增长形成一定压力。

图 2 城镇居民人均可支配收入增速下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 居民衣着消费占比不断被压缩

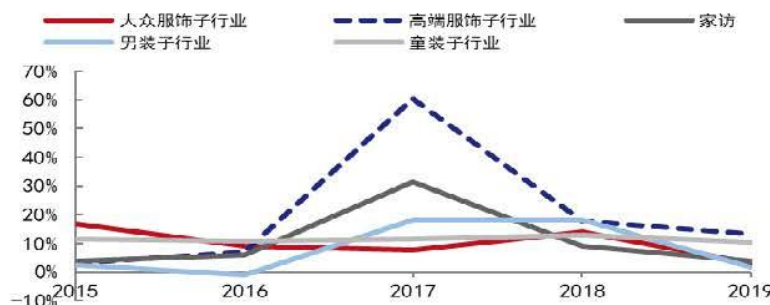


资料来源：Wind，中证鹏元整理

受消费升级影响，中高端服装前景向好；中国服装行业集中度相对较低，目前国内中高端时尚运动品牌较为稀缺，未来仍有较大发展空间

在服装行业整体较为低迷的背景下，近年来国内高端服饰子行业收入增速显著高于行业平均水平。对服装家纺行业上市公司统计结果显示，2017 年高端服饰子行业收入同比增长 60.27%，远高于其他子行业，2018 年和 2019 年高端服饰子行业收入分别同比增长 17.71% 和 13.17%，增速虽有所回落但仍高于其他子行业。随着国内消费升级的持续推进，新中产及以上阶层不断扩大，未来中高端品牌服装需求将不断提升，中高端服装行业前景向好。

图 4 近年来高端服饰收入增速显著高于行业



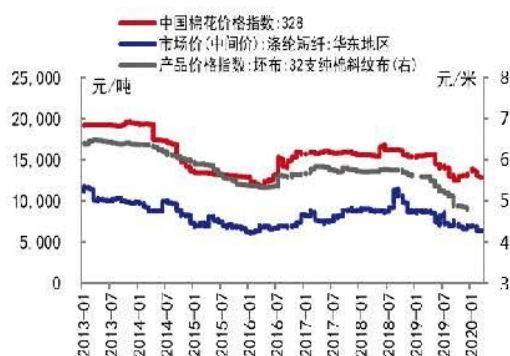
资料来源：Wind，中证鹏元整理

经过多年发展，中国服装产业蓬勃发展，各种服装品牌如雨后春笋出现，中国目前有超过1万个服装品牌，市场集中度低，2018年中国服装市场前十品牌份额合计仅为9.6%左右，同时还不断有新兴品牌加入，国际品牌也在加速布局国内市场，服装市场竞争整体较为激烈。目前国内奢侈品服装市场基本被国际一线品牌垄断，中高端及轻奢市场主要包括国外二三线品牌和国内品牌。由于国外二三线品牌在国内渠道有限，而传统国内品牌以商务风格为主，中高端时尚品牌较为稀缺。随着中高端品牌服装需求将不断提升，未来定位中高端和轻奢市场的品牌仍有较大发展空间。

上游原材料价格处于低位，但受国内外市场需求疲软影响，叠加此次疫情，行业库存压力和应收款项回收压力加大，行业内企业仍面临较大经营压力

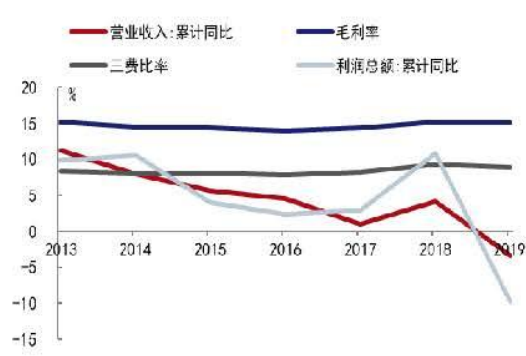
服装家纺行业上游原材料包括化学纤维和天然纤维，价格整体处于低位。天然纤维以棉花为主，化学纤维以涤纶为主。2018年下半年以来棉花和涤纶短纤价格均呈波动下降趋势。截至2020年2月末，328级棉花和涤纶短纤的价格分别为1.31万元/吨和0.65万元/吨，均低于2013年至今的平均价格，原材料价格整体处于低位。由于纺织产业链较短，纤维价格向坯布传导较快，坯布价格呈现出与纤维价格相同的走势，截至2019年末为4.80元/米，系2013年来最低价格。原材料价格低位运行，有利于行业内企业降低生产成本，提高销售利润水平。

图5 棉花、涤纶等原材料价格低位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 2019年行业收入及利润负增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来服装家纺企业经营压力较大，行业内规模以上企业营业收入和利润总额增速波动下降，2019年均转为负增长，同比分别下降3.40%和9.80%；毛利率和期间费用率方面，近年来整体波动幅度不大，2017-2018年有所上升，2019年分别为15.04%和8.91%，稍有回落。近年来行业内企业存货和应收票据及应收账款同比增速波动下行，但存货和应收账款占总资产的比重仍然较大，2019年末分别为15.68%和16.75%，行业内企业仍面临较大的库存管理压力和应收款项回收压力。

图7 行业存货和应收款项占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此次疫情影响，一方面，各大商场、购物中心以及街店等人流量大幅减少甚至闭店，叠加暖冬和换季因素，对冬装的清仓促销和春装的销售节奏带来较大影响；另一方面，延期复工带来了较大的工资、租金等固定支出压力，以上均对行业内企业盈利能力、存货及应收账款周转效率造成不利影响，预计2020年行业经营压力将进一步增大。

五、公司治理与管理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等有关法律、法规的要求，建立公司法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，行使选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告等职权。2017-2019年，公司分别召开了3次、4次和5次股东大会，股东大会的召集、召开程序，议案的审议程序和决策程序等严格按照《公司章程》、《股东大会议事规则》等的规定执行。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中独立董事3名；公司董事会设董事长1名，由董事会选举产生，由实际控制人谢秉政担任。公司设监事会，监事会设3名监事，任期三年，由2名股东代表和1名职工代表组成，职工代表由公司职工民主选举产生和更换。监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

内部管理方面。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，主要负责公司生产经营管理工作。公司在总经理下设产品研发中心、商品管理中心、营销中心、财务中心和人力资源中心等职能部门。公司目前组织结构较为完整，能够与生产经营情况相适应。公司针对直营店制定了全方位的标准管理体系，主要涵盖门店选址、门店开业审核、产品订货、产

品价格控制、门店营销活动、门店形象管理、货品管理与陈列、信息管理系统、资金结算、市场资讯、店员培训等内容。公司对加盟商制订了严格的资质审核评定程序和全方位的监督管理体系，包括对加盟商的资质审核、知识产权维护、店铺选址及店铺形象管理、价格管理及促销等。

人力资源方面，公司人员构成符合公司生产经营情况，由于生产环节外包，公司人员主要为销售人员和运营人员。2019年末公司2,684名员工中销售人员和运营人员分别占比83.79%和6.59%。2019年末，公司产品研发中心共有研发设计人员65人，每年设计超过千款服装样式，能够满足公司产品运营需求。

表4 截至2019年末，公司员工构成情况（单位：人）

专业构成类别	专业构成人数	占比	教育程度类别	数量	占比
销售人员	2,249	83.79%	硕士及以上	9	0.34%
运营人员	177	6.59%	本科	154	5.74%
研发设计人员	65	2.42%	大专	555	20.68%
行政管理人员	193	7.19%	中专及以下	1,966	73.25%
合计	2,684	100.00%	合计	2,684	100.00%

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事自有品牌服饰的研发设计、品牌推广、营销网络建设及供应链管理。公司目前为双品牌运营模式，比音勒芬品牌定位于高端时尚运动服饰，拥有生活系列、时尚系列和高尔夫系列，经过多年累积已在国内具有一定知名度，并在全国建设较为完善的销售网络；新品牌威尼斯狂欢节定位于度假旅游服饰市场，集中于亲子装、情侣装以及家庭装等产品，仍处于品牌开发阶段。近年来公司比音勒芬品牌发展较快，业务规模保持增长，2019年公司营业收入达到18.26亿元，三年复合增长率为31.58%。毛利率方面，近年来公司不同细分品类服饰毛利率存在一定波动，但基本维持在60%以上，2017-2019年公司综合毛利率分别为65.40%、63.28%和67.78%，处于较高水平。受COVID-19疫情影响，2020年1-3月公司实现营业收入3.66亿元，同比下降22.34%，系公司近三年首次出现营业收入下降；毛利率较2019年下降6.95个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	36,638.64	60.83%	182,549.86	67.78%	147,574.71	63.28%	105,442.82	65.40%

其中：上装类	-	-	75,709.51	69.31%	61,456.46	63.33%	45,374.05	66.03%
下装类	-	-	35,736.24	66.99%	29,220.30	65.09%	21,861.30	68.08%
外套类	-	-	55,531.63	66.04%	47,254.26	62.41%	32,228.68	63.66%
其他类	-	-	15,572.47	68.31%	9,643.70	61.70%	5,978.78	60.30%
其他业务	-	-	1.83	100%	0.00	-	0.00	-
合计	36,638.64	60.83%	182,551.68	67.78%	147,574.71	63.28%	105,442.82	65.40%

注：“-”表示公司未提供具体数据。

资料来源：公司2017-2019年年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主品牌经过多年发展，在高端时尚运动服饰领域具有一定的品牌影响力；新品牌聚焦度假旅游服饰市场，尚处于品牌孵化期，是否能达到预期存在一定的不确定性，COVID-19疫情短期内将对新品牌的孵化产生不利影响

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

经过多年的发展，比音勒芬品牌在高尔夫运动休闲服饰市场已具有一定的品牌影响力和知名度。公司于2013年成为中国国家高尔夫球队合作伙伴，2017年成为中国国家高尔夫球队亚运之队合作伙伴，专为国家队提供训练服和比赛服，一定程度提升了公司在高尔夫服饰领域的品牌影响力。自2013年起，公司与高尔夫频道联合打造由公司冠名的国内品牌赛事IP——“比音勒芬杯”铁杆会，不断夯实高尔夫服饰品牌的领先地位。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心根据全国大型零售企业商品销售调查统计结果，比音勒芬高尔夫服装荣列2017-2019年度同类产品综合占有率第一位、比音勒芬T恤荣列2017年同类产品市场综合占有率第二位、2018-2019年同类产品市场综合占有率第一位，同时比音勒芬高尔夫服装和T恤被评为“2019年度高质量发展优选品牌”。

2018年公司推出新品牌“威尼斯狂欢节”，聚焦度假旅游服饰市场，打造亲子装、情侣装以及家庭装，提供一站式解决家庭出游的着装需求。威尼斯狂欢节品牌计划孵化期为3年，公司已开始在全国范围内开展威尼斯狂欢节品牌的营销网络建设，计划在3年内铺设150家门店，扩大度假旅游服饰新品牌的营销网络覆盖范围。2019年“威尼斯狂欢节”品牌实现营业收入5,670.34亿元，整体收入仍较小，存在较大发展空间。截至2020年3月末，威尼斯品牌门店数量62家。其中直营门店51家，加盟门店11家。近年来国内旅游收入保持较快增长，随着度假旅游大众化和消费升级，度假旅游服饰市场具有较大开拓空间。但由于威尼斯狂欢节品牌刚刚推出市场不久，未来新品牌推广和经营状况是否符合预期仍存在

一定的不确定性。受COVID-19疫情影响，2020年一季度度假旅游市场全面停滞；虽然国内疫情逐步得到控制，度假旅游市场将逐步复苏，但短期内度假旅游市场需求难以恢复快速增长，不利于公司新品牌的孵化。

公司具有一定的研发设计能力，但仍需持续关注公司品牌设计风险

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

公司已建立一支较高素质的设计研发团队，具有奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验，在设计理念、色彩应用、工艺设计与表现、面料处理与把握等方面具有一定的专业素养。近年来，公司研发投入规模不断上升，2017-2019年公司研发投入分别为4,087.88万元、4,967.31万和5,910.59万元。近年公司设计部门每年设计的产品均超千款，显示了公司具有较强的设计能力。但需要注意的是，由于国内服装市场竞争激烈、风格变化较快，特别在中高端消费品市场，消费者对品牌质量及知名度要求较高，若公司不能准确把握服装消费流行趋势，品牌认可度下降，或者对产品品质和销售服务等管理不能适应公司业务发展，可能对公司的经营带来不利影响。

表 6 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
研发投入	5,910.59	4,967.31	4,087.88
研发投入占营业收入比例	3.24%	3.37%	3.88%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立较为完善的营销网络，近年来门店数量大幅增长；未来若公司营销网络管理不能满足业务发展需要，新品牌未来销售情况不及预期均将对公司经营业绩造成一定影响

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

近年来公司不断进行营销网络优化，直营店和加盟店均持续增长。公司营销网络覆盖

全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场、知名高尔夫球会会所等，截至2019年末，公司拥有894个终端销售门店，其中直营店合计441家，加盟店合计453家。公司近年来新开门店总数呈逐年上升趋势，2018年净新开门店（减去关店数）112家，2019年净新开门店（减去关店数）130家；一方面是由于比音勒芬品牌发展较快，新开门店较多；另一方面，公司在2018年推出新品牌“威尼斯狂欢节”后，开展新品牌营销网络建设所致。2020年一季度公司净新开店数为8家。

根据本期债券募投项目规划，威尼斯狂欢节品牌计划在3年内铺设150家门店，扩大度假旅游服饰新品牌的营销网络覆盖范围，未来公司营销网络将进一步扩大。截至2020年3月末，威尼斯品牌门店数量已达到62家，其中直营门店51家，加盟门店11家。该项目投资规模较大，若威尼斯狂欢节品牌推广及销售情况不及预期，将对公司的利润水平产生一定影响。

整体来看，近年来公司终端门店仍保持较快增长，但实体店销售模式受到电子商务的较大冲击。若公司在人力资源管理、选择合适新开门店地址、绩效管理等营销网络管理方面不能满足业务发展需要，将对公司未来盈利能力造成一定影响。另外，此次COVID-19疫情也对公司实体店的经营造成较大的负面影响，若此次疫情短期无法完全控制和消除，将持续影响消费者在实体店的消费需求，将对公司门店运营形成较大压力。

表7 公司终端门店数量变化情况（单位:家）

门店类型	2020年1-3月			2019年			2018年			2017年		
	数量	新开	关闭	数量	新开	关闭	数量	新开	关闭	数量	新开	关闭
直营	445	9	5	441	124	48	365	88	17	294	39	19
加盟	457	7	3	453	85	31	399	66	25	358	58	28
合计	902	16	8	894	209	79	764	154	42	652	97	47

资料来源：公司提供

直营渠道销售收入增长有所放缓，加盟渠道销售仍保持较快增长，受COVID-19疫情影响2020年一季度收入增速下降，若未来衣着消费需求无法快速复苏，将对公司全年销售造成不利影响

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

营门店。

加盟模式下公司对加盟商未收取加盟费、商标许可使用费等费用，加盟合同均为一年一签。加盟商自己负责取得经营场地、门店日常经营管理，并执行公司制定的产品定价和产品价格调整等政策。在特许加盟模式下，公司产品以买断形式销售给加盟商。而为维持公司品牌形象，公司对于过季库存均不在直营正价店和加盟商门店进行打折销售，一般会在过季一年后再在直营折扣店渠道进行打折销售，对于加盟模式公司会给予加盟商10%-30%左右的换货率，以助于加盟商维持销售价格稳定。

从不同销售渠道收入来看，直营模式仍是公司营业收入的主要来源。2017-2019年，公司直营模式收入分别为7.76亿元、10.30亿元和11.94亿元，占主营业务收入的比重分别为73.60%、69.75%和65.41%；其中2018年直营模式收入增速为32.66%，2019年直营模式收入增速为15.98%，增速有所放缓。直营模式收入中公司直营折扣店销售情况稳定，2017-2019年折扣店渠道销售额占总营业收入的20%左右，与公司营业收入保持同步增长。近年来加盟模式收入保持较快增长，占比持续提升。2017-2019年公司加盟模式收入分别为2.78亿元、4.46亿元和6.31亿元，年复合增长率为50.61%，主要系公司加盟商网络不断扩展所致。但值得关注的是，由于公司主要聚焦于线下门店运营，线上销售规模较小，2019年全年线上营业额847.50万元。2020年受COVID-19疫情影响，公司线下门店经营遭遇较大挑战，尽管公司通过网红直播带货等营销方式发力线上销售，但2020年一季度仍出现近三年来首次增速下降。2020年一季度公司实现收入3.66亿元，同比下降22.34%，若未来COVID-19疫情影响短期无法控制和消除，衣着消费需求难以快速复苏，将对公司全年的销售造成不利影响。

表 8 公司不同销售模式收入及毛利率情况（单位:万元）

类别	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
直营模式	119,404.49	71.36%	102,951.48	63.79%	77,605.87	66.50%
加盟模式	63,145.37	60.99%	44,623.23	62.08%	27,836.94	62.35%
合计	182,549.86	67.78%	147,574.71	63.28%	105,442.82	65.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

毛利率方面，近年来公司整体毛利率情况较为稳定，均保持在60%以上，毛利率处于较高水平，主要系公司产品定位高端消费市场，产品质量及品牌溢价相对较高。2017-2018年公司直营渠道和加盟商渠道毛利率较为接近，主要系公司对于过季库存商品，均通过公司自营的折扣店渠道进行销售，该渠道折扣力度较大，毛利率相对较低，一定程度降低了直营渠道的整体毛利率。2019年公司直营毛利率达到71.37%，较2018年提高7.58个百分点，

主要系2019年公司对自营折扣店的销售折扣力度进行控制以及增值税下降影响，导致2019年直营折扣店毛利率提高所致。

近年来公司实行“调位置、扩面积”的店铺改造计划，注重打造精品店和大型体验店，较为有效地提高公司单店销售情况。2018年直营渠道平均单店销售额达到312.45万元，同比增长14.34%；2019年直营模式平均单店销售额为296.29万元，较2018年有所下降，主要系公司2019年新增“威尼斯狂欢节”品牌门店销售额相对较低所致。加盟渠道下，公司对加盟店的平均单店销售额快速增长，2019年达到148.23万元，三年复合增长率为35.14%。公司直营渠道单店绩效高于加盟商渠道，主要系公司直营门店主要集中在一、二线城市，直营店规模相对较大。而随着公司品牌影响力的提升，加盟渠道绩效增速加快。

表9 公司平均单店销售额变动情况（单位:万元）

类别	2019年		2018年		2017年	
	平均门店数	平均单店销售额	平均门店数	平均单店销售额	平均门店数	平均单店销售额
直营模式	403	296.29	329.5	312.45	284	273.26
加盟模式	426	148.23	378.5	117.89	343	81.16

注：平均门店数量=（期初数量+期末数量）/2；

平均单店销售额=收入/平均门店数。

加盟模式下平均单店销售额为公司对加盟门店的单店销售额，非终端门店实际销售额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在直营模式下，公司主要合作方包括天虹商场股份有限公司、广东天河城百货有限公司、金鹰国际商贸集团（中国）有限公司等，2017-2019年公司前五大合作方集中度分别为15.35%、14.43%和11.94%，集中度相对较低。从结算情况来看，公司与主要合作方结算周期大部分在一个月，结算周期相对较短，有利于公司营运资金流转。

公司加盟商渠道收入保持较快增长，但给予加盟商较高的换货率，若加盟商销售不畅，将降低公司存货周转效率；受COVID-19疫情影响，公司计提加盟商换货损失较大

公司一年举办两次新品订货会，加盟商在确认订货单后，一般需在十天之内预交所定货品总金额30%作为订金，在加盟商提取货品之前需支付全部货款，因此公司对加盟商货款结算比较及时。公司在将货品交付物流公司运输后，确认收入与成本，由于公司会给予加盟商10%-30%的换货率，在每期资产负债表日，根据当年加盟商的换货金额与相对应的公司对加盟商实现的销售收入确定换货率，用换货率乘以对加盟商实现的销售收入中尚未换货部分估算可能发生的换货金额，并将其作为未实现收入处理，相应冲减当年营业收入、营业成本，涉及的未实现销售毛利额列示于其他流动负债。

公司主要加盟商包括昆明亚际贸易有限公司、辽宁大江实业有限公司、唐山君昆商贸

有限公司等，2017-2019年公司前五大加盟商集中度均未超过20%，集中度相对较低。近年来加盟商渠道收入保持较快增速，2019年加盟商渠道销售收入达到6.31亿元，三年复合增长率为50.61%；而反映加盟商换货规模的其他流动负债增速高于加盟商渠道收入增长率，2017-2019年公司其他流动负债分别为2,170.99万元、5,057.98万元和8,932.18万元，三年复合增长率为70.94%。

2020年一季度受COVID-19疫情冲击，加盟商销售受到较大影响，公司谨慎计提加盟商换货损失，2020年3月末其他流动负债为19,677.20万元，未来加盟商换货将一定程度增加公司存货规模，对公司去库存造成较大压力。整体来看，加盟商渠道的快速增长对公司营销网络建设及营业规模增长均有良好促进作用，但由于公司目前对完成订货指标的加盟商一般给予10%-30%的换货指标，若加盟商销售不畅，实际换货比例较高，将对公司营运资金及存货周转效率造成一定影响。

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

公司的生产环节全部外包，采购类别包括成衣、面料和辅料。公司的采购方式分为订货和补货两种，订货是根据订货会的订单情况制定货品生产交货计划并选择供应商签署采购协议。补货是指公司除了订货的集中采购之外，根据市场销售情况对部分热销款式进行补充采购；目前采购以订货为主，补货为辅。公司的采购主要以直接采购成衣为主，近年来对成衣厂采购占比均在90%以上；对于部分高档面辅料公司会自主采购后，再交由成衣厂加工生产，根据当年产品对部门高档面辅料的需求，比例有一定波动。

近年来公司总体对外采购金额有所波动，2018年公司对外采购金额为8.43亿元，较2017年增长77.37%，主要系公司积极扩张销售渠道规模而进行的备货和铺货增长所致；受此影响2018年末公司存货规模较2017年增长78.41%。存货规模较大降低了公司运营效率，公司2019年控制库存的增长，减少对外采购规模，提高产品消化率，2019年公司对外采购金额下降至6.86亿元，2019年末存货规模同比增长8.35%，增速明显下降。

表10 公司历年总体对外采购情况（单位:万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
面辅料采购额	6,794.79	9.91%	5,141.87	6.10%	3,781.53	7.96%
成衣厂采购额	61,791.04	90.09%	79,111.92	93.90%	43,720.80	92.04%
合计	68,585.83	100.00%	84,253.79	100.00%	47,502.33	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来，公司主要合作成衣厂较为稳定，主要为温州多马服饰有限公司、伊藤忠纤维

贸易（中国）有限公司、温州市名威实业有限公司、佛山奥轩服饰有限公司等。2017-2019年前五大供应商合计占当年采购金额的比重分别为33.00%、35.49%和29.95%，集中度相对较低。结算方面，公司向供应商采购一般会支付30%的订金，收到货品后按到货金额60%货款，剩余货款在无质量问题及投诉后付清。公司对供应商的支付与对加盟商的收款时限较为匹配，一定程度降低公司营运资金压力。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2018年公司合并报表范围新增四家公司，分别为广州市比音勒芬商务咨询有限公司、广州市比音勒芬供应链管理有限公司、宁波市比音勒芬供应链管理有限公司、广州比音勒芬易简股权投资合伙企业（有限合伙）。2019年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，资产流动性较好，但存货规模增长较快，2019年末公司存货库龄明显增加，存在一定的减值风险

近年来公司资产规模保持较快增长，2019年末资产总额达到25.24亿元，2017-2019年复合增长率为20.74%；2020年3月末，公司资产总额增长至26.13亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	43,396.20	16.61%	47,542.97	18.83%	54,335.82	25.64%	69,414.68	40.08%
应收账款	15,003.25	5.74%	14,083.62	5.58%	10,437.74	4.92%	5,371.17	3.10%
预付款项	2,653.62	1.02%	8,418.33	3.33%	9,911.95	4.68%	9,815.96	5.67%
存货	69,108.59	26.45%	67,433.25	26.71%	62,237.49	29.37%	34,885.35	20.15%
其他流动资产	64,939.04	24.85%	47,399.39	18.78%	34,961.28	16.50%	28,335.71	16.36%
流动资产合计	200,788.75	76.84%	189,851.14	75.21%	181,255.52	85.52%	150,510.71	86.92%
固定资产	21,296.63	8.15%	21,901.91	8.68%	905.77	0.43%	547.15	0.32%
无形资产	11,678.57	4.47%	11,357.27	4.50%	11,157.89	5.26%	10,844.31	6.26%

非流动资产合计	60,501.93	23.16%	62,585.32	24.79%	30,688.28	14.48%	22,658.34	13.08%
资产总计	261,290.68	100%	252,436.46	100%	211,943.80	100%	173,169.05	100%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款为主，截至2019年末，公司货币资金余额4.75亿元，其中0.24亿元为银行承兑汇票保证金使用受限。随着业务规模扩大，近年来公司应收账款持续增长，2019年末公司应收账款为1.41亿元，一年以内的应收账款占比为99.42%；公司应收账款集中度较低，前五名欠款单位合计占比为13.24%，但考虑到应收对象中部分客户规模相对较小，可能存在一定收回风险。公司的预付款项为预付的货款，2019年预付款项规模有所下降。2019年末公司预付款项为8,418.33万元，账龄均为一年以内。2020年3月末预付款项规模大幅下降至2,653.62万元，主要系2020年秋冬产品订货会推迟，产品订金尚未支付。

公司的存货主要为库存商品，包括当季及过季存货，2017-2018年随着公司业务规模扩大和单店业绩增长带来的备货和铺货的增加，存货规模持续快速增长，2018年存货增速为78.41%。2019年公司减少对外采购，控制库存增长，2019年末存货账面价值6.73亿元，同比增长8.35%，存货增速大幅下降。从公司存货库龄来看，2017-2019年库龄一年以内存货占比逐年下降，由2017年的80.54%下降至2019年的52.82%，公司存货库龄明显增长，存货周转压力有所加大，过季服装销售压力明显增加。2019年末计提存货跌价准备3,353.47万元，存货跌价准备计提比例为4.74%，存货跌价准备计提金额及比例均有较大提高，若未来市场环境变化或竞争加剧或将增加存货减值风险。

表 12 公司存货库龄情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	账面余额	占比	账面余额	占比	账面余额	占比
1 年以内	37,388.22	52.82%	48,590.64	76.61%	28,534.02	80.54%
1-2 年	29,191.04	41.24%	11,972.80	18.88%	5,622.16	15.87%
2-3 年	3,594.12	5.08%	2,592.65	4.09%	1,170.37	3.30%
3 年以上	613.34	0.87%	269.52	0.42%	102.41	0.29%
合计	70,786.72	100%	63,425.61	100.00%	35,428.96	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他流动资产以公司结构性存款为主，近年来公司其他流动资产快速增长，2019年末公司其他流动资产4.74亿元，较2017年末大幅增长，主要系公司使用暂时闲置资金购买的结构性存款理财产品增长所致；2020年3月末公司其他流动资产增长至6.49亿元。

公司的固定资产主要为位于广州番禺的商业办公楼，2019年该商业办公楼竣工并由在建工程转入固定资产，使得公司2019年末固定资产大幅增长至2.19亿元。公司的无形资产主要为土地使用权，截至2019年末公司持有3宗土地，账面价值合计1.04亿元，占期末无

形资产的91.65%，土地主要用于公司新办公楼、智能化仓储中心和供应链园区建设。

整体来看，公司资产规模增长较快，2019年末货币资金和以结构性存款为主的其他流动资产占资产规模的37.61%，流动性较好；但公司存货规模较大，存货库龄明显增加，存在一定的减值风险。

资产运营效率

公司存货周转效率较慢，经营效率有所下降

根据公司的结算政策，公司对于特许加盟商一般采取在其全额预付款后安排发货，因此公司应收账款主要来源于直营销售模式。直营模式下，公司主要通过商场、机场、高尔夫球会等单位联营分成的方式进行零售，公司给联营方的账期为一个月，相对较短，因此公司应收账款整体规模较小，应收账款周转效率较高。随着公司业务扩张应收账款规模有所增长，2017-2019年应收账款周转天数分别为17.38天、19.28天和24.18天，呈增长趋势，但仍处于较低水平。

存货周转方面，由于近年来公司扩张销售渠道规模以及单店业绩增长，导致公司备货和铺货的增加，公司存货规模增长较快。并且由于公司对于即将过季的服装未在当季季末于正价店打折销售，而主要在过季一年后进入奥莱渠道、特卖渠道进行销售，导致公司过季服装周转时间相对较长。近年来公司存货周转效率呈下降趋势，2017-2019年存货周转天数分别为294.13天、322.58天和396.79天，在可比上市公司中处于较高水平。

公司应付账款主要为应付成衣厂和辅料供应商的采购款，公司相关采购款账期一般在一个月左右，支付较为及时，应付账款整体规模不大，2017-2019年应付账款周转天数维持在较低水平。

整体来看，受应收账款周转天数、存货周转天数持续增长影响，公司净营业周期呈持续增长趋势，经营效率有所下降。

表 13 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	24.18	19.28	17.38
存货周转天数	396.79	322.58	294.13
应付账款周转天数	45.75	30.71	29.60
净营业周期	375.22	311.16	281.91
流动资产周转天数	365.92	404.66	490.71
固定资产周转天数	22.49	1.77	1.56
总资产周转天数	457.89	469.73	547.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持较快增长，毛利率保持较高水平，整体盈利表现较好

近年来公司逐步扩大销售渠道规模，截至2019年末公司渠道网络覆盖31个省、自治区及直辖市，终端门店数量894家，较2017年增加242家，销售渠道相对完善。公司加大产品研发投入，提升产品竞争力，在维持较高定价的同时提升市场地位及占有率，2017-2019年公司营业收入保持较快增长，年复合增长率为31.58%。公司产品定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，树立了高端品牌形象，具有较高的产品定价能力，使得公司近三年一直保持比较稳定的高毛利率水平。2017-2019年公司综合毛利率分别为65.40%、63.28%和67.78%，其中2019年公司控制折扣店的折扣力度，折扣店渠道毛利率明显提高，带动公司毛利率提高4.50个百分点。2020年1-3月受COVID-19疫情影响，公司实现收入3.66亿元，同比下降22.34%，由于疫情短期内难以完全消除，未来可能对公司经营产生持续影响。

从费用情况来看，公司 2019 年期间费用合计 7.37 亿元，三年年复合增长率为 27.66%。公司期间费用主要体现在销售费用和管理费用，其中销售费用主要包括职工薪酬、门店运营费用、装修装饰费用、广告宣传费用等。2019 年公司销售费用达到 5.48 亿元，三年复合增长率为 26.24%，主要系公司 2017 年开始致力扩大营销网络开新店与店铺形象改造升级，门店运营费用和装修装饰费用增长较快所致。整体来看，2017-2019 年公司期间费用率分别 42.88%、39.63%和 40.37%，占成本比重较高，一定程度影响公司的利润水平。利润水平增长方面，2017-2019 年公司净利润增长较快，分别同比增长 35.92%、62.16%和 39.12%，均高于当年营业收入水平，其中 2017 年主要系公司综合毛利率较 2016 年有所上升，且闲置资金产生的资本利得和政府补助增长较多所致；2018 年主要系公司期间费用率有所下降，且母公司被认定为高新技术企业，企业所得税率由 25%下降至 15%所致；2019 年主要系公司毛利率提升，以及 2019 年 4 月起公司增值税税率由 16%下调至 13%所致。

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

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	36,638.64	182,551.68	147,574.71	105,442.82
营业利润	11,220.59	47,266.28	33,732.03	22,939.12

利润总额	11,212.99	47,153.94	34,364.23	23,223.12
净利润	9,706.34	40,660.39	29,225.88	18,022.40
综合毛利率	60.83%	67.78%	63.28%	65.40%
期间费用率	31.28%	40.37%	39.63%	42.88%
营业利润率	30.63%	25.89%	22.86%	21.76%
总资产回报率	-	20.31%	17.85%	14.49%
净资产收益率	-	22.67%	19.03%	13.22%
营业收入增长率	-22.34%	23.70%	39.96%	25.23%
净利润增长率	-25.27%	39.12%	62.16%	35.92%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，近年来经营活动现金持续净流入

近年来公司收入保持增长，盈利逐年上升，且公司收现情况较好，主营业务现金生成能力较强，经营活动现金流均保持净流入状态，且流入规模持续增长；2017-2019年经营活动现金分别净流入1.26亿元、1.71亿元和3.33亿元。但值得注意的是公司存货规模增长较快，对公司经营活动现金净流入规模增长产生一定影响。

投资活动方面，2017年-2019年公司资金较为充裕，对外投资规模较大，投资活动现金合计净流出8.98亿元。公司对外投资主要包括购买银行结构性存款、购建固定资产和无形资产；2017-2019年公司收到及支付的其他与投资活动有关的现金规模较大，主要为收回及购买结构性存款。

筹资活动方面，近年来公司没有通过银行借款、发行债券等方式取得债务融资。2017-2019年公司筹资活动现金流分别净流出0.28亿元、1.36亿元和0.82亿元，主要为公司分配的股利及银行承兑汇票保证金。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	40,660.39	29,225.88	18,022.40
营运资本变化	29,008.91	-15,753.73	-7,740.96
其中：存货减少（减：增加）	-8,336.29	-28,465.47	-10,620.04
经营性应收项目的减少（减：增加）	3,998.29	-3,113.92	-7,636.43
经营性应付项目的增加（减：减少）	33,346.91	15,825.67	10,515.50
经营活动产生的现金流量净额	33,346.91	17,081.38	12,649.83
投资活动产生的现金流量净额	-30,943.14	-21,593.24	-37,253.76
筹资活动产生的现金流量净额	-8,234.14	-13,583.11	-2,838.18

现金及现金等价物净增加额 -5,830.36 -18,094.97 -27,442.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率处于较低水平，债务压力较小

近年来公司经营持续增长，随着未分配利润累积，公司资本实力不断增强，截至2019年末所有者权益合计为19.58亿元，较2017年末增长35.75%。随着业务扩张，公司负债规模增幅亦较快，2019年末公司负债总额为5.66亿元，较2016年末增长95.82%；由于负债规模增速较快，近年来公司负债与所有者权益比率有所上升，但整体仍处于较低水平。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	55,746.80	56,598.92	49,019.88	28,904.00
所有者权益	205,543.88	195,837.54	162,923.92	144,265.05
产权比率	27.12%	28.90%	30.09%	20.04%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年来公司均无银行借款和长期债券，负债以流动负债为主，2019年末流动负债占比为94.45%。

公司应付票据为银行承兑汇票，2018年公司增加票据支付规模，使得应付票据增长较快，2018年末为0.96亿元，2019年末下降为0.68亿元。公司应付账款为应付的货款，近年来整体呈增长趋势，2019年末为0.87亿元，年复合增长率为70.69%。公司预收款项为预收加盟商货款，加盟商需在订货单确定之日起十天内支付订货款的30%作为首笔预付款，同时公司在收到全部货款后才会发货，从而产生较大规模的预收款项，2017-2019年末预收款项分别为1.56亿元、1.81亿元和1.55亿元。2020年3月末合同负债为0.37亿元，预收加盟商货款较少，主要因COVID-19疫情影响，2020年订货会有所延后所致。公司的其他流动负债为公司向加盟商销售服装可能出现的换货涉及的毛利额，近年来随着加盟商规模的扩大，公司预计换货金额增长，使得公司计提换货损失额持续增加，2019年末其他流动负债余额为0.89亿元，近三年复合增长率为102.84%。2020年3月末公司其他流动负债为1.97亿元，主要系公司应用新收入确认准则，以及2020年一季度受COVID-19疫情冲击，加盟商销售受到较大影响，公司谨慎计提加盟商换货损失。近年来其他流动负债增速大于加盟商渠道销售增速，未来加盟商换货将增加公司存货，需关注加盟商渠道铺货及销售情况对公司存货增长的影响。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	6,743.21	12.10%	6,803.41	12.02%	9,553.39	19.49%	924.26	3.20%
应付账款	10,708.64	19.21%	8,673.75	15.32%	6,276.68	12.80%	2,968.39	10.27%
预收款项	-	-	15,548.20	27.47%	18,143.94	37.01%	15,583.28	53.91%
合同负债	3,673.93	6.59%	-	-	-	-	-	-
其他流动负债	19,677.20	35.30%	8,932.18	15.78%	5,057.98	10.32%	2,170.99	7.51%
流动负债合计	52,577.00	94.31%	53,459.43	94.45%	47,935.70	97.79%	28,904.00	100%
负债合计	55,746.80	100%	56,598.92	100%	49,019.88	100%	28,904.00	100%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年来公司现金流状况较好，截至2019年末公司未进行银行借款、发行债券等方式融资，尚无有息债务，整体债务压力较小。

截至2019年末，公司资产负债率为22.42%，仍处于较低水平。2019年末，公司流动比率和速动比率分别为3.55和2.29，短期偿债能力较好。近年来公司盈利能力较强，EBITDA规模较大且持续增长，2019年公司EBITDA达到5.34亿元，债务总额/EBITDA为1.06，EBITDA对公司债务覆盖能力较好。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	21.34%	22.42%	23.13%	16.69%
流动比率	3.82	3.55	3.78	5.21
速动比率	2.50	2.29	2.48	4.00
EBITDA（万元）	-	53,432.71	38,151.03	26,040.02
EBITDA 利息保障倍数	-	-	-	-
债务总额/EBITDA	-	1.06	1.28	1.11
经营性净现金流/流动负债	-	0.62	0.36	0.44
经营性净现金流/负债总额	-	0.59	0.35	0.44

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目完成后运营带来的现金流是本期债券还本付息的主要来源。本期募投营销网络建设升级项目总投资35,655.10万元，将对200家比音勒芬品牌直营门店进行优化升级，并开展新品牌威尼斯狂欢节的营销网络建设，计划3年内铺设150家门店。根据可行性报告测算，营销网络升级项目的财务内部收益率（税后）为：20.11%，静态投资回收

期（税后，含建设期）为6.15年，项目经济效益良好。但我们同时也关注到，本期债券募投项目建设规模较大，如果在项目建设过程中行业经营业态发生变化或新增店铺未能取得预期经济效益，均会对项目收益的实现产生不利影响。

公司经营活动产生的现金流是本期债券还本付息资金的重要来源。截至2020年3月末，公司拥有终端销售门店902个，其中直营店445家，加盟店457家，营销网络覆盖全国31个省、自治区及直辖市的核心商圈、高端百货、机场等。近年公司经营情况较好，收入快速增长，盈利能力和经营活动现金流均表现较好。2017-2019年公司营业收入分别为10.54亿元、14.76亿元和18.26亿元，复合增长率为31.58%；综合毛利率分别为65.40%、63.28%和67.78%，处于较高水平；2017-2019年公司经营活动现金合计净流入6.31亿元，表现较好。但我们注意到，在后续经营过程中，经济环境和产业政策等外部因素的变化可能给公司的经营、管理造成一定影响。

此外，本期债券为可转换债券，在转股后无需还本付息，但我们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性。

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，公司从2016年1月1日至报告查询日（2020年3月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2017年	2016年
货币资金	43,396.20	47,542.97	54,335.82	69,414.68
应收账款	15,003.25	14,083.62	10,437.74	5,371.17
预付款项	2,653.62	8,418.33	9,911.95	9,815.96
存货	69,108.59	67,433.25	62,237.49	34,885.35
其他流动资产	64,939.04	47,399.39	34,961.28	28,335.71
固定资产	21,296.63	21,901.91	905.77	547.15
无形资产	11,678.57	11,357.27	11,157.89	10,844.31
资产总计	261,290.68	252,436.46	211,943.80	173,169.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	6,743.21	6,803.41	9,553.39	924.26
应付账款	10,708.64	8,673.75	6,276.68	2,968.39
预收款项	-	15,548.20	18,143.94	15,583.28
其他应付款	3,938.84	3,655.45	3,080.49	2,346.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	19,677.20	8,932.18	5,057.98	2,170.99
负债合计	55,746.80	56,598.92	49,019.88	28,904.00
归属于母公司所有者权益合计	205,444.05	195,737.72	162,823.79	144,265.05
营业收入	36,638.64	182,551.68	147,574.71	105,442.82
营业利润	11,220.59	47,266.28	33,732.03	22,939.12
净利润	9,706.34	40,660.39	29,225.88	18,022.40
经营活动产生的现金流量净额	10,870.20	33,346.91	17,081.38	12,649.83
投资活动产生的现金流量净额	-15,035.22	-30,943.14	-21,593.24	-37,253.76
筹资活动产生的现金流量净额	-757.40	-8,234.14	-13,583.11	-2,838.18
财务指标	2020年3月	2019年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	24.18	19.28	17.38
存货周转天数	-	396.79	322.58	294.13
应付账款周转天数	-	45.75	30.71	29.60
净营业周期	-	375.22	311.16	281.91
流动资产周转天数	-	365.92	404.66	490.71
固定资产周转天数	-	22.49	1.77	1.56
总资产周转天数	-	457.89	469.73	547.14
综合毛利率	60.83%	67.78%	63.28%	65.40%
期间费用率	31.28%	40.37%	39.63%	42.88%
营业利润率	30.63%	25.89%	22.86%	21.76%

总资产回报率	-	20.31%	17.85%	14.49%
净资产收益率	-	22.67%	19.03%	13.22%
营业收入增长率	-22.34%	23.70%	39.96%	25.23%
净利润增长率	-25.27%	39.12%	62.16%	35.92%
资产负债率	21.34%	22.42%	23.13%	16.69%
流动比率	3.82	3.55	3.78	5.21
速动比率	2.50	2.29	2.48	4.00
EBITDA (万元)	-	53,432.71	38,151.03	26,040.02
EBITDA 利息保障倍数	-	-	-	-
债务总额/EBITDA	-	1.06	1.28	1.11
经营性净现金流/流动负债	-	0.62	0.36	0.44
经营性净现金流/负债总额	-	0.59	0.35	0.44

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面余额} + \text{期末应付账款账面余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$

附录三 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，跟踪评级报告于每一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。