

2020 年天创时尚股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【897】号 01

债券简称：
天创转债

债券剩余规模：
6 亿元

债券到期日期：
2026 年 6 月 24 日

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

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

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

2020 年天创时尚股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 8 月 21 日	2019 年 9 月 16 日

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”）对天创时尚股份有限公司（以下简称“公司”或“天创时尚”，股票代码：603608.SH）及其 2020 年 6 月 24 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司鞋类品牌具有一定的知名度，鞋品产销匹配较好，主营收入保持增长，现金生成能力较强，债务压力较轻。同时中证鹏元也关注到公司直营门店数量缩减，鞋品销售收入有所下滑，存货存在跌价风险，疫情将使公司 2020 年业绩持续承压，公司溢价收购形成大额商誉，仍面临业务整合风险及商誉减值风险。

正面：

- 公司品牌具有一定的知名度，鞋品产销匹配情况较好。公司旗下经营的鞋类品牌包括 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso 和 KissKitty 等自有品牌，并代理西班牙品牌 Patricia，具有一定的品牌知名度。公司采用“订单+预测”的生产模式组织生产，并采取自主生产与外协生产相结合的方式合理调配产能，产销率维持在较高水平，2019 年为 99.48%。
- 公司主营收入保持增长，现金生成能力较强，债务压力较轻。2019 年公司主营业务收入 20.86 亿元，保持增长；同时销售回款稳定，现金生成能力较强，2019 年公司经营活动现金净流入 3.36 亿元，表现较好。2020 年 3 月末，公司资产负债率为 17.01%，负债水平较低；有息债务为 1.44 亿元，规模较小，公司债务压力较轻。

关注:

- **公司直营门店数量缩减，鞋品销售收入有所下滑。**公司产品线下销售占比较大且以直营为主，国内终端销售乏力对公司线下销售冲击较大，2019年公司关闭门店384家，其中直营店304家，加盟店80家；截至2019年末，公司门店总数为1,731家，较上年末净减少194家；2019年公司鞋、包及其他类产品销售收入同比下降2.05%，其中直营渠道收入下降9.02%，下滑较为明显。
- **服装家纺行业终端需求疲软，疫情将使公司2020年业绩持续承压。**2019年我国服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下滑至2.90%，同比下降5.11个百分点。2020年疫情在全世界流行，海外部分国家和地区疫情仍未得到有效控制，行业内企业经营压力进一步加大。2020年一季度，公司营业收入同比下降24.59%，净亏损522.50万元，业绩出现较大幅度下滑，虽然目前公司主要直营及加盟店均已基本恢复正常经营，但COVID-19疫情对公司产品销售的影响将使公司2020年经营业绩持续承压。
- **应收账款及存货对公司资金形成一定占用，存货存在跌价风险。**截至2019年末，公司账面应收账款为2.60亿元，占总资产的比重为9.77%，应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；账面存货价值为4.25亿元，占总资产的比重为15.97%。疫情对线下销售的冲击仍将持续，在终端需求未能明显改善的环境下，公司产品存在一定的销售压力，未来仍需关注公司库存商品周转及跌价风险。
- **公司溢价收购形成大额商誉，仍面临业务整合风险及商誉减值风险。**截至2019年末，公司因收购北京小子科技有限公司（以下简称“小子科技”）100%股权而产生的商誉账面价值为6.13亿元，占期末总资产的比重为23.05%，小子科技股权的评估增值率达871.06%，公司和小子科技在企业管理、营销模式、企业文化等方面差异较大，收购后的整合效果尚待观察；同时受互联网市场客户经营情况及监管因素等影响，小子科技后续业绩也存在波动风险，公司商誉仍面临减值风险。

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	261,247.30	266,097.44	271,267.13	283,281.73
归属于母公司所有者权益	214,775.25	215,247.66	215,444.55	200,764.87
有息债务	14,400.00	10,800.00	0.00	0.00
资产负债率	17.01%	18.36%	19.89%	28.54%
流动比率	3.26	2.93	2.69	2.05
速动比率	2.26	1.96	1.77	1.51

营业收入	37,025.80	208,920.50	205,234.21	173,384.36
营业利润	-166.00	23,940.95	28,959.48	22,877.32
净利润	-522.50	20,840.62	24,485.94	18,573.67
综合毛利率	57.92%	54.24%	56.01%	57.75%
总资产回报率	-	9.06%	10.17%	9.90%
EBITDA	-	33,190.55	35,898.76	28,242.99
EBITDA 利息保障倍数	-	89.41	198.89	-
经营活动现金流净额	3,265.09	33,601.15	30,374.14	27,009.02

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

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年6月24日发行6年期可转换公司债券“天创转债”，募集资金6.00亿元。本期债券募集资金拟5.20亿元用于智能制造基地建设项目，0.80亿元用于补充流动资金，根据公司于7月23日发布的公告，本期债券募集资金尚未投入使用，募集资金余额为5.90亿元，为降低财务成本，公司拟使用2.0亿元闲置募集资金购买银行理财产品，期限自董事会审议通过之日起至次年年度股东大会召开日内有效。

二、发行主体概况

2019年11月1日，公司第三届董事会第十四次会议及第三届监事会第十一次会议，分别审议通过了《关于回购注销部分限制性股票的议案》，并于2019年11月2日披露了《关于回购注销部分限制性股票的公告》，2020年1月8日，公司此次回购注销限制性股票计划全部实施完毕，回购并注销股份1,336,300股。截至2020年3月末，公司总股本为430,065,867股，高创有限公司及平潭禾天投资咨询合伙企业（普通合伙）（以下简称“平潭禾天”）持股比例分别为21.23%和20.66%，梁耀华和李林还分别直接持有公司0.01%和1.72%的股份，二人合计直接和间接共同控制公司43.62%的股份，为公司的实际控制人¹。截至2020年3月末，公司前十大股东持股情况见表1。

截至2020年6月24日，平潭禾天的股份质押数量为62,902,700股，占其所持公司股份的70.81%，占公司总股本的14.63%。

表1 截至2020年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	高创有限公司	91,288,856	21.23%
2	平潭禾天投资咨询合伙企业（普通合伙）	88,830,630	20.66%
3	平潭尚见投资咨询合伙企业（普通合伙）	48,100,888	11.18%
4	李怀状	18,662,830	4.34%
5	西藏创源文化创意有限公司	11,805,466	2.75%
6	富荣基金—王伟军—富荣王伟军单一资产管理计划	10,833,100	2.52%
7	天创时尚股份有限公司回购专用证券账户	9,230,020	2.15%
8	李林	7,400,317	1.72%

¹ 梁耀华、李林、高创有限公司及平潭禾天投资咨询合伙企业（普通合伙）于2011年12月7日签订了《一致行动协议》，并于2016年12月7日根据协议约定续期，有效期为5年，为一致行动人。

9	刘晶	7,289,726	1.70%
10	林丽仙	6,161,740	1.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增子公司1家，减少子公司1家，2020年1-3月，公司合并范围无变化。截至2020年3月末，公司纳入合并范围子公司仍为25家，详见附录二。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

跟踪期内新增纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本(万元)	业务性质	纳入合并原因
图木舒克锐行网络科技有限公司	100%	100.00	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	设立

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本(万元)	业务性质	不再纳入合并原因
霍尔果斯邦卡网络科技有限公司	100%	100.00	技术开发、技术咨询、	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

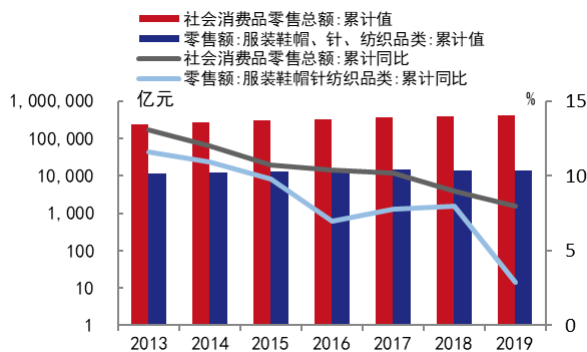
三、运营环境

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。

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。

图 1 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑

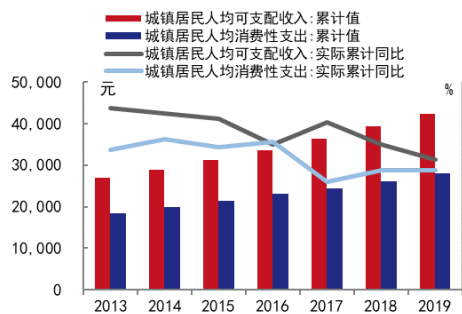


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

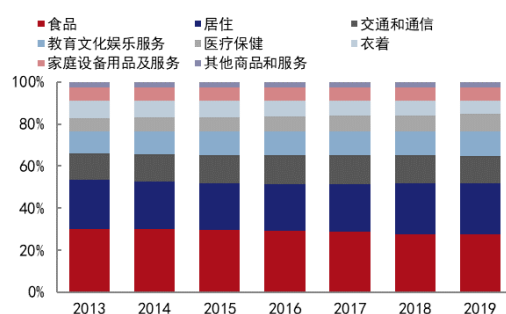
从消费结构来看, 食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向, 近年来合计占比均在 50% 以上, 同时居住消费占比仍在逐年增加。随着居民生活水平的提升及消费观念的变化, 教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势, 2019 年两者合计占比为 19.99%, 较 2018 年增加了 0.77 个百分点。在上述因素影响下, 我国居民衣着消费占比不断被压缩, 2019 年为 6.53%, 较 2018 年和 2013 年分别下降了 0.39 和 1.87 个百分点。

图 2 城镇居民人均可支配收入增速下行

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



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

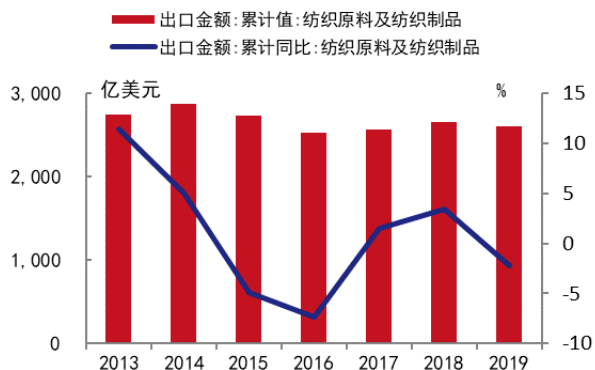
值得注意的是, 2020 年 1 月 COVID-19 疫情在国内爆发, 各地交通管制和延期复工等政策伴随而来, 对餐饮、旅游、娱乐、交通运输、酒店、零售等多个行业的正常经营造成严重影响, 国内经济增长进一步承压, 居民收入受损, 同时食品价格上涨, 医疗防护用品支出增加, 短期内均对衣着消费造成进一步冲击。

2019 年世界经济增速放缓以及中美贸易摩擦导致我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负, 2020 年疫情在世界范围内蔓延, 短期内将对我国服装家纺行业出口产生重大冲击

我国服装家纺行业仍然面临着较大的出口压力。近年来, 我国纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓, 并多次出现负增长。2015 年受全球经济增长放缓、商品出口价格下降

以及贸易结构调整等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口金额同比下降 4.90%，2016 年进一步扩大至 7.40%；2017 年随着对美国、欧盟和日本三大主要市场出口的恢复以及对“一带一路”沿线及非洲部分国家和地区出口的增加，我国纺织原料及纺织制品出口增速恢复正增长。2019 年受世界经济增速进一步放缓以及中美博弈引发的贸易摩擦等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负。

图 4 2019 年纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓



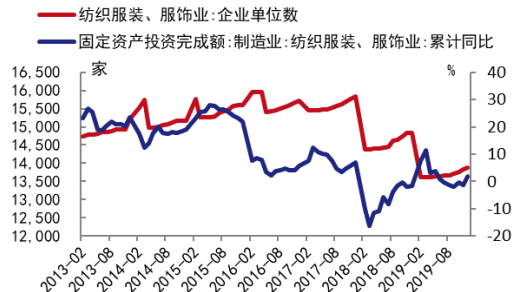
资料来源：Wind，中证鹏元整理

考虑到疫情已在世界范围内蔓延且部分主要国家疫情仍未得到有效控制，国际贸易和世界经济将遭受严重冲击，短期内我国服装家纺行业出口压力将进一步加大。

服装家纺行业固定资产投资减速，规模以上企业数量逐渐减少；行业内亏损面扩大，亏损总额大幅增长，行业内企业将加速分化

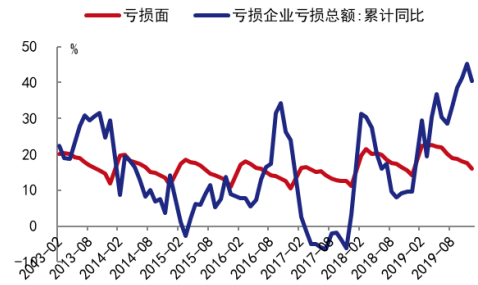
我国服装家纺行业固定资产投资增速下滑，行业内规模以上企业数量下降。近年来，我国服装家纺行业固定资产投资额波动下滑，2018 年下半年低位改善但整体仍为负增长，2019 年存在一定波动，全年累计同比增长 1.80%。2017 年以来行业内规模以上企业数量整体呈下降趋势，其中 2018 年和 2019 年下降幅度较大，2019 年末为 1.39 万家。服装生产方面，根据中国服装协会统计，2017-2019 年行业内规模以上企业服装生产量同比分别减少 2.26%、3.37%和 3.28%。服装家纺行业是传统的劳动密集型产业，以中小企业居多，但近年来行业自主创新能力和协同创新能力持续增强，生产流程自动化水平不断提高，三维人体测量、服装 3D 可视化等先进技术不断成熟，供给质量不断提高。2018 年以来行业亏损面有所扩大，2019 年为 16.03%，较 2018 年上升了 1.85 个百分点，且亏损总额大幅增长，2018 年和 2019 年同比分别增长 9.70%和 40.40%，行业内企业将加速分化。

图5 行业固定资产投资增速下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 行业亏损面扩大, 亏损总额大幅增长

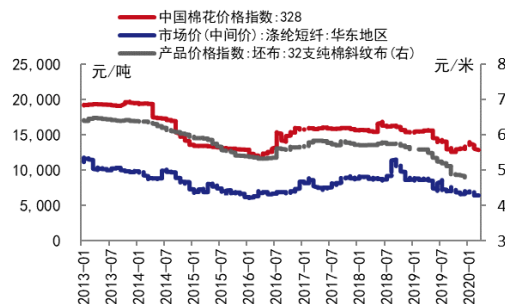


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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

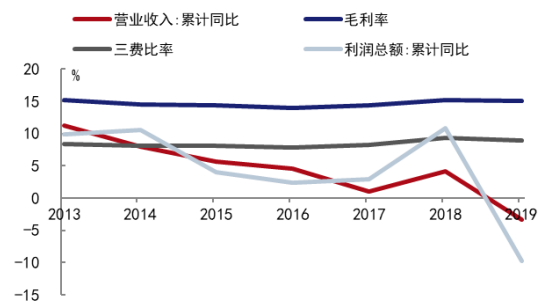
服装家纺行业上游原材料包括化学纤维和天然纤维, 价格整体处于低位。天然纤维以棉花为主, 化学纤维以涤纶为主。2018年下半年以来棉花和涤纶短纤价格均呈波动下降趋势。截至2020年2月末, 328级棉花和涤纶短纤的价格分别为1.31万元/吨和0.65万元/吨, 均低于2013年至今的平均价格, 原材料价格整体处于低位。由于纺织产业链较短, 纤维价格向坯布传导较快, 坯布价格呈现出与纤维价格相同的走势, 截至2019年末为4.80元/米, 系2013年来最低价格。原材料价格低位运行, 有利于行业内企业降低生产成本。

图7 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

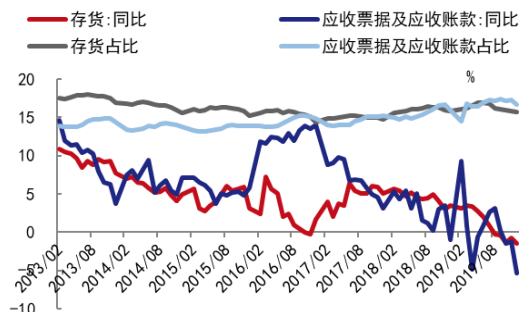
图8 2019年行业收入及利润负增长



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9 行业存货和应收款项占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年电商发展较快，对传统的百货渠道造成一定冲击，部分百货商场关店结业，使得鞋企部分门店被动关闭。从主要上市鞋企的数据来看，主要上市鞋企门店数量均有不同程度下降，其中千百度和天创时尚门店数量下降较为明显，2019年末分别为1,459家和1,731家，较上年末分别下降251家和194家；星期六和奥康国际门店数量也有所下降，但降幅小于上述两家。库存方面，一方面门店数量减少使鞋企对备货的需求量减少，此外主要上市鞋企均在去库存过程中，除奥康国际外，其他三家鞋企的库存规模均有所减少。

表3 主要上市鞋企门店数量及存货情况（单位：家、亿元）

项目	2019年		2018年	
	门店	存货	门店	存货
星期六	1,231	11.22	1,378	14.09
天创时尚	1,731	4.16	1,925	4.36
千百度	1,459	5.11	1,710	6.52
奥康国际	2,907	7.88	2,989	7.71

资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

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；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。

四、经营与竞争

公司主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务，2017年收购小子科技后新增移动互联网数字营销业务。鞋品为公司重要收入来源，公司旗下拥有自有品牌KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty和KASMASE，并代理西班牙品牌Patricia。按品牌划分来看，公司收入主要由自有品牌KISSCAT和tigrisso贡献，按渠道划分来看，公

司收入主要源于线下门店销售。2019年，公司主营业务收入为20.86亿元，其中鞋品收入16.55亿元，略有下滑；互联网数字营销收入3.79亿元，有所提升。毛利率方面，2019年，公司主营业务毛利率为54.30%，其中鞋品毛利率基本稳定，但互联网数字营销业务毛利率的下降拖累了公司主营业务毛利率的下滑。

2020年1-3月，公司实现主营业务收入3.70亿元，同比下降24.59%；其中鞋、包及其他类3.12亿元，下降21.94%，数字营销0.58亿元，下降36.32%；主营业务毛利率57.98%，同比有所提升，主要是鞋类毛利率同比上升8.43个百分点。

表4 公司主营业务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	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋	30,445.60	64.44%	165,456.08	58.38%	171,066.25	58.87%
互联网数字营销	5,798.07	25.21%	37,859.20	37.11%	30,384.26	42.26%
包及其他	729.24	48.77%	5,259.51	49.75%	3,224.20	46.44%
合计	36,972.91	57.98%	208,574.78	54.30%	204,674.71	56.21%

资料来源：公司提供

公司自有品牌具有一定知名度，并采取自主与外协生产相结合的方式合理调配鞋品产能，产销匹配情况较好

公司是国内产销规模大、产品种类多、品牌矩阵定位差异化、整体配售能力强的高中端时尚女鞋产业链一体化运营企业之一。目前公司经营品牌主要包括自有品牌KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty、KASMASE及代理品牌Patricia，公司Patricia品牌代理属于买断销售，产品均从西班牙进口。

公司生产经营模式如下：采用“订单+预测”的生产模式组织生产，并采取自主生产与外协生产相结合的方式合理调配产能。公司生产基地位于广州市南沙区东涌镇，目前女鞋年产能约为250万双，受限于产能阶段性不足，公司部分产品委托外协厂商生产完成，委外加工由公司提供原材料并支付加工费，外协厂商仅代为加工，目前公司有固定的几家委外加工供应商，由于目前的委外加工供应商较为固定，故对外协产品具有一定程度的质量把控能力。从产销匹配情况来看，公司主要根据市场需求及订单情况组织生产，2019年公司鞋品产销率99.48%，产销率仍维持在较高水平。

表5 公司鞋品产销情况（单位：万双）

项目	2019年	2018年
产量	431.87	469.73
销量	429.63	440.80
产销率	99.48%	93.84%

资料来源：公司提供

公司产品线下销售占比较大且以直营为主，2019年直营门店数量缩减，鞋品直营店渠道收入下降较为明显，预计2020年疫情对线下销售的不利影响将持续

公司终端销售的品牌产品依靠直营渠道、加盟商渠道及电商平台进行销售，2019年公司通过上述渠道实现的销售收入分别为11.83亿元、1.76亿元和3.48亿元，其中直营渠道销售占比大，且直营渠道销售毛利率较高，2019年为60.51%，高于电商渠道4.35个百分点，高于加盟店渠道14.63个百分点。

此外近年公司电商渠道收入贡献不断提升，2019年公司电商渠道收入3.48亿元，同比增长36.50%；但与此同时，直营及加盟店渠道的收入同比均有所下滑，特别是直营店同比下滑9.02%，降幅较为明显。

表6 公司门店及电商销售情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	118,315.49	60.51%	130,048.98	61.16%
加盟店	17,624.31	45.88%	18,765.44	42.74%
电商渠道	34,775.78	56.16%	25,476.03	57.50%
合计	170,715.59	58.11%	174,290.45	58.64%

资料来源：公司提供

公司直营店由公司自行租赁或购买经营场地，其货品、资金和人员由公司本部统一调配，直营客户主要包括天虹、百盛、万达等百货商场。加盟店方面，公司通常授权加盟商在特定区域内销售公司旗下品牌的女鞋产品，公司主要通过向加盟商销售货品实现销售收入，加盟商多为区域内的商贸公司，公司与加盟商签订加盟合同，加盟商负责专卖店开设并进行经营管理，为保证品牌形象一致性，加盟商需根据公司要求对店面陈设进行布置等。公司与加盟商的加盟合同通常每年签订一次，并采取共同制定年度销售计划及销售指标的管理方式，在加盟合同中约定年度/季度销售目标，加盟商以季节划分，分4批次向公司订货，订货时支付30%货款，余款于后期分批提货前支付。加盟店的库存由加盟商自行处置。

表7 公司门店情况统计（单位：家）

品牌	类型	2019年			2018年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	586	49	123	660	81	64
	加盟店	349	34	32	347	28	89
ZsaZsaZsu	直营店	119	14	32	137	39	9
	加盟店	10	3	2	9	7	3
tigrisso	直营店	304	31	53	326	62	37

	加盟店	107	21	15	101	21	37
KissKitty	直营店	122	17	85	190	62	51
	加盟店	43	8	30	65	4	25
其他品牌	直营店	62	9	11	64	19	11
	加盟店	29	4	1	26	2	1
直营店合计		1,193	120	304	1,377	263	172
加盟店合计		538	70	80	548	62	155
合计		1,731	190	384	1,925	325	327

资料来源：公司提供

因终端消费需求乏力，国内女鞋品牌众多，加之国外品牌冲击，近年来代理商渠道经营压力较大。公司在直营渠道管理方面拥有一定的资源整合能力与成本控制优势，近年来在优化直营店铺的同时，也将部分加盟店铺转为直营店铺管理。但是国内终端销售乏力仍对公司线下销售冲击较大，2019年公司关闭店铺数量384家，其中直营店304家，加盟店80家，截至2019年末，公司门店总数为1,731家，较上年末净减少194家。2020年初受COVID-19疫情影响，国内社会经济运转受到严重冲击，对线下实体零售店铺冲击巨大，各大商场、购物中心以及街店等人流量大幅减少甚至闭店。公司2020年一季度新增门店7家，关闭门店83家，一季度门店净减少76家，考虑到目前疫情影响的持续，预计2020年公司直营及加盟渠道的销售压力依然较大。

从品牌来看，由于KISSCAT和tigrisso为公司主打品牌，2019年末上述品牌门店数量占比分别达54.02%和23.74%，同时上述品牌2019年分别贡献销售收入7.93亿元及4.55亿元，对公司收入的贡献亦较高。

表8 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	79,324.81	57.05%	84,032.42	56.88%
tigrisso	45,516.09	59.52%	46,235.42	62.00%
KissKitty	15,843.34	53.87%	16,517.85	56.30%
ZsaZsaZsu	17,831.12	61.72%	15,331.48	62.34%
其他品牌	12,200.23	60.05%	12,173.28	56.59%
合计	170,715.59	58.11%	174,290.45	58.64%

资料来源：公司提供

电商渠道方面，目前公司合作的主要有唯品会、天猫、淘宝等电商平台，业务模式分为直销和代销，直销模式下，公司与电商平台直接进行结算，由电商平台支付回款；代销模式下，公司向电商平台支付一定代理费并借助电商平台向终端用户出售产品，由消费者支付回款，结算周期以客户收货后7天结算为主。电商渠道的库存由公司进行处置。近年

由于电商渠道销售比例的提高，且电商渠道销售回款较传统的百货商场快，公司应收账款整体周转效率有所提高。2020年一季度为应对疫情影响，公司增加了对线上业务的拓展：一季度电商业务收入增长77.25%，收入占比从2019年占比20.37%提升至30.53%，电商业务毛利率提升至61.38%，一定程度上对冲了疫情对公司线下销售的冲击。

主要客户销售方面，近年公司前五大客户多为百货商场及电商类客户，2019年公司对前五大客户的销售金额为3.44亿元，占比16.51%，基本保持稳定。从客户构成来看，也基本保持稳定，唯品会（中国）有限公司仍为公司第一大客户。

表9 公司前五名客户销售情况

年度	序号	客户	销售金额 (万元)	占主营业务收入的比重
2019年	1	唯品会（中国）有限公司	13,112.67	6.29%
	2	天虹商场股份有限公司	6,471.61	3.10%
	3	大连万达集团股份有限公司	5,313.51	2.55%
	4	银泰商业（集团）有限公司	5,160.61	2.47%
	5	广州小米信息服务有限公司	4,373.06	2.10%
			合计	34,431.47
2018年	1	唯品会（中国）有限公司	8,819.00	4.31%
	2	天虹商场股份有限公司	6,954.70	3.40%
	3	大连万达集团股份有限公司	5,841.12	2.85%
	4	银泰商业（集团）有限公司	5,348.74	2.61%
	5	大商股份有限公司	5,248.12	2.56%
			合计	32,211.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司库存商品主要由直营及电商渠道的库存构成，近年随着上述渠道销售收入占比的提升，公司库存仍维持一定规模，2019年存货-库存商品期末余额为41,649.55万元，占资产总额的15.65%；从库龄来看，以1年以内为主，占比为80.26%；公司对于长库龄的产品，已根据各年份鞋款的实际跌价情况，并结合未来年度对该等鞋款的销售策略，估计可变现净值并计提跌价准备，2019年末公司已累计计提库存商品跌价准备2,933.80万元。但总体来看，由于现阶段中端品牌市场竞争压力较大，公司品牌产品存在一定的销售压力，未来仍需关注公司库存商品周转及跌价风险。

表10 公司鞋品库存情况

项目	2019年	2018年
库存量（万双）	235.16	232.92
存货-库存商品期末余额（万元）	41,649.55	43,624.77

资料来源：公司提供

2019年公司主要原材料价格略有下降，材料成本压力有所减轻，但未来仍需关注公司主要原材料价格的波动情况

公司主要经营女鞋产品，近年营业成本中，除外协成本外，原材料成本占据一定比例。公司女鞋所耗用材料主要为皮料、鞋底、里布及五金配件等，其中皮料为主要原材料，并以牛皮居多。

原材料采购管理方面，公司采用“订单+预测”的采购模式，销售部门根据预测及订单制定生产计划，生产部门依据生产计划以及样板的产品物料耗用表，计算出原料耗费，结合原料库存制定原材料采购请购单，向采购部门提交采购申请，采购部门据此安排采购。

2019年，公司原材料采购总额为2.98亿元，其中主要皮料采购额占比44%，皮料主要包括面料及里料；辅助材料采购额占比为56%。采购价格方面，2019年公司面料、里料采购单价均有所下降，其中面料下降13.22%，里料下降9.14%。虽然公司2019年主要原材料价格有所下降，但未来仍需关注原材料价格波动情况及可能对公司成本带来的影响。

表11 公司主要原材料的采购价格变动趋势（单位：元/尺）

项目	2019年		2018年	
	单价	增减	单价	增减
面料	23.69	-13.22%	27.3	5.08%
里料	4.97	-9.14%	5.47	-2.67%

注：由于公司面料、里料的品种较多，且度量单位包括米、尺等，难以统一，因此面料以牛皮为代表材料、里料以猪皮为代表材料反映价格趋势，牛皮占面料采购金额的比重约50%，猪皮占里料采购金额比重约50%。

资料来源：公司提供

公司原材料采购渠道为以国内供应商采买为主，采购质量由采购部门严格把控。从供应商来看，近年公司前五大供应商占比不高，供应商较为分散。公司可对主要供应商享受一定的应付款账期，通常在40-60天不等。

公司溢价收购小子科技形成的大额商誉仍面临一定减值风险

小子科技成立于2014年，主营业务为移动互联网营销，具体包括移动应用分发与推广以及移动互联网广告的程序化投放。小子科技服务过的客户包括瓜子二手车、滴滴出行、高德地图、酷我音乐、58到家等，接入的媒体渠道包括UC浏览器、阿里云应用商店、百度手机助手、金山手机助手等。公司于2017年收购小子科技100%股权，因收购产生商誉61,339.28万元，同时小子科技股权出让方向公司承诺：小子科技2017年、2018年、2019年实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）金额不低于6,500万元、8,450万元、10,985万元，三年累计承诺净利润不低于25,935万元。如小子科技在利润承诺期限内业绩未达预期，则业绩承诺主体应就未达到承诺部分向公司承担补偿责任。

自公司收购小子科技后，其业绩较为稳定，一方面继续深耕存量客户的投放需求与媒体属性，并积极拓展广告主，通过柚子平台提高广告投放的精准性与转化效率，移动应用分发与程序化推广业务均较2018年大幅增加；另一方面，面对移动营销愈加激烈的存量市场竞争，小子科技积极开拓新业务，包括拉活业务（帮助大型APP等广告主唤醒沉睡用户重新激活），以及布局短视频商业化业务（将长视频进行二次加工形成短视频在各流量平台分发实现流量变现），推动收入稳步增长。2019年小子科技收入为3.79亿元，同比增长24.60%，净利润1.14亿元，同比增长13.37%，收入、利润仍保持一定的增速。同时小子科技收现情况亦较好，2019年其经营活动净现金流为1.29亿元，为公司贡献了一定的经营现金流量。2017-2019年小子科技业绩承诺均已完成。

表19 小子科技主要财务数据（单位：万元）

项目	2019年	2018年
资产总额	25,179.39	17,643.09
负债总额	6,278.98	5,115.80
所有者权益	18,900.41	12,527.30
营业收入	37,859.20	30,384.26
营业利润	11,212.64	10,769.51
利润总额	11,208.70	10,772.23
净利润	11,373.11	10,031.45
经营活动现金净流量	12,855.70	12,734.36

资料来源：公司提供

但同时我们也关注到，由于小子科技聚焦于为中小型互联网公司的长尾媒体提供广告位管理服务与流量变现渠道等，由于以长尾媒体渠道为主的中小型互联网公司稳定性与抗风险能力相对较差，通过其进行投放存在一定的稳定性风险；此外，移动互联网营销行业受到国家对广告行业和互联网行业的交叉监管，随着该行业的快速发展，相关监管部门不断建设与完善行业监管制度，行业准入门槛可能会有所提高。若小子科技未来不能达到新的行业监管制度的要求，可能对其经营产生不利影响。公司收购小子科技后已逐步开始介入其内部治理和日常运营管理，公司和小子科技在企业管理、营销模式、企业文化等方面需要时间磨合，整合效果能否达到并购预期仍存在一定的不确定性。同时受宏观经济波动、市场及监管因素等影响，小子科技后续业绩也存在波动风险，公司账面大额商誉仍存在减值风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年新设1家子公司，注销1家子公司，2020年1-3月，公司合并范围无变化，截至2020年3月末，公司纳入合并范围的子公司为25家，详见附录二。

资产结构与质量

公司存货对资金形成一定占用，需关注存货跌价风险，同时并购形成的大额商誉存在一定减值风险

2020年3月末公司总资产为26.12亿元，从资产构成来看，货币资金、存货及商誉占比较大。

2019年末公司货币资金余额4.62亿元，无受限资金。2019年末公司应收账款为2.60亿元，较上年末有所减少，主要是应收商场及电商等客户货款，账龄集中在6个月以内，2019年度计提坏账准备2,451.29万元。2019年末公司账面存货价值为4.25亿元，占总资产的比重为15.97%，存货中库存商品账面价值占比91.10%，2019年度原材料及库存商品分别计提跌价准备227.91万元和2,638.53万元，当年分别转回或转销221.91万元和681.93万元，当期末跌价准备余额分别为141.91万元和2,933.80万元。由于现阶段中端品牌市场竞争压力较大，公司品牌产品存在一定的销售压力，2019年计提的库存商品跌价准备同比有所增加，且叠加疫情对实体零售的冲击，公司线下渠道销售面临较大压力，未来仍需关注公司库存商品周转及跌价风险。2019年末公司其他流动资产1,299.53万元，为待抵扣税金。

表21 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33,676.24	12.89%	46,211.29	17.37%	48,511.84	17.88%
应收账款	18,888.47	7.23%	26,003.77	9.77%	32,522.46	11.99%
存货	38,253.53	14.64%	42,496.58	15.97%	48,282.45	17.80%
其他流动资产	2,226.46	0.85%	1,299.53	0.49%	5,298.21	1.95%
流动资产合计	124,663.45	47.72%	128,269.75	48.20%	141,869.00	52.30%
固定资产	35,866.30	13.73%	36,557.87	13.74%	33,840.19	12.47%
在建工程	16,330.68	6.25%	16,250.51	6.11%	5,586.83	2.06%
无形资产	8,277.15	3.17%	8,684.66	3.26%	9,565.02	3.53%
商誉	61,339.28	23.48%	61,339.28	23.05%	61,714.59	22.75%

非流动资产合计	136,583.85	52.28%	137,827.68	51.80%	129,398.13	47.70%
资产总计	261,247.30	100.00%	266,097.44	100.00%	271,267.13	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司账面固定资产3.65亿元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备。2019年末公司在建工程余额为1.63亿元，主要为万洲工业园一期工程1.61亿元，该项目为本期债券募投项目，当年新增投资1.52亿元。公司无形资产主要为土地使用权和计算机软件等。公司商誉主要系并购小子科技100%股权和天津大筱姐服饰设计有限公司（以下简称“大筱姐”）65%股权产生，截至2019年末，对小子科技的商誉账面价值为6.13亿元，无减值；2019年末，根据商誉减值测试结果，大筱姐的可收回金额为零，因此公司对大筱姐的商誉全额计提减值准备870.27万元。公司账面商誉占比较高，如并购标的经营业绩出现波动，公司商誉面临减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期缩短，资产运营效率提升，但预计2020年疫情对公司应收账款及存货周转效率将产生一定不利影响

近年由于电商渠道销售比例的提高，电商渠道销售回款及库存周转较传统的百货商场快，2019年公司应收账款、存货周转天数分别为46.61天、170.90天，同比均有所减少，公司应收账款及存货整体周转效率有所提高。整体来看，考虑预收及预付款项后，公司应收账款周转天数、存货周转天数均缩短，应付账款周转天数整体较长，公司净营业周期缩短。2020年以来COVID-19疫情对线下销售的冲击仍将持续，在终端需求未能明显改善的环境下，公司销售回款及库存周转均面临较大压力，应收账款及存货周转效率存在下降可能。

公司流动资产也随着应收账款及存货周转天数的缩短而缩短。固定资产周转天数方面，由于固定资产投入的增加，同比有所延长。

表22 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	46.61	54.12
存货周转天数	170.90	179.57
应付账款周转天数	59.62	64.75
净营业周期	157.89	168.94
流动资产周转天数	232.74	262.36
固定资产周转天数	60.65	55.13
总资产周转天数	462.98	486.37

注：应收账款周转天数同时考虑了预收款项，应付账款周转天数同时考虑了预付款项。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入保持增长，但利润有所下滑，2020年一季度，受疫情影响公司业绩出现大幅下滑，且预计2020年业绩将持续承压

公司主要从事女鞋开发、生产及销售，拥有品牌较多且具有一定的知名度，发展较为稳定。2019年公司营业收入保持增长，但增量主要来自并购小子科技后的互联网数字营销业务，鞋品收入有所下降。

盈利能力方面，2019年公司毛利率54.24%，毛利率有所下降，主要是公司移动互联网媒体广告业务占比提高，而此业务的毛利率偏低，拉低了毛利水平。近年公司销售费用与营业收入增速较为匹配，2019年受益于管理费用降低，公司期间费用率有所降低。但受毛利下滑拖累，公司净利润出现下滑，2019年为2.08亿元，同比下降14.89%。

2020年1-3月，公司完成营业收入3.70亿元，同比下降24.59%；其中鞋、包及其他类3.12亿元，下降21.94%，数字营销0.58亿元，下降36.32%，主要是受疫情影响，公司出现延期复工、物流受阻、线下门店关闭、客流量减少、终端消费需求受到短期抑制等情况，导致主营业务收入较上年同期出现了较大幅度的下滑；净亏损522.50万元，主要原因一方面是收入下降，费用保持刚性，此外计提554.14万元的停工损失，导致亏损。虽然目前公司主要直营及加盟店均已基本恢复正常经营，但COVID-19疫情对公司直营产品销售的影响将使公司2020年经营业绩持续承压。

表23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	37,025.80	208,920.50	205,234.21
营业利润	-166.00	23,940.95	28,959.48
利润总额	-732.05	23,961.74	28,008.44
净利润	-522.50	20,840.62	24,485.94
综合毛利率	57.92%	54.24%	56.01%
期间费用率	55.58%	40.83%	42.05%
营业利润率	-0.45%	11.46%	14.11%
总资产回报率	-	9.06%	10.17%
净资产收益率	-	9.59%	11.67%
营业收入增长率	-24.59%	1.80%	18.37%
净利润增长率	-113.50%	-14.89%	31.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 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，但预计2020年经营性净现金流将会下降

公司整体生产经营较为稳健，收现情况较好，从FFO数据来看，2019年为3.41亿元，公司现金生成能力较强，且得益于应收及应付信用政策的有效配合，公司运营资本管理能力尚可。2019年公司经营活动现金净流入金额为3.36亿元，表现仍较好。但需要关注的是，2020年一季度受COVID-19疫情影响公司业绩出现较大幅度下滑，销售收入及经营现金流均受到一定冲击，预计疫情的延续将使公司经营性净现金流出现下降。

投资活动现金流方面，2019年公司投资活动现金流入主要源于收回理财本金；投资活动现金流出主要为购买理财产品及项目建设所致，随着对万洲工业园等工程项目投入的增加，2019年公司投资活动现金净流出2.04亿元，流出规模有所扩大。

筹资活动现金流方面，由于公司财务杠杆水平较低，因借款发生的筹资活动现金流入规模不大，公司筹资活动现金流出主要为分配股利及债务偿还，筹资活动现金流维持净流出状态，2019年净流出1.53亿元。

表24 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	20,840.62	24,485.94
非付现费用	12,766.98	10,369.61
非经营损益	471.60	-2,863.17
FFO	34,079.20	31,992.37
营运资本变化	-188.39	-2,110.18
其中：存货的减少	2,919.43	-7,285.82
经营性应收项目的减少	6,765.76	1,375.82
经营性应付项目的增加	-9,873.58	3,799.82
经营活动产生的现金流量净额	33,601.15	30,374.14
投资活动产生的现金流量净额	-20,436.09	-10,573.18
筹资活动产生的现金流量净额	-15,254.58	-7,333.21
现金及现金等价物净增加额	-2,095.24	12,440.96

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司财务杠杆较低，债务压力较小

截至2020年3月末，公司负债总额为4.44亿元，所有者权益为21.68亿元，产权比率为20.49%，公司负债处于较低水平，所有者权益对负债的保障程度较好。

表25 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	44,435.39	48,856.93	53,952.19
所有者权益	216,811.91	217,240.50	217,314.95
产权比率	20.49%	22.49%	24.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年公司新增7,000万元短期借款，2020年3月末增加至9,400.00万元。2019年末公司应付账款1.61亿元，主要为应付的材料采购款、广告渠道及鞋品外协生产单位款项。2019年末公司其他应付款0.93亿元，主要为应付工程款项、合同保证金、店铺装修费及限制性股票回购义务款项等。非流动负债方面，2019年新增3,800万元长期借款，公司非流动负债整体较小。

表26 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,400.00	21.15%	7,000.00	14.33%	0.00	0.00%
应付账款	9,577.97	21.55%	16,077.37	32.91%	22,610.21	41.91%
其他应付款	8,582.89	19.32%	9,326.22	19.09%	12,163.34	22.54%
流动负债合计	38,248.46	86.08%	43,826.46	89.70%	52,738.84	97.75%
长期借款	5,000.00	11.25%	3,800.00	7.78%	0.00	0.00%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6,186.93	13.92%	5,030.47	10.30%	1,213.35	2.25%
负债合计	44,435.39	100.00%	48,856.93	100.00%	53,952.19	100.00%
其中：有息债务	14,400.00	32.41%	10,800.00	22.11%	0.00	0.00%

注：其他应付款含应付股利及应付利息。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

有息债务方面，截至2020年3月末，公司有息债务为1.44亿元，占负债的32.41%。从偿债指标来看，2020年3月末，公司资产负债率为17.01%，处于较低水平。本期债券于2020年6月24日发行成功，第一年票面利率为0.4%，票面利率较低，但需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。由于公司财务杠杆较低，流动负债规模相较流动资产较小，因而公司流动比率及速动比率较好。公司EBITDA整体表现尚可，但2019年受利润下降影响，有所减少，但2019年新增债务规模不大，EBITDA对债务的保障程度仍很高，经营活动净现金流对整体债务的覆盖情况尚可，公司债务压力较小。

表27 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	17.01%	18.36%	19.89%
流动比率	3.26	2.93	2.69
速动比率	2.26	1.96	1.77

EBITDA（万元）	-	33,190.55	35,898.76
EBITDA 利息保障倍数	-	89.41	198.89
债务总额/EBITDA	-	1.47	1.50
经营性净现金流/流动负债	-	0.77	0.58
经营性净现金流/负债总额	-	0.69	0.56

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司作为国内知名的女鞋研发、生产及零售商，旗下品牌具有一定的知名度，并采取自主与外协生产相结合的方式合理调配产能，产销率维持在较高水平；2019年公司主营业务收入保持增长，销售回款稳定，现金生成能力较强，经营现金流表现较好；公司负债水平较低，有息债务规模较小，债务压力较轻。

但中证鹏元也关注到，公司产品线下销售占比较大且以直营为主，2019年鞋品销售收入下降，且直营渠道收入下滑较为明显；服装家纺行业终端需求疲软，2020年一季度公司业绩出现较大幅度下滑，且COVID-19疫情对公司产品销售的影响将使公司业绩持续承压；公司溢价收购小子科技形成大额商誉，对小子科技的整合效果及其后续业绩的波动仍将使公司商誉面临减值风险。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	33,676.24	46,211.29	48,511.84	35,865.58
应收账款	18,888.47	26,003.77	32,522.46	33,236.44
存货	38,253.53	42,496.58	48,282.45	41,780.01
其他流动资产	2,226.46	1,299.53	5,298.21	37,302.36
固定资产	35,866.30	36,557.87	33,840.19	29,020.74
在建工程	16,330.68	16,250.51	5,586.83	9,168.78
无形资产	8,277.15	8,684.66	9,565.02	10,559.59
商誉	61,339.28	61,339.28	61,714.59	62,209.55
资产总计	261,247.30	266,097.44	271,267.13	283,281.73
短期借款	9,400.00	7,000.00	0.00	0.00
应付账款	9,577.97	16,077.37	22,610.21	15,882.74
其他应付款	8,582.89	9,326.22	12,163.34	44,228.19
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3,574.07	0.00
长期借款	5,000.00	3,800.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	3,408.39
负债合计	44,435.39	48,856.93	53,952.19	80,849.52
有息债务	14,400.00	10,800.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益	214,775.25	215,247.66	215,444.55	200,764.87
营业收入	37,025.80	208,920.50	205,234.21	173,384.36
营业利润	-166.00	23,940.95	28,959.48	22,877.32
净利润	-522.50	20,840.62	24,485.94	18,573.67
经营活动产生的现金流量净额	3,265.09	33,601.15	30,374.14	27,009.02
投资活动产生的现金流量净额	-19,257.57	-20,436.09	-10,573.18	-13,690.67
筹资活动产生的现金流量净额	3,452.66	-15,254.58	-7,333.21	-7,552.22
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	46.61	54.12	57.39
存货周转天数（天）	-	170.90	179.57	200.75
应付账款周转天数（天）	-	59.62	64.75	48.92
净营业周期（天）	-	157.89	168.94	209.22
流动资产周转天数（天）	-	232.74	262.36	300.80
固定资产周转天数（天）	-	60.65	55.13	55.14
总资产周转天数（天）	-	462.98	486.37	483.26
综合毛利率	57.92%	54.24%	56.01%	57.75%
期间费用率	55.58%	40.83%	40.32%	42.86%

营业利润率	-0.45%	11.46%	14.11%	13.19%
总资产回报率	-	9.06%	10.17%	9.90%
净资产收益率	-	9.59%	11.67%	10.39%
营业收入增长率	-24.59%	1.80%	18.37%	12.01%
净利润增长率	-113.50%	-14.89%	31.83%	57.32%
FFO	-	34,079.20	31,992.38	23,236.34
资产负债率	17.01%	18.36%	19.89%	28.54%
流动比率	3.26	2.93	2.69	2.05
速动比率	2.26	1.96	1.77	1.51
EBITDA（万元）	-	33,190.55	35,898.76	28,242.99
EBITDA利息保障倍数	-	89.41	198.89	-
债务总额/EBITDA	-	1.47	1.50	2.86
经营性净现金流/流动负债	-	0.77	0.58	0.35
经营性净现金流/负债总额	-	0.69	0.56	0.33

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

附录二 截至 2020 年 3 月末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	主营业务	持股比例
北京天骏行信息技术有限公司	800.00	技术服务	100.00%
帕翠亚（北京）服饰有限公司	240.00（欧元）	销售男、女鞋类及皮革制品	75.00%
广州高创鞋业有限公司	2,324.81	实际业务主要为出租土地厂房和设备予本公司及子公司	100.00%
广州天创服饰有限公司	443.08	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
莎莎素国际有限公司	3,513.96（港元）	投资	100.00%
广州天资电子商务有限公司	2,600.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
珠海天创时尚设计有限公司	1,000.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
天津世捷物流有限公司	1,000.00	仓储、物流服务	100.00%
天津天创服饰有限公司	1,000.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
帕翠亚(天津)服饰有限公司	2,500.00	销售男、女鞋类及皮革制品	75.00%
天津天资互联网科技有限公司	7,500.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
广州型录智能科技有限公司	500.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
天津意奇服饰有限公司	2,000.00	销售服饰及箱包	100.00%
天津蕴意汇奇商贸有限公司	200.00	销售服饰及箱包	100.00%
北京意奇商贸有限公司	100.00	销售服饰及箱包	100.00%
西藏美创实业有限公司	1,000.00	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
小子科技	117.65	技术开发、技术推广	100.00%
北京云享时空科技有限公司	100.00	技术开发、技术推广	100.00%
上海云趣科技有限公司	1,000.00	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	100.00%
江西小子科技有限公司	200.00	工程技术与研究与试验及技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%
霍尔果斯普力网络科技有限公司	100.00	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%
上海云桃网络科技有限公司	100.00	技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务	100.00%
天津大筱姐服饰设计有限公司	500.00	销售服饰、箱包及鞋帽等	65.00%
天津同行皮具护理有限公司	100.00	鞋和皮革修理	100.00%
图木舒克锐行网络科技有限公司	100.00	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%

资料来源：公司提供

附录三 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值} - \text{期初预收款项账面价值} - \text{期末预收款项账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / 2] \}$
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	营业利润 / 营业收入 $\times 100\%$
净资产收益率	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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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	负债总额 / 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 + 长期借款
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。