



# 2020年天创时尚股份有限公司可转换公司 债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：





## 2020年天创时尚股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

### 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-24	2020-08-21

### 债券概况

债券简称：天创转债

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2026-06-24

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

### 联系方式

项目负责人：胡长森  
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽  
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

### 评级观点

- 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月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：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，时尚鞋履业务收入及销售回款保持稳定，债务压力较轻。同时中证鹏元也关注到公司商誉减值较大侵蚀了利润，直营门店数量缩减，线下渠道收入继续下降，存货仍存在一定减值风险等风险因素。

### 未来展望

- 考虑到公司传统优势业务时尚鞋履业务仍保持一定竞争优势，营业收入和经营现金流有望保持稳定，且2020年已对商誉计提大额减值准备，风险有所出清。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	26.48	26.91	26.61	27.13
归母所有者权益	17.32	17.06	21.52	21.54
总债务	5.55	5.53	1.08	0.00
营业收入	4.65	18.78	20.89	20.52
净利润	0.26	-4.60	2.08	2.45
经营活动现金流净额	-0.25	2.42	3.36	3.04
销售毛利率	56.32%	60.08%	54.24%	56.01%
EBITDA 利润率	--	10.76%	17.63%	18.50%
总资产回报率	--	-17.30%	10.40%	11.60%
资产负债率	34.03%	36.07%	18.36%	19.89%
净债务/EBITDA	--	-1.82	-0.94	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	14.32	99.23	210.30
总债务/总资本	24.10%	24.31%	5.59%	0.00%
FFO/净债务	--	-16.71%	-50.46%	-40.84%
速动比率	3.68	3.04	1.96	1.77
现金短期债务比	18.58	17.59	7.26	--

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表

## 优势

- **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，2020 年产销率仍维持在较高水平。
- **公司时尚鞋履业务收入及销售回款保持稳定，债务压力较轻。**2020 年公司鞋品收入 16.34 亿元，在疫情影响下基本持平上年，表现较好；同时销售回款稳定，2020 年公司经营活动现金流仍保持净流入。2021 年 3 月末，公司负债水平仍较低，有息债务规模较小，现金短期债务比较高，债务压力较轻。

## 关注

- **商誉减值较大，2020 年公司营业利润大幅亏损，移动互联网营销业务增长仍然乏力。**2020 年公司对收购北京小子科技有限公司（以下简称“小子科技”）100% 股权而产生的商誉计提减值准备 5.35 亿元，并计入公司 2020 年损益。受此影响公司 2020 年净利润大幅亏损 4.60 亿元，商誉减值较大程度侵蚀了公司利润。2021 年一季度，公司实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 25.58%，实现净利润 2,584.20 万元，扭亏为盈；但一季度公司移动互联网营销业务收入同比仍下降 0.26%，毛利率降幅显著，整体来看，小子科技的业务增长仍然乏力。
- **公司线下门店数量缩减，线下渠道收入继续下降。**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，2020 年公司关闭门店数量仍较多，门店净减少 303 家；2020 年公司线下渠道收入同比继续下降，其中加盟渠道下降较为明显。
- **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 2020 年末，公司应收账款及存货规模较大，对公司资金形成一定占用；现阶段中端品牌市场竞争压力较大，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。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年6月发行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，根据公司发布的《天创时尚股份有限公司关于2020年度募集资金存放与使用情况的专项报告》披露，截至2020年末，公司累计投入使用募集资金3.58亿元，尚未使用募集资金2.33亿元，募集专户余额0.36亿元<sup>1</sup>。

## 三、发行主体概况

2021年1月4日，本期债券开始转股，截至2021年3月末，本期债券累计转股数为11,560股，公司总股本增加至428,907,027股。

截至2021年3月末，公司总股本为428,907,027股，平潭禾天股权投资合伙企业（普通合伙）（以下简称“平潭禾天”）及高创有限公司持股比例分别为20.71%和16.27%，梁耀华和李林还分别直接持有公司0.01%和1.73%的股份，二人合计直接和间接共同控制公司38.72%的股份，为公司的实际控制人<sup>2</sup>。截至2021年3月末，公司前十大股东持股情况见表1。

截至2021年5月6日，平潭禾天的股份质押数量为30,320,000股，占其所持公司股份的34.13%，占公司总股本的7.07%。

**表1 截至2021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	平潭禾天股权投资合伙企业(普通合伙)	88,830,630	20.71%
2	高创有限公司	69,797,322	16.27%
3	平潭尚见股权投资合伙企业(普通合伙)	36,200,229	8.44%
4	Visions Holding(HK)Limited	21,503,294	5.01%
5	李怀状	14,499,530	3.38%
6	西藏创源文化创意有限公司	11,805,466	2.75%

<sup>1</sup> 与尚未使用的募集资金余额的差额 1.96 亿元，系公司使用闲置募集资金购买保本型理财产品 2.00 亿元，扣减收到已结算的理财产品投资收益 6.44 万元、公司其他账户代垫的发行费用 275.49 万元、及募集资金账户收到的利息 75.34 万元。

<sup>2</sup> 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。

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	富荣基金-王伟军-富荣王伟军单一资产管理计划	8,203,100	1.91%
9	李林	7,400,317	1.73%
10	刘晶	6,197,966	1.45%

资料来源：公司 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年公司新增3家合并范围内子公司，2021年1-3月，公司合并范围无变化，截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司为28家，详见附录四。

**表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
广州接吻猫科技有限公司	100%	1,000.00	新设
广州天创智造科技有限公司	100%	1,000.00	新设
霍尔果斯思义网络科技有限公司	100%	100.00	新设

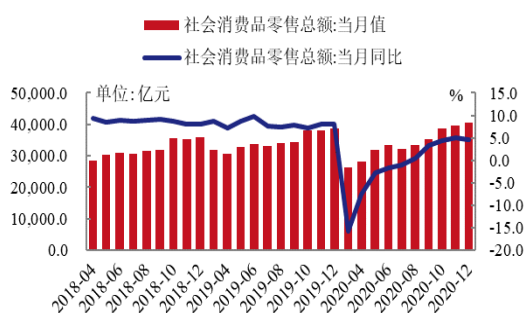
资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

## 四、运营环境

国内经济增速在低基数下逐步回升，有望带动 2021 年服装家纺消费需求边际持续改善，但全球经济增速放缓的长期趋势仍未改变，行业长期增长压力仍较大

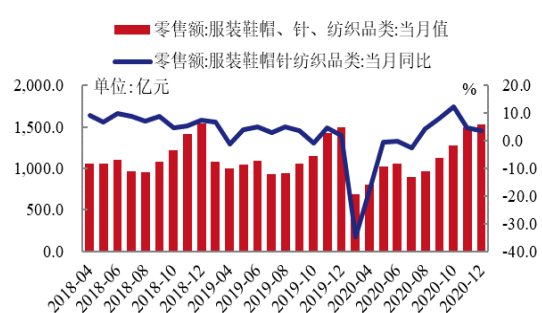
国内疫情得到较好控制，消费信心逐步增强，国内消费市场边际回暖。2020年社会消费品零售总额全年累计增速为-3.9%，但逐月来看，自2020年8月开始，其增速开始回正并持续改善；2021年1-3月，全国社会消费品零售总额105,221.0亿元，同比增长33.9%。细分来看，服装鞋帽针纺织品类零售额增速回暖情况更为明显，2021年1-3月，服装鞋帽、针纺织品类社零售总额为3,401.0亿元，同比增长54.2%，与2019年1-3月累计值（3,422.6亿元）基本持平。

**图 1 社零增速持续回升**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 2 服装鞋帽针纺织品类零售额增速边际恢复**



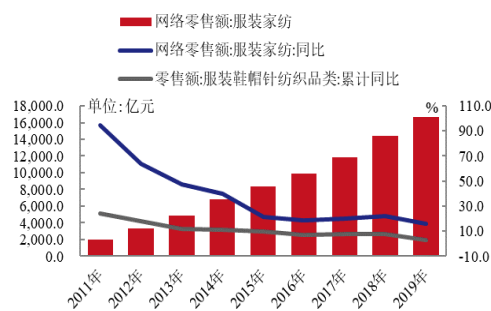
资料来源：Wind，中证鹏元整理

短期来看，针对疫情，国内已经有较好的应急防控措施，能在短时间内控制突发疫情的扩散传播，且随着疫苗接种的稳定推进，内需基本恢复如前。2021年4月，国际货币基金组织发布了最新的《世界经济展望报告》，报告中预计2021年全球GDP增长率为6.0%，2022年为4.4%；中国经济将增长8.4%，

2022 年为 5.6%，国内外经济增速预计在低基数下逐步回升，有望带动 2021 年服装家纺消费需求持续边际改善；但长期来看，全球宏观经济增速放缓的长期趋势仍旧存在，且国外疫情尚未完全得到控制，外需恢复尚需一段时日，近三年我国服装鞋帽针纺织品类零售额累计增速整体是下降的，其中 2020 年为-6.6%，行业长期增长压力仍较大。

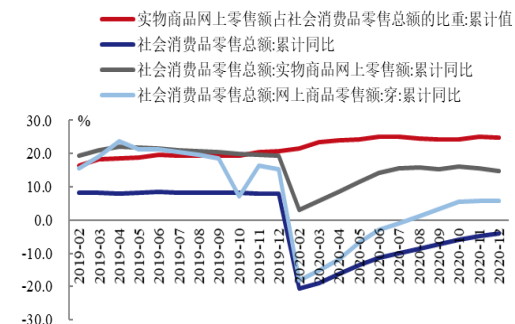
从消费方式来看，互联网、大数据、物流等行业的迅速发展推动了人们消费方式的改变，疫情防控政策的实施更是推动了线上消费额快速增长，各类电商直播、短视频营销平台顺势崛起，更加完善了线上消费体验度，近年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续上升，而服装家纺产品作为各大直播电商主要营销产品类别之一，自 2011 年来，服装家纺网络零售额持续增加，且增速均在 15%，明显高于服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速。2020 年，社会消费品零售总额累计值同比增速为负值，而实物商品网上零售额累计值维持正增长，疫情对线上消费的影响小于线下。穿着类实物商品网上零售额累计同比增速也明显高于社会消费品零售总额同比增速，2021 年 1-3 月，穿着类实物商品网上零售额累计同比增速为 39.6%，较同期社会消费品零售总额同比增速高 5.7 个百分点，较实物商品网上零售额同比增速高 13.8 个百分点。

**图 3 服装家纺网络零售额显著增长**



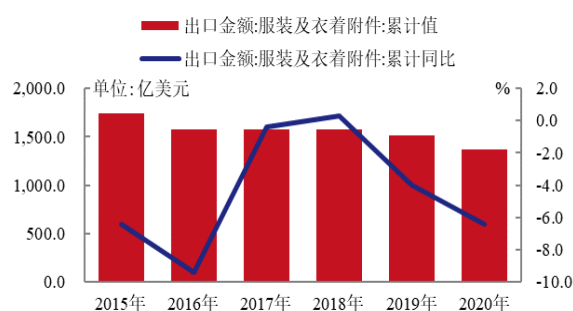
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 4 实物商品网上零售额占比保持增长**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

部分海外订单转移至国内，推动我国服装家纺产品出口持续好转。近年我国服装及衣着附件出口金额整体呈下行趋势，2020 年受海内外疫情影响，服装及衣着附件出口金额为 1,373.82 亿美元，同比下降 6.4%。随着全球新冠疫苗的陆续推出，海外部分国家生产需求逐步复苏，带到相关需求回升，其中中国恢复形势整体较好，但主要服装出口国印度、孟加拉国疫情仍较为严重，并在近期宣布封城，部分海外订单转移至国内，由于疫苗在全球主要国家的供应十分紧张，国际需求恢复到疫情前水平仍需一段时日，订单回流现象短期内还会存在，短期内我国服装家纺产品出口将继续好转，2021 年 1-3 月，我国服装及衣着附件出口金额为 332.95 亿美元，同比增长 47.7%，较 2019 年 1-3 月出口额（294.30 亿美元）增长 13.1%。虽然全球经济较去年有回稳趋势，但当前各国经济恢复前景仍具有较大不确定性，长期看全球经济增速仍是下行的，且服装家纺行业向东南亚国家转移的长期趋势不会变，服装家纺产品长期出口压力仍较大。

**图 5 疫情导致 2020 年服装出口金额增速继续回落**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

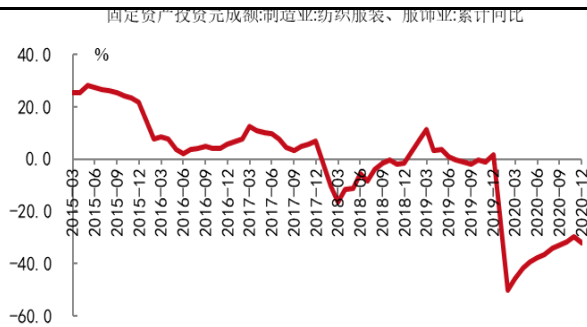
2020 年 11 月 15 日, 东盟 10 国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰 15 个国家正式签署了《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP), 协定的主旨是希望通过削减关税及非关税壁垒, 推进成员国之间的自由贸易, 协定的达成将促进成员国深化合作, 实现人力、技术和原材料成本等资源优势互补, 有利于降低各成员国纺织服装行业的生产成本, 增加各成员国之间的出口, 也有利于增加成员国对非成员国的出口, 我国作为全球最大的纺织服装出口国, 在纺织服装贸易方面与协议涉及的成员国来往密切, RCEP 协定的达成有助于增加我国纺织服装产品的出口, 减少贸易战对我国纺织服装出口的不利影响。目前我国纺织服装出口的主要地区为美国、欧盟、日本、韩国、澳大利亚和英国等 6 国, 根据海关统计数据, 在 44 个主要出口国家(地区)中, 2021 年 1-3 月我国服装<sup>3</sup>出口金额为 1,950.7 亿元, 同比增长 24.69%, 与 2019 年同期(1,957.4 亿元)基本持平; 其中出口至上述 6 个国家的份额合计占比 59.29%, 分别同比增长 35.72%、28.20%、6.52%、40.29%、40.29%和 33.39%。

### 服装家纺行业固定资产投资减速, 行业仍然面临较大的库存压力

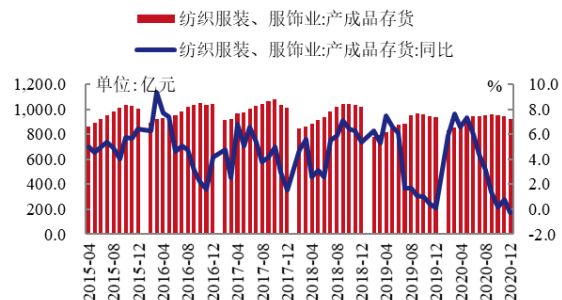
自 2016 年开始, 服装家纺行业开始去库存, 行业固定资产投资增速持续下滑, 2019 年增速为 1.8%, 2020 年受疫情影响, 行业全年固定资产投资增速降为负值, 但目前行业整体仍维持较大的库存量。由于 2020 年初各企业备货量较多, 但受疫情影响, 销售受阻, 2020 年上半年服装产品成存货增速较往年明显提升, 自下半年开始, 国内大部分地区已经基本恢复正常的生产, 上半年被抑制的需求逐步释放, 加上疫情造成服装上游企业备货更加谨慎, 产成品存货增速逐步回落至去年同期水平, 2020 年为-0.3%; 但从绝对数量来看, 截至 2020 年末纺织服装、服饰业产成品存货为 918.5 亿元, 仍然面临较大的库存压力。

<sup>3</sup> 2021 年 3 月对部分国家(地区)出口商品类章金额表中“61 章针织或钩编的服装及衣着附件”和“62 章非针织或非钩编的服装及衣着附件”之和。



**图 6 行业固定资产投资增速为负**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 7 服装产成品存货增速持续下调**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、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。2020年，公司主营业务收入为 18.75 亿元，其中鞋品收入 16.34 亿元，略有下滑；互联网数字营销收入 2.06 亿元，下降较多。毛利率方面，2020年，公司主营业务毛利率为 60.14%，其中鞋品毛利率有所提高，但互联网数字营销业务毛利率的下降幅度较大。

2021年 1-3 月，公司实现主营业务收入 4.64 亿元，同比增长 25.44%；其中鞋、包及其他类 4.06 亿元，增长 30.22%，数字营销 5,782.79 万元，下降 0.26%；主营业务毛利率 56.40%，同比小幅下降，系一方面公司鞋、包及其他类毛利率微幅下降，另一方面数字营销业务毛利率较 2020 年进一步下降至 14.88%，降幅显著，总体来看小子科技的移动互联网营销业务增长仍然乏力。

**表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年 1-3 月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋	40,097.89	62.62%	163,440.63	64.64%	165,456.08	58.38%
互联网数字营销	5,782.79	14.88%	20,619.17	24.93%	37,859.20	37.11%
包及其他	498.91	38.20%	3,423.10	57.51%	5,259.51	49.75%
<b>合计</b>	<b>46,379.59</b>	<b>56.40%</b>	<b>187,482.90</b>	<b>60.14%</b>	<b>208,574.78</b>	<b>54.30%</b>

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、整体配售能力强的中高端时尚女鞋产

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，目前女鞋的自有年产能约为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，2020年公司鞋品产销率105.63%，产销率仍维持在较高水平。

**表4 公司鞋品产销情况（单位：万双）**

项目	2020年	2019年
产量	357.75	431.87
销量	377.88	429.63
产销率	105.63%	99.48%

注：表中产量包括外协产量。

资料来源：公司提供

**公司产品线下销售占比较大，2020年线下门店数量继续缩减，鞋品线下渠道收入下降较为明显**

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，2020年公司通过上述渠道实现的销售收入分别为10.82亿元、1.21亿元和4.66亿元，其中直营渠道销售占比大。直营渠道销售毛利率较高，2020年为69.16%，同比提升幅度较大，系应用新收入准则，根据终端消费者支付价款的总额确认为收入，毛利率及销售费用率同步有所提升。

此外，近年公司电商渠道收入贡献不断提升，2020年公司电商渠道收入4.66亿元，同比增长33.87%；但与此同时，直营及加盟店渠道的收入同比均有所下滑，特别是加盟店同比下滑31.50%，降幅较为明显。

**表5 公司门店及电商销售情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	108,236.97	69.16%	118,315.49	60.51%
加盟店	12,073.10	43.98%	17,624.31	45.88%
电商渠道	46,553.66	58.97%	34,775.78	56.16%
<b>合计</b>	<b>166,863.73</b>	<b>64.49%</b>	<b>170,715.59</b>	<b>58.11%</b>

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6 公司门店情况统计（单位：家）**

品牌	类型	2020年			2019年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	463	3	126	586	49	123
	加盟店	318	29	60	349	34	32
ZsaZsaZsu	直营店	97	3	25	119	14	32
	加盟店	11	1	0	10	3	2
tigrisso	直营店	257	12	59	304	31	53
	加盟店	95	12	24	107	21	15
KissKitty	直营店	66	11	67	122	17	85
	加盟店	38	4	9	43	8	30
其他品牌	直营店	57	3	8	62	9	11
	加盟店	26	0	3	29	4	1
直营店合计		<b>940</b>	<b>32</b>	<b>285</b>	<b>1,193</b>	<b>120</b>	<b>304</b>
加盟店合计		<b>488</b>	<b>46</b>	<b>96</b>	<b>538</b>	<b>70</b>	<b>80</b>
合计		<b>1,428</b>	<b>78</b>	<b>381</b>	<b>1,731</b>	<b>190</b>	<b>384</b>

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2020年受疫情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。2020年公司关闭店铺数量381家，其中直营店285家，加盟店96家，截至2020年末，公司门店总数为1,428家，较上年末净减少303家。考虑到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，预计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，2020年末上述品牌门店数量占比分别达54.69%和24.65%，同时上述品牌2020年分别贡献销售收入7.23亿元及4.94亿元，对公司收入的贡献亦较高。

**表7 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	72,252.70	63.43%	79,324.81	57.05%
tigrisso	49,396.30	64.38%	45,516.09	59.52%
KissKitty	13,462.61	58.37%	15,843.34	53.87%

ZsaZsaZsu	20,775.53	70.15%	17,831.12	61.72%
其他品牌	10,976.59	68.80%	12,200.23	60.05%
<b>合计</b>	<b>166,863.73</b>	<b>64.49%</b>	<b>170,715.59</b>	<b>58.11%</b>

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，代销模式下（以唯品会为代表），公司与电商平台直接进行结算，由电商平台支付回款；直销模式下（以天猫为代表），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年为应对疫情影响，公司增加了对线上业务的拓展，2020年公司电商渠道收入4.66亿元，同比增长33.87%，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，2020年公司对前五大客户的销售金额为3.55亿元，占比18.92%，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8 公司前五名客户销售情况（万元）**

年度	序号	客户	销售金额	占主营业务收入比重
2020年	1	唯品会（中国）有限公司	15,659.24	8.35%
	2	天虹商场股份有限公司	6,050.19	3.23%
	3	银泰商业（集团）有限公司	5,892.28	3.14%
	4	苏宁易购商业管理有限公司	4,333.03	2.31%
	5	百盛商业发展有限公司	3,545.74	1.89%
		<b>合计</b>	<b>35,480.48</b>	<b>18.92%</b>
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%
		<b>合计</b>	<b>34,431.47</b>	<b>16.51%</b>

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，2020年存货-库存商品期末余额为3.72亿元；从库龄来看，以1年以内为主，占比为79.88%；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，2020年末公司已累计计提库存商品跌价准备2,191.65万元。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9 公司鞋品库存情况**

项目	2020年	2019年
库存量（万双）	215.02	235.16
存货-库存商品期末余额（万元）	37,221.23	41,649.55

资料来源：公司提供

### 2020年公司生产用面料价格有所下降，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。

2020年，公司鞋品的原材料成本总额为2.33亿元，其中主要皮料占比约43%，皮料主要包括面料及里料；辅助材料占比约57%。采购价格方面，2020年公司面料采购单价有所下降，里料略有上涨。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10 公司主要原材料的采购价格变动趋势（单位：元/尺）**

项目	2020年		2019年	
	单价	增减	单价	增减
面料	20.58	-13.13%	23.69	-13.22%
里料	5.20	4.63%	4.97	-9.14%

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。

### 公司对溢价收购小子科技的商誉计提大额减值，较大侵蚀了公司利润

2017年11月6日，经中国证券监督管理委员会出具的《关于核准广州天创时尚鞋业股份有限公司向樟树市云众投资管理中心（有限合伙）等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]1950号）核准，公司以发行股份及支付现金方式收购小子科技100%股权<sup>4</sup>。本次重大资产重组事项形成商誉6.13亿元。公司于2020年对上述商誉计提减值准备5.35亿元。

<sup>4</sup> 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。2017-2019年小子科技业绩承诺均已完成。

上下游市场同时挤压，互联网广告行业去中间化加剧，致使小子科技2020年营业收入规模及净利润水平下降幅度较大。同时因外部整体行业变化加剧、自身业务调整与业务开拓尚未到位，预期未来小子科技原经营业务增长乏力，因此存在减值迹象。

公司以2020年12月31日为基准日对收购小子科技股权而形成的商誉进行了减值测试。结合实际情况，公司确定了小子科技与商誉相关的资产组包含归属于资产组的商誉、营运资金、固定资产、无形资产及长期待摊费用。可回收金额根据资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定。根据中铭国际出具的《资产评估报告》（中铭评报字[2021]第6014号），经测试，小子科技包含商誉的资产组可收回金额为1.29亿元，低于账面价值6.63亿元，应确认商誉减值损失5.35亿元，并计入公司2020年损益。本次计提商誉减值准备后，小子科技商誉期末余额为7,850.35万元。

2020年小子科技的利润、现金流同比均大幅下降，表现欠佳；2021年一季度，公司移动互联网营销业务收入同比仍下降0.26%，毛利率降幅显著，整体来看，小子科技的移动互联网营销业务增长仍然乏力，未来若小子科技的业务未能顺利实现转型，经营业绩无明显提升，则公司的商誉存在进一步减值风险。

**表11 小子科技主要财务数据（单位：万元）**

项目	2020年	2019年
资产总额	23,853.43	25,179.39
负债总额	12,810.85	6,278.98
所有者权益	11,042.57	18,900.41
营业收入	20,813.83	37,859.20
营业利润	2,230.91	11,212.64
净利润	2,142.16	11,373.11
经营活动现金净流量	1,000.26	12,855.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。此外根据《企业会计准则》规定，经公司相关部门对固定资产的实际状况进行复核测评，决定对部分固定资产残值率进行调整，具体调整如下：调整前固定资产的净残值率为10%，调整后固定资产的净残值率为5%。本次固定资产残值率调整日期从2021年1月1日起开始执行。

2020年新设3家子公司，2021年1-3月，公司合并范围无变化，截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司为28家，详见附件四。

## 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，同时对并购形成的大额商誉计提减值后，非流动资产有所下降

2021年3月末公司总资产为26.48亿元，保持稳定，从资产构成来看，现金类资产和存货占比较大。2020年末公司货币资金余额4.53亿元，其中受限资金2,500.52元，为投资保证金。2020年末公司交易性金融资产5.13亿元，主要是购买的理财及股票投资、债券和基金等产品。2020年末公司应收账款2.24亿元，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。2020年末公司存货价值为3.92亿元，占总资产的比重为14.57%，存货中库存商品账面价值占比89.31%，2020年公司对库存商品计提跌价准备2,476.62万元，当年转回或转销3,218.76万元，期末跌价准备余额2,191.65万元。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，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。

2020年末公司账面固定资产3.29亿元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备；在建工程2.61亿元，主要为万洲工业园一期工程2.60亿元，该项目为本期债券募投项目，当年新增投资0.99亿元。公司商誉主要系并购小子科技100%股权产生，2020年计提减值准备5.35亿元后，小子科技商誉期末余额为7,850.35万元。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.16	15.73%	4.53	16.82%	4.62	17.37%
交易性金融资产	5.42	20.48%	5.13	19.06%	0.40	1.51%
应收账款	2.16	8.17%	2.24	8.34%	2.60	9.77%
存货	3.84	14.49%	3.92	14.57%	4.25	15.97%
<b>流动资产合计</b>	<b>17.32</b>	<b>65.40%</b>	<b>17.97</b>	<b>66.79%</b>	<b>12.83</b>	<b>48.20%</b>
固定资产	3.25	12.27%	3.29	12.24%	3.66	13.74%
在建工程	2.73	10.30%	2.61	9.68%	1.63	6.11%
商誉	0.79	2.96%	0.79	2.92%	6.13	23.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>9.16</b>	<b>34.60%</b>	<b>8.94</b>	<b>33.21%</b>	<b>13.78</b>	<b>51.80%</b>
<b>资产总计</b>	<b>26.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

## 盈利能力

由于对小子科技商誉计提大额减值，公司2020年净利润大幅亏损，2021年一季度扭亏为盈

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。2020年，公司主营业务收入为18.75亿元，其中鞋品收入16.34亿元，略有下滑；互联网数字营销收入2.06亿元，

下降较多。

盈利能力方面，2020年公司主营业务毛利率为60.14%，其中鞋品毛利率有所提高，但互联网数字营销业务毛利率的下降幅度较大。费用方面，公司应用新收入准则，根据终端消费者支付价款的总额确认为收入，将百货商场的扣点确认为费用导致销售费用增加。资产减值方面，由于对小子科技商誉计提大额减值，公司净利润大幅亏损。EBITDA利润率及总资产回报率指标来看，2020年亦大幅降低。

2021年一季度，公司实现营业收入4.65亿元，同比增长25.58%，其中时尚鞋类业务收入4.06亿元，同比增长30.22%，移动互联网营销业务同比下降0.26%，小子科技的移动互联网营销业务增长仍然乏力；实现净利润2,584.20万元，公司合并净利润与去年同期、及与2020年度相比实现了扭亏为盈。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）

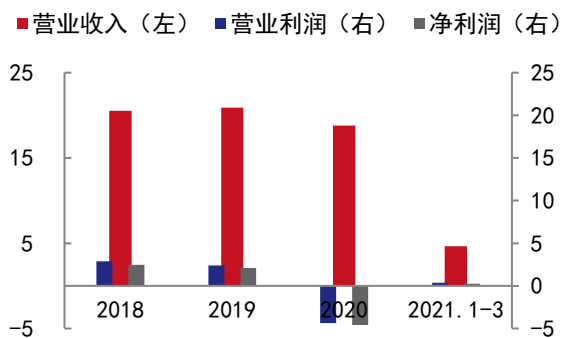
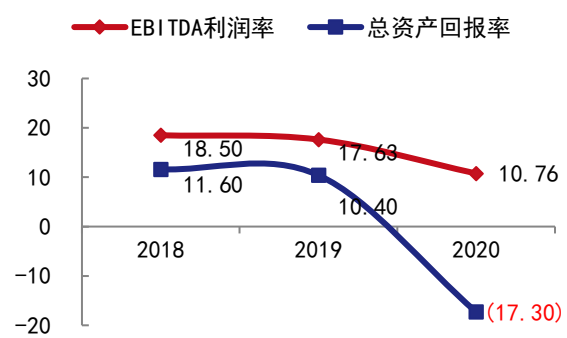


图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告

## 现金流

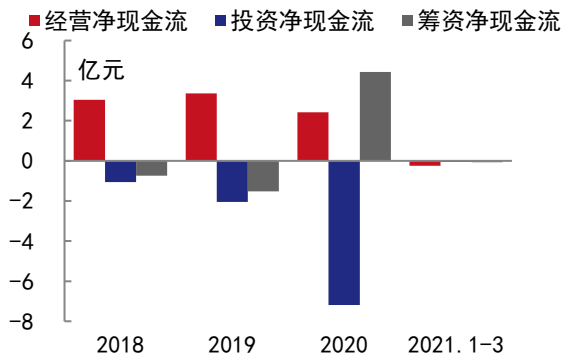
### 2020 年公司经营现金流仍保持净流入，但流入规模有所下降

公司整体生产经营较为稳健，营运资金整体保持稳定，但 2020 年公司利润大幅亏损，FFO 为 0.62 亿元，同比显著下降。经营活动现金方面，仍保持净流入，但净流入规模有所减少。2021 年一季度，公司经营现金流净流出 2,462.49 万元。

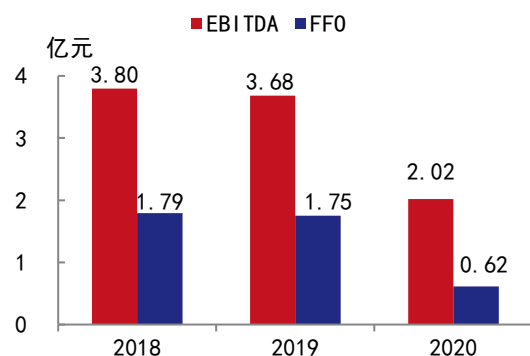
投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财本金；投资活动现金流出主要为购买理财产品及项目建设所致，2020 年公司购买理财、证券投资等现金流出显著增加，且对万洲工业园等工程项目持续投入，公司投资活动现金净流出 7.20 亿元，流出规模有所扩大。公司在建的本期债券募投资项目尚需一定资金，但考虑到公司盈余现金较为充裕，整体可覆盖投资活动的现金需求。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流出主要为分配股利及债务偿还，由于本期债券的发行，公司 2020 年筹资活动现金流入规模显著增加，筹资活动现金流呈现净流入 4.43 亿元。



**图 12 公司现金流结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

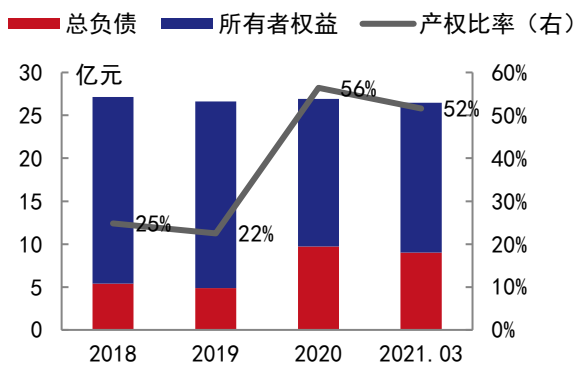
**图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

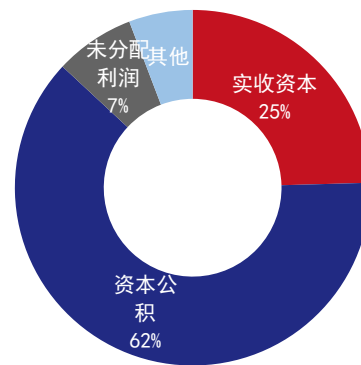
## 资本结构与偿债能力

### 公司财务杠杆较低，债务压力较小

随着本期债券的发行，2021年3月末公司负债总额显著上升至9.01亿元，公司所有者权益较为稳定，同期末为17.47亿元，产权比率为52%，较2019年末显著上升，但考虑到公司负债仍处于相对较低水平，所有者权益对负债的保障程度仍较好。所有者权益构成来看，以资本公积和实收资本为主，2021年3月末占比分别为62%、25%。

**图 14 公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

**图 15 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

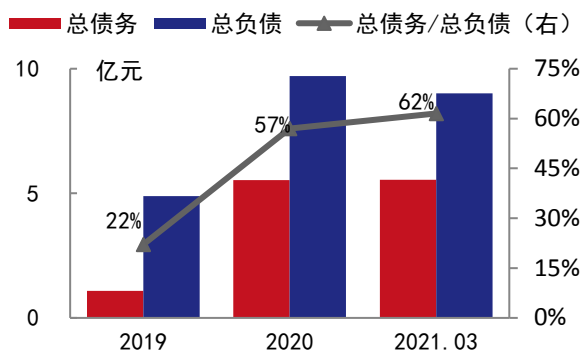
2020年末公司短期借款5,400万元，均为信用借款。2020年末公司应付账款1.69亿元，主要为应付的材料采购款、广告渠道及鞋品外协生产单位款项。2020年末公司其他应付款1.06亿元，主要为应付工程款项、合同保证金、店铺装修费等。非流动负债方面，主要是本期债券4.97亿元，本期债券于2020年6月24日发行成功，第一年票面利率为0.4%，票面利率较低，仍需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

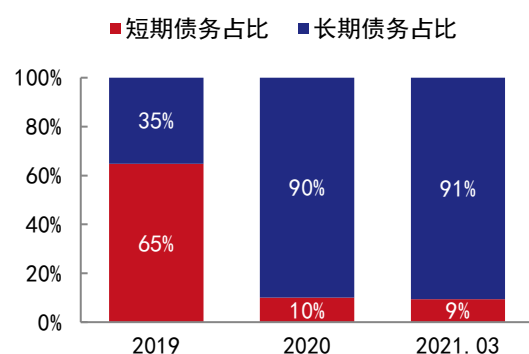
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	5.55%	0.54	5.56%	0.70	14.33%
应付账款	1.15	12.73%	1.69	17.43%	1.61	32.91%
其他应付款	0.94	10.38%	1.06	10.90%	0.93	19.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.66</b>	<b>40.62%</b>	<b>4.63</b>	<b>47.69%</b>	<b>4.38</b>	<b>89.70%</b>
应付债券	5.03	55.78%	4.97	51.25%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.35</b>	<b>59.38%</b>	<b>5.08</b>	<b>52.31%</b>	<b>0.50</b>	<b>10.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>9.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

截至2021年3月末，公司总债务为5.55亿元，占负债的62%。公司债务主要为本期债券。

**图 16 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

**图 17 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

从偿债指标来看，2021年3月末，公司资产负债率为34.03%，由于本期债券的发行而显著上升，但仍处于较低水平；公司EBITDA整体表现尚可，但2020年受利润下降影响，有所减少，EBITDA对债务的保障程度同比下降，但仍较好，整体来看公司债务压力较小。

**表14 公司杠杆状况指标**

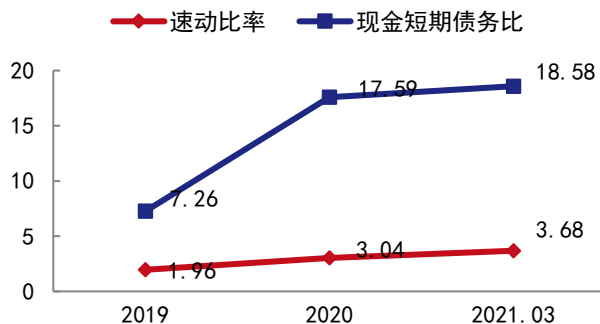
项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	34.03%	36.07%	18.36%
净债务/EBITDA	-	-1.82	-0.94
EBITDA 利息保障倍数	-	14.32	99.23
总债务/总资本	24.10%	24.31%	5.59%
FFO/净债务	-	-16.71%	-50.46%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

由于公司财务杠杆较低，流动负债规模较小，公司速动比率较好。现金短期债务比方面，由于公司现金类资产较为充裕，对短期债务的覆盖较好。作为上市公司，公司还可进行增发等权益融资，综合来

看，公司仍有较好的融资弹性。

**图 18 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

## 七、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 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 6 月 11 日），公司本部及子公司小子科技均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；公司及子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。

## 八、结论

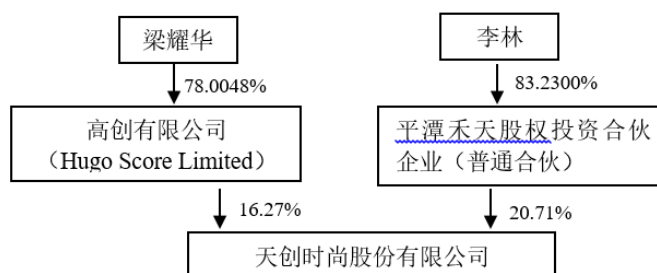
综上，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为 AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.16	4.53	4.62	4.85
交易性金融资产	5.42	5.13	0.40	0.00
存货	3.84	3.92	4.25	4.83
流动资产合计	17.32	17.97	12.83	14.19
固定资产	3.25	3.29	3.66	3.38
在建工程	2.73	2.61	1.63	0.56
非流动资产合计	9.16	8.94	13.78	12.94
资产总计	26.48	26.91	26.61	27.13
短期借款	0.50	0.54	0.70	0.00
应付账款	1.15	1.69	1.61	2.26
其他应付款	0.94	1.06	0.93	1.22
一年内到期的非流动负债	0.02	0.01	0.00	0.36
流动负债合计	3.66	4.63	4.38	5.27
长期借款	0.00	0.00	0.38	0.00
应付债券	5.03	4.97	0.00	0.00
非流动负债合计	5.35	5.08	0.50	0.12
负债合计	9.01	9.71	4.89	5.40
总债务	5.55	5.53	1.08	0.00
归属于母公司的所有者权益	17.32	17.06	21.52	21.54
营业收入	4.65	18.78	20.89	20.52
净利润	0.26	-4.60	2.08	2.45
经营活动产生的现金流量净额	-0.25	2.42	3.36	3.04
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-7.20	-2.04	-1.06
筹资活动产生的现金流量净额	-0.06	4.43	-1.53	-0.73
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	56.32%	60.08%	54.24%	56.01%
EBITDA 利润率	--	10.76%	17.63%	18.50%
总资产回报率	--	-17.30%	10.40%	11.60%
产权比率	51.59%	56.42%	22.49%	24.83%
资产负债率	34.03%	36.07%	18.36%	19.89%
净债务/EBITDA	--	-1.82	-0.94	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	14.32	99.23	210.30
总债务/总资本	24.10%	24.31%	5.59%	0.00%
FFO/净债务	--	-16.71%	-50.46%	-40.84%
速动比率	3.68	3.04	1.96	1.77
现金短期债务比	18.58	17.59	7.26	-

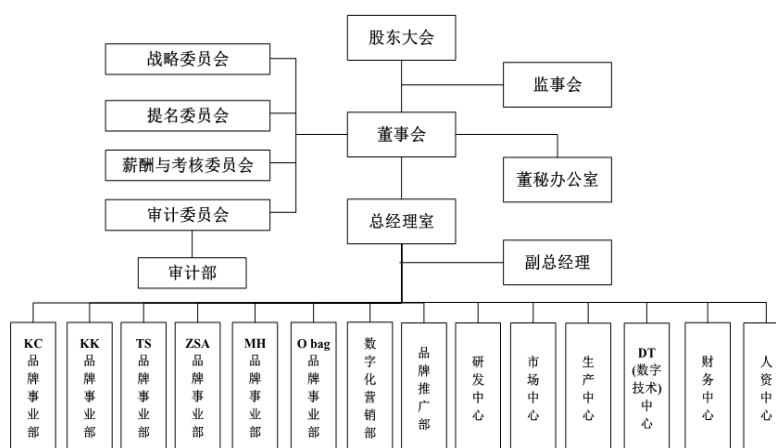
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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%
广州接吻猫科技有限公司	1,000.00	技术开发、技术推广	100.00%
广州天创智造科技有限公司	1,000.00	技术开发、技术推广	100.00%
霍尔果斯思义网络科技有限公司	100.00	技术开发、技术推广	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款+应付债券
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 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。