

信用评级公告

联合〔2022〕3323号

联合资信评估股份有限公司通过对宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体长期信用等级为AA，“太平转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月二十七日

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
太平转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
太平转债	8 亿元	8 亿元	2027/07/15

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 债券余额系截至 2022 年 3 月末

评级时间：2022 年 5 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AA	
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险		2	
			行业风险		3	
		自身竞争力	基础素质		4	
			企业管理		2	
		经营分析		2		
财务风险	F1	现金流	资产质量		1	
			盈利能力		1	
			现金流量		1	
		资本结构		3		
		偿债能力		1		
调整因素和理由					调整子级	
--					--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”）作为大众时尚服装上市公司之一，在品牌知名度、经营规模及供应链管控等方面具有综合竞争优势。2021 年，PB 女装与 PB 男装的销售收入增速保持稳健，MP 童装收入增速较快，成为公司新的业绩增长点。近年来，公司收入规模持续扩大，收入获现能力较强。2021 年，公司直营渠道优化具有一定效果，加盟店保持一定的净拓店数量。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到市场竞争加剧、期间费用及营业外支出规模有所增加、债务负担有所加重等因素可能对公司带来的不利影响。

未来，随着公司信息化建设的进一步推进，公司经营规模或将进一步扩大，整体竞争实力或将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“太平转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内知名服装企业，品牌知名度较高。公司是国内知名大众时尚服装上市企业，实施多品牌策略，品牌知名度较高。

2. 公司在供应链管理、产品设计研发方面具有较强的竞争优势。公司以数据为驱动，全面打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应全链路。

3. 公司收入规模有所增加，收入获现能力较强。2021 年，公司营业总收入为 109.21 亿元，同比增长 16.34%；公司经营活动现金净流入 13.00 亿元，净流入量同比增长 12.62%。

4. 公司直营渠道优化具有一定效果，加盟店保持一定的净拓店数量。2021 年，公司直营门店平均单店营业总收入为 274.84 万元，同比增长 5.90%；直营店和加盟店分别净拓店 62 家和 536 家。

关注

1. 市场竞争加剧的风险。公司所处服装行业属于成熟

分析师：蒲雅修 崔濛骁
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

行业且竞争激烈。近年来，受新冠肺炎疫情防控政策、消费者消费需求下降影响，行业增速缓慢。

2. **期间费用及营业外支出规模有所增加。**2021年，由于广告宣传、设计研发及咨询等费用增加，公司期间费用总额为48.77亿元，同比增长22.45%；营业外支出为0.44亿元，同比增长98.86%，主要系对河南捐款所致。

3. **公司债务负担有所加重。**因发行可转换公司债券，截止2021年末，公司资产负债率为58.11%，较上年末增长3.78个百分点；全部负债资产化比率为33.30%，较上年末上升15.20个百分点。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	19.65	25.32	32.04	27.49
资产总额(亿元)	70.15	85.41	101.94	92.11
所有者权益(亿元)	35.16	39.00	42.70	44.60
短期债务(亿元)	6.69	8.62	9.77	8.95
长期债务(亿元)	0.59	0.00	11.55	11.10
全部债务(亿元)	7.28	8.62	21.32	20.05
营业总收入(亿元)	79.28	93.87	109.21	24.64
利润总额(亿元)	7.09	9.06	9.49	2.55
EBITDA(亿元)	9.46	11.45	17.29	--
经营性净现金流(亿元)	8.68	11.54	13.00	-2.28
营业利润率(%)	52.55	51.84	52.39	53.43
净资产收益率(%)	15.45	18.12	15.85	--
资产负债率(%)	49.88	54.34	58.11	51.58
全部债务资本化比率(%)	17.15	18.10	33.30	31.02
流动比率(%)	148.29	138.76	153.20	178.37
经营现金流动负债比(%)	25.94	25.39	27.92	--
现金短期债务比(倍)	2.94	2.94	3.28	3.07
EBITDA利息倍数(倍)	59.69	84.96	27.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.77	0.75	1.23	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	37.95	42.28	56.91	--
所有者权益(亿元)	25.43	25.81	28.45	--
全部债务(亿元)	1.13	0.84	12.00	--
营业总收入(亿元)	22.48	33.47	40.73	--
利润总额(亿元)	5.58	3.37	6.29	--
资产负债率(%)	33.00	38.94	50.00	--
全部债务资本化比率(%)	4.25	3.16	29.67	--
流动比率(%)	208.81	177.80	216.22	--
经营现金流动负债比(%)	24.60	31.46	16.18	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 本报告2019-2021年数据使用相应年度报告期末数据; 5. 2022年一季度公司本部数据未披露

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
太平转债	AA	AA	稳定	2020/10/21	蒲雅修 崔濛晓	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 2001 年的宁波太平鸟时尚女装有限公司（以下简称“太平鸟有限”），成立时注册资本 200.00 万元，其中太平鸟集团有限公司（以下简称“太平鸟集团”）持有公司 55.22% 股权。2012 年 11 月，太平鸟有限整体变更为股份有限公司。2016 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2976 号文许可，公司首次公开发行人民币普通股 5500.00 万股，并于 2017 年 1 月在上海证券交易所上市，股票简称“太平鸟”，股票代码“603877.SH”，发行后总股本 4.75 亿股。截至 2021 年末，公司注册资本为 4.77 亿元，太平鸟集团持有公司 48.11% 股份，为公司控股股东；张江平、张江波为公司实际控制人；太平鸟集团质押股份数量为 0.28 亿股，占其持股数量的 12.21%。

2021 年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至 2021 年末，公司合并范围内子公司 29 家，较上年末减少 5 家；公司组织架构未发生变化。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 101.94 亿元，所有者权益 42.70 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 109.21 亿元，利润总额 9.49 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 92.11 亿元，所有者权益 44.60 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 24.64 亿元，利润总额 2.55 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙区环城西路南段 826 号¹；法定代表人：张江平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金按指定用途使用，余额为 6.45 亿元。其中，3.00 亿元用于购买理财产品²，募集资金专户余额为 3.45 亿元。截至 2022 年 3 月末，累计已有人民币 10000.00 元“太平转债”转换为公司 A 股股票，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.00004%。截至本报告出具日，尚未到首次付息日。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
太平转债	8.00	8.00	2021/07/15	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

¹ 根据公司公告，公司于 2022 年 3 月 30 日董事会通过，变更公司注册地址为宁波市海曙区横街镇横街村。截至 2022 年 4 月末，尚未完成办理工商变更手续。

² 根据公司公告，公司于 2021 年 8 月 27 日召开了第三届董事会第二十二次会议、第三届监事会第十八次会议，审议通过了《关

于使用部分闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意使用不超过人民币 5 亿元的闲置募集资金进行现金管理，使用期限自本次董事会审议通过之日起 12 个月内，在上述额度和期限内，资金可以循环滚动使用，同时授权公司董事长或董事长授权人员在有效期及资金额度内行使该事项决策权并签署相关合同文件。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速³（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出

口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧

³为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

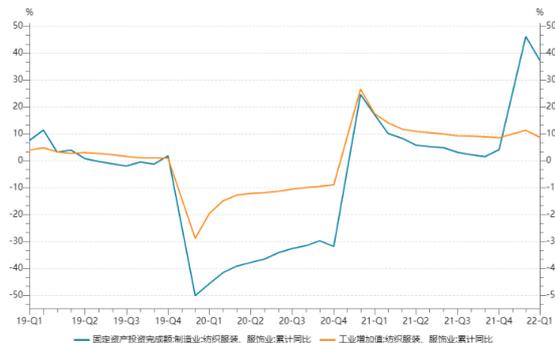
2021年上半年，我国消费零售行业受益于重要节日的密集分布而增速较高，下半年因新冠肺炎疫情反复而有所回落，并持续至2022年一季度，2021年全年服装零售总额保持增长。

2021年，社会消费品零售总额进入超调回补阶段。2021年上半年，疫情状况相对稳定，叠加春节、情人节及劳动节等重要节日，社会消费品零售总额出现快速回升，消费行业有所修复；2021年下半年，随着疫情的反复，各地防控措施趋严，消费增速回落至平稳增长阶段。

行业供给方面，2020年，受到新冠肺炎疫情影响，服装行业固定资产投资及行业增加值增速大幅下降。2021年一季度，行业投资增速大幅增加，其后增速下降直至年末。2022年一季度，固定资产投资与行业增加值增速出现较

大程度背离，行业增加值小幅波动，但固定资产投资增速在 2 月末达到近三年最高水平。

图 1 2019 年以来我国服装行业固定资产投资、工业增加值增速情况



资料来源: Wind

从上游原材料看, 2021 年, 由于棉花产量减少及海运价格上涨, 国内 328 棉花价格与英国棉花价格均呈持续上升态势。国家统计局公布的全国棉花产量数据显示, 2021 年全国棉花产量 573.1 万吨, 比 2020 年减少 18.0 万吨, 下降 3.0%。其中, 新疆棉花产量 512.9 万吨, 比上年减少 3.2 万吨, 下降 0.6%; 其他地区棉花产量 60.2 万吨, 比上年减少 14.7 万吨, 下降 19.6%。

图 2 2019 年以来中国棉花价格指数及英国棉花价格 Cotlook 指数情况

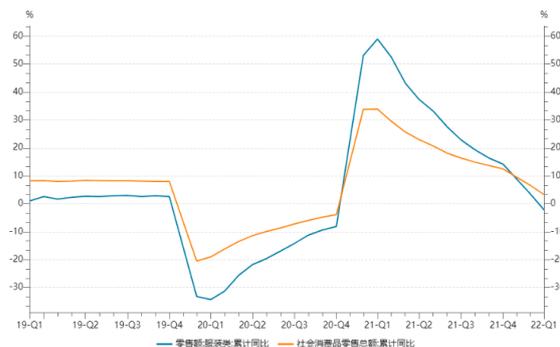


资料来源: Wind

从销售情况看, 出口市场较为旺盛, 内销市场上半年增速高于下半年。2021 年, 海外疫情反复加剧, 工厂开工受限等因素的影响下, 服装纺织品出口订单回流, 海外市场需求旺盛。海关月报数据显示, 2021 年我国纺织品服装出口 3154.7 亿美元, 同比增长 8.4%, 达到近三年最高水平。国内市场方面, 2021 年上半年增速高

于下半年。2021 年, 国内生产总值为 114.4 万亿元, 同比增长 8.1%; 社会消费品零售总额 44.1 万亿元, 同比增长 12.5%, 服装零售同比增长 14.2%。其中, 2021 年上半年, 社会消费品零售总额累计同比增长 23.0%, 服装零售同比增长 37.4%。从区域结构看, 东部市场仍然占纺织服装专业市场行业的较大份额。2021 年, 东部地区纺织服装专业市场成交额为 1.95 万亿元, 较上年增长 3.41%, 占全国总成交额的 83.72%; 中部地区 193 家市场成交额 0.26 万亿元, 较上年上升 2.06%, 占总成交额的 10.98%; 西部地区 158 家市场成交额 0.12 万亿元, 同比下降 4.86%, 占总成交额的 5.30%。

图 3 2019 年以来社会消费品零售总额及服装类零售额累计同比情况



资料来源: Wind

2022 年一季度, 因我国各地疫情出现反复的迹象, 社零总额及服装销售均同比出现回落, 分别为 3.3%和-2.2%; 相较于 2020 年疫情情况, 2022 年一季度疫情先后主要集中在香港、深圳、长春、上海等一、二线城市爆发, 对高线城市的冲击相对明显, 叠加特大城市的快递业务波及面更为广泛, 对服装企业的渠道覆盖能力、营销方式、设计能力及供应链提出了更高的要求。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年末, 公司注册资本为 4.77 亿元, 太平鸟集团持有公司 48.11%股份, 为公司控股股东, 张江平、张江波为公司实际控制人; 太平鸟集团质押股份数量为 0.28 亿股, 占其持股数量的 12.21%。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内品牌服装的零售企业，多品牌的品牌管理能力较强、商品供应链联动快反、零售渠道全面，综合竞争力较强。

公司是一家时尚品牌零售公司，聚焦时尚行业，实施多品牌策略，现拥有PEACE BIRD太平鸟女装（以下简称“PB女装”）、PEACE BIRD太平鸟男装（以下简称“PB男装”）、LEDIN乐町女装（以下简称“乐町女装”）、Mini Peace童装（以下简称“MP童装”）、MATERIAL GIRL“物质女孩”女装、PETi TAVriL贝甜童装、PEACEBIRD LIVIN太平鸟巢家居等多个品牌。

品牌管理方面，公司从年龄、性格特征、价位区间、应用场景等多维度区分目标客群，打造时尚品牌矩阵，并通过多品牌组合覆盖中国年轻时尚消费群体，打造顾客口碑，增强客户黏性，满足年轻消费者对时尚的需求。

商品供应链方面，公司通过数据驱动，通过商品设计研发和供应链联动的快反机制，打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应链。在设计端，公司将多个运营平台数据进行统计，分析流行趋势和消费者需求，提升商品设计的精准度；在生产端，公司引入人工智能预估货品需求，通过柔性生产供应体系，缩短热销产品的生产时间；在营销端，公司通过数据支持线上与线下店铺进行营销。

零售渠道方面，公司同时进行线上与线下的年轻消费者群体渠道投入。线下渠道方面，公司以购物中心、百货商场为重要渠道，通过营造开放的顾客互动氛围，将门店打造为顾客社区。线上方面，公司同时推进传统电商业务与小程序、网红直播等社交零售新渠道，为年轻人提供更加丰富的多元化购物选择。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告⁴（统一社会信用代码：91330200730186169P），截至2022年4月7日，公司已结清及未结清贷

款信息中，均无关注类、不良/违约类贷款。

“太平转债”系公司首次公开市场发行的债务融资工具，公司无其他逾期或违约记录。

截至2022年4月末，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事、管理人员和监事由于换届发生变动，管理运作正常。

2020年，公司董事张江波先生因个人原因离任，公司股东大会补选翁江宏先生担任董事职务；公司董事会秘书徐彦迪先生因个人原因离任，公司董事会聘任王青林先生担任董事会秘书。

2021年，公司董事会与监事会换届。王东鹏不再担任公司监事会主席职务，裘频伶不再担任职工代表监事职务，章丹锋不再担任公司监事职务；公司召开监事会及股东大会审议，选举戎益勤先生和邱银飞女士为公司职工代表监事，其中，戎益勤先生为公司监事会主席，并不再担任公司副总经理职务，蔡国鹏先生担任公司非职工监事。欧利民先生任期届满，不再担任董事职务，董事会聘任其为公司副总经理，股东大会选举何翔先生担任董事；申亚欣先生因个人工作变动不再担任公司副总经理职务。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入有所增长，MP童装增速较快，PB女装与PB男装的增速保持稳健，综合毛利率变化不大。2022年一季度，由于国内疫情反复及春季温度未如预期回升，公司营业总收入有所下降。

公司主营业务为时尚品牌零售，包括PB女装、PB男装、乐町女装、MP童装等多个品牌。2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年

⁴因公司由太平鸟有限整体变更而成，征信报告中企业名称仍沿用

太平鸟有限。

均复合增长 17.37%。2021 年，公司营业总收入同比增长 16.34%，营业利润率为 52.39%，同比

增长 0.55 个百分点，PB 女装与 PB 男装仍然为公司的主要收入来源。

表 3 2019-2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入同比增长率 (%)
PB 女装	29.46	37.52	53.96	37.81	40.93	55.50	44.84	41.38	55.87	18.60
PB 男装	26.14	33.29	55.74	28.32	30.66	54.42	33.70	31.09	53.32	18.99
乐町女装	11.31	14.40	50.45	13.29	14.38	49.82	13.98	12.90	48.81	5.20
MP 童装	9.00	11.46	52.73	9.83	10.64	51.15	12.74	11.75	51.27	29.53
其他品牌	2.43	3.10	45.10	2.63	2.85	44.36	3.06	2.82	40.98	16.20
服饰制造及其他	0.18	0.22	52.03	0.50	0.54	6.21	0.06	0.05	25.88	-88.22
合计	78.51	100.00	53.63	92.37	100.00	53.31	108.37	100.00	53.19	17.31

资料来源：公司提供

从收入构成看，2019—2021年，PB女装、PB男装、乐町女装与MP童装均持续增长，年均复合增长率分别为23.37%、13.54%、11.18%和18.98%。2021年，PB女装和PB男装收入较上年同比均有所增长，增速保持稳健，占主营业务比重变化不大；MP童装收入较上年有所增长，较其他板块增速较快，占主营业务比重较上年上升1.11个百分点；乐町女装收入同比略有增长，收入占比较上年略有下降；其他业务板块占比很小，影响不大。

从毛利率看，2019—2021年，PB女装毛利率持续上升；受往期货品清理力度较大的影响，PB男装、乐町女装及其他品牌毛利率均有所下降；MP童装2021年毛利率小幅上升。2021年，公司PB女装和MP童装毛利率较上年均变化不大；PB男装毛利率较上年下降1.10个百分点，主要系往期货品处理力度加大所致；乐町女装毛利率较上年下降1.01个百分点，主要系线上渠道销售比重增加所致；其他品牌及服饰制造及其他占比很小，影响不大。综上，2021年，公司综合毛利率较上年下降0.12个百分点，变化不大。

2022年一季度，国内疫情有所反复，零售环境受到较为明显的影响，叠加2022年春季温度未如预期回升，公司营业总收入为24.64亿元，同比下降7.74%，营业利润率为53.43%，同比下降1.89个百分点。

2. 采购

2021年，公司采购模式较上年无较大变化，因公司产品销量增加及产品结构变化，成衣产品采购量略有增加，配饰及其他采购量有所减少；公司采购集中度仍属较低。

2021年，公司采购模式无重大变化，仍为根据不同产品类型采取不同的采购模式。其中，自主采购的面料主要包括羽绒、毛纺、毛条、皮草等价值较高的核心面料，以满足产品零售价需求，降低产品采购成本，预防原材料市场价格波动风险，同时确保产品品质；对于拉链、粘衬、纽扣等核心辅料采用每年公开招募年度最优供应商开展战略合作，以确保品质与成本；管控唛头、标签牌等的供应商，以有效管理品牌标志。

结算方面，公司依据不同产品品类的基础价格体系核算基本加工费，将供应商开发打样产品的采购加工成本明细与公司基本加工费进行核对，再比较同品类若干供应商的报价，最终确定外包供应商及加工费。公司对外采购时一般会预付供应商 20%~30%的货款，货物验收进仓后一般在 90 天内按合同约定付款进度结清，结算支付方式主要为银行转账。

表 3 公司主要原材料采购情况

(单位：万件、元/件、%)

名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率
成衣	采购量	3373.42	4495.57	4680.86	4.12
	采购均价	107.88	100.18	107.95	7.76
	采购量	342.33	992.95	613.26	-38.24

配饰 占比	采购均价	40.00	25.66	45.81	78.53
----------	------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

采购量方面，2021年，公司成衣采购量较上年略有增加，主要系公司产品销量增加所致；公司配饰及其他采购量较上年有所减少，主要系公司产品结构变化所致。采购价格方面，2021年，公司成衣采购均价较上年变化不大，配饰及其他采购均价较上年大幅增长，主要系采购品类变化所致。

从采购集中度看，2021年，公司从前五名供应商采购额为6.32亿元，同比增长18.54%，

占采购总额的11.80%，采购集中度仍属较低，不存在对单一供应商依赖程度较高的情况。

3. 销售

2021年，公司线上与线下销售收入均有所增长，直营渠道收入占比较高；公司直营店渠道优化具有一定效果，加盟店净拓店数量较前两年有较大增幅。

2021年，公司销售模式无较大变化，仍采取“直营与加盟为主，代理为辅”的销售模式，其中直营模式分为线上销售和线下销售。

表4 2019-2021年公司服饰运营不同销售模式营业总收入情况

销售模式	2019年			2020年			2021年			
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入同比增长 率(%)
线上销售	23.12	29.52	44.60	28.04	30.52	43.03	33.64	31.06	44.95	19.97
线下销售	55.21	70.48	57.41	63.83	69.47	58.19	74.67	68.94	56.92	16.98
其中：直营店	33.69	43.01	65.34	40.76	44.36	65.61	46.14	42.60	65.71	13.20
加盟店	21.49	27.43	45.05	23.07	25.11	45.07	28.53	26.34	42.71	23.67
其他	0.03	0.04	13.03	--	--	--	--	--	--	--
合计	78.33	100.00	53.63	91.88	100.00	53.56	108.31	100.00	53.21	17.88

资料来源：公司提供

线上销售方面，2021年，公司线上渠道销售收入有所增长，从线上零售额口径看，阿里渠道占比约为50%，抖音占比约为20%，唯品会占比约为20%，京东、得物等正在培育的渠道约占10%，抖音渠道相较上年取得较大增长。

线下销售方面，从收入结构看，2021年，公司直营渠道收入占比较高，直营店和加盟店销售收入同比均有所增长，加盟店收入增速较快；从毛利率看，直营店毛利率变化不大，加盟店毛利率较上年下降2.36个百分点，主要系公司对加盟店补贴增加，以及加盟店往年货品折扣较大所致。截至2021年末，公司拥有各类网点5214个。2021年，公司加快开拓加盟店铺，关闭低效店铺，优化渠道结构，直营店和加盟店分别净拓店62家和536家。从公司直营渠道优化效果来看，2021年，公司直营门店平均单店营业总收入为274.84万元，同比增长5.90%，直营收入增长主要来自店销提升，渠道优化具有一定效果。

表5 2019-2021年公司直营及加盟销售网点分布情况（单位：个）

时间	门店类型	期初数	当期新开	当期关闭	净开店	期末数
2019年	直营	1516	353	236	117	1633
	加盟	3078	561	776	-215	2863
	合计	4594	914	1012	-98	4496
2020年	直营	1633	238	317	-79	1554
	加盟	2863	811	612	199	3062
	合计	4496	1049	929	120	4616
2021年	直营	1554	317	255	62	1616
	加盟	3062	998	462	536	3598
	合计	4616	1315	717	598	5214

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2021年，公司销售债权周转次数有所上升，存货周转次数与总资产周转次数变化不大。

2021年，公司销售债权周转次数为15.48次，较上年上升2.13个百分点；存货周转次数和总资产周转次数分别为2.14次和1.17次，较上年分别下降了0.03个百分点和0.04个百分点，变化不大。同行业对比来看，公司经营效率处于行业中上

游水平。

表 6 2021 年同行业公司经营效率对比

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
日播时尚	1.78	24.57	0.89
地素时尚	2.14	45.69	0.66
锦泓集团	1.44	8.97	0.74
海澜之家	1.54	20.24	0.68
太平鸟	2.14	15.49	1.17

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

5. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

公司未来将围绕品牌表达、产品变革与流程变革方面，聚焦年轻时尚，借助科技数字化数据，提升公司的数字化运营能力和智能化决策水平，并以年轻消费者喜欢的方式全渠道提供优质时尚产品和购买体验。

品牌表达方面，品牌是公司的核心竞争力，公司将以主题活动、创新营销为核心，加强青年文化、时尚文化、潮流文化的对外表达，更多内容、更多维度的客户互动，与顾客建立更紧密的情感链接。

产品变革方面，为保证品牌的持续年轻，公司将以青年潮流趋势为导向，在原有的时尚品质产品基础上，拓展国潮时尚产品线，培育下一阶段的经营增长点。

流程变革方面，为了能够更加高效、准确地实现顾客交付，公司将重点深化产品研发流程变革，一方面以多位顾客数据增强顾客洞察，另一方面打通商品研发、交付体系、运营体系和服务体系，完善端到端的业务闭环，实现对客户的高效相应。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度、2021年度财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均为标准无保留意见的审计结论；2021年，公司开始执行最新会计准则与最新租赁准则。公司2022年第一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围新增1家子公司，注销1家子公司；2021年，公司合并范围新设1家子公司，注销6家子公司。截至2021年末，公司合并范围内29家子公司。财务可比性方面，2021年，公司首次执行新租赁准则，系使用权资产、一年内到期的非流动负债、租赁负债、销售费用和财务费用，以及经营活动产生的现金流量净额等科目的主要增长原因，上述科目的可比性较弱；其他科目的财务数据可比性仍属较强。

截至2021年末，公司合并资产总额101.94亿元，所有者权益42.70亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2021年，公司实现营业总收入109.21亿元，利润总额9.49亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额92.11亿元，所有者权益44.60亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入24.64亿元，利润总额2.55亿元。

2. 资产质量

2019-2021年末，公司资产规模有所增长；资产结构以流动资产为主，变化不大；存货对公司的营运资金形成一定占用且具有一定的减值风险。

2019-2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.55%。截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长，流动资产与非流动资产较上年均有所增加；公司资产结构以流动资产为主，较上年末变化不大。

表 7 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	同比增长率（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	49.64	70.76	63.08	73.85	71.33	69.97	13.08	62.94	68.34
货币资金	6.72	9.58	6.65	7.78	11.48	11.26	72.69	8.92	9.68

交易性金融资产	12.93	18.43	18.67	21.86	20.57	20.17	10.13	18.57	20.16
应收账款	6.27	8.94	7.78	9.11	6.32	6.20	-18.79	4.80	5.21
存货	18.55	26.44	22.57	26.42	25.40	24.92	12.56	22.65	24.59
非流动资产	20.51	29.24	22.34	26.15	30.62	30.03	37.08	29.16	31.66
固定资产	6.13	8.74	13.87	16.24	13.60	13.34	-1.95	13.39	14.54
使用权资产	--	--	--	--	8.80	8.63	--	7.95	8.63
资产总额	70.15	100.00	85.41	100.00	101.94	100.00	19.35	92.11	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长19.87%。截至2021年末，公司流动资产较上年末的增长主要系货币资金增加所致；流动资产主要构成如上表。

2019—2021年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长30.68%。截止2020年末，公司货币资金较上年末变化不大。截至2021年末，公司货币资金较上年末增幅较大，主要“太平转债”募集资金到账所致。货币资金中有0.41亿元受限资金，受限比例为3.60%，主要为银行承兑汇票保证金（占受限货币资金的87.91%）。

2019—2021年末，公司交易性金融资产持续增长，年均复合增长26.13%。截至2021年末，公司交易性金融资产较上年末有所增长，主要系公司将部分闲置资金用于购买理财产品所致。

2019—2021年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长0.39%。截至2020年末，公司应收账款较上年增长24.11%，主要系销售规模扩大所致。截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末有所下降，主要系第四季度收入下降所致。应收账款账龄以1年以内（占95.88%）为主，公司按单项计提坏账准备0.14亿元，主要系个别联营商出现破产重整情况，账款回收风险增加，公司单独对其测试并计提信用减值损失；公司按账龄组合计提坏账准备0.40亿元，计提比例为5.99%；公司应收账款前五大欠款方合计金额为1.10亿元，占应收账款余额的比例为16.04%，集中度一般。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长17.03%。截至2021年末，公司存货较上年末有所增长，主要系2021年夏季品类产销率不及预期，库存增加所致。存货主要由1年以

内（占73.13%）和1~2年（占22.90%）构成，存货库龄结构较2020年末变化不大。累计计提跌价准备2.07亿元，计提比例为7.54%。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长22.18%。截至2021年末，公司非流动资产较上年末有所增长，主要系使用权资产增加所致；非流动资产主要构成如上表所示。

2019—2021年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长48.94%。截至2020年末，公司固定资产较上年末增长1.26倍，主要系研发创意中心项目和朝里中心装修项目完工转入所致。截至2021年末，公司固定资产较上年末微幅下降，变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占71.43%）和固定资产装修（占18.41%）构成，累计计提折旧4.70亿元；固定资产成新率76.04%，成新率尚可。

截至2021年末，公司使用权资产全部为房屋及建筑物。

截至2021年末，公司受限资产0.90亿元，占资产总额的比例为0.90%，受限比例很低。

表 8 截至 2021 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比 例 (%)	受限原因
货币资金	0.41	0.41	银行承兑汇票保证金、账户冻结资金
交易性金融资产	0.50	0.49	质押开具银行承兑汇票
合计	0.91	0.90	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末有所下降；公司资产结构仍以流动资产为主，较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019-2021年末,公司所有者权益持续增长,但公司所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性仍属一般。

2019-2021年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长10.21%。截至2021年末,公司所有者权益42.70亿元,较上年末增长9.48%,主要系利润留存所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为99.94%,少数股东权益占比为0.06%。在所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占11.16%、30.99%和51.49%。

截至2022年3月末,公司所有者权益44.60亿元,较上年末增长4.44%,所有者权益规模与结构较上年末变化不大。

(2) 负债

2019-2021年末,公司负债规模持续增长,负债结构以流动负债为主;公司债务结构相对均衡,债务规模持续增长,债务负担有所加重。

2019-2021年末,公司负债规模持续增长,年均复合增长30.12%。截至2021年末,公司负债总额较上年末有所增长,主要系非流动负债增加所致;公司负债以流动负债为主,非流动负债占比上升较快。

表9 2019-2021年末及2022年3月末公司负债主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末			2022年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	同比增长率(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	33.47	95.66	45.46	97.95	46.56	78.59	2.42	35.29	74.28
应付票据	2.73	7.80	3.70	7.96	3.87	6.53	4.62	3.85	8.11
应付账款	17.00	48.58	20.21	43.55	20.81	35.12	2.94	14.34	30.18
应付职工薪酬	2.95	8.42	4.31	9.28	3.67	6.19	-14.90	1.49	3.14
应交税费	2.20	6.29	4.13	8.90	3.19	5.39	-22.79	1.53	3.22
一年内到期的非流动负债	0.10	0.28	--	--	3.93	6.63	--	3.72	7.83
其他流动负债	2.59	7.39	6.24	13.44	6.13	10.34	-1.76	5.58	11.75
非流动负债	1.52	4.34	0.95	2.05	12.68	21.41	1234.69	12.22	25.72
应付债券	--	--	--	--	7.21	12.16	--	7.29	15.34
租赁负债	--	--	--	--	4.34	7.33	--	3.82	8.03
负债总额	34.99	100.00	46.41	100.00	59.24	100.00	27.65	47.51	100.00

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

2019-2021年末,公司流动负债持续增长,年均复合增长17.94%。截至2021年末,公司流动负债较上年末变化不大。公司流动负债主要构成如上表所示,其中,应付票据、应付账款及其他流动负债较上年末变化不大。

2019-2021年末,公司应付职工薪酬波动增长,年均复合增长11.56%。截至2020年末,公司应付职工薪酬较上年末增长46.23%,主要系按照公司激励考核办法,年末奖金计提增加较多所致。截至2021年末,公司应付职工薪酬较上年末有所下降。

2019-2021年末,公司应交税费波动增长,年均复合增长20.39%。截至2021年末,公司应交税费较上年末有所下降,主要系当期企业增

值税抵扣及实缴企业所得税增加所致。

截至2021年末,公司一年内到期的非流动负债3.93亿元,主要系新租赁准则下,一年内到期的租赁负债列报所致。

2019-2021年末,公司非流动负债波动增长,年均复合增长1.89倍。截至2020年末,公司非流动负债较上年末下降,主要系长期借款到期全部偿还所致。截至2021年末,公司非流动负债较上年末大幅增长,主要系发行“太平转债”所致。公司非流动负债主要构成如上表所示。

2021年,公司发行“太平转债”,计入应付债券科目,截至2021年末,公司应付债券较上年末大幅增长。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末有所下降，主要系流动负债下降所致；负债结构以流动负债为主，较上年末变化不大。

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 71.16%。2021 年，公司发行“太平转债”，对公司长期债务及全部债务相关指标均有所影响。截至 2021 年末，公司全部债务较上年末有较大幅度增长，债务结构相对均衡。其中，短期债务较上年末有所增长，主要系执行新租赁准则，一年内到期的租赁负债调整计入所致，长期债务全部为可转债新增。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末有所上升。

表 10 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务及相关指标情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率	2022 年 1—3 月
短期债务	6.69	8.62	9.77	13.35	8.95
长期债务	0.59	--	11.55	--	11.10
全部债务	7.28	8.62	21.32	147.29	20.05
短期债务占比	91.90	100.00	45.84	-54.16	44.63
资产负债率	49.88	54.34	58.11	3.78	51.58
全部债务资本化比率	17.15	18.10	33.30	15.20	31.02
长期债务资本化比率	1.65	0.00	21.29	21.29	19.93

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务较上年末有所下降 5.95%；债务结构相对均衡，其中，短期债务较上年末下降 8.43%，主要系公司调整债务结构，偿还到期短期借款所致；长期债务较上年末下降 3.85%，变化不大。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有所下降。

截至 2022 年 4 月末，公司存续债券为“太平转债”，债券余额为 8.00 亿元，于 2027 年到期，2022 年 1 月 21 日至 2027 年 7 月 14 日为“太平转债”转股期。

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司收入规模持续增长。2021 年，由于广告宣传、设计研发及咨询等费用增加，公司期间费用率有所上升。2022 年一季度，受疫情反复及部分品牌品类风格调整的影响，公司收入和利润率均有所下降。

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 17.37%。2021 年，因公司销售规模增长，公司营业总收入与营业成本同比均有所增长；营业利润率同比变化不大。

从期间费用看，2019—2021 年末，公司费用总额持续增长，年均复合增长 17.60%。2021 年，公司费用总额同比有所增长，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司期间费用构成以销售费用为主。具体看，2021 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用均有所增长。其中，销售费用同比增长，主要系新计入使用权资产折旧、销售规模增长带来薪酬的增长，以及公司加大品牌宣传投入，签约流量明星，广告宣传费用增加所致；管理型费用同比增长主要系职工薪酬、华为数字化转变管理咨询费及总部大楼折旧费用增加所致；研发费用同比增长主要系公司加大设计投入所致；财务费用同比增长主要系新计入租赁负债利息支出所致。2021 年，公司期间费用率⁵同比有所上升。

表 11 公司期间费用情况

（单位：亿元、%、百分点）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率
费用总额	35.27	39.83	48.77	22.45
销售费用	28.96	32.73	39.49	20.65
管理费用	5.04	5.75	7.09	23.20
研发费用	1.08	1.16	1.52	30.74
财务费用	0.19	0.19	0.68	260.85
期间费用率	44.49	42.43	44.66	2.23

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021 年末，公司非经营性损益主要为其他收益，分别为 1.66 亿元、1.33 亿元和 2.04 亿元。2021 年，公司其他收益同比增长 53.23%，

⁵ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营

业总收入*100%。

占利润总额的20.70%，对利润形成一定补充；营业外支出为0.44亿元，同比增长98.86%，主要系对河南捐款所致。公司其他非经营性损益项目均影响不大。

表 12 公司盈利能力变化情况

(单位: 亿元、%、百分点)

项目	2019年	2020年	2021年	2021年同比增长率	2022年1-3月
营业总收入	79.28	93.87	109.21	16.34	24.64
利润总额	7.09	9.06	9.49	4.74	2.55
营业利润率	52.55	51.84	52.39	0.55	53.43
总资产收益率	13.04	15.11	11.54	-3.57	--
净资产收益率	15.45	18.12	15.85	-2.27	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2021年, 公司执行新租赁准则, 销售费用及财务费用分别新计入使用权资产折旧及租赁负债利息支出, 叠加本期广告宣传、数字化转型咨询及产品研发投入的增加, 公司期间费用较上年有所增长, 以及公司对河南慈善捐赠, 上述因素均导致公司总资产收益率和净资产收益率同比有所下降, 整体盈利指标有所弱化。

2022年1-3月, 因疫情有所反复, 以及女装与乐町风格品类调整的影响, 公司实现营业总收入与营业利润率同比均有所下降。

与所选公司比较, 公司销售毛利率处于行业中等水平, 总资产报酬率和净资产收益率处于行业较高水平。

表 13 2021年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
日播时尚	57.63	8.99	9.51
锦泓集团	69.62	8.80	8.76
海澜之家	40.64	10.99	15.91
太平鸟	52.93	9.92	15.85

注: Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源: Wind

5. 现金流

2021年, 公司经营活动现金仍为净流入状态, 且净流入规模有所增长, 收入实现质量有所增强; 投资活动有筹资活动现金均呈净流出状态, 且净流出规模均有所收窄。

从经营活动来看, 2019—2021年, 公司经营活动现金流入量、流出量、净流量均持续增长。2021年, 公司经营活动现金流入量与流出量同比增幅接近, 主要系公司销售规模扩大, 采购与销售金额增长所致。因而, 2021年公司经营活动现金净流入有所增长, 主要系执行新租赁准则, 租赁负债对应的租金支付从经营活动调整至筹资活动所致。2021年, 公司现金收入比同比变化不大, 收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看, 2019—2021年, 公司理财产品的购买与赎回是投资活动现金流的主要影响因素。2021年, 公司投资活动现金流入量和流出量同比均有所增长, 因理财产品净赎回较上年有所增加, 公司投资活动现金净流出量同比有所下降。

2021年, 公司筹资活动前现金流量净额同比大幅增长, 经营活动的现金净流入量能够覆盖投资活动所需的现金净流出量, 投资活动仍属量入为出, 未过度依赖外部融资。

从筹资活动来看, 2019—2021年, 公司筹资活动现金流入量持续增长。2021年, 公司筹资活动现金流入量同比有所增长, 主要系“太平转债”募集资金所致; 因执行新租赁准则, 筹资活动现金流出量同比有所增长。因而, 2021年, 公司筹资活动现金净流出量同比有所下降。

表 14 公司现金流情况

(单位: 亿元、%、百分点)

项目	2019年	2020年	2021年	2021年同比增长率
经营活动现金流入小计	89.94	97.97	115.64	18.03
经营活动现金流出小计	81.26	86.43	102.64	18.75
经营活动现金流量净额	8.68	11.54	13.00	12.62
投资活动现金流入小计	67.37	54.90	65.79	19.83
投资活动现金流出小计	71.12	63.41	70.63	11.39
投资活动现金流量净额	-3.74	-8.50	-4.84	-43.13
筹资活动前现金流量净额	4.94	3.04	8.16	168.60
筹资活动现金流入小计	4.75	5.67	11.42	101.60
筹资活动现金流出小计	9.94	9.00	14.36	59.47
筹资活动现金流量净额	-5.20	-3.34	-2.93	-12.06
现金收入比	110.55	101.59	103.17	1.57

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2022年1-3月, 公司经营活动产生的现

现金流量净额为-2.28亿元，投资活动产生的现金流量净额为1.73亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.01亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现良好，因公司发行可转换公司债券，长期偿债能力指标有所弱化，公司融资渠道畅通，公司整体偿债能力指标表现仍属良好。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率 (%)	148.29	138.76	153.20
	速动比率 (%)	92.89	89.12	98.64
	经营现金/流动负债 (%)	25.94	25.39	27.92
	经营现金/短期债务 (倍)	1.30	1.34	1.33
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.94	2.94	3.28
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	9.46	11.45	17.29
	全部债务/EBITDA (倍)	0.77	0.75	1.23
	经营现金/全部债务 (倍)	1.19	1.34	0.61
	EBITDA/利息支出 (倍)	59.69	84.96	27.73
	经营现金/利息 (倍)	54.79	85.68	20.84

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年末，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比率和现金短期债务比均有所提升，经营现金/短期债务指标变化不大。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比有所增长，主要由折旧(占33.87%)、摊销(占7.63%)和利润总额(占54.90%)构成。2021年，公司发行可转换公司债券，公司与长期债务、全部债务及利息相关的长期偿债能力指标均有所弱化。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司无对合并范围外的担保事项。

未决诉讼方面，截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

融资渠道方面，截至2021年末，公司共计获得银行授信额度16.58亿元，剩余授信额度11.21亿元，间接融资渠道畅通；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

2021年，公司本部经营活动较多，收入规模较大，利润主要来自于投资收益与经营活动收入，资产结构以流动资产为主，整体债务负担较轻；所有者权益规模大，结构稳定性较高。

截至2021年末，公司本部资产占合并口径的55.82%；公司本部负债占合并口径的48.03%；公司本部所有者权益占合并口径的66.63%；公司本部营业总收入占合并口径的37.29%；公司本部营业总收入占合并口径的37.29%；公司本部利润总额占合并口径的66.21%；公司本部全部债务占合并口径的56.29%。

截至2021年末，公司本部资产总额56.91亿元，较上年末增长34.62%，主要系收到“太平转债”募集资金所致。其中，流动资产39.72亿元(占69.80%)，非流动资产17.19亿元(占30.20%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占15.58%)、交易性金融资产(占24.15%)、应收账款(占12.46%)、其他应收款(合计)(占24.75%)和存货(占18.09%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占34.15%)、固定资产(合计)(占21.49%)、长期待摊费用(占7.55%)、递延所得税资产(占7.68%)和使用权资产(占27.30%)构成。截至2021年末，公司本部货币资金为6.19亿元。

截至2021年末，公司本部负债总额28.46亿元，较上年末增长72.86%。其中，流动负债18.37亿元(占64.56%)，非流动负债10.09亿元(占35.44%)。从构成看，流动负债主要由应付账款(占35.14%)、其他应付款(合计)(占7.83%)、一年内到期的非流动负债(占10.12%)、其他流动负债(占10.93%)、应付职工薪酬(占6.69%)、合同负债(占25.20%)和其他流动负债(占10.93%)构成；非流动负债主要由应付债券(占71.45%)和租赁负债(占26.17%)构成。公司本部2021年资产负债率为50.00%，较2020年提高11.06个百分点。截至2021年末，公司本部全部债务12.00亿元。其中，短期债务占17.96%、长期债务占82.04%。截至2021年末，公司本部短期债务为2.16亿元。截至2021年末，公司本部全部债务资本化比率29.67%。

截至 2021 年末，公司本部所有者权益为 28.45 亿元，较上年末增长 10.22%，主要系利润留存所致。在所有者权益中，实收资本为 4.77 亿元(占 16.76%)、资本公积合计 13.42 亿元(占 47.17%)、未分配利润合计 7.58 亿元(占 26.63%)、盈余公积合计 2.74 亿元(占 9.64%)。

2021 年，公司本部营业总收入为 40.73 亿元，营业总收入为 40.73 亿元，利润总额为 6.29 亿元。同期，公司本部投资收益为 4.77 亿元。投资收益为公司本部主要利润来源。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.97 亿元，投资活动现金流净额 -0.33 亿元，筹资活动现金流净额 1.13 亿元。

十、债券偿还能力分析

截至2021年末，公司存续债券的偿还压力较小。

从资产情况来看，截至2021年末，公司现金类资产为“太平转债”待偿本金（8.00亿元）的 4.01倍；公司净资产约为“太平转债”待偿本金（8.00亿元）的5.34倍，公司的现金类资产和净资产能够对“太平转债”的偿付起到较好的保障作用。

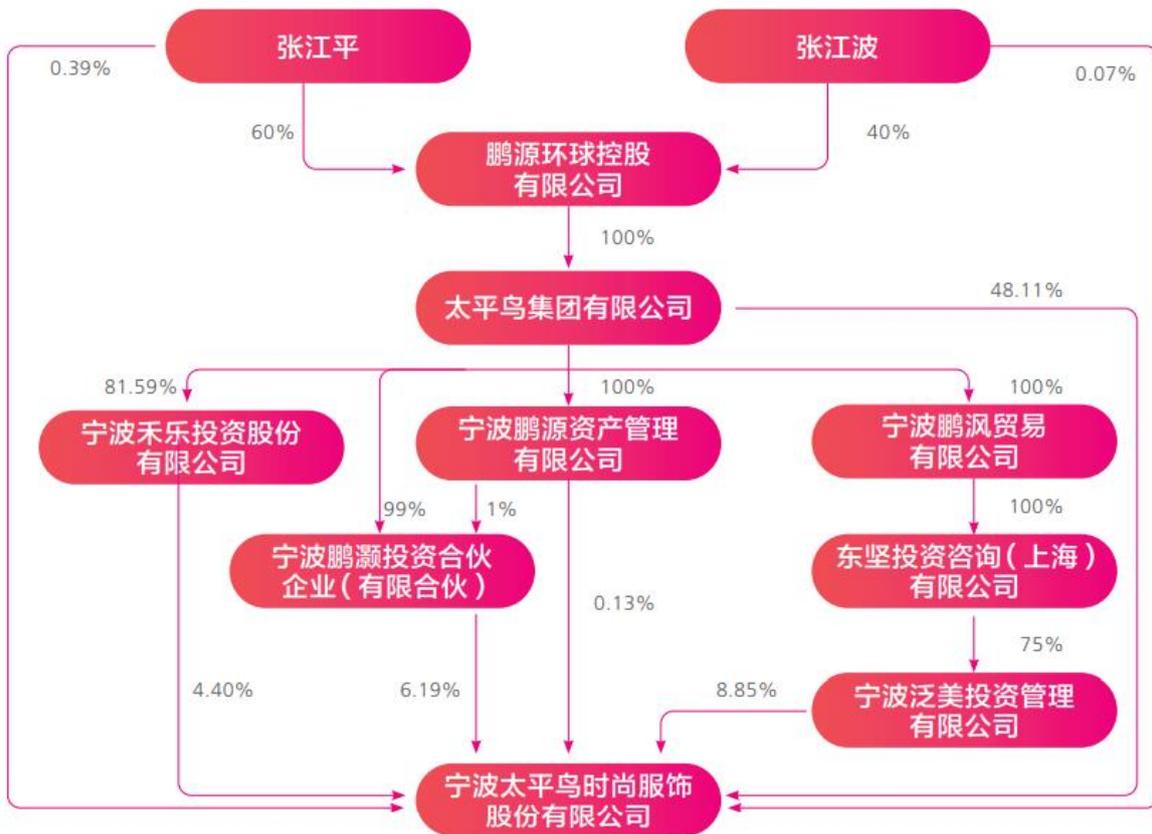
从盈利情况来看，2021年，公司EBITDA为“太平转债”待偿本金（8.00亿元）的2.16倍，公司EBITDA对“太平转债”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2021年，公司经营活动产生的现金流入和经营活动现金流净额和分别为“太平转债”待偿本金（8.00亿元）的14.45倍和1.62倍，公司的经营性现金流入量和净流量能够对“太平转债”起到较好的保障作用。

十一、 结论

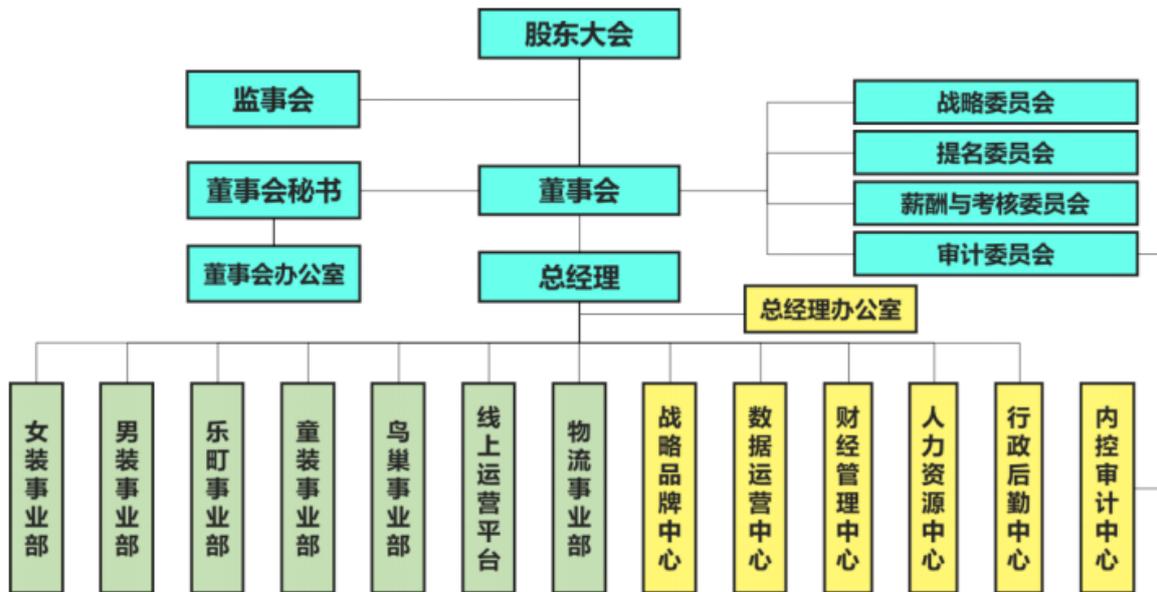
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“太平转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2021 年末宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司合并范围内主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)		注册资本 (万元)	取得方式
			直接	间接		
1	宁波太平鸟风尚男装有限公司	太平鸟男装的运营管理	100.00	--	9000	设立
3	宁波太平鸟悦尚童装有限公司	太平鸟童装的运营管理	100.00	--	5000	设立
5	宁波乐町时尚服饰有限公司	乐町女装的运营管理	100.00	--	500	设立
11	宁波太平鸟网络科技有限公司	服饰的网上销售	100.00	--	500	设立
12	宁波太平鸟电子商务有限公司	服饰的网上销售	100.00	--	1000	设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	19.65	25.32	32.04	27.49
资产总额 (亿元)	70.15	85.41	101.94	92.11
所有者权益 (亿元)	35.16	39.00	42.70	44.60
短期债务 (亿元)	6.69	8.62	9.77	8.95
长期债务 (亿元)	0.59	0.00	11.55	11.10
全部债务 (亿元)	7.28	8.62	21.32	20.05
营业总收入 (亿元)	79.28	93.87	109.21	24.64
利润总额 (亿元)	7.09	9.06	9.49	2.55
EBITDA (亿元)	9.46	11.45	17.29	--
经营性净现金流 (亿元)	8.68	11.54	13.00	-2.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	13.03	13.35	15.48	--
存货周转次数 (次)	2.01	2.17	2.14	--
总资产周转次数 (次)	1.16	1.21	1.17	--
现金收入比 (%)	110.55	101.59	103.17	109.25
营业利润率 (%)	52.55	51.84	52.39	53.43
总资本收益率 (%)	13.04	15.11	11.54	--
净资产收益率 (%)	15.45	18.12	15.85	--
长期债务资本化比率 (%)	1.65	0.00	21.29	19.93
全部债务资本化比率 (%)	17.15	18.10	33.30	31.02
资产负债率 (%)	49.88	54.34	58.11	51.58
流动比率 (%)	148.29	138.76	153.20	178.37
速动比率 (%)	92.89	89.12	98.64	114.19
经营现金流动负债比 (%)	25.94	25.39	27.92	--
现金短期债务比 (倍)	2.94	2.94	3.28	3.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	59.69	84.96	27.73	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.77	0.75	1.23	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源: 联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.80	9.60	15.78	--
资产总额 (亿元)	37.95	42.28	56.91	--
所有者权益 (亿元)	25.43	25.81	28.45	--
短期债务 (亿元)	1.13	0.84	2.16	--
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	9.85	--
全部债务 (亿元)	1.13	0.84	12.00	--
营业总收入 (亿元)	22.48	33.47	40.73	--
利润总额 (亿元)	5.58	3.37	6.29	--
EBITDA (亿元)	5.61	3.40	6.63	--
经营性净现金流 (亿元)	3.07	5.17	2.97	--
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.13	7.70	9.01	--
存货周转次数 (次)	2.95	3.43	3.25	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.83	0.82	--
现金收入比 (%)	114.51	115.82	109.84	--
营业利润率 (%)	35.86	44.11	48.33	--
总资本收益率 (%)	19.77	13.92	14.96	--
净资产收益率 (%)	20.51	14.27	20.07	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	25.71	--
全部债务资本化比率 (%)	4.25	3.16	29.67	--
资产负债率 (%)	33.00	38.94	50.00	--
流动比率 (%)	208.81	177.80	216.22	--
速动比率 (%)	167.70	143.32	177.10	--
经营现金流流动负债比 (%)	24.60	31.46	16.18	--
现金短期债务比 (倍)	6.91	11.40	7.32	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	165.74	129.00	19.41	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.20	0.25	1.81	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022 年一季度公司本部数据未披露; 4. 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源: 联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持