



2020年天创时尚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

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.

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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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公开发行可转换公司债券 2022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

2022年06月13日

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

项目组成员: 游云星
youyx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元下调天创时尚股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：603608.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，下调“天创转债”的信用等级为 AA-。
- 本次评级下调主要是基于：主业下滑叠加商誉减值影响下，公司利润持续亏损，近年直营门店数量持续缩减，线下渠道收入持续下降，存货规模上升，存在一定减值风险，以及募投项目存在产能消化风险等风险因素。

未来展望

- 考虑到公司传统优势业务时尚鞋履业务仍具有一定品牌知名度，公司财务杠杆水平不高，且已对商誉全额计提减值准备，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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	23.84	25.63	26.91	26.61
归母所有者权益	14.90	15.61	17.06	21.52
总债务	6.51	6.69	5.53	1.08
营业收入	3.33	19.25	18.78	20.89
EBITDA 利息保障倍数	-	5.86	14.32	99.23
净利润	-0.27	-0.63	-4.60	2.08
经营活动现金流净额	-0.36	-0.48	2.42	3.36
销售毛利率	56.92%	56.42%	60.08%	54.24%
EBITDA 利润率	-	7.17%	10.76%	17.63%
总资产回报率	-	-1.81%	-17.30%	10.40%
资产负债率	37.00%	38.63%	36.07%	18.36%
净债务/EBITDA	-	-0.87	-1.82	-0.94
总债务/总资本	30.22%	29.83%	24.31%	5.59%
FFO/净债务	-	35.63%	-16.71%	-50.46%
速动比率	2.94	2.55	3.04	1.96
现金短期债务比	6.66	6.46	17.59	7.26

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

优势

- **公司品牌具有一定的知名度，时尚鞋履业务收入保持稳定。**公司旗下经营的鞋类品牌包括 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso 和 KissKitty 等自有品牌，具有一定的品牌知名度。2021 年公司鞋品收入 16.87 亿元，同比小幅增长，同时鞋履业务的销售回款较为稳定。
- **财务杠杆水平不高。**2022 年 3 月末，公司负债水平仍较低，现金短期债务比较高。

关注

- **主营业务下滑叠加减值因素，2021 年公司利润亏损，2022 年一季度业绩未有改观。**2021 年公司时尚鞋履及互联网营销业务毛利率均有所下滑，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 7,850.35 万元，并计入公司 2021 年损益。受此影响，公司 2021 年净利润亏损 6,309.12 万元，商誉减值较大程度侵蚀了公司利润。2022 年一季度，公司实现营业收入 3.33 亿元，同比下降 28.47%；实现净利润-2,667.50 万元，同比由盈转亏。公司移动互联网营销业务因广告主客户的营销推广需求不足出现下滑，该板块业务转型不确定性较大，公司整体经营业绩将面临较大波动风险。
- **公司线下门店数量缩减，线下渠道收入继续下降，主营业务持续受到疫情冲击。**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，2021 年公司关闭门店数量仍较多，门店净减少 106 家；2021 年公司线下渠道收入同比继续下降。受疫情影响，目前女鞋市场整体消费需求和意愿在降低，预计公司时尚鞋履线下业务将持续承压。
- **本期债券募投项目部分试生产，需关注未来产能消化风险。**本期债券募投项目计划建设 4 条自动化智能生产线及 4 条柔性生产线，该项目于 2021 年末完成一期主体工程验收，目前已投入试运营，2 条生产线已开始试生产。后续需关注行业消费需求受疫情影响而持续受到抑制，从而使得产能无法有效消化的风险。
- **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 2021 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。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	5
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	5		盈利状况	极其弱
			盈利趋势与波动性	表现不佳	

盈利水平 2

业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较大
指示性信用评分			a+
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-24	马琳丽、胡长森	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)	阅读原文
AA/稳定	AA	2019-09-16	安晓敏、胡长森	服装家纺企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0) 、 服装家纺行业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读原文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
天创转债	6.00	6.00	2021-06-24	2026-06-24

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“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2021年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》披露，截至2021年末，公司累计投入使用募集资金5.00亿元，尚未使用募集资金0.91亿元，募集专户余额0.98亿元¹。

三、发行主体概况

2021年因本期债券转股使公司股本增加28,623股。2021年5月，公司第三届董事会、监事会及高级管理人员任期届满，换届选举完成后王海涛、连霞不再担任公司董事，何祚军不再担任公司高管，公司监事会中1名监事由施丽容变更为夏芳，除此之外，其他人员保持不变。2021年12月7日，公司原股东梁耀华、李林、高创有限公司（以下简称“香港高创”）及平潭禾天股权投资合伙企业（普通合伙）（以下简称“平潭禾天”）签订的《一致行动协议》到期并不再续期，原一致行动人各方终止一致行动关系。由李林控制的平潭禾天成为公司控股股东，公司实际控制人由梁耀华、李林变更为李林。截至2022年3月末，公司总股本为419,697,883股，平潭禾天²持有公司21.17%股份（其中质押数量为34,000,000股，占其所持公司股份的38.28%），为公司控股股东，公司实控人为李林。截至2022年3月末，公司前十大股东持股情况见表1。

截至2021年12月31日，香港高创持有公司69,797,322股股份，占公司当时总股本的比例为16.63%。根据公司2022年5月27日发布的《关于持股5%以上股东减持比例达到1%的提示性公告》，2022年5月26日，公司收到股东香港高创发来的《减持股份进展告知函》，截至2022年5月25日，香港高创通过集中竞价方式累计减持公司4,289,200股股份；通过大宗交易方式累计减持公司4,190,000股股份，减持后，香港高创持有公司61,318,122股股份，占公司当前总股本的比例为14.61%。

¹ 与尚未使用的募集资金余额的差额 743.66 万元，系公司收到已结算的理财产品投资收益 564.95 万元及募集资金账户收到的利息 178.72 万元。

² 平潭禾天股权投资合伙企业（普通合伙）于 2022 年 5 月 26 日更名为“平潭禾天贸易合伙企业（普通合伙）”。

表1 截至2022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	21.17%
2	高创有限公司	63,288,122	15.08%
3	平潭尚见股权投资合伙企业(普通合伙)	33,314,529	7.94%
4	Visions Holding (HK)Limited	21,503,294	5.12%
5	李怀状	14,499,530	3.45%
6	石正久	7,431,566	1.77%
7	刘晶	6,197,966	1.48%
8	李林	5,550,317	1.32%
9	富荣王伟军单一资产管理计划	4,183,100	1.00%
10	中信建投证券股份有限公司	4,020,000	0.96%

资料来源：公司 2022 年一季报，中证鹏元整理

2021年公司新增1家合并范围内子公司，2021年末，公司纳入合并范围的子公司为29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
天津高个子敏哥服饰设计有限公司	60%	50.00	新设

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

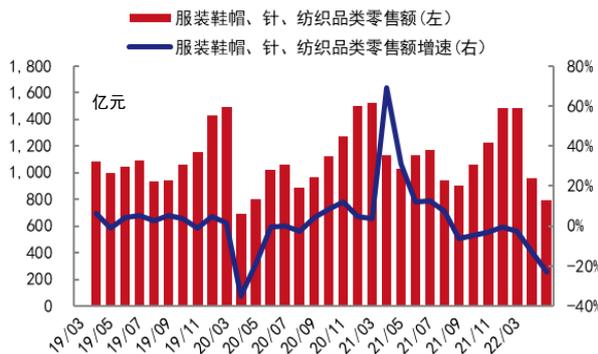
国内服装零售增速短期压力仍较大，仍有部分海外订单回流国内，出口保持较好水平

国内服装零售增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。2021 年上半年社会消费品零售总额呈现高增长。2021 年三季度以来，在宏观经济增速放缓、国内疫情反复的影响下，社零总体增速呈现收窄趋势、整体消费大环境较为疲软。在此背景下，2021 年我国服装、鞋帽及针纺织品零售额同比增长 12.7%，略高于社零总体增速水平（12.5%）。2022 年 3 月以来全国疫情呈多点散发趋势，线下客流和整体消费信心均受到不利影响，4 月单月服装鞋帽零售额同比下滑 22.8%。由于 4 月以来疫情影响时间较长，预计服装及纺织品零售额增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。

受到世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响，2021 年我国纺织服装行业出口实现较快增长。2021 年我国纺织品服装出口总额 3,154.6 亿美元，增长 8.3%，增速超过疫情前

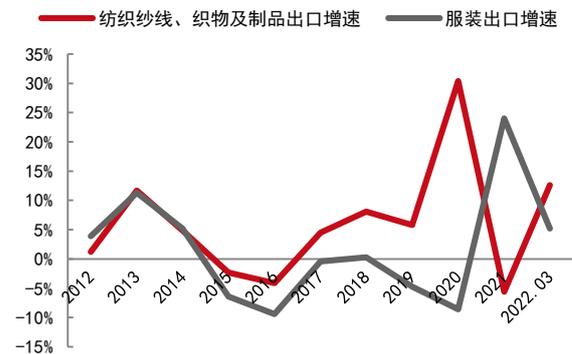
水平，其中服装出口形势明显回暖，全年出口额1,702.6亿美元，增长24%，为2015年以来的最好水平，对行业出口增长的支撑作用突出；纺织品出口额1,452亿美元，同比下降5.6%，主要是口罩、防护服出口同比显著下降，降幅达76.1%。2022年一季度，纺织品出口365.7亿美元，增长12.6%；服装出口356.8亿美元，增长5.2%，均保持正增长。

图 1 国内服装鞋帽、针纺织品零售短期压力较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 纺织品、服装出口增速存在波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年我国城镇居民消费增速波动较大，其中衣着消费占比呈下降趋势

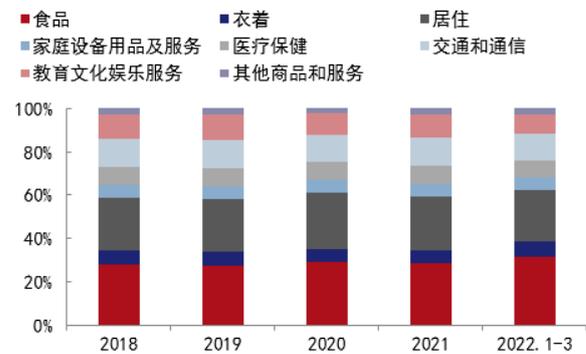
受疫情等多重因素影响，近年我国城镇居民可支配收入及消费性支出增速存在较大波动，其中衣着消费占比整体呈下降趋势。2021年随着疫情影响的减弱、经济的快速发展以及前期低基数的影响，我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出增速均较快增长；2022年1-3月又有所下降，存在较大波动。考虑到2022年4-5月份疫情反复对经济发展造成较大冲击，进而将对居民收入及消费造成较大影响。消费结构方面，食品和居住仍是我国城镇居民主要的消费方向，衣着消费占比整体呈下降趋势，2021年为6.08%，较上年略有下降。

图 3 近年城镇居民收入及消费增速波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 衣着消费占比整体呈下降趋势



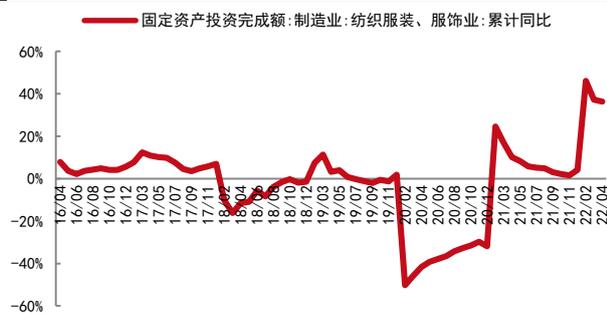
资料来源：Wind，中证鹏元整理

服装行业聚焦于技术改造、品牌建设以及渠道布局等转型升级领域，行业投资增势良好；疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加；2021年A股鞋类上市公司业绩普遍表现不佳

自2016年开始，行业固定资产投资增速明显下滑，2021年以来增速转正。据国家统计局数据，2021年，我国纺织服装服饰业固定资产投资增长4.1%。2022年1-3月，我国服装行业固定资产投资完成额同比增长37.3%，比2021年同期提升20.2个百分点，受益于效益状况逐渐修复，带动企业投资信心恢复，叠加低基数因素，服装行业投资增速较2021年同期大幅提升。从投资方向来看，主要聚焦于技术改造、品牌建设以及渠道布局等转型升级领域。

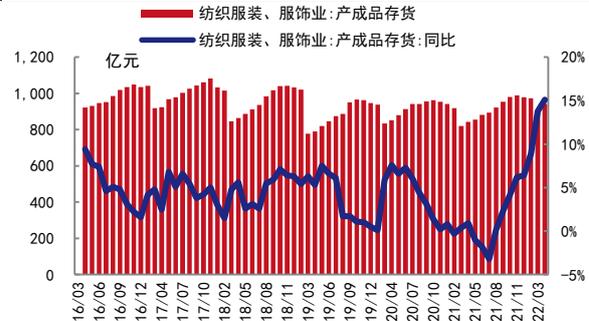
疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加。截至2022年3月末，纺织服装、服饰业产成品存货规模为940亿元，同比增长15%。

图 5 2021 年行业固定资产投资增速转正



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 6 服装产成品存货增速持续攀升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

女鞋作为大众时尚消费品市场的细分子品类，根据女性消费次序与消费频次上差异，其与美妆类、服饰类的商品相比，有着较为明显的主次先后之分，鞋品总体消费频次较美妆、服饰类别来说相对较低，因此鞋履行业属于时尚大消费行业中的细分领域，行业份额占比相对较小。从销售额数据来看，近年国内女鞋销售额增速表现一般，2019年起持续下行，其中2020年增速为0.09%，2021年增速下降至-2.84%，近五年来首现负增长。

图 7 近年国内女鞋销售额增速持续下行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

大多数主流女鞋企业以拥有多品牌和完整产业链为运营模式，且于早期借助线下百货渠道布局扩张，靠占领渠道先机与优势形成了较为固定的竞争格局，也形成了相对稳定的国内中高端时尚女鞋品牌阵营。2021年A股上市公司中女鞋品牌普遍表现不佳，其中星期六大幅亏损7.00亿元，公司及哈森股份也处于亏损状态。

表3 2021年A股上市鞋类公司业绩情况（单位：万元）

公司名称	营业收入	增长率	归属于母公司股东的净利润	增长率
星期六	280,327.35	30.68%	-69,999.49	-2,980.90%
奥康国际	294,435.74	8.15%	3,405.21	21.87%
红蜻蜓	249,689.06	-2.92%	2,252.54	-71.34%
天创时尚	192,541.02	2.52%	-6,461.16	86.01%
哈森股份	98,243.13	11.01%	-2,009.54	53.84%

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。2021年，公司主营业务收入为 19.21 亿元，其中鞋品收入 16.87 亿元，互联网数字营销收入 2.11 亿元，均有小幅增加。毛利率方面，2021年公司主营业务毛利率为 56.49%，鞋品、互联网数字营销业务毛利率均下降，其中互联网数字营销业务下降幅度较大。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋	168,658.30	62.07%	163,440.63	64.64%
互联网数字营销	21,130.36	11.49%	20,619.17	24.93%
包及其他	2,313.92	60.47%	3,423.10	57.51%
合计	192,102.58	56.49%	187,482.90	60.14%

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

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，本期债券募投项目开始试生产，需关注产能无法有效消化的风险

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259万双，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，2021年公司鞋品产销率88.61%，产销率有所下滑，主要原因是一方面，2021年上半年公司出于对后期销售的乐观预测，增加了较多的外协采购量，但2021年底开始疫情呈现多点散发，市场环境未如预期的乐观；此外，公司2021年做了差异化产品补充，加大了休闲和潮流为主的品类外协采购，但销售情况较不理想。

表5 公司鞋品产销情况（单位：万双）

项目	2021年	2020年
产量	464.35	357.75
销量	411.47	377.88
产销率	88.61%	105.63%

注：表中产量包括外协产量。

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

本期债券募投项目智能制造基地建设（万洲工业园）项目预计总投资9.29亿元，计划建设4条自动化智能生产线及4条柔性生产线，截至2021年末已投资4.20亿元，该项目于2021年末完成一期主体工程验收，目前已投入试运营，2条生产线已开始试生产；配套商务楼尚在装修阶段。后续需关注行业消费需求受疫情影响而持续受到抑制，从而使得产能无法有效消化的风险。

公司产品线下销售占比较大，2021年线下门店数量继续缩减，鞋品线下渠道收入继续下降，存货规模有所上升

公司品牌产品依靠直营渠道、加盟商渠道及电商平台进行销售，2021年公司通过上述渠道实现的销售收入分别为10.28亿元、1.38亿元和5.44亿元，其中直营渠道销售占比大。直营渠道销售毛利率2021年为68.41%，同比略有下降。此外，近年公司电商渠道收入贡献不断提升，2021年公司电商渠道收入同比增长16.75%。

表6 公司门店及电商销售情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	102,836.65	68.41%	108,236.97	69.16%
加盟店	13,785.42	44.18%	12,073.10	43.98%
电商渠道	54,350.15	54.55%	46,553.66	58.97%

合计	170,972.22	62.05%	166,863.73	64.49%
-----------	-------------------	---------------	-------------------	---------------

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

公司直营店由公司自行租赁，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	2021 年			2020 年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	431	30	62	463	3	126
	加盟店	288	23	53	318	29	60
ZsaZsaZsu	直营店	99	16	14	97	3	25
	加盟店	11	0	0	11	1	0
tigrisso	直营店	240	26	43	257	12	59
	加盟店	90	10	15	95	12	24
KissKitty	直营店	59	6	13	66	11	67
	加盟店	28	1	11	38	4	9
其他品牌	直营店	51	4	10	57	3	8
	加盟店	25	0	1	26	0	3
直营店合计		880	82	142	940	32	285
加盟店合计		442	34	80	488	46	96
合计		1,322	116	222	1,428	78	381

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

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，也将部分加盟店转为直营店铺管理。但是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。2021年公司关闭店铺数量222家，其中直营店142家，加盟店80家，截至2021年末，公司门店总数为1,322家，较上年末净减少106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，2021年末上述品牌门店数量占比分别达54.39%和24.96%，同时上述品牌2021年分别贡献销售收入6.73亿元及4.90亿元，对公司收入的贡献亦较

高，但由于公司对KISSCAT品牌采取了较多的打折促销手段进行推广，该品牌的收入及毛利率均有所下降。

表8 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	67,328.81	60.97%	72,252.70	63.43%
ZsaZsaZsu	23,385.62	67.48%	20,775.53	70.15%
tigrisso	48,973.75	62.64%	49,396.30	64.38%
KissKitty	19,059.49	53.29%	13,462.61	58.37%
其他品牌	12,224.55	68.89%	10,976.59	68.80%
合计	170,972.22	62.05%	166,863.73	64.49%

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

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。2021年公司电商渠道的收入进一步增加，一定程度上对冲了疫情对公司线下销售的冲击，但推广费用较高，对利润的贡献相对有限。

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，2021年公司对前五大客户的销售金额为3.28亿元，占比17.03%，有小幅降低。从客户构成来看，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（万元）

年度	序号	客户	销售金额	占主营业务收入比重
2021年	1	唯品会（中国）有限公司	14,065.26	7.32%
	2	北京三快在线科技有限公司	5,782.07	3.01%
	3	天虹商场股份有限公司	4,695.76	2.44%
	4	银泰商业（集团）有限公司	4,657.78	2.42%
	5	淘宝（中国）软件有限公司	3,583.96	1.87%
		合计	32,784.83	17.03%
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%

合计	35,480.48	18.92%
----	-----------	--------

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，2021年存货-库存商品期末余额为4.43亿元；从库龄来看，以1年以内为主，占比为86.86%；对于长库龄的产品，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，2021年公司对于库龄长、滞销商品进行了提前切货³处理，2021年末长库龄的商品较上年末减少，综合影响下2021年的存货跌价准备余额较上年末下降。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	2021年	2020年
库存量（万双）	267.90	215.02
存货-库存商品期末余额（万元）	44,284.41	37,221.23
存货跌价准备-库存商品跌价准备余额（万元）	1,570.66	2,191.65

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

2021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

近年公司营业成本中，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。

2021年公司鞋品的原材料成本总额为2.18亿元，其中主要皮料占比在40%左右，皮料主要包括面料及里料；辅助材料占比约60%。采购价格方面，2021年公司面料及里料采购单价均小幅下降。但未来仍需关注原材料价格波动情况及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	2021年		2020年	
	单价	增减	单价	增减
面料	19.87	-3.45%	20.58	-13.13%
里料	5.14	-1.15%	5.20	4.63%

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

³ 厂商因库存压力，将库存的积压商品，绕过各级经销商，直接将整批存货卖出给终端客户的过程。

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。

公司对小子科技的商誉继续计提减值，较大侵蚀了公司利润，若后续小子科技未能顺利实现转型，则对公司整体业绩仍会造成一定拖累

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⁴。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，于2021年对上述商誉计提减值准备7,850.35万元。

上下游市场同时挤压，互联网广告行业去中间化加剧，小子科技2021年归母净利润为-688.44万元，不达预期，同时因小子科技自身业务与经营模式尚未能应外部市场环境的变化而调整，预期在未来小子科技原经营业务增长乏力，因此存在减值迹象。

根据北京国友大正资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（大正评报字(2022)第101A号），经测试，小子科技包含商誉的资产组可收回金额为6,827.00万元，低于账面价值14,688.21万元，应确认商誉减值损失7,850.35万元，并计入公司2021年损益。本次计提后，小子科技的商誉已全额计提完毕。

2021年小子科技的利润、现金流继续大幅下降，表现欠佳；2022年一季度，公司移动互联网营销业务仍处于亏损状态，目前小子科技的业务正在谋求转型，主要寻求在抖音短视频方面配备人才，围绕短视频电商开展广告业务，此外计划拓展海外业务并实现海外流量变现。但整体来看，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，则对公司整体业绩仍会造成一定拖累。

表12 小子科技主要财务数据（单位：万元）

项目	2021年	2020年
资产总额	13,670.43	23,853.43
负债总额	3,316.30	12,810.85
所有者权益	10,354.13	11,042.57

⁴ 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。

营业收入	21,423.60	20,813.83
营业利润	-627.60	2,230.91
净利润	-688.44	2,142.16
经营活动现金净流量	-1,953.32	1,000.26

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年新设1家子公司，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司为29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，同时对并购形成的商誉继续计提减值

2022年3月末公司总资产为23.84亿元，略有下降，从资产构成来看，现金类资产、存货和固定资产占比较大。2021年末公司货币资金余额7.34亿元，其中受限资金8,848.28万元，为承兑汇票保证金。2021年末公司交易性金融资产1.07亿元，主要是购买的理财及股票投资、债券和基金等产品。2021年末公司应收账款1.93亿元，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，仍存在一定坏账风险。2021年末公司存货价值为4.42亿元，占总资产的比重为17.23%，存货中库存商品账面价值占比较高，2021年公司对库存商品计提跌价准备1,894.90万元，当年转回或转销2,515.89万元，期末跌价准备余额1,570.66万元。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。

此外因公司的参股公司UNITED NUDE INTERNATIONAL LIMITED（以下简称“UN BVI公司”）及其全资子公司广州优生鞋业贸易有限公司（以下简称“广州优生”）日常经营需要，公司于2017年分别向广州优生及UN BVI公司提供合计250万美元的借款，借款期限为三年，上述借款已于2020年到期。公司于2020年5月召开第三届董事会第十七次会议，审议通过了《关于向参股公司提供原借款展期暨关联交易的议案》，对上述250万美元借款予以展期，根据展期协议中对还款期限的约定，其中100万美元的借款至2022年1月23日到期；其中150万美元的借款自2020年5月起分两年进行归还（每年还款75万美金）且至2022年5月16日借款到期。截至目前，公司尚未收到上述已到期借款余额200万美元及所对应的利息，总金额约占公司2021年末合并报表净资产的0.86%。

2021年末公司账面固定资产4.80亿元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备，较上年末增加1.51亿元，系本期债券募投项目中厂房建筑物部分完工转入固定资产；在建工程2.08亿元，主要为万洲工业

园一期工程2.07亿元，该项目为本期债券募投项目；2021年由于部分厂房建筑物完工转固使得在建工程余额有所下降。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，2021年继续计提剩余部分后，小子科技商誉已全额计提完毕。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.95	24.97%	7.34	28.64%	4.53	16.82%
交易性金融资产	1.06	4.47%	1.07	4.16%	5.13	19.06%
应收账款	1.46	6.11%	1.93	7.54%	2.24	8.34%
存货	4.11	17.22%	4.42	17.23%	3.92	14.57%
流动资产合计	13.83	58.02%	15.78	61.57%	17.97	66.79%
固定资产	5.93	24.86%	4.80	18.72%	3.29	12.24%
在建工程	0.88	3.70%	2.08	8.10%	2.61	9.68%
商誉	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.79	2.92%
非流动资产合计	10.01	41.98%	9.85	38.43%	8.94	33.21%
资产总计	23.84	100.00%	25.63	100.00%	26.91	100.00%

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

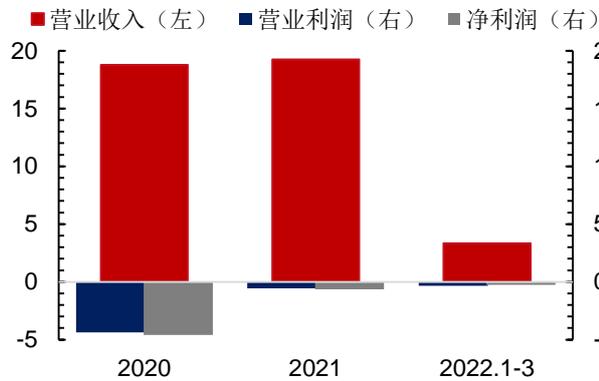
盈利能力

由于主业下滑及大额减值事项，公司2021年继续亏损，2022年一季度未有明显好转

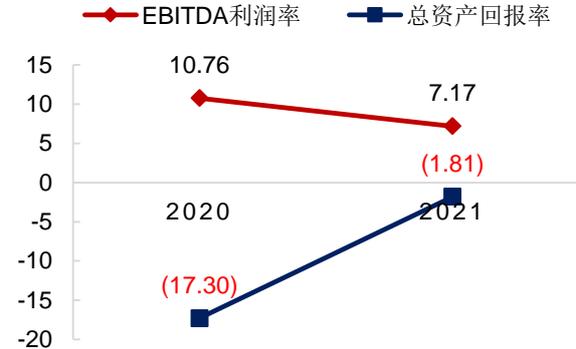
公司主要从事女鞋开发、生产及销售，拥有品牌较多且具有一定的知名度。2021年，公司主营业务收入为19.21亿元，其中鞋品收入16.87亿元，互联网数字营销收入2.11亿元，均略有增长。

盈利能力方面，2021年公司销售毛利率为56.42%，其中鞋品及互联网数字营销业务毛利率均下降，且互联网数字营销业务毛利率的降幅较大。费用方面，2021年公司期间费用率为54.05%，同比上升，主要受销售费用率增加影响，由于公司加大线上营销投入，2021年新增的营销推广费用显著增加，导致销售费用率上升至42.26%，同比上升3.19个百分点；同时公司对管理费用采取了一定的管控措施，同期管理费用率为9.01%，同比下降1.67个百分点；研发费用较为稳定。资产减值方面，由于对小子科技账面剩余的商誉计提减值，对公司利润形成了较大侵蚀。EBITDA利润率及总资产回报率指标来看，表现仍欠佳。

2022年一季度，公司实现营业收入3.33亿元，同比下降28.47%；实现归母净利润-2,676.20万元，同比由盈转亏。2022年一季度公司业绩表现仍未有改观，系疫情反复导致市场消费需求和意愿下降较大，公司以线下直营店为主的销售渠道受到疫情持续冲击；移动互联网营销业务因广告主客户的营销推广需求不足也出现下滑，该板块业务转型不确定性较大。

图 8 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

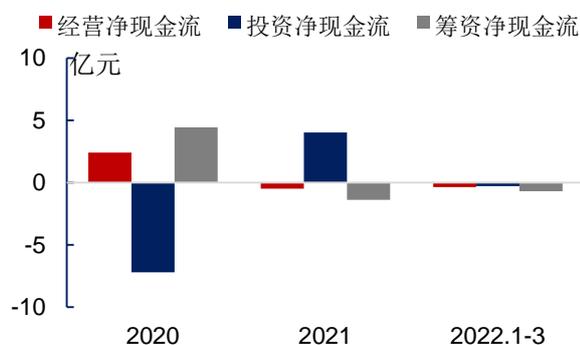
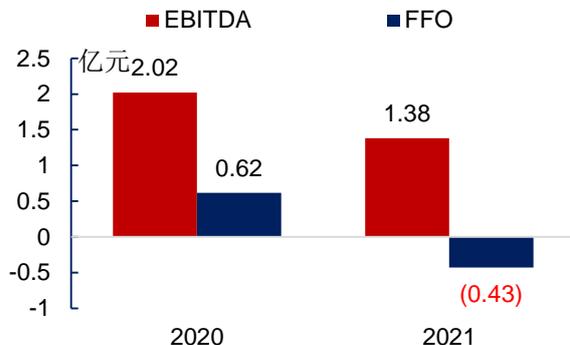
现金流

2021 年公司 FFO 继续下降，且经营现金流转为净流出

2021 年公司时尚鞋履业务存货规模有所增加，对营运资本需求加大，占用的营运资金增加；此外移动互联网营销业务收现情况转差，公司整体 FFO 规模继续下降。经营活动现金方面，由净流入转为净流出，一方面受到 FFO 下降影响，此外公司开立银行承兑汇票时存出对应保证金本年列入经营性现金流出，亦对经营现金流形成了一定的影响。2022 年一季度，公司经营现金流继续净流出 3,559.41 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，2021 年公司赎回理财、证券投资等现金净流入规模上升，公司投资活动现金净流入 4.04 亿元。公司在建的本期债券募投项目一期已经处于收尾阶段，对投资活动现金流影响不大。

筹资活动现金流方面，公司因借款发生的筹资活动现金流入较少；筹资活动现金流出主要为债务偿还，由于偿还债务、分配股利等现金的流出增加，公司 2021 年筹资活动现金流呈现净流出 1.37 亿元。

图 10 公司现金流结构

图 11 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

资本结构与偿债能力

公司财务杠杆较低，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

2022年3月末，公司负债总额基本保持稳定，受亏损影响所有者权益略有下降，产权比率为58.72%，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尚可。从所有者权益构成来看，以资本公积和实收资本为主。

图 12 公司资本结构

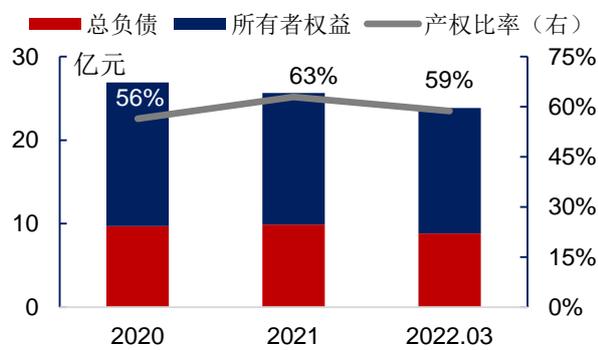
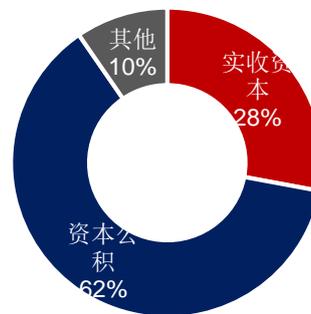


图 13 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年末公司短期借款0.20亿元，均为信用借款。2021年末公司应付账款1.37亿元，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。2021年末公司其他应付款0.84亿元，主要为应付工程款项、合同保证金、店铺装修费等。公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的应付债券及租赁负债。非流动负债方面，主要是本期债券5.19亿元，本期债券票面利率较低，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。

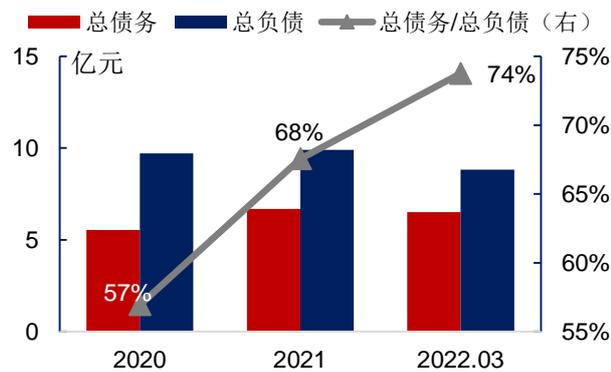
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.20	2.02%	0.54	5.56%
应付账款	0.76	8.62%	1.37	13.88%	1.69	17.43%
其他应付款	0.66	7.51%	0.84	8.44%	1.01	10.44%
一年内到期的非流动负债	0.24	2.72%	0.22	2.24%	0.01	0.13%
流动负债合计	3.31	37.49%	4.45	44.94%	4.63	47.69%
应付债券	5.24	59.43%	5.19	52.40%	4.97	51.25%
非流动负债合计	5.51	62.51%	5.45	55.06%	5.08	52.31%
负债合计	8.82	100.00%	9.90	100.00%	9.71	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

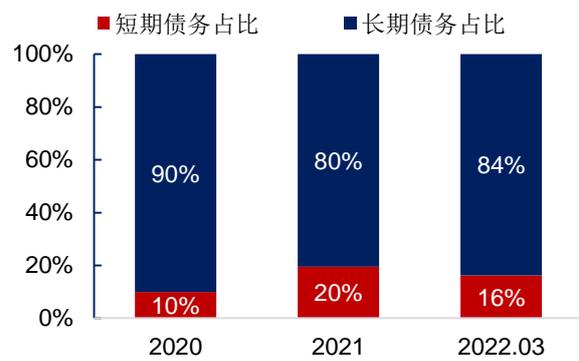
截至2022年3月末，公司总债务为6.51亿元，占负债的74%。公司债务主要为本期债券，债务结构以长期为主。

图 14 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 15 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

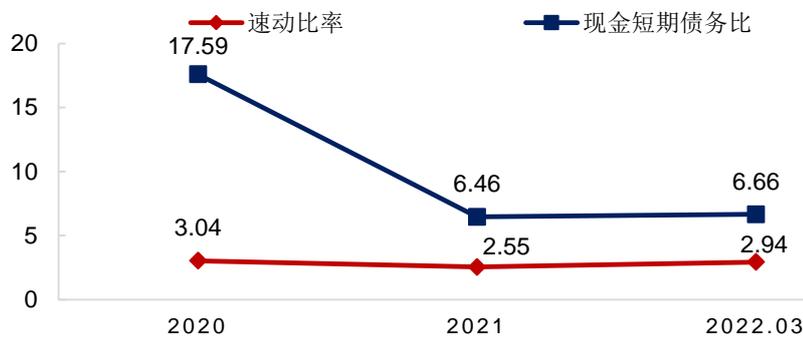
从偿债指标来看，2022年3月末，公司资产负债率为37.00%，仍处于较低水平；公司EBITDA受利润下降影响，有所减少，EBITDA对债务的保障程度同比下降，但整体来看，公司现金类资产可以覆盖债务，净债务仍为负数。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	37.00%	38.63%	36.07%
净债务/EBITDA	-	-0.87	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	-	5.86	14.32
总债务/总资本	30.22%	29.83%	24.31%
FFO/净债务	-	35.63%	-16.71%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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，公司速动比率尚可。现金短期债务比方面，2021年由于应付票据等短期债务的增加，公司现金短期债务比较上年有所降低，但考虑到公司现金类资产较为充裕，对短期债务的覆盖尚可。

图 16 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月19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；公司各项公开发行的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；从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月18日），子公司小科技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。

八、抗风险能力分析

主营业务下滑叠加减值因素，2021年公司利润亏损，2022年一季度业绩未有改观。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，2021年公司关闭门店数量仍较多，线下渠道收入同比继续下降。受疫情影响，目前女鞋市场整体消费需求和意愿在降低，预计公司时尚鞋履业务将持续承压。本期债券募投项目于2021年末完成一期主体工程验收，目前2条生产线已开始试生产，后续需关注行业消费需求受疫情影响而持续受到抑制，从而使得产能无法有效消化的风险。截至2021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。

同时，公司品牌具有一定的知名度，时尚鞋履业务收入保持稳定。2022年3月末，公司负债水平仍较低，现金短期债务比较高。

综合来看，公司抗风险能力较弱，未来发展存在不利影响因素。

九、结论

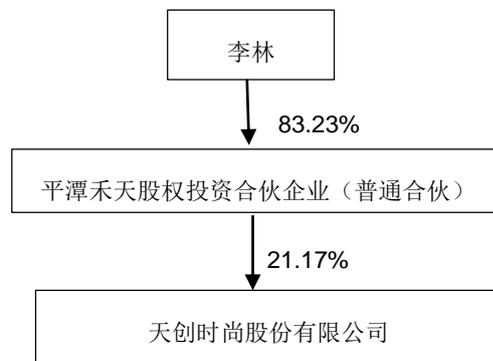
综上，中证鹏元下调公司主体长期信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，下调本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.95	7.34	4.53	4.62
存货	4.11	4.42	3.92	4.25
流动资产合计	13.83	15.78	17.97	12.83
固定资产	5.93	4.80	3.29	3.66
非流动资产合计	10.01	9.85	8.94	13.78
资产总计	23.84	25.63	26.91	26.61
短期借款	0.00	0.20	0.54	0.70
一年内到期的非流动负债	0.24	0.22	0.01	0.00
流动负债合计	3.31	4.45	4.63	4.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.38
应付债券	5.24	5.19	4.97	0.00
非流动负债合计	5.51	5.45	5.08	0.50
负债合计	8.82	9.90	9.71	4.89
总债务	6.51	6.69	5.53	1.08
归属于母公司的所有者权益	14.90	15.61	17.06	21.52
营业收入	3.33	19.25	18.78	20.89
净利润	-0.27	-0.63	-4.60	2.08
经营活动产生的现金流量净额	-0.36	-0.48	2.42	3.36
投资活动产生的现金流量净额	-0.28	4.04	-7.20	-2.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.69	-1.37	4.43	-1.53
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	56.92%	56.42%	60.08%	54.24%
EBITDA 利润率	-	7.17%	10.76%	17.63%
总资产回报率	-	-1.81%	-17.30%	10.40%
产权比率	58.72%	62.94%	56.42%	22.49%
资产负债率	37.00%	38.63%	36.07%	18.36%
净债务/EBITDA	-	-0.87	-1.82	-0.94
EBITDA 利息保障倍数	-	5.86	14.32	99.23
总债务/总资本	30.22%	29.83%	24.31%	5.59%
FFO/净债务	-	35.63%	-16.71%	-50.46%
速动比率	2.94	2.55	3.04	1.96
现金短期债务比	6.66	6.46	17.59	7.26

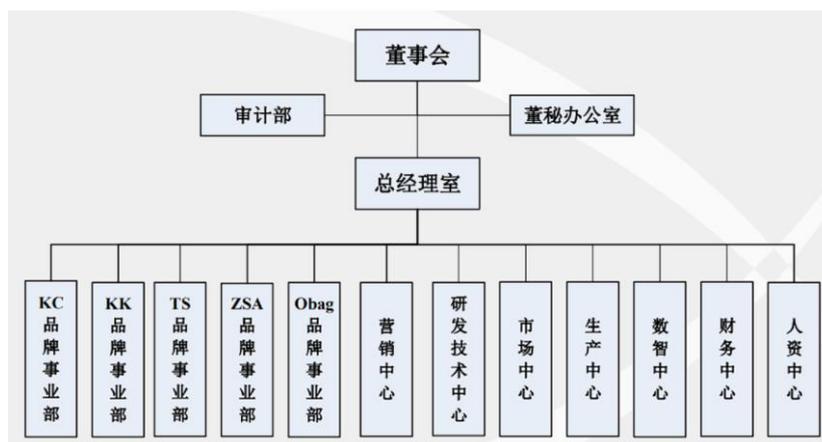
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年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%
广州天创新零售科技有限公司	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	750.00	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	150.00	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%
天津高个子敏哥服饰设计有限公司	50.00	鞋服、箱包批发及零售	65.00%

资料来源：公司 2021 年审计报告，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+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	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。