



# 2020年起步股份有限公司可转换公司债券 2023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评级的变化  
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年起步股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	BB	BBB-
评级展望	负面	负面
起步转债	BB	BBB-

## 评级观点

本次评级下调主要是基于：起步股份有限公司（以下简称“公司”或“起步股份”，股票代码“603557.SH”）自2021年以来因关联方资金占用、内部控制重大缺陷、被证监会立案调查等事项而陷入流动性困难及经营困局，2022年继续被出具保留意见的审计报告，2023年5月因财务报告虚假记载等事项收到证监会出具的《行政处罚及市场禁入事先告知书》，尚牵涉较多未决诉讼及仲裁，对公司经营造成了较大不利影响，虽新股东入主后为公司提供了一定的流动性支持，但仍有较多历史遗留问题尚待解决；2022年公司线下门店数量继续减少，营业收入大幅下降，净利润继续大幅亏损，业绩仍无改善迹象，在现有依赖于经销的业务模式下，对经销商的应收账款规模仍居高不下，新准入的大客户亦出现逾期，面临较大的经销商管理压力及信用减值风险，由于销售回款减弱、货币资金被冻结、外部融资受阻、及本期债券面临有条件回售，预计未来营运资金缺口、偿债压力及回售压力均较大；另需关注社会、治理相关ESG因素对公司经营和信用水平产生的负面影响。

## 评级日期

2023年06月26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

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	15.91	16.36	24.04	29.70
归母所有者权益	6.67	6.99	13.12	16.16
总债务	6.23	5.96	8.17	9.67
营业收入	0.84	3.51	10.50	7.73
净利润	-0.33	-6.09	-2.29	-2.79
经营活动现金流净额	-0.26	-0.11	-6.04	-0.88
净债务/EBITDA	--	-24.91	4.73	-16.19
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.38	3.12	-0.41
总债务/总资本	48.33%	46.03%	38.27%	37.36%
FFO/净债务	--	-20.89%	5.61%	-61.66%
EBITDA 利润率	--	-4.96%	11.71%	-2.39%
总资产回报率	--	-33.02%	-7.58%	-8.15%
速动比率	1.38	1.37	1.95	2.00
现金短期债务比	0.44	0.48	0.48	1.15
销售毛利率	17.08%	33.66%	30.84%	19.80%
资产负债率	58.11%	57.29%	45.22%	45.43%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务为负数，系EBITDA、FFO为负数所致。  
资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司获得了一定力度的外部支持。**2022 年以来，公司控股股东湖州鸿煜企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“湖州鸿煜”）及实控人通过提供担保和资金拆借等方式为公司提供了一定的流动性支持，一定程度上缓解了公司的流动性压力。

## 关注

- **公司因财务报告虚假记载等事项收到《行政处罚及市场禁入事先告知书》。**2023 年 5 月 10 日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《行政处罚及市场禁入事先告知书》（处罚字[2023]18 号），根据告知书，公司 2018 年、2019 年及 2020 年半年度虚增营业收入、营业成本及利润总额，公司定期财务报告及公开发行可转换公司债券募集说明书中财务会计信息相关部分存在虚假记载、重大遗漏事项；时任董事长、实际控制人章利民存在股份代持未披露行为，基于上述事项，证监会对公司责令改正，给予警告，并处以 5,700 万元罚款，同时公司股票继续被实施其他风险警示。
- **继续被出具保留意见的审计报告。**因应收账款信用减值事项、期初事项及立案调查事项，公司继续被亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“亚太”）出具保留意见的 2022 年度审计报告，仍需关注相关事项对公司的影响及涉及相关财务数据的准确性。
- **持续亏损，短期内仍面临很大的经营压力。**2022 年公司所处童装行业面临一定经营压力，下游经销商经营环境进一步恶化，继续采取关闭亏损门店的策略，当期关闭经销门店 406 家，线下门店数量持续减少，同时线上销售未达预期，公司业绩表现很差，仅实现营业收入 3.51 亿元，同比下降 66.53%。因大额资产及信用减值损失影响，公司净利润继续大幅亏损 6.09 亿元；2022 年公司继续对经销商在授信额度、产品折扣等多方面进行支持，加速库存商品的处理，也加剧了业绩的下滑，且当期新增大客户出现票据逾期，反映出公司在经销商管理方面仍存在一定的管控缺陷，在经销模式短期内难以改变的情况下，公司仍面临着较大的经销商管理相关的风险，经营业绩短期内很难改善。
- **面临较大的资产减值风险。**截至 2022 年末，公司应收账款账面原值 9.55 亿元，期末坏账准备余额 4.58 亿元（其中按单项计提 2.22 亿元；按账龄组合计提 2.36 亿元），由于无法获得充足审计证据，亚太对此发表了保留意见，同时下游经销商仍然存在经营效益下滑、流动性困难等情况，整体存在较大的坏账风险；同期末，公司存货账面原值 2.79 亿元，扣除跌价准备 1.29 亿元，账面净值 1.50 亿元，虽然公司已对长库龄的产品计提了大额的减值，但整体来看，公司主要产品库存量仍相对较高，未来仍存在较大的库存周转及减值风险。
- **存在较大营运资金缺口、短期偿债压力及本期债券回售压力。**受销售回款减弱因素影响，2022 年公司 FFO 转为负数，同时公司仍存在货币资金被冻结事项，营运资金缺口较大；公司存量债务以短期为主，且偿债能力指标仍表现较弱；此外，根据本期债券的有条件回售条款，本期债券持有人在最后两个计息年度内（自 2024 年 4 月-2026 年 4 月），如公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息回售给公司，考虑到公司股价持续低迷，自 2024 年 4 月起，公司将同时面临较大的回售压力。
- **面临一定或有负债风险。**公司因财务报告虚假记载等事项收到《行政处罚及市场禁入事先告知书》，后续很大可能面临 5,700 万元罚款，截至 2023 年 4 月 30 日，公司尚有作为被告的未决诉讼及仲裁事项标的金额合计 1,521.70 万元，为商业纠纷、合同纠纷、劳动争议等，存在一定或有负债风险。
- **面临 ESG 风险因素。**近年公司多次出现因产品质量不合格被处罚的情况，其中 2023 年 5 月被青田县市场监管局罚款 2 次；2022 年公司高管人员频繁变动，对公司经营及业务稳定性造成了一定影响，内部控制方面，因经销商管理过程中存在内部控制缺陷，被亚太出具带强调事项的内部控制审计报告，总体来看，公司 ESG 表现较差，需持续关注社会因素、治理相关因素对公司经营和信用水平产生的负面影响。

## 未来展望

- 公司业绩继续大幅下滑，资产减值风险仍较大，预计短期内仍面临很大的经营压力。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
纺织服装企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	2/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	4/7		流动性状况	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		2/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				-1
	补充调整				0
个体信用状况					<b>bb</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>BB</b>

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bb，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 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
BBB-/负面	BBB-/起步转债	2022-06-28	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
BBB+/负面	BBB+/起步转债	2021-11-03	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
A/负面	A/起步转债	2021-05-08	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-/起步转债	2019-09-16	胡长森、张颜亭	<a href="#">服装家纺行业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">服装家纺企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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
起步转债	5.20	2.66	2022-06-28	2026-04-10

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对“起步转债”的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年4月公开发行6年期可转换公司债券“起步转债”，募集资金5.2亿元，原计划扣除发行费用后，1.7亿元用于智慧信息化系统升级改造项目，2.0亿元用于婴童用品销售网络建设项目，1.5亿元补充流动资金。2023年5月19日，公司披露了《起步股份有限公司关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的公告》，公司拟使用不超过人民币20,000万元公开发行可转换公司债券闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议批准之日起不超过12个月。根据亚太出具的《关于起步股份有限公司募集资金年度存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.55亿元，其中被冻结505.33万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实控人未发生变化，因限制性股票回购及注销相关事项，2022年公司股本小幅下降，2023年1-3月，因本期债券转股小幅增加，截至2023年3月末，公司股本为494,075,180股，湖州鸿煜持有公司29.11%股份，为公司控股股东，公司实控人为陈丽红女士。

2022年度，纳入公司合并范围的子公司新增10家，业务性质均为商业。

**表1 2022年公司新增子公司情况**

子公司名称	业务性质	持股比例	合并方式
浙江吴跃商贸有限公司	商业	100%	设立
湖州起步物流有限公司	商业	100%	设立
浙江起步斑马西西品牌管理有限公司	商业	100%	设立
斑马西西（湖州）新零售科技有限公司	商业	51%	非同一控制下企业合并
浙江起步新零售有限公司	商业	100%	设立
杭州起步生活服务有限公司	商业	100%	设立
杭州起步数智科技有限公司	商业	100%	设立
杭州起步品牌设计有限公司	商业	100%	设立
杭州起步星秀传媒有限公司	商业	100%	设立
杭州起步供应链有限公司	商业	100%	设立

资料来源：公司2022年度审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

### （一）纺织服装行业

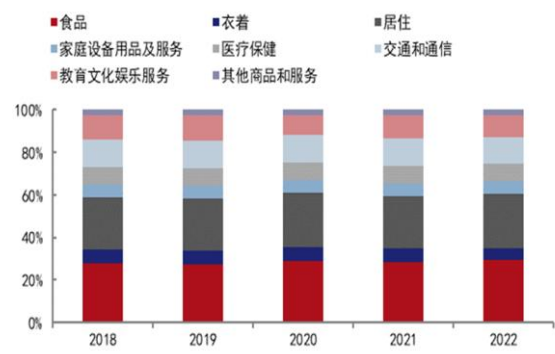
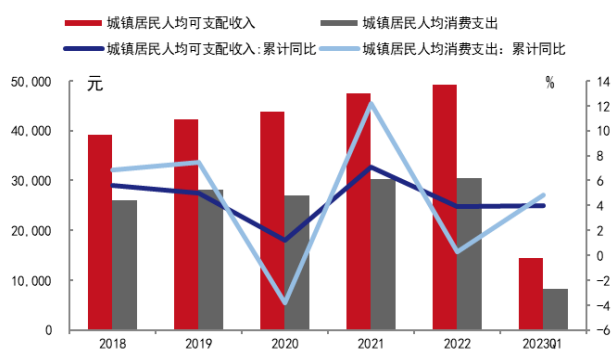
**2022 年我国人均消费支出增速显著弱于人均可支配收入增速，消费意愿表现较弱，其中衣着消费同比有所下降，纺织服装行业内销压力持续加大，出口市场成为消费市场的重要支撑，但服装出口增速有所放缓**

受多重因素影响，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。2022 年我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出仍保持增长，2022 年我国城镇居

民人均可支配收入49,283.00元，人均消费支出30,391.00元，同比增速分别为3.9%、0.3%，但从增速来看，人均消费支出增速显著弱于可支配收入增速，消费意愿表现较弱。消费结构方面，受国内外环境影响，在经济增速放缓、消费需求收缩的情况下，消费者更倾向于保障基本生活需求的消费品类，食品和居住仍是我国城镇居民主要的消费方向，受消费场景的制约与限制，对于衣着穿戴类等的时尚品类的需求则并不突出，2022年全国居民人均衣着支出比上年下降3.8%，在消费支出中的占比有所下降。

图1 近年城镇居民收入及消费增速波动较大

图2 衣着消费占比整体呈下降趋势



资料来源: ifind, 中证鹏元整理

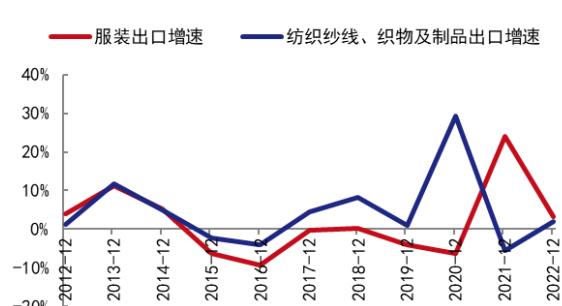
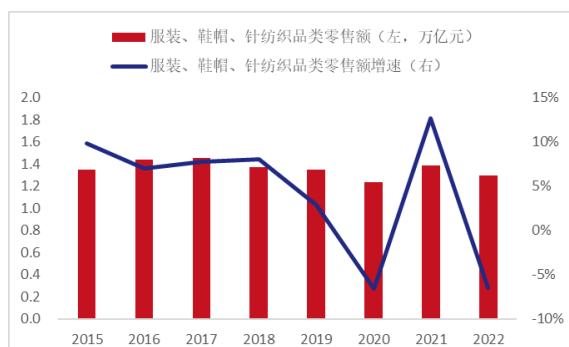
资料来源: ifind, 中证鹏元整理

受消费场景恢复缓慢、对衣着穿戴类等时尚品类的需求放缓的影响，纺织服装行业内销压力持续加大，自2022年3月以来，全国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额增速持续为负值，全年同比下降6.5%，增速较上年回落19.20个百分点，下降幅度较大。

在市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响下，2022年出口市场依然是纺织服装行业消费市场的重要支撑，全年纺织品服装出口达3,233.4亿美元，增长2.6%，再创历史新高，其中服装累计出口1,754.3亿美元，同比增长3.2%，但增速较上年下降20.8个百分点，降幅明显。《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)生效实施对我国纺织服装产业出口形成一定提振，2022年我国对RCEP其他成员国出口纺织品服装达953.1亿美元，同比增长9.7%，占纺织品服装出口总额的比重从2019年的27.3%升至2022年的29.5%。

图3 国内服装、鞋帽、针纺织品零售承压

图4 2022年纺织品及服装出口增速回落





资料来源：ifind，中证鹏元整理

资料来源：ifind，中证鹏元整理

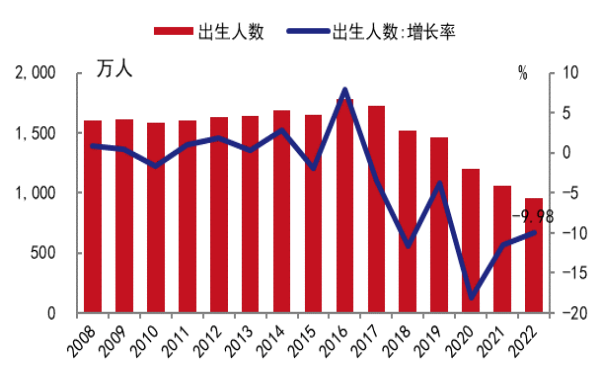
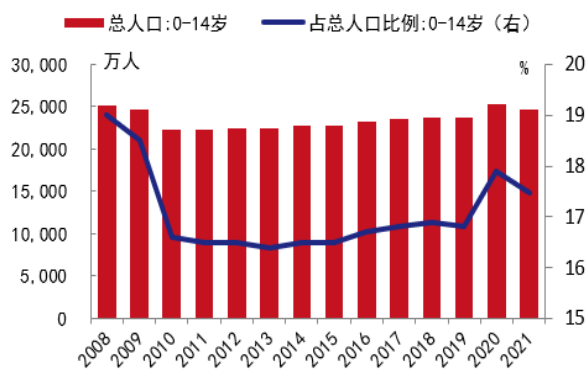
## （二）童装细分市场

2022年婴童服装及鞋类线上销售额表现趋弱，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小，从竞争格局来看，国内童装市场较为分散，小品牌众多，集中度较低，竞争较为充分

近年我国0-14岁人口数量小幅增长，在人口结构中占比略有提高，但新出生人数下滑较快。近年来国内0-14岁人口数量小幅增长，2020年末为近十年最大值2.53亿人，2021年末小幅回落至2.47亿人，占总人口的比例为17.47%。出生人数方面，受“二胎政策”影响，2016年国内出生人数同比大幅增长，之后增长率便持续下降，2022年全年出生人数为956万人，较2016年的出生人口高峰下降接近50%，同比继续下降9.98%，预计未来一段时间，国内0-14岁人口数量或将继续回落。

图 5 近年国内 0-14 岁人口数量小幅增长

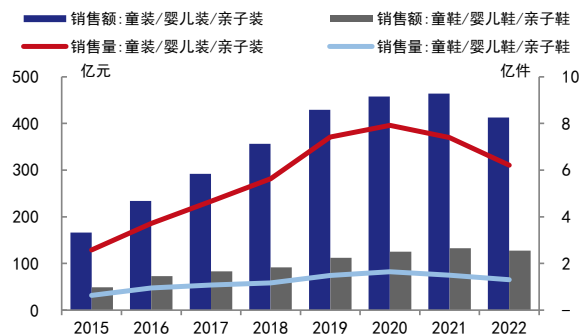
图 6 近年出生人口增长率下降较快



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年婴童服装及鞋类线上销售额表现趋弱，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小。从线上销售数据来看，近年婴童服装及鞋类销售量及销售金额持续快速增长，其中服装类销售量及销售金额增长速度相对更快，2016-2021年，婴童鞋类产品销售量自0.94亿双增长至1.50亿双，销售额自72.49亿元增长至132.50亿元；服装类产品销售量从3.72亿件增长至7.40亿件，销售额从233.70亿元增长至464.26亿元，增速更快。但2022年婴童服装及鞋类产品线上销售额表现趋弱，销售数量继续下滑，其中童鞋销售量1.30亿双，同比下降13.19%，销售额127.18亿元，同比小幅下降4.01%，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小。

**图 7 2022 年婴童服装及鞋类产品线上销售额表现趋弱**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

根据进入路径的不同, 童装品牌可分为专业童装品牌和成人装延伸品牌。专业品牌是指独立的童装品牌, 如巴拉巴拉; 成人装延伸品牌是指在原来成人装基础上, 延伸发展出针对婴童的服装品牌。专业童装品牌的优势在于专业定位儿童, 生产经验较为丰富, 在产品版型、面料等设计上贴近儿童的需求, 并对安全性、舒适度建立了一定标准。成人装延伸品牌的优势在于拥有与主品牌相似的设计风格 and 品牌调性, 家长更容易将自己的消费倾向延续到孩子的消费选择。目前我国拥有童装企业逾万家, 行业竞争者较多, 市场较为分散, 童装品牌集中度较低, 国内 (不含港澳台) 童装品牌相比国外品牌占有相对优势。根据Euromonitor (欧睿国际) 统计, 2022年前十大童装品牌合计市占率为16.8%, 其他品牌合计占比高达83.2%。目前, 国内童装市场没有一家品牌市占率超过10%, 行业分散, 小品牌众多, 高端以海外奢侈品牌为主, 中高端以海外运动品牌、国内品牌为主, 大众品牌为行业主流趋势。根据Euromonitor (欧睿国际) 统计, 2022年森马服饰旗下巴拉巴拉稳居行业头名, 2022年市占率为6.8%, 领先其他品牌。安踏位列第二, 2022年市场份额为2.1%, 其后Fila、优衣库、阿迪达斯、耐克等企业依次排列。

## 五、经营与竞争

经销模式仍为公司主要的收入来源, 但由于下游经销商经营环境进一步恶化, 公司继续采取关闭亏损门店的策略, 线下门店数量继续减少, 营业收入大幅下降, 且经销商经营效益及流动性状况仍未有改善, 当期新准入的大客户出现逾期, 在经销模式短期难以改变的情况下, 公司仍面临着较大的经销商管理相关的风险及应收账款、存货减值风险

跟踪期内, 公司主营业务未发生变动, 仍主要从事童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、采购和销售。2022年公司业绩表现很弱, 仅实现营业收入3.51亿元, 同比下降66.53%, 销售毛利率方面, 鞋类业务毛利率33.36%, 同比小幅下降, 其中运动鞋下降幅度较大; 服装类毛利率34.96%, 小幅上升。2023年一季度, 公司销售情况略有恢复, 营业收入同比增长22.86%, 但因冬季羽绒服产品打折促销等原因, 服装产品的毛利率大幅降低, 导致整体销售毛利率水平大幅下滑至17.08%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
鞋类	0.31	37.29%	29.88%	1.58	44.92%	33.36%	5.20	49.51%	34.71%
其中：运动鞋	0.18	21.93%	36.28%	0.84	23.80%	29.70%	2.95	28.07%	35.90%
皮鞋	0.13	15.36%	20.76%	0.74	21.12%	37.48%	2.25	21.44%	33.15%
服装	0.38	45.94%	24.11%	1.75	49.78%	34.96%	3.71	35.33%	33.31%
儿童服饰配件	0.10	12.33%	19.83%	0.08	2.18%	8.55%	0.39	3.67%	21.60%
其他业务	0.04	4.44%	-170.72%	0.11	3.12%	34.70%	0.17	1.64%	8.63%
合计	<b>0.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.08%</b>	<b>3.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>33.66%</b>	<b>10.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.84%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### ➤ 品牌运营、销售模式及经销商管理

品牌运营方面，公司实施多品牌策略，进行多年龄段的全面布局。其中，“ABC KIDS”为公司主力品牌，“EXR”潮牌主要面向新生代年轻消费群体，“QIBU KIDS”专注于儿童足踝健康，“miniABC”旨在打造母婴童领域高端品牌。从近年盈利表现来看，“ABC KIDS”品牌仍为公司最主要的收入、利润来源，其他品牌收入占比相对较小，仍面临较大的培育风险。

**表3 公司各品牌盈利情况（单位：亿元）**

品牌	2023年1-3月		2022年		2021年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
ABCKIDS	0.67	27.72%	2.94	36.89%	7.95	33.69%
其他	0.13	15.80%	0.47	13.05%	2.38	22.90%
合计	<b>0.80</b>	<b>25.81%</b>	<b>3.41</b>	<b>33.62%</b>	<b>10.33</b>	<b>31.21%</b>

注：其他中包含OEM、物资收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售模式方面，公司采用经销和直营、线上和线下相结合的销售模式。经销模式下，公司下游包括一级经销商和单店加盟商，对于一级经销商，公司授权期享有“ABC KIDS”品牌某一区域的独家经销权，经销商在指定辖区内建立经销网络，最终由一级经销商或其下属二级经销商开设的直营门店、商场店中店等渠道实现终端销售。公司对经销商报价根据吊牌价的一定折扣率进行定价。2022年经销模式仍为公司主要的收入来源，占比为74.19%，但经销商经营效益及流动性状况仍未有改善，回款较慢。2023年1-3月，公司经销模式实现收入0.51亿元，同比有小幅的恢复。

**表4 公司主营业务收入按销售模式划分的情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	0.51	39.11%	2.53	33.56%	7.33	29.89%
直营模式	0.29	2.71%	0.88	33.81%	3.00	34.44%
其中：线上销售	0.17	-14.77%	0.65	28.87%	2.60	33.72%

<b>合计</b>	<b>0.80</b>	<b>25.81%</b>	<b>3.41</b>	<b>33.62%</b>	<b>10.33</b>	<b>31.21%</b>
-----------	-------------	---------------	-------------	---------------	--------------	---------------

资料来源：公司提供

公司直营模式包括线下直营店和线上电商平台。线上销售方面，公司与天猫、京东商城等电子商务平台均开展了合作。合作平台分为“平台模式”和“代销模式”：（1）平台模式下，公司通过在电商平台上建立“ABC KIDS”品牌旗舰店直接向客户销售产品，公司并不与电商平台进行商品交易，平台仅负责管理和支付结算，并按销售金额的一定比例收取服务费，代表电商为天猫、京东、苏宁易购和贝网；（2）代销模式下，公司按照与电商代销平台的约定进行备货，并将备货商品发至指定仓库，由电商代销平台组织销售，电商代销平台定期与公司进行对账结算。近年直营模式中线上销售占比均较高，直营店销售规模始终较小。

2022年公司新设立子公司浙江起步新零售有限公司，统筹负责公司的线上业务，但由于电商行业的竞争加剧以及线上团队投建成本高，线上销售收入未能达到预期，仅实现了线上销售收入0.65亿元，同比亦大幅下降。

截至2022年末，公司一级经销商15家，较上年减少了3家。从门店数量来看，2022年受市场环境影响，线下实体门店人流量大幅下降，经销商继续采取关闭亏损门店的策略，公司经销门店数量继续大幅减少，2022年当期新增86家，关闭406家，净减少320家，截至2022年末，经销门店总数下降至1,303家，未来经销渠道的门店数量或将继续减少。直营店方面，情形同样不容乐观，2022年新增3家，关闭11家，截至年末直营门店为7家，当期净减少8家。2023年一季度，公司线下门店延续了净减少的趋势，新增经销门店16家，关闭31家，净减少15家。

**表5 公司门店数量情况（单位：家）**

品牌	门店类型	2021 年末数量	2022 年末数量	2022 年新开	2022 年关闭
ABCKIDS	经销	1,623	1,303	86	406
ABCKIDS	直营	14	7	3	10
EXR	直营	1	-	-	1
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1,638</b>	<b>1,310</b>	<b>89</b>	<b>417</b>

资料来源：公司 2022 年年度报告

客户方面，近年公司前五大客户主要是长期合作的经销商客户。2022年公司新增大客户杭州悦安商业运营管理有限公司（以下简称“杭州悦安”），当期对该公司的销售金额为5,650.00万元，占总销售金额比重为16.59%。公司自2022年6月开始与其合作，但此后因该客户自身运营及周转方面的问题，其票据承兑出现逾期，截至2022年末，其作为出票人的未履约票据4,400万元，截至2023年4月30日，上述逾期票据已回款2,000万元，剩余2,400万元正在通过法律途径追索中。

**表6 公司前五名客户情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	销售金额占比
2022 年	杭州悦安商业运营管理有限公司	5,650.00	16.59%

2021年	苏州市乐铭贸易有限公司	3,071.93	9.02%
	成都市力晟商贸有限公司	2,929.22	8.60%
	武汉丽兴源商贸有限公司	1,964.03	5.77%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	1,573.63	4.62%
	<b>小计</b>	<b>15,188.81</b>	<b>44.60%</b>
	苏州市乐铭贸易有限公司	5,086.24	4.92%
	广州宝强儿童服饰有限公司	4,807.75	4.65%
	成都市力晟商贸有限公司	4,732.81	4.58%
	石家庄欧宏商贸有限公司	4,661.92	4.51%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	4,416.15	4.28%
	<b>合计</b>	<b>23,704.88</b>	<b>22.95%</b>

注：销售金额及占比合计数与明细数加总不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2022年公司为维护线下经销商渠道的稳定，继续对经销商在授信额度、产品折扣等多方面进行支持，加剧了公司业绩的下滑，且对经销商的应收账款规模仍处高位，计提的减值准备持续增加，大幅侵蚀了公司的利润；此外，亚太对公司2022年内部控制审计报告出具了带强调事项段的无保留意见，强调事项为公司在部分经销商准入机制管理过程中，存在未严格按照其内部控制制度执行有关授权审批书面记录、背景审查、信用风险及效益评审等控制流程的情形，在部分经销商管理过程中存在内部控制缺陷。

考虑到公司2022年新增大客户出现逾期，且内部控制审计报告被出具带强调事项段的无保留意见，公司在经销商管理方面仍存在有一定的管控缺陷，在经销模式短期难以改变的情况下，公司仍面临着较大的经销商管理相关的风险。

#### ➤ 外协生产及供应商管理

生产方面，公司继续采取订单生产模式，鞋类、服装及儿童服饰配饰仍全部采用外协生产。公司外协生产主要是OEM模式，与外协生产商签订成品采购合同，外协生产商按公司的设计样板，自行采购原材料、生产并提供产成品。公司推行全面质量管理，对外协生产产品进行管控，以满足公司质量标准和生产要求，但外协订单产品的质量风险并无法完全消除，2022年产品继续出现产品质量不合格被处罚相关情况，给公司产品质量的控制和管理带来了较大挑战，需对外协订单产品的质量风险保持一定关注。

2022年公司对前五大供应商采购金额合计为26,682.02万元，占当期采购金额比重为66.71%，集中度大幅提高。其中湖州吴兴盈创贸易有限公司、湖州湖融供应链科技有限公司及湖州吴晟供应链管理有限三家供应商为2022年新增供应商，实控人均均为湖州市吴兴区国有资本监督管理服务中心，三家供应商均为公司提供采购供应链金融相关服务，因此当期对上述三家供应商的采购规模大幅增加。

此外，前五大供应商中的怀化永敏服装有限公司、青田县雅琪鞋服有限公司的主要经营者为原总经理周建永的远房亲属，2022年下半年以来，因上述两家供应商均已经营困难或涉诉，与其合作已全部停

止。

**表7 公司前五名供应商情况（单位：万元）**

年份	客户名称	采购金额	采购金额占比	是否为关联方
2022年	湖州吴兴盈创贸易有限公司	14,846.59	37.12%	否
	湖州湖融供应链科技有限公司	5,991.32	14.98%	否
	湖州吴晟供应链管理有限公司	2,082.14	5.21%	否
	青田县雅琪鞋服有限公司	1,937.88	4.84%	否
	怀化永敏服装有限公司	1,824.09	4.56%	否
	<b>小计</b>	<b>26,682.02</b>	<b>66.71%</b>	-
2021年	福建冠霸户外用品有限公司	6,697.25	9.68%	比照关联方
	怀化永敏服装有限公司	6,349.66	9.18%	比照关联方
	青田县雅琪鞋服有限公司	5,308.62	7.68%	比照关联方
	温州市金誉萱鞋业有限公司	3,723.63	5.38%	否
	雪朗卡（福建）服饰织造有限公司	3,051.01	4.41%	否
	<b>合计</b>	<b>25,130.18</b>	<b>36.34%</b>	-

资料来源：公司提供

#### ➤ 库存周转

2022年公司服装、运动鞋等产品生产量均显著下降；库存方面，鞋类库存均下降、但服装库存量增加。截至2022年末，公司存货账面原值2.79亿元，扣除跌价准备1.29亿元，账面净值1.50亿元；当期退货政策方面，因公司仍执行允许各地经销商在2023年4月前将需要退回的商品退回公司仓库的政策，2022年退回收入金额为3,590.72万元（已于2022年相应计提预计负债3,590.72万元），相应存货成本为2,071.81万元，同时计提存货跌价准备606.60万元。

另需说明的是，截至2022年12月31日，因期初的退货事项（为亚太出具保留意见的事项之一）而产生的退回商品中，部分已实现二次销售，相应的收入金额为9,995.85万元，相应结转成本15,005.42万元，尚未实现二次销售的部分对应成本为1,172.00万元，账面净值0.00元，尚未销售的规模不大，且已全额计提减值。

虽然公司已对长库龄的产品计提了大额的减值，但整体来看，公司主要产品库存量仍相对较高，未来仍存在较大的库存周转压力及减值风险。

**表8 2022年公司生产及库存情况（单位：万件、万双）**

主要产品	生产量	生产量同比变化	库存量	库存量同比变化
服装	407.79	-17.24%	244.09	37.30%
皮鞋	141.1	-49.88%	74.54	-42.43%
运动鞋	146.45	-47.43%	86.37	-12.96%
配件	328.87	-84.89%	457.26	-24.89%

合计	1,024.21	-69.78%	862.26	-15.07%
----	----------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

### ➤ 在建项目

在建项目方面，公司IPO募投项目为营销网络及区域运营服务中心建设项目和新零售新制造项目，本期债券募投项目为智慧信息化升级改造项目 and 婴童用品销售网络建设项目。其中，营销网络及区域运营服务中心建设项目和新零售新制造项目公司已终止；智慧信息化升级改造项目 and 婴童用品销售网络建设项目投资进展较慢，根据亚太出具的《关于起步股份有限公司募集资金年度存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至2022年末，上述项目仅投入募集资金1,158.69万元。

## 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亚太审计并出具保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年度亚太形成保留意见的基础包括：

1、应收账款信用减值事项：截至2022年12月31日，起步股份单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款267,572,543.92元，坏账准备余额222,032,695.06元；按账龄组合计提预期信用损失的应收账款687,816,594.12元，坏账准备余额235,690,753.81元。起步股份对上述应收款项根据各单位信用情况分别按照单项预估可回收性和15.61%（账龄1年及以内）、34.53%（账龄1至2年）、100.00%（账龄2至3年、3年以上）计提预期信用损失。起步股份未对单项应收债权计提信用减值事项提供充分、适当的依据，亦未提供预期信用损失计提比例的依据，亚太无法评估其计提信用减值的合理性和准确性，亦没有获得上述应收款项可回收的充分证据。

2、期初事项：为支持经销商发展，起步股份于2020年2月制订了2020年度装修、租金补贴以及销售返利政策，起步股份2020年度共承担经销商装修、租金补贴以及销售返利不含税金额为9,467.16万元，冲减2020年度营业收入。2021年2月起步股份制定了关于全国经销商特殊退货的政策，允许各地经销商在2021年3月31日前将需要退回的商品退回起步股份总仓库，实际退回产品公司冲减了2020年度收入23,804.41万元，增加存货及成本为16,177.41万元，计提存货跌价准备7,709.05万元。亚太无法获取充分、适当的审计证据，确定新商务政策的合理性、付给经销商各类补贴及存货退回相关会计处理的恰当性，亦未能评估上述事项导致错报的准确金额，及对比较数据及本期数据的影响。

3、立案调查事项：起步股份于2022年1月17日收到证监会的《立案告知书》（编号：证监立案字0382022029号）。因起步股份涉嫌信息披露违法违规等事项，根据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，证监会决定对起步股份立案调查。由于截至审计报告日立案调查尚在进行中，亚太无法判断立案调查结果对财务报表整体以及资产负债表日后事项的影响程度。

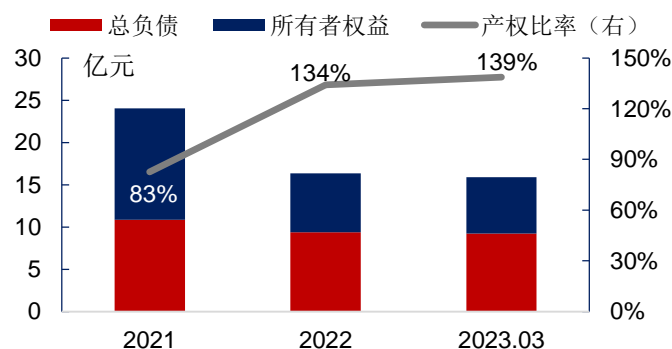
上述涉及事项金额准确性的认定及会计处理或对以下财务分析中多项数据产生影响，需对相关科目金额保持应有关注。2022年度公司新增纳入合并范围的子公司10家，详见表1。

### 资本实力与资产质量

由于巨额亏损大幅侵蚀了权益，公司资产规模持续下降，其中应收款项、存货占比较高，均存在较大减值风险，且房产、机器设备等受限比例较高

由于利润连续大幅亏损，截至2023年3月末，公司所有者权益下降至6.66亿元，其中未分配利润为-6.89亿元；同时公司负债规模小幅下降，由于巨额亏损大幅侵蚀了权益，公司产权比率显著上升，截至2023年3月末提高至139%。

图8 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模持续下降，2023年3月末进一步下降至15.91亿元。流动资产方面，公司货币资金规模持续减少，2023年3月末为1.73亿元，其中受限金额为669.49万元，为涉诉冻结资金；因计提大额减值准备，应收账款净值有所下降，2022年末为4.98亿元，集中度较高，账龄主要在两年以内，2022年当期计提坏账准备3.51亿元，期末坏账准备余额4.58亿元（其中按单项计提2.22亿元；按账龄组合计提2.36亿元），由于无法获得充足审计证据，亚太对此发表了保留意见，同时公司下游经销仍然存在经营效益下滑、流动性困难等情况，整体存在较大的坏账风险。随着相关供应商以公司开具的票据进行融资问题的解决，公司预付款项大幅减少，2022年末为0.26亿元。随着周建永占用资金的收回，2022年末公司其他应收款进一步减少至0.17亿元，为应收周建永关联企业的资产转让款、厂房租赁款及应收水电费等，2022年计提坏账准备0.51亿元，未来或存在进一步减值的风险。随着库存商品的销售以及减值的计提，存货账面价值不断下降，但考虑到库存数量仍然较大，仍面临较大的减值压力。

非流动资产方面，投资性房地产和固定资产为公司持有的厂房及机器设备等，其中投资性房地产采用成本法计量；其他权益工具投资为持有的浙江中胤时尚股份有限公司的股份，随着公司的减持，账面余额大幅下降。



截至2023年3月末，公司受限资产合计3.41亿元，主要为投资性房地产及固定资产，公司上述两项资产几乎全部受限。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.73	10.87%	1.86	11.38%	4.38	18.20%
应收账款	4.68	29.43%	4.98	30.42%	7.46	31.02%
存货	1.53	9.60%	1.50	9.15%	1.68	6.99%
预付款项	0.22	1.40%	0.26	1.57%	2.03	8.43%
其他应收款	0.23	1.43%	0.17	1.06%	0.45	1.88%
<b>流动资产合计</b>	<b>10.21</b>	<b>64.18%</b>	<b>10.50</b>	<b>64.19%</b>	<b>17.45</b>	<b>72.57%</b>
其他权益工具投资	0.14	0.86%	0.17	1.01%	1.05	4.37%
投资性房地产	1.24	7.82%	1.50	9.17%	1.30	5.42%
固定资产	2.08	13.06%	1.90	11.62%	2.43	10.09%
递延所得税资产	1.67	10.52%	1.73	10.60%	0.65	2.72%
<b>非流动资产合计</b>	<b>5.70</b>	<b>35.82%</b>	<b>5.86</b>	<b>35.81%</b>	<b>6.59</b>	<b>27.43%</b>
<b>资产总计</b>	<b>15.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.04</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

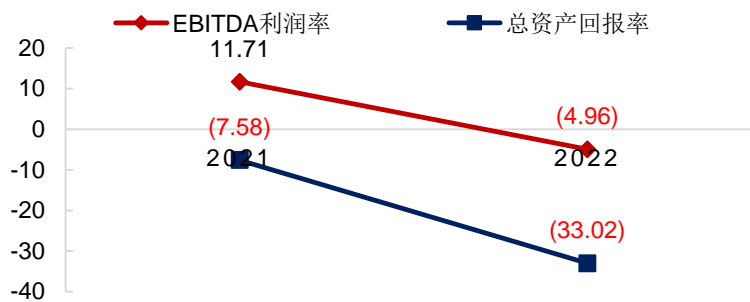
## 盈利能力

2022年公司业绩表现很差，仅实现营业收入3.51亿元，同比下降66.53%，因大额资产及信用减值损失影响，公司继续大幅亏损，全年净利润为-6.09亿元，EBITDA利润率、总资产回报率继续大幅下降，预计短期内盈利能力很难改善

公司所处的童装行业运营压力有所加大，公司线下门店数量持续下降，销售额继续大幅下滑，2022年公司业绩表现很弱，仅实现营业收入3.51亿元，同比下降66.53%，销售毛利率方面，鞋服业务毛利率33.62%，同比略有回升。

费用方面，因资金紧张，2022年公司大幅减少了市场拓展费、广告宣传费等方面的投入，销售费用大幅减少，管理费用支出较为刚性，同比变化不大；减值方面，2022年公司计提信用减值4.02亿元、计提资产减值1.84亿元（其中存货减值1.50亿元，商标权减值0.27亿元），因上述大额减值损失，公司继续大幅亏损，全年净利润为-6.09亿元。盈利能力指标方面，2022年公司EBITDA利润率、总资产回报率继续大幅下降。

2023年1-3月，公司营业收入同比小幅增加，资产减值同比略有减少，营业利润亏损幅度同比有所收窄。但考虑到公司现有主要经销商存在流动性困难，线上销售渠道仍处于发展阶段，且资产减值风险仍较大，公司盈利能力短期内很难改善。

**图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

受经销商回款减弱等因素影响，公司FFO下降为负数，经营活动现金流继续净流出；公司因被证监会立案调查，且继续被实施其他风险警示，银行借款等外部融资可得性受到较大影响，债务规模有所下降，流动性压力及偿债压力均很大

公司因被证监会立案调查，且继续被实施其他风险警示，银行借款等外部融资可得性受到较大影响，债务规模有所下降，截至2023年3月末，公司总债务规模为6.23亿元，由短期借款、本期债券、经营性债务（股东借款、租赁负债）构成。期限结构方面，公司短期债务占比仍相对较高，债务到期压力仍较大。

经营性负债方面，应付账款为应付货款及材料款，2022年末已无存续应付票据；公司其他应付款有所波动，2022年末有所增加，系新增股东借款3,700万元（资金拆借利率参照银行同期利率，已计入债务），2023年1-3月公司将该部分借款归还后，该科目余额有所下降。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.79	41.04%	3.18	33.91%	2.98	27.43%
应付账款	1.77	19.17%	2.10	22.43%	1.91	17.57%
应付票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.19	10.95%
其他应付款	0.48	5.14%	0.84	8.97%	0.37	3.43%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.03	0.36%	1.34	12.32%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.27</b>	<b>67.89%</b>	<b>6.56</b>	<b>69.99%</b>	<b>8.07</b>	<b>74.24%</b>
应付债券	2.39	25.85%	2.36	25.15%	2.25	20.68%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.97</b>	<b>32.11%</b>	<b>2.81</b>	<b>30.01%</b>	<b>2.80</b>	<b>25.76%</b>
<b>负债合计</b>	<b>9.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.87</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>6.23</b>	<b>67.43%</b>	<b>5.96</b>	<b>63.58%</b>	<b>8.17</b>	<b>75.12%</b>

其中：短期债务	3.79	41.04%	3.58	38.22%	5.51	50.69%
长期债务	2.44	26.39%	2.38	25.36%	2.65	24.42%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司业绩表现很差，FFO由正转负，经营活动现金流继续净流出；偿债能力指标方面，由于巨额亏损大幅侵蚀权益，2022年末公司资产负债率、总债务/总资本继续上升，随着EBITDA、FFO转负，净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数及FFO/净债务均表现趋弱，偿债压力很大。

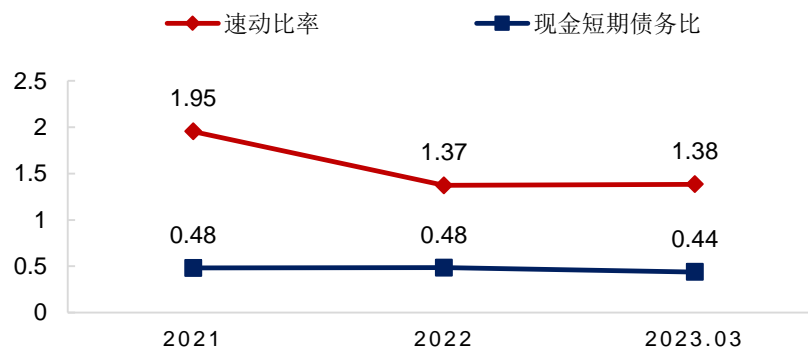
此外，根据本期债券的有条件回售条款，本期债券持有人在最后两个计息年度内（自2024年4月-2026年4月），如公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息回售给公司，考虑到公司股价持续低迷，因此，自2024年4月起，公司将面临较大的回售压力。

**表11 公司杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	-0.26	-0.11	-6.04
FFO(亿元)	--	-0.91	0.33
资产负债率	58.11%	57.29%	45.22%
净债务/EBITDA	--	-24.91	4.73
EBITDA利息保障倍数	--	-0.38	3.12
总债务/总资本	48.33%	46.03%	38.27%
FFO/净债务	--	-20.89%	5.61%
经营活动现金流/净债务	-5.61%	-2.43%	-103.79%
自由活动现金流/净债务	-5.75%	-6.36%	-104.94%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，公司速动比率继续下降；现金短期债务比处于较低水平，同时，中证鹏元关注到公司流动资产中应收账款占比较大，且面临较大回收风险，货币资金中部分为本期债券募集资金，公司流动性情况较弱。此外，公司继续被实施其他风险警示，银行借款等外部融资可得性仍将受到较大影响。2022年以来，公司控股股东湖州鸿煜通过提供担保和资金拆借等方式为公司提供了一定的流动性支持，一定程度上缓解了公司的流动性压力，但该部分支持较为有限，公司仍面临很大流动性压力。

**图 10 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现较差，需持续关注社会、治理相关因素对其经营和信用水平产生的负面影响

#### 环境因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年，未发现公司因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等受到处罚。

#### 社会因素

近年公司多次出现因产品质量不合格被处罚的情况，其中 2023 年 5 月，公司因销售不合格行李箱，被青田县市场监管局处罚款 1.07 万元；因销售不合格童鞋，被青田县市场监管局罚款 6,900 元，没收违法所得 6,716 元。

#### 公司治理

2022 年公司高管人员频繁变动，2022 年 3 月，公司董事兼副总经理章利民先生辞职，2022 年 10 月，公司董事兼总经理张连中先生、董事会秘书殷逸轩先生相继辞职，2023 年 1 月，公司董事兼副总经理程文强先生辞职，2023 年 5 月，公司董事、审计委员会委员倪杭锋先生辞职，上述高管人员辞职均因个人原因，仍需关注董事会及管理层存在较大变动对公司经营及业务稳定性可能造成的不利影响。

2022 年公司继续被亚太出具带强调事项的内部控制审计报告，强调事项为：公司在部分经销商准入机制管理过程中，存在未严格按照其内部控制制度执行有关授权审批书面记录、背景审查、信用风险及效益评审等控制流程的情形，在部分经销商管理过程中存在内部控制缺陷。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存续借款均为关注类，已结清信贷信息存在一笔不良类短期借款和一笔不良类银行承兑汇票，系公司一笔银行承兑汇票到期后未及时归还，兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）就未偿还部分垫款所致。

根据中国执行信息公开网，截至2023年6月5日，中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

### 一、立案调查

公司于2022年1月17日收到证监会的《立案告知书》（编号：证监立案字0382022029号）。因涉嫌信息披露违法违规等事项，证监会决定对其立案调查。2023年5月10日，公司收到证监会出具的《行政处罚及市场禁入事先告知书》（处罚字[2023]18号），经查明，公司及相关人员涉嫌违法的事实如下：

（一）公司2018年、2019年年度报告及2020年半年度报告存在虚假记载、重大遗漏

#### 1、公司2018、2019年及2020年上半年度虚增营业收入、营业成本及利润总额

公司收入及成本的财务核算基础数据采自道讯系统，2018-2020年上半年，公司通过道讯系统以虚构采购、销售业务等方式虚增营业收入、营业成本、利润总额，具体情况如下：

**表12 公司定期报告记载的虚增收入、利润情况（单位：万元）**

年度	虚增营业收入	占当期营业收入 比重	虚增利润总额	占当期利润总额 比重
2018 年度报告	6,947.84	4.97%	2,314.59	10.39%
2019 年度报告	18,190.52	11.94%	6,591.33	37.42%
2020 年半年度报告	10,948.61	19.54%	4,037.32	50.30%

资料来源：《行政处罚及市场禁入事先告知书》，中证鹏元整理

#### 2、股份代持未披露行为

2016年12月起公司时任董事长、实际控制人章利民和梁继进、吴端雅、王天助、庄少卿4人存在股份代持行为，相关代持行为结束于2019年。2,000万股代持股份占2018年、2019年公司总股本的比例均为4.26%。2018年年度报告、2019年年度报告中，起步股份对上述股份代持行为均未予披露。

（二）公开发行文件编造重大虚假内容

本期债券于2020年4月发行，发行时公告的《募集说明书》中“财务会计信息”部分公开披露了公司2018年度及2019年1-6月财务报表，《募集说明书》中“财务会计信息”相关内容存在重大虚假。

证监会认为，上述年度报告及公开发行可转债文件中的虚假记载、重大遗漏等行为涉嫌违反《证券

法》、《上市公司信息披露管理办法》、《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规的多项条款。公司时任高管周建永、章利民、陈章旺和吴剑军在起步股份2018年、2019年年度报告及2020年半年度报告、及起步股份公开发行可转债文件上签字确认，对上述违法事项负有主要责任。对起步股份有限公司责令改正，给予警告，并处以5,700万元罚款；对周建永、章利民、陈章旺、吴剑军给予警告，并分别处以1,000万元、500万元、300万元、200万元罚款。

公司股票“ST起步603557”及衍生品可转债“起步转债113576”不触及《上海证券交易所股票上市规则》规定的重大违法强制退市情形，公司股票继续被实施其他风险警示。

上述《行政处罚及市场禁入事先告知书》为事先告知书，截至本报告出具日，对公司的正式处罚书尚未下达，待正式处罚下达后公司将进行相关差错更正事项。

## 二、涉诉事项

1、截至2023年4月30日，公司2022年度审计报告中披露的公司作为被告的单笔金额超过250万元的涉诉事项，均已和解或撤诉。

**表13 2022年度审计报告中披露涉诉事项进展情况（单位：万元）**

起诉(申请)方	诉讼仲裁类型	基本情况	涉及金额	是否形成预计负债或被冻结	审理结果及影响	判决执行情况
福建晋江华太纸制品有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	253.16	被冻结 183.25 万元	对方撤诉，无影响	-
福建源益鞋材有限公司	仲裁	买卖合同纠纷	774.59		驳回对方仲裁申请	-
厦门臻享电子商务有限公司	仲裁	合作协议纠纷	883.55	被冻结 685.59 万元，形成预计负债 122.16 万元	已和解	按照和解协议执行完毕
温州轻工艺进出口有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	1,000.00		已和解	按照和解协议执行完毕
丽水大明建设	诉讼	建设工程施工合同纠纷	526.54		对方撤诉，无影响	

资料来源：公司 2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

2、截至2023年4月30日，公司存在其他若干项作为被告的未决诉讼及仲裁情况，标的金额合计1,521.70万元，为商业纠纷、合同纠纷、劳动争议等，存在一定或有负债风险。

**表14 公司其他未决诉讼情况（单位：万元）**

起诉(申请)方	诉讼仲裁类型	诉讼(仲裁)基本情况	涉及金额	是否形成预计负债或被冻结	诉讼(仲裁)进展情况
张海福、吕佳丽、谭锡圆、姜茵	诉讼	证券虚假陈述责任纠纷	149.04		待开庭
陈文天、范永红、曾俊	诉讼	证券虚假陈述责任纠纷	59.86		待开庭
黄超、薛来利、宗建纹、陶志强、王军科、周东旭、周加昆、李锋、毛胜、殷萍	诉讼	证券虚假陈述责任纠纷	10.00		待开庭
福建省晋江市恒丰喷胶棉织造有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	170.58	被冻结 170.58 万元	二审未开庭

晋江市杰仁鞋材发展有限公司	诉讼	定做合同纠纷	161.46		我方上诉，二审未判
虞沙鸥	诉讼	外观设计专利侵权	50.00	形成预计负债 20.00万元	已开庭，待判
朱敏	诉讼	租赁合同纠纷	12.98	形成预计负债 3.00万元	已开庭，未判
佛山市三水日邦化工有限公司	仲裁	买卖合同纠纷	123.53		已开庭
福建源益鞋材有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	98.35		已判，驳回对方请求，与我方无关，对方上诉，二审未开庭
湖南博友等离子自动化设备有限公司	诉讼	财产损害赔偿	38.94		待开庭
晋江中天模具有限公司	诉讼	定做合同纠纷	49.03	被冻结 48.34 万元	待开庭
惠安政辉刀模有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	7.40		已上诉，二审未开
泉州立荣织造有限公司	仲裁	买卖合同纠纷	85.26		未开庭
泉州立荣织造有限公司	仲裁	买卖合同纠纷	64.74		未开庭
上海益驰实业有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	6.64		待开庭
晋江东拓织造有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	88.68		待开庭
雍芝均	仲裁	劳动人事争议	12.52	形成预计负债 12.52万元	上诉未开庭
刘秋平	仲裁	劳动争议	38.79	形成预计负债 8.63万元	上诉未开庭
福建省南安市环亚鞋塑有限公司	诉讼	买卖合同纠纷	78.29		待开庭
万达儿童文化发展有限公司	诉讼	著作权权属、侵权纠纷	152.78		已开庭，待判
宁波奉化远墨服饰有限公司	仲裁	买卖合同纠纷	58.88		已开庭，待判
毛颖	仲裁	劳动争议	3.95		待开

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

近年我国城镇居民衣着消费支出占比呈下降趋势，且出生人口持续下滑，公司所处童装行业面临一定经营压力，下游经销商经营环境进一步恶化且流动性困难未有改善，继续采取关闭亏损门店的策略，公司线下门店数量继续减少，业绩表现很差，2022年公司仅实现营业收入3.51亿元，同比下降66.53%，受大额资产及信用减值损失影响，净利润继续大幅亏损6.09亿元；2022年公司新准入的大客户出现逾期，在现有依赖于经销的业务模式下，仍面临较大的经销商管理压力，同时应收账款、存货规模仍较大，仍面临坏账损失风险及存货减值风险，由于销售回款减弱、货币资金被冻结，且外部融资受阻，公司营运资金缺口、短期偿债压力均较大，且本期债券投资者在2024年4月以后可行使有条件的回售选择权，公司面临较大回售压力。2022年公司继续被出具保留意见的审计报告，2023年5月因财务报告虚假记载等事项被证监会处罚，尚牵涉较多未决诉讼及仲裁事项，面临一定或有负债风险。此外，公司ESG表现较差，需持续关注相关ESG因素对公司经营和信用水平产生的负面影响。中证鹏元也关注到，公司获得了控股股东及实控人的流动性支持。整体来看，公司抗风险能力仍较弱。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为BB，维持评级展望为负面，下调“起步转债”的信用等级为BB。

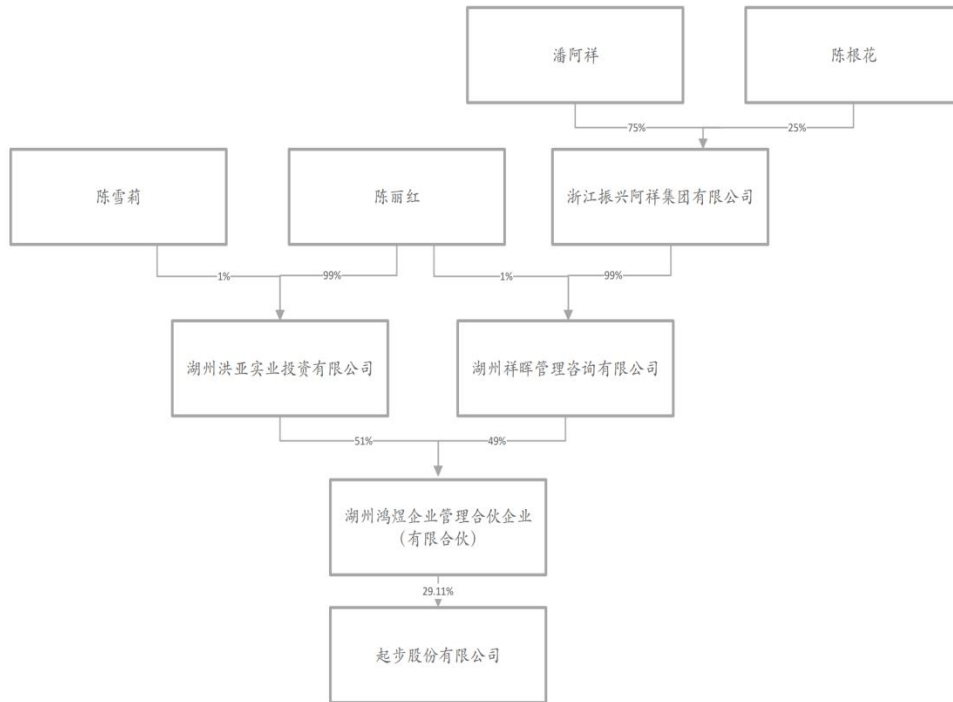


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.73	1.86	4.38	6.45
应收账款	4.68	4.98	7.46	3.39
其他流动资产	1.82	1.73	1.45	1.71
流动资产合计	10.21	10.50	17.45	21.65
固定资产	2.08	1.90	2.43	2.24
递延所得税资产	1.67	1.73	0.65	0.36
非流动资产合计	5.70	5.86	6.59	8.05
资产总计	15.91	16.36	24.04	29.70
短期借款	3.79	3.18	2.98	2.78
应付账款	1.77	2.10	1.91	1.83
流动负债合计	6.27	6.56	8.07	9.45
应付债券	2.39	2.36	2.25	3.18
非流动负债合计	2.97	2.81	2.80	4.04
负债合计	9.24	9.37	10.87	13.49
总债务	6.23	5.96	8.17	9.67
所有者权益	6.66	6.99	13.17	16.21
营业收入	0.84	3.51	10.50	7.73
营业利润	-0.38	-7.06	-2.29	-2.97
净利润	-0.33	-6.09	-2.29	-2.79
经营活动产生的现金流量净额	-0.26	-0.11	-6.04	-0.88
投资活动产生的现金流量净额	0.02	0.58	2.95	-0.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.17	-1.39	-0.41	2.88
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	-0.17	1.23	-0.18
FFO(亿元)	--	-0.91	0.33	-1.84
净债务(亿元)	4.60	4.34	5.82	2.99
销售毛利率	17.08%	33.66%	30.84%	19.80%
EBITDA 利润率	--	-4.96%	11.71%	-2.39%
总资产回报率	--	-33.02%	-7.58%	-8.15%
资产负债率	58.11%	57.29%	45.22%	45.43%
净债务/EBITDA	--	-24.91	4.73	-16.19
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.38	3.12	-0.41
总债务/总资本	48.33%	46.03%	38.27%	37.36%
FFO/净债务	--	-20.89%	5.61%	-61.66%
速动比率	1.38	1.37	1.95	2.00
现金短期债务比	0.44	0.48	0.48	1.15

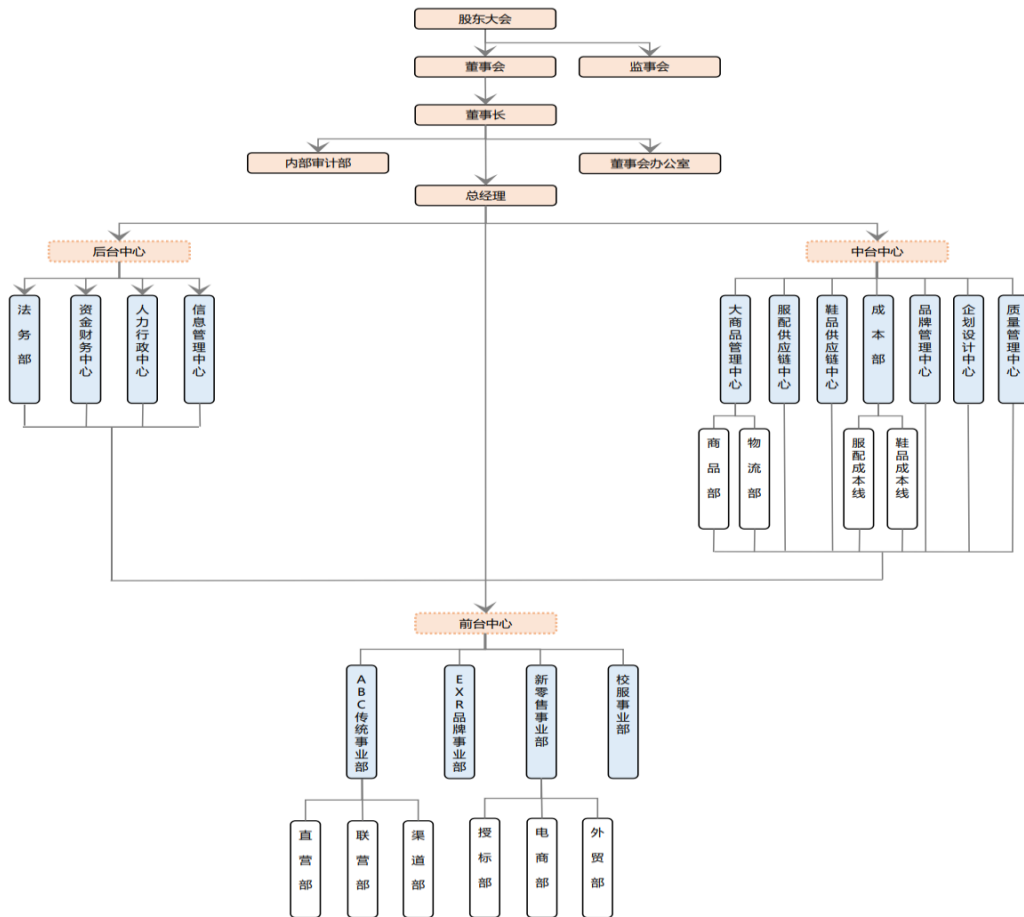
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
浙江起步儿童用品有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	设立
诸暨起步供应链管理有限公司	浙江诸暨	浙江诸暨	商业	100	设立
福建起步儿童用品有限公司	福建泉州	福建泉州	商业	100	设立
温州起步信息科技有限公司	浙江温州	浙江温州	商业	100	同一控制下企业合并
青田起步贸易有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	设立
厦门起步教育科技有限公司	福建厦门	福建厦门	商业	90	设立
浙江起步投资有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	设立
浙江进步信息科技有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	76	设立
依革思儿有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	非同一控制下企业合并
青田小黄鸭婴童用品有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	设立
杭州起步工贸有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
浙江辛起新零售有限公司	浙江金华	浙江金华	商业	51	设立
香港起步控股有限公司	香港	香港	商业	100	设立
青田起步新零售有限公司	浙江青田	浙江青田	商业	100	设立，2022-10-12 注销
杭州起步电子商务有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
浙江吴跃商贸有限公司	浙江湖州	浙江湖州	商业	100	设立
湖州起步物流有限公司	浙江湖州	浙江湖州	商业	100	设立
浙江起步斑马西西品牌管理有限公司	浙江湖州	浙江湖州	商业	100	设立
斑马西西（湖州）新零售科技有限公司	浙江湖州	浙江湖州	商业	51	非同一控制下企业合并
浙江起步新零售有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步生活服务有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步数智科技有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步品牌设计有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步星秀传媒有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步供应链有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商业	100	设立

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。