



2020年天创时尚股份有限公司公开发行可 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年天创时尚股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	AA-
评级展望	稳定	稳定
天创转债	A+	AA-

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

评级观点

本次评级下调主要是基于：天创时尚股份有限公司（以下简称“天创时尚”或“公司”，股票代码“603608.SH”）在中端女鞋市场具有一定竞争力及品牌知名度，但2022年公司两大主营业务板块均面临上游供应链端成本增加、下游消费端需求减弱的双重夹击，经营困难持续加大，时尚鞋履服饰业务首次亏损，移动互联网营销业务因广告主客户的营销推广需求不足而继续下滑，且转型不确定性较大，2022年公司营业收入大幅下降33.89%，净利润继续亏损1.79亿元。因市场需求减弱，销售收入下降，存货周转效率大幅下降，本期债券募投项目产线铺设进度放缓，达产时间延期，虽然公司仍保持了较低的杠杆经营水平，但考虑到女鞋市场需求低迷，中端品牌市场竞争激烈，公司持续面临较大的业绩波动风险、库存周转及减值风险、新增产能消化风险；此外，2023年2月公司及相关高管因财务核算、信息披露等原因收到警示函，仍需关注公司ESG表现对其经营和信用水平形成的影响。

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	21.38	21.44	25.63	26.91
归母所有者权益	13.27	13.40	15.61	17.06
总债务	5.73	5.71	6.69	5.53
营业收入	3.21	12.73	19.25	18.78
净利润	-0.13	-1.79	-0.63	-4.60
经营活动现金流净额	0.17	0.98	-0.48	2.42
净债务/EBITDA	--	28.74	-0.87	-1.82
EBITDA利息保障倍数	--	-0.07	5.86	14.32
总债务/总资本	30.00%	29.71%	29.83%	24.31%
FFO/净债务	--	200.90%	46.28%	-15.07%
EBITDA利润率	--	-0.14%	7.17%	10.76%
总资产回报率	--	-5.10%	-1.81%	-17.30%
速动比率	3.63	3.60	2.55	3.04
现金短期债务比	29.73	38.00	6.46	17.59
销售毛利率	58.69%	58.37%	56.42%	60.08%
资产负债率	37.47%	37.04%	38.63%	36.07%

注：表中FFO/净债务、净债务/EBITDA为负数，系净债务为负数所致；2020、2021年FFO/净债务数据与公司前次跟踪评级报告中数据存在差异，系FFO计算公式调整。
 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

- **公司品牌仍具有一定的知名度，在中端女鞋市场有一定竞争力。**公司具有 20 余年的女鞋行业经验，旗下的鞋类品牌包括 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso 和 KissKitty 等自有品牌，具有一定的品牌知名度，同时销售渠道网络布局完善，以线下实体店（直营及加盟店）运营为主，同时也拓展了线上第三方平台电商业务及社交平台、私域流量运营等模式。
- **财务杠杆水平不高。**杠杆方面，近年公司均保持了较低的杠杆经营水平，截至 2022 年末，公司负债水平仍较低，现金类资产充裕，对短期债务的保障程度尚可，净债务仍为负数。

关注

- **时尚鞋履、移动互联网营销两大业务板块收入均大幅下降，利润继续亏损。**2022 年公司两大业务板块均面临上游供应链端成本增加、下游消费端需求减弱的双重夹击，经营困难持续加大，时尚鞋履业务因女鞋市场持续低迷，直营、加盟、电商各渠道收入规模均显著下降，时尚鞋履服饰板块首次业绩亏损；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，且转型不确定性较大，2022 年公司营业收入大幅下降 33.89%，净利润继续亏损 1.79 亿元，且亏损幅度加大；2023 年一季度，公司实现营业收入 3.21 亿元，同比微幅下降，净利润仍未能扭亏，整体经营业绩面临较大波动风险。
- **存货周转效率大幅下降，仍存在减值风险。**截至 2022 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，且应收账款中存在部分经营不善的客户；存货方面，2022 年因市场需求进一步减弱，销售收入下降，公司存货周转天数增至 291 天，净营业周期增至 214 天，周转效率大幅下降，虽 2022 年公司限制采购、着力消化旧品，库存余额较上年有所下降，但部分产品库龄较长，仍占用了较多营运资金，且现阶段女鞋市场需求持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险。
- **本期债券募投项目延期，需关注未来产能消化风险。**本期债券募投项目规划建设 4 条自动化智能生产线及 4 条柔性生产线，截至 2022 年末已投资 4.84 亿元，现已投入 2 条智能化生产线进行生产，并完善了仓储物流配送等管理配套设施，但公司整体销售规模下降的背景下，募投项目产线铺设进度有所放缓，项目达产时间由 2023 年 8 月延期至 2025 年 8 月，后续需关注行业消费需求持续低迷，从而使得产能无法有效消化的风险。
- **面临 ESG 风险因素。**2023 年 2 月，因财务核算不准确、未及时披露重大对外投资进展情况、2020 年年报相关信息披露不规范等原因，广东证监局对公司及相关高管采取出具警示函的行政监管措施；此外，子公司北京小子科技有限公司（以下简称“小子科技”）的三名相关责任人李怀壮、林丽仙、刘晶，因违反同业竞争承诺且未向上市公司报告并披露，也于 2023 年 2 月被广东证监局处以出具警示函的行政监管措施。上述处罚虽未对公司形成重大负面影响，但一定程度上反映出公司在财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施有待完善。

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及经营竞争力，公司财务杠杆水平不高。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

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	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

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-/天创转债	2022-06-13	马琳丽、游云星、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/天创转债	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	5.99579	2022-06-13	2026-06-24

注：表中债券余额为截至 2023 年 03 月 31 日的余额。

一、跟踪评级原因

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

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，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2022年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》披露，截至2022年末，公司累计投入使用募集资金5.64亿元，尚未使用募集资金0.26亿元，募集专户余额430.30万元¹。

三、发行主体概况

2022年因本期债券转股及回购注销股份，公司股本发生小幅变化，截至2023年3月末，公司总股本为419,699,426股。青岛禾天贸易合伙企业（普通合伙）（以下简称“青岛禾天”）²持有公司18.45%股份，为公司控股股东，公司实控人为李林。

另根据公司于2023年5月27日发布的《股东减持股份计划公告》，控股股东青岛禾天因自身经营发展及资金需要，拟减持不超过12,590,800股公司股份，减持比例不超过3%。

2022年公司减少1家合并范围内子公司，2022年末，公司纳入合并范围的子公司为29家，详见附录四。

表1 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	减少原因
天津高个子敏哥服饰设计有限公司	65%	50.00	注销

资料来源：公司2022年年报，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

¹ 与尚未使用的募集资金余额的差额 2,199.13 万元，系：（1）购买定期存款 3,000.00 万元；（2）公司收到已结算的理财产品投资收益 581.43 万元、募集资金账户收到的利息 219.43 万元。

² 2022年5月，公司股东名称由平潭禾天股权投资合伙企业（普通合伙）更名为平潭禾天贸易合伙企业（普通合伙），2022年9月更名为青岛禾天贸易合伙企业（普通合伙）。

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

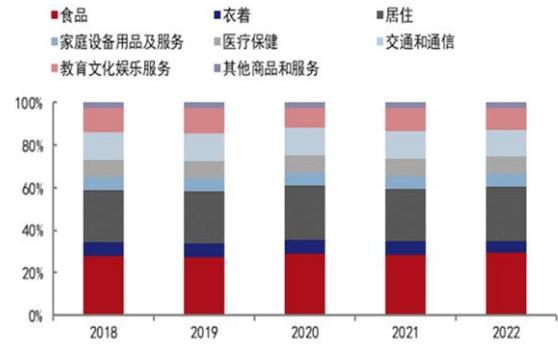
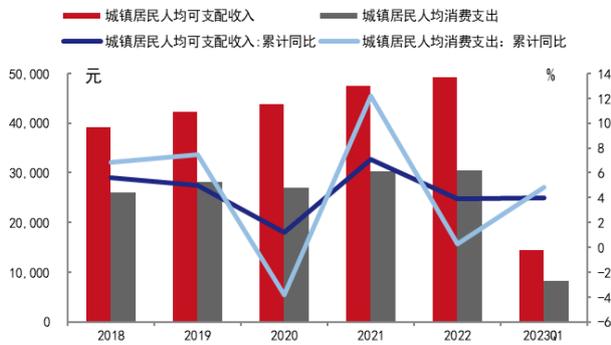
2022年我国人均消费支出增速显著弱于人均可支配收入增速，消费意愿表现较弱，其中衣着消费同比有所下降，纺织服装行业内销压力持续加大，出口市场成为消费市场的重要支撑，但服装出口增速有所放缓

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

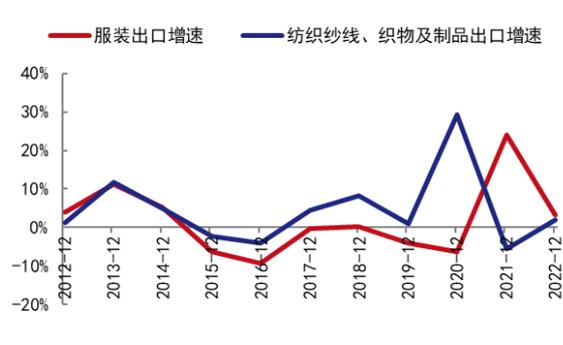
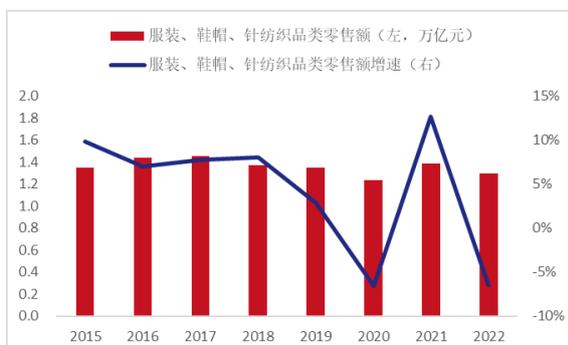
资料来源: ifind, 中证鹏元整理

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

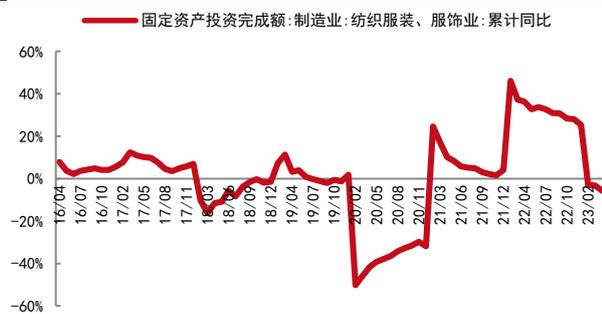
资料来源: ifind, 中证鹏元整理

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，2022年行业投资保持了较快的增势；产成品库存方面，2022年以来服装存货积压状况略有缓和

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，2022年，我国纺织服装服饰业固定资产投资增长4.1%。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，从投资方向来看，主要聚焦于智能化、绿色化改造升级投入及品牌建设、渠道布局等转型升级领域，但2023年以来，投资意愿有所弱化，2023年一季度投资增速转负。

2022年以来服装存货积压状况略有缓和，2022年12月末，纺织服装、服饰业产成品存货同比仅增加2%，2023年3月末，纺织服装、服饰业产成品存货规模为926.90亿元，同比下降0.8%，为2021年6月以来首次下降。

图 5 2022 年行业固定资产投资增速较高



资料来源：ifind，中证鹏元整理

图 6 2022 年以来服装存货积压状况略有缓和



资料来源：ifind，中证鹏元整理

（二）女鞋细分市场

2022年服装鞋帽品类消费需求持续疲软，国内女鞋销售额继续大幅下滑，市场持续萎靡，鞋类上市公司业绩表现均很差，营业收入均呈现下滑，归母净利润悉数亏损

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，因此鞋履行业在时尚大消费行业细分领域中，行业份额占比相对较小。近两年时尚鞋履服饰行业处于滞胀调整阶段，市场竞争进一步加剧。2022年受宏观因素客观影响整体消费需求持续萎缩，消费者的社交、出行、商务等场景减少，对服装鞋帽品类的消费需求也持续疲软。从销售额数据来看，近年国内女鞋销售额增速表现趋弱，自2021年首现负增长后，2022年进一步大幅下滑25%，女鞋市场较为萎靡。

图7 近年国内女鞋销售额增速持续下行（单位：亿元）


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。2022年A股上市公司中的鞋类公司业绩表现均很差,营业收入均呈现下滑,归母净利润悉数亏损,其中奥康国际及红蜻蜓均同比由盈转亏,天创时尚及哈森股份也继续处于亏损状态,且亏损幅度加大。

表2 2022年A股上市鞋类公司业绩情况（单位：亿元）

股票代码	公司名称	营业收入	同比变动	归属于母公司股东的净利润	同比变动
603001.SH	奥康国际	27.54	-6.91%	-3.70	由盈转亏
603116.SH	红蜻蜓	22.51	-10.34%	-0.37	由盈转亏
603608.SH	天创时尚	12.73	-33.89%	-1.79	亏损加大
603958.SH	哈森股份	7.66	-22.64%	-1.56	亏损加大

资料来源: ifind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

2022年公司两大业务板块均面临上游供应链端成本增加、下游消费端需求减弱的双重夹击,经营困难持续加大,时尚鞋履业务各渠道收入均显著下降,线下门店数量继续减少;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,后续需关注女鞋行业消费需求持续低迷而使得公司收入增长乏力、新增产能无法有效消化、互联网数字营销业务转型不确定性较大的风险

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。2022年,公司主营业务收入为 12.67 亿元,其中鞋品收入 11.91 亿元,互联网数字营销收入 0.76 亿元,均有大幅下降。毛利率方面,2022年公司主营业务毛利率为 58.45%,鞋品业务毛利率略有下降、互联网数字营销业务毛利率

基本稳定，由于毛利率较高的鞋品业务占比上升，主营业务毛利率仍小幅提高。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
鞋、包及其他	11.91	93.96%	61.46%	17.10	89.00%	62.05%
互联网数字营销	0.76	6.04%	11.45%	2.11	11.00%	11.49%
合计	12.67	100.00%	58.45%	19.21	100.00%	56.49%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）鞋服板块

公司自有品牌仍具有一定知名度，但服装鞋帽整体消费疲软，女鞋市场持续低迷，市场零售订单减少，直营、加盟、电商多渠道收入规模均显著下降。因收入减少，库存周转效率大幅下降，净营业周期显著增加，且本期债券募投项目产线铺设进度放缓，达产时间延期

➤ 销售渠道网络及销售客户

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，2022年公司通过上述渠道实现的销售收入分别为7.42亿元、1.10亿元和3.39亿元，其中直营渠道销售占比较大。直营渠道的销售毛利率2022年为67.74%，同比略有下降。电商渠道收入占比较为稳定，仍占比三成左右。

表4 公司门店及电商销售情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	7.42	67.74%	10.28	68.41%
加盟店	1.10	38.00%	1.38	44.18%
电商渠道	3.39	55.32%	5.44	54.55%
合计	11.91	61.46%	17.10	62.05%

资料来源：公司 2021-2022 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，加盟商以季节划分，分4批次向公司订货，订货时支付一定比例定金，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。

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，近年来加盟渠道经营压力较大。公司在直营渠道管理方面拥有一定的资源整合能力与成本控制优势，近年来在优化直营店铺的同时，也将部分加盟店铺转为直营店铺管理。但是2022年女鞋市场仍较为低迷，公司关闭店铺172家，其中直营店112家，加盟店60家，截至2022年末，公司门店总数为1,252家，较上年末净减少70家。虽然关店进度相较2021年有所放缓，但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。

表5 公司门店情况统计（单位：家）

品牌	类型	2022年			2021年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	407	25	49	431	30	62
	加盟店	268	15	35	288	23	53
ZsaZsaZsu	直营店	96	7	10	99	16	14
	加盟店	11	0	0	11	0	0
Tigrisso	直营店	231	13	22	240	26	43
	加盟店	86	9	13	90	10	15
KissKitty	直营店	63	17	13	59	6	13
	加盟店	34	13	7	28	1	11
其他品牌	直营店	34	1	18	51	4	10
	加盟店	22	2	5	25	0	1
直营店合计		831	63	112	880	82	142
加盟店合计		421	39	60	442	34	80
合计		1,252	102	172	1,322	116	222

资料来源：公司 2022 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。2022年由于整个市场环境的影响，电商渠道的收入也呈现下降，且电商渠道推广费用较高，对利润的贡献不及线下渠道。

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，2022年公司对前五大客户的销售金额为2.24亿元，占比17.56%，与上年基本持平。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。此外，苏宁易购集团股份有限公司2021年因经营不善，公司根据其集团背景及双方还款协议，并结合期后回款情况，确定其坏账准备计提比例为50%，2022年以来该客户已恢复正常合作，未对其单项计提减值。

表6 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
2022年	1	唯品会（中国）有限公司	11,427.86	8.98%
	2	银泰商业（集团）有限公司	3,546.91	2.79%
	3	天虹商场股份有限公司	3,179.66	2.50%
	4	百盛商业集团有限公司	2,118.29	1.66%
	5	苏宁易购集团股份有限公司	2,082.15	1.64%

		合计	22,354.86	17.56%
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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

品牌运营方面，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，其中KISSCAT、tigrisso、KissKitty、ZsaZsaZsu均具有一定的知名度。

从销售额来看，由于KISSCAT和tigrisso为公司主打品牌，2022年末上述品牌门店数量占比分别达53.91%和25.32%，同时上述品牌2022年分别贡献销售收入4.56亿元及3.53亿元，对收入的贡献亦较高，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，该品牌的毛利率继续下降。

表7 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	4.56	57.85%	6.73	60.97%
ZsaZsaZsu	1.94	65.39%	2.34	67.48%
Tigrisso	3.53	65.36%	4.90	62.64%
KissKitty	0.99	51.04%	1.91	53.29%
其他品牌	0.88	67.72%	1.22	68.89%
合计	11.91	61.46%	17.10	62.05%

资料来源：公司2022年年报，中证鹏元整理

➤ 生产模式及产销匹配状况

生产经营模式方面，公司仍采用“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，原女鞋的自有年产能约为259万双，2022年由于募投项目所建成2条生产线投入使用，年产能增加约60万双。

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，2022年大幅减少了鞋品的产量，仅生产185.70万双，较上年大幅下降60%，销售的鞋品主要以消化库存为主，鞋品产销率达到141.51%。

因自有的2条生产线投入使用，2022年公司外协生产的比例已下降至23.24%，较上年下降20.96个百分点；在总产量大幅下降的情况下，仍存在外协生产是出于成本控制方面的考虑，如部分运动鞋款式生产数量较少，如采用自产，从设备开模到最后出厂单位成本较高，因此仍采用外协生产，针对上述情况，公司正在逐渐完善其生产计划，并采取合理调配产能等措施，后续将进一步减少外协采购的数量。

表8 公司鞋品产销情况（单位：万双）

项目	2022年	2021年
产量	185.70	464.35
销量	262.78	411.47
产销率	141.51%	88.61%

注：表中产量包括外协产量。

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

➤ 采购及原材料成本变化

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。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。2022年公司鞋品的原材料成本总额为1.87亿元，占总成本比例为35.57%，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%。同时，由于自产比例上升，外协成本总额为1.05亿元，较上年显著下降64.24%。采购价格方面，2022年公司面料采购单价继续小幅下降，但里料采购单价有小幅抬升，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9 公司主要原材料的采购价格变动趋势（单位：元/尺）

项目	2022年		2021年	
	单价	增减	单价	增减
面料	19.42	-2.26%	19.87	-3.45%
里料	5.46	6.23%	5.14	-1.15%

注：由于公司面料、里料的品种较多，且度量单位包括米、尺等，难以统一，因此面料以牛皮为代表材料、里料以猪皮为代表材料反映价格趋势，牛皮占面料采购金额的比重约 61%，猪皮占里料采购金额比重约 47%。

资料来源：公司提供

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。公司原材料采购以国内供应商采购为主，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40-90天不等。

➤ 库存及周转效率

公司库存商品主要由直营及电商渠道的库存构成，2022年公司限制采购、着力消化旧品，致库存余额较上年度大幅下降，期末存货账面余额为3.78亿元，占资产总额的17.61%，较上年末减少0.83亿元；存货主要构成为库存商品，占比91.25%，较上年末略有下降，库存商品累计计提跌价准备0.36亿元，库存商品净值下降至3.09亿元，同比下降27.74%；从库龄来看，1年以内的占比超过60%，1-2年的占比超过30%，1-2年库龄的商品较上年大幅增加，主要是2021年预期较为乐观，大量采购的货品在2022年仍未消化完毕所致；对于长库龄的产品，公司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。

表10 公司鞋品库存情况

项目	2022年	2021年
库存量（万双）	190.82	267.90
存货-库存商品期末余额（万元）	34,454.97	44,284.41
存货跌价准备-库存商品跌价准备余额（万元）	3,588.17	1,570.66

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

从周转效率指标来看，2022年公司存货周转天数显著增加，主要是市场需求进一步减弱，销售收入大幅下降所致；应收账款周转天数也小幅上升，综合影响下，公司净营业周期大幅增加至214天。

表11 公司周转效率指标情况（单位：天）

项目	2022年	2021年	增减变动
存货周转天数	291	191	100
应收账款周转天数	54	45	9
应付账款周转天数	131	82	49
净营业周期	214	154	60

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

但整体来看，虽然公司存货规模同比有所下降，但由于市场竞争压力较大，公司产品存在一定的销售压力，存货周转天数及净营业周期表现均趋弱，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险。

➤ 在建项目产能消化

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2022年末已投资4.84亿元，于2022年有序投入了2条智能化生产线进行生产、并完善了仓储物流配送等管理配套设施，受宏观等多重因素影响，服装鞋帽整体消费疲软，市场零售订单减少，致使公司整体销售规模下降，本期债券募投项目产线铺设进度有所放缓，公司于2023年4月27日召开的第四届董事会第十三次会议审议通过了《关于可转换公司债券部分募投项目延期的议案》，基于该项目的实际实施情况，项目达到预定可使用状态日期由2023年8月延期至2025年8月。后续需关注行业消费需求持续低迷，从而使得产能无法有效消化的风险。

（二）互联网数字营销板块

公司收购小子科技的商誉已全额计提完毕，但移动互联网营销业务因广告主客户的营销推广需求不足持续下滑，新业务拓展面临诸多困难，若后续其未能顺利实现转型，则对公司整体业绩仍会造成一定程度的拖累

2017年公司以发行股份及支付现金方式收购小子科技100%股权，此后因小子科技业绩下滑，商誉存在减值迹象，公司于2020、2021年均对商誉进行了减值计提，小子科技的商誉已全额计提完毕。

2022年小子科技营业收入同比大幅下降，利润继续亏损；2023年一季度，移动互联网营销业务仍处于亏损状态，目前小子科技已由公司派驻管理人员进行业务整合，并谋求业务转型，主要寻求与苹果商店合作开展广告代理业务，并计划拓展海外业务以实现海外流量变现。但整体来看，小子科技的移动互联网营销业务面临着广告主客户的营销推广需求不足、市场趋于饱和、市场空间受到较大挤压的现状，新业务拓展面临诸多困难，未来若其未能顺利实现转型，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	2022年	2021年
资产总额	11,846.76	13,670.43
负债总额	2,341.95	3,316.30
所有者权益	9,504.81	10,354.13
营业收入	7,647.69	21,423.60
营业利润	-889.82	-627.60
净利润	-849.33	-688.44

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

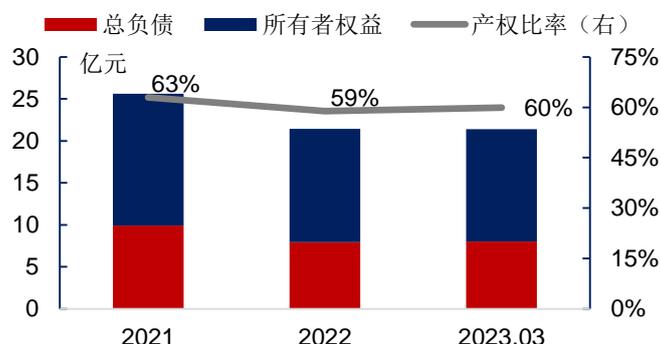
以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司注销1家子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司为29家，详见附录四。

资本结构与资产质量

受持续亏损影响，公司所有者权益略有下降，资产构成以鞋类生产线、鞋品库存、应收货款为主，需关注库存规模高企仍占用了较多营运资金，且在女鞋市场持续低迷的状况下，继续面临较大的库存减值风险

由于利润连续亏损，至2023年3月末，公司所有者权益下降至13.37亿元，其中未分配利润为-2.20亿元；同时公司负债规模微幅下降，产权比率整体较为稳定，2023年3月末为60%。

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

从资产构成来看，公司资产中现金类资产、存货和固定资产占比较大。2022年公司强化商品运营的动态产销管理，控制生产与优化新品入库量；另一方面加强过季商品的消化处理，积极去库存，2022年末公司库存商品账面原值3.45亿元，账面净值3.09亿元，同比分别减少0.98亿元、1.18亿元，库存管理略有改善，但考虑到女鞋市场持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，公司产品存在一定的销售压力，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险。

公司固定资产为女鞋生产线、管理用房屋建筑物等，2022年末同比有所增加，系本期债券募投项目中厂房建筑物完工转入固定资产，同时在建工程余额显著下降。

公司仍保有较大规模的现金类资产，2022年末货币资金6.51亿元，其中1.14亿元定期存款及利息受限；交易性金融资产0.08亿元，主要是购买的理财及股票投资、债券和基金等产品。公司应收账款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，虽账龄较短，但2022年公司对部分回收困难的款项，单项计提坏账准备0.14亿元，仍需关注未来的坏账风险状况。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。2020年5月公司对上述250万美元借款予以展期，此后经与对方多次协商，UN BVI公司已于2023年1月归还借款本金50万美元及对应利息合计55.22万美元；广州优生已分别于2023年3月、2023年6月归还借款本金合计人民币700万元，并承诺于2023年8月30日前偿还剩余借款本金人民币329.53万元及本金150万美元所对应的全部利息，借款利率按原借款协议约定即年利率4.5%执行，并按实际借款金额和实际天数计算，因上述款项已多次展期，需持续关注后续的偿还进度。

公司账面的商誉系并购小子科技等公司股权产生，2021年均已全额计提完毕。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月	2022年	2021年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.76	17.59%	6.51	30.38%	7.34	28.64%
应收账款	1.63	7.61%	1.23	5.72%	1.93	7.54%
存货	3.12	14.59%	3.40	15.88%	4.42	17.23%
交易性金融资产	1.58	7.38%	0.08	0.38%	1.07	4.16%
流动资产合计	11.85	55.41%	11.89	55.47%	15.78	61.57%
固定资产	6.28	29.38%	6.36	29.66%	4.80	18.72%
在建工程	0.07	0.32%	0.06	0.26%	2.08	8.10%
非流动资产合计	9.54	44.59%	9.55	44.53%	9.85	38.43%
资产总计	21.38	100.00%	21.44	100.00%	25.63	100.00%

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

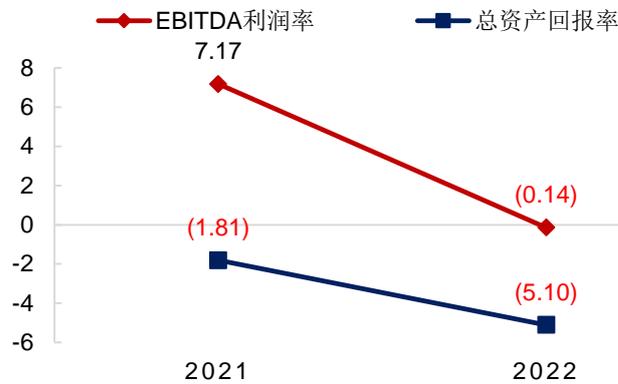
盈利能力

2022年公司两大业务板块中，时尚鞋履服饰业务首次业绩亏损，移动互联网营销业务继续下滑，考虑到女鞋市场持续低迷且移动互联网营销业务转型不确定性较大，未来公司业绩受到上述因素影响，仍面临较大的扭亏压力

2022年公司继续关停亏损品牌，关闭亏损店铺，公司销售收入继续同比下降，完成主营业务收入12.67亿元，同比下降34.04%，其中鞋品收入11.91亿元，下降30.36%；互联网数字营销收入0.76亿元，下降64.30%。

盈利能力方面，2022年公司主营业务毛利率为58.45%，同比上升1.96个百分点，其中鞋服板块毛利率为61.46%，同比下降0.58个百分点；互联网数字营销业务毛利率为11.45%，同比下降0.04个百分点。各板块毛利率均略有下跌，但整体主营业务毛利率同比上升，系互联网数字营销业务规模的下降幅度较大，相对较高毛利率的时尚鞋履服饰业务占比提高。费用方面，公司通过优化人员结构、缩减低效渠道投入、关停亏损业务单元等严控非必要费用开支，使得整体费用同期有所下降，但由于固定费用占比较高，致期间费用率同比上升13个百分点。资产减值方面，由于对存货计提减值，对公司利润形成了一定侵蚀。从公司EBITDA利润率及总资产回报率来看，由于继续亏损，两项指标均大幅走低。

2023年一季度，公司实现营业收入3.21亿元，同比下降3.55%；实现归母净利润-1,345.21万元，同比减亏。虽利润实现减亏，但从收入端来看，2023年一季度公司业绩表现未有显著改观，从盈利趋势和波动性来看，女鞋市场持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，公司产品存在一定的销售压力，库存商品周转及减值风险犹存。此外，移动互联网营销业务因广告主客户的营销推广需求不足持续下滑，该板块业务转型不确定性较大。未来公司业绩受到上述因素影响，仍面临较大的扭亏压力。

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

2022年公司FFO下降至负数，虽经营现金流转为净流入，且目前财务杠杆仍较低，但本期债券转股进度较慢，公司股价持续低迷，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年公司时尚鞋履业务存货规模虽有下降，但对营运资本需求仍较大；移动互联网营销业务收现情况也表现较弱，公司FFO规模继续下降至负数。经营活动现金流方面，公司因业绩下降从而减少了采购开支、税费支付，同时采取了一定的减少员工支出、费用支出等控费措施，2022年经营活动净现金流转正，且2023年一季度仍保持了净流入趋势。

公司债务由本期债券及少量租赁负债构成，债务结构以长期为主；截至2023年3月31日，本期债券余值仍有59,957.90万元，转股进度较慢，公司股价持续低迷，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。2022年末公司无短期借款。

其他经营性负债方面，应付账款为应付的材料采购款、广告渠道及鞋品外协生产单位款项；其他应付款为应付工程款项、合同保证金、店铺装修费等。

表14 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	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	2.02%
应付账款	1.00	12.45%	0.92	11.63%	1.37	13.88%
其他应付款	0.41	5.07%	0.51	6.38%	0.87	8.82%
一年内到期的非流动负债	0.18	2.25%	0.17	2.20%	0.22	2.24%
流动负债合计	2.41	30.05%	2.35	29.64%	4.45	44.94%
应付债券	5.45	67.98%	5.40	67.97%	5.19	52.40%
非流动负债合计	5.60	69.95%	5.59	70.36%	5.45	55.06%

负债合计	8.01	100.00%	7.94	100.00%	9.90	100.00%
总债务合计	5.73	71.53%	5.71	71.84%	6.69	67.54%
其中：短期债务	0.18	2.25%	0.17	2.20%	1.31	13.20%
长期债务	5.55	69.28%	5.53	69.64%	5.38	54.35%

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

从偿债指标来看，2023年3月末，公司资产负债率为37.47%，仍处于较低水平；公司EBITDA受利润下降影响，2022年下降至负数，整体来看，公司现金类资产基本可以覆盖债务，杠杆水平不高。

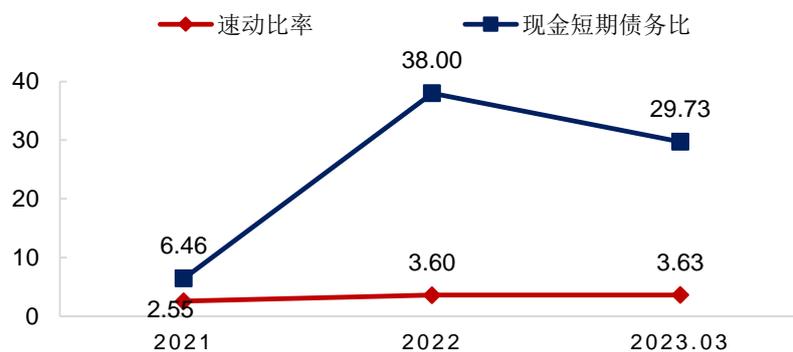
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.17	0.98	-0.48
FFO(亿元)	--	-1.06	-0.56
资产负债率	37.47%	37.04%	38.63%
净债务/EBITDA	--	28.74	-0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.07	5.86
总债务/总资本	30.00%	29.71%	29.83%
FFO/净债务	--	200.90%	46.28%
经营活动现金流/净债务	36.47%	-185.14%	40.16%
自由活动现金流/净债务	23.49%	-5.88%	182.69%

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

由于公司财务杠杆较低，流动负债规模较小，速动比率表现尚可。现金短期债务比方面，2022年由于短期债务减少，现金短期债务比较上年有所提高，考虑到公司现金类资产较为充裕，对短期债务的覆盖较好。

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表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但公司及子公司高管被出具警示函相关事项一定程度上反映出公司在财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施尚待完善

环境及社会因素

根据公司提供的相关情况说明，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。根据公司提供的相关情况说明，过去一年，未发现公司在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面存在相关风险。

公司治理

2023年2月，因财务核算不准确、未及时披露重大对外投资进展情况、2020年年报相关信息披露不规范等原因，广东证监局对公司及高管李林、倪兼明、吴玉妮、杨璐、刘婉雯采取出具警示函；此外，子公司小子科技的三名相关责任人李怀壮、林丽仙、刘晶，因通过体外公司开展与小子科技相同的经营业务，违反了其在《关于避免同业竞争的承诺函》中作出的有关承诺，且未向上市公司报告并披露不能履行承诺的原因，也于2023年2月被广东证监局处以出具警示函的行政监管措施。上述处罚虽未对公司形成重大负面影响，但一定程度上显示出公司在财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施尚待完善。

2023年4月，公司监事李建芳女士因个人原因辞去监事职务，公司监事会成员发生了一定变化。

（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06月15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2020年1月1日至报告查询日（2023年06月07日），子公司小子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。

根据中国执行信息公开网，截至2023年6月15日，中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

2022年公司两大业务板块均面临上游供应链端成本增加、下游消费端需求减弱的双重夹击，经营困难持续加大，时尚鞋履服饰板块首次业绩亏损；移动互联网营销业务板块因广告主客户的营销推广需求不足出现下滑，公司营业收入大幅下降33.89%，净利润继续亏损1.79亿元，整体经营业绩面临较大波动风险。截至2022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，且应收账款中存在部分经营不善的客户；存货方面，虽2022年公司限制采购、着力消化旧品，库存余额较上年有所下降，但

部分产品库龄较长，且现阶段女鞋市场需求持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险。本期债券募投项目-智能制造基地建设项目截至2022年末已投资4.84亿元，已投入2条智能化生产线进行生产、并完善了仓储物流配送等管理配套设施，但公司整体销售规模下降的背景下，募投项目生产线铺设进度有所放缓，项目达产时间延期，后续需关注行业消费需求持续低迷，从而使得产能无法有效消化的风险。此外，2023年2月公司及相关高管因财务核算、信息披露等原因收到警示函，仍需关注公司ESG表现对其经营和信用水平形成的影响。同时，公司具有20余年的女鞋行业经验，旗下品牌仍具有一定的知名度，销售渠道网络布局完善，近年均保持了较低的杠杆经营水平，截至2022年末，公司负债水平仍较低，净债务仍为负数。

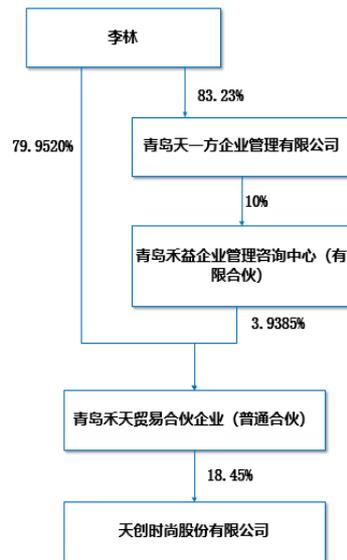
综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，下调本期债券信用等级为A+。

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	3.76	6.51	7.34	4.53
存货	3.12	3.40	4.42	3.92
流动资产合计	11.85	11.89	15.78	17.97
固定资产	6.28	6.36	4.80	3.29
非流动资产合计	9.54	9.55	9.85	8.94
资产总计	21.38	21.44	25.63	26.91
应付账款	1.00	0.92	1.37	1.69
流动负债合计	2.41	2.35	4.45	4.63
应付债券	5.45	5.40	5.19	4.97
非流动负债合计	5.60	5.59	5.45	5.08
负债合计	8.01	7.94	9.90	9.71
总债务	5.73	5.71	6.69	5.53
所有者权益	13.37	13.50	15.73	17.21
营业收入	3.21	12.73	19.25	18.78
营业利润	-0.10	-1.41	-0.56	-4.38
净利润	-0.13	-1.79	-0.63	-4.60
经营活动产生的现金流量净额	0.17	0.98	-0.48	2.42
投资活动产生的现金流量净额	-2.90	-1.21	4.04	-7.20
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	-0.85	-1.37	4.43
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA (亿元)	--	-0.02	1.38	2.02
FFO (亿元)	--	-1.06	-0.56	0.55
净债务 (亿元)	0.46	-0.53	-1.20	-3.68
销售毛利率	58.69%	58.37%	56.42%	60.08%
EBITDA 利润率	--	-0.14%	7.17%	10.76%
总资产回报率	--	-5.10%	-1.81%	-17.30%
资产负债率	37.47%	37.04%	38.63%	36.07%
净债务/EBITDA	--	28.74	-0.87	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.07	5.86	14.32
总债务/总资本	30.00%	29.71%	29.83%	24.31%
FFO/净债务	--	200.90%	46.28%	-15.07%
速动比率	3.63	3.60	2.55	3.04
现金短期债务比	29.73	38.00	6.46	17.59

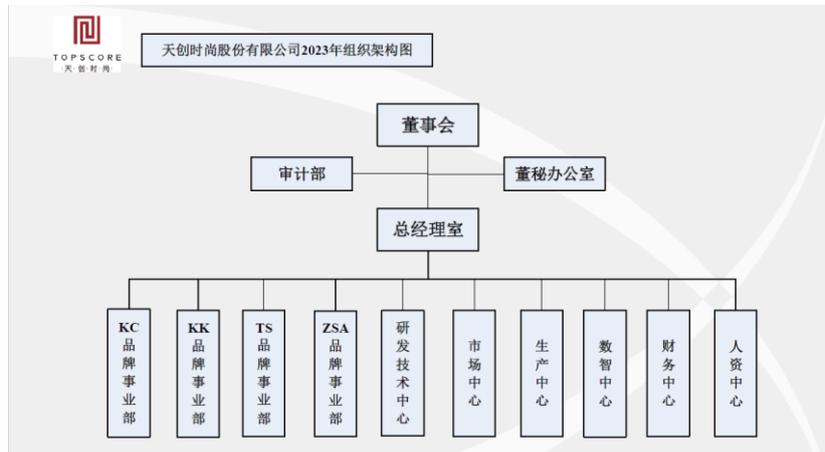
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 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%
深圳九颂宇帆投资中心(有限合伙)	10,000.00	投资	99.99%

资料来源：公司 2022 年年度报告及公开资料，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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
应收账款周转天数	360 / { 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2] }
存货周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初存货+期末存货) / 2] }
应付账款周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初应付账款余额+期末应付账款余额) / 2] }
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数

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。