

2020 年起步股份有限公司  
可转换公司债券  
2020 年跟踪信用评级报告



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

## 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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

## 2020 年起步股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【254】号 01

债券简称：  
起步转债

债券剩余规模：  
5.2 亿元

债券到期日期：  
2026 年 4 月 10 日

债券偿还方式：  
对未转股的债券每年付  
息一次，到期归还本金  
和最后一年利息，附债  
券赎回及回售条款

分析师

姓名：  
马琳丽 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
服装家纺企业主体长期  
信用评级方法，该评级  
方法已披露于中证鹏元  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 19 日	2019 年 9 月 16 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对起步股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：603557.SH）及其 2020 年 4 月 10 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司作为国内儿童用品行业知名的品牌运营商，品牌市场占有率较高，销售网络布局较为完善，销售收入不断增长。同时中证鹏元也关注到，公司以 OEM 生产为主，产品质量控制和管理面临较大挑战；公司应收账款及存货规模较大，对资金形成较大占用；2020 年受新冠疫情影响，公司业绩面临一定压力；公司有息债务规模增长较快，面临一定短期刚性债务压力等风险因素。

### 正面：

- 公司是国内儿童用品行业知名的品牌运营商，自有品牌“ABC KIDS”市场占有率较高。公司产品主要定位于 3-13 岁儿童，根据 Euromonitor Passport 数据库统计，近年公司“ABC KIDS”品牌具有相对较高的市场占有率，在童鞋及童装市场均名列前茅，其中 2019 年“ABC KIDS”在童鞋市场的占有率达 3.5%，在童装市场的占有率为 0.5%。
- 公司销售网络布局较为完善，经销商门店数量继续增加，销售收入不断增长。公司以经销商网络为依托，产品主要通过经销商实现销售，截至 2019 年末，公司经销商门店数量为 2,403 家，较上年净增加 29 家，2019 年公司营业收入为 15.23 亿元，同比增长 8.91%，其中经销模式收入 14.19 亿元，增长 13.05%。

## 关注:

- OEM生产模式下，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战。**公司目前童鞋、童装等主要产品以外协生产为主，2019年OEM产量继续增加，OEM产量占童鞋产量的比重已提高至76.47%，对OEM生产模式依赖程度加深，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战；且随着外协采购规模扩大，对外协供应商的甄选直接关系到公司产品质量，公司面临一定的供应商选择及外协加工风险。
- 应收账款及存货对公司资金形成较大占用，应收账款周转放缓，存货存在跌价风险。**近年经销商货款支付速度放缓，公司应收账款规模逐年扩大，截至2019年末，应收账款5.80亿元，占总资产的22.53%，且周转天数增加，周转效率继续下降，2019年末，公司存货规模为2.32亿元，占总资产的9.01%，虽然公司大部分产品按订单生产，但仍需关注市场环境变化、竞争加剧可能导致的存货跌价风险。
- 服装家纺行业终端需求疲软，疫情将使公司2020年业绩持续承压。**2019年我国服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下滑至2.90%，同比下降5.11个百分点。2020年疫情在全世界流行，海外部分国家和地区疫情仍未得到有效控制，行业内企业经营压力进一步加大。2020年一季度，公司营业收入、净利润同比分别下降19.39%、33.26%，业绩有所下滑，虽然目前公司主要经销商/终端客户均已基本恢复正常经营，但新冠肺炎疫情对公司经销商终端业务开展、直营产品销售的影响将使公司2020年经营业绩持续承压。
- 公司有息债务规模增长较快，面临一定短期刚性债务压力。**截至2020年3月末，公司有息债务为8.13亿元，占总负债的81.25%，且主要为短期债务，公司面临一定的短期刚性债务压力。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	269,900.96	257,436.27	233,465.38	172,865.93
归属于母公司所有者权益	170,632.84	167,466.31	155,092.90	139,774.13
有息债务	81,325.17	62,550.87	48,684.78	16,154.00
资产负债率	36.81%	34.98%	33.58%	19.14%
流动比率	2.39	2.47	1.95	4.06
速动比率	1.97	2.17	1.75	3.65
营业收入	25,522.52	152,339.78	139,877.49	133,949.11
营业利润	4,052.36	16,040.48	19,376.74	20,539.97
净利润	3,099.09	14,174.06	18,042.64	19,442.08

综合毛利率	35.79%	32.60%	35.60%	35.05%
总资产回报率	-	8.31%	11.60%	16.25%
EBITDA	-	24,136.38	26,595.08	27,112.58
EBITDA 利息保障倍数	-	8.65	20.43	57.33
经营活动现金流净额	-26,702.02	-339.34	6,356.46	13,676.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月10日发行6年期可转换公司债券“起步转债”，募集资金5.2亿元。本期债券募集资金拟在扣除发行费用后，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，1.50亿元补充流动资金，根据公司于5月23日发布的公告，拟补充流动资金的部分已经使用完毕，智慧信息化系统升级改造项目和婴童用品销售网络建设项目募集资金尚未投入使用，募集资金余额为36,220万元，为降低财务成本，公司拟使用15,000万元闲置募集资金暂时补充流动资金，期限自董事会审议通过之日起不超过12个月。

## 二、发行主体概况

2019年公司名称及主营业务未发生变更，截至2020年3月末，公司总股本仍为47,423.97万股，香港起步国际集团有限公司（以下简称“香港起步”）持股比例为52.94%，章利民间接持有香港起步96.25%股权，系公司实际控制人。截至2020年5月14日，香港起步累计质押121,653,595股，占其持股总数的48.45%，公司总股本的25.65%。截至2019年末，公司前十大股东情况如下表所示。

**表 1 截至 2019 年末公司前十大股东情况**

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	香港起步国际集团有限公司	251,077,200	52.94%
2	邦奥有限公司	78,897,726	16.64%
3	丽水晨曦股权投资合伙企业(有限合伙)	14,501,579	3.06%
4	广发乾和投资有限公司	3,541,935	0.75%
5	东华国际有限公司	3,393,623	0.72%
6	昊嘉投资有限公司	3,007,900	0.63%
7	徐锡华	1,911,410	0.40%
8	潘根富	1,884,800	0.40%
9	张卫荣	1,440,000	0.30%
10	陈慧	1,401,400	0.30%

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

2019年公司新增4家子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为11家，详见附录二。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
青田小黄鸭婴童用品有限公司	100%	100 万元	设立
浙江进步信息科技有限公司	76%	1,000 万元	设立
依革思儿有限公司	100%	10,000 万元	非同一控制下企业合并
香港起步控股有限公司	100%	10,000 港币	设立

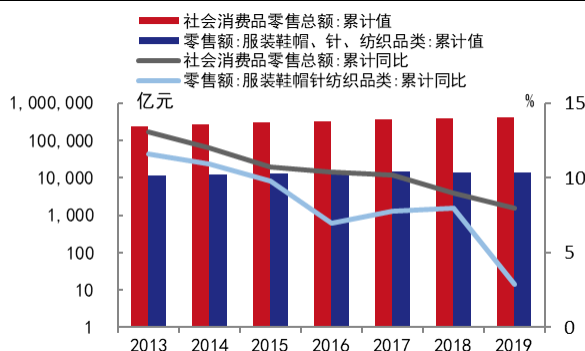
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 三、运营环境

国内宏观经济增速放缓，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑；同时，受 COVID-19 疫情影响，居民收入受损，食品、医疗等消费支出压力加大，短期内会对衣着消费造成一定冲击

我国宏观经济增速持续放缓，2019 年全年国内生产总值同比增长 6.1%，增速较 2018 年下降 0.6 个百分点。分季度来看，一至四季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0% 和 6.0%，经济下行压力仍然较大。消费方面表现为我国社会消费品零售总额增速持续放缓，2019 年下滑至 8.0%，较 2018 年下降 0.98 个百分点。细分来看，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下降更为明显，2019 年下滑至 2.90%，较 2018 年下降 5.11 个百分点。

图 1 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑



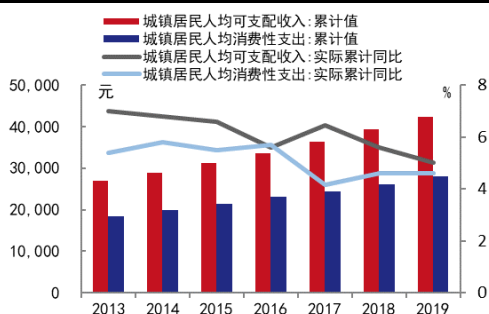
资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内服装家纺市场需求增长动力较弱。近年来，我国城镇居民人均可支配收入增速整体呈下降趋势，2019 年为 5.00%，较 2018 年下降了 0.60 个百分点。2017 年我国城镇居民人均消费性支出增速降幅较大，较 2016 年下降了 1.55 个百分点，2018 和 2019 年略有回升，2019 年为 4.60%，与 2018 年持平。从消费结构来看，食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向，近年来合计占比均在 50% 以上，同时居住消费占比仍在逐年增加。随着

居民生活水平的提升及消费观念的变化，教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势，2019 年两者合计占比为 19.99%，较 2018 年增加了 0.77 个百分点。在上述因素影响下，我国居民衣着消费占比不断被压缩，2019 年为 6.53%，较 2018 年和 2013 年分别下降了 0.39 和 1.87 个百分点。

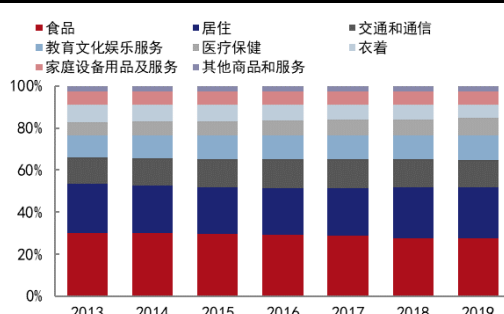
从儿童服饰的需求情况来看，随着我国城镇化进程的推进和收入的增长，城乡居民消费能力增强，儿童服饰市场需求量将随之扩大。目前我国儿童服饰市场仍处于快速成长期，预计到 2024 年我国童鞋、童装市场达到 950 亿元、4,235 亿元。随着“80 后”、“90 后”的父母逐渐成为儿童消费市场的主要购买者，对儿童服饰产品的颜色、款式、质量提出更高的要求，也更愿意为有品质保障且设计独特的品牌服饰产品支付更高的价格。同时，对童装童鞋产品的安全、健康等功能性需求凸显，功能性面料的研发已被提上日程，促使部分儿童服饰市场向专业化的方向发展。

图 2 城镇居民人均可支配收入增速下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 居民衣着消费占比不断被压缩



资料来源：Wind，中证鹏元整理

值得注意的是，2020 年 1 月新冠疫情在国内爆发，各地交通管制和延期复工等政策伴随而来，对餐饮、旅游、娱乐、交通运输、酒店、零售等多个行业的正常经营造成严重影响，国内经济增长进一步承压，居民收入受损，同时食品价格上涨，医疗防护用品支出增加，短期内均对衣着消费造成进一步冲击。

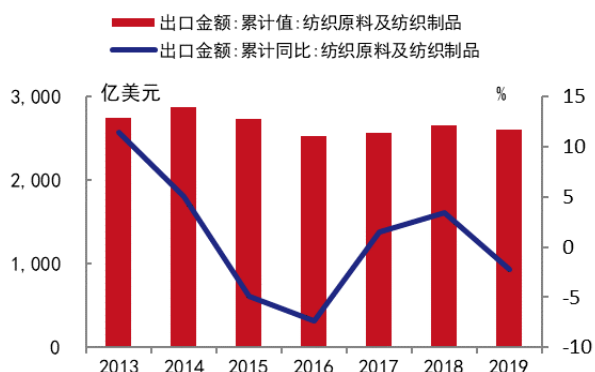
**2019 年世界经济增速放缓以及中美贸易摩擦导致我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负，2020 年疫情在世界范围内蔓延，短期内将对我国服装家纺行业出口产生重大冲击**

我国服装家纺行业仍然面临着较大的出口压力。近年来，我国纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓，并多次出现负增长。2015 年受全球经济增长放缓、商品出口价格下降以及贸易结构调整等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口金额同比下降 4.90%，2016 年进一步扩大至 7.40%；2017 年随着对美国、欧盟和日本三大主要市场出口的恢复以及对“一带一路”沿线及非洲部分国家和地区出口的增加，我国纺织原料及纺织制品出口增速



恢复正增长。2019 年受世界经济增速进一步放缓以及中美博弈引发的贸易摩擦等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负。

**图 4 2019 年纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓**



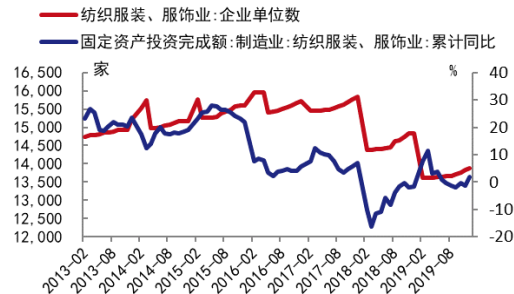
资料来源：Wind，中证鹏元整理

考虑到疫情已在世界范围内蔓延且部分主要国家疫情仍未得到有效控制，国际贸易和世界经济将遭受严重冲击，短期内我国服装家纺行业出口压力将进一步加大。

**服装家纺行业固定资产投资减速，规模以上企业数量逐渐减少；行业内亏损面扩大，亏损总额大幅增长，行业内企业将加速分化**

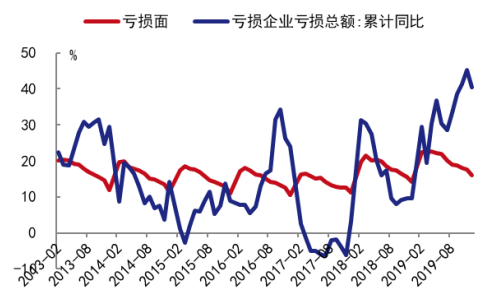
我国服装家纺行业固定资产投资增速下滑，行业内规模以上企业数量下降。近年来，我国服装家纺行业固定资产投资额波动下滑，2018 年下半年低位改善但整体仍为负增长，2019 年存在一定波动，全年累计同比增长 1.80%。2017 年以来行业内规模以上企业数量整体呈下降趋势，其中 2018 年和 2019 年下降幅度较大，2019 年末为 1.39 万家。服装生产方面，根据中国服装协会统计，2017-2019 年行业内规模以上企业服装生产量同比分别减少 2.26%、3.37%和 3.28%。服装家纺行业是传统的劳动密集型产业，以中小企业居多，但近年来行业自主创新能力和协同创新能力持续增强，生产流程自动化水平不断提高，三维人体测量、服装 3D 可视化等先进技术不断成熟，供给质量不断提高。2018 年以来行业亏损面有所扩大，2019 年为 16.03%，较 2018 年上升了 1.85 个百分点，且亏损总额大幅增长，2018 年和 2019 年同比分别增长 9.70%和 40.40%，行业内企业将加速分化。

图 5 行业固定资产投资增速下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 行业亏损面扩大，亏损总额大幅增长

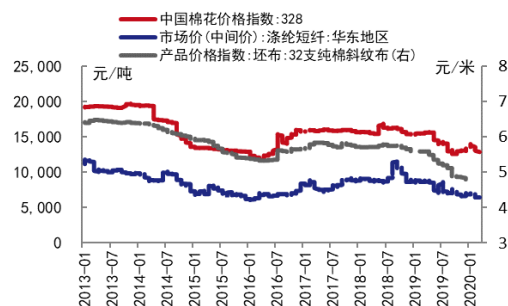


资料来源：Wind，中证鹏元整理

上游原材料价格处于低位，但受国内外市场需求疲软影响，叠加此次疫情，行业库存压力和应收款项回收压力加大，行业内企业仍面临较大经营压力

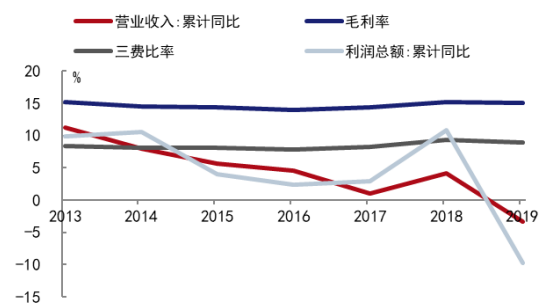
服装家纺行业上游原材料包括化学纤维和天然纤维，价格整体处于低位。天然纤维以棉花为主，化学纤维以涤纶为主。2018 年下半年以来棉花和涤纶短纤价格均呈波动下降趋势。截至 2020 年 2 月末，328 级棉花和涤纶短纤的价格分别为 1.31 万元/吨和 0.65 万元/吨，均低于 2013 年至今的平均价格，原材料价格整体处于低位。由于纺织产业链较短，纤维价格向坯布传导较快，坯布价格呈现出与纤维价格相同的走势，截至 2019 年末为 4.80 元/米，系 2013 年来最低价格。原材料价格低位运行，有利于行业内企业降低生产成本。

图 7 棉花、涤纶等原材料价格低位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

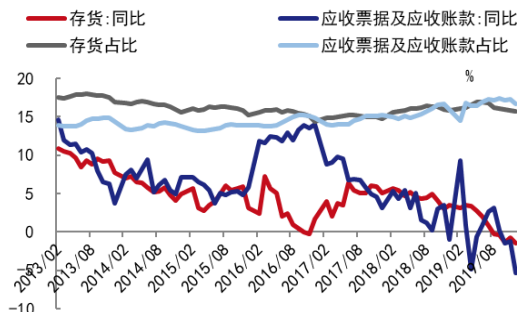
图 8 2019 年行业收入及利润负增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来服装家纺企业经营压力较大，行业内规模以上企业营业收入和利润总额增速波动下降，2019 年均转为负增长，同比分别下降 3.40%和 9.80%；毛利率和期间费用率方面，近年来整体波动幅度不大，2017-2018 年有所上升，2019 年分别为 15.04%和 8.91%，稍有回落。近年来行业内企业存货和应收票据及应收账款同比增速波动下行，但存货和应收账款占总资产的比重仍然较大，2019 年末分别为 15.68%和 16.75%，行业内企业仍面临较大的库存管理压力和应收款项回收压力。

图9 行业存货和应收款项占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此次疫情影响，一方面，各大商场、购物中心以及街店等人流量大幅减少甚至闭店，叠加暖冬和换季因素，对冬装的清仓促销和春装的销售节奏带来较大影响；另一方面，延期复工带来了较大的工资、租金等固定支出压力，以上均对行业内企业盈利能力、存货及应收账款周转效率造成不利影响，预计2020年行业经营压力将进一步增大。

#### 四、经营与竞争

公司的主营业务为童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、生产、采购和销售，是国内儿童用品行业知名的品牌运营商。公司产品主要定位于 3-13 岁的国内中端儿童服饰市场，2019 年公司收入仍主要来自童装、童鞋、儿童服饰配件及鞋品 OEM 收入，当年主营业务收入为 15.10 亿元，其中童鞋 8.29 亿元、童装 5.14 亿元；主营业务毛利率为 32.80%，同比有所下降，童鞋、童装两种主要产品毛利率水平均有所下降。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
童鞋	13,781.32	37.86%	82,879.30	35.91%	77,364.31	38.47%
其中：运动鞋	7,280.13	42.00%	44,848.73	38.77%	46,885.27	41.44%
皮鞋	6,501.19	33.22%	38,030.57	32.54%	30,479.04	33.90%
童装	9,490.54	38.65%	51,422.48	33.44%	47,183.87	38.15%
鞋品OEM	1,358.82	10.52%	14,307.23	14.89%	12,652.25	12.26%
儿童服饰配件	694.27	10.52%	2,424.63	18.27%	1,496.38	28.17%
合计	25,324.95	35.94%	151,033.64	32.80%	138,696.81	35.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内儿童用品行业知名的品牌运营商，自有品牌“ABC KIDS”市场占有率较高

公司目前采取纵向一体化的业务模式，在业务链的前端，公司重视商品企划和产品研发，与国际知名流行趋势提供商WGSN、POP以及蝶讯网合作，收集整理最新的时尚资讯，对产品进行系列主题定位。在业务链的中端和后端，公司通过由“自主生产+外协生产”构成的产品供应体系和扁平化的销售体系打造供应链。公司产品线包含全季节各类儿童服饰产品，能够较好满足消费者对儿童服饰产品的一站式购物需求。公司童鞋、童装及配饰的产品类型较全，每季童鞋及童装款式数量为 200-300 款，配饰为 50-100 款。

得益于丰富的产品种类、积极的营销策略和“ABC KIDS”打造的良好品牌形象，公司逐步从一家区域性儿童用品企业，发展为全国性的知名儿童服饰品牌公司，特别是在三、四线城市，已获得较高的品牌知名度和市场占有率。根据 Euromonitor Passport 数据库统计，2019 年我国童鞋市场前 10 大品牌市场占有率为 18.40%，“ABC KIDS”名列前茅，2019 年市场占有率达 3.5%；相较于童鞋市场，童装市场竞争日益激烈，2019 年我国童装市场前 10 大品牌市场占有率为 13.00%，“ABC KIDS”在童装市场表现良好，市场占有率 0.5%。

#### **公司OEM产量仍占据主导地位，OEM生产降低了固定资产投资需求，但同时公司产品质量的控制和管理面临较大挑战**

截至 2020 年 3 月末，公司所拥有生产线仍为 7 条年产 560 万双运动鞋的生产线，全部位于福建泉州。公司采取经销商集中向公司订货的模式，并通过订货流程的设计和与经销商的协议条款执行订货程序。公司每年组织四季订货会，订货会一般在新一季产品推出 6 个月之前召开。公司按照订单开展自主生产和外协生产，其中童鞋采取“自主生产+外协生产”相结合的生产方式；童装及儿童服饰配饰产品全部采取外协生产。此外，公司鞋品 OEM 业务主要是承接了外贸公司的委托加工订单，为其加工成人鞋品。

公司外协生产主要采用OEM模式：公司与外协厂商签订成品采购合同，外协厂商按公司的设计样板，自行采购原材料、生产并提供产成品。为确保质量，公司在合作期间持续对外协厂商的订单执行和成品质量情况进行检查，对于不符合质量标准或公司生产要求的产品，公司采取退换货或要求赔偿经济损失等措施。近年公司产品部分批次存在工商部门抽检不合格记录，但均在整改并申请复检后通过，公司未因产品质量发生过诉讼或缴纳罚款情况。

产量方面，（1）2019 年童鞋自产量继续下降，OEM产量提高，OEM产量占童鞋产量的比重已提高至 76.47%。产销率方面，2019 年略有下滑；（2）公司童装及配饰产品全部采用外协生产的方式，2019 年童装受订单增加带动，产销量均增加，但产销率有所下降；

（3）2019 年配饰产量增速仍较快，但整体规模较小；（4）公司承接的鞋品OEM订单中少

量也采取自产，主要是为提升资产利用效率考虑，但自产比例很小，2019 年鞋品OEM产销量也保持增加趋势。

**表2 公司主要产品产量、销量及产销率情况(单位：万双、万件)**

产品	生产方式		2019 年	2018 年
童鞋	产量	自产	358.09	484.75
		OEM	1,163.95	715.71
		合计	1,522.04	1,200.46
	销量		1,460.05	1,181.98
	产销率		95.93%	98.46%
童装	产量	OEM	1,044.83	624.31
	销量		949.49	604.11
	产销率		90.88%	96.76%
配饰	产量	OEM	312.73	92.20
	销量		301.39	91.74
	产销率		96.37%	99.50%
鞋品 OEM	产量	自产	47.27	47.20
		OEM	290.87	230.89
		合计	338.14	278.09
	销量		315.96	277.56
	产销率		93.44%	99.81%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

外协加工模式一定程度上降低了公司对固定资产的投资需求，有助于集中精力加强产品研发和品牌运营，通过品牌效应提升产品附加值。未来公司将维持或减少现有产能，通过扩大外协生产来满足不断增长的订单生产需要。但与此同时，公司对OEM委托加工厂的依赖程度较大，尽管公司采取了在合作期间持续对外协厂商的订单执行和成品质量情况进行检查等措施，但仍然存在外协订单不符合公司质量要求的风险，公司产品质量的控制和管理面临较大挑战。

销量方面，随着经销网络的扩大以及直营渠道的不断拓展，公司童鞋和童装销量规模整体呈扩大趋势，2019 年童鞋销售量为 1,460.05 万双、童装销售量为 949.49 万件，同比均有所增加。销售价格方面，2019 年公司童鞋平均销售单价为 56.76 元/双，同比有所下降，主要受直销量减少影响，通常直销渠道价格较经销渠道略高；公司童装根据外协单位的供货价格进行调整，同时受到品类结构变化等因素影响，童装销售价格一直存在波动，2019 年为 54.16 元/件，亦有所下降，该两种主要产品的售价下滑，拖累公司整体毛利率有所降低。

**表3 公司产品销量和售价情况（单位：万双、万件、元/双、元/件）**

项目	2019年		2018年	
	销量	平均单价	销量	平均单价
童鞋	1,460.05	56.76	1,181.98	65.45
童装	949.49	54.16	604.11	78.10
鞋品OEM	315.96	45.28	277.56	45.58
儿童服饰配件	301.39	8.04	91.74	16.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司以经销网络为依托，终端门店覆盖范围较广，经销网络体系较为完善，经销渠道收入保持增长，但预计2020年新冠疫情将对经销商终端销售造成一定影响，经销商面临一定经营压力

公司目前采用经销和直营、线上和线下相结合的销售模式，近年收入仍主要来自经销模式，经销模式销售收入占比均超过90%，占据主导地位；在巩固经销渠道的同时，自2015年开始，公司通过开设线下直营门店和开发线上电商平台等方式开展直营销售。毛利率方面，由于直营模式下产品直接面对终端消费者，故毛利率高于经销模式。

**表4 公司收入按销售模式划分的情况如下：（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	141,898.23	32.28%	125,514.58	34.66%
直营模式	9,135.41	40.90%	13,182.22	47.30%
其中：直营店	1,997.95	54.26%	1,710.31	62.32%
电商渠道	7,137.46	37.16%	11,471.92	45.06%
<b>合计</b>	<b>151,033.64</b>	<b>32.80%</b>	<b>138,696.81</b>	<b>35.86%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### ➤ 经销模式

公司对经销商实行买断式销售，产品全部销售给一级经销商，不对二级经销商供货，公司授权一级经销商享有“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统一定价，为支持经销商发展，公司较少调整对经销商的销售折扣。经销商销售价格可根据各自经营策略进行促销。结算方面，公司对经销商给予一定账期，结算周期一般在6个月以内，但近年为把握发展机遇，扩大市场规模，公司对经销商实施较为宽松的信用政策，导致货款回收速度逐年放缓。

近年经销商在全国设立的终端门店数量整体保持增长，2019年经销商新增门店数量

470家，关闭门店数量为441家，截至2019年末，公司经销商门店数量为2,403家，较上年净增加29家，基本覆盖全国31个省市自治区。2019年公司经销商门店新增及关闭均较多，一方面是公司指导经销商对终端门店由传统的百货店、街铺独立店转移至城市综合体，并促进经销商关闭盈利能力较低的单品鞋店，开设更多单店盈利能力较高的鞋服综合店，此外经销商也因被动原因如市政规划导致商圈转移、客流量减少、业绩未达预期、租金上涨过快等而关闭了部分店铺。2020年初新冠疫情爆发，受延迟复工、限制物流、人流等疫情防控政策影响，公司经销商面临店铺延期开张、物流不畅通等因素，终端销售受到一定影响，经销商经营压力有所增加，需持续关注经销商经营恢复情况及公司对经销商应收账款的坏账风险。此外，经销商对其订购的2020年夏季货品提货速度放缓，也增加了公司的存货压力。

**表5 公司经销商门店情况（单位：家）**

	2019年	2018年
当期新增	470	316
当期关闭	441	323
<b>期末数量</b>	<b>2,403</b>	<b>2,374</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司销售区域主要集中在华东和华中两个地区。2019年公司在上述两个地区的销售收入分别为78,392.77万元及22,219.66万元，占公司营业收入的比例分别为51.90%及14.71%，主要是一方面上述地区经济相对发达，人均收入水平相对较高；此外华东和华中地区四季分明，消费者购买频率较其他地区相对较高。公司在发掘华东和华中市场潜力的同时，也在加大对其他地区的市场的开拓力度，为公司未来的发展奠定良好的基础。公司近年较大的经销商客户也分布在华东地区的苏州及华中地区的武汉、郑州等地，具体如下：

**表6 公司前五名经销商销售情况**

年度	序号	前五名经销商	销售金额（万元）	销售金额占营业收入的比例
2019年	1	苏州市乐铭贸易有限公司	12,973.38	8.59%
	2	武汉丽兴源商贸有限公司	10,567.71	7.00%
	3	成都市力晟商贸有限公司	8,410.95	5.57%
	4	陕西鼎臻儿童用品有限公司	8,032.38	5.32%
	5	易达尔科技有限公司	7,418.01	4.91%
			<b>合计</b>	<b>47,402.44</b>
2018年	1	苏州市乐铭贸易有限公司	13,617.96	9.82%
	2	武汉丽兴源商贸有限公司	11,092.51	8.00%

3	郑州天启商贸有限公司	9,266.08	6.68%
4	成都市力晟商贸有限公司	7,386.15	5.33%
5	温州市硕海进出口有限公司	6,521.62	4.70%
合计		<b>47,884.32</b>	<b>34.52%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### ➤ 直营模式

公司直营模式包括线下直营店和线上电商平台，2019 年实现直营销售收入为 9,135.41 万元，同比有所下降，主要是电商收入下滑所致。

为更好的指导下游客户开拓市场，以及积累对销售区域进一步细化管理的经验，2015 年 12 月起，公司开始在青田、温州等地开设直营门店，以进一步扩大公司的品牌知名度并稳健的摸索不同区域的直营管理经验，2019 年公司新增直营门店 35 家，关闭 5 家，年末直营门店净增加 30 家，增速较快。但公司直营模式的运营经验较少，目前直营收入规模较小，且直营模式下，存在因超额备货形成的资金占用和因产品过季产生的积压和减值风险，对于过季商品，公司将通过特卖降价方式进行处理。

**表7 公司直营门店情况（单位：家）**

项目	2019 年			2018 年		
	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
直营店	53	35	5	23	12	4

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着电商业务的迅速发展和大众网上购物习惯的普及，2015 年 4 月，公司收购了原由经销商负责运营的线上网店经营权，开始直接运营线上业务。公司线上业务的主要销售渠道包括天猫旗舰店、京东旗舰店、唯品会等主流电子商务销售平台。合作平台又可以分为“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。近年公司电商销售以平台模式为主。2019 年公司电商渠道收入 7,137.46 万元，同比下降 37.78%，主要原因是公司基于对电商运营的长期布局，对电商直营团队进行了整合，短期影响了电商主要平台的销售。

公司与福建和浙江等地的诸多鞋服厂商建立了稳定的合作关系，能够较好支撑公司外协生产及原材料采购需求，但同时公司面临一定的外协供应商选择风险

采购方面，公司设供应链管理中心，制定采购控制制度，设立物料采购流程程序，通



过询价比价原则、一致性原则和审计监督原则的采购原则，谨慎选择供应商。

公司自产童鞋的生产成本中，直接材料约占总成本的 60%。公司生产童鞋所需原材料主要包括底料、面料、包装材料和辅料（五金饰扣、饰花和拉链等装饰材料）等，公司以订单式采购为主，2019 年由于自产产量减少，公司底料采购金额为 3,834.53 万元，显著下降；同时面料、包装材料等采购额也呈减少趋势。采购定价方面，公司一般在权衡原材料质量、供应商报价和交货时间等因素后，与供应商协商定价，能够获得一定的采购价格优惠和货款支付信用期，目前公司与供应商主要以银行转账和承兑汇票方式结算，结算周期在 1-3 个月左右。2019 年公司对供应商的应付票据及应付账款周转天数有所增加，依靠应付信用政策的调整减少了一定的营运资金占用。

**表8 公司原材料采购情况**

年份	项目	采购量	采购金额（万元）
2019 年	底料（万双）	429.10	3,834.53
	面料（万平米）	450.08	3,317.69
	包装（万个）	2,378.44	1,040.18
	辅料（万个）	3,099.48	1,729.90
	<b>合计</b>	<b>6,357.10</b>	<b>9,922.30</b>
2018 年	底料（万双）	792.73	4,883.43
	面料（万平米）	578.33	4,717.07
	包装（万个）	3,008.07	1,202.42
	辅料（万个）	5,201.61	1,891.58
	<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>12,694.51</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司原材料及外协采购前五大供应商采购额占比逐年提高，2019 年公司前五大供应商采购金额 38,114.56 万元，占年度采购总额 36.90%，比例较上年提高 3.68 个百分点。得益于温州和福建等地的鞋服产业集群效应，公司原材料采购较为顺畅，目前拥有一批较为稳定的战略供应商，能够较好保障公司对于大宗物料和长期性物料的需求。但与此同时，由于公司目前童鞋、童装等主要产品的 OEM 产量逐年增加，对 OEM 模式依赖程度加深，外协采购规模扩大，对外协供应商的甄选直接关系到公司产品质量，如果未来外协供应商不能满足公司质量控制要求，将会直接影响公司的业绩稳定。公司仍然面临一定的供应商选择及外协加工风险。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为11家。

## 资产结构与质量

### 公司应收账款及存货对公司资金形成较大占用，需关注坏账风险及存货跌价风险

2020年3月末，公司资产总额为26.99亿元，从公司资产构成来看，公司主要采取租赁物业、实体门店销售的方式开展经营，非流动资产投入相对较少，流动资产规模较大，2020年3月末流动资产占比为74.68%。

2019年末公司货币资金为5.52亿元，以银行存款为主，其中银行承兑汇票保证金等合计7,411.60万元使用受限。截至2019年末，公司应收票据1.15亿元，均为商业承兑汇票，虽然近年公司与经销商合作良好，但商业票据的兑付受经销商信用影响较大，仍需关注其回收风险；公司应收账款基本为经销商欠款，截至2019年末，应收账款规模5.80亿元；账龄绝大部分在一年以内，前五名单位欠款合计2.52亿元，占年末应收账款余额比重为41.21%，欠款方较为集中。近年部分经销商货款支付速度放缓，公司应收账款规模逐年扩大，需关注应收账款坏账风险；且2020年以来新冠疫情爆发加大经销商的经营压力，未来坏账风险可能进一步上升。公司存货集中于在产品 and 库存商品，2019年末公司存货金额为2.32亿元，2020年3月末，公司存货进一步上升至3.57亿元，系受疫情影响，部分经销商订购的2020年夏季货品入库后尚未对经销商发货所致；存货减值方面，公司当期计提存货减值2,040.88万元，转回或转销1,180.03万元，期末跌价准备余额1,632.01万元，虽然公司主要按订单生产，但仍需关注市场环境变化、竞争加剧及此次新冠疫情影响下可能导致的存货跌价风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	42,479.89	15.74%	55,168.69	21.43%	51,461.61	22.04%
应收票据	11,590.00	4.29%	11,495.00	4.47%	8,485.00	3.63%
应收账款	67,760.53	25.11%	58,013.17	22.53%	51,109.89	21.89%
存货	35,695.15	13.23%	23,196.85	9.01%	15,492.98	6.64%
<b>流动资产合计</b>	<b>201,561.76</b>	<b>74.68%</b>	<b>188,947.91</b>	<b>73.40%</b>	<b>151,460.58</b>	<b>64.87%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	27,100.00	11.61%
其他权益工具投资	7,800.00	2.89%	7,800.00	3.03%	0.00	0.00%
固定资产	36,745.25	13.61%	35,727.03	13.88%	39,475.51	16.91%
无形资产	9,296.62	3.44%	10,772.27	4.18%	3,468.88	1.49%

非流动资产合计	68,339.20	25.32%	68,488.35	26.60%	82,004.80	35.13%
资产总计	269,900.96	100.00%	257,436.27	100.00%	233,465.38	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司可供出售金融资产科目无余额，2018年末该科目余额2.71亿元主要系对深圳市泽汇科技有限公司（以下简称“泽汇科技”）股权投资，公司2018年参股泽汇科技，该公司主要从事跨境电商出口业务，2019年8月，因泽汇科技无法完成原协议约定的业绩承诺，触发了原协议中的股权回购条款，泽汇科技原出让股东同意以股权转让款5%的年利率作为补偿金额，提前回购公司持有的泽汇科技全部股权。截至报告出具日，上述股权回购事项已完成。2019年末公司其他权益工具投资7,800.00万元，主要系对温州中胤时尚鞋服设计有限公司、珂卡芙鞋业有限公司等公司的股权投资。2019年末公司账面固定资产3.57亿元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备。公司无形资产主要为土地使用权和计算机软件等，2019年由于收购依革思儿有限公司剩余股权并将该公司纳入合并，公司无形资产大幅增加至1.08亿元。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率放缓，运营压力有所加大

近年部分经销商货款支付速度放缓，公司应收账款规模逐年扩大，应收票据及应收账款周转天数由2018年的141.42天增加至2019年的152.54天，周转效率下降；同时公司应付票据及应付账款周转效率未有显著增加，未能充分依靠应付信用政策的调整减少营运资金占用，公司净营业周期有所延长，2019年公司净营业周期为116.80天，较上年增加了7.11天。

同时，随着资产规模的增加，公司流动资产和总资产周转天数也持续增加，2019年分别为402.22天和580.03天，整体资产运营效率有所放缓。

**表10 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收票据及应收账款周转天数	152.54	141.42
存货周转天数	67.83	57.48
应付票据及应付账款周转天数	103.57	89.21
净营业周期	116.80	109.69
流动资产周转天数	402.22	363.44
固定资产周转天数	88.86	99.57
总资产周转天数	580.03	522.88

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司收入稳步增长，但盈利能力有所下降，但疫情冲击下，预计2020年公司收入及利润将持续承压

2019年实现营业收入152,339.78万元，同比增长8.91%，其中童鞋销售收入82,879.30万元，同比增长7.13%，童装销售收入51,422.48万元，同比增长8.98%；公司运营的“ABC KIDS”品牌定位中端，且在多年运营中相对市场占有率排名靠前，拥有一定品牌溢价，整体毛利率水平尚可，但2019年公司综合毛利率为32.60%，较上年小幅下降，系童鞋、童装产品销售均价下降使得毛利率下滑所致。

期间费用方面，2019年公司有息债务显著增长，财务费用增加较快，受毛利率下滑叠加财务费用等费用增加影响，2019年公司净利润为14,174.06万元，同比下降21.44%。

2020年1-3月，公司实现营业收入25,522.52万元，同比下降19.39%；净利润3,099.09万元，同比下降33.26%，业绩下滑主要是新冠肺炎疫情影响了公司及主要经销商对终端客户的销售所致。虽然目前公司已经积极采取一切可能措施，最大限度降低疫情对公司生产、销售环节的影响，公司主要经销商/终端客户目前均已基本恢复正常经营，公司对客户的产品供应也基本恢复正常，目前公司秋季订单仍较为充足，但预计全年经销商订单将同比下滑20%-30%。综合来看，2020年第一、二季度以来新冠肺炎疫情对公司业务开展、产品销售的影响将使得公司本年经营业绩持续承压。

**表11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	25,522.52	152,339.78	139,877.49
营业利润	4,052.36	16,040.48	19,376.74
利润总额	4,113.34	17,616.31	22,271.64
净利润	3,099.09	14,174.06	18,042.64
综合毛利率	35.79%	32.60%	35.60%
期间费用率	24.21%	20.37%	20.66%
营业利润率	15.88%	10.53%	13.85%
总资产回报率	-	8.31%	11.60%
净资产收益率	-	8.79%	12.24%
营业收入增长率	-19.39%	8.91%	4.43%
净利润增长率	-33.26%	-21.44%	-7.20%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金生成能力较强，但营运资金占用增加，削弱经营活动现金流表现。公司整体生产经营较为稳健，从FFO来看，2019年为2.13亿元，公司现金生成能力较强。但近年公司应收账款及存货增加对营运资本需求加大，经营活动现金流有所波动，2019年，公司经营活动现金流由上年净流入转为小规模净流出。

投资活动现金流方面，2019年公司投资支付的现金显著减少，投资活动现金流出规模缩减。筹资活动现金流方面，2019年公司筹资活动现金流入仍保持一定规模，净流入4,196.15万元。

总体而言，现阶段公司现金生成能力较强，但由于应收款项及存货占用营运资金增加，经营活动现金流转差。

**表12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
净利润	14,174.06	18,042.64
非付现费用	6,614.70	5,102.45
非经营损益	517.51	-67.50
<b>FFO</b>	<b>21,306.27</b>	<b>23,077.59</b>
营运资本变化	-21,645.61	-16,788.43
其中：存货的减少	-9,744.76	-3,433.84
经营性应收项目的减少	-26,295.26	-16,166.84
经营性应付项目的增加	14,394.41	2,812.25
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-339.34</b>	<b>6,356.46</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,746.61</b>	<b>-26,753.73</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,196.15</b>	<b>26,772.66</b>
现金及现金等价物净增加额	1,113.33	6,375.39

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务增长较快，面临一定短期刚性债务压力

公司所有者权益继续增长，2020年3月末为17.05亿元；同时随着公司短期借款的增加及债券的发行成功，负债规模亦大幅增加，2020年3月末为9.94亿元，同期末，公司负债与所有者权益比率为58.26%，权益对负债的覆盖程度持续削弱。

**表13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	99,358.73	90,041.93	78,394.18
所有者权益	170,542.23	167,394.33	155,071.19

产权比率	58.26%	53.79%	50.55%
------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年末，公司短期借款为3.06亿元，其中保证借款1.75亿元，信用借款0.70亿元，抵押及保证借款0.60亿元。2019年末，公司应付票据1.92亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款主要为原材料采购款，账龄基本在一年以内。公司其他应付款主要包括往来款、应付限制性股票款及股权转让款等，2019年末金额为0.37亿元，较上年末大幅下降，系公司收购泽汇科技的应付股权转让款已全部支付。

2019年公司新增长期借款2,400.00万元。公司应付债券主要是公司于2019年4月面向合格投资者公开发行的1亿元公司债券（19起步01），期限为3年，票面利率5.8%。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	45,066.17	45.36%	30,556.87	33.94%	34,199.78	43.63%
应付票据	21,859.00	22.00%	19,159.00	21.28%	14,485.00	18.48%
应付账款	10,286.82	10.35%	16,773.83	18.63%	8,662.74	11.05%
其他应付款	2,800.39	2.82%	3,714.10	4.12%	15,383.99	19.62%
<b>流动负债合计</b>	<b>84,216.56</b>	<b>84.76%</b>	<b>76,452.19</b>	<b>84.91%</b>	<b>77,589.12</b>	<b>98.97%</b>
长期借款	4,400.00	4.43%	2,400.00	2.67%	0.00	0.00%
应付债券	10,000.00	10.06%	10,435.00	11.59%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,142.17</b>	<b>15.24%</b>	<b>13,589.75</b>	<b>15.09%</b>	<b>805.06</b>	<b>1.03%</b>
<b>负债合计</b>	<b>99,358.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>90,041.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>78,394.18</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	81,325.17	81.85%	62,550.87	69.47%	48,684.78	62.10%

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

有息债务方面，截至2020年3月末，公司有息债务为8.13亿元，占总负债的81.25%。且主要为短期债务，公司面临一定的短期刚性债务压力。此外，2020年4月本期债券发行后，公司有息债务规模进一步攀升。

从偿债指标来看，随着负债总额的增长，公司资产负债率总体有所上升，截至2019年末为34.98%，2020年3月末进一步上升至36.81%。2019年末，公司流动比率及速动比率分别为2.47和2.17，整体表现较好。公司EBITDA基本保持稳定，但由于利息支出的增加，2019年EBITDA利息保障倍数为8.65，同比显著下降，但是仍表现较好。

**表15 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	36.81%	34.98%	33.58%
流动比率	2.39	2.47	1.95

速动比率	1.97	2.17	1.75
EBITDA（万元）	-	24,136.38	26,595.08
EBITDA 利息保障倍数	-	8.65	20.43
有息债务/EBITDA	-	2.59	1.83
债务总额/EBITDA	-	3.73	2.95
经营性净现金流/流动负债	-	-0.004	0.08
经营性净现金流/负债总额	-	-0.004	0.08

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、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2017年1月1日至查询日（2020年5月7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。

## 七、评级结论

公司是国内儿童用品行业知名的品牌运营商，自有品牌“ABC KIDS”市场占有率较高；公司销售网络布局较为完善，2019年经销商门店数量继续增加，销售收入保持增长。

但中证鹏元也关注到，公司童鞋、童装等主要产品以外协生产为主，对OEM生产模式依赖程度加深，面临一定的供应商选择及外协加工风险；近年经销商货款支付速度放缓，应收账款不断增加，同时存货规模较大，需关注坏账风险及存货跌价风险；2020年一季度，受新冠疫情影响，公司营业收入、净利润同比均有所下降，预计未来业绩将持续承压；公司有息债务规模增长较快，面临一定短期刚性债务压力等风险因素。

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

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	42,479.89	55,168.69	51,461.61	44,934.22
应收票据	11,590.00	11,495.00	8,485.00	9,352.00
应收账款	67,760.53	58,013.17	51,109.89	40,948.55
存货	35,695.15	23,196.85	15,492.98	13,270.12
其他流动资产	7,543.68	6,360.03	18,730.30	20,532.85
固定资产	36,745.25	35,727.03	39,475.51	37,899.78
其他非流动资产	1,248.55	546.14	10,187.20	221.24
资产总计	269,900.96	257,436.27	233,465.38	172,865.93
短期借款	45,066.17	30,556.87	34,199.78	5,450.00
应付票据	21,859.00	19,159.00	14,485.00	10,704.00
应付账款	10,286.82	16,773.83	8,662.74	10,791.76
其他应付款	2,800.39	3,714.10	15,383.99	1,103.66
长期借款	4,400.00	2,400.00	0.00	0.00
应付债券	10,000.00	10,435.00	0.00	0.00
负债合计	99,358.73	90,041.93	78,394.18	33,091.81
有息债务	81,325.17	62,550.87	48,684.78	16,154.00
归属于母公司所有者权益	170,632.84	167,466.31	155,092.90	139,774.13
营业收入	25,522.52	152,339.78	139,877.49	133,949.11
营业利润	4,052.36	16,040.48	19,376.74	20,539.97
净利润	3,099.09	14,174.06	18,042.64	19,442.08
经营活动产生的现金流量净额	-26,702.02	-339.34	6,356.46	13,676.36
投资活动产生的现金流量净额	-2,110.96	-2,746.61	-26,753.73	-21,166.41
筹资活动产生的现金流量净额	14,768.91	4,196.15	26,772.66	24,121.74
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款及应收票据周转天数（天）	-	152.54	141.42	119.90
存货周转天数（天）	-	67.83	57.48	49.21
应付账款及应付票据周转天数（天）	-	103.57	89.21	80.05
净营业周期（天）	-	116.80	109.69	89.06
流动资产周转天数（天）	-	402.22	363.44	285.67
固定资产周转天数（天）	-	88.86	99.57	104.09
总资产周转天数（天）	-	580.03	522.88	400.80
综合毛利率	35.79%	32.60%	35.60%	35.05%
期间费用率	24.21%	20.37%	20.66%	18.72%
营业利润率	15.88%	10.53%	13.85%	15.33%
总资产回报率	-	8.31%	11.60%	16.25%



净资产收益率	-	8.79%	12.24%	16.44%
营业收入增长率	-19.39%	8.91%	4.43%	8.56%
净利润增长率	-33.26%	-21.44%	-7.20%	10.68%
FFO	-	21,306.27	23,077.59	23,280.00
资产负债率	36.81%	34.98%	33.58%	19.14%
流动比率	2.39	2.47	1.95	4.06
速动比率	1.97	2.17	1.75	3.65
EBITDA（万元）	-	24,136.38	26,595.08	27,112.58
EBITDA 利息保障倍数	-	8.65	20.43	57.33
有息债务/EBITDA	-	2.59	1.83	0.60
债务总额/EBITDA	-	3.73	2.95	1.22
经营性净现金流/流动负债	-	-0.004	0.08	0.42
经营性净现金流/负债总额	-	-0.004	0.08	0.41

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2019 年末纳入公司合并范围子公司情况

序号	公司	注册资本（万元）	持股比例	取得方式
1	福建起步儿童用品有限公司	6,000.00	100%	设立
2	温州起步信息科技有限公司	3,115.00	100%	同一控制下企业合并
3	诸暨起步供应链管理有限公司	2,000.00	100%	设立
4	青田起步贸易有限公司	3,000.00	100%	设立
5	浙江起步儿童用品有限公司	3,000.00	100%	设立
6	浙江起步投资有限公司	30,000.00	100%	设立
7	厦门起步教育科技有限公司	500.00	65%	设立
8	浙江进步信息科技有限公司	1,000.00	76.00%	设立
9	青田小黄鸭婴童用品有限公司	100.00	100%	设立
10	依革思儿有限公司	10,000.00	100%	非同一控制下企业合并
11	香港起步控股有限公司	10,000（港币）	100%	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据及应收账款账面价值} + \text{期末应收票据及应收账款账面价值}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 长期借款 + 应付债券
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加

## 附录四 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。