



2020年起步股份有限公司可转换公司债券 2021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.

技术领先，服务全球，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。

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 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A	A
评级展望	负面	负面
债券信用等级	A	A
评级日期	2021-06-24	2021-05-08

债券概况

债券简称：起步转债

债券剩余规模：2.66 亿元

债券到期日期：2026-04-10

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

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对起步股份有限公司（以下简称“起步股份”或“公司”，股票代码：603557.SH）及其2020年4月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为A，发行主体信用等级维持为A，评级展望维持为负面。
- 该评级结果是考虑到：公司线上收入大幅增长，公司为青田县唯一上市公司，得到了当地政府的一定支持。同时也关注到，公司被出具了保留意见的审计报告和否定意见的内部控制报告；控股股东质押比例很高，存在实控人变更风险；供应商中比照关联方占比较高；线下经销门店大幅减少；面临较大资金压力；2020年度营业收入大幅下滑，利润大幅亏损；经营活动现金流表现较弱；债务偿还压力加大等风险因素。

未来展望

- 公司经销渠道关店较多，对线下销售带来一定影响；供应商渠道亟需调整；公司股票交易被实施其他风险警示，流动性获取能力或受到一定影响，面临较大的债务偿还压力。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	29.50	29.70	25.74	23.35
归母所有者权益	16.24	16.16	16.75	15.51
总债务	10.27	9.67	6.26	4.87
营业收入	3.18	7.73	15.23	13.99
净利润	0.18	-2.79	1.42	1.80
经营活动现金流净额	-1.77	-0.88	-0.03	0.64
销售毛利率	31.59%	19.80%	32.60%	35.60%
EBITDA 利润率	-	-2.39%	17.63%	20.20%
总资产回报率	-	-8.15%	8.31%	11.60%
资产负债率	44.70%	45.43%	34.98%	33.58%
净债务/EBITDA	-	-16.19	0.00	0.02
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.41	9.63	21.70
总债务/总资本	38.63%	37.36%	27.20%	23.89%
FFO/净债务	-	-63.11%	-7,863.90%	1,843.28%
速动比率	2.10	2.00	2.17	1.75
现金短期债务比	1.00	1.15	1.34	1.06

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司线上销售收入大幅增长。**公司积极拓展线上销售渠道，2020年及2021年1-3月，公司线上销售收入大幅增长。
- **公司为青田县唯一上市公司，得到了当地政府的一定支持。**2021年4月，青田经济开发区投资发展有限公司（以下简称“青田经开区投发公司”）为公司控股股东提供了借款支持，用于解决原总经理资金占用问题。此外，2021年5月，当地政府组织相关政府单位及公司授信金融机构召开了协调会，确定各债权人对公司的融资支持原则。

关注

- **公司被出具保留意见的审计报告。**因公司新商务政策涉及有关问题，天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天健”）2020年度出具了保留意见的审计报告，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。
- **公司被出具否定意见的内部控制审计报告，公司股票交易被实施其他风险警示。**因资金违规占用、违规对外担保及印章管理问题，公司被天健出具否定意见的内部控制审计报告，公司股票交易被实施其他风险警示。
- **公司控股股东质押比例很高，存在实控人变更风险。**截至2021年6月10日，公司控股股东质押股份占其持股总数的90.72%，比例很高，且存在进一步补充质押的风险。此外，根据公司控股股东与青田经开区投发公司相关协议约定，公司存在实际控制人变更风险。
- **公司供应商中比照关联方占比较高。**公司供应商中比照关联方占比较高，经营者主要为公司原总经理远房亲属，供应商结构亟需调整。
- **公司线下经销门店大幅减少。**受疫情影响，2020年及2021年1-3月，公司线下经销商门店净减少591家，下降幅度较大，需关注公司经销渠道变动情况及可能对公司线下销售可能带来的影响。
- **公司投资项目较多，面临较大资金压力。**截至2020年末，公司投资项目较多，所需投资规模较多，其中部分项目进行了延期调整，需对公司投资项目进展及投资收益情况保持持续关注。
- **公司2020年度营业收入大幅下滑，利润大幅亏损，经营活动现金流表现较弱。**受多重因素影响，2020年度公司营业收入大幅下滑，营业利润由盈转亏。2019-2020年及2021年1-3月，公司经营活动现金流持续净流出，且流出规模有所加大，公司经营回款情况表现较弱。
- **公司债务偿还压力加大。**公司总债务规模增长幅度较大，短期债务占比较高，FFO对公司债务保障程度较弱，且公司被实施其他风险警示后，或对公司获取流动性的能力带来一定影响，债务偿还压力加大。

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

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4月发行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，1.50亿元补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.62亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化，受本期债券转股增加股本，及按照《公司限制性股票激励计划》规定回购注销股份影响，2021年3月末公司注册资本和实收资本增长为4.96亿元。跟踪期内，公司控股股东香港起步国际集团有限公司（以下简称“香港起步”）通过集中竞价、大宗交易及协议转让等方式对其持有的公司股份进行了减持，截至2021年3月末，香港起步持有公司38.86%的股份，仍为公司控股股东，章利民仍为公司实际控制人。

2021年4月29日，公司发布了《起步股份有限公司关于公司控制权存在不确定性的提示性公告》，为清偿关联方资金占用，香港起步将其持有的公司无限售条件流通股50,000,000股质押给青田经开区投发公司，同时，根据香港起步与青田经开区投发公司签订编号为“JK20210407”的《借款合同》的第10.2条约定，如香港起步未能在2021年10月15日前足额偿还借款本息的，应无条件将持有的公司的全部表决权委托给青田经开区投发公司。该约定导致公司控制权可能存在变更风险。

截至2021年6月10日，香港起步持有公司无限售条件流通股192,731,934股，占公司总股本（截止日期2021年6月7日）的38.86%，累计质押174,846,895股，占其持股总数的90.72%，质押比例很高。

表1 2021年3月末公司前十大股东情况（单位：股，%）

股东名称	持股数量	持股比例
香港起步国际集团有限公司	192,731,934	38.86
陈雨	23,598,033	4.76
张晓双	23,598,033	4.76
广州辛选投资有限公司（以下简称“辛选投资”）	23,598,033	4.76
邦奥有限公司	11,124,212	2.24
丽水晨曦股权投资合伙企业(有限合伙)	10,002,379	2.02
黄培福	2,947,600	0.59

董建	2,482,735	0.50
陈壮伟	2,163,625	0.44
王纯净	2,149,400	0.43

资料来源：公司 2021 年第一季度报告

2021年1月以来，公司总经理、财务总监及董事会秘书相继离职。此外，天健在审计过程中发现公司存在关联方非经营性资金占用，违规对外担保及印章管理存在重大缺陷三项内部控制重大缺陷，并出具了否定意见的内部控制审计报告。2021年4月29号，公司了发布《起步股份有限公司关于关联方非经营性资金占用、违规担保事项及整改情况的公告》，称违规占用资金及利息已归还完毕、违规担保已全部解除，并制定了相应整改措施。考虑到公司高级管理人员变化较大，且前期内部控制缺陷较多，后续仍需对公司内部控制保持关注。截至2020年末，公司母公司及主要子公司在职员工数量合计492人，较上年末减少1,258人，大幅减少，主要系2020年公司童鞋取消了自主生产模式，生产人员大幅减少所致。

2020年度，公司合并范围增加3家子公司。

表2 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州起步工贸有限公司	100.00%	100.00	鞋帽零售；服装服饰零售；	新设
东阳起步新零售有限公司 ¹	100.00%	500.00	鞋帽零售；鞋帽批发；	新设
浙江辛起新零售有限公司	51.00%	1,000.00	鞋帽零售；服装服饰零售；	新设

资料来源：公司 2020 年度审计报告及公开资料，中证鹏元整理

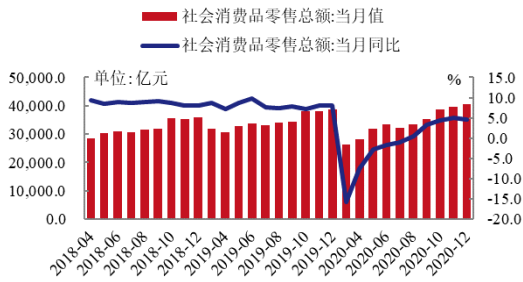
四、运营环境

国内经济增速在低基数下逐步回升，有望带动2021年服装家纺消费需求边际持续改善，但全球经济增速放缓的长期趋势仍未改变，行业长期增长压力仍较大

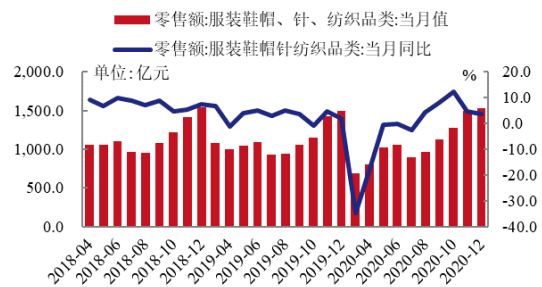
国内疫情得到较好控制，消费信心逐步增强，国内消费市场边际回暖。2020年社会消费品零售总额全年累计增速为-3.9%，但逐月来看，自2020年8月开始，其增速开始回正并持续改善；2021年1-3月，全国社会消费品零售总额105,221.0亿元，同比增长33.9%。细分来看，服装鞋帽针纺织品类零售额增速回暖情况更为明显，2021年1-3月，服装鞋帽、针纺织品类社零售总额为3,401.0亿元，同比增长54.2%，与2019年1-3月累计值（3,422.6亿元）基本持平。短期来看，针对疫情，国内已经有较好的应急防控措施，能在短时间内控制突发疫情的扩散传播，且随着疫苗接种的稳定推进，内需基本恢复如前。2021年4月，国际货币基金组织发布了最新的《世界经济展望报告》，报告中预计2021年全球GDP增长率为6.0%，2022年为4.4%；中国经济将增长8.4%，2022年为5.6%，国内外经济增速预计在低基数下逐步回

¹ 2021年4月更名为青田起步新零售有限公司。

升，有望带动2021年服装家纺消费需求持续边际改善；但长期来看，全球宏观经济增速放缓的长期趋势仍旧存在，且国外疫情尚未完全得到控制，外需恢复尚需一段时日，近三年我国服装鞋帽针纺织品类零售额累计增速整体是下降的，其中2020年为-6.6%，行业长期增长压力仍较大。

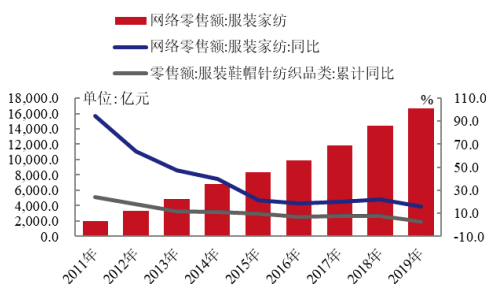
图 1 社零增速持续回升


资料来源：Wind，中证鹏元整理

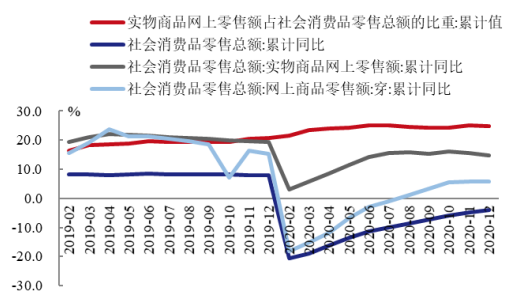
图 2 服装鞋帽针纺织品类零售额增速边际恢复


资料来源：Wind，中证鹏元整理

从消费方式来看，互联网、大数据、物流等行业的迅速发展推动了人们消费方式的改变，疫情防控政策的实施更是推动了线上消费额快速增长，各类电商直播、短视频营销平台顺势崛起，更加完善了线上消费体验度，近年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续上升，而服装家纺产品作为各大直播电商主要营销产品类别之一，自2011年来，服装家纺网络零售额持续增加，且增速均在15%，明显高于服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速。2020年，社会消费品零售总额累计值同比增速为负值，而实物商品网上零售额累计值维持正增长，疫情对线上消费的影响小于线下。穿着类实物商品网上零售额累计同比增速也明显高于社会消费品零售总额同比增速，2021年1-3月，穿着类实物商品网上零售额累计同比增速为39.6%，较同期社会消费品零售总额同比增速高5.7个百分点，较实物商品网上零售额同比增速高13.8个百分点。

图 3 服装家纺网络零售额显著增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

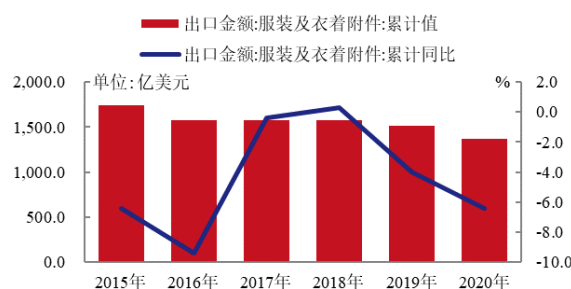
图 4 实物商品网上零售额占比保持增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

部分海外订单转移至国内，推动我国服装家纺产品出口持续好转。近年我国服装及衣着附件出口金额整体呈下行趋势，2020年受海内外疫情影响，服装及衣着附件出口金额为1,373.82亿美元，同比下降6.4%。随着全球新冠疫苗的陆续推出，海外部分国家生产需求逐步复苏，带到相关需求回升，其中中国

恢复形势整体较好，但主要服装出口国印度、孟家拉国疫情仍较为严重，并在近期宣布封城，部分海外订单转移至国内，由于疫苗在全球主要国家的供应十分紧张，国际需求恢复到疫情前水平仍需一段时日，订单回流现象短期内还会存在，短期内我国服装家纺产品出口将继续好转，2021年1-3月，我国服装及衣着附件出口金额为332.95亿美元，同比增长47.7%，较2019年1-3月出口额（294.30亿美元）增长13.1%。虽然全球经济较去年有回稳趋势，但当前各国经济恢复前景仍具有较大不确定性，长期看全球经济增速仍是下行的，且服装家纺行业向东南亚国家转移的长期趋势不会变，服装家纺产品长期出口压力仍较大。

图 5 疫情导致 2020 年服装出口金额增速继续回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年11月15日，东盟10国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰15个国家正式签署了《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），协定的主旨是希望通过削减关税及非关税壁垒，推进成员国之间的自由贸易，协定的达成将促进成员国深化合作，实现人力、技术和原材料成本等资源优势互补，有利于降低各成员国纺织服装行业的生产成本，增加各成员国之间的出口，也有利于增加成员国对非成员国的出口，我国作为全球最大的纺织服装出口国，在纺织服装贸易方面与协议涉及的成员国来往密切，RCEP协定的达成有助于增加我国纺织服装产品的出口，减少贸易战对我国纺织服装出口的不利影响。目前我国纺织服装出口的主要地区为美国、欧盟、日本、韩国、澳大利亚和英国等6国，根据海关统计数据，在44个主要出口国家（地区）中，2021年1-3月我国服装²出口金额为1,950.7亿元，同比增长24.69%，与2019年同期（1,957.4亿元）基本持平；其中出口至上述6个国家的份额合计占比59.29%，分别同比增长35.72%、28.20%、6.52%、40.29%、40.29%和33.39%。

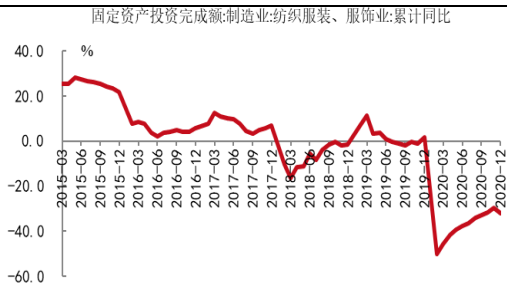
服装家纺行业固定资产投资减速，行业仍然面临较大的库存压力

自2016年开始，服装家纺行业开始去库存，行业固定资产投资增速持续下滑，2019年增速为1.8%，2020年受疫情影响，行业全年固定资产投资增速降为负值，但目前行业整体仍维持较大的库存量。由于2020年初各企业备货量较多，但受疫情影响，销售受阻，2020年上半年服装产品成存货增速较往年明显

² 2021年3月对部分国家（地区）出口商品类章金额表中“61章针织或钩编的服装及衣着附件”和“62章非针织或非钩编的服装及衣着附件”之和。

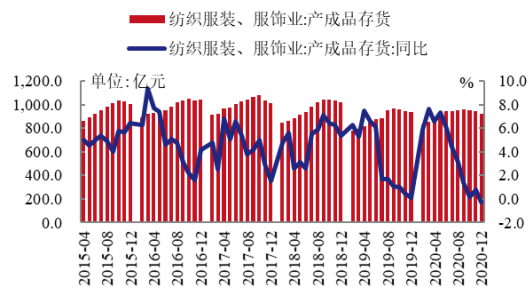
提升，自下半年开始，国内大部分地区已经基本恢复正常的生产，上半年被抑制的需求逐步释放，加上疫情造成服装上游企业备货更加谨慎，产成品存货增速逐步回落至去年同期水平，2020年为-0.3%；但从绝对数量来看，截至2020年末纺织服装、服饰业产成品存货为918.5亿元，仍然面临较大的库存压力。

图 6 行业固定资产投资增速为负



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 服装产成品存货增速持续下调

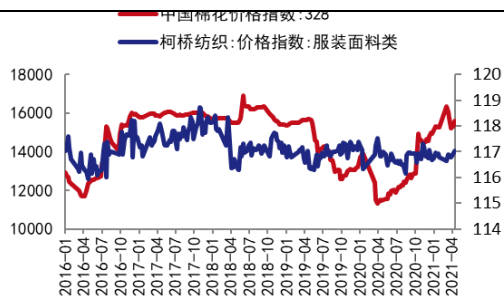


资料来源：Wind，中证鹏元整理

需求恢复推动棉花价格触底回调，预计短期内有望维持较高水平

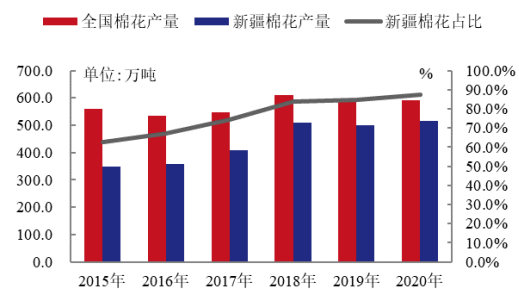
国内棉花价格自 2018 年下半年开始呈波动下降趋势，至 2020 年 3 月 30 日降至近五年最低值 1.13 万元/吨，2020 年 4 月开始，国内主要企业开始复工复产，纺织服装行业消费需求回升，带来棉花需求逐步恢复，棉花价格触底回调，10 月份以来，秋冬季服装订单需求增多，推动棉花价格大幅上涨，截至 2021 年 4 月 19 日，328 级棉花价格为 1.56 万元/吨，接近历史高位水平，伴随着下游需求的持续复苏向好，预计 2021 年棉花价格有望维持较高水平。但长期来看，国内纺织服装产品消费增长空间受限，未来棉价终将承压回落。

图 8 棉花价格回升至历史较高水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 新疆是我国棉花的主产区



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、生产、采购和销售。受多重因素影响，2020 年公司营业收入和销售毛利率下降幅度均较大。分产品看，童鞋和童装收入和毛利率下滑较大，OEM 收入和毛利率较为稳定，新增防疫物资销售收入，但毛利率

很低。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
童鞋	12,224.35	32.90%	27,183.86	20.17%	82,879.30	35.91%
其中：运动鞋	7,498.20	33.28%	13,309.23	22.21%	44,848.73	38.77%
皮鞋	4,726.15	32.30%	13,874.63	18.21%	38,030.57	32.54%
童装	12,057.82	37.50%	25,404.52	24.20%	51,422.48	33.44%
OEM	4,101.45	8.90%	12,988.80	16.12%	14,307.23	14.89%
儿童服饰配件	1,598.46	36.69%	3,107.65	36.15%	2,424.63	18.27%
防疫物资	1,035.90	16.80%	5,270.07	-1.54%	0.00	0.00%
合计	31,017.99	31.17%	73,954.90	19.97%	151,033.64	32.80%

资料来源：公司提供

公司实施多品牌策略，产品主要定位于中端市场，市场综合占有率靠前，但2020年有所下滑，需持续关注公司竞争力及市场占有率变化情况

公司产品主要定位于中端市场，面向3-13岁儿童，产品线包含全季节各类儿童服饰产品。产品设计方面，公司采取自主研发的方式，设立商品研发事业部，负责公司产品的企划、研究开发及设计工作。商品企划工作主要由商品企划中心负责，商品企划中心定期进行趋势研究，通过对品牌定位的解读和目标竞品的分析，制定并实施商品计划，跟踪产品的销售和库存，分析产品售罄率，提高公司货品营运效率。商品研发事业部下设有鞋服开发中心，长期与国际国内知名流行趋势提供商WGSN、POP以及蝶讯网等合作，不断提升产品的舒适度和款式设计水平，为市场研发出舒适、安全、时尚的儿童服饰产品。2020年，公司研发投入略有下降，研发人员数量大幅减少，但占总人数的比重大幅增加。

表4 公司研发情况表（单位：万元，人，%）

项目	2020年	2019年
本期研发投入	3,213.37	3,667.14
研发投入总额占营业收入比例	4.16	2.41
公司研发人员数量	91	138
研发人员数量占公司总人数的比例	18.50	7.89

资料来源：公司2020年度报告，中证鹏元整理

为满足不同细分市场下消费者的需求，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。公司连续多年在中国童鞋及童装市场综合占有率排名靠前，但2020年有所下滑，需持续关注公司竞争力及市场占有率变化情况。

公司生产模式全部转为外协生产，公司主要供应商中比照关联方占比相对较高，需保持一定关注

生产方面，公司采取订单生产模式。其中，童鞋类产品原以“自主生产+外协生产”相结合的方式组织生产，2020年10月，公司童鞋取消了自主生产模式，全部采用外协生产；童装及儿童服饰配饰均采用外协生产。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，实施全过程质量控制，在各个阶段均设立严格的质量控制措施，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，给公司产品质量的控制和管理带来了较大挑战。受疫情影响，2020年，公司新增防疫物资的生产和销售，除该类产品外，公司服装、鞋品和服装配件生产量均大幅下降，同期库存量大幅增长。

表5 2020年公司生产情况（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	645.21	-38.25%	305.46	104.31%
皮鞋	251.22	-59.67%	192.79	3.54%
运动鞋	341.74	-61.99%	212.10	37.75%
配件	164.53	-47.39%	50.43	137.88%
防疫物资	3,694.36	-	239.88	-

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

2020年公司对前五大供应商采购金额合计为30,165.53万元，占当期采购金额比重为35.20%，占比较高。其中青田县雅琪鞋服有限公司、怀化永敏服装有限公司和青田县星秀鞋服有限公司的主要经营者为周建永³的远房亲属，从谨慎性出发，本期比照关联方披露，公司2020年度不存在相关法律法规及规范性文件规定的与日常经营相关的关联交易。

表6 2020年公司前五名供应商情况（单位：万元）

客户名称	采购金额	采购金额占比	是否为关联方
青田县雅琪鞋服有限公司	8,504.56	9.92%	比照关联方
怀化永敏服装有限公司	7,646.60	8.92%	比照关联方
经纬纺织机械新疆有限公司	5,581.79	6.51%	否
青田县星秀鞋服有限公司	4,842.46	5.65%	比照关联方
杭州跃达纺织科技有限公司	3,590.13	4.19%	否
合计	30,165.53	35.20%	-

资料来源：公司提供

公司线下经销商门店大幅减少，线下销售收入大幅下滑，需关注公司经销渠道变动情况及可能对公司线下销售可能带来的影响，同期线上销售收入增幅较大，但毛利率有所下降

销售方面，公司采用经销和直营、线上和线下相结合的销售模式。2020年公司经销模式销售收入仍

³ 公司原总经理，已于2021年1月辞职。

为公司主要的收入来源，但占比下降幅度较大；直营模式销售收入大幅增长，占营业收入的比重也大幅提高。

表7 公司收入按销售模式划分的情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	51,061.44	16.48%	141,898.23	32.28%
直营模式	22,893.46	27.74%	9,135.41	40.90%
其中：直营店	8,046.90	21.84%	1,997.95	54.26%
电商渠道	14,846.56	30.93%	7,137.46	37.16%
合计	73,954.90	19.97%	151,033.64	32.80%

资料来源：公司提供

经销模式下，公司向经销商采取买断销售的模式，并对终端店铺采取统一标准化管理。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。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。公司2019年开始进行战略调整，取消部分省级代理商，通过单店加盟方式直接与其下属店铺对接合作，截至2020年末，公司一级经销商19家，单店加盟商348家，较上年分别减少了11家和增加了150家；经销门店总数为1,911家，当期新增338家，关闭830家，净减少492家。2021年1-3月，公司新增经销门店19家，关闭118家，净减少99家。跟踪期内，公司经销门店数大幅减少，主要系受疫情影响，线下门店经营困难所致，需关注公司经销渠道变动情况及可能对公司线下销售可能带来的影响。

2020年，公司经销模式销售收入大幅减少，毛利率大幅下降。原因主要包括：1）受疫情影响，线下门店客流量下降，销售收入下滑较大；2）为支持经销商及附属门店渡过难关，推出了租金补贴、装修补贴、疫情补贴及返利等一系列扶持政策，对于公司承担的部分冲减收入0.95亿元；3）2021年2月，公司制定了关于全国经销商疫情特殊退货的政策，该事项减少公司营业收入2.38亿元，相应存货成本1.62亿元。需要注意的是对于上述第二项和第三项原因，天健未对经销商各类补贴和退货金额的准确性获取充分、适当的审计证据，需关注其对公司营业收入影响的准确性。

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。

2020年末，公司直营门店共为33家，当期新增11家，关闭31家，净减少20家，存在较大波动，2021

年3月末，进一步减少至28家。2020年，公司直营店实现营业收入8,046.90万元，大幅增长，但毛利率下降幅度较大，主要原因是公司将防疫物资销售归属线下直营，同时防疫物资毛利率较低所致；2020年，香港起步分别向辛选投资和张晓双⁴转让公司23,598,033股股份，于2020年10月完成股权变更。引入辛选投资后，公司线上渠道加速发展，销售收入大幅增长，但毛利率有所下降。2021年1-3月，公司线上销售收入0.47亿元，涨幅较大。

表8 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
2020年	泉州实达丰商贸有限公司	3,873.24	5.24%
	温州金给利供应链管理服务有限公司	3,825.04	5.17%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	3,432.93	4.64%
	成都市力晟商贸有限公司	3,391.98	4.59%
	苏州市乐铭贸易有限公司	3,318.41	4.49%
	合计	17,841.60	24.12%
2019年	苏州市乐铭贸易有限公司	12,973.38	8.59%
	武汉丽兴源商贸有限公司	10,567.71	7.00%
	成都市力晟商贸有限公司	8,410.95	5.57%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	8,032.38	5.32%
	易达尔科技有限公司	7,418.01	4.91%
合计	47,402.44	31.39%	

注：2020年公司前五名客户销售金额为各类补贴和期后退货调整后金额，仅供参考。

资料来源：公司提供

2020年末，公司主要投资项目包括营销网络及区域运营服务中心建设项目、新零售新制造项目、智慧信息化升级改造项目和婴童用品销售网络建设项目，投资总额合计105,465.67万元，已投资14,988.26万元，尚需投资90,467.41万元，带来较大资金压力。此外，公司就营销网络及区域运营服务中心建设项目进行了延期调整，需对公司投资项目投资进展及投资收益情况保持持续关注。

表9 2020年末公司主要投资项目情况（单位：万元）

客户名称	投资总额	已投资
营销网络及区域运营服务中心建设项目	43,194.45	14,665.26
新零售新制造项目	6,525.00	333.00
智慧信息化升级改造项目	20,674.13	0.00
婴童用品销售网络建设项目	35,072.09	0.00
合计	105,465.67	14,998.26

资料来源：公司提供

⁴ 截至目前，张晓双仅支付了保证金，暂未支付剩余股权转让款。

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天健审计并出具保留意见的2020年度审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。形成保留意见的基础包括：1、受疫情影响，为支持经销商发展，公司于2020年2月制订了2020年度疫情、装修、租金补贴以及销售返利政策，公司2020年度共承担经销商疫情、装修、租金补贴以及销售返利不含税9,467.16万元，冲减本期营业收入。2、2021年2月，公司制定了关于全国经销商疫情特殊退货的政策，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公司总仓，该部分实际退回收入金额为23,804.41万元，相应存货成本为16,177.41万元，同时按照公司一贯的存货跌价计提方法计提存货跌价准备7,709.05万元。天健无法获取充分、适当的审计证据，以确定新商务政策的合理性，对经销商各类补贴和退货金额的准确性以及相关会计处理的恰当性。上述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。

2020年度，公司对周建永占用公司资金以及应计算的拆借利息和未入账的应付票据进行了更正，详见表10。2020年，纳入公司合并范围的子公司新增3家。

表10 公司前期差错更正情况（单位：万元）

会计差错更正的内容	受影响的各个比较期间报表项目名称	累积影响数
对周建永占用公司资金以及应计算的拆借利息进行更正	预付款项	-4,222.93
	其他应收款	5,109.94
	其他流动资产	-17.95
	应付账款	767.32
	盈余公积	10.17
	未分配利润	91.56
	投资收益	119.69
	所得税费用	17.95
	净利润	101.74
		购买商品、接受劳务支付的现金
	收到其他与投资活动有关的现金	17,315.96
	支付其他与投资活动有关的现金	22,121.21
对公司未入账的应付票据进行更正	预付款项	34,345.00
	应付票据	34,345.00

资料来源：公司 2020 年度审计报告

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，流动资产占比较高，公司资产流动性整体尚可，但需关注应收账款回收风险

跟踪期内，公司资产规模有所增长，2020年末为29.70亿元，其中流动资产21.65亿元，仍占比较高。2020年末，公司货币资金为6.45亿元，其中0.30亿元使用受限。2020年末，公司应收票据为0.81亿元，为商业承兑汇票，已背书给供应商。2020年末，公司应收账款为3.39亿元，下降幅度较大，主要系冲减期后退货金额和疫情相关补贴金额所致。公司应收账款账龄主要在1年以内，期末前五大应收单位合计欠款余额占比为39.04%，占比较高，需关注回收风险。2020年末公司预付款项为2.86亿元，主要为预付货款，系供应商将公司开具的票据进行了贴现或质押借款融资，银行对公司开具的票据具有追溯付款的权利，公司将期末未结算余额作为表内事项进行了处理，在预付款项和应付票据列报。2020年末，公司其他应收款为2.98亿元，其中应收周建永2.59亿元，该款项目前已收回。2020年末，公司存货为2.75亿元，主要为库存商品，2020年公司计提存货跌价准备1.22亿元，其中因期后退货计提0.77亿元。2020年末，公司其他权益工具投资为2.06亿元，有所增长，主要为持有的浙江中胤时尚股份有限公司股份。2020年，公司将部分固定资产中的房产转入投资性房地产，两科目期末账面价值分别有所下降和增长。2020年末，包括货币资金在内，公司受限资产账面价值合计3.74亿元，占总资产比重为12.59%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.76	19.52%	6.45	21.72%	5.52	21.43%
应收票据	0.81	2.73%	0.81	2.71%	1.15	4.47%
应收账款	5.10	17.30%	3.39	11.41%	5.80	22.53%
预付款项	2.70	9.16%	2.86	9.62%	0.89	3.47%
其他应收款	2.98	10.11%	2.98	10.03%	1.34	5.22%
存货	2.36	8.00%	2.75	9.27%	2.32	9.01%
流动资产合计	21.63	73.34%	21.65	72.90%	18.89	73.40%
其他权益工具投资	1.96	6.64%	2.06	6.94%	0.78	3.03%
投资性房地产	1.88	6.37%	1.91	6.42%	0.58	2.24%
固定资产	2.18	7.40%	2.24	7.53%	3.57	13.88%
非流动资产合计	7.86	26.66%	8.05	27.10%	6.85	26.60%
资产总计	29.50	100.00%	29.70	100.00%	25.74	100.00%

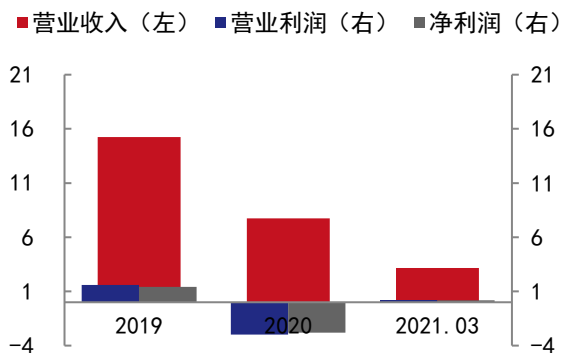
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

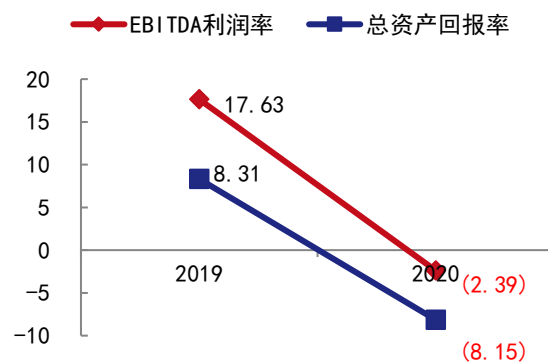
受疫情等因素影响，公司2020年收入和利润大幅下滑，同时销售渠道调整较大，需持续关注公司竞争力及销售收入变化情况

2020年，公司营业收入大幅下降，同期公司营业利润和净利润转为亏损。2020年，受疫情影响，公司线下销售渠道营业收入下降幅度较大；公司2020年制订的疫情、装修、租金补贴以及销售返利政策，该事项减少营业收入0.95亿元，减少营业利润0.95亿元；2021年2月，公司制定了关于全国经销商疫情特

殊退货的政策，该事项减少公司营业收入2.38亿元，减少营业利润1.53亿元。此外，2020年度公司销售费用和资产减值损失均有较大幅度增长，均对公司利润造成了较大侵蚀，公司EBITDA利润率下降为-2.39%。2020年，公司在中国童鞋及童装市场综合占有率排名仍靠前，但占有率绝对值有所下降，且近年来公司进行战略调整，销售渠道调整较大，2020年一级经销商和直营店数量均大幅减少，单店加盟商大幅增加，线上销售收入增长较快，需持续关注公司竞争力及销售收入变化情况。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

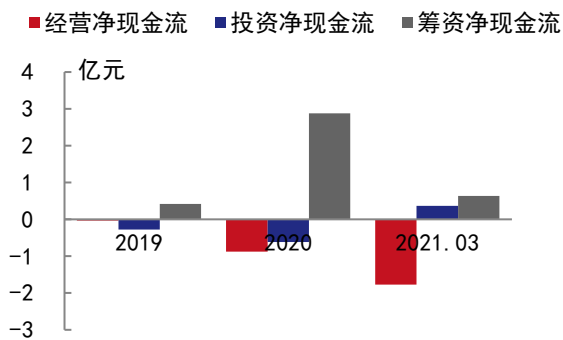
图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

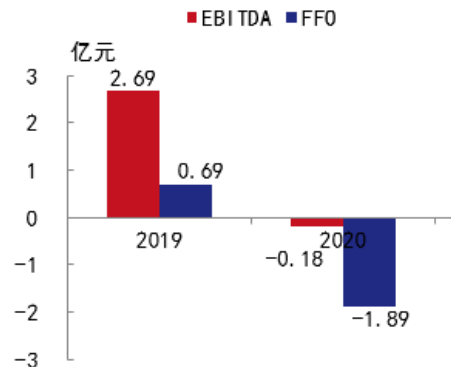
现金流

公司经营活动现金持续净流出，现金生成能力大幅下降，主要投资项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力

近年公司经营活动现金流持续净流出，2020 年净流出规模有所增加，主要系公司销售现金流入减少所致。2021 年 1-3 月，公司经营性现金仍为净流出状态。公司投资支出主要为理财产品投资支出和项目建设投资。2020 年，公司将周建永占用和归还占用资金收支情况计入投资活动产生的现金流，全年净流出 0.62 亿元。2021 年 1-3 月，公司收回理财产品投资规模相对较大，投资活动现金转为净流入。近年公司筹资活动现金持续净流入，2020 年公司筹资活动净现金流大幅增长，主要系包括发行本期债券在内，取得借款规模大幅增长所致。2020 年末，公司主要投资项目投资总额合计 105,465.67 万元，尚需投资 90,467.41 万元，带来较大资金压力。

图 12 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

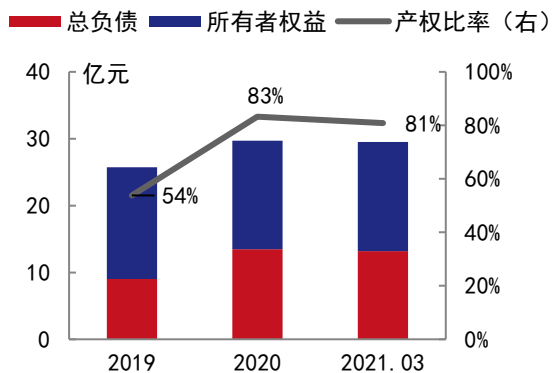
图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

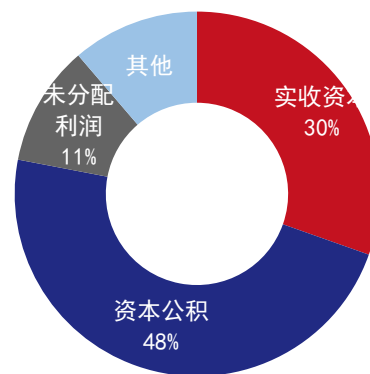
资本结构与偿债能力

公司总债务大幅增长，短期债务占比较高，EBITDA对利息和净债务的保障程度大幅下滑，公司偿债压力加大

2020年末，公司总负债规模大幅增长。所有者权益方面，因本期债券部分转股，公司实收资本和资本公积均有所增长，但因公司经营亏损，未分配利润下降幅度较大，全年公司所有者权益基本稳定，公司产权比率有所上升。

图 14 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 15 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司负债规模增长幅度较大，流动负债占比仍较高。2020年末，公司短期借款为2.78亿元，变动较小，主要为保证及抵质押借款。2020年末，公司应付票据为3.28亿元，其中银行承兑汇票0.78亿元，商业承兑汇票2.50亿元。公司应付账款主要为应付货款及材料采购款，变动较小。2020年末，公司长期借款规模有所增长，均为抵押及保证借款。2020年末，公司应付债券3.18亿元，有所增长，主

要为新增的本期债券。

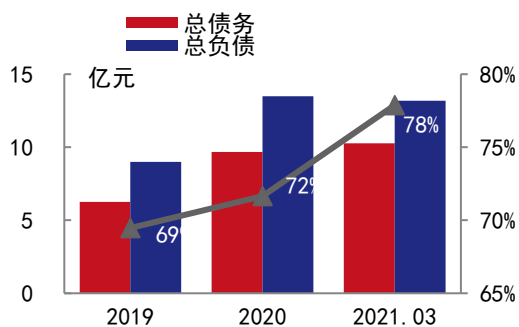
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.53	26.77%	2.78	20.60%	3.06	33.94%
应付票据	3.14	23.78%	3.28	24.27%	1.92	21.28%
应付账款	1.04	7.85%	1.83	13.58%	1.68	18.63%
流动负债合计	9.18	69.59%	9.45	70.04%	7.65	84.91%
长期借款	0.44	3.31%	0.43	3.21%	0.24	2.67%
应付债券	3.17	24.01%	3.18	23.54%	1.04	11.59%
非流动负债合计	4.01	30.41%	4.04	29.96%	1.36	15.09%
负债合计	13.19	100.00%	13.49	100.00%	9.00	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

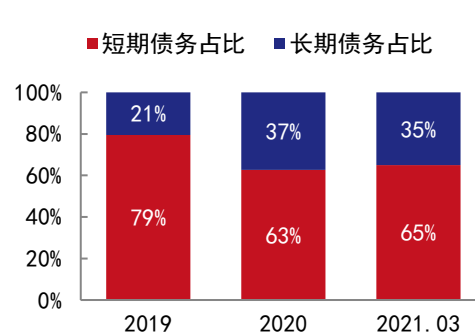
2020年末，公司总负债和总债务规模均大幅增长，总债务占总负债比重也有所上升，短期债务占比有所下降，但仍处于较高水平，面临一定集中到期压力。

图 16 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2020年末，公司资产负债率有所上升。2020年，公司盈利大幅下降，EBITDA 转负，净债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数表现均大幅减弱，FFO/净债务表现也随之减弱。2020 年末，公司总债务/总资本有所增长，整体仍处于较低水平。

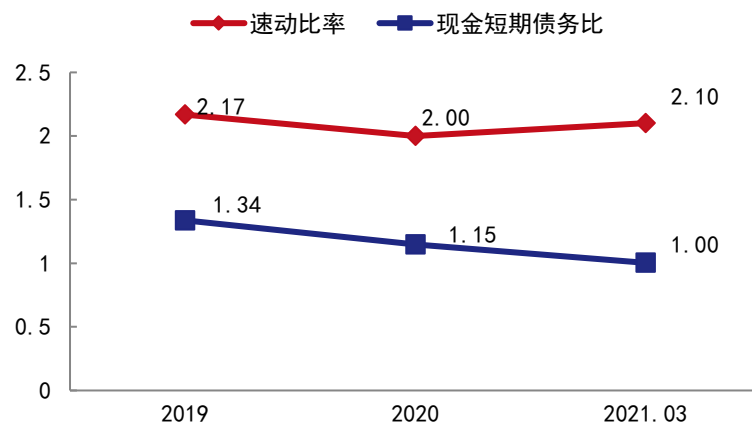
表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	44.70%	45.43%	34.98%
净债务/EBITDA	--	-16.19	0.00
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.41	9.63
总债务/总资本	38.63%	37.36%	27.20%
FFO/净债务	--	-63.11%	-7,863.90%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司速动比率和现金短期债务比均略有下降，整体仍表现较好，公司现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至2020年末，公司共获得银行授信总额度109,800.00万元，已使用32,118.90万元，剩余授信额度77,681.10万元，但2021年4月末，因内部控制问题，公司股票交易被实施其他风险警示，或对公司获取流动性带来较大影响。2021年5月，青田市政府召集当地相关政府部门和公司授信银行相关领导就支持公司稳定融资水平、持续健康发展事项召开了协调会，确定了各方责任，形成了一致意见，但具体实施情况仍需关注。

图 18 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24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。

或有事项分析

公司于2019年4月发行了“19起步01”，由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”）提供担保，公司全资子公司青田起步儿童用品有限公司、福建起步儿童用品有限公司、控股股东香港起步、实际控制人章利民、董事程银微、周建永、祁小秋为深圳中小担在公司发行债券下承担的担保责任提供连带责任反担保，担保总额为40,000.00万元，期限为2018年7月23日至《委托担保合同》（合同号：深担（2018）年委保字（1571）号）项下公司对深圳中小担的全部债务履行期（还款期）届满之日起另加两年止。

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A，维持评级展望为负面，维持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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	5.76	6.45	5.52	5.15
应收票据	0.81	0.81	1.15	0.85
应收账款	5.10	3.39	5.80	5.11
其他应收款	2.98	2.98	1.34	0.04
流动资产合计	21.63	21.65	18.89	15.15
非流动资产合计	7.86	8.05	6.85	8.20
资产总计	29.50	29.70	25.74	23.35
短期借款	3.53	2.78	3.06	3.42
应付票据	3.14	3.28	1.92	1.45
流动负债合计	9.18	9.45	7.65	7.76
长期借款	0.44	0.43	0.24	0.00
应付债券	3.17	3.18	1.04	0.00
非流动负债合计	4.01	4.04	1.36	0.08
负债合计	13.19	13.49	9.00	7.84
总债务	10.27	9.67	6.26	4.87
归属于母公司的所有者权益	16.24	16.16	16.75	15.51
营业收入	3.18	7.73	15.23	13.99
净利润	0.18	-2.79	1.42	1.80
经营活动产生的现金流量净额	-1.77	-0.88	-0.03	0.64
投资活动产生的现金流量净额	0.37	-0.62	-0.27	-2.68
筹资活动产生的现金流量净额	0.64	2.88	0.42	2.68
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	31.59%	19.80%	32.60%	35.60%
EBITDA 利润率	--	-2.39%	17.63%	20.20%
总资产回报率	--	-8.15%	8.31%	11.60%
产权比率	80.84%	83.24%	53.79%	50.55%
资产负债率	44.70%	45.43%	34.98%	33.58%
净债务/EBITDA	--	-16.19	0.00	0.02
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.41	9.63	21.70
总债务/总资本	38.63%	37.36%	27.20%	23.89%
FFO/净债务	--	-63.11%	-7,863.90%	1,843.28%
速动比率	2.10	2.00	2.17	1.75
现金短期债务比	1.00	1.15	1.34	1.06

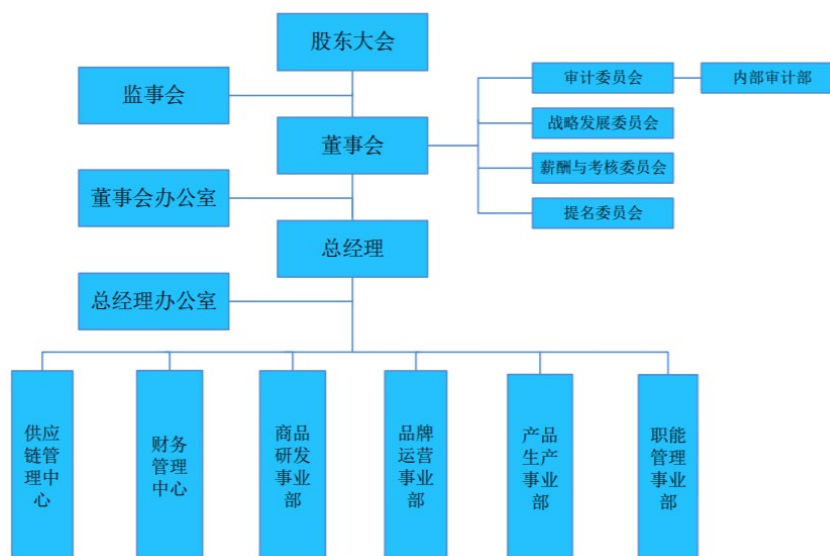
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
福建起步儿童用品有限公司	6,000.00	100%	制造业
厦门起步教育科技有限公司	500.00	90%	商业
诸暨起步供应链管理有限公司	2,000.00	100%	商业
浙江起步儿童用品有限公司	3,000.00	100%	商业
青田起步贸易有限公司	7,500.00	100%	商业
浙江起步投资有限公司	30,000.00	100%	商业
青田小黄鸭婴童用品有限公司	2,100.00	100%	商业
浙江进步信息科技有限公司	1,000.00	76%	商业
香港起步控股有限公司	-	100%	商业
杭州起步工贸有限公司	100.00	100%	商业
东阳起步新零售有限公司	500.00	100%	商业
浙江辛起新零售有限公司	1,000.00	51%	商业
温州起步信息科技有限公司	3,115.00	100%	商业
依革思儿有限公司	10,000.00	100%	商业

资料来源：公司 2020 年度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：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。